

钢铁

2017 年 03 月 01 日

宝钢股份 (600019)

——宝钢差异化竞争产品高附加值核心竞争力叠加宝武全面协同效应，神钢终成

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

投资要点：

- **规模世界第二，宝钢核心竞争力叠加宝武协同效应，优势凸显。**合并后上市公司粗钢产能约 4940 万吨，2015 年产量超过 3800 万吨。合并后公司前三季度营收较交易前增长 36.87%，由于武钢盈利能力相对较弱，合并后前三季度净利润仅较交易前增长 6.62%，2016H1 吨钢毛利从 698 元降至 535 元，资产负债率从 52.03% 上升至 56.79%。宝钢核心竞争力在于差异化发展路线造就产品高溢价。“独有+领先”产品模式占据先发优势，“精品+服务”增加产品附加值。公司依托宝钢国际营销网络覆盖全国，极为有效地支撑了战略用户的多基地战略布局。宝武合并后，核心产品市场占有率提升，加强公司议价权，盈利能力增强；信息系统有望融合；在研发、采购、销售协同效应显著，优化资源配置。
- **市场占有率扩大助公司在汽车板市场竞争加剧中保持优势。**2016 年汽车销售同比增加 14.46%，预计 2017 年增长率 4% 左右，汽车板耗钢量 3125 万吨，同比上升 2.70%，汽车板需求继续旺盛；国内高强度汽车板生产能力仍待加强，近两年钢企积极布局，预示着这一领域的竞争将会更加激烈。宝钢股份是我国内汽车板生产龙头，凭借先进的高强度汽车板技术+EVI 合作模式在高端冷轧汽车板市场占比 50%，武钢是国内仅次于宝钢的汽车板生产厂商，合并后宝武汽车板市场占比达到 48%，高端冷轧汽车板占比有望超过 70%，市场占有率扩大有助公司在竞争加剧中保持优势。**高磁感取向硅钢占绝对优势，将充分受益行业回暖。**2016 年我国取向硅钢产能稳定，无取向产能下降 9.07%，冷轧硅钢产能总体下降 8.05%，产量上“无升取降”。高端产品不足，低端产品过剩仍是行业难题，“十三五”期间高磁感冷轧硅钢将重点发展，电力投资加大，配电变压器、充电桩建设拉动取向硅钢需求稳步上涨，预计 2017 年取向硅钢需求增速 7% 左右，另一方面新产能投放有限，取向硅钢供需格局有望改善，有助于价格触底反弹。武钢是国内冷轧硅钢生产的龙头企业，高磁感产品广泛应用，合并后公司高磁感取向硅钢占绝对优势，将充分受益行业回暖。
- **行业整合大势启动，“强强联手，区域整合”和“重组去产能”并进。**根据《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》中的主要精神，到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内。宝武合并是此轮行业整合的先行者，而宝钢到 2018 年将陆续淘汰 920 万吨粗钢产能，武钢 2016 年淘汰 442 万吨粗钢产能，在“重组去产能”方面宝武集团已为未来的案例作出表率。
- **投资建议：**宝钢差异化竞争带来产品高附加值的核心竞争力叠加宝武在市占率、信息化、研发、采购、销售上的协同效应，优势凸显。公司将在汽车板市场竞争加剧中保持优势，在高磁感取向硅钢领域占绝对优势，我们看好公司中长期发展，由于宝武合并，我们调整盈利预测，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.42、0.60、0.66（原为 0.54、0.59、0.71），当前股价对应 PE 为 17、12、11 倍，PE 水平远低于行业平均，公司目前 PB 1.07 倍，**维持“买入”评级！**

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	163,790	133,435	240,802	257,761	266,015
同比增长率（%）	-12.61	9.20	47.02	7.04	3.20
净利润（百万元）	1,013	5,598	9,218	13,305	14,498
同比增长率（%）	-82.51	148.33	810.09	44.34	8.97
每股收益（元/股）	0.06	0.34	0.42	0.60	0.66
毛利率（%）	8.9	12.2	12.1	13.6	13.9
ROE（%）	0.9	4.7	6.1	8.1	8.2
市盈率	115		17	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2017 年 02 月 28 日

收盘价（元）	7.09
一年内最高/最低（元）	7.47/4.84
市净率	1.0
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	156525
上证指数/深证成指	3241.73/10391.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	7.16
资产负债率%	52.03
总股本/流通 A 股（百万）	22103/22077
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《宝钢股份（600019）点评：成本削减、结构优化叠加汇兑损失减少，三季度净利润同比大幅增加》2016/10/25

证券分析师

孟烨勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

姚洋 A0230114070002
yaoyang@swsresearch.com

联系人

郇悦轩
(8621)23297818×7425
liyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

合并后上市公司粗钢产能约 4940 万吨，2015 年产量超过 3800 万吨，集团层面粗钢产量位居世界第二，宝钢差异化竞争带来产品高附加值的核心竞争力叠加宝武在市占率、信息化、研发、采购、销售上的协同效应，优势凸显。公司将在汽车板市场竞争加剧中保持优势，在高磁感取向硅钢领域占绝对优势，充分受益行业回暖，同时公司在本轮行业整合大势中做出表率。

我们看好公司中长期发展，由于宝武合并，我们调整盈利预测，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.42、0.60、0.66（原为 0.54、0.59、0.71），当前股价对应 PE 为 17、12、11 倍，PE 水平远低于行业平均，公司目前 PB 1.07 倍，**维持“买入”评级！**

关键假设点

汽车销量维持增长、取向硅钢需求、宝武合并顺利，协同效应显现

有别于大众的认识

市场认为原武钢股份盈利能力较弱，2015 全年实现营业收入 583.38 亿元，同比下降 41.29%，全年亏损 75.15 亿元，是行业的亏损王，且武钢负债水平较高，合并后宝钢业绩将被武钢严重拖累。我们认为，宝武合并后财务指标略有下滑，但仍属于行业领先水平，宝钢差异化竞争带来产品高附加值的核心竞争力叠加宝武在市占率、信息化、研发、采购、销售上的协同效应，优势凸显，我们认为武钢将借助宝钢优势重点补强，而非严重拖累宝钢。

市场认为受益于小排量汽车购置税减半等因素利好，2016 年汽车销售同比增加 14.46%，2017 年补贴力度下降，汽车销量不及 2016 年，汽车板需求也会下降。我们认为 2017 年购置税为 7.5%，虽优惠幅度不及 2016 年，但仍将有利于汽车销量，我们汽车组预计 2017 年汽车产销的增长率在 4% 左右。我们测算得到 2017 年汽车板耗钢量 3125 万吨，同比上升 2.70%，汽车板需求保持稳步向上。

市场认为取向硅钢价格连年下跌，价格难见起色。我们认为“十三五”期间高磁感冷轧硅钢将重点发展，电力投资加大，配电变压器、充电桩建设拉动取向硅钢需求稳步上涨，预计 2017 年取向硅钢需求增速 7% 左右，另一方面新产能投放有限，取向硅钢供需格局有望改善，有助于价格触底反弹。

股价表现的催化剂

钢铁供给侧改革去产能政策趋严、汽车销量超预期

核心假设风险

钢铁供给侧改革去产能低于预期、汽车销量低于预期、宝武实际合并进展不顺

目录

1. 宝武合并，神钢终成.....	7
1.1 世界第二大钢铁集团诞生.....	8
1.2 合并后财务指标略有下滑，但仍属于行业领先水平.....	9
2. 宝钢核心竞争力叠加宝武协同效应，优势凸显.....	12
2.1 宝钢核心竞争力：差异化“精品+服务”模式造就宝钢产品高溢价	12
2.1.1 “独有+领先”的产品模式使公司占据先发优势，成功抢占市场	12
2.1.2 营销网络覆盖全国支撑“精品+服务”产品模式，造就产品高附加值.....	13
2.2 协同效应：武钢借力补强，企业布局优化，上下游议价能力增强..	15
3. 汽车板：市场占有率扩大有助公司在竞争加剧中保持优势	16
3.1 预计 2017 年汽车销量增速 4%，汽车板需求稳定上升	16
3.2 钢企积极布局，高端汽车用钢竞争将加剧.....	19
3.3 市场占比提升提高公司议价权.....	21
4. 硅钢：拥有绝对话语权，有望充分受益 2017 年行业回暖 ..	23
4.1 冷轧硅钢产能首次出现下降，“十三五”期间高磁感产品将重点发展	24
4.2 十三五电力投资加大，拉动取向硅钢需求，供需格局有望改善	27
4.3 取向硅之王将充分受益取向硅钢行业筑底回暖.....	28
5. 钢铁业航母起航在即影响深远	30
5.1 “整而不合”的简单产能叠加，国内上一轮行业整合效果不佳	30
5.2 推动行业“强强联手，区域整合”和“重组去产能”	33
6. 投资建议及盈利预测	35

图表目录

图 1: 2008-2016Q1-3 宝武营业收入情况(亿元、%).....	10
图 2: 2008-2016Q1-3 宝武净利润情况(亿元、%)	10
图 3: 2008-2016Q1-3 宝武毛利率情况.....	10
图 4: 2016H1 上市公司吨钢毛利（剔除所有非钢材业务）元	11
图 5: 合并后资产负债水平依然健康.....	11
图 6: 2016H1 上市公司吨钢营收（剔除所有非钢材业务）元	12
图 7: 2016H1 上市公司吨钢成本（剔除所有非钢材业务）元	12
图 8: 宝钢 R&D 费用投入率总体成上升趋势.....	13
图 9: “精品+服务”的产品模式带来高溢价	13
图 10: 宝钢营销体系	14
图 11: 2015 年宝钢产品结构占比.....	15
图 12: 2015 年武钢产品结构占比.....	15
图 13: 宝钢钢铁主业一体化建设.....	16
图 14: 信息化支撑宝钢跨地域、多基地经营模式	16
图 15: 2008-2017E 汽车产销情况（万辆）	17
图 16: 汽车制造钢材品种占比	17
图 17: 2006-2016 汽车板耗钢量测算	18
图 18: 2007-至今 1.0mm*1250 冷板全国均价（元）	19
图 19: 2007-至今 1.0mm*1250 冷板吨钢毛利测算.....	19
图 20: 汽车用先进高强度钢家族.....	22
图 21: 宝钢汽车用先进高强度钢可供货情况	22
图 22: 宝钢汽车板 EVI 路线图	22
图 23: 2014 年我国汽车板市场占比	23
图 24: 近几年宝钢轿车冷轧用钢市场占有率约 50%.....	23
图 25: 硅钢下游应用	23
图 26: 2011-2016 我国电工钢产能阶段性增长	24
图 27: 2011-2016 无取向硅钢市场结构.....	26
图 28: 2011-2016 取向硅钢市场结构	26

图 29：2008-2020 配电变压器产量	27
图 30：2016-2020 充电桩建设（万个）	27
图 31：预计 2017 年取向硅钢的需求增速在 7%	28
图 32：取向硅钢价格有望筑底反弹	28
图 33：武钢高磁感取向硅钢应用于三峡工程 500KV/840000KVA 大型变压器	28
图 34：武钢高磁感无取向硅钢应用于三峡 700MW 水轮发电机组	28
图 35：上一轮整合潮中部分钢企近年净利润（亿）	32
图 36：近年来我国钢铁行业集中度持续下滑	33
图 37：2015 年重点钢企粗钢产量分布	33
图 38：宝钢化解过剩产能实施方案	34
表 1：宝武合并历程	7
表 2：宝武合并后财务数据	7
表 3：2015 年世界钢企（集团）粗钢产量排名	8
表 4：宝钢主要产品的产能、产量和销量情况（万吨）	8
表 5：武钢主要产品的产能、产量和销量情况（万吨）	9
表 6：宝钢产品国内市场份额	12
表 7：重组后硅钢、汽车钢市场份额占绝对优势	15
表 8：2016 汽车用钢需求测算（使用工业汽车协会累计数据）（万辆/万吨）	18
表 9：汽车板耗钢量测算	18
表 10：2014-2016 年国内投产的主要冷轧汽车板生产线	20
表 11：宝武合计汽车板产能	21
表 12：我国硅钢产能、产量、产能利用率情况（万吨、%）	25
表 13：取向硅钢、无取向硅钢产量细分（万吨）	25
表 14：2011-2016 冷轧硅钢供需表（万吨）	27
表 15：2014 冷轧硅钢生产线产能情况（万吨）	29
表 16：三大钢铁央企整合案例	30
表 17：地方国资钢铁企业整合案例	31
表 18：宝钢产能汇总（基于 2015 年产能）	34
表 19：可比公司估值表	35

表 20：合并前宝钢毛利拆分(百万)	36
表 21：合并前武钢毛利拆分(百万)	37
表 22：合并后毛利拆分表(百万)	37
表 23：盈利预测表（百万元、元）	38

1. 宝武合并，神钢终成

合并方案：宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行 A 股股票，吸并武钢股份。其中宝钢股份为合并方暨存续方，武钢股份为被合并方暨非存续方。

换股对价：本次吸并换股价以停牌前 20 个交易日均价的 90%换股价，即宝钢股份换股价为 4.60 元/股，武钢股份换股价为 2.58 元/股，由此确定的宝钢和武钢的换股比例为 0.56:1，即每 1 股武钢股份的股票可换取 0.56 股宝钢股份的股票。同时为充分保护双方异议股东的利益，宝钢和武钢均赋予异议股东现金选择权，现金对价等于换股价格，即宝钢股份现金对价 4.60 元/股，武钢股份现金对价 2.58 元/股。

表 1：宝武合并历程

公告日期	事件
2016/9/23	宝钢股份、武钢股份发布公告，合并方案出台
2016/10/29	合并方案获国资委批复
2016/10/29	合并方案获股东大会投票通过
2016/12/6	获得商务部反垄断局批复
2016/12/30	合并获得中国证监会核准
2017/1/24	宝武停牌启动换股
2017/2/14	武钢股份股票予以摘牌
2017/2/27	换股工作实施完毕，股本增加至 221.03 亿股，同日复牌

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 2：宝武合并后财务数据

项目	宝钢股份		武钢股份		合并后（备考）	
	2016H1	2015	2016H1	2015	2016H1	2015
总资产（亿元）	2662.65	2341.23	958.69	933.64	3620.85	3274.68
总负债（亿元）	1405.79	1119.77	683.89	658.62	2089.29	1778.2
归属于母公司股东权益合计（亿元）	1156.25	1128.03	271.69	271.92	1427.85	1399.94
资产负债率	0.528	0.4783	0.7134	0.7054	0.577	0.543
营业收入（亿元）	779.93	1637.9	288.5	583.38	1067.52	2219.61
营业利润（亿元）	51.12	18.5	-0.63	-78.82	50.41	-60.33
净利润（亿元）	36.21	7.14	-1.29	-74.57	34.84	-67.45
归属于母公司股东的净利润（亿元）	34.68	10.13	-1.3	-74.61	33.31	-64.5
毛利率	14.00%	8.87%	7.64%	-3.31%	12.29%	5.68%
基本每股收益（元/股）	0.21	0.06	-0.01	-0.74	0.15	-0.29
每股净资产（元/股）	7.02	6.85	2.69	2.69	6.46	6.33

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.1 世界第二大钢铁集团诞生

神钢终成傲视群雄。宝钢股份是国内最为现代化的特大型钢铁联合企业，也是国际领先的世界级钢铁联合企业，专业生产高技术含量、高附加值的精品钢材；武钢股份同样拥有世界先进水平的炼铁、炼钢、轧钢等完备的钢铁生产工艺流程。合并完成后，上市公司综合实力大为增强。在产能、产量、营收规模上均大幅上升，神钢终成傲视群雄。合并后在上市公司层面位居全球上市公司第三，集团层面，规模将超过河钢集团，成为仅次于安赛乐米塔尔的全球第二。

表 3：2015 年世界钢企（集团）粗钢产量排名

序号	公司名称	2015 年粗钢产量（万吨）
1	安赛乐米塔尔	9714
2	河钢集团	4775
3	新日铁住金	4637
4	浦项制铁	4198
5	宝钢集团	3494
6	沙钢集团	3421
7	鞍钢集团	3250
8	日本钢铁工程控股公司	2983
9	首钢集团	2855
10	塔塔钢铁集团	2631
11	武钢集团	2578
12	山东钢铁集团	2169
13	现代制铁株式会社	2048
14	纽柯钢铁公司	1962
15	马钢集团	1882
	宝武集团合计	6072

资料来源：Mysteel、申万宏源研究

合并后上市公司粗钢产能约 4940 万吨，2015 年粗钢产量超过 3800 万吨，集团层面粗钢产量将超过 6000 万吨，位居世界第二。目前，宝钢股份的生产主要集中于上海宝山、梅钢公司和湛江钢铁三大生产基地。其中，截至 2016 年 9 月，上海宝山具备年产 1,580 万吨粗钢、1,100 万吨热轧板卷、180 万吨厚板、110 万吨硅钢及 710 万吨冷轧产品的生产能力；梅钢公司具备年产 760 万吨粗钢、750 万吨热轧板卷、100 万吨酸洗板卷及 85 万吨冷轧产品的生产能力；湛江钢铁基地具备 900 万吨粗钢、550 万吨热轧板卷、200 万吨冷轧板卷的生产能力。武钢拥有粗钢产能 1700 万吨，钢材产能 2500 万吨，产能主要集中在武汉青山。合并后上市公司粗钢产能约 4940 万吨，2015 年粗钢产量超过 3800 万吨，集团层面粗钢产量将超过 6000 万吨，位居世界第二。

表 4：宝钢主要产品的产能、产量和销量情况(万吨)

类别	2014		2015		产能
	产量	销量	产量	销量	
生铁	2099		2217		3064

粗钢	2153		2264		3061
商品坯材合计	2187	2231	2266	2249	4370
热轧（酸洗）	649	668	735	730	2524
厚板	127	128	116	117	324
冷轧	1141	1170	1134	1133	1316
普冷板	432		433		
热镀锌	309		311		
电镀锌	76		72		
彩涂板	67		67		
镀锡板	90		87		
镀铬	18		18		
电工钢	150		147		
钢管	148	160	164	161	166
钢坯	72	56	68	59	—
高线	50	50	49	49	40

资料来源：公司公告、申万宏源研究、（统计中有部分设计产能、与实际产能有所差异）

表 5：武钢主要产品的产能、产量和销量情况(万吨)

类别	2014		2015		目前产能
	产量	销量	产量	销量	
生铁	—		1516		1800
粗钢	—		1540		1700
钢材	1557	1556	1434	1425	2500
热轧材					
型材	76	75	61	61	105
线材	63	62	52	52	72
棒材	13	11	2	5	80
轧板	35	35	34	35	100
CSP	132	134	117	117	250
热轧带钢	582	590	555	552	1130
小计	901	907	821	821	1737
冷轧材					
普通冷轧材	482	471	447	450	555
冷轧硅钢	174	178	165	154	208
小计	656	649	613	604	763

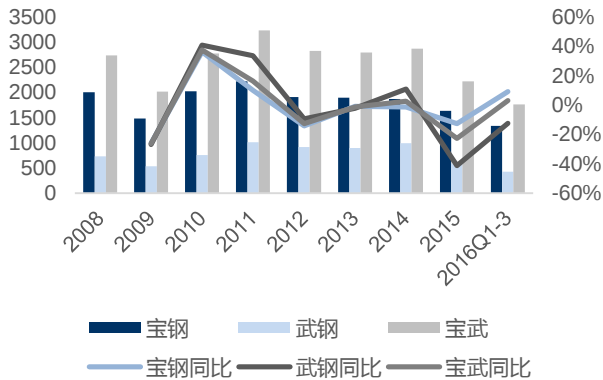
资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 合并后财务指标略有下滑，但仍属于行业领先水平

合并后营业收入规模大幅增加，净利润受武钢拖累。2015 年钢铁下游行业需求不振，钢价持续下行，行业总体亏损，许多钢企被迫停产，行业进入寒冬。宝钢股份 2015 年实现营业收入 1637.90 亿元，同比下降 12.61%，实现净利润 10.13 亿元，同比下降 82.51%，依然保持盈利。2016 年行业整体回暖，前三季度宝钢实现营业收入 1,334.35 亿元，同比下降 18.53%，但实现净利润 55.98 亿元，同比增加 452.64%，且全年预计实现净利润同比上升 770%，

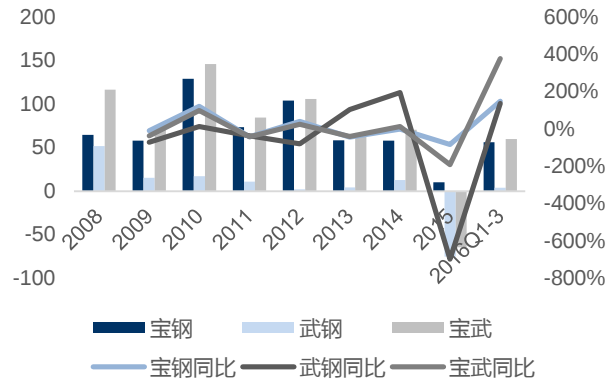
带领行业强势反弹，无愧钢铁之王的美名。武钢 2015 全年实现营业收入 583.38 亿元，同比下降 41.29%，全年亏损 75.15 亿元。2016 年，乘着行业回暖的东风，武钢实现了扭亏，前三季度实现净利润 3.70 亿元，预计全年实现净利润 4.06 亿左右。合并后宝钢股份的营业收入规模大幅增长，但由于武钢业绩较差，2015 年的备考净利润亏损较大。

图 1：2008-2016Q1-3 宝武营业收入情况(亿元、%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

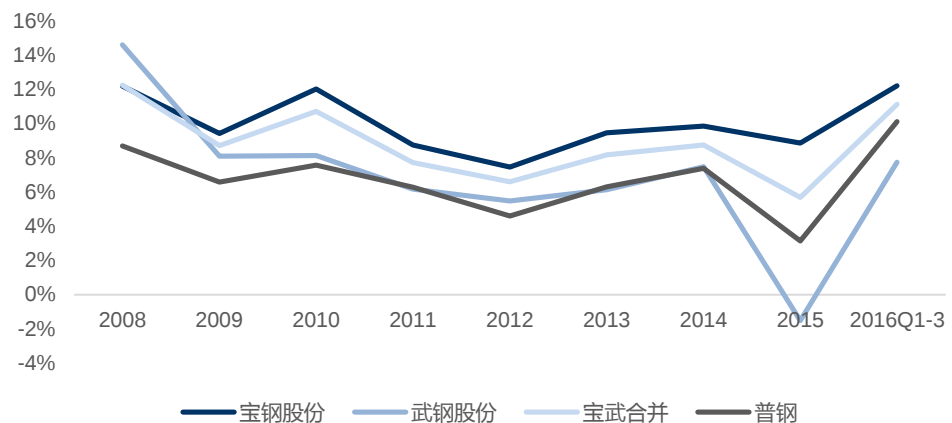
图 2：2008-2016Q1-3 宝武净利润情况(亿元、%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

合并后上市公司盈利能力略有下降，但依旧好于行业水平。毛利率方面，受 2015 年度以热轧为代表的钢材销售价格大幅下跌，下游行业需求持续低迷等因素影响，宝钢整体毛利率下滑至 8.87%，2016 年，得益于宝钢股份内部持续的成本削减、品种结构优化及市场开拓努力，成本端变革形成的内生驱动机制有效的提升了宝钢的竞争力，前三季度，宝钢的整体毛利率快速上升至 12.23%，明显优于同期普钢上市公司的平均水平。武钢方面，目前毛利率低于普钢上市公司的平均水平。合并后宝钢 2015 和 2016 年前三季度的毛利率分别下降至 5.68% 和 11.14%，虽被武钢有所拖累，但依然好于行业。

图 3：2008-2016Q1-3 宝武毛利率情况

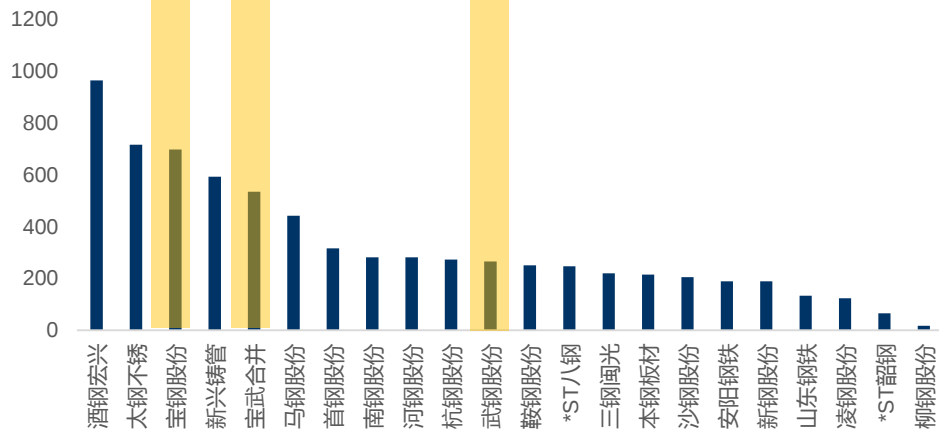


资料来源：Wind、申万宏源研究

“精品”路线支撑高吨钢毛利，合并后仍处上游。宝钢股份的吨钢毛利一直处于行业龙头地位，2016H1 宝钢吨钢毛利达到了约 698 元，处于行业前列（酒钢宏兴、太钢不锈钢和新

兴铸管均拥有相当比例的不锈钢产品，所以吨钢毛利较高），最主要的原因是宝钢走“精品”路线，产品附加值高。武钢处于中游水平。合并后，2016H1 上市公司吨钢毛利约在 535 元，依然处于行业上游。

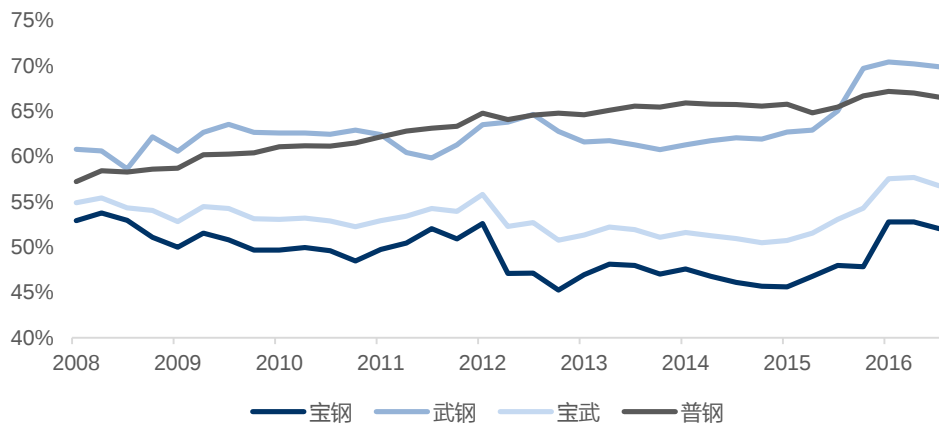
图 4：2016H1 上市公司吨钢毛利（剔除所有非钢材业务）元



资料来源：Wind、申万宏源研究

合并后资产负债水平依然健康。宝钢股份的资产负债率一直较为良好，长期保持在 50% 以下，2016 年三季度宝钢的资产负债率 52.03%。武钢股份的资产负债率相对较高，三季度资产负债率 69.91%，略高于行业平均水平。合并后，宝钢三季度的资产负债率将提升至 56.79%，依然处于健康水平。

图 5：合并后资产负债水平依然健康



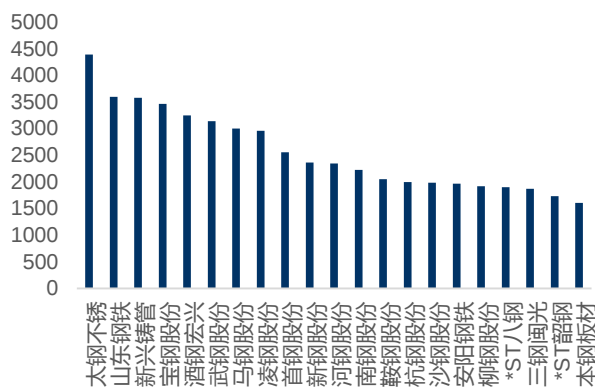
资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 宝钢核心竞争力叠加宝武协同效应，优势凸显

2.1 宝钢核心竞争力：差异化“精品+服务”模式造就宝钢产品高溢价

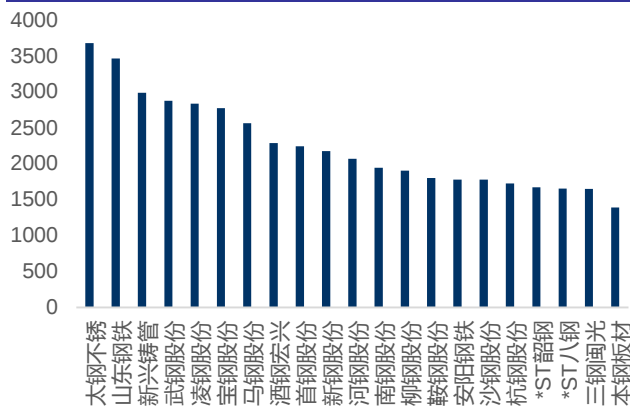
差异化发展路线造就宝钢产品高溢价。宝钢的吨钢营收位居第四，而吨钢成本位居第六，我们认为宝钢的高毛利主要来自其产品的绝对高售价，加之相对较低的成本。而公司之所以能获得领先行业的吨钢营收，与其一直以来坚定不移的坚持产品的差异化发展路线紧密联系。宝钢的差异化发展路线经历了从使其拥有先发优势的“独有+领先”的产品模式过渡到了拥有更高附加值的“精品+服务”的产品模式。

图 6：2016H1 上市公司吨钢营收（剔除所有非钢材业务）元



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 7：2016H1 上市公司吨钢成本（剔除所有非钢材业务）元



资料来源：Wind、申万宏源研究

2.1.1 “独有+领先”的产品模式使公司占据先发优势，成功抢占市场

“独有+领先”的产品模式使公司占据先发优势，成功抢占市场。公司从 1978 年成立之初，就定位于生产国内市场紧缺、其它钢厂难以生产的独有领先产品，并推动以市场为导向的产品升级。目前公司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，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，在汽车板、电工钢、镀锡板、能源及管线用钢、高等级船舶及海工用钢、其它高端薄板产品等六大战略产品领域处于国内市场领导地位。通过“独有+领先”产品模式的实施，宝钢占据先发优势，树立了高标准、高品质的品牌形象，成功抢占市场。

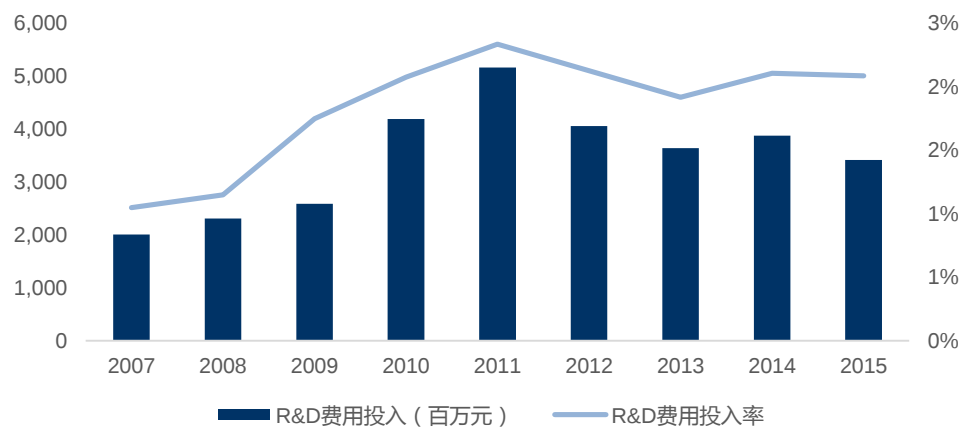
表 6：宝钢产品国内市场份额

	2011	2012	2013	2014	2015
冷轧汽车板	50%	50%	50%	50%	50%
镀锡板	26%	27%	22%	21%	24%
无取向电工钢	19%	19%	14%	17%	14%
非标石油管	24%	26%	28%	28%	30%

资料来源：公司资料、申万宏源研究

技术投入逐年上升，公司整体技术处于世界钢铁行业领先者地位。过去 10 年宝钢 R&D 费用投入率总体成上升趋势，充分表明了公司在装备和产品技术水平的高要求。从生产工艺和技术研发来看，目前公司整体技术处于世界钢铁行业领先者地位，已经跨越工业 3.0 阶段。公司积极探索推进智慧制造，通过互联网、云计算、大数据等新技术与全供应链的深度融合，实现决策分析从数据仓库向大数据中心迁移、供应链从局部协同向全局优化转变、装备从自动化向智能化过渡。

图 8：宝钢 R&D 费用投入率总体成上升趋势

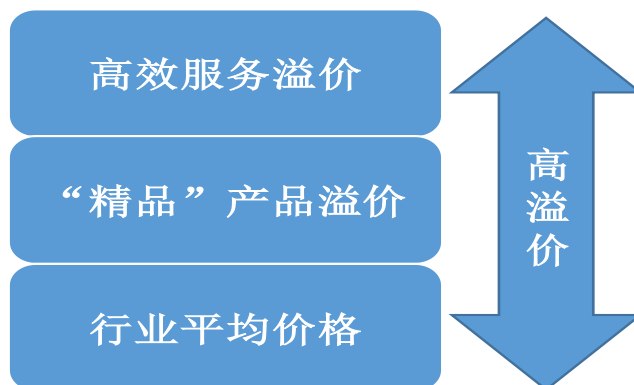


资料来源：公司资料、申万宏源研究

2.1.2 营销网络覆盖全国支撑“精品+服务”产品模式，造就产品高附加值

“精品+服务”的产品模式使公司产品附加值更高。随着国内钢铁产业的不断发展，宝钢原先的“独有+领先”产品也逐渐进入同质化竞争的产品行列之中。为了继续能够保持差异化竞争，宝钢一方面继续坚持生产高质量的“精品”，另一方面，从服务入手，提升产品附加值。目前，宝钢的服务贯穿产品销售的各个环节，从一开始上门对用户进行产品使用技术的指导、引导和帮助用户合理选材、提供产品咨询，进而发展到介入用户的开发、生产和经营的全过程，形成了一套超越市场的高效服务体系，帮助宝钢提升市场份额和产品的附加值。

图 9：“精品+服务”的产品模式带来高溢价



资料来源：申万宏源研究

公司依托宝钢国际，营销网络覆盖全国，基本完成了对重要用户的贴身服务和快速响应，极为有效地支撑了战略用户的多基地战略布局。宝钢国际是宝钢营销体系的重要组成部分，宝钢国际已基本建成覆盖碳钢、不锈钢、特钢三大类宝钢钢铁产品的营销服务网络，拥有完善的钢材贸易和加工配送服务体系。公司在全国 44 个大中城市共设立营销网点 101 家，拥有 6 家地区公司、6 家专营公司、6 家商务服务公司、3 家贸易公司、58 家钢材服务中心，基本完成了对重要用户的贴身服务和快速响应，极为有效地支撑了战略用户的多基地战略布局。2013 年公司实现销售钢材 2412 万吨，销售收入 1328 亿元。累计批复加工能力 760 万吨，累计批复激光拼焊能力 2670 万片、热冲压 120 万冲次、液压 88 万冲次、车轮 1050 万只，其中，剪切加工、激光拼焊及落料产能居全国第一，并向高新技术零部件加工等新工艺领域拓展。

图 10：宝钢营销体系

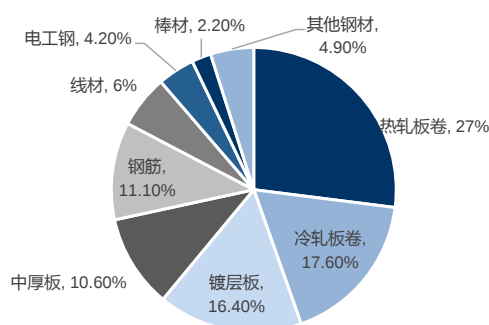


资料来源：公司网站、申万宏源研究

2.2 协同效应：武钢借力补强，企业布局优化，上下游议价能力增强

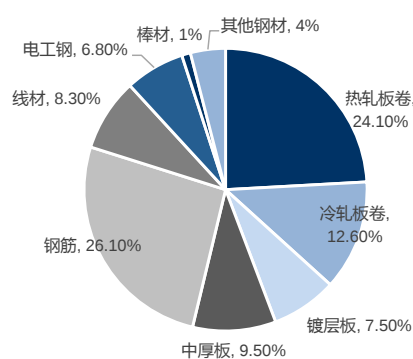
核心产品市场占有率将提升，盈利能力将增强。宝钢和武钢在产品结构方面较为相似，板材的占比最大，在汽车板，无取向硅钢等领域同质化竞争较为严重，而在合并之后将在冷轧汽车板和取向硅钢方面占国内绝对优势。根据统计，宝钢武钢合并后在取向硅钢的市场占比将达到 80%，在高端汽车板的市场占比达到 70%，这将在一定程度上加强宝武在市场上的议价权，增强企业的盈利能力。

图 11：2015 年宝钢产品结构占比



资料来源：Mysteel、申万宏源研究

图 12：2015 年武钢产品结构占比



资料来源：Mysteel、申万宏源研究

表 7：重组后硅钢、汽车钢市场份额占绝对优势

市场份额	宝钢	武钢	合计
取向硅钢	32%	48%	80%
高端汽车板	50%	20%	70%
家电板	50%	20%	70%
重轨	—	35%	35%

资料来源：申万宏源研究

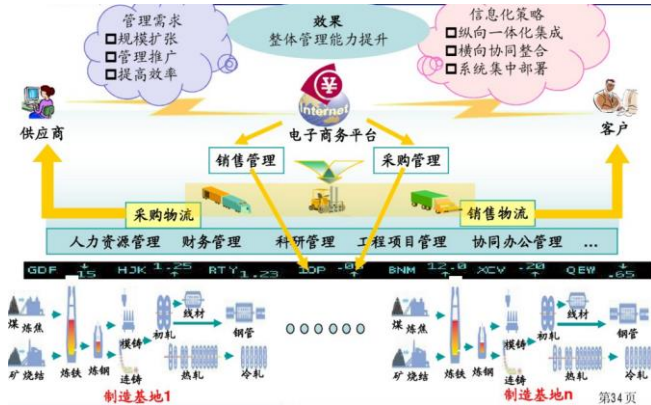
信息系统有望融合，提升武钢信息程度。宝钢作为国内最现代化的大型钢铁联合企业，其信息化程度一致处于国内制造业领先水平，2013 年公司整合了整体产销管理系统(9627)、钢管制造等四个大型系统，精简了公司信息系统化构架，并对制造质量设计等核心业务流程进行了优化，提升了管理精细度和管理效率，从而进一步加强了宝钢信息化的领先地位，提升产品质量、生产效率和成本竞争力。纵观历史，由于宝钢集团严格推行“集中一贯式”的信息管理方针，以及有着成功的将自己标准化、产品化的软件和信息化系统推广到梅钢、八钢等新进单元的经验，我们认为宝武合并后，武钢的信息化系统将面临全方位的升级改造，从而实现宝钢股份多基地协同模式和全流程盈利分析的管理要求，提升武钢信息程度，提高武钢产品质量、生产效率和成本竞争力，并与宝钢实现生产、销售、研发等方面协同。

图 13：宝钢钢铁主业一体化建设



资料来源：公司资料、申万宏源研究

图 14：信息化支撑宝钢跨地域、多基地经营模式



资料来源：公司资料、申万宏源研究

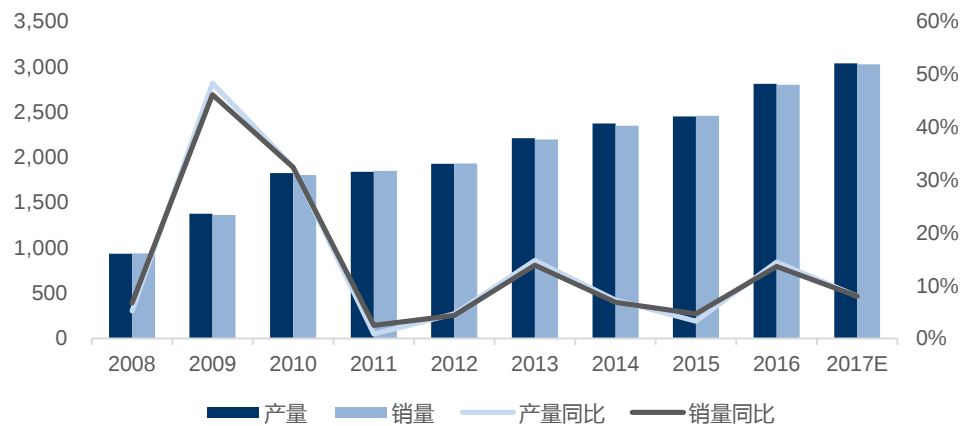
优化资源配置，研发、采购、销售协同效应显著。合并后上市公司可以通过在生产基地的布局优化、研发、原料、运输物流、营销等方面采取集约化调配，实现降本增效。1) 在研发方面：宝武均实力雄厚，合并后两者共享研发资源和平台，研发效率将进一步提升；2) 采购方面：上游议价能力将增强，有助于企业减少原料成本。根据 Mysteel 数据，宝钢股份 2015 年铁矿石采购量为 3688 万吨，武钢为 2952 万吨，而澳大利亚工业部数据显示 2015 年全球铁矿石的贸易量为 13.81 亿 4 吨，宝武合并后铁矿石的采购量占全球贸易量的 4.8%。宝武的合并将有助于企业上游原材料议价能力的提高。同时在物流上受益采购规模的扩大、物流配送及仓储管理优化，采购综合成本将进一步降低。3) 销售方面：前文我们提到，宝钢依托宝钢国际，营销网络覆盖全国，基本完成了对重要用户的贴身服务和快速响应，极为有效地支撑了战略用户的多基地战略布局。整合后的主体将有机整合两者营销体系，并有望通过宝钢快速发展的电商平台，构建强大的钢铁服务生态圈。

3. 汽车板：市场占有率扩大有助公司在竞争加剧中保持优势

3.1 预计 2017 年汽车销量增速 4%，汽车板需求稳定上升

受益于小排量汽车购置税减半等因素利好，2016 年汽车销售同比增加 14.46%。全年实现产量 2,811.88 万辆，同比增加 14.46%，实现销量 2,802.82 万辆，同比增加 13.65%。乘用车方面除了在二月份传统销售淡季有所回落以外整体稳步向前，全年实现产量 2442.07 万辆，同比增加 15.5%，实现销量 2437.69 万辆，同比增长 15.28%；商用车方面，随着今年重卡行业的复苏以及 9 月治理超载新规的落地实施，商用车整体复苏，全年实现产量 3698.05 万辆，同比上升 8.01%，实现销量 3651.27 万辆，同比上升 5.8%。2017 年购置税为 7.5%，虽优惠幅度不及 2016 年，但仍将有利于汽车销量，我们汽车组预计 2017 年汽车产销的增长率在 4% 左右。

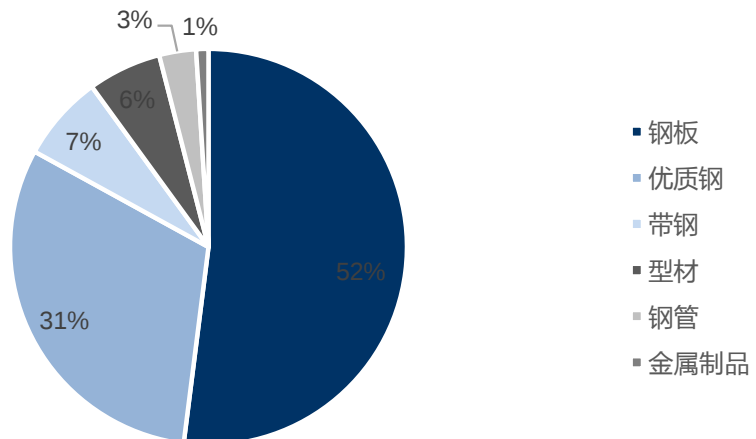
图 15：2008-2017E 汽车产销情况（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、申万宏源研究

根据统计，生产一辆汽车的原料中，钢材占比约 70%，汽车板占钢材 52%。应用于汽车制造的钢材主要有型钢、中板、薄板、钢带、优质钢材、钢管等，其中以薄板和优质钢材为主。其中钢板约占 52%，优质钢(齿轮钢、轴承钢及弹簧钢等)占 31%，带钢占 6.5%，型钢占 6%，钢管占 1%，金属制品及其它占 5%。而在钢板中，热轧中板主要用于载重汽车车架纵梁、横梁、车厢横梁、车轮轮毂、轿车的滚形车轮轮辋，轮幅等。冷轧薄板主要应用于车身，要求钢板成形性能良好，表面质量好，厚度公差小。轿车车身用钢为电镀锌板、热镀锌板。

图 16：汽车制造钢材品种占比



资料来源：公司官网、申万宏源研究

预计 2017 年汽车板耗钢量 3246 万吨，同比上升 6.65%，汽车板需求稳步向上。根据卓创资讯数据，生产一辆轿车需要耗费的钢材总量为 1.16t，SUV 和 MPV 乘用车的钢材单耗为 1.55t，交叉型乘用车的平均单车耗钢量为 0.88t，货车的平均单车耗钢量为 3.42t，客车钢材单耗为 4.49t。由此预计 2016 年汽车用钢量约 4565.64 万吨，同比增加 19.10%，如果

考虑到汽车零部件加工中损耗等因素,假设2016年汽车生产废钢产生率为22%(随着生产技术的进步,汽车生产中的废钢率逐步减少),那么2016年汽车中耗钢量为5852.56万吨,假设汽车板耗钢占总耗钢的52%,那么2016年汽车板耗钢3043万吨,同比上升14.29%。我们观察到2012-2015年虽然汽车总销量在提高,但汽车的总耗钢量却止步不前,2016年凭借着汽车行业的快速回暖,汽车耗钢量也快速向上。我们假设2017年汽车用钢量与汽车产量增速同为4%,生产废钢率下降至21%,那么2017年汽车板耗钢量3125万吨,同比上升2.70%,汽车板需求稳步向上。

表 8: 2016 汽车用钢需求测算 (使用工业汽车协会累计数据) (万辆/万吨)

	2013 汽车产量	2014 汽车产量	2015 汽车产量	2016 汽车产量	汽车用钢量	2016 汽车用钢量
汽车	2211.73	2372.29	2450.33	2811.88		4565.64
乘用车	1808.52	1991.98	2107.94	2442.07		3276.25
轿车	1210.08	1248.11	1163.09	1211.13	1.16	1404.91
MPV	132.19	197.27	212.53	249.06	1.55	386.04
SUV	302.58	416.65	624.36	915.29	1.55	1418.70
交叉型	163.68	129.95	107.96	66.59	1.00	66.59
商用车	403.20	380.31	342.39	369.81		1289.40
重型货车	76.06	74.75	53.61	74.14	9.25	685.76
中型货车	28.55	24.79	20.40	23.14	4.10	94.89
轻型货车	189.50	166.16	155.37	155.02	1.80	279.03
微型货车	52.75	53.89	53.92	62.82	0.88	55.28
大型客车	8.18	8.35	8.57	9.02	9.00	81.19
中型客车	9.13	7.88	7.82	9.90	4.00	39.58
轻型客车	39.04	44.49	42.70	35.77	1.50	53.66

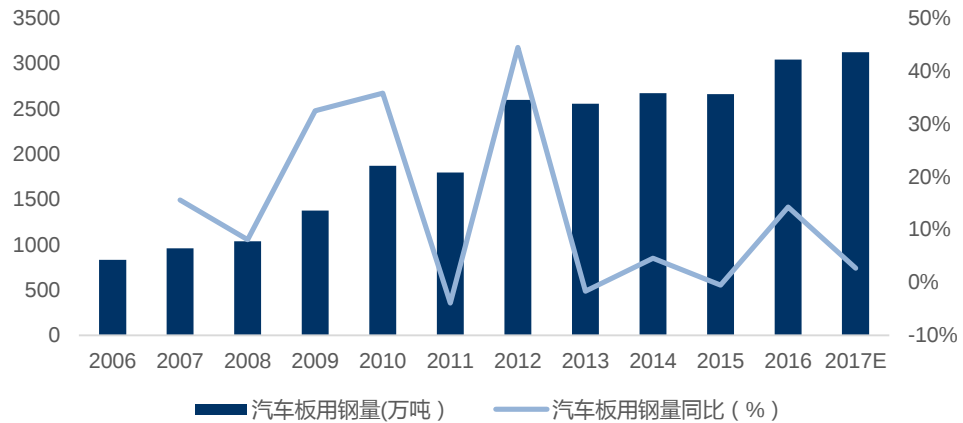
资料来源:卓创资讯、Wind、申万宏源研究

表 9: 汽车板耗钢量测算 (万吨)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
用钢量	958	1191	1276	1781	2492	2497	3638	3618	3842	3833	4566	4748
用钢量同比 (%)		24.3%	7.1%	39.6%	39.9%	0.2%	45.7%	-0.5%	6.2%	-0.2%	19.1%	4%
废钢率 (%)	40%	36%	36%	33%	31%	28%	27%	26%	25%	25%	22%	21%
耗钢量	1600	1850	2000	2650	3600	3460	5000	4919	5145	5121	5853	6010
耗钢量同比 (%)		15.63%	8.11%	32.50%	35.85%	-3.89%	44.51%	-1.63%	4.61%	-0.48%	14.29%	2.70%
汽车板占比							52%					
汽车板耗钢量	832	962	1040	1378	1872	1799	2600	2558	2676	2663	3043	3125

资料来源:申万宏源研究

图 17: 2006-2016 汽车板耗钢量测算



资料来源：申万宏源研究

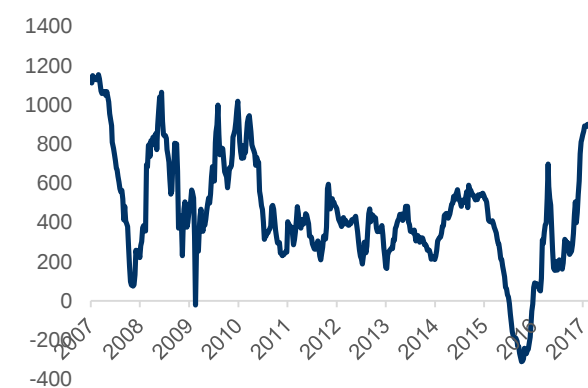
预计 2017 年冷板产品将继续保持高利润。正是基于汽车行业整体偏好的局面，2016 国内板材类,特别是冷板产品价格始终占据优势，需求对 market 价格的刺激作用明显，相较于长材类不论是价格还是利润都在市场上占有明显的优势。目前冷轧吨钢毛利已接近 2008 年的十年高点，我们预计 2017 年冷板产品将继续保持高利润。

图 18: 2007-至今 1.0mm*1250 冷板全国均价（元）



资料来源：中联钢、申万宏源研究

图 19: 2007-至今 1.0mm*1250 冷板吨钢毛利测算（元）



资料来源：中联钢、申万宏源研究

3.2 钢企积极布局，高端汽车用钢竞争将加剧

高强度汽车用钢是实现汽车轻量化最有效实现途径，国内发展前景广阔。当前减少油耗及对环境的污染的迫切要求使汽车轻量化成为趋势，这对于汽车用材提出了更高的要求。目前汽车用材研发主要有两个研发方向。1) 车身材料的混合设计：使用铝合金、镁合金、塑料和复合材料等低密度材料替代部分钢铁材料；2) 使用高强度材料（高强度钢）降低钢板厚度规格：近年汽车用钢向高强度发展成为一种趋势，根据数据，当钢板厚度分别减小 0.05、0.01 和 0.15mm 时，车身减重分别为 6%、12%和 18%，另一方面，采用高强度钢板也提高了汽车车体的抗凹陷性、耐久强度和大变形冲击强度安全性，可见增加汽车用钢的强度对于在确保汽车强度的前提下减轻汽车重量十分有效。正是由于高强度钢的优异性能使

其与其它材料相比成为实现汽车轻量化效率最高的方式。对比国外发达国家，轿车主流车型中使用高强度钢的比例超过 60%，而按照我国的目标，到 2015 年末，我国汽车用高强钢平均比例要达到 30%，但实际上远未达到这一水平，也证明我国高强度汽车用钢发展前景广阔。

国内大型钢厂具备生产各类系列化的汽车板的能力，高强度汽车板生产能力仍待加强。根据 Mysteel 数据，目前国内各大钢铁企业的冷轧普通强度（YS140MPa）级别内的不同冲压级的系列产品（DC01-DC07）约占各家冷轧汽车板产量的 70%-80%；传统高强度汽车板（BH 钢、IF 钢、HSLA 钢等）约占 20%-30%；先进高强度钢 AHSS 汽车板（DP 钢、吨 RIP 钢、Q-P 钢等）占 1%-3%左右。目前国内主要的汽车用钢生产企业已能够生产符合国内外先进标准的汽车用钢，满足国内大多数车型的用钢需求，主要供轿车使用的冷轧汽车板已从以前的基本依赖进口转向主要靠国内钢厂供货。但同时，国内汽车用钢还是与国外汽车用钢存在着差距，特别是在高强度钢上面。

由于汽车钢产品的附加值较高，近两年钢企积极布局。汽车轻量化和高强度汽车用钢大趋势下，冷轧产品更多的应用于汽车制造，这也要求了钢企汽车用钢的生产向冷轧产品倾斜，重点研发板材的高强度和深加工能力。近年汽车钢项目炙手可热，特别是宝钢、武钢、包钢等瞄准这一市场展开相关项目，2016 年宝钢湛江港精品项目逐步投产，武钢防城港于 2016 年内上半年投产。根据不完全统计，仅 2016 年就有 9 个项目投产，涉及新增产能 1450 万吨，相对 2015 年冷轧整个产线 1.23 亿吨的总产能，增产比例超过 11%，新增产能主要集中在冷轧、镀锌等高档产品上，预示着这一领域的竞争将会更加激烈。

表 10：2014-2016 年国内投产的主要冷轧汽车板生产线

企业名称	项目名称	首产时间	产品	轧机	产能（万吨）	市场定位
华菱	安米合资项目	2014 年 6 月	冷轧、镀锌汽车板	2200mm	150	高端汽车板
唐钢	开平工业园	2015 年 2 月	冷轧、镀锌	1750mm	150	家电板、汽车板
宝钢	宝日 4 号镀锌	2015 年 9 月	镀锌	1880 冷轧 4 号镀锌	42	高档热镀锌板和高强钢
鞍钢	重庆汽车钢项目	2015 年 9 月	镀锌	1650mm	45	高强度汽车用板、热成型镀锌
浦项	广东热镀锌二期	2015 年	镀锌	高级镀锌、镀锌合金	23	汽车板
宝钢	湛江项目	2016 年 2 月	冷轧产线	2030mm	260	高档汽车用钢
武钢	防城港项目	2016 年 3 月	冷轧板、镀锌板	2030mm	220	高档汽车板、家电板
重钢	POSCO 冷轧、镀锌板材项目	2016 年 4 月设立合资公司	冷轧板、镀锌板			汽车钢
鞍钢	神户合作	2016 年 4 月	冷轧	1680mm	60	汽车板
鞍钢	广州汽车钢项目	2016 年 4 月	高强镀锌汽车钢板	1880mm	45	汽车用钢
攀钢	西昌钢钒冷轧厂	2016 年 5 月	冷轧、热镀锌	2030mm	170	汽车板、家电板
敬业集	薄带铸轧高品钢项目	2016 年 8 月开工	热轧薄带钢			汽车用钢等

团

马钢	合肥热镀锌项目	2016 年 8 月	镀锌	热镀锌-镀铝硅	32	高档家电、汽车用钢板
本钢	三冷轧	2016 年 10 月	镀锌汽车钢	2150mm	220	冷轧、镀锌、高强钢
包钢	新体系汽车板项目	2016 年 12 月	冷轧产线	2030mm	220	汽车板、家电板
包钢	稀土板材项目	2016 年 12 月	冷轧产线		353	高端汽车钢
安钢	高端冷轧钢项目	2017 年	镀锌汽车钢	1550mm	120	家电、汽车结构、建筑
山钢	日照精品钢项目	2017 年 8 月	冷轧、热轧	2030mm	230	汽车用钢
合计					2340	

资料来源：卓创资讯、Mysteel、申万宏源研究

3.3 市场占比提升提高公司议价权

宝钢股份一直以来将汽车板作为企业的战略产品，逐步成为我国生产规模最大、档次最高的汽车板生产基地。宝钢目前在直属厂部拥有 2030mm、1550mm 和 1800mm 三条冷轧生产线生产汽车板，在湛江钢铁于 2016 年新增一条 2030mm 生产线，合计产能约 855 万吨，在 2017 年将新增一条 1550mm 生产线，届时可用于生产汽车板的产能将增加至约 1110 万吨。其中 2003 年，宝钢与新日本制铁株式会社、阿赛洛签 1800mm 冷轧合资合同。2004 年，宝钢新日铁汽车板有限公司成立，其中宝钢占 50% 股份，合资期限为 20 年。宝日汽车板公司位于直属厂部，设计生产规模年产量约 170 万吨（2015 年实际产能 240 万吨），其中冷轧钢板 90 万吨，热镀锌钢板 80 万吨。宝日汽车板集成了新日铁和阿赛洛在管理、技术、资源、成本等方面的综合优势，体现出当代世界钢铁制造业的一流水准。

武钢目前是国内仅次于宝钢的汽车板生产厂商。截至 2015 年，武钢的汽车板主要在一冷轧 1700mm 机组、二冷轧 2230mm 机组、三冷轧 1550mm 机组生产，包括 3 条连续退火生产线和 5 条热镀锌生产线，设计产能 555 万吨，而 2015 年武钢汽车板的实际生产能力已经超过 300 万吨，其中热轧汽车板 60 万吨，冷轧汽车板 240 万吨。2016 年 3 月武钢防城港 2030 冷轧项目投入生产，设计产能约 220 万吨，产品定位于高档汽车板、家电板。那么武钢的可用于汽车板生产的产能将达到 775 万吨。

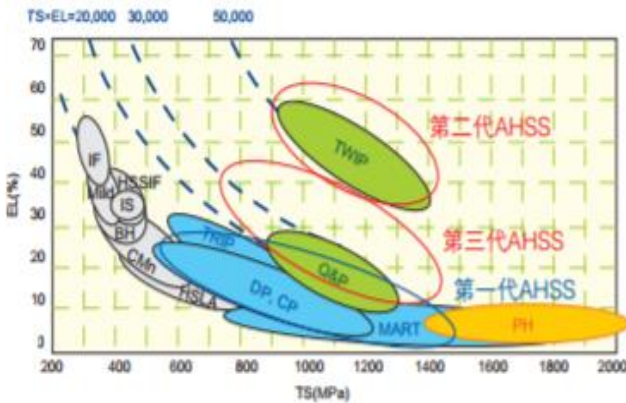
表 11：宝武合计汽车板产能

公司名称	产线	产能(万吨)	市场定位
宝钢	一冷轧(2030 冷轧厂)	255	优良冷轧板、镀锌板
	三冷轧(1550 冷轧厂)	140	高质量汽车板
	新日铁、阿赛洛合资的 1800 冷轧	240	高附加值汽车板、家电板等
	宝钢湛江项目	220	高附加值汽车板、家电板等
武钢	一冷轧		优质冷轧薄板
	二冷轧	555	高档轿车用板和家电用板
	三冷轧		高档汽车和家电用钢
	防城港项目	220	冷轧板、镀锌板
合计		1630	

资料来源：申万宏源研究（部分产能统计为设计产能，与实际产能有所差异）

大力发展各类高强度汽车钢板符合汽车轻量化大潮。宝钢一直致力于高端汽车板的研发和生产，近年结合车身轻量化和绿色环保的要求，大力发展各类高强度汽车钢板，特别是以相变强化为主的先进高强度钢板。先进高强度钢主要应用于汽车白车身的结构件、安全件。目前宝钢可供货的先进高强度钢中，普冷最高强度达 1700MPa，热镀锌最高强度达 1180MPa，电镀锌最高强度达 980MPa。

图 20：汽车用先进高强度钢家族



资料来源：公司资料、申万宏源研究

图 21：宝钢汽车用先进高强度钢可供货情况

DP	DP450	●	●	●	●
	DP500	●	●	●	●
	DP590()	●	●	●	●
	DP590()	●	●	●	●
	DP780	●	●	●	●
TRIP	DP980()	●	●	●	●
	DP980()	●	●	●	●
	DP1180	●	○	●	●
	TRIP590	●	●	●	●
	TRIP690	●	●	●	●
Mart	TRIP780	●	●	●	●
	MS980	●	●	●	●
	MS1180	●	●	●	●
	MS1300	●	●	●	●
	MS1400	●	●	●	●
Q&P	MS1500	●	●	●	●
	MS1700	●	●	●	●
	QP980	●	●	●	●
	QP1180	●	●	●	●
	CP600	●	●	●	●
CP	CP750	●	●	●	●
	CP780	●	●	●	●
	CP980	●	●	●	●
	CP1180	●	●	●	●
	PH1200	●	●	●	●
PH	PH1500	●	●	●	●
	PH1800	●	●	●	●
	PH1800	●	●	●	●
	PH1800	●	●	●	●
	PH1800	●	●	●	●
TWIP	TWIP950	●	●	●	●
	TWIP950	●	●	●	●
	TWIP950	●	●	●	●
	TWIP950	●	●	●	●
	TWIP950	●	●	●	●

资料来源：公司资料、申万宏源研究

EVI (Early Vendor Involvement 供应商的早期介入) 合作模式使公司全方位介入客户生产环节，有助于提升市场份额。供应商早期介入的目的，在于参与到汽车厂的产品设计、模具开发、现场工艺等各环节中去，与客户一起对过程中的影响因素进行系统分析，从而提前形成最有效的控制措施，确保用户质量的稳定，成本降低，并提升供应商的份额。宝钢为汽车厂提供从设计到量产全过程的技术支持，并在长期与汽车用户的 EVI 合作中，形成了白车身 EVI、零部件 EVI 和磨具支持 EVI 三种主要支持模式。

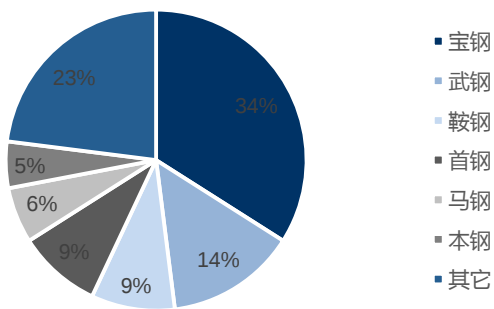
图 22：宝钢汽车板 EVI 路线图



资料来源：公司官网、申万宏源研究

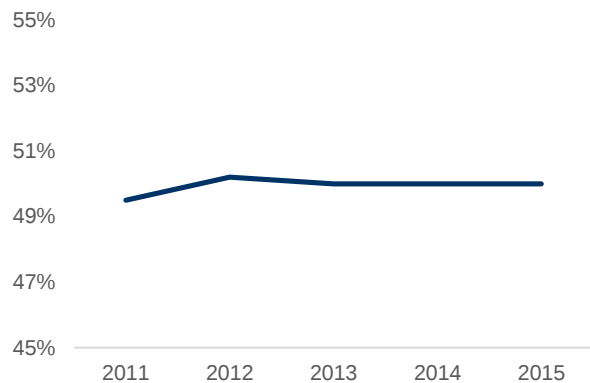
合并后宝武汽车板总量占比达到 48%，高端冷轧汽车板占比有望超过 70%。从汽车板的总量来看，宝钢稳居第一，2014 年市场占比 34%，特别是高档的冷轧汽车板市场占比长期超过 50%。目前宝钢汽车板大量应用于一汽大众奥迪 A6、上海大众帕萨特、上海通用别克等国内高档轿车，并且批量出口 Fiat、欧洲 Ford 等国际著名汽车企业，跻身国际汽车制造供应商行列。而武钢方面汽车板总量市场占比后来居上，在 2014 年超越鞍钢，市场占比达到了 14%。合并后宝武在汽车板的总量占比上达到 48%，高端的冷轧汽车板占比有望超过 70%，市场议价权进一步上升。

图 23：2014 年我国汽车板市场占比



资料来源：Mysteel、申万宏源研究

图 24：近几年宝钢轿车冷轧用钢市场占有率约 50%

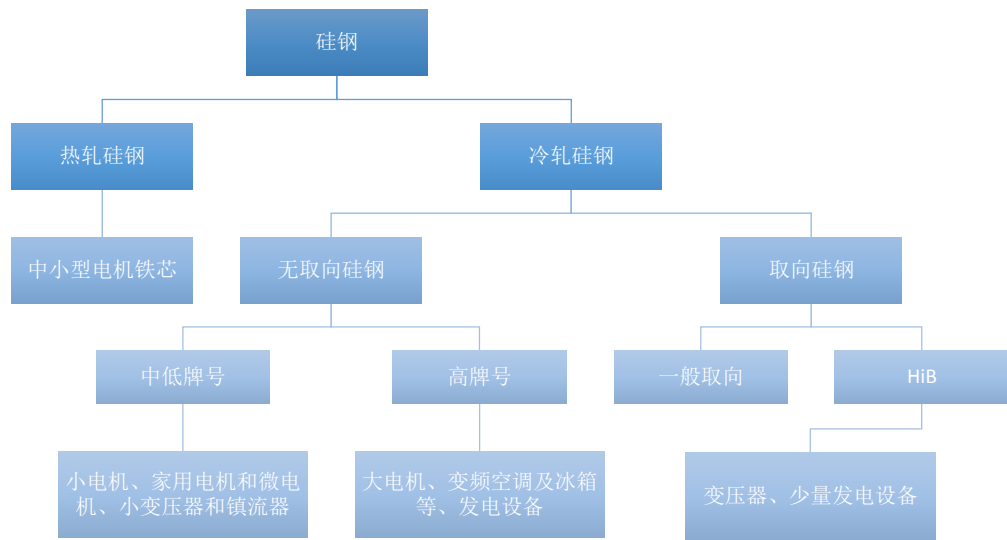


资料来源：公司资料、申万宏源研究

4. 硅钢：拥有绝对话语权，有望充分受益 2017 年行业回暖

高磁感取向硅钢，“钢铁皇冠上的明珠”。硅钢分为冷轧硅钢和热轧硅钢，冷轧硅钢又分为取向硅钢和无取向硅钢。取向硅钢主要用于各种类型的变压器、电抗器、互感器以及大型发电机铁芯制造。根据铁磁性能的不同，取向硅钢又分为 HiB 钢和一般取向硅钢，高磁感取向硅钢对于成分精度、有害元素和杂质含量有要求，具有工艺路线长、制造技术和设备复杂、过程控制严格等特点，被誉为“钢铁皇冠上的明珠”。无取向硅钢主要用于各类型旋转电动机、电子变压器铁芯的制造。

图 25：硅钢下游应用



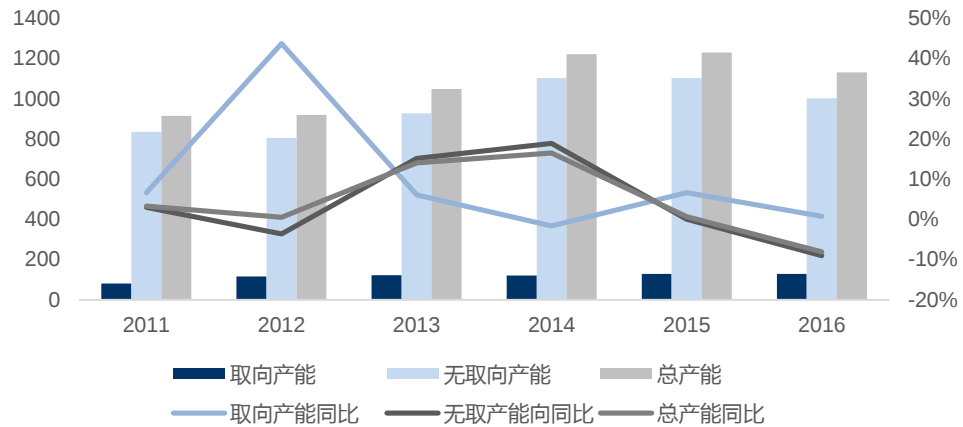
资料来源：申万宏源研究

4.1 冷轧硅钢产能首次出现下降，“十三五”期间高磁感产品将重点发展

“十二五”我国冷轧硅钢产能阶段性增长，2016 年产能总体下降。取向硅钢方面，2012 年产能达到 115 万吨，同比增幅达到了 43.75%，这一时间段，国内取向硅钢需求缺口大，国有企业的取向硅钢项目陆续扩建，例如武钢的四硅钢项目、宝钢取向钢二期项目、首钢二冷轧取向钢项目等，另外一些民营企业如福建新万鑫、无锡华精、广东盈泉等也新建或扩建同类产线，从而改变了取向硅钢的供给能力。2013 年-2015 年产能增速放缓，三年增加仅增加了 6 万吨产能。主要是因为下游变压器等产品能效升级，需求减弱，另一方面硅钢价格的快速上涨使得非晶带变压器的性价比上升，冲击硅钢产品市场，需求减弱使得产能增速放缓。同期虽然高磁感取向电工钢资源紧张，但由于技术门槛高，工艺复杂，制约了相应产能的增加。2016 年取向硅钢产能总体保持稳定。

无取向硅钢方面，由于市场需求减弱和原材料价格上涨原因，一些民营企业将无取向电工钢连续脱碳退火生产线改回热镀锌连续脱碳退火生产线，导致 2012 年产能负增长，此后几年一些新建和扩产项目相继投产，产能增长较快。2016 年无取向硅钢的产能出现较大下降。总体看 2016 年冷轧硅钢总产能 1131 万吨，取向硅钢和非取向硅钢分别为 129 和 1002 万吨。

图 26：2011-2016 我国电工钢产能阶段性增长(万吨)



资料来源：中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

表 12：我国硅钢产能、产量、产能利用率情况（万吨、%）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
产能	取向	80	115	122	120	128	129
	同比	6.67%	43.75%	6.09%	-1.64%	6.66%	0.79%
	无取向	835	805	927	1102	1102	1002
	同比	2.96%	-3.61%	15.18%	18.87%	0.00%	-9.07%
	总体	915	920	1049	1222	1230	1131
	同比	3.27%	0.53%	14.04%	16.48%	0.65%	-8.05%
产量	取向	62	76	95	108	122	112
	同比		22.60%	24.62%	14.56%	12.66%	-7.92%
	无取向	560	566	704	702	714	752
	同比		1.06%	24.36%	-0.35%	1.82%	5.32%
	总体	622	642	799	810	836	865
	同比		3.20%	24.40%	1.41%	3.27%	3.39%
产能利用率	取向	77.39%	66%	77.53%	90.30%	95.38%	87.14%
	无取向	67.09%	70.34%	75.95%	63.67%	64.83%	75.09%
	总体	67.99%	69.80%	76.13%	66.29%	68.01%	76.46%

资料来源：中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

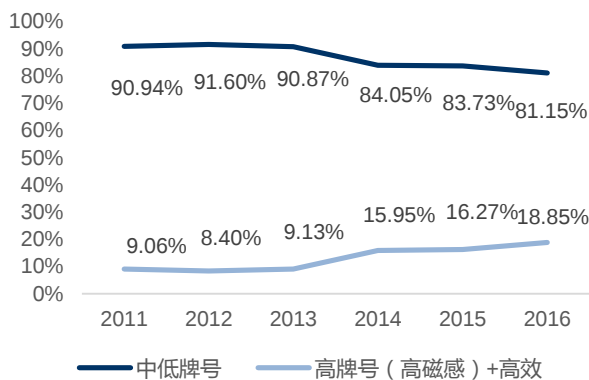
表 13：取向硅钢、无取向硅钢产量细分（万吨）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
取向	HiB	28.80	40.53	58.54	72.64	82.65	77.45
	同比		40.73%	44.44%	24.09%	13.77%	-6.29%
	CGO	33.11	35.37	36.05	35.72	39.43	34.96
	同比		6.83%	1.92%	-0.92%	10.41%	-11.34%
无取向	中低牌号	509.45	518.59	639.81	589.71	598.17	610.56
	同比		1.79%	23.37%	-7.83%	1.43%	2.07%
	高牌号（高磁感）+高效	50.76	47.56	64.28	111.91	116.23	141.83
	同比		-6.30%	35.17%	74.09%	3.86%	22.02%

资料来源：中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

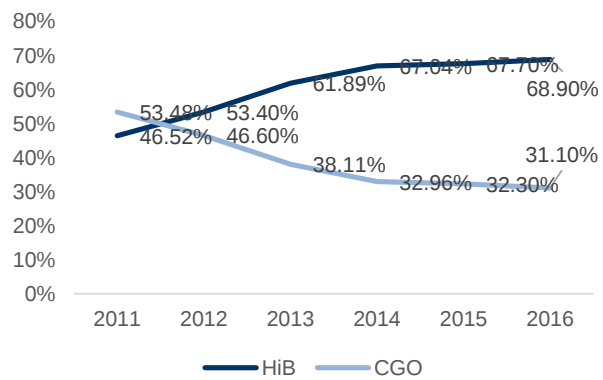
2016 年取向硅钢产量近年来首次下降，产能利用率依旧较高。取向硅钢在“十二五”期间一直保持较好增速，2015 年产能利用率高达 95.38%。2016 年我国取向硅钢产量近年来首次出现下降，共生产高磁感冷轧取向电工钢（HiB）77.45 万吨，同比下降 6.29%；生产一般取向电工钢（CGO）34.96 万吨，同比下降 11.34%。受益家电行业整体回暖带动相应电机需求，**2016 年无取向硅钢产量上升。**无取向硅钢方面，产量在 2013 年出现较快增长后，在 2014-2015 年几乎停止增长。2016 年我国生产高牌号（高磁感）+高效无取向电工钢 141.83 万吨，同比增长 22.02%，生产中低牌号无取向电工钢 610.56 万吨，同比上升 2.07%，无取向硅钢总体产能利用率回升至 75.09%。无取向硅钢 2016 年产量的上升主要受益于家电行业整体回暖带动相应电机需求。

图 27：2011-2016 无取向硅钢市场结构



资料来源：中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

图 28：2011-2016 取向硅钢市场结构



资料来源：中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

下游行业升级和国家环保政策促使高磁感冷轧硅钢占比攀升，但高端产品供给不足，中低端产品产能过剩仍是目前的主要问题。“十二五”期间我国电机产业快速发展，伴随着电机行业的产业升级以及国家在环保和绿色产业上的逐步趋严，高牌号（高磁感）和高效的无取向硅钢的市场需求快速提升，而低端产品需求萎缩，且面临产能过剩的问题，在供需失衡的背景下，钢铁企业纷纷采取停产措施，或者进行技术改造或技术更新从而调整产品结构，更多的生产高牌号（高磁感）和高效的无取向硅钢，高牌号（高磁感）和高效的无取向硅钢的产品结构比例从 2011 年的 9.06% 逐步上升至 2016 年的 18.85%。取向硅钢方面，同样伴随着电压器行业的产业升级，HiB（高磁感）取向硅钢结构占比逐步提高，从 2011 年的 46.52% 逐步提高，并超过 CGO（一般）取向硅钢的占比，达到 2016 年的 68.90%。总体看，目前高端产品供给依旧不足，中低端产品产能过剩。

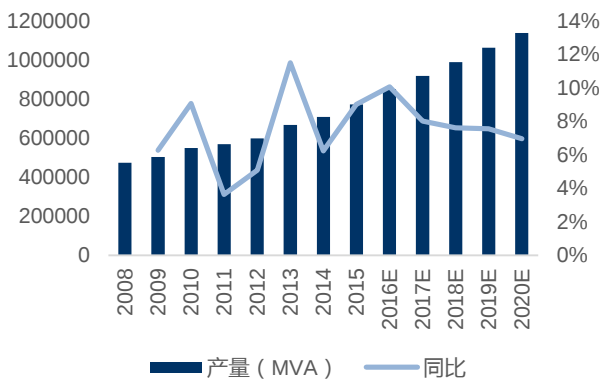
“十三五”期间高磁感冷轧硅钢将重点发展，行业集中度将提升，利好具备相应能力硅钢企业。我们预计在供给侧改革去产能和市场自主调节的作用下，对于冷轧硅钢的项目投资将得到抑制，随着国内冷轧硅钢生产技术和工艺的提高，高磁感的冷轧硅钢将成为未来企业研发生产的重点。另一方面，此前市场生产企业众多，生产技术和规模不一，行业

集中度低，企业通过打价格战损害了行业整体的盈利能力，随着供给侧改革的进行，行业集中度将提升，利好硅钢企业。

4.2 十三五电力投资加大，拉动取向硅钢需求，供需格局有望改善

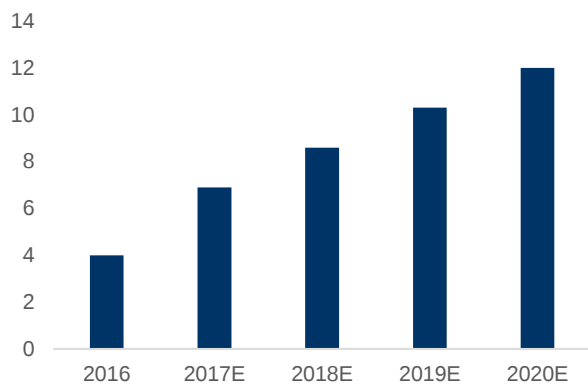
十三五电力投资加大，配电变压器、充电桩建设拉动取向硅钢需求稳步上涨。近年来我国配电变压器市场稳步发展，配电变压器占变压器的比重达 40%以上，其产量逐年增加。国网“十三五”两万亿元投资电网，未来几年电网建设和城乡配电网改造是我国电力工业的首要任务，配电变压器市场有望继续稳步上升，根据 RMR 数据预测，未来几年配电变压器产量将以 8%左右的增速上升。另外，国家电网此前表示，2016 年国家电网建成充电桩 2.2 万个，累计建成充电桩超过 4 万个，2017 年将建设 2.9 万个充电桩；到 2020 年，将建成 12 万个。十三五电力投资加大，配电变压器、充电桩建设拉动取向硅钢需求稳步上涨。

图 29：2008-2020 配电变压器产量



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 30：2016-2020 充电桩建设（万个）



资料来源：公开资料整理、申万宏源研究

取向硅钢供需格局有望改善，价格或触底反弹。此前一般取向电工钢（CGO）库存积压，市场货源充足，价格竞争激烈，武钢 30Q120 取向硅钢上海的含税价格在 2016 年年底创下 10600 元的历史新低，大多数民营取向电工钢生产企业已处于亏损状态。2017 年一月，取向硅钢价格有了近期的第一次价格上调。我们预计 2017 年取向硅钢的需求增速在 7%左右，另一方面，目前来看 2017 年并没有大规模的取向硅钢产能投产，取向硅钢的供需格局有望改善，将有助于价格的触底反弹。

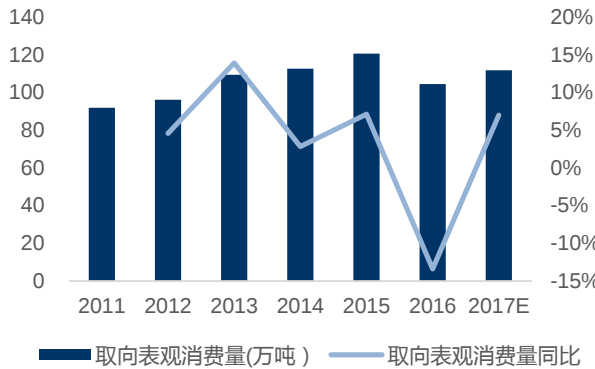
表 14：2011-2016 冷轧硅钢供需表（万吨）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
取向产量	62	76	95	108	122	112
取向出口	1	4	3	6	14	12
取向进口	31	24	18	11	12	4
取向表观消费量	92	96	110	113	121	104
无取向	560	566	704	702	714	752
无取向出口	22	24	25	25	27	27

无取向进口	64	47	49	48	37	41
无取向表观消费量	601	589	728	725	724	766
冷轧硅钢表观消费量	693	685	838	837	845	871

资料来源：Wind、中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

图 31：预计 2017 年取向硅钢的需求增速在 7%



资料来源：Wind、中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

图 32：取向硅钢价格有望筑底反弹



资料来源：Wind、申万宏源研究

4.3 取向硅之王将充分受益取向硅钢行业筑底回暖

武钢是国内冷轧硅钢生产的龙头企业，技术国际领先。公司冷轧硅钢年生产能力约 200 万吨，其中取向硅钢 54 万吨，无取向硅钢 146 万吨。拥有国际领先水平的高温环形炉、采用 AGC 厚度控制装置的高精度森吉米尔轧机、双层连续退火和 ST（激光刻痕）机组等多条自动化、专业化生产线，代表了我国冷轧硅钢生产的最高水平。公司通过不断自主创新，逐渐形成了拥有自主知识产权的冷轧硅钢生产核心技术，已成为全球品种最全、规格最多、产量最大的硅钢生产基地。目前共有 16 个厚度规格、150 个品种，产品质量处于国内领先水平，广泛应用于机电、电力、航天等行业。

高磁感产品广泛应用。武钢股份 HiB 钢已成功应用于 500kV-750kV 级别大型变压器制造，西安西电变压器有限责任公司采用武钢股份生产的 HiB 钢制造的二台 500kV 变压器各项指标均优于设计标准，达世界先进水平；高牌号无取向硅钢 50W250 成功应用于三峡工程 700MW 水轮发电机组，实现了国产硅钢在三峡大发电机应用“零”的突破。另外，公司已开发出厚度规格为 0.20mm 和 0.15mm 的宽幅取向硅钢薄带系列产品等高技术含量的新试产品，并成功替代进口。其冷轧硅钢的主要客户包括冷轧硅钢的主要客户包括江苏华鹏变压器有限公司、特变电工股份有限公司、哈尔滨电机厂、美的集团股份有限公司等。

图 33：武钢高磁感取向硅钢应用于三峡工程 500KV/840000KVA 大型变压器

图 34：武钢高磁感无取向硅钢应用于三峡 700MW 水轮发电机组



资料来源：公司资料、申万宏源研究



资料来源：公司资料、申万宏源研究

合并后公司冷轧硅钢产能、产量全面上升，高磁感取向硅钢占绝对优势。根据 2014 年数据，宝钢方面冷轧硅钢年生产能力约 170 万吨，其中取向硅钢 30 万吨，无取向硅钢 140 万吨。合并以后宝武冷轧硅钢的产能将超过 370 万吨，占冷轧硅钢总产能的 30%，其中取向硅钢产能 84 万吨，占取向硅钢总产能的 67%，无取向硅钢 286 万吨，占无取向硅钢总产能的 26%。截至 2016 年底，从事冷轧硅钢生产的企业一共 29 个，其中生产无取向硅钢的企业 18 家，首钢的无取向硅钢产量排名第一。生产取向硅钢的有 15 家企业，武钢的青山基地取向硅钢产量连续十年排名全国第一。特别是 2016 生产的 77.45 万吨高磁感取向电工钢（HiB），均来自宝武集团青山基地和宝山基地，以及首钢。一般取向电工钢（CGO）产量为 34.96 万吨，除来自宝武集团青山基地的 12.06 万吨外，均来自 12 家民企和鞍钢

表 15：2014 冷轧硅钢生产线产能情况（万吨）

名称	产能			名称	产能		
	取向	无取向	合计		取向	无取向	合计
武钢	54	146	200	宝钢	30	140	170
太钢	/	135	135	首钢	15	105	120
鞍钢	4	86	90	马钢	/	55	55
本钢	/	20	20	包钢	/	20	20
沙钢	/	50	50	中冶新材	/	40	40
浙江天洁	/	20	20	浙江华赢	1	20	21
浙江协和	/	20	20	浙江东鼎	/	5	5
无锡华精	/	/	3	江阴蓝天	/	15	15
华西带钢	/	20	20	江苏西城	/	20	20
万鼎硅钢	/	20	20	新万鑫	3	/	3
四川瑞致	/	20	20	重庆万达	/	30	30
江油丰威	2	/	2	津西金兰	2	10	10
黄石山力	/	20	20	咸宁泉都	1	/	1
广东盈泉	5	/	5	广东中圣	5	20	20
广东顺浦	/	35	35	天津辰泰	/	30	30
中冶大地	1	/	1	包头威丰	1	/	1
以利奥林	5	/	5	金龙华特	1	/	1
合计	126	1102	1228				

资料来源：中国金属学会电工钢分会、申万宏源研究

公司作为取向硅钢之王将充分受益行业回暖。我们认为合并后公司在冷轧硅钢行业影响力大幅提高，特别是在高磁感取向硅钢方面拥有绝对话语权。并且过去近 10 年，宝钢和武钢在取向硅钢领域竞争激烈，造成产品价格大幅下跌，宝武合并后该负面因素将消除。行业供需格局有望在 2017 有所改善，价格有望筑底回升，而公司作为取向硅钢之王将充分受益。

5. 钢铁业航母起航在即影响深远

5.1 “整而不合”的简单产能叠加，国内上一轮行业整合效果不佳

国内上一轮的兼并重组以“省内整合”和“以大并小”较多，注重企业规模的扩张。2008 年前后，中国兴起了一波钢铁行业的重组整合浪潮。宝钢先后重组了新疆八一钢铁、韶钢，并开启湛江项目；武钢先后重组了鄂钢、昆钢、柳钢，此后开启防城港项目；首钢先后重组了水钢、长钢、通钢；鞍钢与攀钢重组，另外河北钢铁集团、山东钢铁集团、渤海钢铁集团等也在上一轮重组大潮中先后诞生。从合并主体看，跨区域整合发生的主体一般为具有龙头地位的央企包括宝钢、武钢、鞍钢和实力超群的地方国资钢铁企业如首钢，而一般的地方国资企业多以省内重组为主。从数量上看，宝钢、武钢、鞍钢三大央企完成了 19 次兼并重组，其中跨省的 14 起，而地方国资钢铁企业的兼并重组一共完成 32 起重组，发生在省内达 23 起。

表 16：三大钢铁央企整合案例

兼并重组类型	时间	兼并重组事件	主体
省内整合	1998	宝钢整合上钢、梅钢	宝钢
	2000	武钢整合襄钢	武钢
	2005	武钢整合鄂钢	武钢
	2005	鞍钢本钢联合重组	鞍钢
	2013	武钢全资控股鄂钢	武钢
跨省整合	1999	武钢控股海南鹏达	武钢
	2005	武钢柳钢联合公司成立	武钢
	2007	宝钢、邯钢合资成立邯宝钢铁公司	宝钢
	2007	宝钢重组八钢	宝钢
	2007	武钢重组昆钢	武钢
	2008	宝钢主导成立广东钢铁集团	宝钢
	2008	武钢、柳钢联合成立广西钢铁集团	武钢
	2008	鞍钢开始重组攀钢系	鞍钢
	2008	鞍钢重组天铁钢板厂	鞍钢
	2009	宝钢收购宁波钢铁 56.15% 股权	宝钢

2010	鞍钢集团重组福建三钢	鞍钢
2010	宝钢集团重组福建德盛镍业	宝钢
2012	宝钢免费持有韶钢 51% 股份	宝钢
2012	宝钢收购湛江钢铁 71.8% 股权	宝钢

资料来源：产业信息网、申万宏源研究

表 17：地方国资钢铁企业整合案例

兼并重组类型	时间	兼并重组事件	主体
省内整合	1997	湘钢、涟钢、衡钢合并成立华菱集团	华菱集团
	1998	太钢整合临钢	太钢
	1999	攀钢兼并成都无缝钢管厂	攀钢
	2001	攀钢整合成钢	攀钢
	2003	大钢抚钢重组成立辽特钢	大钢
	2004	攀钢整合长钢	攀钢
	2006	马钢收购合钢	马钢
	2006	唐钢集团整合宣钢、承钢成立河北唐钢集团	唐钢
	2008	唐钢、邯钢联合成立河北钢铁集团	唐钢
	2008	济钢、莱钢合并山东钢铁集团	济钢
	2008	攀钢集团收购西昌新钢业	攀钢
	2009	山钢日钢签订重组合作协议	山钢
	2009	汉钢、略钢和龙钢重组成立陕西钢铁	陕西钢铁
	2010	河北钢铁集团收购石钢 80% 股份	河北钢铁
	2010	河北钢铁入股敬业、松汀、龙海、永洋、吉泰集团	河北钢铁
	2010	河北钢铁入股九江线材、燕山钢铁、荣信钢铁、鑫达钢铁、新金钢铁、裕华钢铁、金鼎重工	河北钢铁
	2010	本溪钢铁北台钢铁战略重组后并入鞍钢集团	本钢
	2011	马钢购买长江钢铁 55% 股份	马钢
	2011	安钢集团入股凤宝特钢、新普钢铁、亚新钢铁	安钢
	2011	太钢重组星原钢铁	太钢
	2012	酒钢成功掌握东兴铝业 100% 股权	酒钢
	2012	八一钢铁将持有南疆钢铁的 100% 股权	八一钢
	2013	成都冶金实验厂整合 7 家小钢铁企业成立为四川省冶金控股集团有限公司	成都冶金
跨省整合	2003	复星收购南钢	复星集团
	2004	辽特钢重组北满特钢	辽特钢
	2005	首钢重组水钢	首钢
	2007	首钢唐钢成立合资公司（京唐钢铁项目启动）	首钢
	2007	太钢、天津钢管组建天津太钢天管不锈钢厂	太钢
	2009	首钢并购贵阳特钢	首钢
	2009	首钢重组长钢成立首钢长治钢铁（集团）有限公司	首钢
	2009	首钢控股兴源实业成立首钢伊犁钢铁有限公司	首钢
	2010	首钢重组通钢	首钢

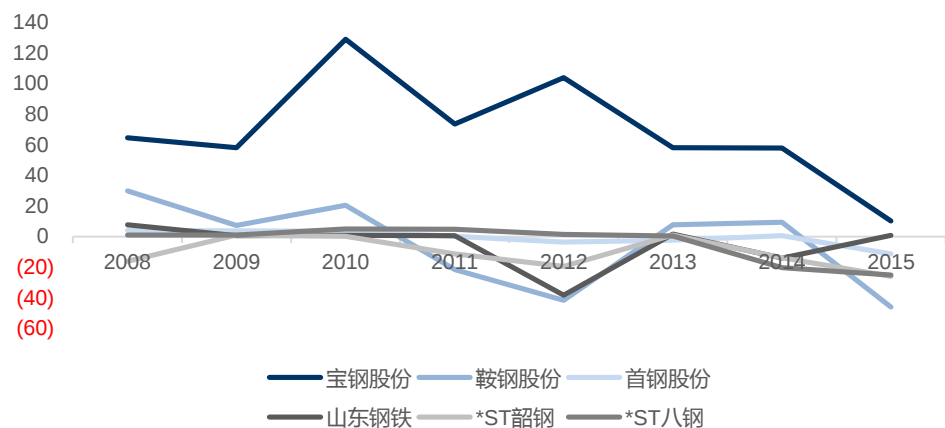
资料来源：产业信息网、申万宏源研究

跨区域整合成功率较低。跨区域整合的优势在于企业可以通过重组兼并优化其空间布局，有利于企业规模化和集约化经营，但是跨区域整合也往往面临着财税利益分配、人员薪资和安置等问题的挑战。钢铁行业作为支柱性产业，其对于地方经济的拉动和税收都尤为重要。重组后地方利益分配成为难题。以宝钢为例，宝钢从2006年开始就试图重组包钢，但在历时4年的谈判后，重组最终因为地方政府的强力介入而停止。另外，宝钢对于山东、安徽和河北等地国企也曾有过重组意图，也都因地方政府介入而流产。跨区域重组的另一难题是各区域的经济水平和消费水平不同，合并后人员薪资的调整和人员的安置难以平衡。

政府拉郎配致整而不合是上一轮整合潮最大遗憾。以武钢柳钢合并为例，当时广西政府为拉动当地经济力推防城港精品钢铁基地项目，这与正在布局沿海战略的武钢一拍即合，为加强战略合作，广西国资委和武钢集团签订了，成立广西钢铁集团，武钢集团持有80%股权，广西国资委持有20%股权。武钢集团以现金出资，广西国资委以持有柳钢集团的全部净资产出资。由于是政府主导下的重组，当时经营尚可的柳钢在重组后在经营、管理和人事方面将失去话语权，所以对于实质性的重组相对消极，所谓的合并只停留在了财务报表的合并上，在管理运营方面没有实质性的整合。随着2015年广西国资委和柳钢方面的退出，这场拉郎配的重组也就此失败。

在产能过剩、行业性亏损的大背景下，简单“整而不合”“产能叠加”式的重组不能为重组后的企业带来额外效益。目前来看，不仅当时整合的主体企业业绩下滑，被整合对象也亏损不断。宝钢虽然一直保持盈利，但其净利润连年下滑，被并购后的韶钢业绩在2011年和2012年分别亏损11.38和19.52亿元，被冠上*ST名号，2013年成功摘帽后又由于2014年和2015年连续亏损，被再度戴帽。另一方面，武钢也遭遇相似窘境，在大举扩张，先后重组了鄂钢、昆钢、柳钢之后，武钢产能超过4000万吨，然而鄂钢此后连年亏损，2011、2012分别亏损5.99亿元和7.73亿元，严重的拖累武钢的整体盈利水平，2014年下半年，鄂钢被置出武钢上市平台。

图 35：上一轮整合潮中部分钢企近年净利润（亿）

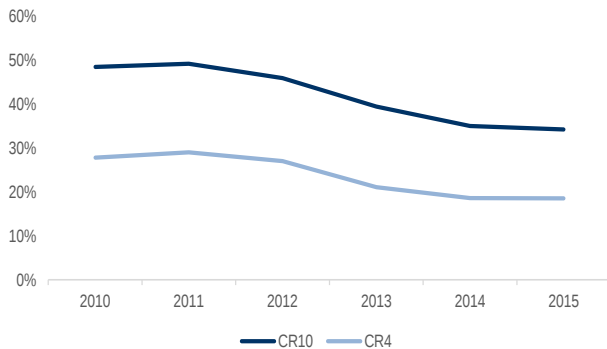


资料来源：Wind、申万宏源研究

5.2 推动行业“强强联手，区域整合”和“重组去产能”

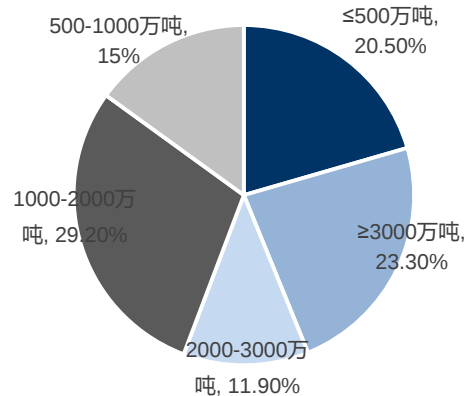
从“整而不合”的简单产能叠加到“强强联手，区域整合”，宝武接过第一棒。考虑到工信部在《钢铁产业调整政策（2015 年修订）（征求意见稿）》中行业集中度和超大钢铁集团的目标，另国务院《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》中提出，到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级的钢铁集团 3 家-4 家、4000 万吨级的钢铁集团 6 家-8 家和一些专业化的钢铁集团，例如无缝钢管、不锈钢等专业化钢铁集团。我们认为，此轮钢铁行业整合将以“强强联手，区域整合”为指导思想，最终有望形成 3 家产能规模 8000 万-1 亿吨，2 家产能规模过 5000 万吨的超大型钢铁联合体。“强强联手”的思路将大大提高龙头企业的市场竞争力，压缩中小钢厂的生存空间，从而淘汰低效产能，实现规模效应。宝武重组正是这轮整合的第一棒。

图 36：近年来我国钢铁行业集中度持续下滑



资料来源：Mysteel、申万宏源研究

图 37：2015 年重点钢企粗钢产量分布



资料来源：Mysteel、申万宏源研究

宝武合并去产能的思路对于整个行业具有借鉴作用，有助于推动行业的“重组去产能”。根据此前宝钢公布《宝钢化解过剩产能实施方案》，提出 2016-2018 年压减生铁产能 357 万吨，粗钢产能不低于 920 万吨的目标。其主要的去产能思路可以用“减量、增效、调整、发展”来概括，具体来看：1) 经过对国内中厚板市场及竞争对手优劣势的分析，关停罗泾钢厂全部产线；2) 将韶钢和宝钢特钢的特钢生产线整合，用宝钢特钢的高价值产品置换韶钢低竞争力和附加值的建材和部分板材，实现提质减量；3) 考虑到环境因素，关停南通钢铁全部生产线；4) 考虑到上海城市规划，关闭全部（长江西路）不锈钢产线。另外武钢也计划在 2016 年完成优化后分别压减炼铁和炼钢产能 319 和 442 万吨。可以预想，按照此前宝武去产能的思路，在公司合并过程中将对一些同质化和重叠产能进行淘汰，另外宝钢和武钢都是城市钢厂，未来必然涉及搬迁问题，那么就可以通过对未来搬迁的统一布局和处理从而达到去产能的效果。根据国务院《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》，钢铁行业的重组到 2025 年将分三步走，其中第一步就是 2018 年之前主要以产能出清为主，同时对下一步兼并重组做示范。目前各地都将兼并重组看做去产能的

重要途径，宝武合并去产能的思路对于整个行业具有示范和借鉴作用，有助于推动行业的“重组去产能”。

图 38：宝钢化解过剩产能实施方案

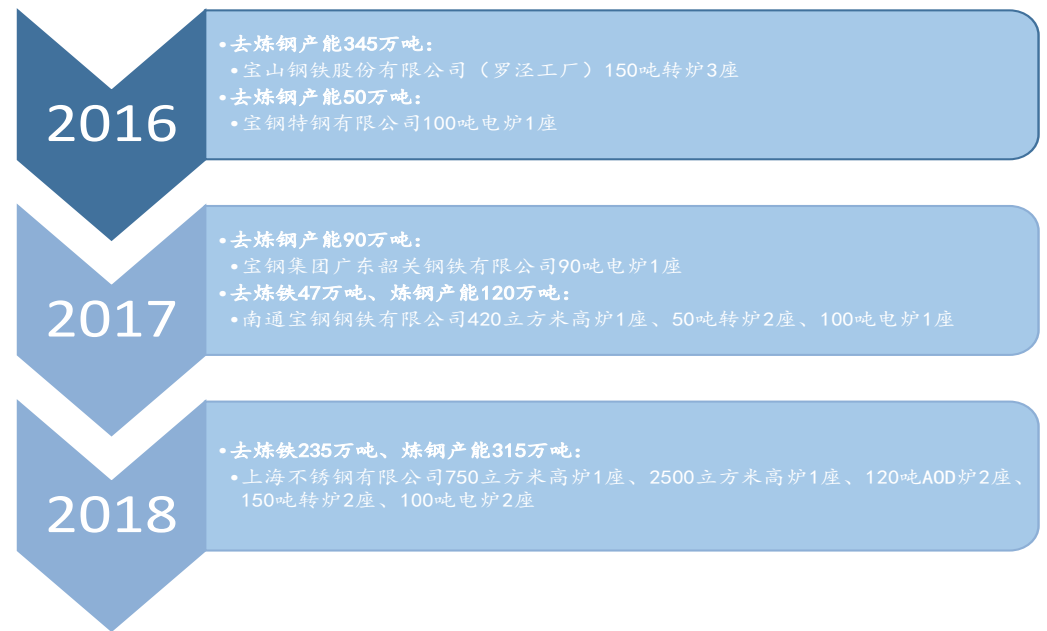


表 18：宝钢产能汇总（基于 2015 年产能）

产品	设备所属	主要生产设备	数量	型号	投产年份(大修年份)	设计能力(生产能力)(万吨/年)	合计
铁水	直属厂部	1#高炉	1	4966m3	1985 (2008)	350 (402)	2016 年产能 预计达到
		2#高炉	1	4707m3	1991 (2006)	350 (354)	
		3#高炉	1	4850m3	1994 (2013)	350 (404)	
		4#高炉	1	4747m3	2005 (2014)	350 (399)	
	梅钢股份	2#高炉	1	1280m3	2004	107	3063.9 万吨, 其中新增产 能 413 万吨
		4#高炉	1	3200m3	2009	246.4	
		5#高炉	1	4070m3	2012	327	
	湛江钢铁	1#高炉	1	5050m3	2015	411.5	
		2#高炉	1	5050m3	2016	413	
	粗钢	直属厂部	1#转炉	1	300t	1985 (2007)	677.6 (752)
2#转炉			1	300t	1985 (2007)		
3#转炉			1	300t	1986 (2007)		
250t 转炉			2	250t	1998		
梅钢股份		250t 转炉	1	250t	2006	488 (646)	3060.8 万吨, 其中新增产 能 350 万吨
		1#转炉	1	150t	1999	120	
		2#转炉	1	150t	1999	120	
		3#转炉	1	150t	2008	120	
		250t 转炉	2	250t	2012	410	
		湛江钢铁	1#转炉	1	350t	2015	

		2#转炉	1	350t	2015		
		3#转炉	1	350t	2016E		
		2030mm 冷轧带钢轧机	1	2030mm	1988	210 (255)	2016 年产能
		1700mm 冷轧带钢轧机	1	1700mm	2015	30	预计达到
		1420mm 冷轧带钢轧机	1	1420mm	1997	77.86	1315.86 万
	直属厂部	1550mm 冷轧带钢轧机	1	1550mm	2000 (2007)	106 (140)	吨, 其中新增
		1220mm 冷轧带钢轧机	1	1220mm	1991 (2007)	77 (69)	产能 220 万
冷轧		1730mm 冷轧带钢轧机	1	1730mm	2008	173 (204)	吨; 2017 年产
		1800mm 冷轧带钢轧机	1	1800mm	2005 (2012)	176.4 (240)	能预计达到
	梅钢股份	1420 冷轧酸连轧机	1	1420mm	2009	80	1570.86 万
		2030 冷轧酸连轧机	1	2030mm	2016	220	吨, 其中新增
	湛江钢铁	1550 冷轧酸连轧机	1	1550mm	2017E	255	产能 255 万吨
		2050mm 热轧带钢轧机	1	2050mm	1989 (2014)	400 (591)	2016 产能预
	直属厂部	1580mm 热轧带钢轧机	1	1580mm	1996 (2013)	279 (355)	计达到
		1880 热连轧机	1	1880mm	2007	370 (404)	2524.4 万吨,
热轧		1422 热连轧线	1	1422mm	1994	300	其中新增产
	梅钢股份	1780 热连轧线	1	1780mm	2012	400	能 474.4 万吨
		2250mm 热轧产线	1	2250mm	2015	474.4	
	湛江钢铁	无缝钢管	1	21.3-177.8mm	1985	50	2016 产能预
		中口径直缝焊管 (HFW)	1	φ 610	2005	30	计达到 166 万
钢管		大口径直缝埋弧焊管机	1		2007	50	吨
	鲁宝钢管	无缝钢管	1	159-325mm	2007	36	
	直属厂部	5000mm 厚板轧机	1	5150mm	2005 (2014)	180 (204)	2016 产能预
宽厚板							计达到 324 万
							吨, 其中新增
	湛江钢铁	4200mm 厚板轧机	1	4200mm	2016	120	产能 120 万吨
							2016 产能预
线材	直属厂部	高速线材轧机	1	5-25mm, 120m/1999	1999	40	计达到 40 万
							吨

资料来源：公司资料、申万宏源研究

6. 投资建议及盈利预测

神钢终成，宝钢差异化竞争带来产品高附加值的核心竞争力叠加宝武在市占率、信息化、研发、采购、销售上的协同效应，优势凸显。公司将在汽车板市场竞争加剧中保持优势，在高磁感取向硅钢领域占绝对优势，充分受益行业回暖，同时公司在本轮行业整合大势中做出表率，我们看好公司中长期发展。由于宝武合并，我们调整盈利预测，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.42、0.60、0.66（原为 0.54、0.59、0.71），当前股价对应 PE 为 17、12、11 倍，PE 水平远低于行业平均，公司目前 PB 1.07 倍，维持“买入”评级！

表 19：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	PB	EPS				PE		
		2017/2/28		LF	2015A	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E

000709. SZ	河钢股份	3.91	415	0.94	0.05	0.15	0.20	0.21	27	20	19
000898. SZ	鞍钢股份	6.03	436	0.99	-0.63	0.22	0.19	0.24	27	32	25
600808. SH	马钢股份	3.46	266	1.38	-0.62	0.16	0.22	0.26	22	16	13
000778. SZ	新兴铸管	5.66	206	1.21	0.16	0.17	0.20	0.25	34	28	22
	行业平均			1.13	-0.26	0.17	0.20	0.24	27	24	20
600019. SH	宝钢股份	7.09	1,567	1.07	0.05	0.42	0.60	0.66	17	12	11

资料来源: Wind、申万宏源研究 (EPS 为全面摊薄每股收益)

表 20: 合并前宝钢毛利拆分(百万)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	222,857	191,512	190,026	187,789	164,117	176,643	186,365	192,290
营业收入	222,505	191,136	189,688	187,414	163,790	176,293	186,015	191,940
其它收入	352	377	338	375	328	350	350	350
产品	158,359	120,644	104,037	99,121	79,733	92,657	102,379	107,467
冷轧碳钢板卷	58,963	52,022	50,883	51,369	41,655	49,474	54,802	57,575
热轧碳钢板卷	38,811	31,949	31,320	28,816	22,937	26,733	29,473	30,965
钢管产品	10,843	10,273	9,830	9,116	7,450	7,525	8,217	8,591
宽厚板	11,743	8,495	4,893	4,971				
不锈钢	18,043	7,467						
特殊钢	11,209	2,230						
其他钢铁产品	8,747	8,208	7,111	4,849	7,691	8,925	9,887	10,337
平衡项	64,146	70,492	85,651	88,293	84,057	83,636	83,636	84,473
营业成本	203,041	176,879	171,718	168,931	149,258	153388	159710	164396
产品	146,746	112,627	91,735	87,336	70,887	76271	82593	86508
冷轧碳钢板卷	51,693	46,207	43,470	43,989	35,695	38475	41920	43953
热轧碳钢板卷	34,598	29,137	26,637	24,456	20,259	21817	23396	24479
钢管产品	9,818	9,351	9,467	9,139	7,520	7696	8283	8682
宽厚板	12,784	9,481	5,124	5,121				
不锈钢	17,795	7,554						
特殊钢	11,311	2,366						
其他钢铁产品	8,747	8,531	7,037	4,631	7,413	8283	8994	9394
平衡项	56,295	64,252	79,983	81,595	78,371	77117	77117	77889
毛利	19,464	14,256	17,970	18,483	14,531	22,905	26,305	27,543
产品	11,613	8,017	12,302	11,785	8,846	16,386	19,786	20,959
冷轧碳钢板卷	7,270	5,815	7,413	7,380	5,960	10,998	12,882	13,622
热轧碳钢板卷	4,213	2,812	4,683	4,360	2,678	4,916	6,077	6,486
钢管产品	1,025	922	363	-23	-70	-171	-66	-92
宽厚板	-1,041	-986	-231	-150				
不锈钢	248	-87						
特殊钢	-102	-136						
其他钢铁产品		-323	74	218	278	642	893	943
平衡项	7,851	6,239	5,668	6,698	5,685	6,519	6,519	6,584

毛利率(%)	8.75	7.46	9.47	9.86	8.87	12.99	14.14	14.35
产品	7.33	6.65	11.82	11.89	11.09	17.68	19.33	19.50
冷轧碳钢板卷	12.33	11.18	14.57	14.40	14.31	22.23	23.51	23.66
热轧碳钢板卷	10.86	8.80	14.95	15.10	11.67	18.39	20.62	20.95
钢管产品	9.45	8.97	3.69			-2.28	-0.80	-1.07
宽厚板								
不锈钢	1.37							
特殊钢								
其他钢铁产品			1.04	4.50	3.60	7.20	9.03	9.13
平衡项								

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 21：合并前武钢毛利拆分(百万)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	101,058	91,579	89,581	99,373	58,338	64,159	71,396	73,725
产品	96,783	87,349	81,917	77,527	44,272	51,219	57,795	60,124
热轧产品	56,291	51,583	47,192	41,767	21,270	23,899	27,102	28,194
冷轧产品	40,493	35,766	34,725	35,760	23,002	27,320	30,693	31,930
平衡项	4,275	4,230	7,664	21,846	14,066	12,941	13,601	13,601
营业成本	94,826	86,565	84,092	91,934	59,223	58329	62887	64724
产品	91,351	83,212	77,513	72,037	46,265	46667	50688	52525
热轧产品	54,766	50,911	46,156	40,553	23,143	23226	25227	26142
冷轧产品	36,585	32,301	31,356	31,484	23,123	23441	25461	26383
平衡项	3,475	3,353	6,579	19,897	12,958	11662	12199	12199
毛利	6,232	5,015	5,489	7,440	-885	5,830	8,509	9,001
产品	5,432	4,138	4,404	5,491	-1,993	4,552	7,107	7,600
热轧产品	1,525	672	1,035	1,214	-1,873	674	1,874	2,052
冷轧产品	3,907	3,466	3,369	4,276	-121	3,878	5,233	5,547
平衡项	800	877	1,085	1,949	1,108	1,278	1,402	1,402
毛利率(%)	6.17	5.48	6.13	7.49	-1.52	9.09	11.92	12.21
产品	5.61	4.74	5.38	7.08	-4.50	8.89	12.30	12.64
热轧产品	2.71	1.30	2.19	2.91	-8.80	2.82	6.92	7.28
冷轧产品	9.65	9.69	9.70	11.96	-0.52	14.20	17.05	17.37
平衡项	18.71	20.73	14.16	8.92	7.87	9.88	10.31	10.31

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 22：合并后毛利拆分表(百万)

2011	2012	2013	2014	2015	2015 (备考)	2016E	2017E	2018E
------	------	------	------	------	-----------	-------	-------	-------

营业总收入	222,857	191,512	190,026	187,789	164,117	222,289	240,802	257,761	266,015
YoY		-14.06%	-0.78%	-1.18%	-12.61%		8.33%	7.04%	3.20%
营业成本	203,041	176,879	171,718	168,931	149,258	209,363	211,717	222,597	229,120
YoY		87.12%	97.08%	98.38%	88.35%		101.12%	105.14%	102.93%
毛利	19,464	14,256	17,970	18,483	14,531	12,926	28,735	34,814	36,545
YoY		-26.76%	26.05%	2.85%	-21.38%		122.31%	21.16%	4.97%
毛利率	8.73%	7.44%	9.46%	9.84%	8.85%	5.68%	11.93%	13.51%	13.74%

资料来源: Wind、申万宏源研究

表 23: 盈利预测表 (百万元、元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2015 (备考)	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	222,857	191,512	190,026	187,789	164,117	222,289	240,802	257,761	266,015
二、营业总成本	214,641	189,467	183,054	180,551	163,311	229,355	227,812	239,134	245,644
其中: 营业成本	203,041	176,885	171,718	168,931	149,258	209,363	211,717	222,597	229,120
营业税金及附加	441	308	414	471	466	661	1,926	2,062	2,128
销售费用	1,950	1,928	1,963	2,200	2,153	3,046	2,890	3,093	3,192
管理费用	8,584	7,444	6,881	7,728	7,287	9,406	7,706	8,248	8,512
财务费用	72	489	(544)	488	2,393	4,830	1,731	1,602	1,332
资产减值损失	350	2,147	2,388	475	1,487	1,782	1,841	1,531	1,359
加: 公允价值变动收益	(7)	(13)	28	23	6	6	37	40	40
投资收益	630	1,077	684	379	1,038	1,028	1,800	1,800	1,800
三、营业利润	8,839	3,108	7,684	7,641	1,850	(6,033)	14,827	20,467	22,211
加: 营业外收入	646	10,520	882	1,181	668	738	380	400	400
减: 营业外支出	225	965	556	544	665	679	700	600	600
四、利润总额	9,260	12,664	8,010	8,278	1,854	(5,974)	14,507	20,267	22,011
减: 所得税	1,524	2,708	1,969	2,187	1,140	771	4,105	5,910	6,467
五、净利润	7,736	9,955	6,040	6,091	714	(6,745)	10,403	14,358	15,543
少数股东损益	374	(134)	222	298	(299)	(295)	1,185	1,053	1,045
归属于母公司所有者									
的净利润	7,362	10,090	5,818	5,792	1,013	(6,450)	9,218	13,305	14,498
全面摊薄每股收益	0.33	0.46	0.26	0.26	0.05	(0.29)	0.42	0.60	0.66

资料来源: Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。