

➤ **事件概述：**3月30日，公司发布2021年年报：2021年公司实现营业收入1366.74亿元，同比增长35.45%；归母净利润69.25亿元，同比增长250.10%；扣非归母净利润69.41亿元，同比增长251.44%。分季度来看，2021Q4，公司实现营业收入281.37亿元，同比下降5.36%；归母净利润-5.64亿元，同比下降186.37%；扣非归母净利润-6.24亿元，同比下降191.23%。

➤ **点评：钢材产量小幅上涨，毛利率提升**

①**量：2021年钢材产量同比上涨0.94%，销量同比下降0.85%。**公司2021年生产铁2,535万吨，同比减少2.01%；钢2,647万吨，同比减少0.04%；钢材2,480万吨，比上年增加0.94%；销售钢材2,440万吨，比上年减少0.85%，实现钢材产销率为98.39%。

②**价：公司实施成本变革，毛利率提升。**2021年主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%，但公司通过实施成本变革，测算实际吨钢成本仅上升36.20%，且产品实际售价提升约36.69%，致使2021年度公司整体毛利率上升至9.69%。

➤ **未来核心看点：股权激励与高额分红彰显公司信心**

①**股权激励计划助力公司长远发展。**公司从二级市场回购股票用于股权激励，在业绩考核条件上，对公司的总资产现金回报率、利润、钢铁主业劳动生产率提出要求，将促进公司与核心骨干同利共进，提升公司经营管理能力和生产效率，助力公司长远，彰显公司对未来发展的信心。

②**高股息率回报股东。**公司2021年度利润分配预案以享有分配权利的股份总数9,402,611,828股为基数，向公司全体股东每10股派发现金红利2.21元（含税），现金分红总额为20.78亿元，占归属于上市公司股东的净利润30.01%，股息率高达5.89%。

③**战略资源保障优势突出。**2021年铁矿普氏价格指数上涨49.06%，而鞍钢集团矿业公司掌握铁矿资源量88亿吨；拥有2.8亿吨/年采剥生产能力、6500万吨/年选矿、2200万吨铁精矿生产能力，居国内首位。此外，鞍钢集团在澳大利亚拥有年产800万吨的卡拉拉铁矿基地，为公司生产经营提供了强有力的资源保障。

盈利预测与投资建议：公司努力推进品种结构持续优化；深化产业链布局，业绩有望保持稳定增长。我们预计2022-2024年公司归母净利润依次为79.36/85.71/95.75亿元，对应3月31日收盘价的PE为4x、4x和3x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，新冠疫情持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	136,674	137,005	140,931	142,295
增长率(%)	35.5	0.2	2.9	1.0
归属母公司股东净利润(百万元)	6,925	7,936	8,571	9,575
增长率(%)	250.1	14.6	8.0	11.7
每股收益(元)	0.74	0.84	0.91	1.02
PE	5	4	4	3
PB	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年03月31日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：
3.55元

分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

目录

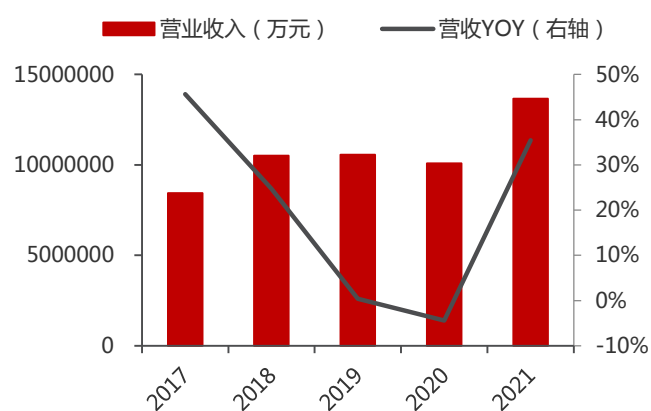
1 事件概述：公司公布 2021 年年报	3
2 点评：钢材产量小幅上涨，毛利率提升	3
3 核心看点：股权激励与高额分红彰显公司信心	6
4 盈利预测与投资建议	7
4.1 盈利假设与业务拆分	7
4.2 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件概述：公司公布 2021 年年报

公司公布 2021 年年报：2021 年公司实现营收 1366.74 亿元，同比增长 35.45%；归母净利润 69.25 亿元，同比增长 250.10%；扣非归母净利润 69.41 亿元，同比增长 251.44%。

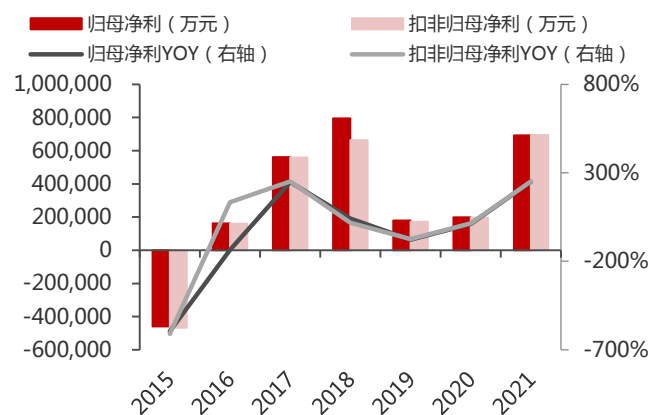
分季度来看，2021Q4，公司实现营收 281.37 亿元，同比下降 5.36%、环比下降 21.81%；归母净利润-5.64 亿元，环比下降 124.46%，同比下降 186.37%；扣非归母净利润-6.24 亿元，环比下降 127.07%，同比下降 191.23%。

图 1：2021 年，公司实现营收 1366.74 亿元



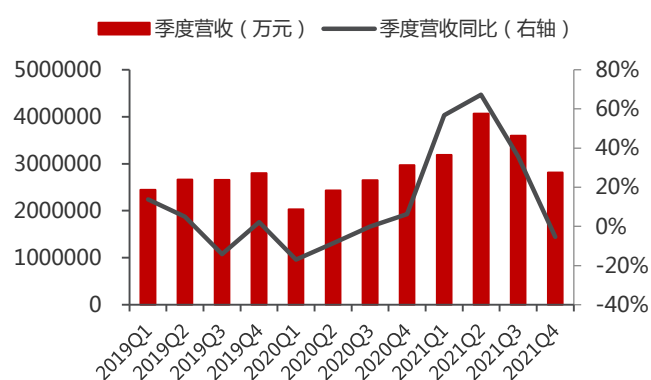
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 69.25 亿元



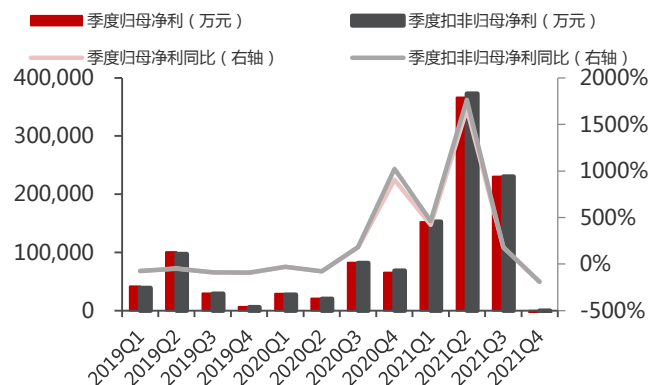
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 281.37 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润-5.64 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

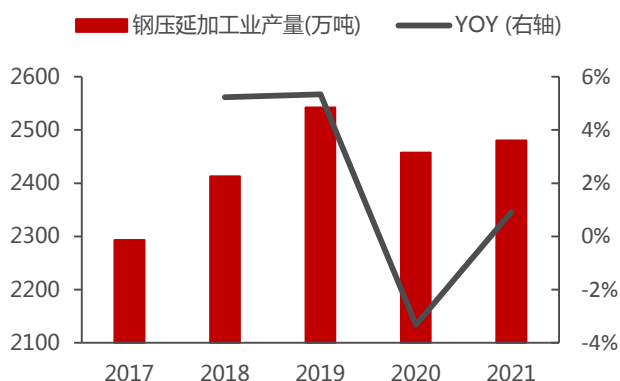
2 点评：钢材产量小幅上涨，毛利率提升

量：2021 年钢材产量同比上涨 0.94%，销量同比下降 0.89%。公司 2021 年生产铁 2,535 万吨，同比减少 2.01%；钢 2,647 万吨，同比减少 0.04%；钢材 2,480 万吨，比上年增加 0.94%；销售钢材 2,440 万吨，比上年减少 0.85%，

实现钢材产销率为 98.39%。

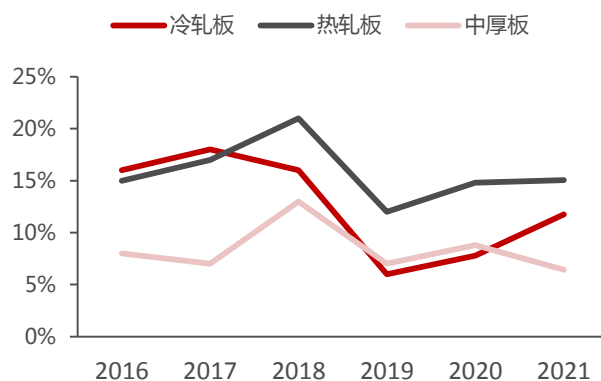
价：实施成本变革，毛利率提升。2021 年钢材产品主要原材料铁矿石价格同比+49.06% ,主焦煤价格同比+80.75% ,焦炭价格+50.08% ,废钢价格+29.69%。面对原料价格上涨，公司强化降本工作，优化能源系统管理，强化资金管控，同时拓展原燃料采购渠道，采购成本比去年同比仅增加 19.52%。测算公司实际吨钢成本仅上升 36.20%，且产品实际售价提升约 36.69%，致使 2021 年度公司整体毛利率上升至 9.69%。

图 5：钢压延加工业产量同比+0.93%



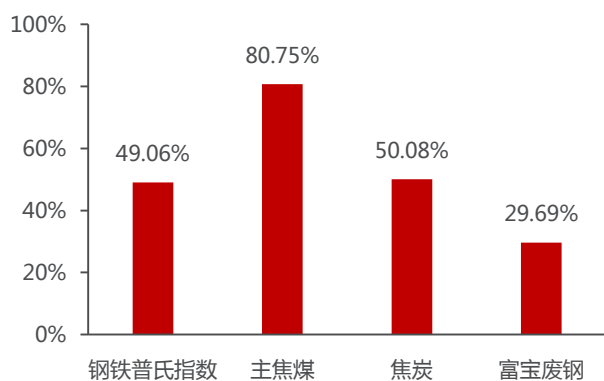
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年分产品毛利率（单位：%）



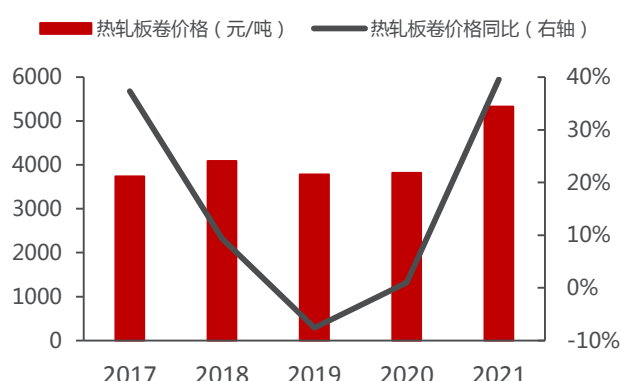
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年原料价格涨幅明显



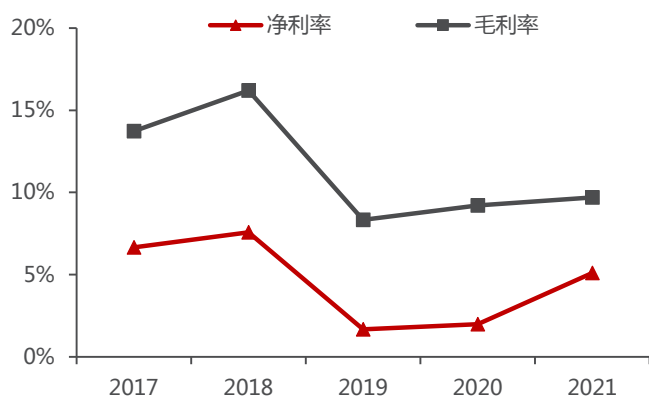
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年钢价市场价格走高



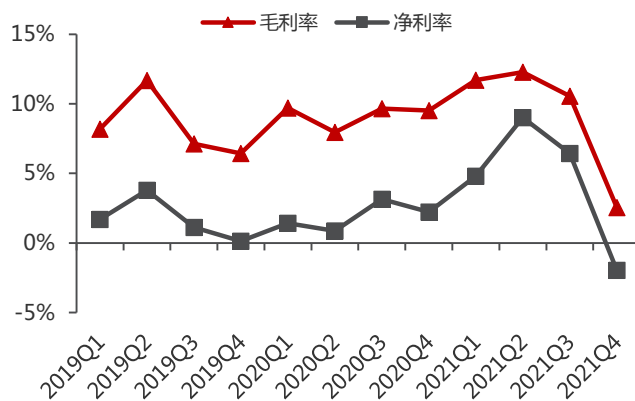
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年毛利率小幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：公司分季度毛利率变化

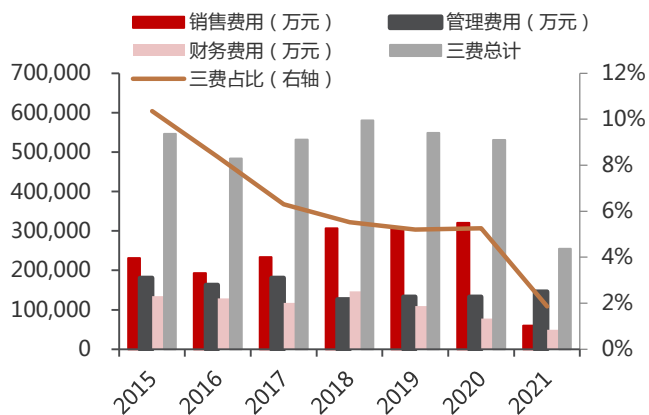


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率下滑明显。公司 2021 年期间费用同比下滑 52.07%至 25.45 亿元，占营收比重 1.86%；其中销售费用增加 20.16%至 5.96 亿元；管理费用增加 9.78%至 14.59 亿元；财务费用下降 36.94%至 4.90 亿元，较上年同期减少 2.87 亿元，主要是因为银行借款利息减少所致。

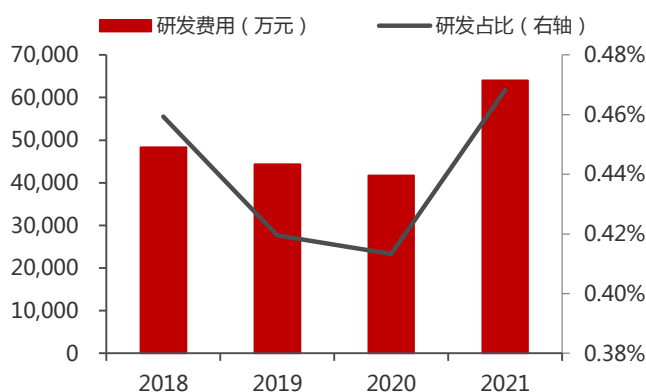
公司研发费用大幅上涨。公司 2021 年加大研发投入，研发费用较上年同期增加 2.23 亿元至 6.40 亿元，占营收比重 0.47%，主要原因是新产品试研费增加影响。

图 11：2021 年公司期间费用率下滑明显



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年公司研发费用回升



资料来源：wind，民生证券研究院

毛利下滑与减值损失拖累 2021Q4 业绩。2021Q4，公司归母净利润-5.64 亿元，环比下降 124.46%；扣非归母净利润-6.24 亿元，环比下降 127.07%。环比来看，受房地产需求疲软影响，钢材价格开始回调，而原料需求及价格相对持稳，导致 2021Q4 公司毛利率环比下滑 8 pct 至 2.6%，毛利下滑 30.76 亿元。此外，减值损失等 (-6.21 亿元)、其他/投资收益 (-0.49 亿元)、费用和税金 (-0.23 亿元)、公允价值变动 (-0.05 亿元) 与少数股东损益 (-0.03 亿元)，共同拖累 2021Q4 业绩。

3 核心看点：股权激励与高额分红彰显公司信心

股权激励计划助力公司长远发展。公司从二级市场回购股票用于股权激励，有助于提振股价，彰显公司对未来发展的信心。限制性股权激励计划分两次进行，首次授予对象为公司董事、中高级管理人员、核心技术（业务）人员共 174 人，授予股票总数 4680 万股，占股本总额 0.555%；预留授予向公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员共 37 人授予股票 524.14 万股，占股本总额 0.056%。在业绩考核条件上，对公司的总资产现金回报率、利润、钢铁主业劳动生产率做出要求，要求三个解除限售日上一财务年度净利润增长率分别不低于 21%、33%、46%，呈现逐年上升的趋势。公司股权激励计划将促进公司与核心骨干同利共进，进一步调动企业核心骨干的积极性和创造力，提升公司经营管理能力和生产效率，助力公司长远发展。

表 1：公司股权激励计划

	首次授予	预留授予
激励对象	公司董事、中高级管理人员、核心技术（业务）人员 (174 人)	董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员 (37 人)
股票来源	公司从二级市场回购的 A 股普通股	
授予日	2021 年 1 月 8 日	2021 年 12 月 10 日
授予价格	1.85 元/股	2.31 元/股
授予数量	4680 万股	524.14 万股
占股本总额的比例	0.555%	0.056%
解除限售安排	业绩考核条件	解除限售比例
第一个解除限售期	解除限售日上一财务年度总资产现金回报率不低于 7.7%，年度净利润增长率（定比基准年度）不低于 21%，且不低于对标企业 75 分位值；钢铁主业劳动生产率不低于 1060 吨 / 人·年；完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标；独有领先产品比例不低于 30%。	33%
第二个解除限售期	解除限售日上一财务年度总资产现金回报率不低于 8%，年度净利润增长率（定比基准年度）不低于 33%，且不低于对标企业 75 分位值；钢铁主业劳动生产率不低于 1130 吨 / 人·年；完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标；独有领先产品比例不低于 30%。	33%
第三个解除限售期	解除限售日上一财务年度总资产现金回报率不低于 9%，年度净利润增长率（定比基准年度）不低于 46%，且不低于对标企业 75 分位值；钢铁主业劳动生产率不低于 1200 吨 / 人·年；完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标；独有领先产品比例不低于 30%。	34%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

高股息率回报股东。公司 2021 年度利润分配预案以享有分配权利的股份总数 9,402,611,828 股为基数，向公司全体股东每 10 股派发现金红利 2.21 元（含税），现金分红总额为 20.78 亿元，占归属于上市公司股东的净利润 30.01%，股息率提升至 6.23%（以 2022 年 3 月 31 日股价为基准计算）。

表 2：公司分红情况

年度	归母净利润（亿元）	现金分红总额（亿元）	股利支付率	每 10 股派息数（元）	股息率
2021	69.25	20.78	30.01%	2.21	6.23%
2020	19.78	7.90	39.94%	0.84	2.76%
2019	17.87	5.36	30.00%	0.57	1.70%
2018	79.52	15.92	20.02%	2.20	4.29%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

战略资源保障优势突出。2021 年铁矿普氏价格上涨 49.06%，而鞍钢集团矿业公司掌握铁矿资源量 88 亿吨；拥有 2.8 亿吨/年采剥生产能力、6500 万吨/年选矿、2200 万吨铁精矿生产能力，居国内首位，世界前列。此外，鞍钢集团在澳大利亚拥有年产 800 万吨的卡拉拉铁矿基地，共同为公司生产经营提供了强有力的资源保障。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利假设与业务拆分

预计公司 2022-24 年营业收入分别为 1370.05、1409.31、1422.95 亿元，同比增速分别为 0.24%、2.87%、0.97%。具体拆分来看，鞍钢股份收入主要为钢材延压加工业务：

(1) **钢铁延压加工板块**营业收入 2022-24 年预计分别为 1362.55、1401.31、1413.95 亿元，同比增速分别为 0.17%、2.84%、0.9%。

(5) **其他营收** 2022-24 年预计为 7.5、8.0 和 9.0 亿元，同比分别增长 15.21%、6.67%和 12.5%。

从毛利率角度看，假设由于铁矿等原材料价格疲软，我们预计公司的整体毛利率将呈现上升的趋势，预计 2022-24 年毛利率分别为 10.61%、10.59%和 11.50%。毛利率的提升主要受益于铁矿等原材料价格疲软，而钢材价格相对坚挺，预计公司主营业务钢铁板块 2022-24 年毛利率稳步提升，分别为 10.52%、10.51%和 11.40%。

表 3 公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
钢材销量（万吨）	2439.50	2488.29	2513.17	2563.44
单价（元/吨）	5575.86	5475.86	5575.86	5515.86
钢材延压板块收入（亿元）	1360.23	1362.55	1401.31	1413.95
其他收入（亿元）	6.51	7.5	8.0	9.0
总收入（亿元）	1366.74	1370.05	1409.31	1422.95
增速	35.45%	0.24%	2.87%	0.97%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：2021 年单价由当年度“收入/销量”测算，22E-24E 为假设值）

4.2 盈利预测与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择同为钢铁行业的南钢股份和方大特钢作为可比公司，截至 2022 年 3 月 31 日收盘数据，可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分别为 5x、5x 和 4x。公司股权激励、高分红彰显发展信心，同时战略资源保障优势突出。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 79.36/85.71/95.75 亿元，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 为 4x、4x 和 3x，低于可比公司平均 PE，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600282.SH	南钢股份	3.61	0.66	0.79	0.94	1.08	5	5	4	3	谨慎推荐
600507.SH	方大特钢	8.62	1.27	1.42	1.59	1.74	7	6	5	5	推荐
			均值				6	5	5	4	
000898.SZ	鞍钢股份	3.55	0.74	0.84	0.91	1.02	5	4	4	3	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 3 月 31 日收盘价)

5 风险提示

1) 原材料价格上涨。铁矿石、焦炭等原料价格持续上涨，钢铁企业成本压力增大，挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。钢铁行业的发展与宏观经济、行业政策的情况高度相关。国内经济消费和投资恢复迟缓，经济转型调整压力仍在，下游企业发展增速不达预期影响需求。

3) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，给公司的生产经营管理及产品运输等事项带来一定的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	136,674	137,005	140,931	142,295
营业成本	123,434	122,470	126,003	125,936
营业税金及附加	1,031	1,138	1,135	1,158
销售费用	596	623	632	641
管理费用	1,459	1,577	1,583	1,611
研发费用	640	616	643	646
EBIT	9,461	10,581	10,935	12,303
财务费用	490	245	112	-33
资产减值损失	-306	-304	-120	-258
投资收益	331	317	331	333
营业利润	8,985	10,090	10,974	12,215
营业外收支	-65	-70	-79	-72
利润总额	8,920	10,020	10,894	12,143
所得税	1,961	2,034	2,273	2,511
净利润	6,959	7,986	8,621	9,633
归属于母公司净利润	6,925	7,936	8,571	9,575
EBITDA	13,368	14,364	14,735	16,139

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,376	8,267	14,385	20,560
应收账款及票据	1,914	2,181	2,239	2,197
预付款项	2,949	3,300	3,267	3,308
存货	18,969	16,892	18,113	17,812
其他流动资产	3,215	3,165	3,218	3,368
流动资产合计	32,423	33,805	41,222	47,245
长期股权投资	3,071	3,165	3,264	3,360
固定资产	47,895	48,903	48,487	47,409
无形资产	6,085	6,176	6,287	6,388
非流动资产合计	65,103	66,122	65,565	65,482
资产合计	97,526	99,928	106,787	112,727
短期借款	650	0	0	0
应付账款及票据	17,993	16,213	17,243	17,047
其他流动负债	11,907	11,990	12,348	12,317
流动负债合计	30,550	28,203	29,591	29,364
长期借款	3,650	3,050	2,450	1,950
其他长期负债	3,134	3,018	3,008	2,938
非流动负债合计	6,784	6,068	5,458	4,888
负债合计	37,334	34,271	35,049	34,252
股本	9,405	9,405	9,405	9,405
少数股东权益	526	576	626	683
股东权益合计	60,192	65,657	71,738	78,476
负债和股东权益合计	97,526	99,928	106,787	112,727

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.45	0.24	2.87	0.97
EBIT 增长率	209.49	11.84	3.35	12.51
净利润增长率	250.10	14.59	8.01	11.71
盈利能力 (%)				
毛利率	9.69	10.61	10.59	11.50
净利润率	5.09	5.83	6.12	6.77
总资产收益率 ROA	7.10	7.94	8.03	8.49
净资产收益率 ROE	11.61	12.19	12.05	12.31
偿债能力				
流动比率	1.06	1.20	1.39	1.61
速动比率	0.34	0.48	0.67	0.89
现金比率	0.18	0.29	0.49	0.70
资产负债率 (%)	38.28	34.30	32.82	30.38
经营效率				
应收账款周转天数	5.04	6.49	6.01	6.17
存货周转天数	56.09	51.09	52.76	52.20
总资产周转率	1.40	1.37	1.32	1.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.84	0.91	1.02
每股净资产	6.35	6.92	7.56	8.27
每股经营现金流	1.37	1.26	1.34	1.43
每股股利	0.22	0.25	0.27	0.30
估值分析				
PE	5	4	4	3
PB	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.60	2.16	1.64	1.09
股息收益率 (%)	6.23	7.11	7.67	8.55

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6,959	7,986	8,621	9,633
折旧和摊销	3,907	3,784	3,800	3,836
营运资金变动	732	-1,058	-122	-514
经营活动现金流	12,846	11,835	12,614	13,467
资本开支	-4,437	-5,289	-3,068	-3,786
投资	-15	-94	-98	-97
投资活动现金流	-4,171	-5,067	-3,022	-3,540
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-7,513	-927	-630	-560
筹资活动现金流	-8,628	-3,877	-3,475	-3,752
现金净流量	47	2,891	6,117	6,176

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 1366.74 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 69.25 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 281.37 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润-5.64 亿元.....	3
图 5：钢压延加工业产量同比+0.93%.....	4
图 6：2021 年分产品毛利率（单位：%）.....	4
图 7：2021 年原料价格涨幅明显.....	4
图 8：2021 年钢价市场价格走高.....	4
图 9：2021 年毛利率小幅上升.....	5
图 10：公司分季度毛利率变化.....	5
图 11：2021 年公司期间费用率下滑明显.....	5
图 12：2021 年公司研发费用回升.....	5

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司股权激励计划.....	6
表 2：公司分红情况.....	7
表 3 公司营业收入测算.....	7
表 4 重点公司盈利预测、估值与评级.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001