

评级：增持

市场价格：3.95元

分析师：郭皓

执业证书编号：S0740519070004

Email: guohao@r.qizq.com.cn

联系人：刘耀齐

Email: Email: liuyq@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	81,614	113,851	108,055	107,970	110,896
增长率 yoy%	4%	39%	-5%	0%	3%
净利润（百万元）	1,983	5,332	4,571	4,977	5,478
增长率 yoy%	76%	169%	-14%	9%	10%
每股收益（元）	0.26	0.69	0.59	0.65	0.71
每股现金流量	0.36	2.18	0.81	0.98	1.15
净资产收益率	6%	14%	11%	11%	11%
P/E	15.3	5.7	6.7	6.1	5.6
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7

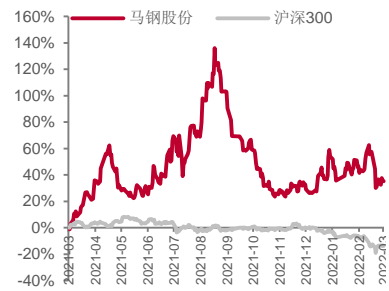
备注：选取3月24日公司股价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

基本状况

总股本(百万股)	7,701
流通股本(百万股)	5,968
市价(元)	3.95
市值(百万元)	30,418
流通市值(百万元)	23,573

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 事件：**公司发布 2021 年报，2021 年公司实现营业收入人民币 1,138.51 亿元，同比增长 39.50%；归属于母公司股东的净利润人民币 53.32 亿元，同比增长 168.95%。基本每股收益为人民币 0.692 元，同比增加 168.22%。公司四季度营业收入 280.35 亿元，同比增长 19.8%；归母净利润-11.95 亿元，转为亏损。
- 公司 21 年营收、净利高增得益于国内钢铁限产政策、上半年行业需求较好及自身经营效率的提升。钢铁价格整体较高，公司主要产品价涨利增。21 年，公司长材、板材、轮轴吨售价分别为 4580 元、5156 元、10250 元，同比增长 39%、34%、3%；利润方面，长材、板材、轮轴毛利率分别为 8.7%、16.6%、15.6%，其中板材毛利率较 20 年增长 7.4%，且板材销量占比达总销量一半，为利润端最大增量。四季度亏损与 Q4 行业整体基本面转差有关，Q4 行业整体毛利率下滑、并因跌价而计提存货减值。
- 21 年吨毛利抬升：**公司为安徽区域钢材龙头，产品品类丰富，比例长材板材占比各半，21 年钢材产能总计达 2050 万吨，为公司历史最佳水平。公司凭借其靠近合肥、南京两大城市群地理优势，辐射江浙沪地区等钢材高需求地区，公司营收在以上区域占比达 80% 以上。根据统计，区域内热轧、螺纹溢价率高于国内其它地区 8%-10%。21 年公司吨毛利水平提升较为显著，公司冷轧、热轧产品毛利率 21 年同比 20 年分别提升 12%、1.2%，冷轧、热轧产品吨毛利同比 20 年分别提升 760 元、175 元，为公司历史上单年度较大涨幅。成本端，21 年铁矿石、焦炭等原辅料价格高企，铁矿石全年进口均价涨幅达 49.3%，同期公司生产成本提升 33%。
- 公司生产经营效率持续提升。**母公司马钢集团于 19 年通过重组成为宝武集团子公司，公司并入宝武体系。21 年钢材产量 2045 万吨，钢材产能利用率 99.76%，在粗钢产量不增的前提下，钢材产量同比增加 2.97%。费用端再次降低，21 年三费营收占比为 2.04%，同比下降 1.7%，相比 19 年加入宝武集团前下降 3.2%。管理费用率下降明显，从 19 年 3.04% 降至 21 年 1.22%。人均钢产量大幅提升，21 年人均粗钢产量达 1120 吨，同比 20 年提升 18%。公司发力高端产品，持续进行“优转特”的战略改革。研发费用方面，公司 21 年研发费用率 4%，为近十年新高。同时新增高端产能，21 年 12 月公司 320 万吨新特钢项目开工，用以置换传统的 370 万吨产能，一期计划 23 年 6 月投产，二期计划 24 年底投产，产品为合金钢、轴承钢、齿轮钢等高端车用钢材。
- 投资建议：**马钢为安徽省龙头钢企，凭地理位置享受下游市场产品溢价。21 年经营效率提升，费用、毛利水平提升显著，预计公司经营层面继续稳中向好。我们认为下游钢材需求预计难强过 21 年，判断今年钢材价格上行空间有限，同时原材料价格的高位维持导致行业利润水平难回 21 年高位。根据 22 年预测钢材价格，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利分别为 45.71 亿元（较前

预测值 41.13 亿元上调 11%)、49.77、54.78 亿元，同比-14%、+9%、+10%；对应 EPS 为 0.59 元、0.63、0.71 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 6.7/6.1/5.6 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示事件：** 实际需求不及预期，供给端压力持续增加，原材料价格大幅提升

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,668	6,375	7,761	15,358	营业收入	113,851	108,055	107,970	110,896
应收票据	467	443	443	455	营业成本	98,930	95,088	94,474	96,701
应收账款	1,107	1,297	1,317	1,331	税金及附加	661	627	627	644
预付账款	1,534	1,475	1,465	1,500	销售费用	300	303	270	277
存货	12,463	13,312	13,699	14,022	管理费用	1,389	1,081	972	887
合同资产	0	0	0	0	研发费用	4,507	4,538	4,535	4,658
其他流动资产	21,020	20,306	20,511	20,910	财务费用	632	371	322	298
流动资产合计	43,259	43,208	45,196	53,575	信用减值损失	3	3	3	3
其他长期投资	72	71	71	72	资产减值损失	-1,337	-1,000	-1,000	-1,000
长期股权投资	5,159	5,300	5,300	5,300	公允价值变动收益	85	85	85	85
固定资产	28,585	28,726	29,152	30,032	投资收益	835	700	700	700
在建工程	10,999	10,299	9,299	7,599	其他收益	125	125	125	125
无形资产	1,727	1,460	1,219	1,003	营业利润	7,368	6,184	6,908	7,568
其他非流动资产	1,406	1,406	1,406	1,406	营业外收入	38	30	30	30
非流动资产合计	47,949	47,263	46,448	45,412	营业外支出	390	200	390	390
资产合计	91,208	90,472	91,644	98,987	利润总额	7,016	6,014	6,548	7,208
短期借款	8,952	4,840	226	335	所得税	1,022	876	954	1,051
应付票据	3,953	3,800	3,775	3,864	净利润	5,994	5,138	5,594	6,157
应付账款	10,438	10,032	9,968	10,203	少数股东损益	662	567	618	680
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,332	4,571	4,976	5,477
合同负债	5,741	5,449	5,445	5,592	NOPLAT	6,534	5,455	5,869	6,412
其他应付款	3,948	3,948	3,948	3,948	EPS (摊薄)	0.69	0.59	0.65	0.71
一年内到期的非流动负债	1,358	1,000	1,000	1,000					
其他流动负债	12,424	11,791	11,701	11,931					
流动负债合计	46,815	40,861	36,063	36,874					
长期借款	5,452	7,368	9,284	11,200					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,529	1,246	1,246	1,246					
非流动负债合计	6,981	8,614	10,530	12,446					
负债合计	53,797	49,475	46,593	49,319					
归属母公司所有者权益	32,753	35,771	39,208	43,145					
少数股东权益	4,658	5,226	5,843	6,523					
所有者权益合计	37,411	40,997	45,051	49,668					
负债和股东权益	91,208	90,472	91,644	98,987					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16,774	6,218	7,566	8,832
现金收益	9,823	8,740	9,136	9,697
存货影响	-1,563	-849	-386	-323
经营性应收影响	28	894	989	940
经营性应付影响	3,313	-559	-89	324
其他影响	5,173	-2,008	-2,084	-1,806
投资活动现金流	-10,722	-1,762	-1,621	-1,421
资本支出	-6,094	-2,405	-2,405	-2,205
股权投资	-1,465	-141	0	0
其他长期资产变化	-3,163	784	784	784
融资活动现金流	-4,900	-4,749	-4,560	186
借款增加	-2,931	-2,555	-2,698	2,025
股利及利息支付	-1,842	-2,011	-2,108	-2,302
股东融资	9	0	0	0
其他影响	-136	-183	246	463

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	39.5%	-5.1%	-0.1%	2.7%
EBIT 增长率	110.4%	-16.5%	7.6%	9.3%
归母公司净利润增长率	168.9%	-14.3%	8.9%	10.1%
获利能力				
毛利率	13.1%	12.0%	12.5%	12.8%
净利率	5.3%	4.8%	5.2%	5.6%
ROE	14.3%	11.1%	11.0%	11.0%
ROIC	18.9%	15.3%	16.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	59.0%	54.7%
债务权益比	46.2%	35.3%	26.1%	27.7%
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
应收账款周转天数	3	4	4	4
应付账款周转天数	33	39	38	38
存货周转天数	43	49	51	52
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.59	0.65	0.71
每股经营现金流	2.18	0.81	0.98	1.15
每股净资产	4.25	4.65	5.09	5.60
估值比率				
P/E	6	7	6	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	168	190	181	170

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。