

首钢股份 (000959.SZ) 半年报点评

强烈推荐 (维持)

产品结构优化见成效，传统产品吨钢盈利下降较多

- 主营产品生产提质增效，结构优化竞争力凸显。**2022H1 实现钢材产量 1145.4 万吨，同比增长 1.81%。其中公司三大战略产品电工钢、汽车板、镀锡板合计实现生产 374.5 万吨，同增 18.90%，占公司钢材产量 24.45%，同比小幅下降 1.80 个百分点；冷轧专用钢、热轧酸洗板等八类重点产品产量 425.1 万吨，占公司钢材产量 37.11%。2022H1 公司产品结构持续优化，电工钢中高端产品占比达到 62%，同比大幅提高 20 个百分点。
- 电工钢吨钢盈利稳定上升，整体吨钢盈利能力下挫。**公司 2022 年上半年实现营业收入 638.31 亿元，同增 0.72%。其中电工钢销售业务实现营收 64.98 亿元，同比小幅减少 2.34%，占总体营收 10.37%；钢铁产品（不含电工钢）销售业务实现营收 547.81 亿元，同减 5.64%。2022H1 公司电工钢吨钢收入为 9025 元，同比增长 689 元，吨钢毛利为 1322 元，同增 99 元；整体吨钢收入为 5356 元，同比降低 655 元，吨钢毛利润为 397 元，同比大幅下降 296 元。电工钢吨钢收入及毛利的稳健增长很大程度上源于公司在新能源汽车、变压器的全面布局以及长期研发投入；普通钢则受钢铁行业整体形势影响较大，盈利空间大幅压缩。报告期内公司毛利率为 7.59%，同比大幅下降 4.42 个百分点，主因中游钢铁产品市场遇冷、上游原材料价格高位运行压缩毛利。
- 整体吨钢净利润受行业影响降幅明显。**上半年公司减值损失共计 1.05 亿元，较上年同期减少 1400 万元。公司 2022H1 期间费用率为 3.01%，同降 0.51 个百分点。其中，销售费用率同增 0.1 个百分点；管理费用率与研发费用率基本持平；财务费用率同降 0.47 个百分点。随着公司贷款逐步偿还，财务费率有望进一步下降，同时，根据公司股权激励计划，研发费用占比预计将持续提升。综上，公司 2022H1 实现归母净利润 17.61 亿元，大幅同减 48.70%，其中整体吨钢净利润为 175 元，同比减少 199 元；但电工钢吨钢净利润为 898.61 元，同增 31.69%，首钢智新公司上半年实现净利润 6.47 亿元，在去年高基数基础上仍有增长。
- 降本增效作用显著，投资现金流相对好转。**2022H1 公司经营活动现金净额为 22.85 亿元，同比减少 22.45 亿，主因钢材市场行情下行、上游原料高位运行。公司 2022Q1 资产负债率 65.92%，同降 6.7 个百分点；2022H1 进一步下降至 65.08%，主因公司通过增发股票融资，与公司偿还一定短期、合同贷款也有关。
- 投资建议：**虽然受制于中国钢铁市场的需求不振与宏观经济下行压力，公司 2022H1 的整体业绩不佳，但其中电工钢、汽车板、镀锡板等新产品在开拓市场和创造盈利两方面都有亮眼的表现。我们调低 2022-24 年公司 EPS 至 0.76、0.87、0.91 元/股，对应 PE5.5、4.8、4.6 倍，我们看好下半年行业需求回升以及电工钢发展，暂维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：**疫情延续风险、钢价大幅波动风险、公司电工钢投产不及预期

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	79951	134034	125369	132306	134577
同比增长	16%	68%	-6%	6%	2%
营业利润(百万元)	2778	9858	7640	8542	8900
同比增长	37%	255%	-23%	12%	4%
归母净利润(百万元)	1786	7014	5947	6816	7103
同比增长	43%	293%	-15%	15%	4%
每股收益(元)	0.23	0.90	0.76	0.87	0.91
PE	18.3	4.6	5.5	4.8	4.6
PB	1.1	0.8	0.6	0.6	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

中游制造/建筑钢铁
当前股价：4.17 元

基础数据

总股本 (万股)	781987
已上市流通股 (万股)	595918
总市值 (亿元)	326
流通市值 (亿元)	248
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	10.8
资产负债率	65.1%
主要股东	首钢集团有限公司
主要股东持股比例	56.53%

股价表现

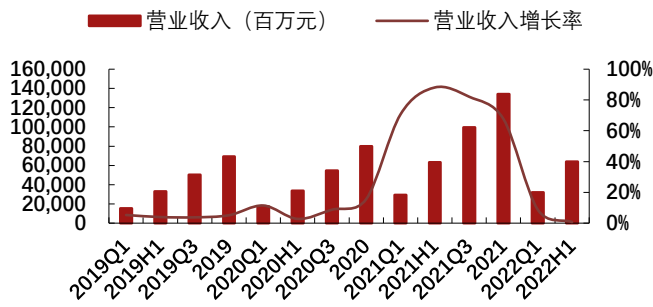


相关报告

- 《首钢股份 (000959) —核心战略产品拉动业绩增长，一季度业绩韧性十足》2022-04-29
- 《首钢股份 (000959) —前瞻战略布局、持续降本提效推动业绩腾飞》2022-03-28

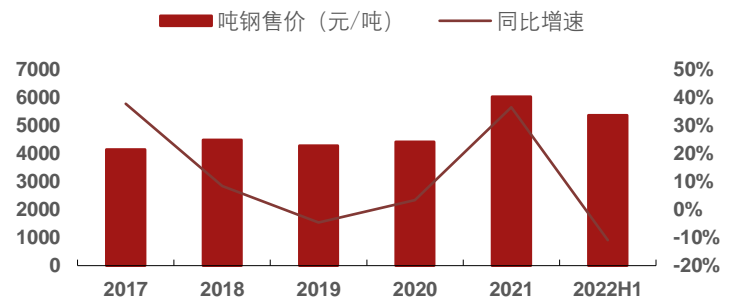
岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jihongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司收入（左轴）及收入增速（右轴）



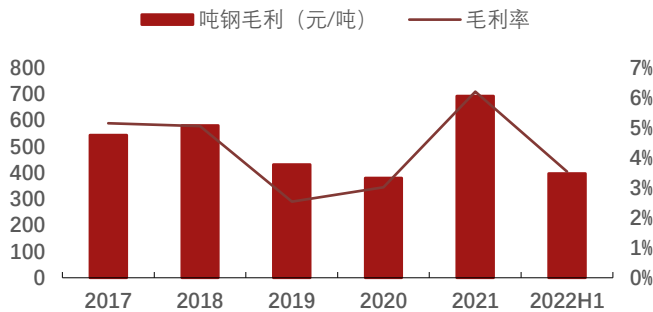
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司吨钢售价（左轴）及同比增速（右轴）



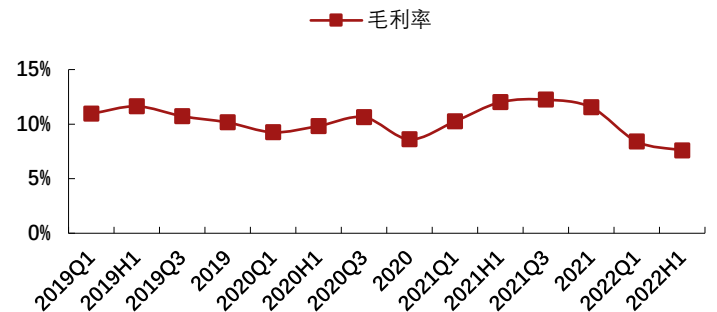
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司吨钢毛利润（左轴）及毛利率（右轴）



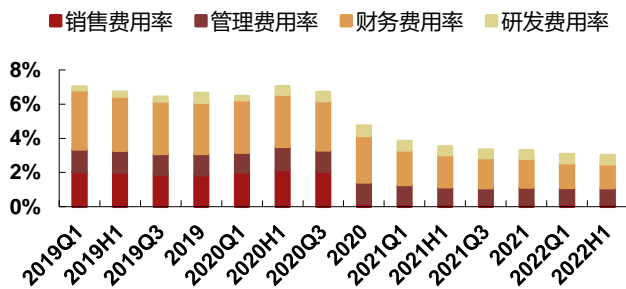
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司毛利率情况



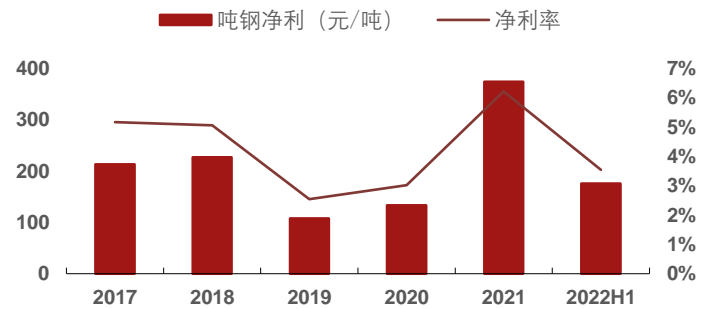
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司四项费用率



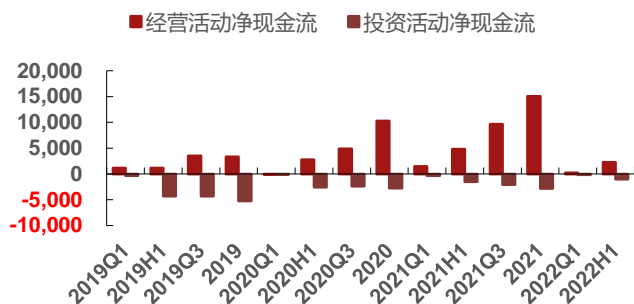
资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司吨钢净利及净利率



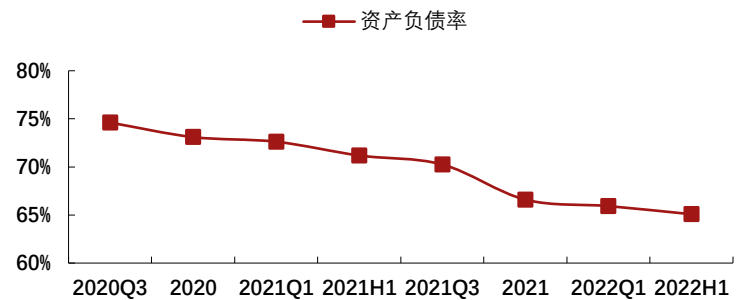
资料来源：iFind、招商证券

图 7 公司经营活动和投资活动净现金流（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

图 8 公司资产负债率



资料来源：iFind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	30062	36784	45223	58733	69742
现金	6292	10285	16346	28379	38875
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6120	6830	6389	6742	6858
应收款项	1424	1679	1552	1638	1666
其它应收款	22	17	34	36	37
存货	10600	11901	11276	11841	12036
其他	5604	6072	9627	10097	10270
非流动资产	114305	110428	104048	98162	92731
长期股权投资	3341	3066	3066	3066	3066
固定资产	96221	95633	89649	84119	79009
无形资产商誉	4055	3956	3560	3204	2884
其他	10688	7773	7773	7773	7773
资产总计	144367	147212	149271	156895	162473
流动负债	77240	78565	75233	78481	79535
短期借款	23712	25278	5000	5000	5000
应付账款	33344	33755	56405	59232	60206
预收账款	4659	5230	10153	10662	10837
其他	15524	14302	3676	3587	3491
长期负债	28296	19470	18300	17248	16301
长期借款	20639	11693	10523	9471	8524
其他	7657	7777	7777	7777	7777
负债合计	105536	98035	93534	95729	95836
股本	5289	6750	7820	7820	7820
资本公积金	19759	24831	29675	29675	29675
留存收益	3911	10246	15411	20443	25502
少数股东权益	9872	7349	2831	3227	3641
归属于母公司所有者权益	28959	41828	52906	57938	62997
负债及权益合计	144367	147212	149271	156895	162473

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10275	15044	39521	17711	15951
净利润	2411	8327	6429	7213	7517
折旧摊销	6518	7426	7661	7167	6711
财务费用	2163	2258	1642	1613	1256
投资收益	(568)	(106)	(60)	(168)	(179)
营运资金变动	(157)	(2771)	23854	1887	646
其它	(93)	(89)	(5)	(0)	(0)
投资活动现金流	(2765)	(2830)	(6220)	(1112)	(1101)
资本支出	(3033)	(3016)	(1280)	(1280)	(1280)
其他投资	267	185	(4940)	168	179
筹资活动现金流	(6953)	(8637)	(27240)	(4566)	(4353)
借款变动	(2790)	(11878)	(30730)	(1169)	(1052)
普通股增加	0	1461	1070	0	0
资本公积增加	(334)	5072	4844	0	0
股利分配	0	(1204)	(782)	(1784)	(2045)
其他	(3829)	(2088)	(1642)	(1613)	(1256)
现金净增加额	556	3576	6061	12033	10497

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	79951	134034	125369	132306	134577
营业成本	73073	118578	112810	118465	120412
营业税金及附加	774	1044	976	1030	1048
营业费用	167	213	200	211	214
管理费用	976	1300	1128	1191	1211
研发费用	480	653	934	1323	1615
财务费用	2163	2258	1642	1613	1256
资产减值损失	(168)	(291)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	61	55	20	120	126
投资收益	568	106	40	48	53
营业利润	2778	9858	7640	8542	8900
营业外收入	2	7	0	20	20
营业外支出	3	66	66	66	66
利润总额	2778	9799	7574	8496	8854
所得税	367	1473	1145	1284	1337
少数股东损益	625	1312	482	397	413
归属于母公司净利润	1786	7014	5947	6816	7103

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	16%	68%	-6%	6%	2%
营业利润	37%	255%	-23%	12%	4%
归母净利润	43%	293%	-15%	15%	4%
获利能力					
毛利率	8.6%	11.5%	10.0%	10.5%	10.5%
净利率	2.2%	5.2%	4.7%	5.2%	5.3%
ROE	6.4%	19.8%	12.6%	12.3%	11.7%
ROIC	4.3%	10.8%	9.3%	11.5%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	66.6%	62.7%	61.0%	59.0%
净负债比率	38.5%	32.2%	11.2%	9.9%	8.9%
流动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	0.8	0.9	0.8
存货周转率	8.5	10.5	9.7	10.2	10.1
应收账款周转率	11.7	16.7	15.2	16.2	15.9
应付账款周转率	2.4	3.5	2.5	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.23	0.90	0.76	0.87	0.91
每股经营净现金	1.31	1.92	5.05	2.26	2.04
每股净资产	3.70	5.35	6.77	7.41	8.06
每股股利	0.07	0.09	0.23	0.26	0.27
估值比率					
PE	18.3	4.6	5.5	4.8	4.6
PB	1.1	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.0	5.8	6.7	6.6	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。