

22 年行业低谷；23 年或小幅改善

华泰研究

2023 年 3 月 31 日 | 中国内地/中国香港

年报点评

普钢

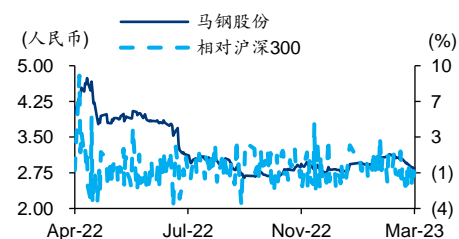
	323 HK	600808 CH
投资评级:	持有(维持)	持有(维持)
目标价:	港币: 1.90	人民币: 3.00

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

(港币/人民币)	323 HK	600808 CH
目标价	1.90	3.00
收盘价(截至 3 月 30 日)	1.81	2.85
市值(百万)	14,071	22,156
6 个月平均日均成交额(百万)	12.20	74.59
52 周价格范围	1.18-3.46	2.52-4.74
BVPS	3.95	3.76

股价走势图



资料来源: Wind

钢价下行利润承压，22 年录得净亏损

马钢股份 2022 年受钢价下行影响录得净亏损 8.6 亿元(2021 年净利润 53.3 亿元)。公司亏损额跟随钢价自 2Q22 起的大幅下行而逐季扩大，3Q/4Q22 净亏损分别为 7.6/15.2 亿元。2022 年公司主要钢材产品毛利在钢价回落以及原料成本高企的影响下同比收缩。我们预计 2023 年钢铁总体需求在稳地产稳经济的基调下将小幅改善，而行业基本面改善程度将主要取决于供应端的政策调控力度以及钢企生产纪律性，在供应缺乏稳定持续的缩减之下，钢铁行业短期仍面临一定压力。维持马钢股份 A/H 的“持有”评级，目标价 3.0 元(0.78x 2023E BVPS 3.8 元,较历史均值折价 25%以反映业绩承压)和 1.9 港元(较 A 股折价 44%，与当前最新折价水平一致)。2023-2025 年预测 EPS 为 0.06/0.08/0.16 元。

成本售价两端挤压致钢材毛利下滑

受粗钢产能环保压减工作影响，22 年公司粗钢产能利用率同比下滑 4.5 个百分点至 93.46%，粗钢产量减少 97 万吨。钢材销量同比减少 64 万吨至 1,988 万吨，其中长材销量同比基本持平(1,022.7 万吨)，板材销量同比下滑 11%至 941 万吨。轮轴销量同比提升 12.6%至 23.6 万吨。我们测算公司板材/长材/轮轴全年单吨均价同比-7.4%/-2.5%/+4.2%，平均单吨成本同比+3.5%/+1.1%/+3.6%。受价格及成本两端挤压影响，长材及板材毛利同比下滑 57.6%/82.5%，毛利率同比下滑 3.47 和 10.3 个百分点至 2.65%及 2.4%；轮轴毛利同比增长 20.6%，毛利率同比提升 0.44 个百分点至 15.1%。

供应压减力度及行业生产纪律性决定基本面改善程度

我们认为 2023 年钢铁行业在经济复苏的背景下将有所改善，但行业总体需求弹性较供应而言仍相对偏弱，我们预计 23 年钢铁需求增速小幅改善至 0.5%。考虑到地产投资复苏的滞后、行业生产纪律性的缺乏、钢铁直接/间接出口的下降，行业利润实现反转仍较困难。尽管钢材价格在以稳地产促经济的预期下有所反弹，但铁矿石价格同步上涨挤压了大部分钢材利润改善空间。2023 年行业供应端政策性压减力度以及行业自身生产纪律性仍是改善供需关系的核心变量，在供应缺乏稳定持续的缩减下，钢铁行业短期仍面临一定压力。

风险提示：美联储加息超预期导致铜金价承压；下游需求不及预期。

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)	113,851	102,154	98,941	97,270	97,270
+/-%	39.50	(10.27)	(3.14)	(1.69)	0.00
归属母公司净利润(人民币百万)	5,332	(858.23)	488.00	657.00	1,244
+/-%	168.95	(116.09)	156.86	34.63	89.35
EPS(人民币,最新摊薄)	0.69	(0.11)	0.06	0.08	0.16
ROE(%)	17.44	(2.77)	1.66	2.20	4.02
PE(倍)	4.16	(25.82)	45.40	33.72	17.81
PB(倍)	0.68	0.76	0.75	0.73	0.70
EV EBITDA(倍)	2.67	11.93	14.50	11.31	12.44

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要调整

	前值	现值	变化幅度 (%)			
目标价 (港币)	2.6	1.9	(26.9)			
目标价 (元)	3.2	3.0	(6.3)			
	2023E			2024E		
	前值	现值	变化幅度(%)	前值	现值	变化幅度(%)
基准价格						
上期所螺纹钢(元/吨)	4,600	4,300	(6.5)	4,600	4,200	(8.7)
热轧板卷(元/吨)	4,500	4,450	(1.1)	4,500	4,350	(3.3)
冷轧板卷(元/吨)	5,300	4,850	(8.5)	5,300	4,750	(10.4)
中厚板(元/吨)	4,900	4,600	(6.1)	4,900	4,600	(6.1)
铁矿 CFR 价格 (美元/吨)	95	100	5.3	90	85	(5.6)
经营及财务数据						
销量(千吨)	20,900	19,887	(4.8)	20,900	19,887	(4.8)
营业收入 (百万人民币)	104,436	98,941	(5.3)	104,436	97,270	(6.9)
归母净利润 (百万人民币)	2,940	488	(83.4)	3,196	657	(79.5)

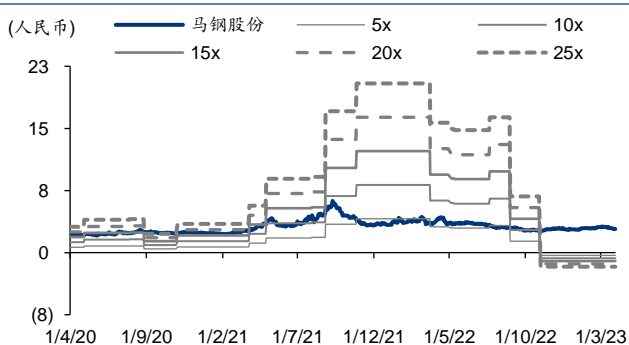
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 主要经营及财务数据

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
业务总览							
销量 (千吨)	18,722	19,854	20,521	19,877	19,887	19,887	19,887
同比增速(%)	(0.0)	6.0	3.4	(3.1)	0.0	-	-
平均售价 (元/吨)	3,694	3,629	4,923	4,685	4,522	4,438	4,438
单吨成本(元/吨)	(3,370)	(3,317)	(4,444)	(4,551)	(4,407)	(4,325)	(4,299)
单吨毛利(元/吨)	324	313	478	134	115	113	139
板材							
销量 (千吨)	9,159	9,306	10,136	9,414	9,420	9,420	9,420
同比增速(%)	(2.6)	1.6	8.9	(7.1)	0.1	-	-
平均售价 (元/吨)	3,668	3,862	5,156	4,774	4,612	4,545	4,545
单吨成本(元/吨)	(3,455)	(3,506)	(4,500)	(4,659)	(4,525)	(4,448)	(4,424)
单吨毛利(元/吨)	212	355	656	115	87	97	121
长材							
销量 (千吨)	9,339	10,341	10,175	10,227	10,232	10,232	10,232
同比增速(%)	2.6	10.7	(1.6)	0.5	0.0	-	-
平均售价 (元/吨)	3,503	3,294	4,580	4,465	4,306	4,208	4,208
单吨成本(元/吨)	(3,092)	(3,045)	(4,300)	(4,347)	(4,196)	(4,111)	(4,084)
单吨毛利(元/吨)	411	249	280	118	110	96	123
轮轴							
销量 (千吨)	225	207	210	236	235	235	235
同比增速(%)	2.1	(8.0)	1.4	12.4	0.0	0.0	0.0
平均售价 (元/吨)	12,747	9,932	10,262	10,691	10,285	10,115	10,115
单吨成本(元/吨)	(11,471)	(8,338)	(8,762)	(9,081)	(8,818)	(8,670)	(8,622)
单吨毛利(元/吨)	1,276	1,594	1,500	1,610	1,467	1,446	1,493
主要财务数据 (百万人民币)							
营业收入	78,263	81,614	113,851	102,154	98,941	97,270	97,270
同比(%)	(4.5)	4.3	39.5	(10.3)	(3.1)	(1.7)	-
主营业务成本	(71,315)	(73,635)	(98,930)	(98,846)	(95,209)	(93,586)	(93,070)
毛利润	6,947	7,979	14,922	3,307	3,732	3,684	4,200
毛利率(%)	8.9%	9.8%	13.1%	3.2%	3.8%	3.8%	4.3%
销售及管理费用	(3,329)	(2,527)	(1,689)	(1,559)	(1,510)	(1,484)	(1,484)
研发费用	(846)	(1,813)	(4,507)	(1,167)	(1,131)	(1,111)	(1,111)
财务费用净额	(785)	(554)	(632)	(519)	(569)	(643)	(708)
其他非营业费用净额	891	532	(417)	(145)	314	514	514
税前利润	2,298	3,081	7,016	(561)	375	505	956
所得税	(584)	(503)	(1,022)	(259)	173	233	442
少数股东权益	(586)	(595)	(662)	(38)	(61)	(82)	(154)
归母净利润	1,128	1,983	5,332	(858)	488	657	1,244
归母净利率(%)	1.4	2.4	4.7	(0.8)	0.5	0.7	1.3

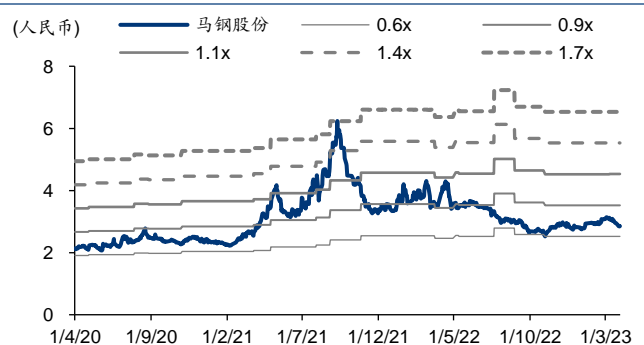
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 马钢股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 马钢股份 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
流动资产	43,259	39,317	37,049	45,574	37,607
现金	6,668	6,535	3,748	14,185	4,440
应收账款	1,107	1,377	1,029	1,336	1,029
其他应收账款	310.01	330.51	330.51	330.51	330.51
预付账款	1,534	523.77	523.77	523.77	523.77
存货	12,463	10,245	13,558	9,839	13,429
其他流动资产	21,176	20,307	17,860	19,360	17,855
非流动资产	47,949	57,570	63,352	66,988	70,006
长期投资	5,159	4,449	4,449	4,449	4,449
固定投资	28,585	42,421	45,565	47,050	47,916
无形资产	1,727	1,875	2,024	2,175	2,327
其他非流动资产	12,477	8,825	11,313	13,313	15,313
资产总计	91,208	96,887	100,401	112,562	107,613
流动负债	46,815	54,152	54,742	63,547	54,550
短期借款	8,952	9,198	21,258	21,258	21,258
应付账款	10,438	17,224	9,420	16,770	9,275
其他流动负债	27,425	27,729	24,064	25,519	24,017
非流动负债	6,981	9,410	11,940	14,470	17,000
长期借款	5,452	7,982	10,513	13,043	15,573
其他非流动负债	1,529	1,427	1,427	1,427	1,427
负债合计	53,797	63,561	66,682	78,017	71,550
少数股东权益	4,658	4,131	4,192	4,273	4,428
股本	7,701	7,776	7,776	7,776	7,776
资本公积	8,345	8,443	8,443	8,443	8,443
留存公积	16,350	12,799	13,131	13,877	15,240
归属母公司股东权益	32,753	29,195	29,527	30,272	31,636
负债和股东权益	91,208	96,887	100,401	112,562	107,613

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	16,774	6,642	(7,498)	14,180	(6,466)
净利润	5,994	(819.85)	549.00	738.00	1,399
折旧摊销	3,197	3,261	2,752	2,898	3,016
财务费用	631.75	519.46	569.00	643.00	708.00
投资损失	(834.98)	(814.29)	(814.29)	(814.29)	(814.29)
营运资金变动	6,784	3,517	(10,554)	10,715	(10,775)
其他经营现金	1,003	978.75	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(10,722)	(7,098)	(7,093)	(5,720)	(5,220)
资本支出	(7,586)	(8,342)	(10,274)	(7,883)	(7,455)
长期投资	(3,553)	(121.89)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	417.89	1,366	3,181	2,163	2,235
筹资活动现金	(4,900)	516.57	11,740	1,978	1,944
短期借款	(3,633)	246.27	22,059	0.00	0.00
长期借款	1,916	2,530	2,530	2,530	2,530
普通股增加	0.00	75.05	(0.00)	0.00	0.00
资本公积增加	(16.86)	98.16	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,167)	(2,433)	(12,849)	(552.29)	(586.64)
现金净增加额	1,099	137.68	(2,851)	10,438	(9,742)

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
营业收入	113,851	102,154	98,941	97,270	97,270
营业成本	98,930	98,846	95,209	93,586	93,070
营业税金及附加	660.96	477.11	462.00	454.00	454.00
营业费用	300.10	295.13	286.00	281.00	281.00
管理费用	1,389	1,264	1,224	1,203	1,203
财务费用	631.75	519.46	569.00	643.00	708.00
资产减值损失	(1,337)	(1,559)	500.00	300.00	300.00
公允价值变动收益	84.77	30.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	834.98	814.29	814.29	814.29	814.29
营业利润	7,368	(483.95)	375.00	505.00	956.00
营业外收入	38.73	13.25	0.00	0.00	0.00
营业外支出	390.32	89.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	7,016	(560.62)	375.00	505.00	956.00
所得税	1,022	259.24	(173.00)	(233.00)	(442.00)
净利润	5,994	(819.85)	549.00	738.00	1,399
少数股东损益	661.72	38.37	61.00	82.00	154.00
归属母公司净利润	5,332	(858.23)	488.00	657.00	1,244
EBITDA	10,837	3,127	3,697	4,046	4,680
EPS (人民币, 基本)	0.69	(0.12)	0.06	0.08	0.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	39.50	(10.27)	(3.14)	(1.69)	0.00
营业利润	156.99	(106.57)	177.49	34.67	89.31
归属母公司净利润	168.95	(116.09)	156.86	34.63	89.35
获利能力 (%)					
毛利率	13.11	3.24	3.77	3.79	4.32
净利率	5.26	(0.80)	0.55	0.76	1.44
ROE	17.44	(2.77)	1.66	2.20	4.02
ROIC	20.50	(0.52)	2.56	3.59	4.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.98	65.60	56.46	60.43	57.20
净负债比率 (%)	26.91	41.48	87.33	62.35	93.76
流动比率	0.92	0.73	0.68	0.72	0.69
速动比率	0.41	0.25	0.08	0.26	0.10
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.09	1.00	0.91	0.88
应收账款周转率	105.87	82.25	82.25	82.25	82.25
应付账款周转率	10.96	7.15	7.15	7.15	7.15
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	(0.11)	0.06	0.08	0.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	0.85	(0.96)	1.82	(0.83)
每股净资产(最新摊薄)	4.21	3.76	3.80	3.89	4.07
估值比率					
PE (倍)	4.16	(25.82)	45.40	33.72	17.81
PB (倍)	0.68	0.76	0.75	0.73	0.70
EV EBITDA (倍)	2.67	11.93	14.50	11.31	12.44

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 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