宝钢股份（600019）

汽车板龙头，底部反转

买入（首次）

2020 年 10 月 22 日

证券分析师 杨件
执业证号：S0600520050001
13166018765
yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	291,594	300,925	322,592	340,334
同比（%）	-4.3%	3.2%	7.2%	5.5%
归母净利润（百万元）	12,423	11,538	15,250	16,551
同比（%）	-42.1%	-7.8%	32.7%	8.5%
每股收益（元/股）	0.56	0.52	0.68	0.74
P/E（倍）	9.32	10.04	7.59	7.00

投资要点

- **中国钢铁行业核心资产。**2019 公司粗钢产能为 4853 万吨，为全行业第一；钢产量 4688 万吨，为全世界第二。公司主营板材（冷轧板、热轧板），板材产量占比 80%，营收占比 50%；公司核心产品汽车板市占率高达 60%，家电板市占率高达 70%。

- **公司被显著低估。**公司 2020 年 10 月 22 日 PB 为 0.66x，PE-TTM 为 11.31x，均处于历史低位。2019 年公司分红比例为 50.2%，股息率 4.88%，处于历史中等水平；而 2019 年公司净利为 124 亿元、ROE 为 7.05%，处于历史中高水平。剔除公司持股三家市值较高的非钢铁业务公司以后，公司实际 PB 仅为 0.39x。并且我们通过分析认为公司的业绩具有持续性，并且能够中期大幅提升，因此认为公司是被显著低估的。

- **汽车、家电回暖，板材景气上行。**公司业绩驱动依靠汽车、家电行业。2019 年公司汽车、家电销量占比合计 40%，利润贡献近 60%。公司业绩波动与汽车、家电产量增速波动具有一定相关性。复工复产以来，汽车产销触底回升，家电产量整体向好。由于国内无汽车板新增产能，产能利用率较高，综合考虑进口因素，我们预计国内汽车板供给增速-2.60%/0.82%/0.83%；需求端，根据中汽协预测，2025 年我国千人汽车保有量可达 200 台，对应 2020/21/22 年汽车板需求增速 0.2%/3.2%/2.9%，因此 2020/21/22 年供给缺口为 14/-59/-125 万吨。家电板同样无新增产能，产能利用率居于高位，因此供给增速 0.15%/0.28%/0.48%；需求端考虑地产中期竣工将维持高位，家电新增需求持稳，出口和消费改善需求贡献新增量，因此预计家电板 2020/21/22 年需求增速为 1.5%/1.8%/1.7%，供给缺口分别为-7/-20/-30 万吨。

- **公司业绩将中期向上。**公司主营产品连续六个月上调出厂价，冷轧、热轧、彩涂、镀锌板价格上调 8.8%、4.1%、13.1%、21.4%，且产品价格-铁矿石价格比均有所上调。因此我们预测公司业绩将中期向上，20 年 Q3/Q4 净利 36/39 亿元，同比 34%/10%；21 年 Q1/Q2 净利 38/44 亿元，同比 147%/78%。

- **盈利预测与投资评级：**公司下游汽车、家电产销回暖，汽车板、家电板供不应求带来价格上涨，公司作为龙头将率先受益。我们预计 2020/2021/2022 年公司总营收分别为 3009/3226/3403 亿元，增速 3.2%/7.2%/5.5%；净利润分别为 115/153/166 亿元，增速分别为-7.8%/32.7%/8.5%；PE 分别为 10.0x/7.6x/7.0x，PB 仅为 0.66x，低于行业可比公司均值；PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故首次覆盖予以“买入”评级。

- **风险提示：**下游汽车、家电回暖不及预期；原材料铁矿石价格上涨超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.20
一年最低/最高价	4.32/5.58
市净率(倍)	0.66
流通 A 股市值(百万元)	115211.11

基础数据

每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	46.02
总股本(百万股)	22271.29
流通 A 股(百万股)	22155.98

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 中国钢铁行业核心资产 4
1.1. 中国钢铁业龙头 4
1.2. 产品优异，产能行业第一 5
1.3. 股权结构集中，参控股公司下游丰富 6
2. 公司被显著低估 6
2.1. 公司估值处于历史低位 6
2.2. 公司分红、业绩处于历史中位 7
2.3. 剔除持股高市值非钢铁业务公司，实际 PB 仅为 0.39x 8
3. 汽车、家电回暖，板材景气上行 9
3.1. 公司业绩驱动依赖汽车、家电 9
3.2. 汽车产销触底回升，汽车板供需反转 10
3.3. 家电回暖，家电板景气上行 13
4. 公司业绩将中期向上 16
5. 盈利预测、估值与投资建议 18
6. 风险提示 20

图表目录

图 1：宝钢股份发展历程 4
图 2：公司四大生产基地（2020 年 H1） 5
图 3：公司实际控制人为国务院国资委（2020 年 10 月 22 日） 6
图 4：公司 PB-Bands（2020 年 10 月 22 日） 6
图 5：公司 PE-Bands（2020 年 10 月 22 日） 6
图 6：公司分红比例处于历史中等水平 7
图 7：公司股息率处于历史中位 7
图 8：公司净利处于历史中高水平 8
图 9：公司 ROE 处于历史中位 8
图 10：公司销量下游划分（2019 年） 9
图 11：公司业绩与汽车产量增速波动关联性较高 10
图 12：公司业绩与家电产量增速波动具有关联性 10
图 13：汽车钢用量占比（2019 年） 11
图 14：汽车产销数据触底回升 11
图 15：家电钢用量划分（2019 年） 13
图 16：家电产量回暖 14
图 17：地产增速向好 15
图 18：冰箱、空调出口增速较高 15
图 19：公司主营产品连续六个月上调出厂价（单位：元/吨） 16
图 20：公司产品-铁矿石价格比触底回升 17
图 21：公司业绩将中期向上 18
图 22：公司 PE-Band（2020 年 10 月 22 日） 19
图 23：公司 PB-Band（2020 年 10 月 22 日） 19

表 1：公司主营产品下游 5
表 2：上海农商银行可比公司估值（上海农商行数据取自 2020 年 5 月招股说明书申报稿） 8
表 3：公司剔除高市值非钢业务公司后实际 PB 仅为 0.39x（单位：亿元） 9
表 4：各级政府出台政策鼓励汽车消费 12
表 5：2019 年主要国家千人汽车保有量 12
表 6：汽车板供需平衡表 13
表 7：家电板供需平衡表 15
表 8：分业务营收预测（单位：百万元） 18
表 9：可比公司估值（2020 年 10 月 22 日） 19

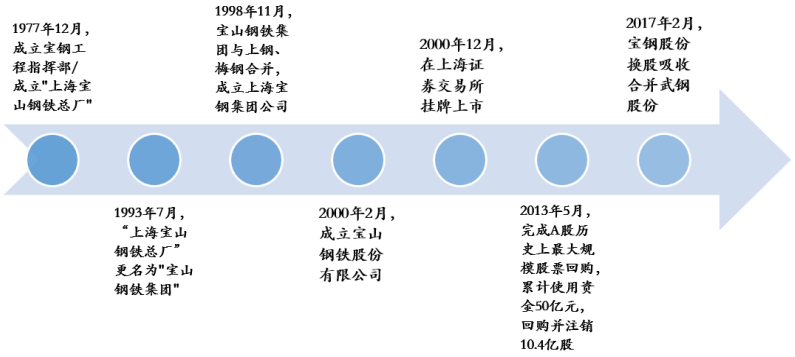
1. 中国钢铁行业核心资产

1.1. 中国钢铁业龙头

宝山钢铁股份有限公司前身为上海宝山钢铁总厂，成立于 1977 年。1998 年宝山钢铁与上钢、梅钢合并，成立宝钢集团；2000 年宝山钢铁股份有限公司成立，并于同年在上海交易所上市。2013 年，公司完成 A 股史上规模最大的股票回购，耗资 50 亿元，累计回购并注销 10.4 亿股。

公司于 2017 年通过换股吸收合并武钢股份。武钢股份大股东武钢集团整体划入宝钢集团，后者更名中国宝武集团。武钢股份与宝钢股份实施换股，换股比例 1：0.56；原武钢股份旗下所有资产、负债、人员、合同、资质等全部转入武钢有限，武钢有限由宝钢股份 100%持股。合并后的宝钢股份一跃成为国内钢铁业龙头。2019 年公司粗钢产量全世界排名第二，汽车板产量世界第三。

图 1：宝钢股份发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司专注于钢铁业，同时从事与钢铁主业相关的加工配送、化工、信息科技、金融以及电子商务等业务。公司钢铁主业专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，主要产品被广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业。公司大力推进智慧制造理念，成为国际第三家、国内第一家入选世界经济论坛“灯塔工厂”的钢铁制造基地。公司整体技术装备建立在当代钢铁冶炼、冷热加工、液压传感、电子控制、计算机和信息通讯等先进技术的基础上，具有大型化、连续化、自动化的特点，处于世界钢铁行业领先者地位。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 产品优异，产能行业第一

吸收武钢股份之后，公司目前拥有上海宝山、武汉青山（原武钢）、湛江东山和南京梅山四大制造基地，合计粗钢产能 4853 万吨，为行业第一水平。2019 年产量 4688 万吨，产能利用率高达 97%。

图 2：公司四大生产基地（2020 年 H1）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司主营板材，2019 年公司板材（冷轧、热轧板）产量占比高达 82.3%，收入占比钢铁业务营收比例 80.3%，总营收占比 55.4%。其中，冷轧板主要产品为汽车板、家电板，热轧板产品广泛应用于桥梁、建筑、汽车、家电、机械等行业。钢管产品应用于石油、天然气管道，硅钢用于特高压输电。

表 1：公司主营产品下游

种类	应用场景
冷轧碳钢板卷	汽车板、家电板。
热轧碳钢板卷	桥梁、建筑、汽车、家电、机械、压力容器等制造行业。
钢管	石油、天然气管道
硅钢	特高压输电

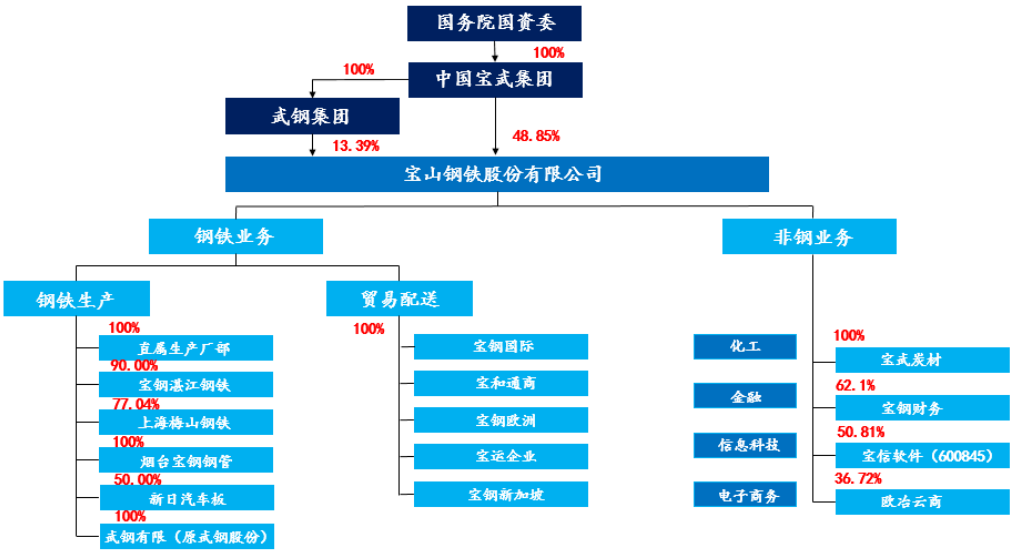
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司重要产品汽车板、家电板性能优异。公司早在 2001 年成为菲亚特供货商，2002 年供货一汽大众，并于 2004 年联手日本新日铁株式会社和卢森堡阿赛洛公司共同出资组建的“宝钢新日铁汽车板有限公司”，抢占汽车板市场。目前公司汽车板市占率高达 60%，家电板市占率高达 70%。

1.3. 股权结构集中，参控股公司下游丰富

公司大股东为中国宝武集团（持股 48.85%），二股东武钢集团（持股 13.39%）由宝武集团 100%持股；公司实际控制人为国务院国资委（合计 61.94%）。公司参控股公司按照业务分类，可以分为钢铁业务公司和非钢业务公司。钢铁业务公司主要有武钢有限（原武钢股份）、宝钢湛江、上海梅山和负责贸易配送的宝钢国际等公司；非钢铁业务公司主要有化工领域的宝武炭材、金融领域的宝钢财务、上海农商银行，信息科技领域的宝信软件和电子商务领域的欧冶云商。

图 3：公司实际控制人为国务院国资委（2020 年 10 月 22 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 公司被显著低估

2.1. 公司估值处于历史低位

公司历史 PB 范围为 0.5-3x，最低点为 2014 年 3 月 10 日，仅为 0.53x；2020 年 10 月 22 日 PB 为 0.66x，处于历史低位。公司 PE 历史范围为 10-30x，2020 年 10 月 22 日 PE-TTM 为 11.31x，同样位于历史低位。

图 4：公司 PB-Bands（2020 年 10 月 22 日）

图 5：公司 PE-Bands（2020 年 10 月 22 日）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：wind，东吴证券研究所

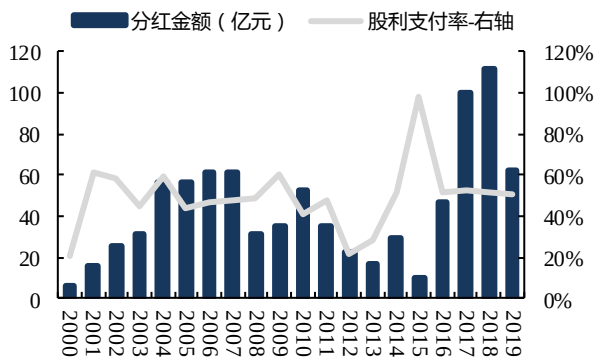


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 公司分红、业绩处于历史中位

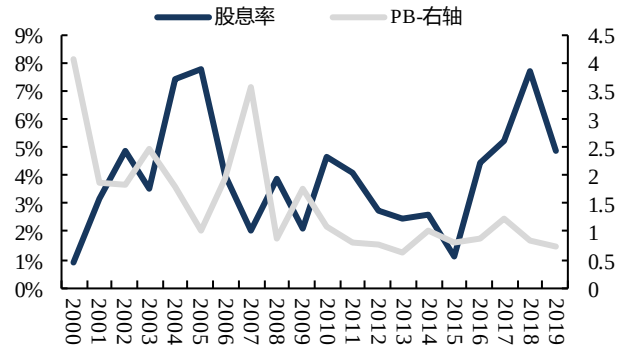
公司一贯重视回报资本市场，长期保持了高比例的现金分红政策。早于 2012 年，公司股东大会通过了符合公司章程的分配议案，秉承长期现金分红的原则，议案规定每年分派的现金股利不低于当年度经审计的合并报表归属于母公司股东净利润的 50%，体现出公司对回报股东的高度重视。上市以来，公司平均分红比例为 47.5%。2019 年公司分红比例为 50.2%，每股股利 0.28 元，股息率 4.88%，位于历史中等水平。

图 6：公司分红比例处于历史中等水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

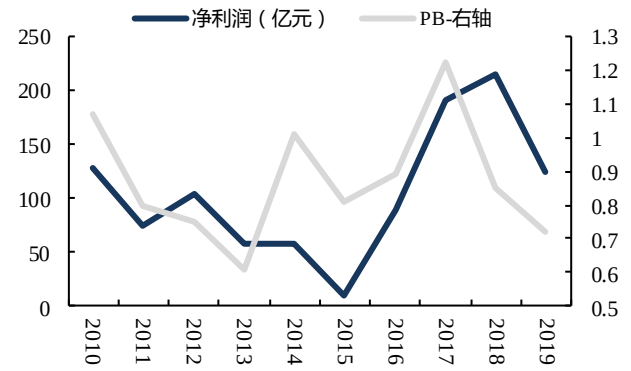
图 7：公司股息率处于历史中位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

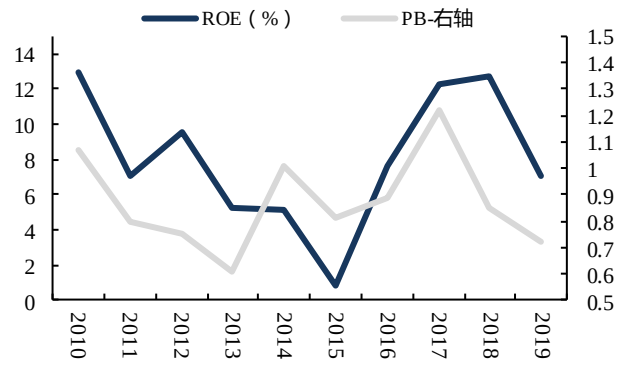
公司 2010-2019 年业绩最高年份为 2018 年，归母净利 216 亿元；最低年份为 2015 年 10 亿元；公司 2019 年净利为 124 亿元，居于历史中高水平。公司 ROE 最高年份为 2010 年，高达 12.95%；最低年份为 2015 年，0.9%；公司 2019 年 ROE 为 7.05%，处于历史中等水平。

图 8：公司净利处于历史中高水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司 ROE 处于历史中位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 剔除持股高市值非钢铁业务公司，实际 PB 仅为 0.39x

公司目前持有三家市值较高的非钢铁业务公司：宝信软件（公司持股 50.81%）、上海农商银行（公司持股 9.22%）和欧冶云商（公司合计持股 36.72%）：

- ✓ 宝信软件（600845）：宝信软件注册资本人民币 11.4 亿元，市值 774 亿（2020 年 10 月 21 日），位列申万计算机行业第八位。主要经营范围为计算机、自动化、网络通讯系统及软硬件产品的研究、设计、开发、制造、集成。
- ✓ 上海农商银行：拟 IPO，已报送。在英国《银行家》公布的“2020 年全球银行 1000 强”榜单中，上海农商银行位居全球银行业第 153 位；公司位列 2019 年中国银行业 100 强榜单第 23 位，在全国农商银行中排名第 2；2019 年总资产 9302 亿元。根据公司申报材料，选取 ROE、ROA 和资产负债规模较为接近的上市公司渝农商行、青农商行和常熟银行。因此我们给予上海农商行 PB 为 0.68x，市值为 505 亿元。

表 2：上海农商银行可比公司估值（上海农商行数据取自 2020 年 5 月招股说明书申报稿）

	ROE（%）	ROA（%）	PB	总资产（亿元）	总负债（亿元）	股东权益（亿元）	市值（亿元）
常熟银行	12.00	1.02	1.39	1848	1669	179	237
青农商行	12.57	0.89	1.17	3417	3164	253	293
渝农商行	12.28	0.99	0.64	10302	9404	898	578
上海农商行	**13.14**	**1.01**	**0.68**	**9302**	**8561**	**742**	**505**

数据来源：wind，东吴证券研究所

✓ 欧冶云商股份有限公司：拟 IPO，进入上市辅导阶段。公司以钢铁交易业务为核心，服务体系包括电商、供应链金融、仓储运输加工、工业品采购、循环物资交易、跨境电商、供应链服务和数据服务等。公司历经两轮融资，投后估值超过 100 亿元。有望成为国内钢铁电商第一股。

表 3：公司剔除高市值非钢业务公司后实际 PB 仅为 0.39x（单位：亿元）

公司名称	行业	持股比例	市值	对应市值	净资产	对应净资产	PB
宝信软件	软件	50.81%	774	393	67	34	11.48
上海农商行	金融	9.22%	505	47	742	68	0.68
欧冶云商	电子商务	36.72%	100	37	55	20	1.82
宝钢股份-剔除前				1116	1763	1763	0.66
宝钢股份-剔除后				639	1640	1640	0.39

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

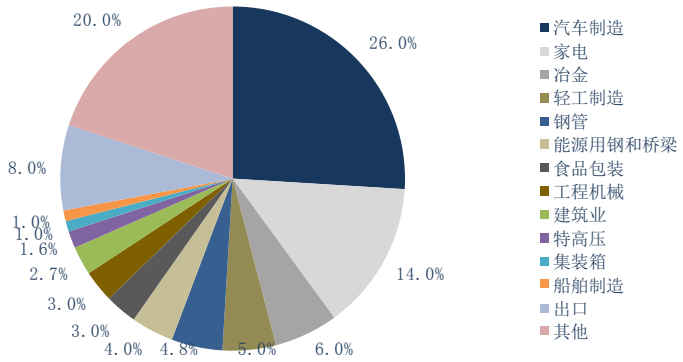
综上，公司目前估值处于历史低位，而分红、业绩均处于历史中高水平，并且我们认为公司业绩水平具有可持续性，且中期将大幅提升，后文我们将进行分析；剔除市值较高的非钢铁业务公司之后，公司实际 PB 更低，仅为 0.39x。因此，我们认为，公司是被显著低估的。

3. 汽车、家电回暖，板材景气上行

3.1. 公司业绩驱动依赖汽车、家电

根据领域划分，公司 2019 销量 26%来源于汽车制造，14%来源于家电制造。公司在汽车、家电领域产品主要为汽车板、家电板。根据中钢协数据，2019 年全行业汽车板、家电板产量合计近 3000 万吨，公司产量近 1900 万吨，占比 63%。

图 10：公司销量下游划分（2019 年）

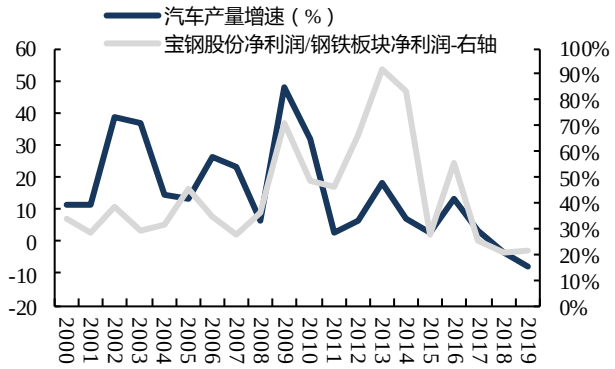


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司业绩与汽车、家电产量增速波动关联性较高。公司作为钢铁业龙头，占比钢铁板块净利润最高在 2013 年，为 92%；最低为 2019 年，仅为 21%。

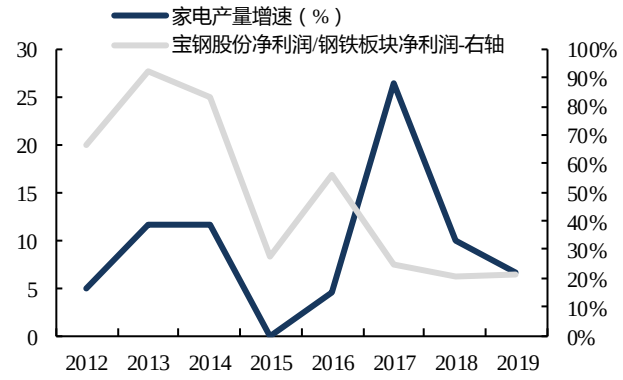
- ✓ 与汽车关联性：2009、2013 和 2016 年，汽车产量增速分别提升至 47.8%、18.4%和 13.1%，公司净利润与钢铁板块净利润比值分别提升至 71%、92%和 56%；
- ✓ 与家电关联性：2017-2019 年，家电产量增速从 26.4%下降至 6.5%，公司净利润与钢铁板块净利润比值从 25.0%下降至 21.47%。

图 11：公司业绩与汽车产量增速波动关联性较高



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 12：公司业绩与家电产量增速波动具有关联性

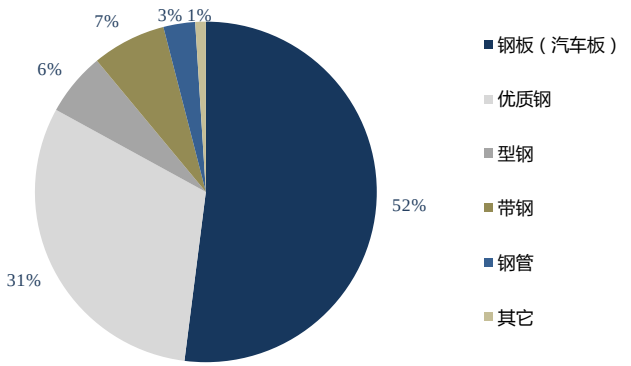


数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 汽车产销触底回升，汽车板供需反转

钢材占汽车总质量为 70%。汽车用钢主要包括钢板、优质钢（齿轮钢、弹簧钢等特钢）、型钢、带钢等。汽车用钢中，汽车板占比 52%，优质钢（齿轮钢、弹簧钢等优特钢）占比 31%。

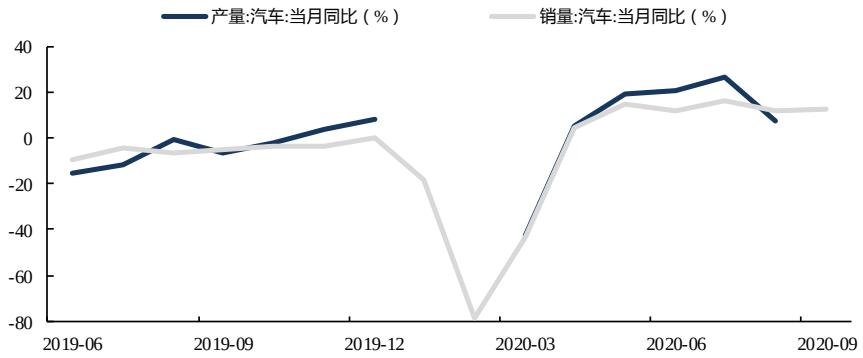
图 13：汽车钢用量占比（2019 年）



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

4 月复工复产以来，汽车产销两旺。2020 年 5/6/7/8 月产、销量同比增长分别为 19%/20%/27%/8%和 14%/12%/16%/12%；9 月汽车产量为 246.1 万辆，同比增长 13.8%；乘用车销量为 208.8 万辆，同比增长 8.13%。

图 14：汽车产销数据触底回升



数据来源：wind，东吴证券研究所

短期来看，疫情平缓后经济回暖提升消费者信心；中央、地方政府不断出台政策鼓励消费，重启汽车下乡。北京鼓励高排放汽车以旧换新，上半年释放不少于 10 万个购车指标；上海今年新增四万个牌照；广州将增加中小客车指标，每辆车给予 1 万元综合补贴；深圳向个人配置 1 万个混合动力小汽车指标；珠海购新车最高可获 3500 元补助。与此同时，豪华车价格下探，将有利于进一步释放消费升级需求。

表 4：各级政府出台政策鼓励汽车消费

地区	措施
北京	高排放以旧换新、上半年释放不少于 10 万个购车指标
上海	增加 4 万个牌照
广州	增加中小客车指标；每车 1 万元综合补贴
深圳	向个人配置 1 万个混和动力小汽车指标
珠海	购新车最高可获 3500 元补助

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

中长期来看，根据世界银行数据，我国目前汽车保有量仅为千人 173 辆，美国为 837 辆、澳大利亚为 747 辆、日本 591 辆。世界中等发达国家千人保有量为 283 辆。因此，对标世界中等发达国家水平，我国汽车保有量仍存在 1.3 亿辆的增长空间。

表 5：2019 年主要国家千人汽车保有量

排名	国家	千人保有量（辆）
1	美国	837
2	澳大利亚	747
3	意大利	695
4	加拿大	670
5	日本	591
6	德国	589
7	英国	579
8	法国	569
17	中国	173

数据来源：世界银行，东吴证券研究所

从汽车板需求来看，假定中汽协对于我国 2020 年千人保有量 200 台的目标能够实现，综合今年上半年新冠疫情冲击，因此我们预测 2020/21/22 年汽车产量分别为 2573/2655/2732 万辆，同比增速 0.2%/3.2%/2.9%；其中乘用车产量为 2138/2207/2271 万辆，商用车产量为 437/451/464 万辆。根据行业经验，每台乘用车钢铁耗量为 1.7 吨，商用车钢铁耗量为 5.1 吨。因此，对应钢铁需求为 5905/6094/6271 万吨。考虑汽车板占比汽车钢 52%，则汽车板需求为 3071/3169/3261 万吨。

供给端由于国内目前没有新增汽车板产能，且产能利用率已经处于较高水平，因此，我们预测，供给端，2020/21/22 年汽车板产量增速为 0.10%/0.28%/0.45%，产量分别为

2219/2225/2235 万吨；汽车板进口量分别为 886/885/901 万吨。因此国内汽车板供给为 3085/3110/3136 万吨。供给缺口分别为 14/-59/-125 万吨。所以 2021 年开始，预计我国汽车板市场将供不应求。

表 6：汽车板供需平衡表

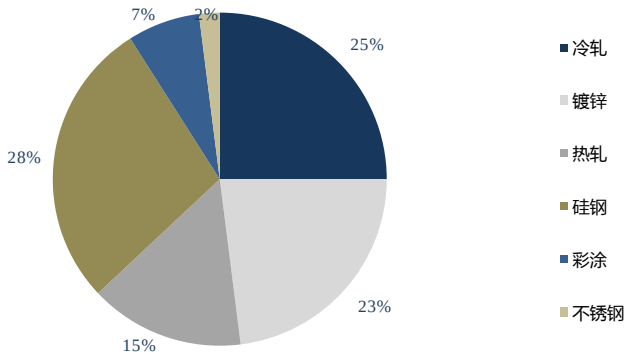
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车板产量（万吨）	2264	2217	2219	2225	2235
YOY		-2.08%	0.10%	0.28%	0.45%
汽车板进口（万吨）	970	950	866	885	901
汽车板供给（万吨）	3234	3167	3085	3110	3136
YOY		-2.08%	-2.60%	0.82%	0.83%
乘用车产量（万辆）	2349	2134	2138	2207	2271
商用车产量（万辆）	428	436	437	451	464
汽车产量（万辆）	2783	2568	2573	2655	2732
YOY		-7.73%	0.20%	3.20%	2.90%
乘用车单耗（吨/辆）	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
商用车单耗（吨/辆）	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
乘用车钢需求（万吨）	4040	3671	3678	3796	3906
商用车钢需求（万吨）	2182	2222	2227	2298	2365
汽车钢需求（万吨）	6222	5893	5905	6094	6271
汽车板需求（万吨）	3236	3064	3071	3169	3261
YOY		-5.32%	0.21%	3.20%	2.90%
供给缺口（万吨）	-1.7	103.1	14.2	-58.7	-124.8

数据来源：中汽协，中钢协，东吴证券研究所

3.3. 家电回暖，家电板景气上行

家电用钢主要种类为冷轧板、镀锌板、热轧板、硅钢、彩涂板和不锈钢。其中用于家电板的冷轧、镀锌、热轧板的用量比例分别为 25%、23%和 15%，即家电用钢 63%为家电板。

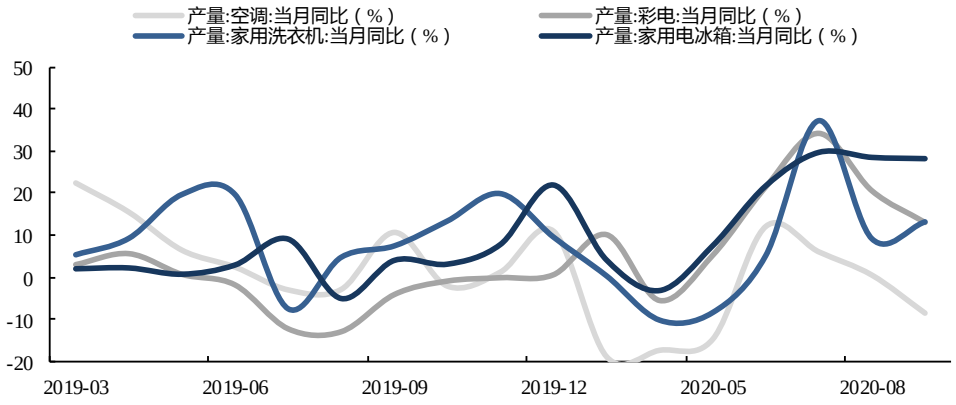
图 15：家电钢用量划分（2019 年）



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

6 月以来，家电产量逐步回暖。2020 年 6/7/8/9 月，空调产量降幅逐步收窄，累计同比-16.4%/-14.0%/-12.2%/-11.7%；其余品种大家电产量增长迅速，彩电产量单月同比 21.5%/34.2%/20.6%/13.1%，家用洗衣机产量单月同比 5.3%/37.3%/9.3%/13.3%，冰箱产量单月同比为 21.7%/29.7%/28.5%/28.2%。

图 16：家电产量回暖



数据来源：wind，东吴证券研究所

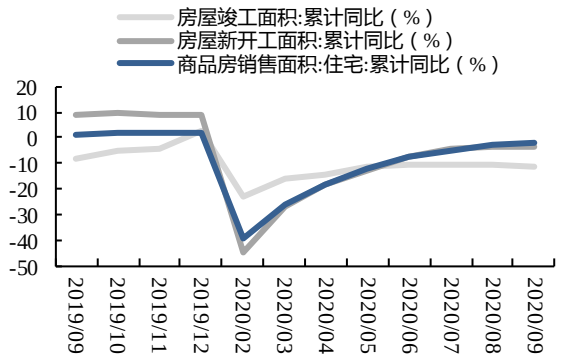
家电需求可以分为三种：地产新增需求、出口需求和消费改善需求。地产新增需求以空调、冰箱和洗衣机等大家电为主，消费改善需求以电蒸箱、电蒸锅、破壁机、吸尘器、扫地机等厨电、小家电为主。

- ✓ 地产新增需求：9 月份，全国房地产新开工和商品房销售面积累计同比降幅收窄，仅为-3.4%和-1.8%。考虑商品房销售传统旺季“金九银十”，10 月商品房销售面积预计保持高位运行，年内增速转正有望，地产竣工中期将维持高位；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

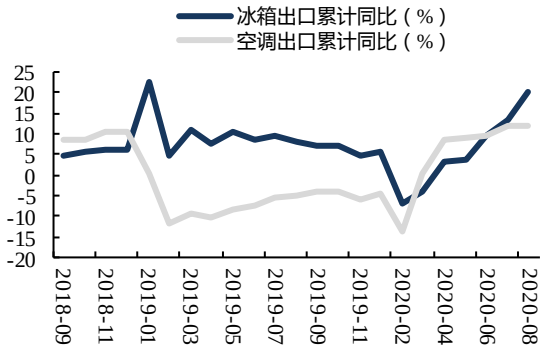
✓ 出口需求：随着海外疫情有所平复，需求回暖，空调、冰箱等大家电出口向好。空调、冰箱出口数量 8 月累计同比增速分别为 12%、20%。

图 17：地产增速向好



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 18：冰箱、空调出口增速较高



数据来源：wind，东吴证券研究所

✓ 消费改善需求：由于疫情期间人们“宅家”时间增多，在家用餐次数大大增加，因此电蒸箱、电蒸锅等厨房小家电需求增多；线上直播带货销售的兴起，也非常利好小家电的销售，根据产业在线数据，7、8 月，电蒸箱、电蒸锅、破壁机、吸尘器、扫地机线上销售额增速在 20%以上。相较于洗衣机、冰箱，空调本身具有“一户多台”的属性，并且随着经济水平不断提高，空调的需求量将不断提升。

2019 年，我国空调、洗衣机和家电产量分别为 2.2 亿、0.74 亿和 0.79 亿台。因此，考虑地产景气度回暖，出口、消费改善需求贡献家电新增量，我们预计 2020/21/22 年，空调产量增速分别为 1.5%/1.4%/1.6%，洗衣机产量增速分别为 1.3%/1.9%/1.1%，冰箱产量增速分别为 1.7%/2.7%/2.1%。根据行业经验，生产每台空调、洗衣机和冰箱的耗钢量为 30、21 和 34 公斤。冰箱、彩电和空调的耗钢量占据家电全行业耗钢量的 80%。家电板用量占比家电刚用量 63%。因此我们预测，2020/21/22 年家电板需求为 864/880/894 万吨，增速 1.5%/1.8%/1.7%。

同样，受制于家电板没有新增产能，行业产能利用率处于 90%以上的高位水平，我们预测 2020/21/22 年家电板供给增速分别为 0.15%/0.28%/0.48%，供给量分别为 857/860/864 万吨。因此产生供给缺口-7/-20/-30 万吨。家电板市场将迎来高景气。

表 7：家电板供需平衡表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E

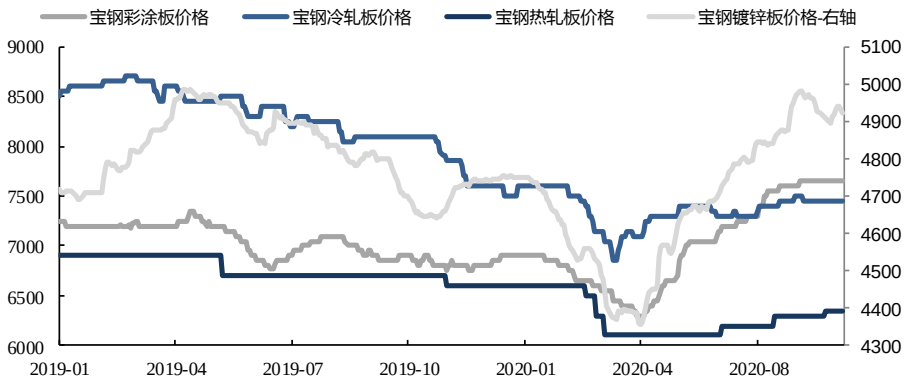
家电板供给（万吨）	806	856	857	860	864
YOY		6.20%	0.15%	0.28%	0.48%
空调产量（万台）	20956	21866	22194	22505	22865
空调单耗（公斤/台）	30	30	30	30	30
空调耗钢量（万吨）	629	656	666	675	686
YOY		4.34%	1.50%	1.40%	1.60%
洗衣机产量（万台）	7268	7433	7531	7673	7753
洗衣机单耗（公斤/台）	21	21	21	21	21
洗衣机耗钢量（万吨）	153	156	158	161	163
YOY		2.27%	1.32%	1.88%	1.05%
冰箱产量（万台）	8109	7904	8036	8253	8427
冰箱单耗（公斤/台）	34	34	34	34	34
冰箱耗钢量（万吨）	276	269	273	281	287
YOY		-2.52%	1.67%	2.70%	2.10%
家电行业耗钢量（万吨）	1321	1351	1372	1396	1419
家电板需求（万吨）	832	851	864	880	894
YOY		2.25%	1.52%	1.79%	1.65%
供给缺口（万吨）	-26	5	-7	-20	-30

数据来源：中钢协，wind，东吴证券研究所测算

4. 公司业绩将中期向上

受益于需求回暖，公司主营产品连续六个月上调出厂价。2020 年 Q2 以来，与汽车制造相关程度最高的镀锌板价格从 6300 元/吨上调至 7650 元/吨，上调比例高达 21.4%；与家电制造相关程度最高的彩涂板价格从 4355 元/吨上调至 4924 元/吨，上调比例 13.1%。公司冷轧板价格从 6850 元/吨上调至 7450 元/吨，上调比例 8.8%，；热轧板价格从 6100 元/吨上调至 6350 元/吨，上调比例 4.1%。

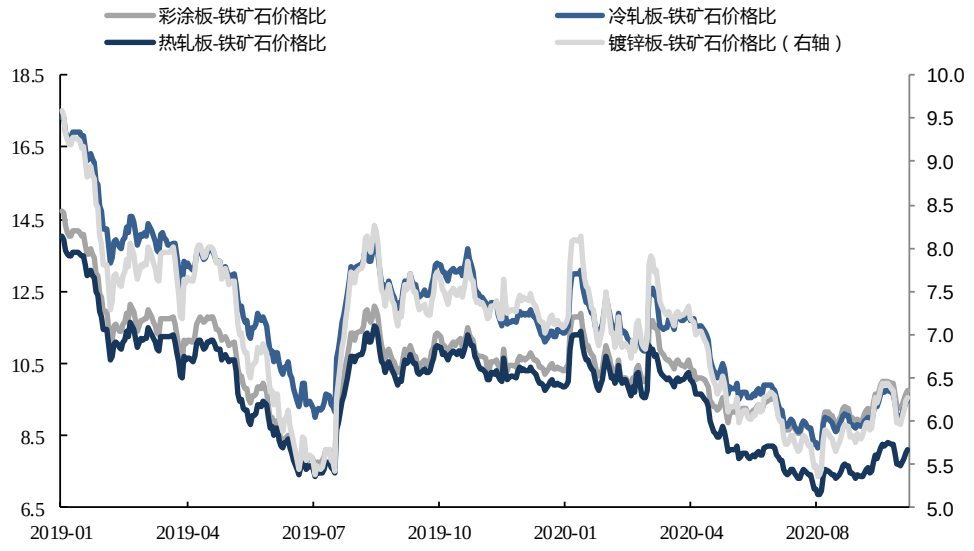
图 19：公司主营产品连续六个月上调出厂价（单位：元/吨）



数据来源：wind，东吴证券研究所

价格上涨带来毛利改善。公司主要成本为铁矿石。产品销售价格与铁矿石价格比提升表明毛利润在改善。2020 年 8 月以来，镀锌-铁矿石价格比由 8.2 提升至 9.8；彩涂-铁矿石价格比由 5.4 提升至 6.3；冷轧-铁矿石价格比由 8.1 提升至 9.5；热轧-铁矿石价格比由 7.4 提升至 8.1。

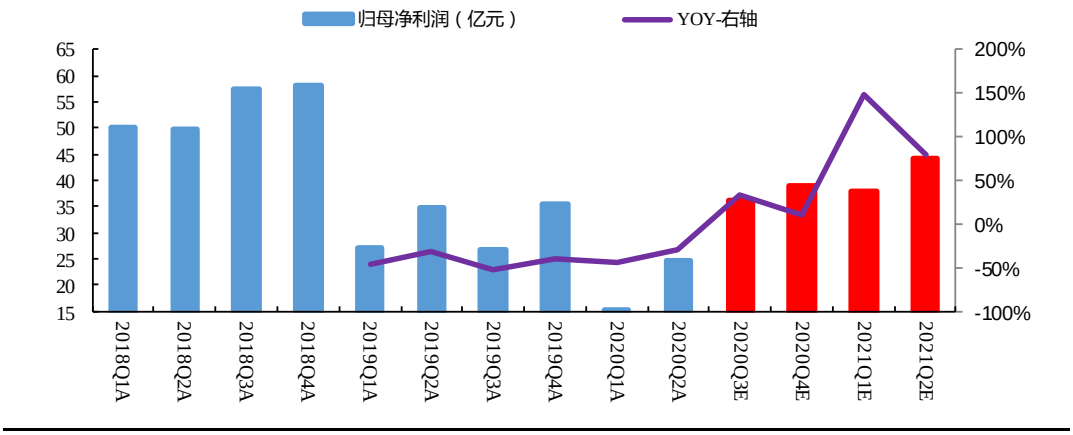
图 20：公司产品-铁矿石价格比触底回升



数据来源：wind，东吴证券研究所

因此我们预期，公司业绩将实现中期改善。我们预计公司 2020 年 Q3/Q4 单季度净利为 36/39 亿元，同比增速 34%/10%；我们预计 2021 年 Q1/Q2 单季度净利润分别为 38/44 亿元，同比增速 147%/78%。

图 21：公司业绩将中期向上



数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

1）公司下游汽车、家电产销回暖，汽车板、家电板将在 2020-2022 年出现供给缺口，价格上涨；公司作为汽车板、家电板龙头将率先受益；

2）考虑冷轧板、热轧板价格上涨具有持续性，因此我们预测冷轧板业务营收增速分别为 5.20%、8.50%、6.88%，热轧板营收增速分比为 4.75%、6.17% 和 5.64%。2020/21/22 年营收分别为 3009/3226/3403 亿元，增速分别为 3.2%/7.2%/5.5%，毛利率分别为 10.8%/12.4%/13.6%。

表 8：分业务营收预测（单位：百万元）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧板卷	营收	95114.00	86351.00	90841.25	98562.76	105343.88
	YOY	8.43%	-9.21%	5.20%	8.50%	6.88%
	毛利率	16.29%	10.69%	12.73%	14.42%	16.64%
热轧板卷	营收	78987.00	75354.00	78933.32	83803.50	88530.02
	YOY	3.92%	-4.60%	4.75%	6.17%	5.64%
	毛利率	19.25%	10.24%	10.62%	11.44%	12.23%
钢管	营收	14106.00	14112.00	14182.56	14551.31	14842.33
	YOY	33.49%	0.04%	0.50%	2.60%	2.00%
	毛利率	12.71%	11.92%	12.01%	13.97%	14.12%
长材	营收	7891.00	8224.00	8322.69	8613.98	8863.79
	YOY	8.48%	4.22%	1.20%	3.50%	2.90%
	毛利率	17.92%	19.76%	19.76%	22.23%	22.16%

其它钢产品	营收	17137.00	17432.00	17780.64	18491.87	19601.38
	YOY	29.33%	1.72%	2.00%	4.00%	6.00%
	毛利率	21.02%	14.62%	14.79%	17.81%	20.14%
非钢业务	营收	91,544.00	90,120.98	90,864.53	98,568.17	103,152.73
	YOY	-2.89%	-1.55%	0.83%	8.48%	4.65%
	毛利率	8.95%	9.90%	7.24%	9.22%	9.55%
合计	总营收	304,779.46	291,593.98	300,924.99	322,591.59	340,334.12
	YOY	5.43%	-4.33%	3.20%	7.20%	5.50%
	毛利率	14.99%	10.88%	10.80%	12.44%	13.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

因此，公司 2020/2021/2022 年净利润分别为 115/153/166 亿元，增速分别为-7.8%/32.7%/8.5%。公司 PE 分别为 10.04x/7.59x/7.00x，低于行业可比公司平均水平。

表 9：可比公司估值（2020 年 10 月 22 日）

	股价（元）	P/E			P/B
		2020E	2021E	2022E	
宝钢股份	**5.20**	**10.04**	**7.59**	**7.00**	**0.66**
太钢不锈	3.71	14.91	15.36	11.87	0.65
华菱钢铁	5.17	5.45	5.14	4.80	1.05
鞍钢股份	2.69	17.19	10.41	9.89	0.48
均值		**12.52**	**10.30**	**8.85**	**0.73**

数据来源：wind（非加粗部分来源 wind 一致预期），东吴证券研究所

公司历史 PE 区间为 10-30x，PB 区间为 0.5-3x，因此我们认为公司的估值正处于历史低位，故首次覆盖，给予“买入”评级。

图 22：公司 PE-Band（2020 年 10 月 22 日）

图 23：公司 PB-Band（2020 年 10 月 22 日）



数据来源：wind，东吴证券研究所



数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

1）**下游汽车、家电回暖不及预期。**

✓ 汽车方面，根据中汽协数据，汽车价格仍未企稳，超过四成汽车为降价销售，涨价销售比例不到两成，说明目前增长原因为经销商以价换量。因此整体需求处于底部回升状态，但不排除后续需求低于预期。

✓ 家电方面，地产新增需求仍为家电主要需求。若后续地产调控政策收紧，商品房销售下滑，中期竣工低于预期，对应家电购置需求将受影响；海外疫情反复，海外订单下滑将对家电出口造成较大影响。

2）**原材料铁矿石价格上涨超预期。**铁矿石为炼钢最重要成本来源，占比 40%-50%；铁矿石价格自 2020 年 8 月有所下滑，但整体处于高位运行，不排除后续铁矿石价格上涨，压缩公司利润空间。

宝钢股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**130,564**	**175,457**	**179,544**	**196,077**
现金	13,439	12,051	55,112	23,569
应收账款	11,505	49,573	13,482	53,856
存货	40,300	44,198	44,718	47,867
其他流动资产	65,321	69,636	66,232	70,784
非流动资产	**209,069**	**201,604**	**200,210**	**194,603**
长期股权投资	19,393	20,716	22,186	23,753
固定资产	147,436	139,516	137,114	130,872
在建工程	8,468	7,543	6,942	6,239
无形资产	11,887	12,004	12,185	12,005
其他非流动资产	21,885	21,826	21,782	21,735
资产总计	**339,633**	**377,061**	**379,754**	**390,680**
流动负债	**132,587**	**166,739**	**163,364**	**167,907**
短期借款	13,068	45,000	36,000	41,000
应付账款	43,586	46,891	49,323	50,331
其他流动负债	75,933	74,848	78,041	76,577
非流动负债	**15,830**	**12,930**	**10,548**	**7,910**
长期借款	11,008	8,129	5,736	3,104
其他非流动负债	4,823	4,801	4,812	4,806
负债合计	**148,417**	**179,668**	**173,912**	**175,818**
少数股东权益	13,163	14,039	15,256	16,579
归属母公司股东权益	178,053	183,354	190,586	198,282
负债和股东权益	**339,633**	**377,061**	**379,754**	**390,680**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	29,504	-15,466	76,917	-13,527
投资活动现金流	-22,229	-4,160	-11,220	-8,019
筹资活动现金流	-11,485	18,238	-22,636	-9,997
现金净增加额	-4,252	-1,388	43,061	-31,543
折旧和摊销	19,041	15,468	16,510	17,733
资本开支	17,624	-8,766	-2,875	-7,168
营运资本变动	-1,132	-42,619	44,600	-48,532

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**291,594**	**300,925**	**322,592**	**340,334**
减:营业成本	259,871	268,425	282,461	294,117
营业税金及附加	1,266	1,354	1,742	1,665
营业费用	3,381	3,461	3,871	4,254
管理费用	14,446	13,993	16,226	20,318
财务费用	2,460	3,137	3,224	3,511
资产减值损失	323	281	330	333
加:投资净收益	3,700	3,498	3,552	3,695
其他收益	574	429	536	533
营业利润	**15,515**	**14,547**	**19,169**	**20,777**
加:营业外净收支	-521	-440	-456	-465
利润总额	**14,994**	**14,107**	**18,713**	**20,312**
减:所得税费用	1,525	1,693	2,246	2,437
少数股东损益	1,046	876	1,217	1,323
归属母公司净利润	**12,423**	**11,538**	**15,250**	**16,551**
EBIT	16,109	15,800	20,389	21,610
EBITDA	35,150	31,268	36,899	39,343

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.56	0.52	0.68	0.74
每股净资产(元)	7.99	8.23	8.56	8.90
发行在外股份(百万股)	22274	22271	22271	22271
ROIC(%)	9.1%	7.2%	12.5%	10.3%
ROE(%)	7.0%	6.3%	8.0%	8.3%
毛利率(%)	10.9%	10.8%	12.4%	13.6%
销售净利率(%)	4.3%	3.8%	4.7%	4.9%
资产负债率(%)	43.7%	47.6%	45.8%	45.0%
收入增长率(%)	-4.3%	3.2%	7.2%	5.5%
净利润增长率(%)	-42.1%	-7.8%	32.7%	8.5%
P/E	9.32	10.04	7.59	7.00
P/B	0.65	0.63	0.61	0.58
EV/EBITDA	4.16	5.64	3.33	4.02

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn