

# 行业压力下持续推进降本提质优化

华泰研究

2023年4月28日 | 中国内地

年报点评

普钢

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

7.62

研究员

王帅

SAC No. S0570520110001

bruce.wang@htsc.com

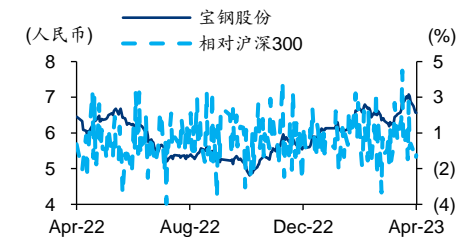
SFC No. AOH868

+(86) 21 2897 2099

## 基本数据

目标价(人民币)	7.62
收盘价(人民币 截至4月27日)	6.56
市值(人民币百万)	146,040
6个月平均日成交额(人民币百万)	323.18
52周价格范围(人民币)	4.81-7.08
BVPS(人民币)	8.83

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 2022&1Q23 行业压力下利润走低, 但持续推进降本提质优化

宝钢股份(宝钢) 2022&1Q23 在行业供需恶化压力下利润同比下滑 48.4% 和 50.6%, 但利润降幅好于行业和同行利润降幅, 显示公司在行业下行期优于行业的成本管控以及产品结构。在行业下行期, 公司持续推进降本提质优化工作, 为公司抵御行业低迷期以及迎接未来潜在的复苏期夯实基础。2022 年公司降本 93.5 亿元并在 2023 年计划进一步降本 29 亿元。高端产品 2023 年继续提升 80 万吨产销量。同时, 通过 2022 和 2023 年的新一轮汽车钢、电工钢、新能源用钢以及其他高端钢种的优化项目建设提升未来高端产品的品质和规模。维持买入评级, 小幅上调目标价至 7.62 元(前值 7.5 元), 对应 0.82x 2023-24E 平均 BVPS 9.25 元, 与公司 2017 年至今历史水平一致。2023-25E EPS 为 0.56/0.74/0.84 元(2023-24E 前值为 0.59/0.59 元)

## 高端产品及高研发投入支撑未来核心竞争力

2022 年宝钢股份继续高研发投入以及从量和品种进一步拓展高端产品覆盖。研发投入率从 2021 年的 3.12% 进一步提升至 2022 年的 4.69%, 研发投入金额 31.7 亿元。同时, 公司高端产品“1+1+N”销量 2,538 万吨, 同比提升 183 万吨。宝钢汽车板 SMARTex 和 BeCOREs 成为双领军品牌。同时, 通过 2022 年和 2023 年新项目包括宝山基地无取向硅钢优化工程、东山氨基竖炉项目、宝山基地 60 万吨/年新能源汽车高线项目、宝山基地和青山基地取向硅钢优化和规划项目, 进一步扩张公司在汽车钢、电工钢、新能源用钢等行业的高端产品的数量以及品质, 提升未来核心竞争力。

## 2023 钢铁行业难现逆转变量, 阶段性波动或是主基调

我们预计 2023 年中国钢铁行业仍将承压运行并且难现逆转变量, 阶段性的供需调整或造成行业的窄幅波动。行业缺乏生产纪律性仍然是制约供需改善和利润大幅提升的主要因素。我们预计 2023 年中国钢铁表观消费同比增长 2%, 但 2H23 钢铁出口或弱于 1Q23 的强劲表现。4 月份以来, 随着铁水/粗钢产量的持续攀升以及表观消费的环比滞涨, 行业去库速度慢于往年导致钢铁价格从强预期支撑切换到反应弱预期, 目前各钢铁品种即时盈利已经跌至年内最低水平并且亏损幅度迅速扩大。行业潜在的产量平控或有利于缓解供需矛盾, 但在弱需求背景下或无法构成逆转变量。

风险提示: 早于和强于预期的海外经济衰退; 差于预期的生产纪律性。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	365,342	369,058	364,399	358,675	358,675
+/-%	28.44	1.02	(1.26)	(1.57)	0.00
归属母公司净利润(人民币百万)	23,632	12,187	12,386	16,429	18,774
+/-%	86.42	(48.43)	1.64	32.64	14.27
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.06	0.55	0.56	0.74	0.84
ROE(%)	12.59	6.32	6.26	7.98	8.69
PE(倍)	6.18	11.98	11.79	8.89	7.78
PB(倍)	0.76	0.75	0.73	0.69	0.66
EV EBITDA(倍)	5.44	5.20	5.47	4.07	3.08

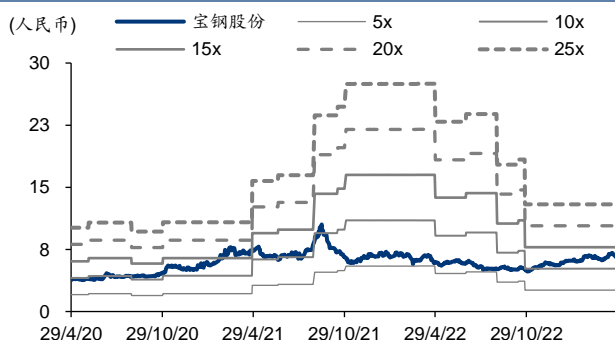
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要经营和财务数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>钢材产品总计</b>									
销量 (千吨)	47,896	47,100	47,180	45,970	46,580	49,760	51,471	51,471	51,471
同比增速(%)	98.9	(1.7)	0.2	(2.6)	1.3	6.8	3.4	-	-
平均售价 (元/吨)	4,068	4,527	4,270	4,277	5,874	5,324	5,082	4,970	4,970
单吨成本(元/吨)	(3,423)	(3,731)	(3,787)	(3,761)	(5,076)	(5,122)	(4,817)	(4,625)	(4,578)
单吨毛利(元/吨)	645	796	483	515	798	203	264	346	392
<b>主要财务数据 (百万人民币)</b>									
主营业务收入	289,093	305,081	291,600	281,519	364,349	367,778	364,399	358,675	358,675
同比(%)	17.4	5.5	(4.4)	(3.5)	29.4	0.9	(0.9)	(1.6)	-
主营业务成本	(248,425)	(259,423)	(259,873)	(251,989)	(316,048)	(346,293)	(339,393)	(329,474)	(327,094)
毛利润	40,668	45,658	31,727	29,530	48,301	21,485	25,007	29,201	31,581
毛利率(%)	14.1%	15.0%	10.9%	10.5%	13.3%	5.8%	6.9%	8.1%	8.8%
销售及管理费用	(8,791)	(9,493)	(8,990)	(5,941)	(6,116)	(6,140)	(6,084)	(5,988)	(5,988)
财务费用净额	(3,370)	(4,375)	(2,463)	(1,450)	(1,788)	(1,546)	(1,091)	(754)	(401)
税前利润	24,035	27,585	15,600	16,100	30,708	15,044	14,437	19,150	21,883
所得税	(3,632)	(4,540)	(1,728)	(2,047)	(4,253)	(1,015)	(974)	(1,292)	(1,477)
少数股东权益	(1,233)	(1,596)	(1,309)	(1,358)	(2,823)	(1,842)	(1,077)	(1,429)	(1,633)
归母净利润	19,170	21,449	12,563	12,695	23,632	12,187	12,386	16,429	18,774
归母净利率(%)	6.6	7.0	4.3	4.5	6.5	3.3	3.4	4.6	5.2

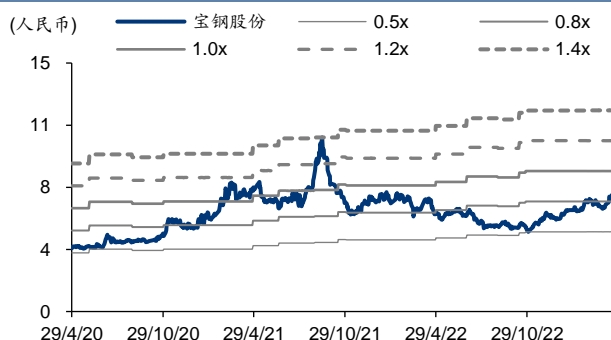
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 宝钢股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 宝钢股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	149,355	174,889	192,233	221,867	246,609
现金	20,046	24,150	48,059	74,438	103,030
应收账款	12,246	15,684	11,990	15,250	11,990
其他应收账款	2,026	1,319	1,319	1,319	1,319
预付账款	5,819	8,358	8,358	8,358	8,358
存货	49,490	46,010	38,838	43,530	38,243
其他流动资产	59,728	79,368	83,669	78,972	83,669
<b>非流动资产</b>	231,043	223,360	207,540	191,735	175,929
长期投资	25,920	27,877	27,877	27,877	27,877
固定投资	146,161	148,259	132,874	117,504	102,134
无形资产	12,082	12,080	11,644	11,209	10,774
其他非流动资产	46,879	35,144	35,144	35,144	35,144
<b>资产总计</b>	380,398	398,249	399,773	413,602	422,539
<b>流动负债</b>	137,404	143,988	138,253	140,529	137,422
短期借款	10,933	4,600	14,579	14,579	14,579
应付账款	47,465	51,834	45,487	48,990	44,804
其他流动负债	79,005	87,553	78,186	76,960	78,039
<b>非流动负债</b>	32,273	38,385	38,385	38,385	38,385
长期借款	14,773	21,573	21,573	21,573	21,573
其他非流动负债	17,501	16,812	16,812	16,812	16,812
<b>负债合计</b>	169,677	182,373	176,637	178,914	175,807
少数股东权益	19,787	21,253	22,331	23,759	25,392
股本	22,268	22,268	22,268	22,268	22,268
资本公积	51,028	50,194	50,194	50,194	50,194
留存公积	0.00	122,947	131,252	141,376	151,787
归属母公司股东权益	190,934	194,623	200,805	210,929	221,340
<b>负债和股东权益</b>	380,398	398,249	399,773	413,602	422,539

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	59,869	44,719	28,656	30,890	34,808
净利润	26,455	14,029	13,463	17,858	20,407
折旧摊销	624.97	19,336	14,876	14,876	14,876
财务费用	1,788	1,546	1,091	754.00	401.00
投资损失	(3,975)	(5,112)	(2,548)	(2,548)	(2,548)
营运资金变动	14,244	14,010	829.00	(979.00)	744.00
其他经营现金	20,733	909.76	945.00	929.00	928.00
<b>投资活动现金</b>	(27,034)	(26,191)	2,548	2,548	2,548
资本支出	(23,922)	(22,423)	3,075	618.84	450.07
长期投资	(7,920)	(7,409)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	4,808	3,641	(527.26)	1,929	2,098
<b>筹资活动现金</b>	(31,344)	(13,740)	(7,295)	(7,059)	(8,765)
短期借款	(1,517)	(6,333)	9,979	0.00	0.00
长期借款	4,409	6,800	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(1.04)	(0.22)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	562.31	(834.01)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(34,798)	(13,373)	(17,274)	(7,059)	(8,765)
现金净增加额	1,468	4,716	23,909	26,379	28,591

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	365,342	369,058	364,399	358,675	358,675
营业成本	316,048	346,293	339,393	329,474	327,094
营业税金及附加	1,432	1,372	1,360	1,338	1,338
营业费用	1,720	1,789	1,773	1,745	1,745
管理费用	4,396	4,351	4,311	4,243	4,243
财务费用	1,788	1,546	1,091	753.79	401.28
资产减值损失	(1,108)	(952.69)	(943.94)	(929.11)	(929.11)
公允价值变动收益	(176.69)	43.50	-	-	-
投资净收益	3,975	5,112	2,548	2,548	2,548
<b>营业利润</b>	32,563	15,604	14,937	19,650	22,383
营业外收入	190.38	270.58	300.00	300.00	300.00
营业外支出	2,045	830.89	800.00	800.00	800.00
<b>利润总额</b>	30,708	15,044	14,437	19,150	21,883
所得税	4,253	1,015	974.19	1,292	1,477
<b>净利润</b>	26,455	14,029	13,463	17,858	20,407
少数股东损益	2,823	1,842	1,077	1,429	1,633
归属母公司净利润	23,632	12,187	12,386	16,429	18,774
EBITDA	33,076	35,733	30,405	34,780	37,161
EPS (人民币, 基本)	1.07	0.55	0.56	0.74	0.84

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.44	1.02	(1.26)	(1.57)	0.00
营业利润	92.05	(52.08)	(4.27)	31.55	13.91
归属母公司净利润	86.42	(48.43)	1.64	32.64	14.27
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	13.49	6.17	6.86	8.14	8.81
净利率	7.24	3.80	3.69	4.98	5.69
ROE	12.59	6.32	6.26	7.98	8.69
ROIC	0.00	10.06	9.12	13.02	16.71
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	44.61	45.79	44.18	43.26	41.61
净负债比率 (%)	8.37	9.94	(0.91)	(12.11)	(23.10)
流动比率	1.09	1.21	1.39	1.58	1.79
速动比率	0.68	0.52	0.55	0.72	0.95
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.99	0.95	0.91	0.88	0.86
应收账款周转率	33.40	26.43	26.33	26.33	26.33
应付账款周转率	7.73	6.97	6.97	6.97	6.97
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.55	0.56	0.74	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	2.01	1.29	1.39	1.56
每股净资产(最新摊薄)	8.58	8.74	9.02	9.47	9.94
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	6.18	11.98	11.79	8.89	7.78
PB (倍)	0.76	0.75	0.73	0.69	0.66
EV EBITDA (倍)	5.44	5.20	5.47	4.07	3.08

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准  
**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上  
**增持：** 预计股价超越基准5%~15%  
**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出：** 预计股价弱于基准15%以上  
**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司