

公司深度报告
宝钢股份 (600019)
普钢
规模效应凸显优势，钢铁巨轮扬帆起航
报告日期: 2017-07-14

评级: 推荐

上次评级:

合理区间: 7.92-9.9

上次预测:

当前价格 (元)	7.23
52 周价格区间 (元)	4.9-7.31
总市值 (百万)	159802.21
流通市值 (百万)	159708.72
总股本 (万股)	2210265.69
流通股 (万股)	2208972.62
公司网址	bg.baosteel.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
宝钢股份	15.61	14.02	52.42
上证综指	2.04	-1.76	5.15

财富证券研究发展中心

龙靓 **王绍玲**
 0731-84403365
 longliang@cfzq.com wangsl1@cfzq.com
 S0530516040001 研究助理

相关研究报告:

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (亿元)	1857.10	3241.24	3565.32
净利润 (亿元)	89.66	145.88	168.09
每股收益 (元)	0.41	0.66	0.76
每股净资产 (元)	5.49	7.05	7.81
市盈率	17.63	10.95	9.51
P/B	1.32	1.03	0.93

资料来源: 财富证券

投资要点

- **历久弥新，厚实力、高盈利、稳增长。** 国资控股、多方参股，资金实力雄厚，实际控制人为国资委，包括中国石油天然气公司、中国证券金融股份公司等多方参股，资金实力雄厚。盈利能力行业领先，毛利率常年处于高位，公司在行业低迷期间仍然能够保持盈利，净资产收益率 ROE 常年处于行业领先地位，盈利能力强。2011-2017Q1 中，宝钢股份的净利润有 4 年超过行业中其他公司净利润之和，净利润总额处于同类型公司中的绝对领先地位。公司坚持以钢铁业务发展为“一体”，强化综合竞争力，以智慧制造和欧冶云商为“两翼”的发展，构建公司在互联网时代和智能制造时代领先同一行业的优势。
- **宝武合并，钢铁巨轮扬帆起航。** 2017 年 2 月，宝武合并完成，至此，中国宝武钢铁集团成为中国最大，世界第二的国际化钢铁公司。普通汽车板市场份额超过 50%，汽车外板和高强度钢产品占有率超过 60%。宝武合并后，宝钢汽车板市场占有率为世界第三。宝武集团的取向硅钢产量全球排名第一。拥有高磁感取向硅钢 B30R090、B27R080 等高端取向硅钢的生产能力。
- **供需关系平衡，钢企扭亏为盈具有可持续性。** 钢材需求增速有所降低，总需求量维持稳定增长趋势。钢铁企业亏损面达 2012 年以来的低位，企业利润也处于高位。整个行业的利润处于高位。原材料铁矿石价格处于低位，没有上涨动力。
- **盈利预测及投资建议:** 预计公司 2017-2018 年 EPS 为 0.66 元和 0.76 元，对应目前股价 PE 为 10.95 倍和 9.51 倍。目前行业供给端收窄，需求端平稳，原材料价格相对较低，当前公司估值偏低，给予公司 2017 年 12-15 倍 PE，合理区间为 7.92-9.9 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 钢材需求面收紧，主要产品价格下降。

目 录

一、历久弥新，厚实力、高盈利、稳增长	- 5 -
1.1 厚实力—国资控股、技术实力强悍	- 5 -
1.2 高盈利—盈利能力行业领先，毛利率常年处于高位	- 8 -
1.3 稳增长—“一体两翼”，构建智能制造领先优势	- 9 -
二、宝武合并，钢铁巨轮扬帆起航	- 11 -
2.1 宝武集团成为世界第二的钢铁企业	- 11 -
2.2 汽车板—绝对的优势产品	- 13 -
2.3 取向硅钢技术壁垒高，龙头地位无可撼动	- 15 -
2.4 湛江钢铁产能释放，新增盈利增长点	- 16 -
三、供需关系平衡，钢企扭亏为盈具有可持续性	- 16 -
3.1 地条钢已清理，去产能年度任务即将完成，供给端收窄	- 16 -
3.2 钢材需求增速有所降低，总需求量相对平稳	- 17 -
3.3 行业利润处于相对高位，企业亏损面全面降低	- 20 -
3.4 原材料价格低位徘徊，成本端增厚企业利润	- 21 -
四、盈利预测及投资建议	- 22 -
4.1 盈利预测	- 22 -
4.2 投资建议	- 25 -

图表目录

图表 1 公司股权结构.....	- 5 -
图表 2 公司前 10 大流动股东排名及持股比例.....	- 5 -
图表 3 公司产品种类齐全.....	- 6 -
图表 4 公司主要产品受国际权威机构认证.....	- 6 -
图表 5 2012 年-2016 年公司研发费用及占比.....	- 7 -
图表 6 宝钢股份研发投入居同类上市公司前列.....	- 7 -
图表 7 公司 2016 年精品研发成果.....	- 7 -
图表 8 公司多产品、多领域制造能力突出.....	- 7 -
图表 9 公司吨钢毛利处于行业绝对领先地位.....	- 8 -
图表 10 公司 ROE 常年处于行业领先.....	- 8 -
图表 11 公司的归母净利润处于行业绝对领先地位.....	- 8 -
图表 12 公司的归母净利润处于同类公司前列.....	- 8 -
图表 13 公司毛利率常年保持高于行业平均水平.....	- 9 -
图表 14 2016 年公司毛利率处于同类上市公司前列.....	- 9 -
图表 15 宝钢“一体两翼”发展战略.....	- 10 -
图表 16 欧冶云商混改前后股权结构.....	- 10 -
图表 17 欧冶云商混改后的电商网络覆盖更加高效.....	- 11 -
图表 18 欧冶云商引入股东战略资源.....	- 11 -
图表 19 宝武合并历程.....	- 12 -
图表 20 宝武集团成为世界第二大钢铁企业.....	- 13 -
图表 21 汽车冲压用钢零部件.....	- 13 -
图表 22 汽车主要结构件均需要使用钢材.....	- 13 -
图表 23 公司从技术上提高产品竞争力.....	- 14 -
图表 24 1991-2014 年期间汽车销量逐年增加.....	- 15 -
图表 25 宝钢汽车板销量随着汽车销量逐年增加.....	- 15 -
图表 26 宝钢取向硅钢产品.....	- 15 -
图表 27 宝钢取向硅钢生产工艺流程.....	- 15 -
图表 28 合并后取向硅钢产能竞争力处于绝对领先地位.....	- 16 -
图表 29 2017 我国去产能进程.....	- 17 -
图表 30 全国粗钢生产量（万吨）.....	- 17 -
图表 31 炼钢新增产能逐年减少.....	- 17 -
图表 32 房地产开发投资平稳增长.....	- 18 -
图表 33 房地产新开工面积平稳增长.....	- 18 -
图表 34 PPP 执行项目数不断增加.....	- 18 -
图表 35 PPP 投资总额不断增加.....	- 18 -
图表 36 2017 年汽车产量平稳增长.....	- 19 -
图表 37 2017 年汽车销量平稳增长.....	- 19 -
图表 38 2017 年以来新能源汽车产销量增速明显.....	- 19 -
图表 39 挖掘机产量增速明显.....	- 20 -
图表 40 机车产量平稳增长.....	- 20 -
图表 41 家用电器增速平稳.....	- 20 -
图表 42 新增船舶订单量减少.....	- 20 -

图表 43 主要钢铁产品价格处于相对高位.....	- 21 -
图表 44 钢铁行业 PMI 指数处于相对高位.....	- 21 -
图表 45 钢铁行业亏损企业数 2012 年以来低点.....	- 21 -
图表 46 钢铁行业亏损总额 2012 年以来低点.....	- 21 -
图表 47 钢铁行业毛利率处于 2012 年以来高位.....	- 21 -
图表 48 钢铁行业利润率处于 2012 年以来高位.....	- 21 -
图表 49 铁矿石价格处于相对低位.....	- 22 -
图表 50 铁矿石库存处于相对高位.....	- 22 -
图表 51 钢铁制造业务产量预测.....	- 23 -
图表 52 钢铁制造业务业务成本假设.....	- 23 -
图表 53 钢铁制造业务价格假设.....	- 24 -
图表 54 钢铁制造业务盈利预测.....	- 24 -

一、 历久弥新，厚实力、高盈利、稳增长

1.1 厚实力—国资控股、技术实力强悍

1) 国资控股、多方参股，资金实力雄厚

公司成立于2000年2月，注册资本为221亿，控股股东为中国宝武钢铁集团有限公司，持股比例为70.049%，实际控制人为国资委。包括中国石油天然气公司、中国证券金融股份公司等多方参股，资金实力雄厚，前十大股东合计持股比例为80.44%。此外，公司旗下还持有八一钢铁50.02%（A股）、韶山松钢53.37%（A股）、中国太保14.93%（A股）、新华保险15.10%（A股）。

图表 1 公司股权结构



资料来源：同花顺，财富证券

图表 2 公司前 10 大流动股东排名及持股比例

股东名称	持股比例 (%)	排名	持股类型
中国宝武钢铁集团有限公司	52.14	第 1 名	无限售流通股
武汉钢铁(集团)公司	13.49	第 2 名	无限售流通股
中国石油天然气集团公司	3.62	第 3 名	无限售流通股
中国证券金融股份有限公司	2.87	第 4 名	无限售流通股
国新投资有限公司	2.45	第 5 名	无限售流通股
北京诚通金控投资有限公司	2.45	第 6 名	无限售流通股
中国远洋运输(集团)总公司	1.27	第 7 名	无限售流通股
香港中央结算有限公司	1.04	第 8 名	无限售流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	0.88	第 9 名	无限售流通股
GIC PRIVATE LIMITED	0.23	第 10 名	无限售流通股

资料来源：同花顺，财富证券

2) 产品种类齐全、技术实力强悍

宝钢是我国最大、最现代化的钢铁联合企业。公司产品主要分为碳钢、不锈钢、和特殊钢三类，产品种类齐全，技术含量、附加值高，采用先进的质量管理，主要产品均获得国际权威机构认可，产品出口日本、韩国、欧美等四十多个国家和地区。优势产品具有很高的市场占有率，其中，取向硅钢市场占有率 80%，汽车板 60%，高端汽车板达 70%，家电板 70%，重轨 35%。

图表 3 公司产品种类齐全

产品系列	产品	主要用途
碳钢系列	条钢	主要用于车轴、气瓶、塑料模具等。
	宽厚板	主要用于造船、石油平台、锅炉、压力容器、管线、建筑、桥梁及重型汽车等行业。
	热轧	用于船舶、汽车、桥梁、建筑、机械、压力容器等制造行业。
	热酸洗	用于汽车制造、冷压件、结构件等。
	冷轧	用于汽车、家电、建筑、机械、电机、包装等行业。
	线材	用于国家重点建设工程、汽车、油田、矿山及输气管道等。
	钢管	主要应用于结构管、锅炉管、输送管等。
不锈钢系列	热轧产品	用于冷轧材料、工业用槽罐、化学工业装置等。
	NO.2E	用于罐槽、容器、工业结构件、车辆船舶结构件、冷成型件及运输带等。
	NO.2D	用于汽车零件、深冲加工、建筑材料、管类等。
	NO.2B	几乎满足于冷轧不锈钢的所有用途，如厨卫产品、表面抛光、家具结构件等。
	NO.3	用于建筑内外装饰、电器产品及厨房设备等。
	NO.4	用于电梯装饰、厨房设备、建筑内外装饰、电器面板等。
	HL	主要用于建筑装饰，电梯装饰等。
	BA	用于建筑装饰、家电产品、厨房设备等。
特钢系列	毛面	用于建筑装饰、电梯装饰。
	航天航空产品	用于各型导弹、火箭发动机高温部件、神舟系列飞船发动机部件、新型导弹发动机部件、火箭燃烧室等尖端科技领域。
	能源用钢	用于核电、石化、压力容器等制造行业。
	汽车（交通）用钢	用于曲轴、连杆用材、变速器专用材料、传动轴专用材料、悬架弹簧、稳定杆、扭力杆用材等。
	冷轧辊坯芯棒	用于轧机轧辊。
	不锈钢紧固件	用于螺丝生产过程中的紧固件。
	模具钢	热作模具钢主要用于制造对高温状态下的工件进行压力加工的模具。冷作模具钢主要用于制造对冷状态下的工件进行压制成型的模具。
轴承钢	电渣产品用于客车和货车轴承；模铸热轧棒材用于风电轴承市场和冶金矿山设备、高精度工业轴承；连铸热轧棒材用于工程机械、汽车轮毂、摩托车、家电及电机设备等；连铸热轧/冷拉盘卷用于制造各类滚动体。	

资料来源：公司官网，财富证券

图表 4 公司主要产品受国际权威机构认证

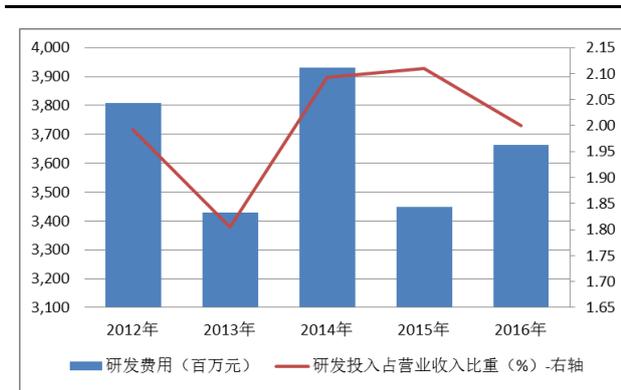
认证机构	认证产品
SVHC 认证	1220 镀锡&镀铬板、电镀锌、冷轧板、热镀锌、热轧板、无取向硅钢&取向硅钢、镀锌铝锌板、电镀锡板
ROHS 认证	1220 镀锡&镀铬板、电镀锌、冷轧板、无取向硅钢&取向硅钢、热镀锌、热轧板、电镀锡板、镀铝锌
船级社 QA 认证	热轧/厚板、厚板
JIS 标志认证	不锈钢
特种设备制造许可	热轧、钢管、不锈钢、管坯
API 标志认证	厚板、钢管

资料来源：公司官网，财富证券

3) 公司研发投入居同类上市公司前列

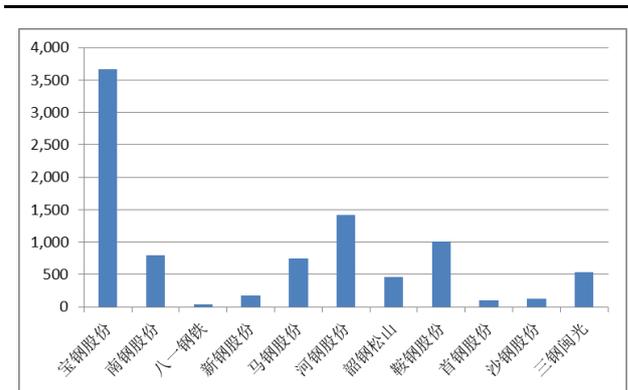
公司每年在研发上大规模投入资金，2012 年到 2016 年，研发投入费用均在 35 亿元以上，占营业收入比重分别为：1.99%、1.80%、2.09%、2.11%、2.09%，研发投入居同类上市公司前列。2015 年，公司研发出新一代先进超高强钢、高磁感取向硅钢等 5 个新产品，产品完成试制并进入市场拓展。2016 年，宝钢股份加大技术创新投入，产品开发、技术进步等方面不断取得进展。在成本控制方面，公司完善以成本削减为核心的敏捷经营管控体系；在用户服务方面，公司积极探索智慧制造在供应链协同中的研究与应用；加强品牌建设，打造绿色产业链。

图表 5 2012 年-2016 年公司研发费用及占比



数据来源：同花顺，财富证券

图表 6 宝钢股份研发投入居同类上市公司前列



数据来源：同花顺，财富证券

图表 7 公司 2016 年精品研发成果

编号	2016 年精品研发成果
1	R&D 投入率 2.0%，发明专利申请占比超过 70%。
2	新试独有比例超过 71%。
3	高磁感取向硅钢 B27R080、B30R090、连续油管 CT110 这三项产品实现全球首发。

资料来源：公司公告，财富证券

公司凭借公司已有的制造基地，利用多种形式的互供料，不仅有效缓解了部分品种的供需矛盾、提升用户保障能力，而且实现了公司整体利益的最大化。公司在汽车用钢、硅钢、厚板、热轧、冷轧、钢管方面都具有较强的制造能力。

图表 8 公司多产品、多领域制造能力突出

产品	制造能力
汽车用钢	冷轧超高强钢销量增幅同比超过 40%。高延伸率冷轧 QP980、QP1180 钢成功通过日产材料认证，成为日产在全球第四家、中国第一家该类产品的供应商。
硅钢	无取向硅钢获得比亚迪新能源汽车认证，已开始批量订货，将替代进口材料用于制造新能源汽车驱动电机。低噪音特性变压器钢产品已批量应用于制造电力变压器、配电变压器、电抗器等。
厚板	船用 2205 双相不锈钢+DH36 轧制复合板通过 BV 船级社认证，成为全球首家通过船级社认证的 2205 双相不锈钢复合板的厂家。顺利完成 CAP1400 核电站 2#安全壳用

	SA738Gr.B 钢板首单合同。LPG 船用超低温钢通过主要船级社的认证目前已经获得权威船级社 ABS 的证书，标志着宝钢在该领域内可以全方位供货。
热轧	桥壳钢 BQT800 通过了德国戴姆勒板簧式桥壳的认证。产品 BW300TP 在混凝土搅拌车行业及下游用户处的实际使用效果已得到充分认可，综合成材率 90% 以上，较 2015 年合同量有大幅度提高。
冷轧	实现了覆膜铁全新产品的工艺、装备、在线检测技术产业化。分别完成低铝锌铝镁和高铝锌铝镁镀层首次工业试制，并完成锌铝镁镀层彩涂板试制，初步掌握锌铝镁镀层热浸镀及彩涂工艺技术。
钢管	超高强连续油管用钢 CT110 首次向北美、伊朗等市场批量供货，实现了海外市场的里程碑式突破。国际首发的无缝钢管在线控冷工艺技术实现规模化应用。

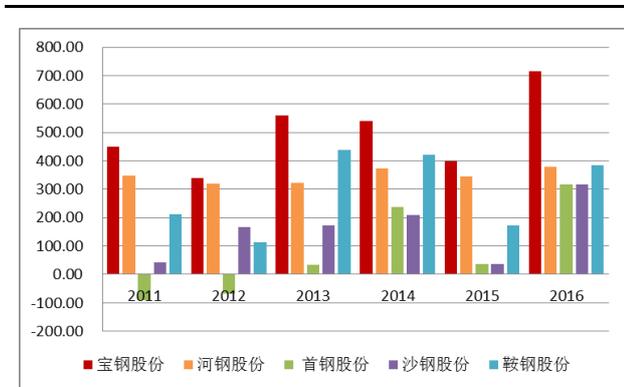
资料来源：公司公告，财富证券

1.2 高盈利—盈利能力行业领先，毛利率常年处于高位

1) 盈利能力行业领先

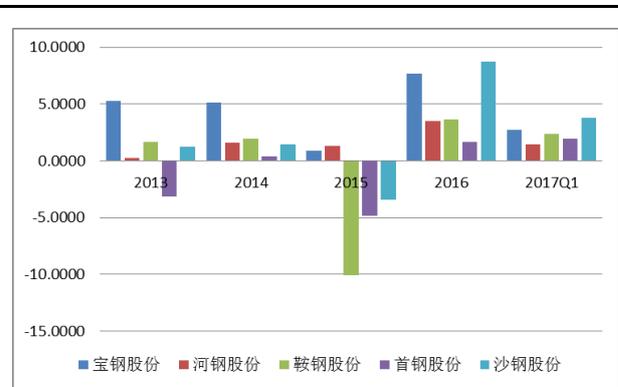
公司在行业低迷期间仍然能够保持盈利，2011-2016 年的吨钢毛利分别为：450 元、340 元、559 元、540 元、399 元和 714 元，都处于行业绝对领先地位；净资产收益率 ROE 常年处于行业领先地位，盈利能力强。2011-2017Q1 中，宝钢股份的净利润有 4 年超过行业中其他公司净利润之和，净利润总额处于同类型公司中的绝对领先地位。

图表 9 公司吨钢毛利处于行业绝对领先地位



资料来源：同花顺，财富证券

图表 10 公司 ROE 常年处于行业领先



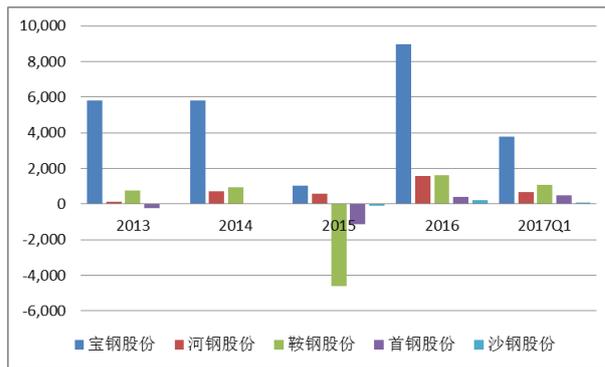
资料来源：同花顺，财富证券

图表 11 公司的归母净利润处于行业绝对领先地位

图表 12 公司的归母净利润处于同类公司前列



资料来源：同花顺，财富证券

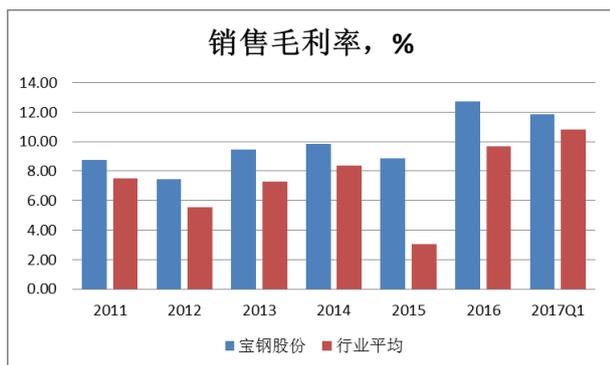


资料来源：同花顺，财富证券

2) 毛利率常年高于行业平均，处同类公司前列

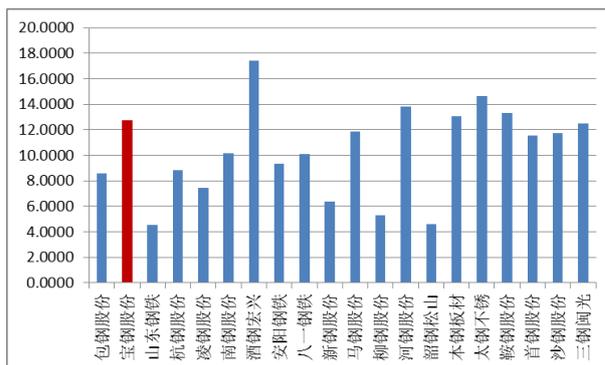
2011-2017Q1，公司产品的销售毛利率分别为 8.75%、7.46%、9.47%、9.86%、8.87%、12.73%和 11.86%，均高于行业平均水平。在同类上市公司中，宝钢股份毛利率也处于前列。

图表 13 公司毛利率常年保持高于行业平均水平



资料来源：同花顺，财富证券

图表 14 2016 年公司毛利率处于同类上市公司前列



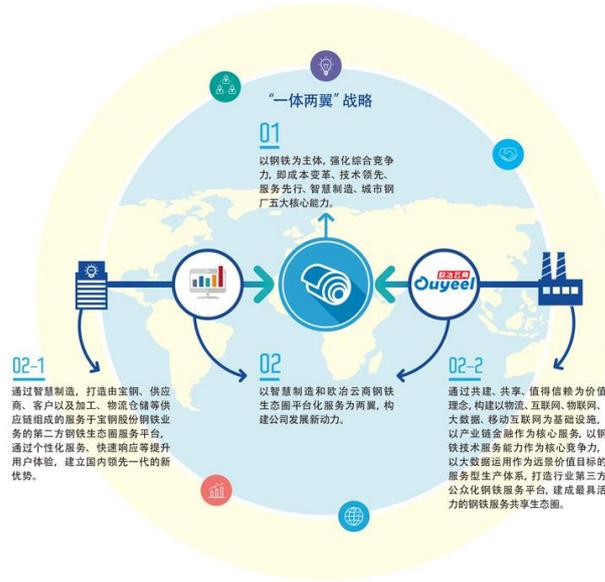
资料来源：同花顺，财富证券

1.3 稳增长——“一体两翼”，构建智能制造领先优势

1) 以钢铁业务发展为“一体”，以智慧制造和欧冶云商为“两翼”

宝钢是我国最大的钢铁企业，具有规模优势，技术优势及产业优势等多种优势，同时兼并发展多项钢铁相关的产业，奠定了在行业的龙头地位。公司坚持以钢铁业务发展为“一体”，强化综合竞争力，以智慧制造和欧冶云商为“两翼”的发展，构建公司在互联网时代和智能制造时代领先同一行业的优势。

图表 15 宝钢“一体两翼”发展战略

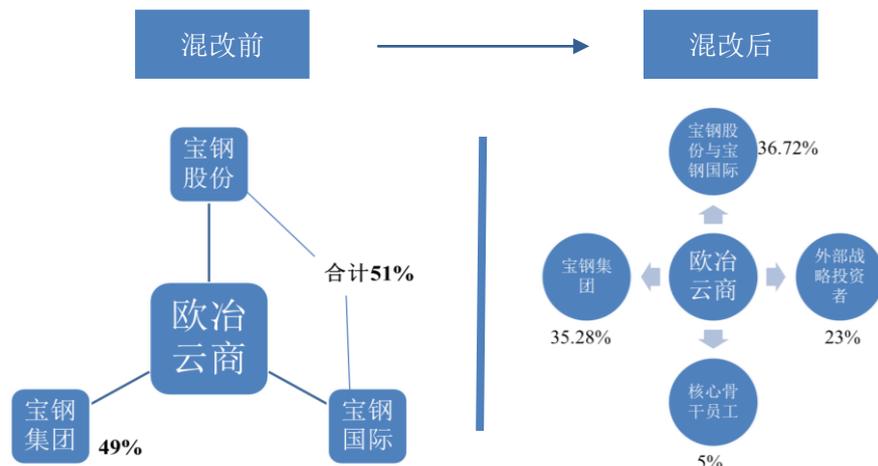


资料来源：公司官网，财富证券

2) 欧冶云商混改完成，两翼事业不断添砖加瓦

引入股东的战略资源，推动公司的战略布局、战略转型。欧冶云商原股权结构为宝钢股份与宝钢国际合计持股 51%，宝钢集团持股 49%，实质上是宝钢集团完全掌控，股权结构非常集中。混改后，一次性大量放开了 28% 的股权，由宝钢集团和宝钢国际持股 36.72%，宝钢集团持股 35.28%，外部战略投资者持股 23%（宝钢集团、首钢基金、普洛斯各占股 5%，建信信托、沙钢集团、日本三井物产分别占股 3.5%、2.5%、2%）。基本实现了国企混改的“三方持股”的构架，是我国国企混改实施的第一梯队。引入股东的战略资源，推动公司的战略布局、战略转型。

图表 16 欧冶云商混改前后股权结构



资料来源：公司公告，财富证券

混改后，全国网络覆盖将更加高效。欧冶云商是宝钢集团在电子商务领域的拓展，通过引入股东的战略资源，本钢、首钢和沙钢在战略布局和产品辐射上与宝武集团形成互补。至此，公司在华北、华东、武汉、新疆、湛江都有布局，全国的网络覆盖更加全面，供货面积大幅改善，同时也加长了运输半径。

图表 17 欧冶云商混改后的电商网络覆盖更加高效



资料来源：财富证券

图表 18 欧冶云商引入股东战略资源

混改引入企业	优势
本钢、沙钢和首钢	属于同行业不同地区，在战略布局上与宝武钢铁集团形成了协同，有利于建立覆盖全国的服务网络，同时对于公司向开放型的第三方电商平台转型意义重大；
普洛斯	对欧冶云商的物流体系建设有巨大的帮助；
建信信托	下一步在大宗商品供应链金融领域发力；
三井物产	对于弥补欧冶云商的全球网络短板和提升国际化业务能力大有裨益；
核心骨干员工持股	有利于激励人才团队的积极性，激发内生发展动能。

资料来源：公司公告，财富证券

二、宝武合并，钢铁巨轮扬帆起航

2.1 宝武集团成为世界第二的钢铁企业

2017年2月，宝钢集团和武钢集团实施合并，合并的具体细节如下：

集团层面，武钢集团整体划入宝武集团。宝钢集团更名为“中国宝武钢铁集团有限公司”，作为重组后的母公司；而武钢集团股权整体无偿划转至中国宝武集团，成为其全资子公司。

上市公司层面，宝钢股份吸收合并武钢股份。宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行 A 股股票，换股吸收合并武钢股份（不再存续）。武钢股份现有的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由武钢有限承接与承继，自交割日起，武钢有限的 100% 股权由宝钢股份控制。

合并完成后，宝武集团控制上市公司 65.6% 股权。此次换股合并中，宝钢股份与武钢股份的换股价格分别为 4.6 元/股和 2.58 元/股；即武钢股份与宝钢股份的换股比例为 1: 0.56。宝钢股份新增发行股份 56.53 亿股。合并完成后，上市公司股份总数为 221.03 亿股。合并后，宝武集团持股合并后上市公司 65.6% 股份（宝钢集团 52.1%+武钢集团 13.5%）。

图表 19 宝武合并历程

时间	事件
2016 年 9 月 22 日	董事会审议同意《关于宝山钢铁股份有限公司与武汉钢铁股份有限公司合并方案的议案》。
2016 年 10 月 17 日	国务院国资委出具《关于宝山钢铁股份有限公司换股吸收合并武汉钢铁股份有限公司有关问题的批复》。
2016 年 10 月 28 日	公司召开 2016 年第三次临时股东大会，审议通过与本次合并相关的议案。
2016 年 12 月 6 日	公司披露《关于本次合并获得商务部反垄断局批复的公告》。
2016 年 12 月 29 日	公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准宝山钢铁股份有限公司换股吸收合并武汉钢铁股份有限公司的批复》。
2017 年 2 月 17 日	本次合并实施换股日
2017 年 2 月 21 日	公司取得中国证券登记结算有限公司上海分公司证券变更登记证明。
2017 年 2 月 27 日	公司完成本次合并，新增股份同日上市。

资料来源：公司公告，财富证券

公司合并吸收武钢股份后，公司拥有上海宝山、南京梅山、湛江东山、武汉青山等主要生产基地。在全球上市钢铁企业中，粗钢产量排名第三、汽车板产量排名第三、取向硅钢产量排名第一，综合排名第二。

图表 20 宝武集团成为世界第二大钢铁企业

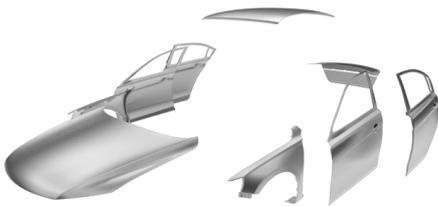
排名	公司	总部所在国	2016 年产量 (百万吨)
1	安赛乐米塔尔	卢森堡	95.45
2	宝武集团	中国	64.81
3	河钢集团	中国	46.18
4	新日铁	日本	46.16
5	浦项制铁	韩国	41.56
6	沙钢集团	中国	33.25
7	鞍钢集团	中国	33.19
8	日本钢铁工程控股公司	日本	30.29
9	首钢集团	中国	26.8
10	塔塔钢铁集团	印度	24.49

数据来源: worldsteel, 财富证券

2.2 汽车板—绝对的优势产品

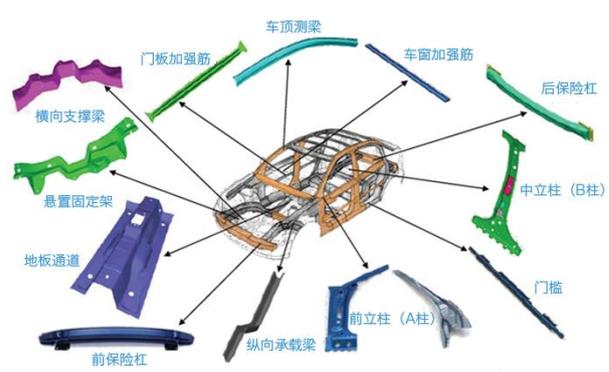
汽车是钢材的消耗大户，汽车除冲压用的四门两盖使用的是冷轧钢卷板之外，保险杠、支架、门槛等十几个重要承力结构零部件均需要使用不同形状的钢材。一辆汽车中，钢材占总重量的 70% 以上，其中汽车板占钢材比例 52%，齿轮钢、轴承钢、弹簧钢占 31%，带钢占 6.5%，型钢占 6%，钢管占 1%，金属制品及其他占 5%。

图表 21 汽车冲压用钢零部件



资料来源: 公司官网, 财富证券

图表 22 汽车主要结构件均需要使用钢材



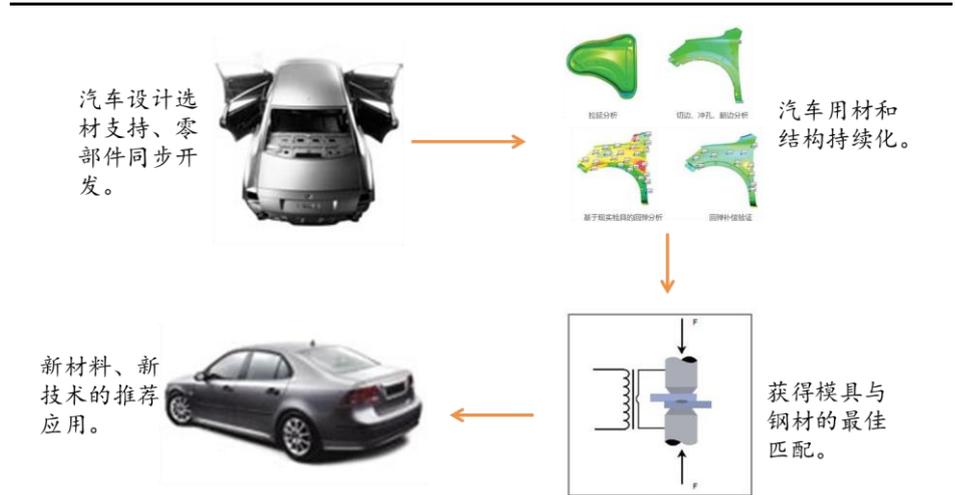
资料来源: 公司官网, 财富证券

随着汽车轻量化的趋势，汽车主要用材逐渐形成了两种发展趋势，一是逐渐使用铝合金、镁合金等密度较小、比强度和比刚度都较高的轻金属进行替代钢材；另一个则是使用高强度钢，以此来减少钢的用量，达到减轻重量的目的。目前国内在铝合金和镁合金等轻金属替代方面技术尚未完全成熟，只有奥迪 A8 等高端车辆才使用全铝车身，加上研发和制造成本高，在汽车上广泛使用还不具备可行性。所以目前广泛采用的轻量化材料是高强度钢，有数据显示，当钢板的厚度分别减少 0.05、

0.1、0.15mm 时，汽车可减重 6%、12% 和 18%。

汽车用钢属于高附加值产品，技术壁垒高，产品利润丰厚。宝钢为汽车厂提供从设计到量产的全过程技术支持，从四个方面来提高汽车产品的竞争力：一是汽车设计选材支持、零部件同步开发，达到设计控制成本和质量；二是汽车用材和结构持续化，实现技术降本和轻量化；三是模具设计与验收技术支持，获得模具与钢材的最佳匹配；四是新材料、新技术的推荐应用，提升汽车产品竞争力。

图表 23 公司从技术上提高产品竞争力

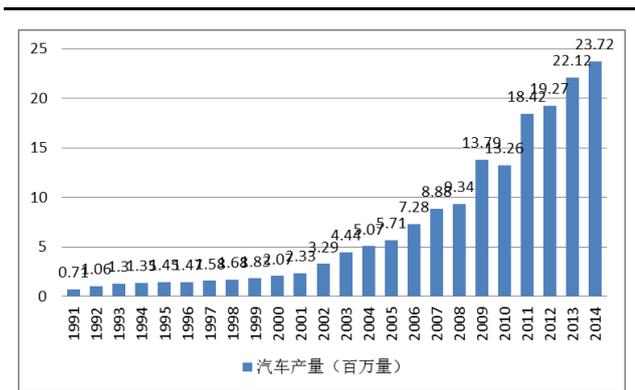


数据来源：公司官网，财富证券

宝钢汽车板从 1988 年起步，经历 27 年的发展，从无到有，从有到优，具备技术和规模优势。汽车用高强钢生产方面在国内处于绝对优势地位，引领国内汽车用高强钢的发展。普通汽车板市场份额超过 50%，汽车外板和高强度钢产品占有率超过 60%。宝武合并后，宝钢汽车板市场占有率为世界第三。宝钢有三个现代化的冷轧厂生产汽车板，包括一冷轧(2030 冷轧厂)、三冷轧(1550 冷轧厂)以及与新日铁、阿赛洛合资的 1800 冷轧。

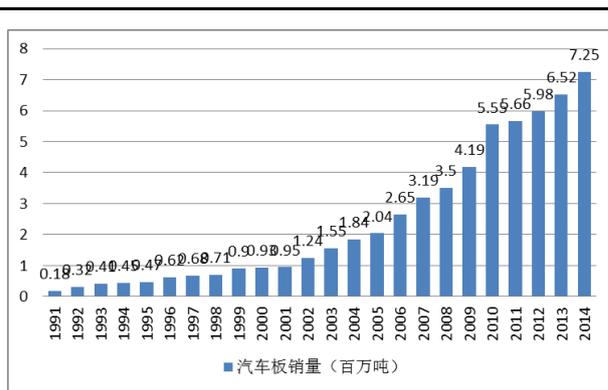
多年经验积累，技术实力超强，产量居于行业前列。宝钢新日铁公司是宝钢汽车板的主要生产基地，主要经营范围为生产、销售用于汽车、汽车零部件的冷轧钢板和热镀锌钢板。截至 2016 年末，该公司总资产为 50.3 亿元，净资产为 35.1 亿元，本年度实现净利润 2.6 亿元。1991 年到 2014 年期间，国内汽车销量逐年增加，宝钢汽车板的销量也随之增加，宝钢在这期间的汽车板市场占有率从未改变。

图表 24 1991-2014 年期间汽车销量逐年增加



数据来源：公司官网，财富证券

图表 25 宝钢汽车板销量随着汽车销量逐年增加



数据来源：公司官网，财富证券

2.3 取向硅钢技术壁垒高，龙头地位无可撼动

取向硅钢是指结晶排列有一定规律和方向的硅钢。硅含量通常稳定在3%左右，铁损低，磁感应强度高，公称厚度有0.20mm、0.23mm、0.27mm、0.30mm和0.35mm等。用于电力工业的各种变压器等方面。

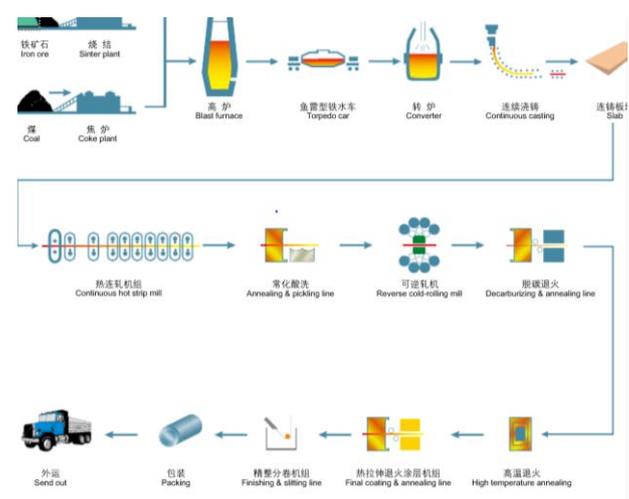
宝武集团的取向硅钢产量全球排名第一。拥有高磁感取向硅钢 B30R090、B27R080 等高端取向硅钢的生产能力。同时，无取向硅钢获得比亚迪新能源汽车认证，已经开始批量订货，将替代进口材料用于制造新能源汽车驱动电机。低噪音特性变压器钢产品已经批量应用于制造电力变压器、配电变压器、电抗器等。产品具有优异的电磁性能、出色的加工性能、卓越的尺寸精度、优良的表面涂层性能及700-1200mm的广泛宽度选择。

图表 26 宝钢取向硅钢产品



资料来源：公司资料，财富证券

图表 27 宝钢取向硅钢生产工艺流程

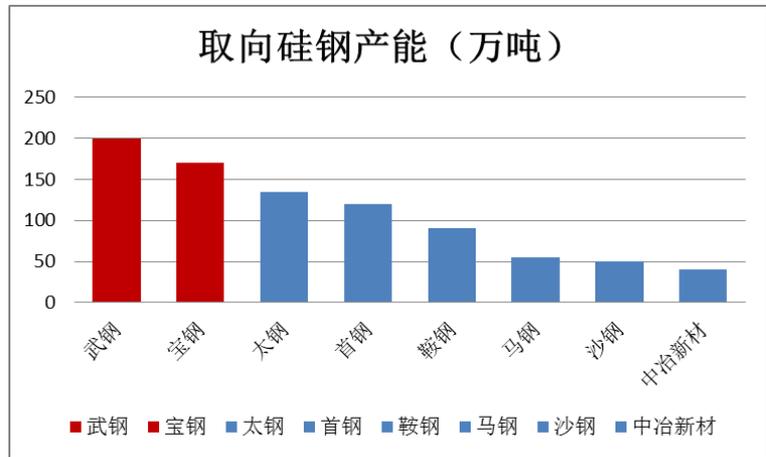


资料来源：公司资料，财富证券

目前，国内已经有宝武集团及首钢具备了高磁感取向硅钢的生产能力，且产品

质量进步水平很快。广东盈泉、山东以利奥林、福建新万鑫等民营企业也通过购入热轧板和冷轧板的方式进入了取向硅钢市场。但是在产能和产量上，宝武集团具有绝对竞争力。

图表 28 合并后取向硅钢产能竞争力处于绝对领先地位



数据来源：中国电工学会分会，财富证券

2.4 湛江钢铁产能释放，新增盈利增长点

宝钢湛江钢铁项目是贯彻落实国家产业发展政策，促进钢铁行业淘汰落后产能、结构调整的重要举措，也是实施粤东西北振兴发展战略、破解广东区域发展难题的重要举措。该项目 2013 年 5 月 17 日主体工程正式开工建设，建设规模为年产铁水 823 万吨、钢坯 892.8 万吨，主要品种包括热轧板、冷轧薄板、热镀锌板、电工钢及宽厚板等，同时预留热轧超高强钢生产能力。产品以华南市场为重点并辐射东南亚，满足目标市场中高端碳钢板材产品需求。

湛江钢铁产能爬坡，产品毛利总体向好。2016 年湛江钢铁实现了从建设到经营的转变，1 月份实现 2030 冷轧热负荷试车，3 月份实现 1 号高炉系统全线贯通，7 月份实现 2 号高炉顺利点火。各生产线陆续进入试生产，一高炉、热轧、冷轧连退等陆续实现月达产，顺利通过 BSI 的 ISO9001 认证和 ISO/TS16949 符合性认证。先后完成了低碳软钢、合金钢、汽车结构钢等 9 大类 402 个品种拓展，汽车板产量超出年度计划目标。产品已为 50 多家汽车用户供货。截止 2017 年 6 月，湛江两座由宝武集团自主建成的高炉累计生产铁水突破 1000 万吨。

三、供需关系平衡，钢企扭亏为盈具有可持续性

3.1 地条钢已清理，去产能年度任务即将完成，供给端收窄

2016 年，我国钢铁企业完成去产能 6500 万吨，2017 年计划完成去产能 5000 万吨，截止今年 5 月底，已完成去产能 4239 万吨，完成年度目标任务的 84.8%。截止 6 月 30 日，共关闭地条钢生产企业 600 多家，涉及产能 1.2 亿吨。根据国家统计局

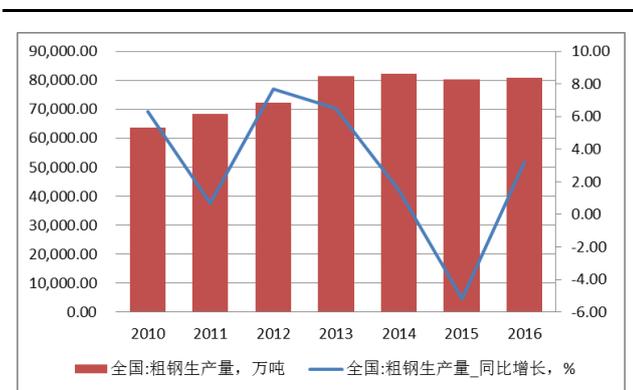
的数据，2017年1-5月，全国的粗钢产量为3.46亿吨，去年同期为3.32亿吨，同比增加4.27%。按照60%的产能利用率计算，地条钢产量在7000万吨左右，过去地条钢不在统计范围内，所以表现出我国统计在内的粗钢产量在增加，但实际的粗钢产量在减少。从2017年全年来看，从国家统计局数据看，若粗钢产量保持4%的增速，2017年的粗钢产量将在2016年的基础上增加3300万吨至8.39亿吨。在供给侧改革的政策下，严控新增产能，在炼钢的新增产能逐年减少的情况下，打击地条钢、中频炉的影响下，全年的产量可能较2016年收缩9000万吨左右。从上半年钢材现货市场的表现来看，螺纹钢价格一路飙升，吨钢利润长期维持在1000元以上，说明供给的缺口一直没有补上。

图表 29 2017 我国去产能进程

时间	去产能进程
2017年3月	《政府工作报告》提出，今年要扎实有效去产能，再压减钢铁产能5000万吨左右。
2017年4月底	全国退出粗钢产能3170万吨，已完成年度目标任务63.4%。
2017年5月底	已压减粗钢产能4239万吨，完成年度目标任务84.8%。

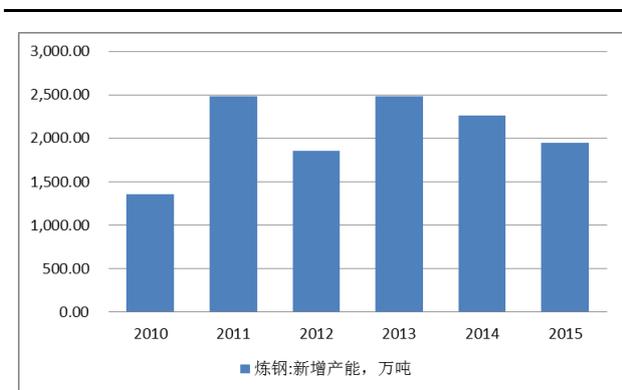
资料来源：我的钢铁网，财富证券

图表 30 全国粗钢生产量（万吨）



数据来源：同花顺，财富证券

图表 31 炼钢新增产能逐年减少



数据来源：同花顺，财富证券

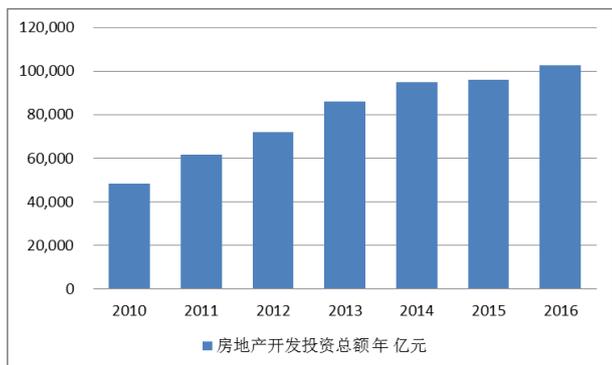
3.2 钢材需求增速有所降低，总需求量相对平稳

钢材的下游需求主要包括房地产、基础设施建设、机械制造、汽车、船舶、家电、电力设备等领域。其中房地产和基础设施建设等建筑行业的需求占整个下游行业需求的50%以上，机械、汽车、船舶、家电、电力设备的需求占比分别为：20%、9%、4%、5.5%和2.5%。

房地产行业需求平稳增长。房地产行业的投资总额从2010年开始一直处于平稳增长的态势，2016年全年的房地产新开工面积为16.69亿平方米，同比增速为8.10%，2017年1-5月房地产行业的新开工面积为6.52亿平方米，同比增速为9.5%，基本保

持平稳增长。

图表 32 房地产开发投资平稳增长



数据来源：同花顺，财富证券

图表 33 房地产新开工面积平稳增长

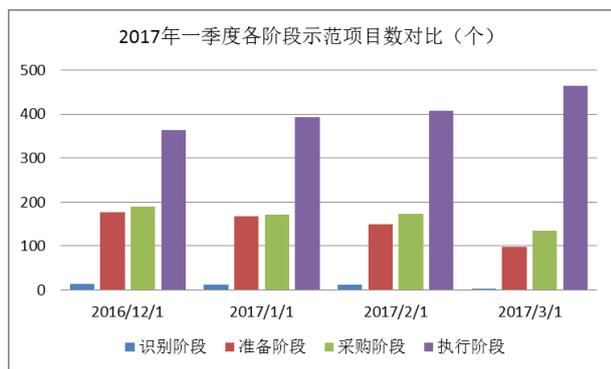


数据来源：同花顺，财富证券

PPP 拉动基础设施建设钢材需求增加。根据财政部政府和社会资本合作中心公布的全国 PPP 综合信息平台项目库第 6 期季报,截止 2017 年 3 月末,全国共有 12,287 个 PPP 项目入库,累计投资额 14.6 万亿,覆盖 31 个省(自治区、直辖市)及新疆兵团和 19 个行业领域。其中,已签约落地项目 1729 个,投资额 2.9 万亿元,覆盖除天津、西藏以外的 29 个省(自治区、直辖市)及新疆兵团和 19 个领域,落地率 34.5%。

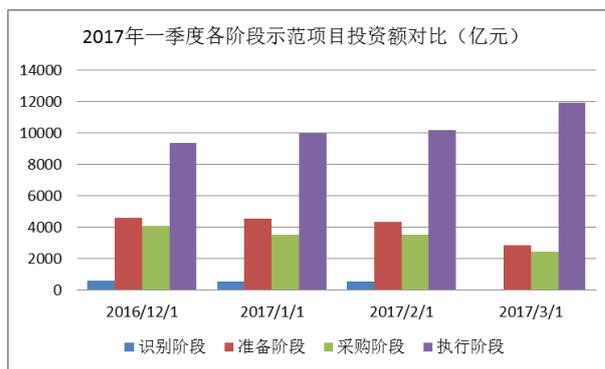
PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段。执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交 4 个阶段项目数总和的比值为项目落地率。截至 2017 年 3 月末,已签订 PPP 项目合同进入执行阶段的示范项目 464 个、投资额 11,900 亿元、落地率 66.6%。

图表 34 PPP 执行项目数不断增加



数据来源：全国 PPP 综合信息平台，财富证券

图表 35 PPP 投资总额不断增加



数据来源：全国 PPP 综合信息平台，财富证券

汽车行业需求平稳增长,新能源汽车需求增速明显。2016 年,我国汽车销量达 2811 万辆,同比增长 13.1%。据中汽协预测,2017 年我国汽车产销量将达到 2940 万辆,增速预计保持在 5%左右,其中,乘用车增速为 5%左右,销量为 2570 万辆左右,商用车增速为 2%左右,销量为 370 万辆左右。进出口方面,2016 年全年出口 70.8

万辆，预计 2017 年出口达 75 万辆，同比增速 5% 左右。新能源汽车方面，2017 年 5 月，共销售新能源汽车 4.53 万辆，环比增长 31.8%，同比增长 28.4%。1-5 月，共销售新能源汽车 13.57 万辆，同比增长 7.8%。在补贴政策的影响下，今年新能源汽车的销售有望保持较高的增速。

图表 36 2017 年汽车产量平稳增长



数据来源: 同花顺, 中汽协, 财富证券

图表 37 2017 年汽车销量平稳增长



数据来源: 同花顺, 中汽协, 财富证券

图表 38 2017 年以来新能源汽车产销量增速明显

	5 月 (辆)	1-5 月累计(辆)	环比增长, %	同比增长, %	同比累计增长, %
新能源汽车	45300	135702	31.8	28.4	7.8
新能源乘用车	38853	120667	27.5	49.4	39.7
纯电动	32438	98792	27.6	88.9	76.2
插电式混合动力	6415	21875	26.7	-27.3	-27.9
新能源商用车	6447	15035	66	-30.6	-61.9
纯电动	6092	12633	93.0	29.8	-65.1
插电式混合动力	355	2402	-51.1	-41.9	-25.3

数据来源: 中汽协, 财富证券

机械设备增速明显，家用电器平稳，新增船舶订单减少。2017 年 5 月，挖掘机产量为 16675 台，同比增速 63.8%，挖掘机产量自 2016 年 10 月以来都保持超过 60% 以上的高速增长。2017 年，在 PPP 和一带一路等基础设施建设的拉动下，挖掘机产量有望保持较高的增速。2016 年机车产量为 1292 辆，同比下降 43%，2017 年 4 月机车产量为 497 辆，同比增长 24%，预计 2017 年机车产量总体保持平稳。家电方面，主要家用电器冰箱、空调、洗衣机均保持平稳增速，新增船舶订单降幅明显。

图表 39 挖掘机产量增速明显



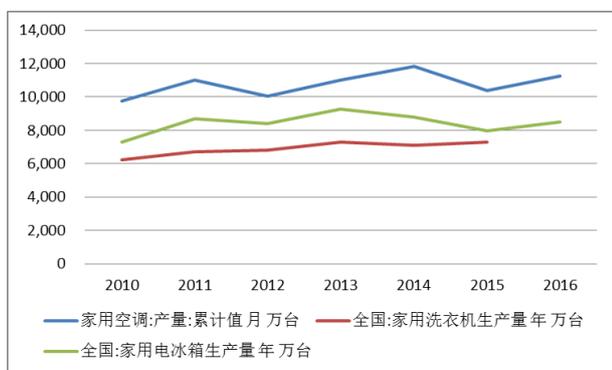
数据来源：同花顺，财富证券

图表 40 机车产量平稳增长



数据来源：同花顺，财富证券

图表 41 家用电器增速平稳



数据来源：同花顺，财富证券

图表 42 新增船舶订单量减少

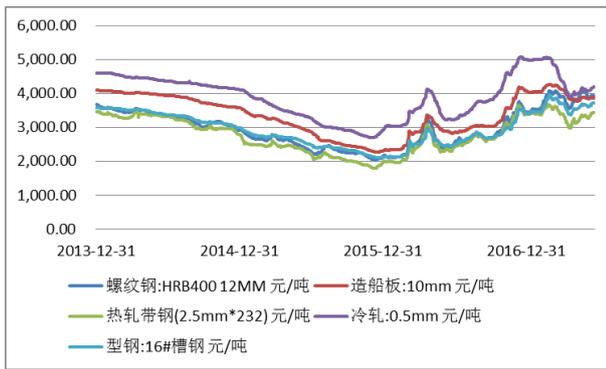


数据来源：同花顺，财富证券

3.3 行业利润处于相对高位，企业亏损面全面降低

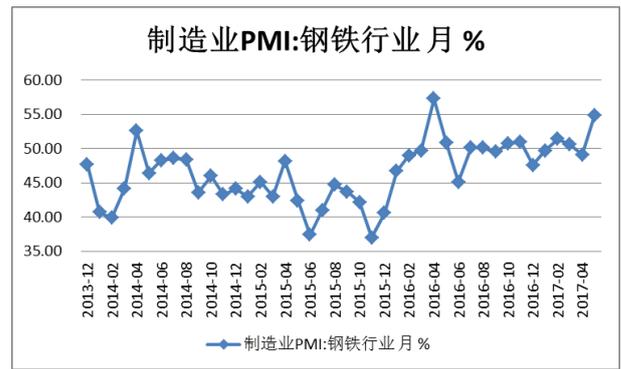
2017 年以来，随着供给侧改革的深化，在经历了深化供给侧改革的 2016 年之后，整个行业缩减了 6500 万吨的粗钢产能，2017 年压减 5000 万吨产能的年度目标任务已经完成 8 成以上，加上 1.1-1.2 亿吨的地条钢在 6 月底将全面清除，目前供给端收窄的情况下使得粗钢价格处于合理价位空间，主要产品价格都维持在相对高位。自 2017 年 1 月以来，我国钢铁行业的 PMI 指数也一直攀升，从 1 月的 45 到 5 月的 51.6，其中，2 月、3 月和 5 月钢铁行业 PMI 指数均超过了 50。钢铁企业亏损面达 2012 年以来的地位，企业利润也处于高位。整个行业的利润处于高位。

图表 43 主要钢铁产品价格处于相对高位



数据来源: 我的钢铁网, 财富证券

图表 44 钢铁行业 PMI 指数处于相对高位



数据来源: 我的钢铁网, 财富证券

图表 45 钢铁行业亏损企业数 2012 年以来低点



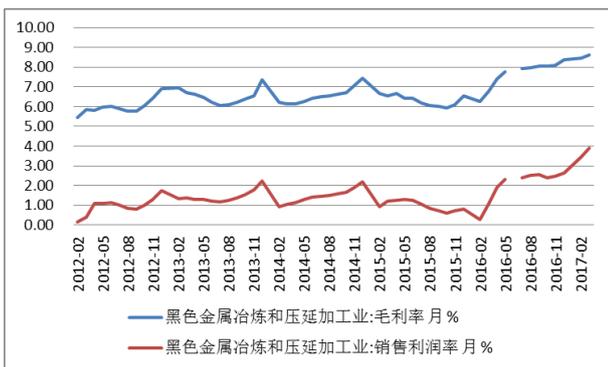
数据来源: 同花顺, 财富证券

图表 46 钢铁行业亏损总额 2012 年以来低点



数据来源: 同花顺, 财富证券

图表 47 钢铁行业毛利率处于 2012 年以来高位



数据来源: 同花顺, 财富证券

图表 48 钢铁行业利润率处于 2012 年以来高位



数据来源: 同花顺, 财富证券

3.4 原材料价格低位徘徊, 成本端增厚企业利润

原材料铁矿石价格处于低位, 库存处于高位, 没有上涨动力。普氏 62% 铁矿石指数自 2014 年年初高位下行后一直处于相对低位, 年初以来铁矿石价格已经从最高的 95 美元/吨一路下跌, 目前, 铁矿石价格在 57 美元/吨左右, 铁矿石价格已经连续

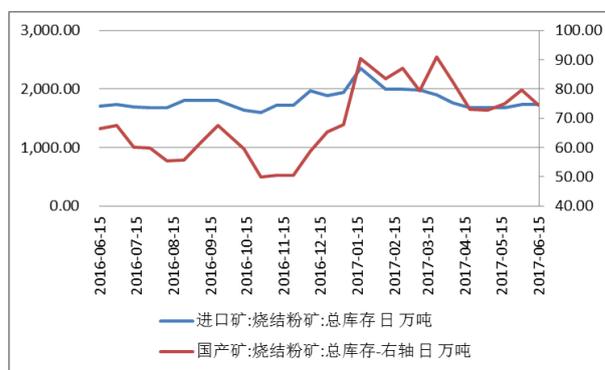
21周低于60美元/吨。铁矿石的库存从年初11732万吨一直上升到6月23日的14539万吨，已经是连续第13周上升，加上进口矿和国产矿库存从今年年初以来一直保持在相对高位，国外四大矿山供应稳步增加。所以，原材料铁矿石的价格目前没有上涨动力，预计今年会维持均价60美元/吨。

焦煤是原材料成本的重要组成部分，2016年煤炭行业全面深化供给侧改革之后，煤炭价格触底回升，2016年10月开始，焦煤价格回到1000元/吨，之后一路上涨至2017年1月份的1530元/吨的高位。2017年以来，焦煤价格有所回落，6月以来稳定在1340元/吨，进入夏季，焦煤将迎来季节性淡季，加上港口、产区库存稳定，价格趋于平稳的可能性较大，对成本的影响不大。

图表 49 铁矿石价格处于相对低位



图表 50 铁矿石库存处于相对高位



数据来源：同花顺，财富证券

数据来源：同花顺，财富证券

钢材价格维持高位是大概率事件。总体来说，在供给侧改革的大背景下，新增产能的增量有限，供给缺口难以在短时间内得到填补，供需关系的不平衡是维持钢材价格高位震荡的主推手，除此之外，铁矿石港口库存在如此高的位置上，加上四大主流矿山今年都有增加发货量的计划，铁矿石没有涨价的预期，焦煤价格也相对平稳，所以钢材价格维持高位是大概率事件。

四、盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

宝武合并之后，宝钢将拥有宝山、梅山、湛江、青山四个生产基地，其中宝山产能最大，约1600-1700万吨，梅山产能近700万吨，湛江设计产能800-900万吨粗钢，预计2017年底释放全部产能，青山产能1400-1500万吨。目前公司产能4500万吨，产品集中于板材，占比九成左右；有少量长材产品，如钢管、高速线材，但不供应建筑行业。板材中，汽车板产能1200万吨，取向硅钢产能80万吨，无取向硅钢产能200多万吨。假设公司2019年能够实现4500万产能全部释放，2017、2018年的钢材产量为：4032万吨和4233万吨，其中，2017年实现冷轧碳钢板卷产量1693

万吨、热轧碳钢板卷 1612 万吨、钢管产品 296 万吨、其他钢材产品 419 万吨。

图表 51 钢铁制造业务产量预测

单位：元/吨，万吨，百万		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
产量假设		2231	2375	4032	4233	4445
销量假设		2215	2400	4032	4233	4445
冷轧碳钢板卷	产量	946	987	1693	1778	1867
	销量	945	973	1804	1778	1867
热轧碳钢板卷	产量	889	959	1612	1693	1778
	销量	884	1004	1718	1693	1778
钢管产品	产量	164	153	296	311	327
	销量	225	156	316	311	327
其他钢铁产品	产量	232	276	419	440	462
	销量	221	275	446	440	462

数据来源：同花顺，财富证券

成本假设：假设年内普氏 62% 铁矿石价格指数维持在 60 美元/吨，钢厂使用铁矿石以普氏 62% 为主，汇率均价为 6.8，内河运费均价为 22 元/吨，矿石到厂成本为 430 元/吨，冶金焦煤的价格均价为 1400 元/吨。生产一吨生铁的铁矿石需求量为 1.6 吨，焦煤量为 0.6 吨，增值税为 17%，现金成本假设为 220 元，则生铁的吨成本为 1620 元。假设废钢年内均价为 1500 元/吨，硅锰均价为 6700 元/吨，废钢添加比例为 15%，硅锰添加比例为 1%，生产过程中的现金成本为 220 元/吨，则钢坯成本为：1889 元/吨。目前的环保成本大约在 120 元/吨左右，新建的宝钢湛江生产线环保成本为 400 元/吨。

图表 52 钢铁制造业务业务成本假设

成本假设	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
平均吨钢成本	3200	2875	3141	3141	3141
热轧碳钢板卷	2291	2217	2100	2450	2450
冷轧碳钢板卷	3777	3746	3761	4111	4111
钢管产品	1668	4009	2838	3188	3188
其他钢材产品	3354	2777	3065	3415	3415
吨钢成本变化（元/吨）		-577	288	350	0
吨钢铁矿石成本变化		68	39	54	29
普氏 62% 铁矿石指数	55.58	58.49	60	65	67
yoy change		5.24%	2.58%	8.33%	3.08%
人名币汇率	6.23	6.64	6.89	6.87	6.94
yoy change		6.65%	3.67%	-0.16%	1.00%
内河运费（元）	22	22	22	22	22
铁矿石到厂价格	368.17	410.51	435.17	468.86	487.22
吨钢铁矿石用量（吨）	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

吨钢焦煤成本变化 (元/吨)		65	322	0	0
焦煤价格	754.28	861.76	1400	1400	1400
价格变化 (元)		107.48	538.24	0	0
吨钢焦煤用量 (吨)		0.6	0.6	0.6	0.6
钢坯现金成本	440	440	440	440	440

数据来源: 同花顺, 财富证券

2016年是深化供给侧改革之年。钢铁行业作为供给侧改革的重要行业,2016年全年完成去产能6500万吨,2017年计划完成去产能5000万吨,截止5月底,全国已完成年度任务的80%以上。2017年,打击中频炉、淘汰地条钢的政策得到了很好的贯彻落实,预计6月底将淘汰约1.1-1.2亿吨的粗钢产能。行业供需格局在供给侧改革之下得到全面改善,行业亏损面全面降低,盈利能力将大幅改善。2017年2月,宝钢集团与武钢集团合并完成,武钢集团退市。2015、2016年的业绩数据属于宝钢集团,没有叠加武钢集团业绩。2017-2018年将基于两家合并后的产能进行业绩测算。

图表 53 钢铁制造业务价格假设

公司价格假设 (不含税)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
公司钢材实际价格及预测	3433	3602	3738	3738	3738
yoy change		4.92%	3.78%	0.00%	0.00%
冷轧碳钢板卷价格均价	4407	4422	4635	4635	4635
yoy change		0.34%	4.82%	0.00%	0.00%
热轧碳钢板卷价格均价	2594	2848	3024	3024	3024
yoy change		9.79%	6.18%	0.00%	0.00%
钢管产品价格均价	3311	4020	4024	4024	4024
yoy change		21.41%	0.10%	0.00%	0.00%
其他钢铁产品价格均价	3420	3120	3270	3270	3270
yoy change		-8.77%	4.81%	0.00%	0.00%

数据来源: 财富证券

图表 54 钢铁制造业务盈利预测

钢铁制造业务	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	96,816	103,243	150,716	158,230	166,154
yoy change		6.64%	45.98%	4.99%	5.01%
营业成本 (百万元)	88,234	85,874	126,645	132,959	139,617
净利润 (百万元)	8,582	17,369	24,071	25,271	26,537
yoy change		102.39%	38.59%	4.99%	5.01%
毛利率 (%)	8.87%	12.72%	15.97%	15.97%	15.97%

数据来源: 同花顺, 财富证券

综上,我们预计2017/2018年公司钢铁制造收入达1507.16/1582.30亿元,同比

增长 45.98%/4.99%，净利润分别为 240.71 亿/525.71 亿，同比增长 38.59%/4.99%。

4.2 投资建议

预计公司 2017-2018 年 EPS 为 0.66 元和 0.76 元，对应目前股价 PE 为 10.95 倍和 9.51 倍。目前行业供给端收窄，需求端平稳，原材料价格相对较低，当前公司估值偏低，给予公司 2017 年 12-15 倍 PE，合理区间为 7.92-9.9 元，给予“推荐”评级。

风险提示：钢材需求面收紧，主要产品价格下降。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438