

公司研究

第三期股权激励计划出台，显著提升公司中期投资价值

——宝钢股份（600019.SH）第三期 A 股限制性股票计划（草案）点评

要点

事件：公司发布第三期 A 股限制性股票计划（草案），对包括董事、高级管理人员、关键岗位中层管理人员、核心技术、业务、技能等骨干人员在内的 2000 人授予限制性股票，并对 2022-2024 年的业绩考核作出规定。

本次计划拟授予的限制性股票总量不超过 5 亿股，授予价格为 4.29 元/股。 本计划拟授予的限制性股票总量不超过 5 亿股，约占本计划草案公告时公司股本总额 222.68 亿股的 2.2453%；本计划授予的限制性股票（含预留）的授予价格为每股 4.29 元，其中宝钢股份总经理盛更红先生获授限制性股票数量为 66 万股，按照 2021 年 12 月 31 日公司股价（7.16 元/股）计算，对应市值为 473 万元。

行权四大条件：国资委 EVA 考核目标/利润复合增长率/利润在行业地位/ROE。 三个解除限售期对应的业绩考核指标为：（1）完成 2022-2024 年国资委下达至中国宝武并分解至公司的 EVA 考核目标；（2）2022-2024 年公司利润较 2020 年利润总额复合增长率均不低于 10%；（3）利润总额环比增长率不低于对标企业 75 分位值或行业均值，且利润总额达到对标企业前三；（4）2022-2024 年公司 ROE 不低于 8%、8.5%、9%且不低于对标企业的 75 分位值。

行权最低条件：预估 2022-2024 年归母净利润分别为 160、176、191 亿元。（1）按照利润复合增速测算：公司 2020 年归母净利润 126.77 亿元，则为保证行权 2022-2024 年公司归母净利润最低为 153、169、186 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.4、9.4、8.6 倍；（2）按照 ROE 条件测算：截至 2021 年三季度，公司净资产为 2093 亿元，按照净资产增速 3% 计算，公司 2022-2024 年归母净利润分别为 160、176、191 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.9、9.1、8.3 倍。

拟分拆控股子公司宝武碳业至创业板上市，发行股票不超过子公司总股本 25%。 截至 2021 年 11 月 13 日，宝钢股份直接持有宝武碳业 71.78% 股权，2019-2021 年上半年，宝武碳业净利润分别为 3.39 亿元、8793 万元、5.23 亿元。2021 年 11 月公司发布分拆宝武碳业上市预案，发行前宝武碳业股本为 7.5 亿股，发行股票股数占宝武碳业发行后总股本的比例不超过 25%，募集资金初步考虑用于新型炭材料项目、苯酞项目及补充流动资金等方向。

盈利预测、估值与评级：宝钢股份作为钢铁行业龙头企业，硅钢产能逐步投放，产品结构进一步优化，叠加公司各基地持续挖潜降本，盈利能力将持续改善。我们暂时维持对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年净利润为 271.25、282.59、299.06 亿元，对应 EPS 为 1.22、1.27、1.34 元，维持“增持”评级。

风险提示：制造业需求大幅回落；青山、梅山基地盈利能力回落。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	291,594	283,674	373,164	383,796	398,813
营业收入增长率	-4.33%	-2.72%	31.55%	2.85%	3.91%
净利润（百万元）	12,423	12,677	27,125	28,259	29,906
净利润增长率	-42.39%	2.04%	113.97%	4.18%	5.83%
EPS（元）	0.56	0.57	1.22	1.27	1.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.98%	6.88%	13.24%	12.66%	12.39%
P/E	12.8	12.6	5.9	5.6	5.3
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-31

增持（维持）

当前价：7.16 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

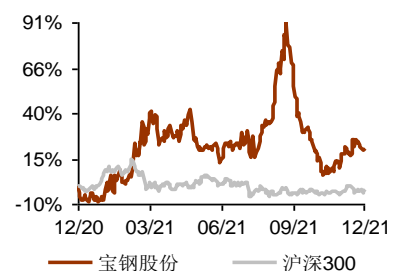
联系人：戴默

modai@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	222.68
总市值(亿元):	1594.42
一年最低/最高(元):	5.36/11.56
近 3 月换手率:	41.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.16	-17.15	23.78
绝对	2.14	-13.27	27.99

资料来源：Wind

相关研报

三季度吨钢毛利环比基本持平，公司业绩创同期新高——宝钢股份（600019.SH）2021 年三季度报点评（2021-10-31）

短板基地挖潜成效显著，二季度净利润创历史新高——宝钢股份（600019.SH）2021 年半年报点评（2021-08-28）

四大因素有望推动公司盈利未来不断攀高峰——宝钢股份（600019.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评（2021-05-05）

表 1: 第三次限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授限制性股票 数量(万股)	占授予总量 比例 (%)	市值 (万元)
盛更红	执行董事、总经理	66	0.13%	473
周学东	执行董事	54	0.11%	387
傅建国	副总经理	54	0.11%	387
胡宏	副总经理	54	0.11%	387
王娟	财务总监、 董事会秘书	48	0.10%	344
其他核心管理、业务、技术、技能 骨干 (1,995 人)		45724	91.45%	327384
首次授予合计 (2,000 人)		46,000	92.00%	329360
预留		4,000	8.00%	
合计		50,000	100.00%	

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (市值以 2021 年 12 月 31 日股价进行计算)

表 2: 对标企业/行业明细

指标	对标企业/行业
利润总额环比增长率、利润总额排名、ROE 的对全球范围内选取具有竞争力且钢产量为 2,000 万吨级以上的 10 家长流程上市钢企作为对标样本: 安赛乐米塔尔、日本制铁、韩国浦项、塔塔钢铁、日本 JFE、现代制铁、华菱钢铁、鞍钢股份、河钢股份、首钢股份。	
利润总额环比增长率指标对应的钢铁行业	全球 1,000 万吨以上的上市钢铁企业, 共 27 家 (境外 15 家、境内 12 家): 安赛乐米塔尔、日本制铁、韩国浦项、塔塔钢铁、日本 JFE、现代制铁、台湾中钢、新利佩茨克钢、美国钢铁、盖尔道、马格尼托哥尔斯克、特尼尔翁、谢韦尔钢、钢动力、埃雷利、河钢股份、本钢板材、鞍钢股份、华菱钢铁、首钢股份、三钢闽光、包钢股份、山东钢铁、南钢股份、新钢股份、马钢股份、柳钢股份。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	291,594	283,674	373,164	383,796	398,813
营业成本	259,871	252,938	318,242	328,250	339,840
折旧和摊销	18,910	18,286	20,475	20,856	21,245
税金及附加	1,266	1,281	2,985	3,147	3,310
销售费用	3,381	2,933	3,858	4,030	4,227
管理费用	5,582	4,345	5,716	5,949	6,381
研发费用	8,864	8,726	11,479	11,898	12,563
财务费用	2,460	1,462	924	445	192
投资收益	3,700	3,140	3,000	3,000	3,000
营业利润	15,515	16,955	32,334	33,718	35,941
利润总额	14,994	16,022	33,784	35,168	37,191
所得税	1,525	2,036	5,659	5,908	6,285
净利润	13,469	13,985	28,125	29,259	30,906
少数股东损益	1,046	1,309	1,000	1,000	1,000
归属母公司净利润	12,423	12,677	27,125	28,259	29,906
EPS(按最新股本计)	0.56	0.57	1.22	1.27	1.34

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	29,504	28,084	48,358	39,933	45,525
净利润	12,423	12,677	27,125	28,259	29,906
折旧摊销	18,910	18,286	20,475	20,856	21,245
净营运资金增加	-11,703	9,676	3,378	8,357	4,639
其他	9,874	-12,554	-2,621	-17,539	-10,265
投资活动产生现金流	-22,229	-13,388	-6,900	-7,000	-7,000
净资本支出	-16,898	-18,411	-10,000	-10,000	-10,000
长期投资变化	19,393	20,768	0	0	0
其他资产变化	-24,724	-15,745	3,100	3,000	3,000
融资活动现金流	-11,485	-13,702	-20,055	-10,288	-11,896
股本变化	7	-5	0	0	0
债务净变化	-24,378	8,466	-12,450	0	0
无息负债变化	26,899	-401	4,664	-2,853	-2,696
净现金流	-4,252	1,204	21,403	22,645	26,629

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.9%	10.8%	14.7%	14.5%	14.8%
EBITDA 率	11.0%	11.3%	14.0%	13.6%	13.7%
EBIT 率	4.4%	4.8%	8.5%	8.2%	8.4%
税前净利润率	5.1%	5.6%	9.1%	9.2%	9.3%
归母净利润率	4.3%	4.5%	7.3%	7.4%	7.5%
ROA	4.0%	3.9%	7.6%	7.6%	7.7%
ROE (摊薄)	7.0%	6.9%	13.2%	12.7%	12.4%
经营性 ROIC	6.1%	6.0%	13.6%	13.7%	15.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	44%	40%	38%	36%
流动比率	0.98	1.13	1.41	1.67	1.95
速动比率	0.68	0.83	1.10	1.32	1.59
归母权益/有息债务	6.42	5.10	8.63	9.41	10.17
有形资产/有息债务	11.63	9.36	14.86	15.57	16.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	339,633	356,225	369,883	386,446	402,952
货币资金	13,439	16,889	38,292	60,937	87,566
交易性金融资产	832	2,828	2,900	2,900	2,900
应收帐款	10,878	9,631	12,670	13,031	13,540
应收票据	627	1,055	1,119	768	1,276
其他应收款 (合计)	1,682	2,451	3,223	3,351	3,442
存货	40,300	39,357	37,102	41,586	41,393
其他流动资产	57,757	65,555	65,555	65,555	65,555
流动资产合计	130,564	146,412	170,282	197,648	225,326
其他权益工具	679	802	802	802	802
长期股权投资	19,393	20,768	20,768	20,768	20,768
固定资产	147,436	140,204	128,311	116,230	103,900
在建工程	8,437	17,731	18,548	19,161	19,621
无形资产	11,887	12,019	11,618	11,231	10,857
商誉	522	561	561	561	561
其他非流动资产	2,619	2,048	2,048	2,048	2,048
非流动资产合计	209,069	209,813	199,602	188,798	177,627
总负债	148,417	156,482	148,697	145,844	143,148
短期借款	13,068	12,450	0	0	0
应付账款	29,423	34,291	43,144	44,500	46,072
应付票据	14,163	10,355	13,029	13,438	13,913
预收账款	22,372	0	0	0	0
其他流动负债	43,606	36,683	36,683	36,683	36,683
流动负债合计	132,587	129,089	121,144	118,241	115,645
长期借款	2,008	10,363	10,363	10,363	10,363
应付债券	9,000	12,000	12,000	12,000	12,000
其他非流动负债	2,977	3,989	3,989	3,989	3,989
非流动负债合计	15,830	27,394	27,553	27,603	27,503
股东权益	191,216	199,743	221,187	240,603	259,805
股本	22,274	22,269	22,268	22,268	22,268
公积金	84,186	86,801	86,801	86,801	86,801
未分配利润	73,136	76,703	97,148	115,563	133,765
归属母公司权益	178,053	184,371	204,816	223,231	241,433
少数股东权益	13,163	15,371	16,371	17,371	18,371

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.16%	1.03%	1.03%	1.05%	1.06%
管理费用率	1.91%	1.53%	1.53%	1.55%	1.60%
财务费用率	0.84%	0.52%	0.25%	0.12%	0.05%
研发费用率	3.04%	3.08%	3.08%	3.10%	3.15%
所得税率	10%	13%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.28	0.30	0.44	0.53	0.56
每股经营现金流	1.32	1.26	2.17	1.79	2.04
每股净资产	7.99	8.28	9.20	10.02	10.84
每股销售收入	13.09	12.74	16.76	17.23	17.91

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	13	13	6	6	5
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.2	6.3	3.4	3.0	2.4
股息率	3.9%	4.2%	6.2%	7.3%	7.8%

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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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