

公司研究

公司分红比例维持高位，三项费用率降至 2011 年以来新低

——马钢股份（600808.SH，0323.HK）2021 年年报点评

要点

事件：2021 年公司实现营业收入 1138.51 亿元，同比增长 39.5%，归母净利润 53.32 亿元，同比增长 168.95%，扣非后归母净利润 54.13 亿元，同比增长 264.37%。四季度营业收入 280.36 亿元，环比下降 3.16%，同比增加 19.79%；归母净利润-11.95 亿元，扣非后归母净利润-12.75 亿元，同环比转亏损。

2021 年长材、板材价格及毛利大涨，公司归母净利润创历史次高：2021 年，公司长材均价为 4580 元/吨（同比+39.0%），板材均价为 5156 元/吨（同比+33.5%），轮轴钢均价为 10250 元/吨（同比+3.1%），长材、板材价格提升推动营收创历史新高；长材均毛利为 398 元/吨（同比+60%），板材均毛利为 855 元/吨（同比+141%），轮轴钢均毛利为 1598 元/吨（同比+0.2%），长材、板材产品毛利提升推动公司归母净利润创仅次于 2018 年（59.43 亿元）的次高水平。

2022 年公司钢材产量目标小幅增长 2.2%：2022 年，公司粗钢、钢材经营目标是生产 2097、2090 万吨，较 2021 年实际生产情况分别同比持平、增长 2.2%。

公司三项费用率创 2011 年以来最低，研发费用率创 2011 年以来新高：2021 年公司销售、管理、财务费用率进一步回落至 2.0%，为 2011 年以来最低，钢材产品吨钢三费为 100 元/吨，同比下降 29.52%；为提升整体研发能力，提高在高端产品市场的竞争力，公司 2021 年研发费用率为 4.0%，创 2011 年以来新高，研发费用占公司毛利的 30.2%，吨钢研发费用为 195 元/吨，同比增长 132.6%。

2021 年公司分红比例为 50.6%，A 股股息率达到 8.81%：公司 2018-2020 年平均分红比例（50.6%）在普钢企业中仅次于方大特钢、宝钢股份，2021 年公司分红比例同比持平为 50.5%，当前 A 股股价对应 2021 年的股息率为 8.81%。

公司股权激励计划草案行权条件对应 2022-2024 年业绩为 41.0/46.3/52.8 亿元：2021 年 12 月公司出台股权激励计划草案，业绩行权条件为：（1）以业绩解锁条件“以 2020 年为基础，净资产现金回报率不低于 22%/24%/28%”；（2）以业绩解锁条件“2022-2024 年利润总额（扣除非经常性损益）复合增长率（较 2020 年）不低于 7%/7%/10%”。我们测算得出 2022-2024 年公司扣非归母净利润至少为 41.0/46.3/52.8 亿元，对应 3 月 23 日 A 股 PE 为 7.5、6.6、5.8 倍。

盈利预测、估值与评级：公司兼具高分红、高业绩保障等特点且产品结构逐步优化，我们维持公司 2022-2023 年归母净利润预测 50.56、52.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.66、0.68 元，新增公司 2024 年归母净利润预测为 53.65 亿元，对应 EPS 为 0.70 元，维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：粗钢限产不及预期；终端需求下滑；钢价上涨引发政府调控的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	81,614	113,851	109,912	113,607	117,383
营业收入增长率	4.28%	39.50%	-3.46%	3.36%	3.32%
净利润（百万元）	1,983	5,332	5,056	5,202	5,365
净利润增长率	75.74%	168.95%	-5.18%	2.90%	3.12%
EPS（元）	0.26	0.69	0.66	0.68	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.98%	16.28%	14.42%	13.75%	13.20%
P/E	15.4	5.7	6.0	5.9	5.7
P/E（H 股）	9.5	3.5	3.7	3.6	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-23；汇率：按 1HKD=0.81201CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：3.97 元

H 股：增持（维持）

当前价：3.01 港元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

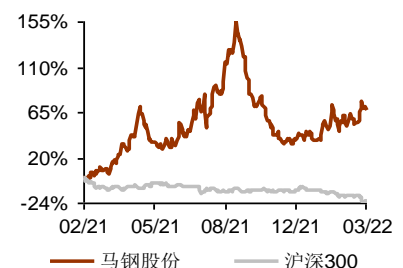
联系人：戴默

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	77.01
总市值(亿元)	305.72
一年最低/最高(元)	2.79/6.94
近 3 月换手率	104.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.25	15.90	46.52
绝对	-7.24	2.32	35.73

资料来源：Wind

相关研报

高弹性、高股息、高业绩保障，中期投资价值显现——马钢股份（600808.SH，0323.HK）首次覆盖报告（2022-03-21）

表 1: 马钢股份年度财务指标 (亿元, %)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	650	868	744	738	598	451	483	732	820	783	816	1,139
同比增长	25.3%	33.6%	-14.3%	-0.7%	-19.0%	-24.6%	7.0%	51.7%	11.9%	-4.5%	4.3%	39.5%
毛利	38	35	16	35	40	-4	57	97	122	69	80	149
毛利率	5.9%	4.0%	2.1%	4.7%	6.7%	-0.8%	11.8%	13.2%	14.8%	8.9%	9.8%	13.1%
销售费用	2.4	2.9	3.5	4.2	5.1	6.4	6.9	8.7	9.6	9.5	10.1	3.0
管理费用	12.1	12.9	13.8	13.3	13.1	15.4	17.8	14.2	13.8	23.8	15.2	13.9
财务费用	7.3	9.9	14.6	11.5	12.4	8.1	7.9	10.0	9.6	7.8	5.5	6.3
研发费用									8.0	8.5	18.1	45.1
期间费用率	3.4%	3.0%	4.3%	3.9%	5.1%	6.6%	6.8%	4.5%	5.0%	6.3%	6.0%	6.0%
资产减值损失	0.18	6.77	27.22	11.64	7.70	16.19	10.64	7.46	7.54	4.25	7.71	13.37
投资净收益	2.20	1.50	6.14	2.89	1.50	0.94	2.91	6.77	10.90	8.15	5.34	8.35
营业外收入	1.59	1.67	1.53	8.88	5.41	3.84	2.05	1.76	1.60	4.70	4.03	0.39
营业外支出	0.13	0.24	0.03	0.08	0.87	0.18	0.85	0.17	0.06	0.04	1.89	3.90
税前利润	17	3	-37	3	5	-47	14	58	82	23	31	70
税前利润率	2.6%	0.3%	-5.0%	0.4%	0.9%	-10.5%	2.8%	7.9%	10.1%	2.9%	3.8%	6.2%
净利润	12	2	-38	2	3	-51	13	51	71	17	26	60
所得税率	30.4%	37.1%	-1.4%	35%	48%	-8.0%	8.2%	12.7%	14.3%	25.4%	16.3%	14.6%
归母净利	11	1	-39	2	2	-48	12	41	59	11	20	53
同比增长率	181%	-93.7%	-5652%	-104.1%	40%	-2278%	-126%	236%	43.9%	-81%	75.7%	168.9%
扣非净利润	10.0	-0.3	-39.5	-4.5	-1.5	-51.3	14.1	39.7	50.9	16.4	14.9	54.1
总资产	701	811	760	713	685	625	662	722	769	863	807	912
期末净资产	280	289	255	257	259	207	221	272	320	308	326	374

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	81,614	113,851	109,912	113,607	117,383
营业成本	73,635	98,930	96,380	101,273	104,340
折旧和摊销	3,140	3,197	5,471	5,848	6,261
税金及附加	537	661	879	909	939
销售费用	1,010	300	290	299	309
管理费用	1,517	1,389	1,341	2,272	2,348
研发费用	1,813	4,507	4,351	2,954	2,935
财务费用	554	632	195	109	42
投资收益	534	835	728	699	754
营业利润	2,867	7,368	7,535	7,439	8,302
利润总额	3,081	7,016	8,339	7,769	8,607
所得税	503	1,022	1,397	1,301	1,442
净利润	2,578	5,994	6,942	6,467	7,165
少数股东损益	595	662	1,886	1,265	1,800
归属母公司净利润	1,983	5,332	5,056	5,202	5,365
EPS(元)	0.26	0.69	0.66	0.68	0.70

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,771	16,774	10,711	10,840	10,815
净利润	1,983	5,332	5,056	5,202	5,365
折旧摊销	3,140	3,197	5,471	5,848	6,261
净营运资金增加	3,258	-3,964	656	1,328	2,323
其他	-5,611	12,209	-473	-1,537	-3,133
投资活动产生现金流	-6,082	-10,722	-4,890	-5,569	-9,003
净资本支出	-6,519	-7,399	-8,100	-8,000	-10,000
长期投资变化	3,694	5,159	0	0	0
其他资产变化	-3,257	-8,482	3,210	2,431	997
融资活动现金流	-709	-4,900	701	-4,828	-1,359
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	668	-2,931	3,570	-2,225	1,332
无息负债变化	-8,049	8,627	-575	548	367
净现金流	-4,116	1,099	6,522	443	453

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	9.8%	13.1%	12.3%	10.9%	11.1%
EBITDA 率	8.7%	11.2%	12.0%	11.0%	11.6%
EBIT 率	4.9%	8.4%	7.0%	5.9%	6.2%
税前净利润率	3.8%	6.2%	7.6%	6.8%	7.3%
归母净利润率	2.4%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
ROA	3.2%	6.6%	7.1%	6.4%	6.7%
ROE (摊薄)	7.0%	16.3%	14.4%	13.7%	13.2%
经营性 ROIC	6.7%	16.7%	12.4%	10.0%	9.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	60%	59%	58%	55%	53%
流动比率	0.87	0.92	0.96	1.00	1.01
速动比率	0.62	0.66	0.72	0.73	0.72
归母权益/有息债务	1.52	2.08	1.81	2.21	2.20
有形资产/有息债务	4.21	5.67	4.99	5.72	5.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	80,711	91,208	98,392	100,762	107,053
货币资金	5,346	6,668	13,189	13,633	14,086
交易性金融资产	2,029	5,732	3,296	1,500	1,200
应收账款	1,044	1,107	1,978	2,045	2,113
应收票据	0	467	0	0	0
其他应收款 (合计)	426	310	444	460	476
存货	10,900	12,463	12,229	12,865	14,308
其他流动资产	17,036	14,977	15,765	16,504	17,259
流动资产合计	37,537	43,259	47,866	48,020	50,485
其他权益工具	391	642	437	490	523
长期股权投资	3,694	5,159	5,159	5,159	5,159
固定资产	29,554	28,585	28,901	28,840	29,278
在建工程	6,980	10,999	12,449	13,012	14,484
无形资产	1,881	1,727	1,787	2,741	3,676
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	398	572	612	612	612
非流动资产合计	43,174	47,949	50,526	52,742	56,567
总负债	48,100	53,797	56,792	55,115	56,814
短期借款	12,585	8,952	12,011	9,722	11,268
应付账款	7,612	10,438	8,674	9,115	9,391
应付票据	3,297	3,953	4,819	5,064	5,217
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7,415	10,963	11,750	11,381	11,003
流动负债合计	43,197	46,815	49,747	48,144	49,919
长期借款	3,536	5,452	5,452	5,452	5,452
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,347	1,512	1,591	1,517	1,441
非流动负债合计	4,903	6,981	7,045	6,971	6,896
股东权益	32,611	37,411	41,600	45,647	50,238
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
公积金	13,049	13,033	13,033	13,033	13,033
未分配利润	7,375	11,662	14,022	16,795	19,573
归属母公司权益	28,386	32,753	35,056	37,838	40,629
少数股东权益	4,225	4,658	6,545	7,810	9,610

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.24%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
管理费用率	1.86%	1.22%	1.22%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.68%	0.55%	0.18%	0.10%	0.04%
研发费用率	2.22%	3.96%	3.96%	2.60%	2.50%
所得税率	16%	15%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.35	0.32	0.34	0.37
每股经营现金流	0.36	2.18	1.39	1.41	1.40
每股净资产	3.69	4.25	4.55	4.91	5.28
每股销售收入	10.60	14.78	14.27	14.75	15.24

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	15	6	6	6	6
PB (A股)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.9	4.1	4.1	4.5	4.5
股息率 (A股)	3.3%	8.8%	7.9%	8.5%	9.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE