

# 钢铁集团专题之四：本钢集团

## 位居国内前十钢企，内部挖潜降成本空间大、债务结构边际改善

分析师：李莎

分析师：刘洋



SAC 执业证号：S0260513080002



SAC 执业证号：S0260519060002



SFC CE.no: BNV167



020-66335140



021-87570852



lisha@gf.com.cn



gzly@gf.com.cn

请注意，刘洋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

**一、本钢集团：**本钢集团是国有特大型钢铁联合企业，由本溪钢铁（集团）有限公司与北台钢铁（集团）有限责任公司重组后组建，成立于2010年11月25日。截至2019年6月，本钢集团股东分别为辽宁省国有资产监督管理委员会（控股比例为80%）、辽宁省社会保障基金理事会（持股比例为20%），实际控制人为辽宁省人民政府。截止2019年10月16日，本钢集团通过本溪钢铁（集团）有限责任公司（持股比例为84.67%）间接持有上市公司本钢板材股份有限公司（本钢板材，股票代码“000761.SZ”）61.44%的股权。根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，2018年本钢集团实现营收634亿元，归母净利润-2.16亿元，毛利96亿元、毛利率为15.2%，其中钢铁板块营收和毛利占比均达94%（备注：上市公司本钢板材2018年实现营收502亿元，归母净利润10.36亿元，毛利50亿元，分别占本钢集团营收和毛利的79%、52%）。本文主要研究本钢集团相关情况。

### 二、钢铁业务：粗钢产量国内第十，内部挖潜降成本空间较大

**产能及产量：**根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，集团具备炼铁产能1735万吨、炼钢产能2136万吨、轧钢产能2917万吨、铸管产能40万吨，为国内十大钢铁企业之一。2018年集团粗钢产量1590万吨，居国内钢企第十位（备注：上市公司本钢板材2018年粗钢产量896万吨，占本钢集团粗钢产量的56%）。根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，本钢集团目前无需淘汰落后产能。

**品种结构：**根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，2019Q1本钢集团热轧、冷轧、线材产量占比分别达55%、26%和11%。集团大力推进产品结构优化，2018年“双高”产品占比达59%。

**成本：**根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，本钢集团目前拥有6座铁矿山，铁精矿年产能1022万吨/年，2018年铁精矿自给率为30%，但自有矿山铁精矿成本相对进口矿优势并不明显（备注：铁矿山资产不在上市公司本钢板材体内）。集团焦炭自给率达100%，供应稳定且较外部采购具备成本优势。2015-2018年本钢集团吨钢综合能耗持续低于行业平均，但通过内部降本、综合能耗仍有下降空间。

**销售：**本钢集团采取直供与经销结合的模式，直销占销售总量比率保持在60%左右。集团出口产品主要以热轧卷板及镀锌卷板、彩涂板等高端产品为主，市场比较分散且主要以直供用户为主，受出口退税率减少和贸易摩擦影响有限。2018年集团钢材出口量占比和出口金额占比均高达25%，排名国内前十大钢铁集团首位。

**盈利：**根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，本钢集团钢铁业务毛利率2016年以来处于逐年下滑趋势，2018年集团钢铁主业毛利率为15.3%、较2016年累计下降3.8PCT（同期前十大钢企平均毛利率为13.4%、较2016年累计提高2.9PCT），核心原因是本钢集团吨钢营收同比增幅低于吨钢成本同比增幅，与行业趋势相反（备注：上市公司本钢板材毛利率2016年以来也处于逐年下滑趋势）。

### 三、非钢：四大板块多元发展，但营收和盈利占比不足10%

本钢集团非钢业务主要涉及金融、商贸、机械制造和信息自动化等。整体看，本钢集团非钢业务的营收规模占公司总营收比重较小。营收规模看，本钢集团2018年非钢业务实现营业收入37.8亿元，仅占公司营业总收入的6%；毛利规模看，2018年非钢业务毛利占比也仅为6%（备注：本钢集团非钢业务相关资产均不在上市公司体内）。

### 四、财务分析：盈利能力承压、资产和存货周转率有待提升，债务结构和现金流边际改善

**（1）盈利及前瞻：**根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，2016-2019Q1，本钢集团钢铁主业毛利率分别为19.1%、17.8%、15.3%和12.6%，下降趋势较为明显，营收和毛利占比超90%的钢铁主业盈利能力承压。本钢集团管理费用率偏高、有息债务利息支出导致财务费用偏高，未来公司通过降本增效、效率优化以及债转股等资本运作等措施，期间费用率仍有较大下降空间，进一步夯实公司盈利能力。

**（2）资本结构及偿债能力：**根据Wind数据，截至2019年上半年，本钢集团总负债达1254亿元，较2012年年底累计增长36%。2012年以来本钢集团的资产负债率均在70%以上波动，2019年上半年达75%（备注：上市公司本钢板材2019年上半年资产负债率为67%）。结构上，本钢集团负债结构呈现边际改善趋势。一方面，2017年后集团有息债务规模和占比双双下降，2019年上半年分别为709亿元和57%，较2017年分别下降84亿元和16PCT；另一方面，2017年后集团短期有息负债规模和占比双双下降，2019年上半年分别为544亿元和77%，较2017年分别下降128亿元和8PCT。由此可见，尽管本钢集团资产负债率仍在70%以上的高位，但负债结构已经出现边际改善信号，未来本钢集团偿债能力有望进一步增强。

**（3）现金流量：**2017年来本钢集团经营活动产生的现金流量净额稳步上升、利润质量较高，资本开支周期暂缓叠加多举措降杠杆导致筹资活动现金流维持净流出。

### 五、投资建议：位居国内前十钢企，内部挖潜降成本空间大、债务结构边际改善。

**六、风险提示：**宏观经济超预期下行；全球贸易摩擦和保护主义升级导致出口受阻；原材料价格超预期上涨侵蚀利润；环保政策弱化产能及产量的确定性；制造业投资底部徘徊；可能的安全事故造成公司生产经营受到严重影响。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三钢闽光	002110.SZ	CNY	8.10	2019/8/29	买入	11.93	2.01	2.06	4.03	3.93	1.19	1.14	23.6	21.1
方大特钢	600507.SH	CNY	8.41	2019/8/16	买入	12.18	1.63	1.82	5.16	4.62	2.45	1.70	26.8	23.0
久立特材	002318.SZ	CNY	8.24	2019/8/29	买入	9.76	0.51	0.53	16.16	15.55	9.07	8.20	11.9	11.1
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	3.09	2019/9/2	买入	4.66	0.39	0.41	7.92	7.54	3.92	3.67	6.3	6.2
马钢股份	600808.SH	CNY	2.69	2019/9/2	买入	4.06	0.38	0.45	7.08	5.98	2.81	2.23	9.4	10.6
南钢股份	600282.SH	CNY	3.19	2019/8/27	买入	5.10	0.70	0.74	4.55	4.33	2.55	2.34	17.9	17.0
韶钢松山	000717.SZ	CNY	3.74	2019/8/20	买入	5.58	0.93	0.97	4.02	3.86	2.27	1.71	26.7	21.8
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	4.18	2019/8/18	买入	5.94	1.18	1.11	3.53	3.75	1.90	1.88	23.9	19.4
新兴铸管	000778.SZ	CNY	3.96	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	9.43	8.80	4.44	3.96	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	4.53	2019/8/21	买入	7.05	1.30	1.34	3.49	3.37	2.22	1.68	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	2.54	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	9.77	9.41	5.00	4.71	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	5.95	2019/8/23	买入	8.05	0.61	0.64	9.75	9.30	4.65	4.34	7.6	7.9
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.41	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	12.63	6.69	6.87	4.78	5.7	9.6
常宝股份	002478.SZ	CNY	6.28	2019/8/29	买入	8.30	0.68	0.81	9.24	7.75	4.35	3.42	14.7	15.3
河北宣工	000923.SZ	CNY	15.52	2019/7/2	买入	22.88	1.14	1.35	13.56	11.52	2.57	1.97	9.8	10.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

前言 .....	7
<b>一、本钢集团：钢铁为主、多元发展，辽宁省龙头钢企 .....</b>	<b>9</b>
(一) 股权结构：辽宁省国资委为公司控股股东，实际控制人为辽宁省人民政府 .....	9
(二) 业务结构：国内第十大钢铁集团，钢铁业务营收、毛利占比均超 90%，非钢多元产业协同发展 .....	9
<b>二、钢铁业务：粗钢产量国内第十，内部挖潜降成本空间较大 .....</b>	<b>15</b>
(一) 产能及产量：粗钢产能 2136 万吨、2017 年后粗钢产能利用率逐年提升 .....	15
(二) 品种：覆盖全面、热轧产品产量占比超 50%，“双高”产品占比逐年提高 .....	18
(三) 成本：自产铁矿石成本优势不明显、吨钢能耗仍有下降空间，产能利用率提升、固定资产和在建工程规模助吨钢折旧降低 .....	20
(四) 销售：直销占比达 60%、先款后货为主，海外销售金额和数量占比超 25%、居前十大钢铁集团中首位 .....	25
(五) 盈利及获现能力：吨钢成本同比增幅高于吨钢营收、2016 年来毛利率逐年下滑，降本空间较大、获现能力边际改善 .....	26
<b>三、非钢业务：四大板块多元发展，但营收和盈利占比不足 10% .....</b>	<b>30</b>
(一) 钢贸板块：业务主要集中于本钢国贸公司 .....	31
(二) 金融板块：业务主要集中于恒亿租赁和本钢财务公司 .....	32
(三) 机械制造板块：业务主要集中在本钢机械制造公司 .....	32
(四) 信息自动化板块：业务主要集中在本钢信息自动化公司 .....	33
<b>四、财务分析：费用控制有待提升，运营能力偏弱，债务结构和现金流边际改善 .....</b>	<b>35</b>
(一) 盈利能力：期间费用率边际改善，但费用控制仍有提升空间 .....	35
(二) 运营能力：总资产周转率、存货周转率等关键指标与行业均值差距较大，运营能力持续偏弱 .....	40
(三) 偿债能力：资产负债率维持 70% 以上高位，偿债能力居行业较弱水平、但债务结构边际改善 .....	41
(四) 现金流：17 年来经营活动获现能力持续增强，投资活动现金净流出收窄，筹资活动产生的现金流量持续为负 .....	44
(五) 需注意的风险点：钢铁业务盈利承压、期间费用偏高，非钢业务依赖内部市场、对外竞争力偏弱，短期债务偿付压力较大 .....	45
<b>五、外部支援与增信：系统重要性钢企，地方政府支持力度强，银行备用流动性一般 ..</b>	<b>47</b>
(一) 政府：地方国企、系统重要性钢铁企业，地方政府支持力度较强 .....	47
(二) 银行：未使用授信额度 186 亿元、备用流动性一般 .....	48
(三) 直接融资：渠道较为畅通、广泛，外部评级资信状况良好 .....	48
(四) 对外担保与或有债务：对外担保余额仅占公司净资产 0.6% .....	48
<b>六、投资建议：位居国内前十钢企，内部挖潜降成本空间大、债务结构边际改善 .....</b>	<b>49</b>
<b>七、风险提示 .....</b>	<b>51</b>

## 图表索引

图 1: 截至 2019 年 10 月 16 日, 本钢集团主体债券余额列示 .....	7
图 2: 本钢集团股权结构图 .....	9
图 3: 截至 2019 年 6 月, 本钢集团具备炼铁产能 1735 万吨、炼钢产能 2136 万吨、轧钢产能 2917 万吨、铸管产能 40 万吨 .....	10
图 4: 2018 年本钢集团粗钢产量为 1590 万吨, 排名国内钢企第 10 位 .....	10
图 5: 2018 年本钢集团炼钢产能利用率在粗钢产量前 10 的钢企中排名较低 .....	10
图 6: 本钢集团主营业务可分为钢铁板块、钢贸板块、金融板块、机械制造板块和信息自动化板块 .....	11
图 7: 2012-2019 年本钢集团营收规模波动较大, 2017 年后营收保持正增长 .....	12
图 8: 2017-2019Q1 本钢集团钢铁业务营收占比稳定在 90% 以上 .....	12
图 9: 除 2015 年外, 2012-2018 年本钢集团主要业务毛利规模整体稳定在 80-100 亿元之间 .....	13
图 10: 2015-2018 年本钢集团钢铁业务毛利占比逐年回升, 2018 年占比达 94% .....	13
图 11: 2012-2019Q1 本钢集团钢铁主业及非钢业务毛利率变化情况 .....	14
图 12: 截至 2018 年本钢集团具备生铁 1735 万吨、粗钢 2136 万吨和钢材 2917 万吨的产能 (单位: 万吨) .....	15
图 13: 2019Q1 本钢集团粗钢产能利用率达 79.5%, 为 2012 年以来最高水平 ..	15
图 14: 2014-2019Q1 本钢集团两大生产基地粗钢产能利用率情况 .....	16
图 15: 2012-2019Q1 本钢集团生铁、粗钢、钢材产量变化情况 .....	17
图 16: 本钢集团钢材品种包括热轧、冷轧、线材、特钢、棒材、铸管等, 产品覆盖全面 (单位: 万吨) .....	19
图 17: 2019Q1 本钢集团热轧、冷轧、线材产品产量占比分别达 55%、26% 和 11% .....	19
图 18: 本钢集团“双高”产品产量占比自 2015 年开始逐年上升, 2018 年达 59% ..	20
图 19: 2013 年以来公司每年新推出的产品数量可观, 产品结构、竞争力持续优化和提升 (单位: 个) .....	20
图 20: 2016-2018 年本钢集团铁矿石需求稳步增长, 供应以国外采购和自给为主 (单位: 万吨) .....	22
图 21: 2016-2018 年铁矿石平均自给率为 35%, 计划未来提升并维持在 40%~50% .....	22
图 22: 2016-2019Q1 本钢集团煤炭采购 80% 来自国内 .....	23
图 23: 2014-2018 年本钢集团焦炭自给率保持在 100% .....	23
图 24: 12-18 年本钢集团与行业重点钢厂吨钢综合能耗比较 (单位: 千克标煤/吨) .....	24
图 25: 2019Q1, 本钢集团固定资产规模较 2018 年底下降 1.2%, 但产能利用率达到 2012 年来高点 .....	25
图 26: 本钢集团在建工程自 2014 年达到高峰后逐年下降, 2018 年同比大幅下降 72%, 仅为 2014 年的 16% .....	25



图 27: 2015-2019Q1, 本钢集团钢材销售区域销量占比华东、海外、东北居前三(单位: %)	26
图 28: 2015-2019Q1, 本钢集团钢材出口金额占总营收比重波动下降	26
图 29: 2018 年, 本钢集团出口量占总销量比重达 25%, 排名国内前十大钢铁集团首位	26
图 30: 2018 年, 本钢集团出口金额占营业收入比重达 25%, 排名国内前十大钢铁集团首位	26
图 31: 2012-2019Q1 本钢集团吨粗钢毛利及钢铁业务毛利率变化	27
图 32: 2016-2019Q1 本钢集团钢铁业务毛利率变动趋势与前十大钢企相反	27
图 33: 2012-2019 年上半年本钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比例稳定在 110%左右	29
图 34: 本钢集团非钢板块框架及核心子公司	30
图 35: 本钢国贸公司 2019Q1 实现营业收入 32.21 亿元, 净利润 0.02 亿元(单位: 亿元)	31
图 36: 恒亿租赁 2019Q1 实现营业收入 1.70 亿元, 净利润 0.04 亿元(单位: 亿元)	32
图 37: 本钢财务公司 2019Q1 实现营业收入 1.14 亿元, 净利润 0.11 亿元(单位: 亿元)	32
图 38: 本钢机械制造公司 2019 年 Q1 实现营业收入 1.02 亿元, 净利润-0.04 亿元(单位: 亿元)	33
图 39: 本钢信息自动化公司 2019 年 Q1 实现营业收入 0.52 亿元, 净利润 0.01 亿元(单位: 亿元)	34
图 40: 2015 年后本钢集团创利能力回升, 近三年稳中微降	35
图 41: 2012 年以来本钢集团钢铁业务和非钢业务毛利率变动情况	36
图 42: 2012-2018 年本钢集团期间费用率走势	37
图 43: 2018 年前十大钢厂期间费用率横向对比	37
图 44: 2018 年本钢集团摊销折旧占营收比重达 1.25%, 位居前十钢企首位	39
图 45: 2018 年本钢集团有息负债平均利率达 6.26%, 位居前十大钢企第一位	39
图 46: 2018 年本钢集团短期借款占有息负债比重位居前十大钢企第一位	39
图 47: 2012 年来本钢集团总资产周转率低于行业均值	41
图 48: 2012 年来本钢集团存货周转率远低于行业均值	41
图 49: 2012-2019 年上半年本钢集团总负债规模持续扩张	41
图 50: 2012-2019 年上半年本钢集团流动负债规模增 47%, 占比升至 90%	41
图 51: 2017 年年后有息债务规模和占比双双下降, 2019 年上半年分别降至 709 亿元和 57%, 呈现边际改善	42
图 52: 截至 2019 年上半年, 本钢集团短期有息债务达 544 亿元, 占比为 77%, 有息债务结构呈现短期化特点	42
图 53: 2012 年来本钢集团资产负债率维持在 70%以上	43
图 54: 2018 年来本钢集团流动比率和速动比率低位回升	43
图 55: 2018 年本钢集团资产负债率居十大钢企第三位	43
图 56: 2018 年本钢集团流动比率居十大钢企靠后位置	43
图 57: 2019Q1 本钢集团粗钢产量辽宁省内占比止降回升达 23.5%	47
图 58: 2019Q1 本钢集团营业总收入合计达 304 亿元、占辽宁省 GDP 的比重达	

2.52%.....	47
表 1: 本钢集团 2018 年度纳入合并报表范围的核心子公司情况.....	12
表 2: 2017-2019Q1 本钢集团非钢业务板块营收拆分 .....	13
表 3: 2017-2019Q1 本钢集团各业务板块净利润及占比情况 (单位: 亿元) .....	14
表 4: 截止 2019Q1, 本钢集团现有炼铁、炼钢、轧钢和铸管生产设备情况 .....	18
表 5: 截至 2019Q1, 本钢集团铁精粉产能和规划产能情况表.....	20
表 6: 本钢集团海外铁矿石多采购自淡水河谷、力拓和必和必拓.....	21
表 7: 2018 年和 2019Q1 本钢集团自产矿和国内采购铁精矿均成本低于海外采购铁 矿石, 但优势并不显著.....	22
表 8: 2016-2018 年本钢集团吨生铁、吨钢原材料消耗量计算 .....	24
表 9: 2017-2019Q1 本钢集团吨钢营收增幅小于吨钢成本增幅致 2016 年后其毛利 率逐年下降 (单位: 亿元) .....	27
表 10: 2017-2018 年申万钢铁行业上市钢企吨钢营收同比增幅均高于吨钢成本同 比增幅 .....	28
表 11: 2012-2019 年上半年本钢集团经营活动现金流情况 (单位: 亿元) .....	29
表 12: 本钢集团, 按子公司口径, 非钢产业收入和净利润情况 .....	30
表 13: 2012-2018 年本钢集团三费绝对值及占比的变动趋势 (单位: 亿元) .....	36
表 14: 2018 年前十钢企期间费用率拆解比较.....	37
表 15: 2018 年前十钢企销售费用率拆解.....	38
表 16: 2018 年前十钢企管理费用-工资薪酬拆解 .....	38
表 17: 2012-2018 年本钢集团运营能力指标的变化 (单位: 次) .....	40
表 18: 2012-2019 年上半年本钢集团经营、投资和筹资活动现金流量拆解 (单位: 亿元) .....	44
表 19: 截止至 2019 年 3 月末, 本钢集团主要在建项目情况 (单位: 亿元) .....	45

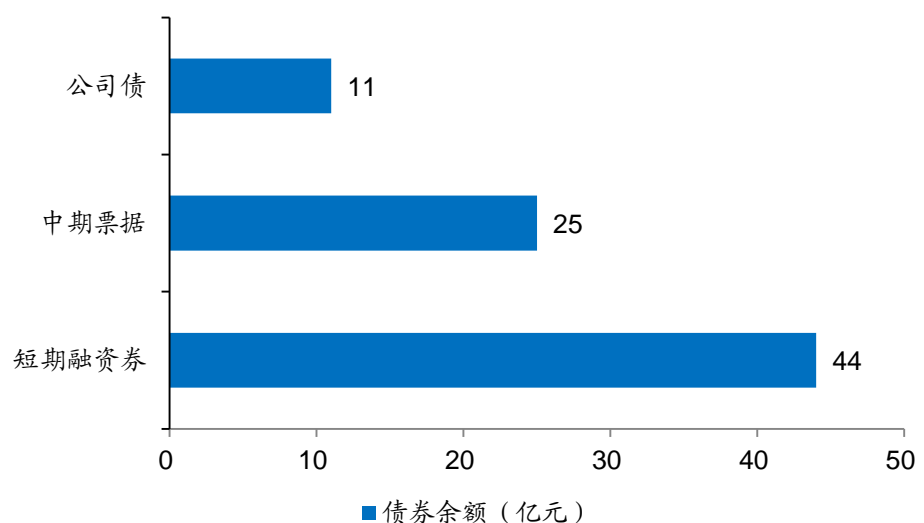
## 前言

我们已于2018年6月21日发布《固定收益研究专题之一：钢铁债估值与信用风险特征--以周期研究之尺丈量风险溢价，关注盈利韧性重新定价与期限利差修复下的投资机会》、2018年8月3日发布《固定收益研究专题之二：关注风险与收益的两相平衡-一个基于人工神经网络的钢铁债投资价值甄选体系》，其中第一篇专题我们主要研究**钢铁债券的整体估值水平及不同期限钢铁债的配置价值**，主要提供的数据包括：（1）基于规范的学术模型给出的钢铁债的收益率曲线、信用利差和超额信用利差，其中超额信用利差与行业景气周期存在明显反向相关性；（2）隐含违约概率，包括累积隐含违约概率和边际隐含违约概率。第二篇专题**基于大量基本面数据与机器学习，来进行信用风险筛查和钢铁行业择券的研究**，主要提供两个维度上的数据：（1）降级概率和违约概率，可以用于判断潜在的风险；（2）收益风险比，一个贴近投资与交易直觉的指标，可以直接衡量债券的投资价值。

上述两篇专题分别就钢铁行业债券投资的“择时”和“择券”提供了方法论上的参考，后续我们将研究视角转移至钢铁行业单个债权产品基本面的研究，冀望为钢铁行业债券投资给出基本面支持。本篇作为个券研究的第四篇（第一篇为2019年1月11日发布的《钢铁集团专题之一：河钢集团-国内第二大钢企、立足华北，盈利、获现能力持续夯实》，第二篇为2019年3月23日发布的《钢铁集团专题之二：山钢集团-盈利能力渐强、但净利率仍较低，转型发展渐提速》，第三篇为2019年9月10日发布的《钢铁集团专题之三：华菱钢铁集团-钢铁主业高效、盈利能力持续夯实，去杠杆成效显著、财务稳健性逐步提升》），我们将聚焦于本钢集团有限公司（简称“本钢集团”）。

截至2019年10月16日，本钢集团未到期债券余额80亿元，其中公司债余额11亿元，中期票据25亿元，短期融资券44亿元。从结构上来看，本钢集团的债券以短期融资券为主。

图1：截至2019年10月16日，本钢集团主体债券余额列示



数据来源：公司公告、Wind、广发证券发展研究中心

我们对于个券基本面的研究主要从个体实力（经营风险、财务风险）、主体评价及增信评价等角度来展开，结合钢铁行业和个股的研究，我们的研究重心将聚焦于本钢集团的个体实力，即本钢集团业务构成、盈利与获现能力及盈利与获现能力的持续性，财务风险聚焦于现金流状况、资本结构、偿债能力等角度展开。

需提请注意的是，本篇关于本钢集团的基本面及财务相关的数据如无特殊说明，均来自**2019年6月《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》**、**2019年3月《本钢集团有限公司2019年度第二期超短期融资券募集说明书》**、**2018年6月《本钢集团有限公司2018年度第一期超短期融资券募集说明书》**、**2016年4月《2016年第一期本钢集团有限公司公司债券募集说明书》**及中诚信国际于**2018-2019年**出具的本钢集团有限公司主体与相关债项年度跟踪评级报告。文中以上数据来源均标示为“公司公告”。

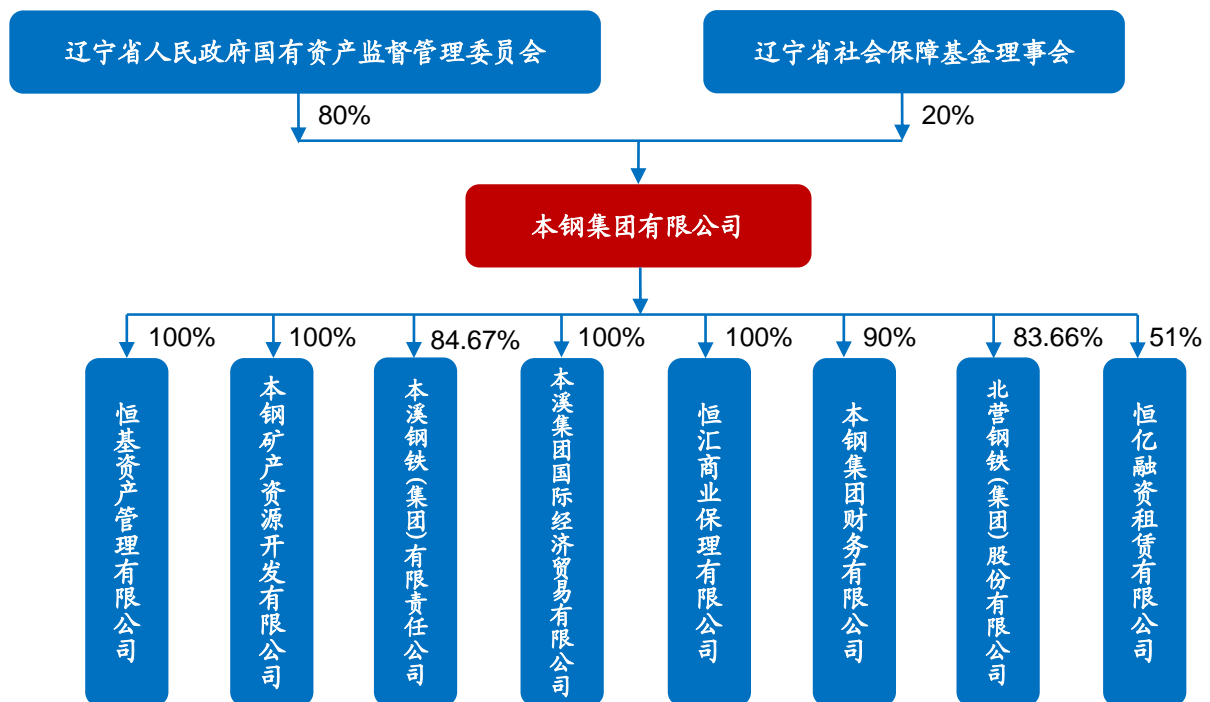


## 一、本钢集团：钢铁为主、多元发展，辽宁省龙头钢企

**（一）股权结构：**辽宁省国资委为公司控股股东，实际控制人为辽宁省人民政府

本钢集团始建于1905年，由本溪钢铁（集团）有限公司与北台钢铁（集团）有限责任公司重组后组建，正式成立于2010年11月25日。截至2019年6月，本钢集团股东分别为辽宁省国有资产监督管理委员会（控股比例为80%）、辽宁省社会保障基金理事会（持股比例为20%），实际控制人为辽宁省人民政府。截止2019年10月16日，本钢集团通过本溪钢铁（集团）有限责任公司（持股比例为84.67%）间接持有上市公司本钢板材股份有限公司（简称“本钢板材”、股票代码“000761.SZ”）61.44%的股权。

图2：本钢集团股权结构图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

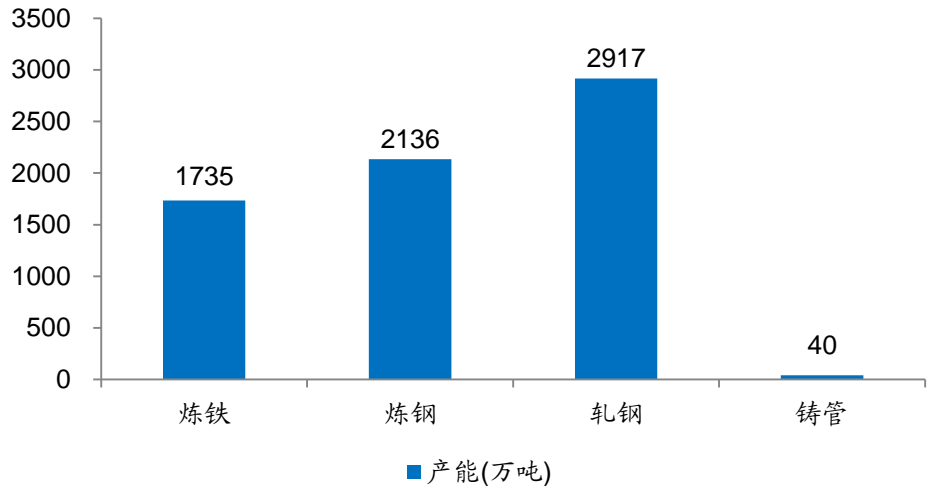
**（二）业务结构：**国内第十大钢铁集团，钢铁业务营收、毛利占比均超90%，非钢多元产业协同发展

本钢集团是国有特大型钢铁联合企业，为集采矿、选矿、烧结、炼铁、炼钢、轧钢、产品研发以及机械加工制造、建筑、贸易等多种非钢产业并举的大型企业集团。公司拥有采选、烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等全部生产体系，拥有国内先进的冷轧生产线、热轧板生产线，是我国东北地区实力较强的钢铁企业是我国东北地区实

力较强的钢铁企业。

就钢铁业务而言，截至2019年6月，本钢集团具备炼铁产能1735万吨、炼钢产能2136万吨、轧钢产能2917万吨、铸管产能40万吨。

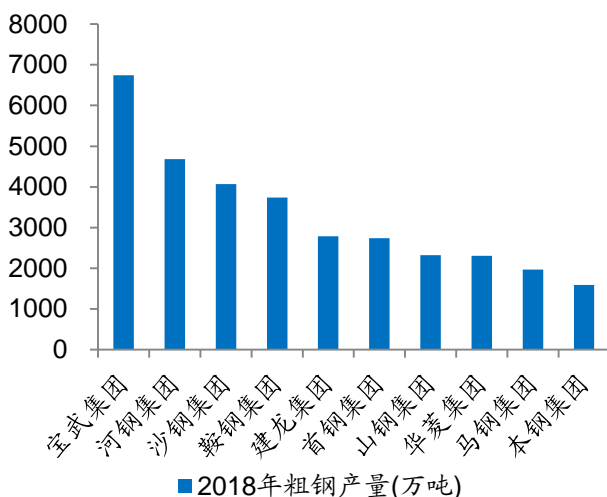
图3: 截至2019年6月，本钢集团具备炼铁产能1735万吨、炼钢产能2136万吨、轧钢产能2917万吨、铸管产能40万吨



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

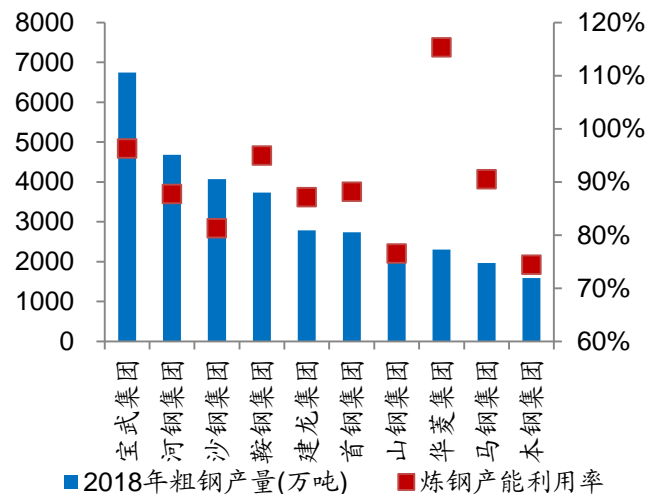
从截面数据看，2018年本钢集团实现生铁产量1544万吨、粗钢产量1590万吨，炼铁、炼钢产能利用率分别达89%、74%（备注：上市公司本钢板材2018年粗钢产量896万吨，占本钢集团粗钢产量的56%）。

图4: 2018年本钢集团粗钢产量为1590万吨，排名国内钢企第10位



数据来源：公司公告、世界钢铁协会、广发证券发展研究中心

图5: 2018年本钢集团炼钢产能利用率在粗钢产量前10的钢企中排名较低

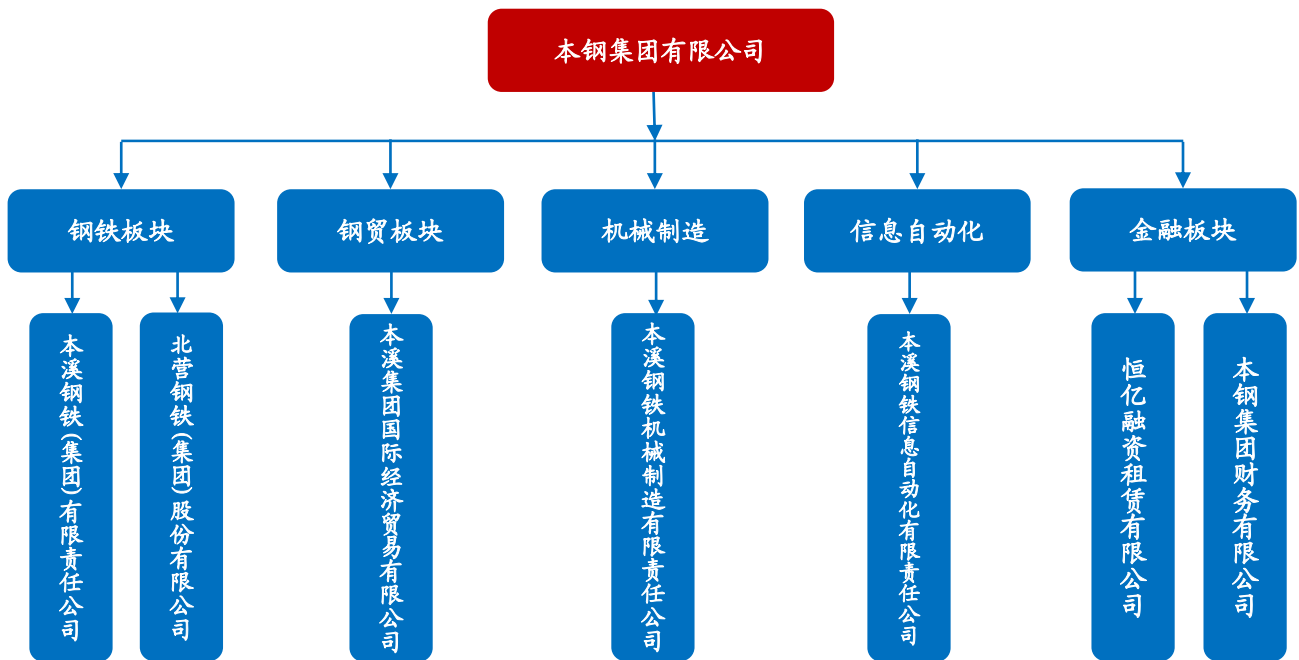


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

本钢集团是一家以钢铁产业为基础，金融投资、贸易物流、装备制造、工业服务、城市服务等多元产业协同发展的特大型钢铁联合企业。依据报表口径，本钢集团主营业务可分为钢铁主业和非钢产业两大板块，其中非钢产业板块可拆分为钢贸

板块、金融板块、机械制造板块、信息自动化板块。

图6：本钢集团主营业务可分为钢铁板块、钢贸板块、金融板块、机械制造板块和信息自动化板块



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(1) **钢铁板块**：本钢集团钢铁主业主要集中在本溪钢铁（集团）有限责任公司和北营钢铁（集团）股份有限公司。经过多年大规模的生产设备更新，公司生产设备已具备大型化、连续化等特点，不存在需要淘汰的落后产能。截止至2019年6月，公司已形成粗钢2136万吨的综合生产能力。

(2) **钢贸板块**：本钢集团国际经济贸易有限公司作为本钢贸易产业推进及执行部门，借助现有 13 个驻外分公司（国内 9 家，海外 4 家）的市场经验和渠道优势，负责非本钢产品贸易专项工作的推进与管理。非本钢产品贸易工作，主要以本钢国贸公司为贸易经营主体，经营本钢以外的钢铁类产品。

(3) **金融板块**：包括辽宁恒亿融资租赁有限公司、本钢集团财务有限公司两家公司，分别负责租赁与融资业务。

(4) **机械制造板块**：主要集中在本溪钢铁（集团）机械制造有限责任公司，主要面对本钢集团公司及外部市场提供生产用成套设备、备件及铸钢、铸铁和冶金、矿山机械加工类产品、对内劳务输出等。

(5) **信息自动化板块**：主要集中在本溪钢铁（集团）信息自动化有限责任公司，目前主要面对本钢集团内部各子公司提供计算机软件开发、网络及通讯系统设计开发、自动控制系统设计等服务。

表1: 本钢集团2018年度纳入合并报表范围的核心子公司情况

序号	二级子公司分类	业务性质	注册资本(万元)	持股比例
1	本溪钢铁(集团)有限责任公司	钢铁	629,167	84.67%
2	北营钢铁(集团)股份有限公司	钢铁	600,000	83.66%
3	辽宁本钢矿产资源开发有限公司	钢铁	5,000	100%
4	辽宁恒基资产经营管理有限公司	金融	300	100%
5	辽宁恒亿融资租赁有限公司	金融	35,000(万美元)	51%
6	本钢集团财务有限公司	金融	300,000	90%
7	辽宁恒汇商业保理有限公司	金融	20,000	100%
8	本钢集团国际经济贸易有限公司	钢贸	710,000	100%

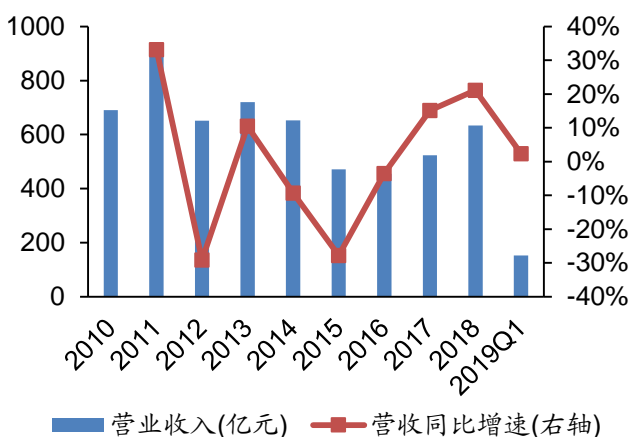
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

下面我们从营收和毛利等角度来探析本钢集团的业务结构。2012年至今公司营业收入与毛利规模波动较大, 整体与钢铁景气度趋势一致。钢铁为公司主营业务, 2012年至今营收占比均在70%以上。2019年一季度, 公司钢铁主业营收和毛利占比分别达90%和89%; 非钢业务营收和毛利占比分别为10%和11%。具体而言:

(1) 营收结构: 本钢集团细分业务(除信息自动化板块外)具有较强周期属性, 2012-2018年营收规模波动较大, 2013-2016年受累钢铁产能过剩和行业景气度下行, 营收增速中枢震荡下移至-9%; 2017-2018年受益于供给侧结构性改革改善供需格局, 营收改善逐渐转向正增长。2019Q1, 公司营业总收入达到152亿元、同比增长2.4%。(备注: 上市公司本钢板材2018年实现营收502亿元, 占本钢集团营收的79%)。

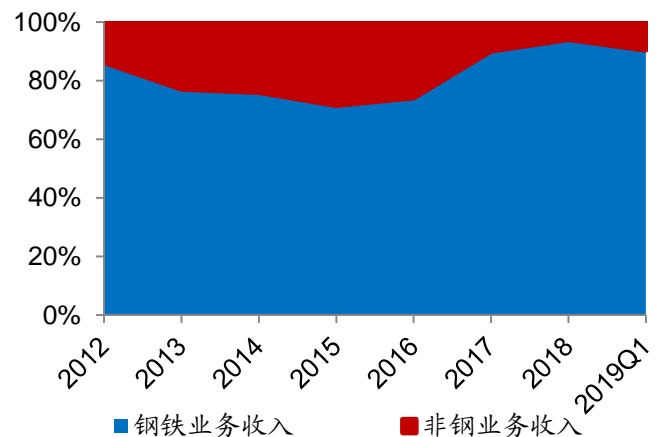
从内部结构来看, 公司非钢业务板块营收占比较小。2012-2015年受累钢铁产能过剩和行业景气度下行, 公司钢铁业务营收占比走低, 由2012年营收占比近86%震荡下行至2015年的72%, 非钢业务板块营收由14%上行至28%; 2016-2018年公司钢铁营收占比上升、2017-2019Q1稳定在90%以上。

图7: 2012-2019年本钢集团营收规模波动较大, 2017年后营收保持正增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 2017-2019Q1本钢集团钢铁业务营收占比稳定在90%以上



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心



单就本钢集团非钢业务板块看，2017-2019Q1，本钢集团钢贸、金融、机械制造和信息自动化板块营收占比相对稳定，占比均值分别为88%、8%、3%、1%。由此可见，钢贸板块是本钢集团非钢业务板块的核心业务。

表2: 2017-2019Q1本钢集团非钢业务板块营收拆分

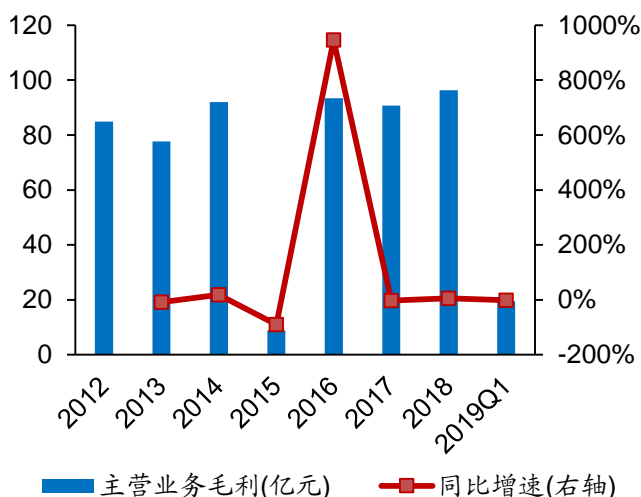
	2017	2018	2019Q1	平均
钢贸板块	90%	87%	88%	88%
金融板块	7%	9%	8%	8%
机械制造	2%	3%	3%	3%
信息自动化	0.7%	1%	1%	1%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**(2) 毛利结构：**除2015年外，2012-2018年本钢集团主要业务毛利稳定在80-100亿元之间。分阶段看，2012-2014年公司平均毛利规模为85亿元，2015年受累钢铁行业景气度低谷，毛利下滑至9亿元，2016-2018年波动上升并保持在90亿元以上，其中2018年达到96亿元，创2012年以来新高。2019Q1，公司主营业务毛利为19.5亿元，同比微幅下降1.3%。

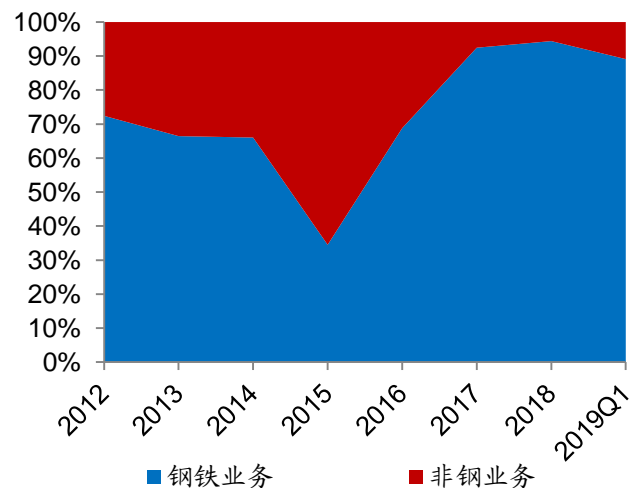
从内部结构来看，公司非钢业务板块毛利占比相较于营收占比波动更大。2012-2015年，受累钢铁产能过剩和行业景气度下行，公司非钢业务毛利占比波动走高，由2012年的28%震荡上升至2015年的66%，钢铁业务毛利占比则由72%下滑至34%。2016-2018年受益于供给侧结构性改革改善供需格局，公司钢铁业务毛利占比逐年回升，2018年占比达94%，非钢业务毛利占比仅为6%。

图9: 除2015年外，2012-2018年本钢集团主要业务毛利规模整体稳定在80-100亿元之间



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图10: 2015-2018年本钢集团钢铁业务毛利占比逐年回升，2018年占比达94%

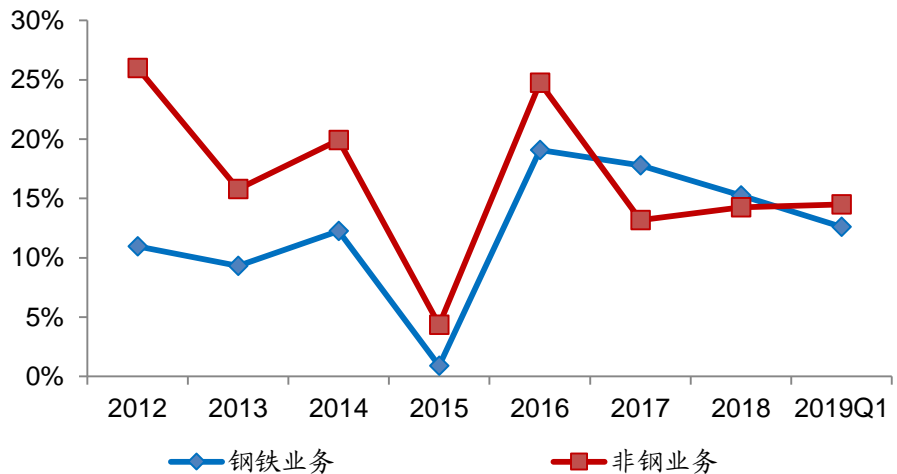


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从毛利率角度看，除2017-2018年外，2012-2019Q1公司钢铁业务毛利率均低于非钢业务。（1）钢铁主业：2012-2014年，公司钢铁主业毛利率较为稳定，平均

毛利率为11%，2015年大幅下滑至1%，2016年上升至19%后毛利率逐年下滑，2019Q1为13%。（2）非钢业务：2012-2014年，非钢业务毛利率在16%-26%之间震荡变化，2015年大幅下滑至4%，2016年快速提升至25%，2017-2019Q1则基本维持在约14%的水平。

图11：2012-2019Q1本钢集团钢铁主业及非钢业务毛利率变化情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

囿于数据的可得性，我们单就本钢集团非钢业务净利润结构进行拆分。2017-2019Q1，公司非钢各板块业务净利润规模较小，占比波动较大。其中，信息自动化业务净利占比最高，2019Q1达到47%；尽管钢贸板块营收规模最大，但净利占比不稳定，2019Q1净利润占比仅为6%。

表3：2017-2019Q1本钢集团各业务板块净利润及占比情况（单位：亿元）

	2017	2018	占比	2019Q1	占比
钢贸板块	-1.79	0.59	27%	0.02	6%
金融板块	0.24	0.37	17%	0.04	13%
机械制造	0.35	0.42	19%	0.11	34%
信息自动化	0.59	0.79	36%	0.15	47%
非钢业务合计	-0.54	2.26	100%	0.32	100%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：由于2017年公司钢贸板块和非钢业务整体净利润均为负值，因此无法计算净利润占比

## 二、钢铁业务：粗钢产量国内第十，内部挖潜降成本空间较大

(一) 产能及产量：粗钢产能 2136 万吨、2017 年后粗钢产能利用率逐年提升

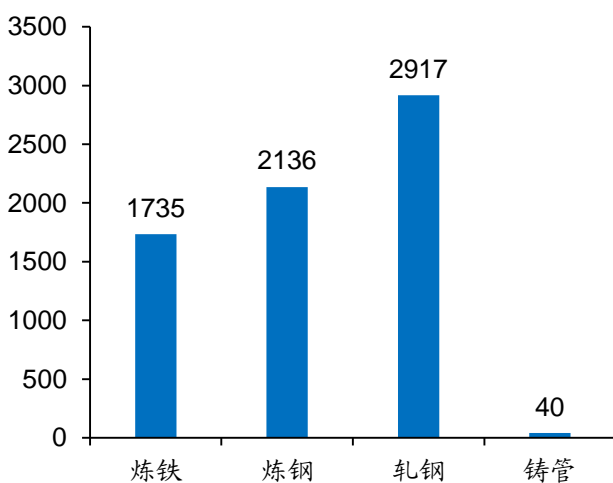
1、产能：粗钢产能2136万吨，2019Q1粗钢产能利用率已升至79.5%，为2012年以来最高水平

截至2018年底，本钢集团具备年产生铁1735万吨、粗钢2136万吨和钢材2917万吨的生产能力，为国内十大钢铁企业之一。

从产能历史数据来看，根据《2016年第一期本钢集团有限公司公司债券募集说明书》、《本钢集团有限公司2018年度第一期超短期融资券募集说明书》和《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》披露的数据，本钢集团在2012年-2017年粗钢产能均保持在2186万吨，2018年和2019年第一季度的产能微幅下降至2136万吨。整体看，公司粗钢产能近年来保持较为稳定水平。

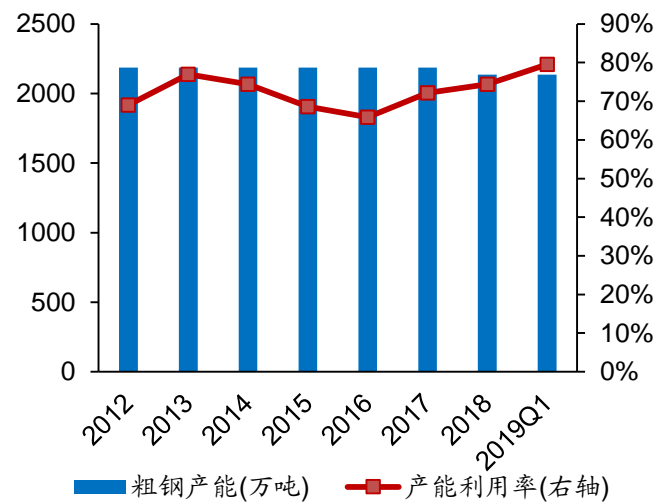
从产能利用率来看，在2013年公司粗钢产能利用率达到77.0%的相对高位后，2014年起受累行业景气度下降，产能利用率进入下降通道，2016年的产能利用率仅为65.9%。伴随2017之后行业景气度的回升，公司粗钢产能利用率逐年提升，2019Q1已升至79.5%，为2012年以来最高水平。

图12：截至2018年本钢集团具备生铁1735万吨、粗钢2136万吨和钢材2917万吨的产能（单位：万吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图13：2019Q1本钢集团粗钢产能利用率达79.5%，为2012年以来最高水平



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

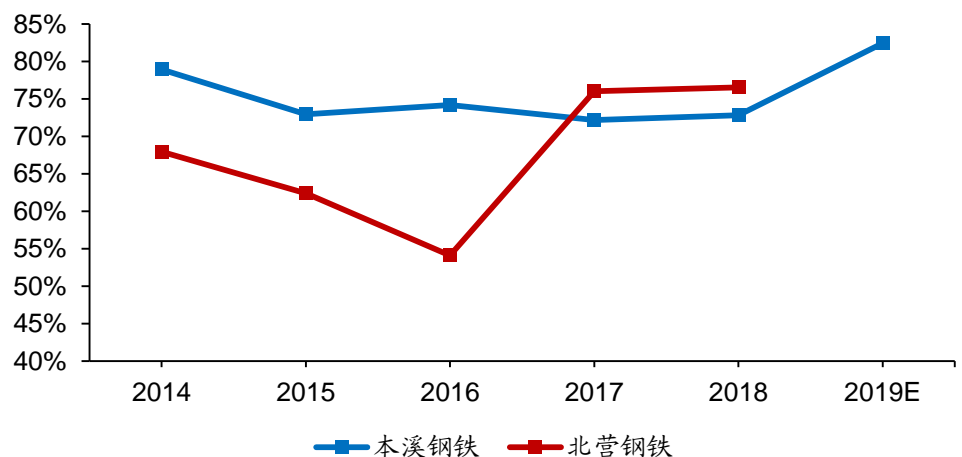
备注：2019Q1 产能利用率为年化数据

从分基地产能利用率看，本溪钢铁基地整体产能利用率相对稳定，2015年至今稳定在72%~74%之间波动；北营钢铁基地产能利用率波动相对较大，其中2014-2016年产能利用率由68%下滑至54%，2017、2018年则大幅提升至76%左右，这也

是造成本钢集团2017-2018年产能利用率逐年提升的主要增量。根据本钢集团官网于2018年2月发布的《本钢北营公司产能调整助企业“华丽转身”》新闻稿，2017年本钢北营公司释放设备潜能，全力推进提产增效工作，通过提升炼钢精炼水平和恢复一区生产设备，持续挖掘炼钢产能，重点工序“瓶颈”不断突破，RH炉从2017年初的月产400多炉提升到10月份的972炉。由此可见，内部挖潜是本钢集团2017-2018年粗钢产能利用率逐年提升的核心原因。

通过内部挖潜，本钢集团粗钢产能利用率仍有较大提升空间。本溪钢铁基地方面，根据本钢板材2018年年报，公司2019年计划实现粗钢产量1014万吨，如若按计划完成，公司2019年粗钢产能利用率将达到82%以上。根据本钢板材2019年中报，公司2019年上半年实现粗钢产量487万吨，年化产能利用率超79%；北营钢铁基地方面，根据本钢集团官网于2019年10月发布的《本钢北营炼铁厂实现产量与效益“双提升”》新闻稿，公司通过对标同行业先进企业，逐步摸索出科学的高炉操作思路，使生产呈现出良好态势，实现了高炉平稳运行以及产量与效益的“双提升”。因此我们认为，本钢集团产能利用率偏低的主要原因是管理和技术方面的不足，通过内部挖潜，本钢集团粗钢产能利用率仍有较大提升空间。

图14：2014-2019Q1本钢集团两大生产基地粗钢产能利用率情况



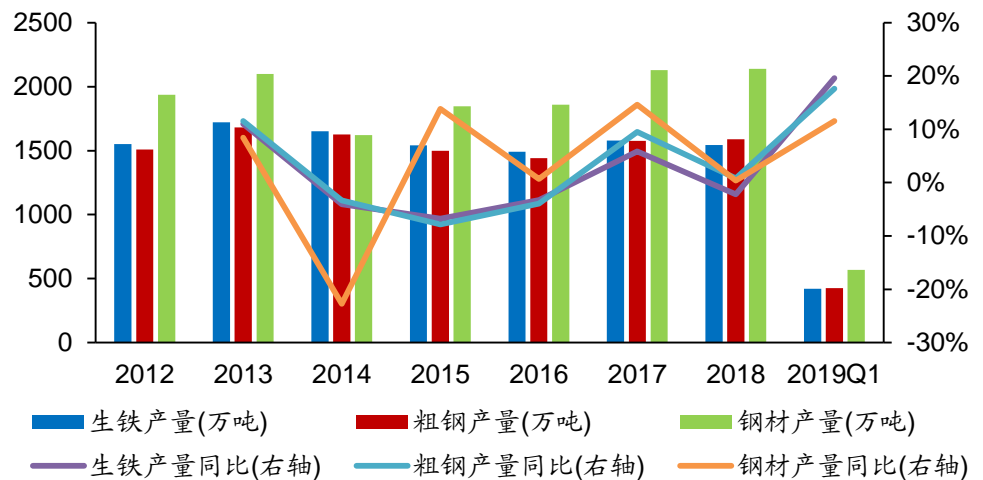
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2、产量：2016年后逐年回升，2019Q1粗钢产量同比大幅增长17.6%

从截面数据看，根据公司公告，2018年公司生铁产量为1544万吨、粗钢产量为1590万吨、钢材产量为2138万吨，同比分别下降2.2%、上升0.8%和0.4%。2019年第一季度公司生铁产量为422万吨，粗钢产量425万吨，钢材产量569万吨，同比则分别大幅上升19.6%、17.6%和11.6%。从历史数据看，2016年为2012年以来本钢集团生铁和粗钢产量的低点，之后随行业景气度回暖而逐年提升。



图15: 2012-2019Q1本钢集团生铁、粗钢、钢材产量变化情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 3、生产设备: 生产设备大型化、连续化, 覆盖炼铁、炼钢和轧钢全流程

**炼铁:** 根据公司公告, 本钢集团炼铁系统现有9座高炉, 其中1座高炉炉容为4350m<sup>3</sup>, 2座高炉炉容为2850m<sup>3</sup>, 3座高炉炉容为2600m<sup>3</sup>, 另外3座为530m<sup>3</sup>。

**炼钢:** 根据公司公告, 公司炼钢系统拥有11座顶底复合吹转炉, 其中180吨6座、150吨1座、50吨4座, 配合有3台大板坯连铸机和3台薄板坯铸机, 可以生产开发中碳钢、深冲钢、硅钢等40多个钢种及牌号。

**热轧:** 根据公司公告, 公司热连轧系统现有生产线4条, 分别为1700mm、1780mm、1880mm、2300mm。其中, 1700mm国产热带钢生产线具备年产420万吨卷板的产能, 可生产石油管线钢、汽车用钢、集装箱用钢等100多个钢种; 1780mm热带钢生产线具备年产400万吨卷板的产能, 可生产汽车用钢、集装箱用钢等钢种; 1880mm热轧带钢生产线是公司与MH、TMEIC、BRICMONT合作新建的一条先进生产线, 年产能280万吨, 可生产家电板、汽车内板、硅钢等高附加值产品, 目前已可大批量生产2.0至2.5毫米的薄规格花纹板, 薄规格产品占该生产线总产量的21%; 2300mm连铸连轧生产线生产工艺领先, 可生产1.8-1.9米宽高强度汽车板、管线钢等, 其中X80、X100石油管线钢是国内极具应用前景的产品。

**冷轧:** 根据公司公告, 公司冷轧薄板生产系统拥有2套国外引进的冷轧宽钢带轧机(1700mm和1970mm)、1套1400mm单机架六辊可逆冷轧宽钢带轧机以及4套镀锌板生产线(3套1500mm、1套1850mm), 可生产高档的冷轧板、热镀锌板和彩涂板。其中1970mm酸洗轧机联合机组为公司与韩国浦项钢铁公司共同投资建设, 公司控股比例为75%, 设计年产能190万吨, 产品主要为高质量汽车板和家电板。公司目前正在实施2280mm冷轧高强钢改造工程, 建成后预计年生产规模将达220万吨/年。产品全部为冷轧薄板, 主要为高档汽车板、高档家电板、高强钢板以及超高强钢板。

表4: 截止2019Q1, 本钢集团现有炼铁、炼钢、轧钢和铸管生产设备情况

项目	生产设备		生产能力
炼铁	2600m <sup>3</sup> 高炉 3 座、4350m <sup>3</sup> 高炉、2850m <sup>3</sup> 高炉 2 座、530m <sup>3</sup> 高炉 3 座、300m <sup>2</sup> 烧结机 1 台、360m <sup>2</sup> 烧结机 1 台		生铁 1735 万吨
炼钢	顶底复合吹转炉 150 吨 1 座、180 吨 6 座, 50 吨转炉 4 座、120 吨炼钢炉 3 座, 方坯连铸机 3 台, 普通板坯连铸机 2 台, 单流板坯连铸机 1 台		粗钢 2136 万吨
轧钢	线材	4 条高速线材生产线	钢材 2917 万吨
	棒材	2 条棒材生产线	
	卷板	1 条“1780”轧机生产线	
	特钢产品	共 1 套, 其中: Φ800/650 轧机一套	
	热轧产品	共 3 套, 其中: 热轧宽钢带轧机 1700mm 1 套、2300mm 1 套, 薄板坯 1800mm 连铸连轧机 1 套	
	冷轧产品	共 3 套, 其中: 冷轧宽钢带轧机 1700mm 1 套、1970mm 1 套, 1400mm 单机架六辊可逆冷轧宽钢带轧机 1 套。在建 2280mm 三冷轧高强钢生产线	
镀锌产品	共 4 套, 其中: 1500mm 3 套、1850mm 1 套		
铸管	离心机 10 台		40 万吨

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

#### 4、产能淘汰和置换: 无需淘汰落后产能, 正在进行新2#高炉置换项目

根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》, 本钢集团产品生产涉及烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等工艺流程, 经过多年大规模的生产设备更新, 公司生产设备已具备大型化、连续化等特点, 暂不需淘汰的落后产能。

根据2018年4月10日辽宁省工信委发布的《本钢板材股份有限公司高炉建设项目产能置换项目产能置换方案公告》, 公司旗下的上市公司本钢板材正在进行5#高炉异地大修(即新2#高炉)项目, 将新建1座2580m<sup>3</sup>高炉和相关配套的TRT发电、干法布袋除尘系统等, 新建高炉换算产能为215万吨/年, 各项技术指标达到国内先进水平, 环保排放指标达到国家标准。公司将在2020年10月完成5号高炉(2600m<sup>3</sup>高炉, 换算产能为216.7吨/年)的拆除工作。

根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》, 该项目预计总投资15.0亿元, 2018年已完成投资0.8亿元, 预计2019年将完成投资9.5亿元, 2020年完成投资4.7亿元。

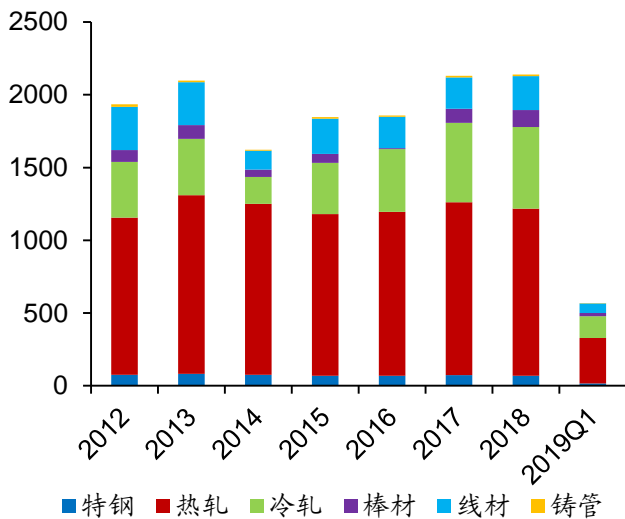
#### (二) 品种: 覆盖全面、热轧产品产量占比超 50%, “双高”产品占比逐年提高

1、钢材品种: 2019Q1热轧、冷轧、线材产品产量占比分别达55%、26%和11%  
从产量结构来看, 根据公司公告, 2018年本钢集团生产热轧产品1149万吨, 同

比下降3.4%，冷轧产品561万吨，同比上升3.0%，线材234万吨，同比上升8.7%，棒材117万吨，同比大增21.1%，特钢产品68万吨，同比下降6.1%，铸管9万吨，同比大降19.1%。2019Q1公司生产热轧产品313万吨，冷轧产品148万吨，线材66万吨，棒材23万吨，特钢产品17万吨，铸管3万吨。2012年来公司热轧产品产量占比均大于50%，2014年达到72.4%的历史高位，2019Q1为54.9%；冷轧产品在2014年之后占比逐渐上升，2019Q1达26.0%；线材产量近三年维持在11%左右的水平，特钢、棒材和铸管产量占比低位波动。

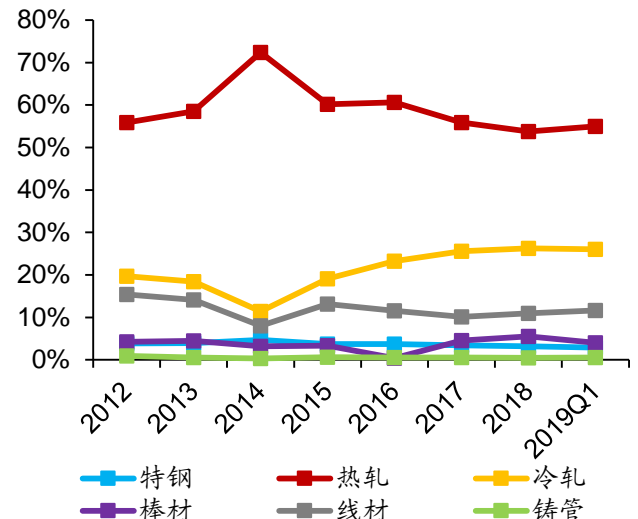
从产品形态和应用领域来看，公司目前形成了以O5汽车面板为代表的汽车用钢，以家电面板为代表的家电用钢，以专业细晶钢为代表的高强钢、以铁素体不锈钢为代表的的不同钢，以叶片钢、军工钢、轴承钢、齿轮钢为代表的特殊钢等系列构成的产品体系。公司钢材产品被广泛应用于汽车、家电、石油化工、航空航天、机械制造、能源交通、建筑装潢和金属制品等领域，并远销60多个国家和地区。

图16: 本钢集团钢材品种包括热轧、冷轧、线材、特钢、棒材、铸管等，产品覆盖全面（单位：万吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图17: 2019Q1本钢集团热轧、冷轧、线材产品产量占比分别达55%、26%和11%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

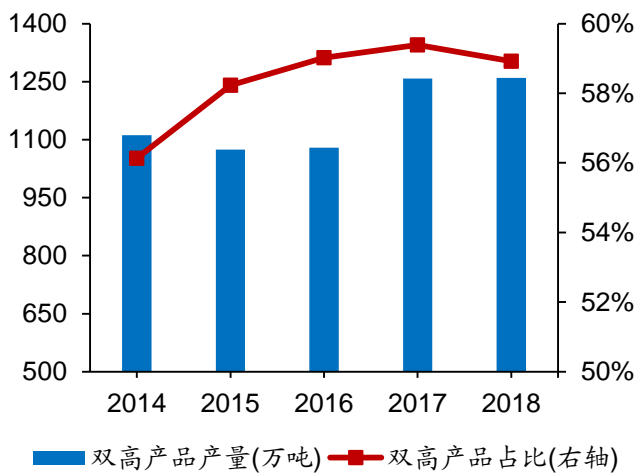
## 2、结构优化：“双高”产品占比高、新推产品数量可观，产品结构持续优化

公司近年来以研发和生产高等级汽车板、家电板和“双高”产品为核心，大力推进产品结构的优化。

公司“双高”产品占比逐年提高，2018年达59%。根据公司公告，本钢集团高性能、高附加值的“双高”产品产量自2015年开始逐年上升，2018年全年达到1260万吨；“双高”产品占比也从2014年的56.1%上升至2017年的59.4%，2018仍维持在了58.9%的较高水平。根据公司公告，双高产品指“高性能、高附加值”的钢材产品。公司未披露界定“高性能”和“高附加值”的具体指标，但2013之后其内部计算标准保持一致，故该数值依然具有参考意义。

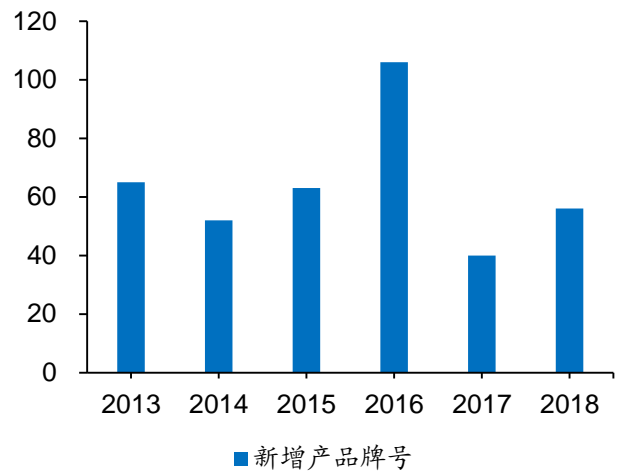
公司年均新推产品数量可观。我们用公司年度新增产品牌号来表征新推产品数量。根据公司公告，2013年本钢集团获得各类新产品牌照65张，2014和15年分别获得52张和63张，2017年激增至106张，2017和2018年分别获得40和56张新产品牌照。公司每年新推产品数量可观，产品结构、竞争力持续优化和提升。

图18: 本钢集团“双高”产品产量占比自2015年开始逐年上升, 2018年达59%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图19: 2013年以来公司每年新推出的产品数量可观, 产品结构、竞争力持续优化和提升(单位: 个)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(三) 成本: 自产铁矿石成本优势不明显、吨钢能耗仍有下降空间, 产能利用率提升、固定资产和在建工程规模助吨钢折旧降低

1、原材料: 2016-2018年铁矿石平均自给率为35%、焦炭100%自给

(1) 铁矿石: 拥有6座自有铁矿山、2016-2018年铁矿石平均自给率为35%

本钢集团拥有6座自有铁矿山, 铁精矿年产能达1022万吨/年。本钢集团所处本溪地区铁矿石资源丰富, 现已发现的铁矿石储量达到40亿吨, 铁矿石品质优良、易选易冶炼。根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》, 本钢集团拥有6座自有矿山, 其中南芬露天铁矿为目前亚洲最大的露天铁矿, 合计保有储量达13亿吨, 铁精粉年产能合计达1022万吨/年。2018年, 本钢集团铁精矿产量为761万吨, 以此计算自有矿山产能利用率达74.5%(备注: 铁矿山资产不在上市公司本钢板材体内)。

表5: 截至2019Q1, 本钢集团铁精粉产能和规划产能情况表

矿山名称	保有储量(亿吨)	剩余可采年限(年)	铁精粉产能(万吨)	品位	持股比例
南芬露天矿	8	15	436	68.5%	100%
歪头山铁矿	1	23	218	68.5%	100%
马耳岭铁矿	0.04	3	30	30.5%	100%
徐家堡子铁矿	2	28	153	68.5%	100%
花岭沟铁矿	0.6	22	67	30.5%	100%
贾家堡子铁矿	1	28	118	65%	100%
合计	13	-	1022	-	-



矿山名称	探明储量(亿吨)	设计产能	品位	(计划)持股
大台沟(桥头)铁矿	34	原矿 3000 万吨/年, 铁精矿 1000 万吨/年	32%	20%
棉花堡子铁矿	0.7	原矿 200 万吨/年, 铁精矿 70 万吨/年	-	20%

数据来源: 公司公告、《马耳岭铁矿建设浅议》、《辽宁本溪徐家堡子铁矿详查探矿权报告书》、《辽宁省生态环境厅关于本溪钢铁(集团)有限责任公司花岭沟铁矿环境影响报告书的批复》、《辽宁省本溪市大台沟铁矿详查报告》、广发证券发展研究中心  
备注: 徐家堡子铁矿、花岭沟铁矿、贾家堡子铁矿三矿可采年限及年产铁精粉量均为预估数值。

本钢集团海外铁矿石多采购自淡水河谷、力拓和必和必拓, 30%为长协矿。根据公司公告, 本钢集团部分铁矿石来自进口, 通过与国外供应商建立战略合作伙伴关系、签订中长期合作协议等措施来稳定供应主渠道和规避市场风险, 其中外购铁矿石合同中约30%通过长期进口合同锁定, 70%来自现货。公司海外铁矿石供应商集中度较高, 2019Q1约63%来自于淡水河谷, 19%来自于力拓, 18%来自于必和必拓, 占比相较2018年分别提升16PCT、下降10PCT、上升10PCT。

表6: 本钢集团海外铁矿石多采购自淡水河谷、力拓和必和必拓

海外矿山	2019Q1			2018年		
	供应量(万吨)	贸易总金额(万元)	占总供应量比重	供应量(万吨)	贸易总金额(万元)	占总供应量比重
淡水河谷	173	128000	63%	590	417000	47%
力拓	53	33700	19%	358	222000	29%
必和必拓	49	29500	18%	100	55700	8%
其他	0	0	0%	303	83300	16%
合计	276	191200	100%	1251	778000	100%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2018-2019Q1本钢集团自产铁精矿和国内采购铁精矿均成本仅略低于海外采购铁矿石, 成本优势并不显著。囿于数据可得性, 我们尚无法获得本钢集团自产铁精矿的完全成本, 但我们可以以钢联数据统计的本钢集团65%铁精粉采购价格作为替代指标。2016、2017年集团自产铁精矿成本分别为461元/吨、586元/吨, 显著高于海外采购铁矿石成本。2018-2019Q1年随着进口铁矿石价格上升, 集团自产铁精矿成本相对海外采购铁矿石拥有一定成本优势, 但优势并不显著。2019年第一季度, 公司自产铁精矿成本达682元/吨, 仅略低于海外采购铁矿石成本692元/吨。可见, 集团自产铁矿石相对进口铁矿石成本优势并不显著。

表7: 2018年和2019Q1本钢集团自产矿和国内采购铁精矿均成本低于海外采购铁矿石, 但优势并不显著

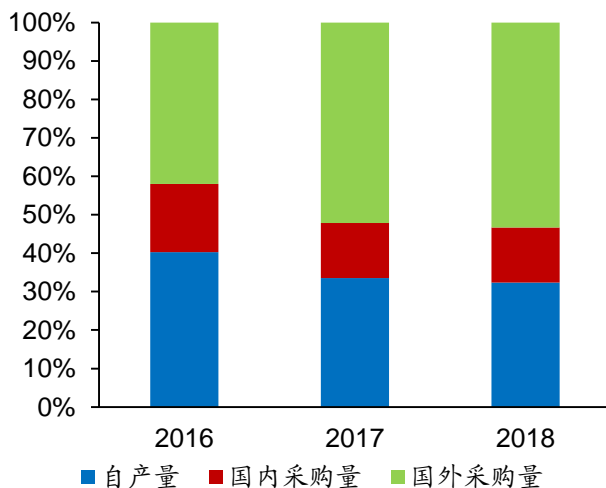
	自产铁精矿 (65%品位)		国内采购铁精矿 (65%品位)		海外采购 (58%-65%品位)	
	采购量(万吨)	均成本(元/吨)	采购量(万吨)	均成本(元/吨)	采购量(万吨)	均成本(元/吨)
2016	833	461	368	509	869	394
2017	796	586	339	479	1238	490
2018	761	584	336	578	1251	622
2019Q1	-	682	90	681	276	692

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 囿于数据可得性, 本钢集团自产矿采购成本以钢联数据“65%铁精粉采购价格: 本钢”指标替代

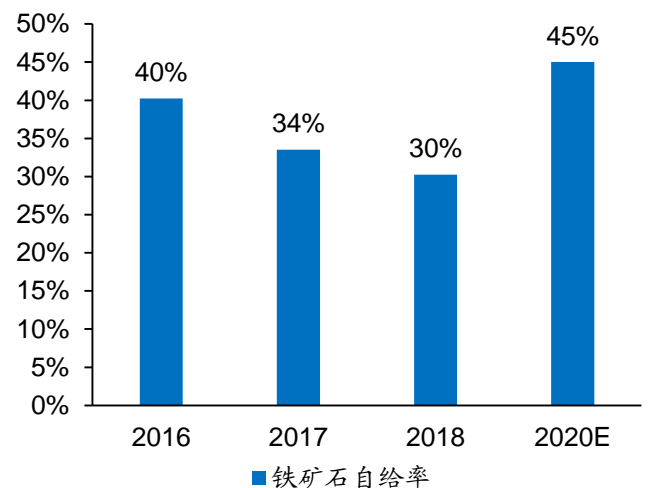
成本优势不明显致2016-2018年本钢集团铁矿石自给率逐年下降, 平均水平为35%。2016-2018年, 本钢集团铁矿石需求量稳步增长, 分别为2070万吨、2373万吨、2515万吨, 2017年、2018年同比增长率分别为15%、6%。国外采购、自产和国内采购量平均占比分别为49%、35%和15%。根据前文所述, 2018-2019Q1本钢集团自产铁精矿和国内采购铁精矿均成本仅略低于海外采购铁矿石, 成本优势并不显著, 这也是2016-2018年集团铁矿石自给率由40%逐步下降至30%的核心原因。

图20: 2016-2018年本钢集团铁矿石需求稳步增长, 供应以国外采购和自给为主 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图21: 2016-2018年铁矿石平均自给率为35%, 计划未来提升并维持在40%~50%



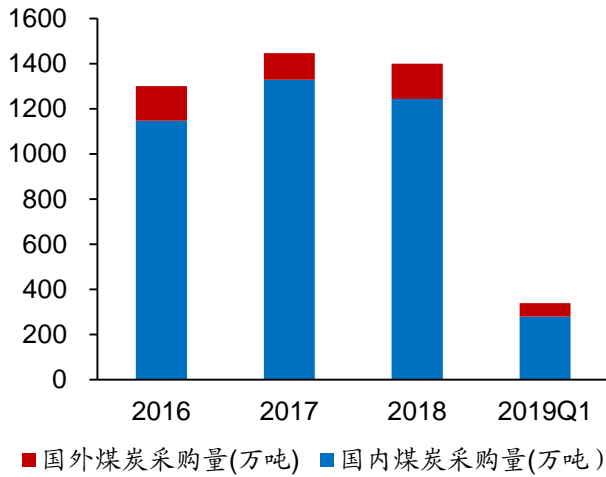
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## (2) 煤炭/焦炭: 煤炭80%来源于国内市场、与主要供应商均签订长协, 焦炭实现100%自给

**煤炭:** 根据公司公告, 本钢集团主要在国内市场采购煤炭, 已与主要供应商如山西焦煤集团, 黑龙江龙煤集团等签订长期合作协议以及约定关联方以市场价格或公允价格长期提供生产所需原料。2016年度、2017年度、2018年度煤炭采购总量较为稳定, 分别为1301万吨、1448万吨、1401万吨。2016-2019Q1, 本钢集团80%以上的煤炭采购来源于国内市场。

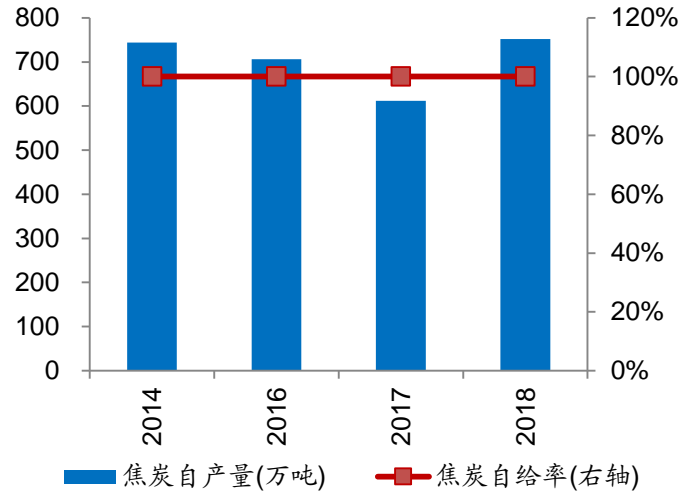
焦炭：根据公司公告，本钢集团拥有自备焦化厂，2014-2018年焦炭自产量在612-752万吨，焦炭自给率达100%，焦炭供应稳定且较外部采购具备成本优势。

图22：2016-2019Q1本钢集团煤炭采购80%来自国内



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图23：2014-2018年本钢集团焦炭自给率保持在100%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

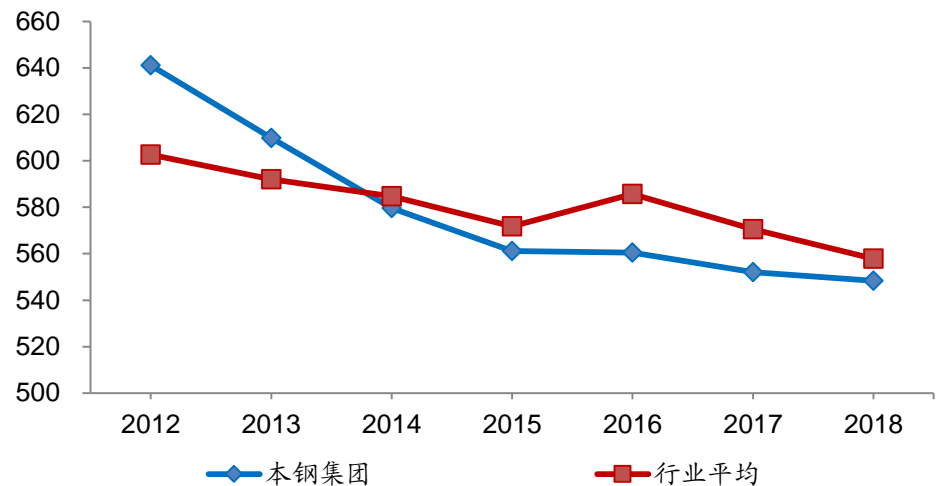
备注：2015年数据缺失

**(3) 吨钢综合能耗：2015-2018年本钢集团吨钢综合能耗持续低于行业平均，但仍有下降空间**

**2015-2018年本钢集团吨钢综合能耗持续低于行业平均。**2012-2018年本钢集团吨钢综合能耗与重点钢厂吨钢综合能耗均呈下降趋势，由2012年641千克标煤/吨下降至2018年548千克标煤/吨，累积降幅达15%，高于行业7%的平均降幅。2015-2018年本钢集团吨钢综合能耗持续低于行业平均。

**本钢集团吨钢综合能耗仍有下降空间。**根据本钢集团官网于2019年9月12日发布的新闻《本钢集团科学管控能源消耗持续降成本》，为进一步降低能源消耗，降低生产成本，提升盈利水平，本钢集团结合工作实际，精准定位，在此前高炉焦比、燃料比持续降低的基础上，公司将继续开展高炉焦比攻关，要求板材公司各高炉克服板材焦化厂焦四千熄焦检修带来的不利影响，做好六号、七号高炉炉况稳定和降焦比工作；北营公司做好新二号高炉稳定炉况工作，尽快达产达效。板材公司、北营公司要积极开展各项攻关，力争大块焦比分别降到335公斤/吨和375公斤/吨以下。同时，各单位要把降低工序能耗工作提上议事日程。

图24: 12-18年本钢集团与行业重点钢厂吨钢综合能耗比较 (单位: 千克标煤/吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

进口矿占比提升导致入炉铁矿石品位有所下降、焦比提高,未来自产矿占比提升,本钢集团高炉焦比等能耗指标有望进一步下降。从生铁口径来观测,2016-2018年,吨生铁铁矿石、焦炭和煤炭消耗量总体呈波动上升趋势,2018年分别达1.52吨/吨、0.49吨/吨和0.91吨/吨,相较2016年分别提升9%、4%和5%。粗钢口径也观测到了同样的趋势。我们认为其中的原因是2016年以来本钢集团海外进口铁矿石用量占比逐年提升,而海外铁矿石平均品位在58%~65%左右,低于国内铁精粉65%左右的平均品位,导致吨生铁和吨粗钢铁矿石消耗量提升。同时,伴随入炉铁矿石品位的下降,焦炭用量也相应增加。我们预计,随着未来本钢集团自产铁矿石占比的提升,公司吨生铁/吨粗钢铁矿石、焦炭的消耗量将稳中有降。

值得注意的是,吨生铁、吨粗钢原材料消耗量我们使用采购量与自产量求和计算得到,前提假设为本钢集团原材料库存未有明显增加或减少;其或与真实消耗量存在差距。

表8: 2016-2018年本钢集团吨生铁、吨钢原材料消耗量计算

	生铁口径 (吨/吨)			粗钢口径 (吨/吨)		
	铁矿石消耗量	焦炭消耗量	煤炭消耗量	铁矿石消耗量	焦炭消耗量	煤炭消耗量
2016	1.39	0.47	0.87	1.44	0.49	0.90
2017	1.50	0.39	0.92	1.50	0.39	0.92
2018	1.52	0.49	0.91	1.48	0.47	0.88

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

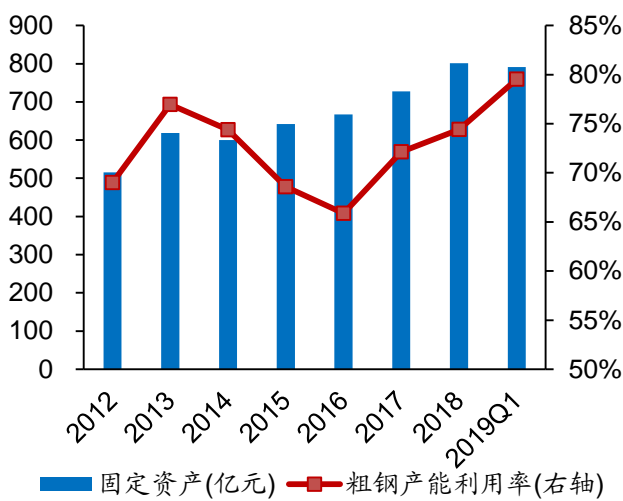
## 2、吨钢折旧: 产能利用率提升、固定资产和在建工程规模缩减有利于降低吨钢折旧

囿于数据可得性,我们尚无法准确获得本钢集团的吨钢折旧情况,但我们可以结合公司固定资产以及产能利用率情况来判断未来趋势。2019Q1,本钢集团固定资

产合计达791亿元，较2018年底下降1.2%，但本钢集团产能利用率则在2016年触底后逐年上升，2019Q1达到80%的峰值水平。因此产能利用率提升叠加固定资产规模缩减将降低公司的吨钢折旧水平；从在建工程的角度看，本钢集团在建工程自2014年达到高峰后逐年下降，2018年为39亿元，同比大幅下降72%，仅为2014年的16%。在建工程规模的大幅缩减，将大幅减轻未来转固和吨钢折旧上升的压力。

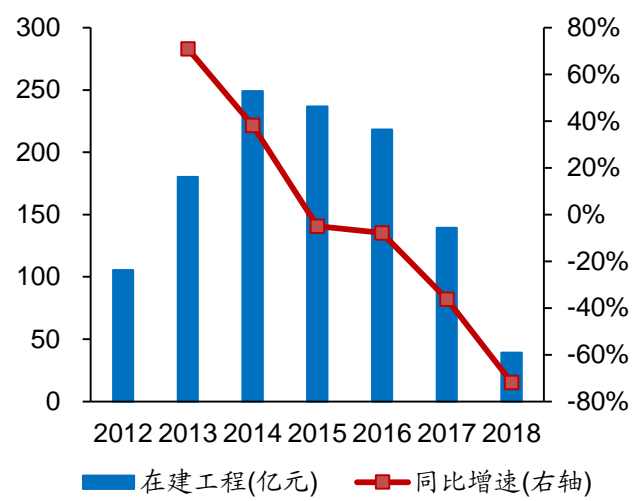
但需要注意的是，以上趋势建立在公司不进行大规模产能置换或者新增产能的前提下。另外，根据前文所述，2020年公司新2#高炉将投产转股，可能会对公司2020年吨钢折旧造成一定扰动。若2021年后公司不进行大规模产能置换或者新增产能，中长期看，公司吨钢折旧将总体呈现下降趋势。

图25：2019Q1，本钢集团固定资产规模较2018年底下降1.2%，但产能利用率达到2012年来高点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图26：本钢集团在建工程自2014年达到高峰后逐年下降，2018年同比大幅下降72%，仅为2014年的16%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

#### （四）销售：直销占比达60%、先款后货为主，海外销售金额和数量占比超25%、居前十大钢铁集团中首位

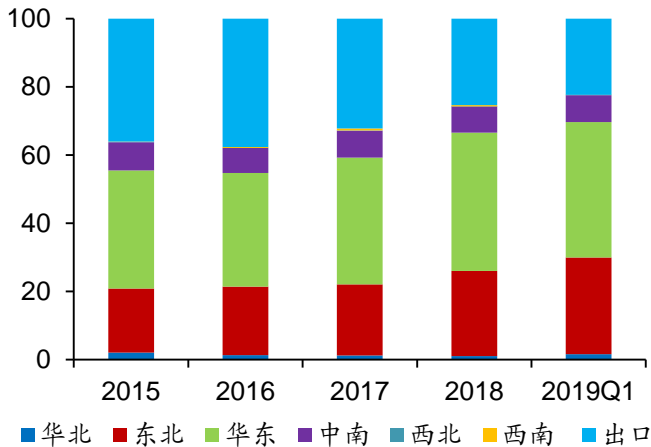
**销售策略方面**，根据公司公告，本钢集团采取直供与经销结合的模式，直销占销售总量比率保持在60%左右。

**销售结算方面**，根据公司公告，本钢集团以国内先款后货、国外信用证结算（结算时间为2-3个月）的方式为主，二者分别占比为90%、95%；而国内招投标赊销、国外电汇结算（当期结算）的方式作为补充。

**销售区域方面**，根据公司公告，2015-2018年，本钢集团销售区域平均占比由高至低分别为华东（40%）、海外（33%）、东北（28%）、中南（8%），其他地区平均占比均不超过2%。第一大销售区华东地区2015-2019年第一季度占比稳中有升，从33%上升6个百分点至40%；第二大市场为海外市场，但占比呈下降趋势，2019年第一季度占比为22%；东北市场由2015年19%上升至2019年第一季度的28%，而中南市场稳定保持在8%。

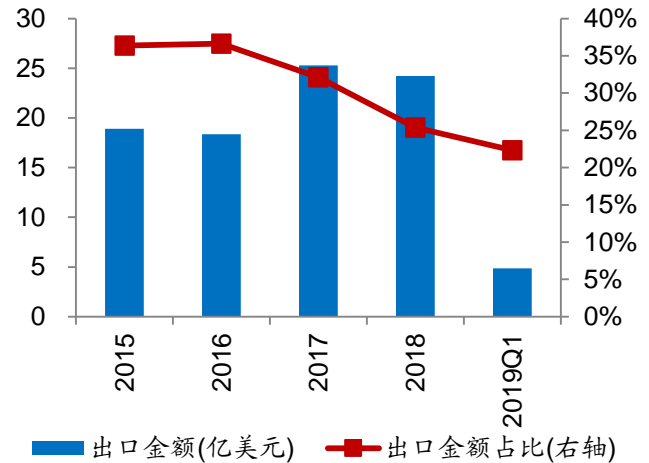


图27: 2015-2019Q1, 本钢集团钢材销售区域销量占比华东、海外、东北居前三(单位: %)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图28: 2015-2019Q1, 本钢集团钢材出口金额占总营收比重波动下降

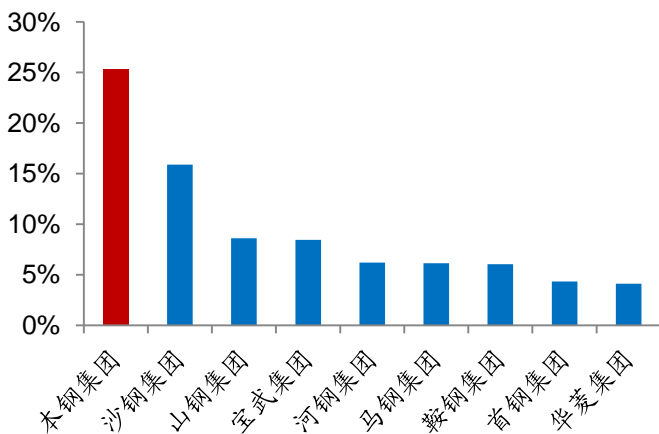


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

本钢集团出口总量和金额占比均排名国内前十大钢铁集团首位。根据公司公告, 本钢集团出口产品主要以热轧卷板及镀锌卷板、彩涂板等高端产品为主, 市场比较分散且产品主要以直供用户为主, 受出口退税率减少和贸易摩擦影响有限。2018年公司钢材出口量和出口金额占比均高达25%, 居国内前十大钢铁集团首位。

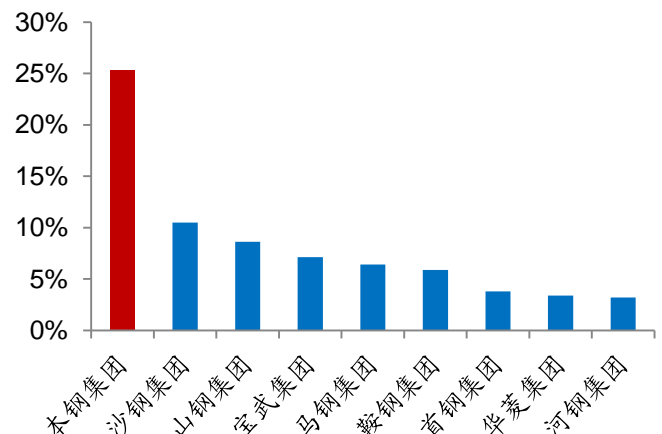
备注: (1) 建龙集团数据缺失; (2) 沙钢集团、鞍钢集团、华菱集团为2017年数据; (3) 2017、2018年汇率按全年平均6.75、6.62计算; (4) 马钢集团数据缺失, 由钢铁主业集中的马钢股份数据代替。

图29: 2018年, 本钢集团出口量占总销量比重达25%, 排名国内前十大钢铁集团首位



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图30: 2018年, 本钢集团出口金额占营业收入比重达25%, 排名国内前十大钢铁集团首位



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

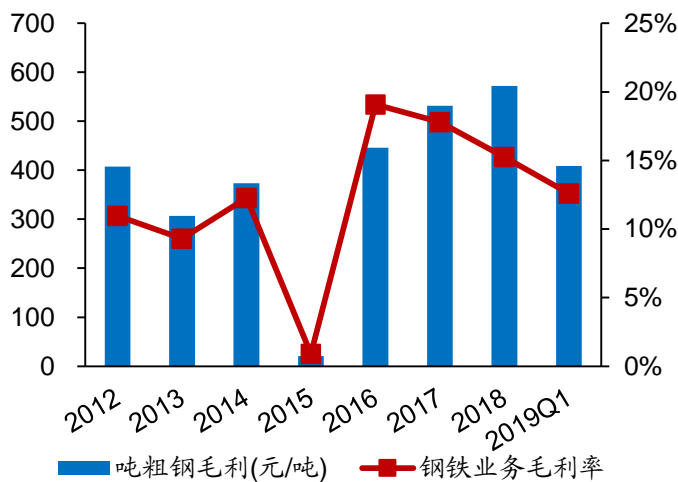
(五) 盈利及获现能力: 吨钢成本同比增幅高于吨钢营收、2016年来毛利率逐年下滑, 降本空间较大、获现能力边际改善

1、盈利能力: 吨钢成本同比增幅高于吨钢营收增幅、2016年来毛利率逐年下滑,

降本空间较大

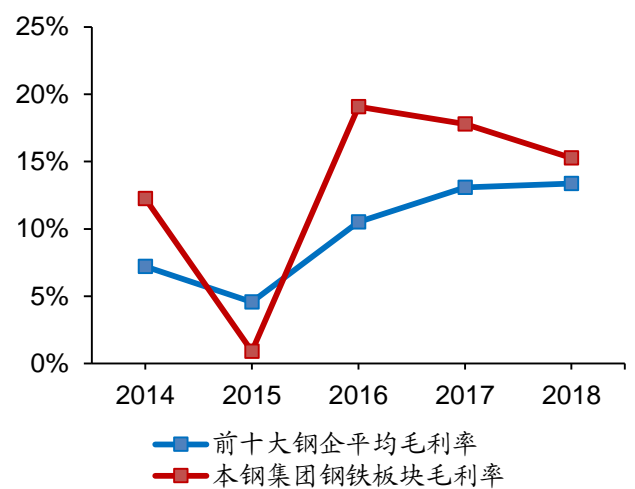
**2016-2018年吨钢毛利逐年上升但毛利率下滑。**吨钢毛利方面，根据公司公告，2016-2018年公司吨钢毛利由446元/吨逐年上升至572元/吨。毛利率方面，2012-2015年，本钢集团钢铁业务毛利率在处于9%-12%区间，2015年随行业景气度达到低谷而下滑至1%，2016年则升至19%的高点，之后逐年下滑，2019Q1为13%。除2015年外，其他年份本钢集团钢铁业务毛利率较前十大钢企平均毛利率更高，但2016-2019Q1其毛利率变动趋势与前十大钢企相反（备注：上市公司本钢板材毛利率2016年以来也处于逐年下滑趋势）。

图31：2012-2019Q1本钢集团吨粗钢毛利及钢铁业务毛利率变化



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图32：2016-2019Q1本钢集团钢铁业务毛利率变动趋势与前十大钢企相反



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**2016-2019Q1，本钢集团钢铁业务毛利率下滑的主要原因是吨钢营收同比增幅低于吨钢成本同比增幅。**根据公司公告，2017-2018年，本钢集团吨钢营收同比增幅均低于吨钢成本同比增幅；2019Q1，本钢集团吨钢营收同比降幅高于吨钢成本降幅。故2016-2019Q1本钢集团钢铁业务毛利率呈逐年下滑趋势。而同期，2017-2018年，申万钢铁行业上市钢企吨钢营收同比增幅均高于吨钢成本同比增幅，因此造成2016-2019Q1本钢集团钢铁业务毛利率变动趋势与前十大钢企相反。

表9：2017-2019Q1本钢集团吨钢营收增幅小于吨钢成本增幅致2016年后其毛利率逐年下降（单位：亿元）

	吨钢营收		吨钢成本		吨钢毛利	
	绝对值	YOY	绝对值	YOY	绝对值	YOY
2016	2339	4.0%	1893	-15.0%	446	2070.7%
2017	2989	27.8%	2458	29.8%	532	19.2%
2018	3748	25.4%	3176	29.2%	572	7.6%
2019Q1	3244	-16.3%	2836	-15.4%	409	-21.6%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**表10: 2017-2018年申万钢铁行业上市钢企吨钢营收同比增幅均高于吨钢成本同比增幅**

	吨钢营收 YOY		吨钢成本 YOY		吨钢毛利 YOY	
	本钢集团	申万钢铁行业	本钢集团	申万钢铁行业	本钢集团	申万钢铁行业
<b>2017</b>	27.8%	47.8%	29.8%	43.2%	19.2%	85.5%
<b>2018</b>	25.4%	2.4%	29.2%	0.7%	7.6%	12.8%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

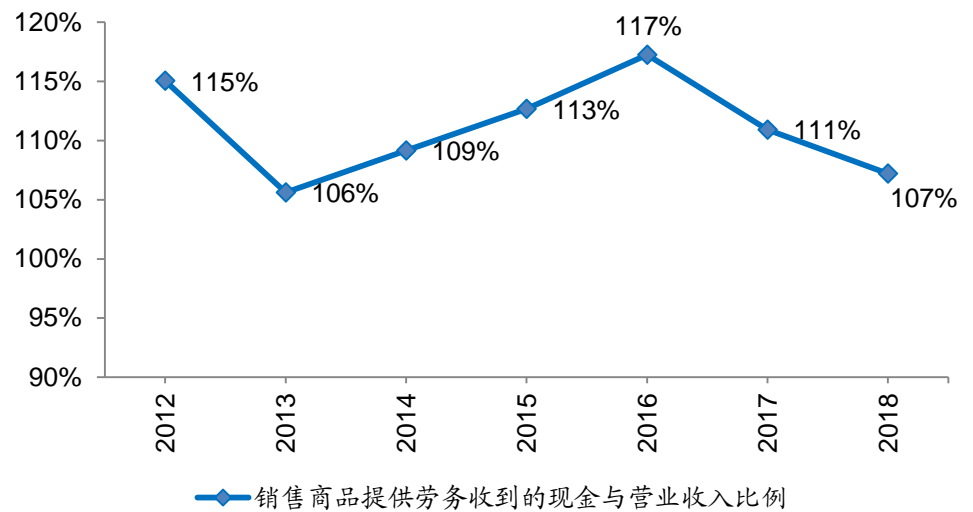
推行“日清日结”对标挖潜，成本控制已经成为本钢集团生产经营重中之重，降本空间较大。根据本钢集团官网2019年5月24日发布的《一切拿成本“说事”》新闻稿，本钢集团北营公司全面贯彻落实“日清日结”对标挖潜工作，积极跟国内先进同行、国内行业平均水平开展对标工作，找出存在的差距，以及存在差距的原因，同时针对存在的差距，结合实际，制订整改措施。2019年1-4月，北营公司累计较预算降低成本15576万元；根据本钢集团官网2019年6月17日发布的《本钢板材炼钢厂工序成本大幅下降》新闻稿，本钢板材炼钢厂实行厂、作业区、班组“三级管理”，厂级管理即相关责任管理室每天形成“日清日结”报表，对成本指标进行全面掌控，不定期对作业区降成本措施的落实情况进行抽查；作业区级管理即每天作业区形成内部“日清日结”报表，利用班前会对班组指标完成情况进行点评，每周、月，对各班组的成本完成情况进行排名并公示；班组级管理即炉结炉清，得出每炉钢水散装料和铁合金成本的超降情况，便于更直观地指导班组的操作，增强班组职工降成本意识。公司“日清日结”对标挖潜取得明显成效，炼钢工序成本对比预算大幅下降。

## 2、获现能力：盈利质量较好、获现能力边际改善

从销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比例来观测，根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，国内产品销售方面，本钢集团主要采用先款后货结算和招投标赊销两种方式，二者的占比分别为90%和10%；国外产品销售方面，本钢集团主要采用信用证结算和电汇结算两种方式，其中信用证结算占比95%，结算时间约为2-3个月，电汇结算占5%，属于当期结算。2012-2018年本钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比例稳定在110%左右。

从经营活动净现金流来观测，2012-2018年，除2015年，本钢集团经营活动净现金流始终为正，但获现能力处于偏低水平。2019年上半年，公司经营活动净现金流与营业收入比值达20%，较2018年大幅提升16PCT，显示公司获现能力边际改善。

图33: 2012-2019年上半年本钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比例稳定在110%左右



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表11: 2012-2019年上半年本钢集团经营活动现金流情况 (单位: 亿元)

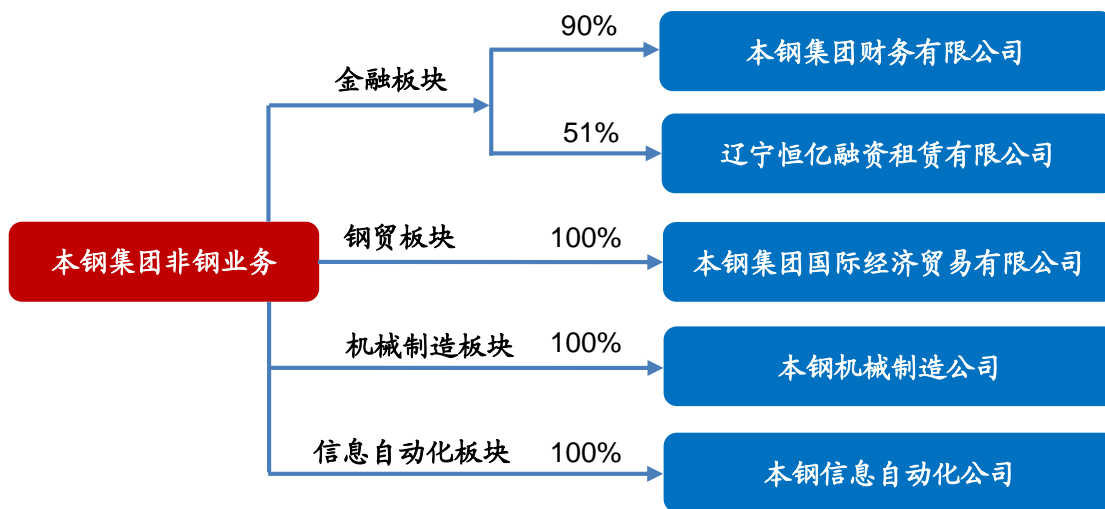
	经营活动现金流入	经营活动现金流出	经营活动净现金流	经营活动净现金流/营业收入
2012	775	762	13	2%
2013	789	780	9	1%
2014	743	714	29	4%
2015	559	619	-60	-13%
2016	603	557	46	10%
2017	634	622	12	2%
2018	743	717	25	4%
2019H1	212	150	62	20%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 三、非钢业务：四大板块多元发展，但营收和盈利占比不足 10%

本钢集团非钢业务主要涉及金融、钢贸、机械制造和信息自动化等板块。根据公司公告，本钢集团对非钢产业的发展较为重视，成立了非钢产业处，制定了《本钢非钢产业发展规划》，并确立了非钢产业与钢铁主业同步发展的工作目标，旨在做精做强钢铁主业的同时，加快相关非钢产业发展，形成具有较强竞争力的相关非钢产业集群，增强公司经营弹性和利润空间。目前，本钢集团非钢业务主要涉及金融、钢贸、机械制造和信息自动化等板块（备注：本钢集团非钢业务相关资产均不在上市公司体内）。

图34：本钢集团非钢板块框架及核心子公司



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

整体看，本钢集团非钢业务的营收规模占公司总营收比重较小。从营收规模看，合并报表口径，本钢集团2018年非钢业务实现营业收入37.8亿元，仅占公司营业总收入的6.0%；2019Q1非钢业务实现营业收入14.6亿元，仅占公司营业总收入的9.6%。从盈利能力看，非合并报表口径，本钢集团四大非钢业务板块中，2018年金融板块和钢贸板块净利润最高，分别为0.79亿元和0.59亿元，合计占比达94%，机械制造和信息自动化板块净利润占比较低。

表12：本钢集团，按子公司口径，非钢产业收入和净利润情况

板块	主要公司	收入（亿元）			净利润（亿元）		
		2017	2018	2019Q1	2017	2018	2019Q1
钢贸板块	本钢国贸公司	136.04	111.25	32.21	-1.79	0.59	0.02
金融板块	恒亿租赁公司	8.23	7.98	1.70	0.24	0.37	0.04



	本钢财务公司	2.53	3.43	1.14	0.35	0.42	0.11
机械制造	本钢机械制造公司	3.56	3.91	1.02	0.00	0.01	-0.04
信息自动化	本钢信息自动化公司	1.05	1.30	0.52	0.07	0.08	0.02
	合计	151.41	127.87	36.59	-1.13	1.47	0.15

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：由于本钢集团非钢业务各子公司和钢铁业务存在关联交易，因此表中营业收入仅为子公司口径，而非本钢集团合并报表口径

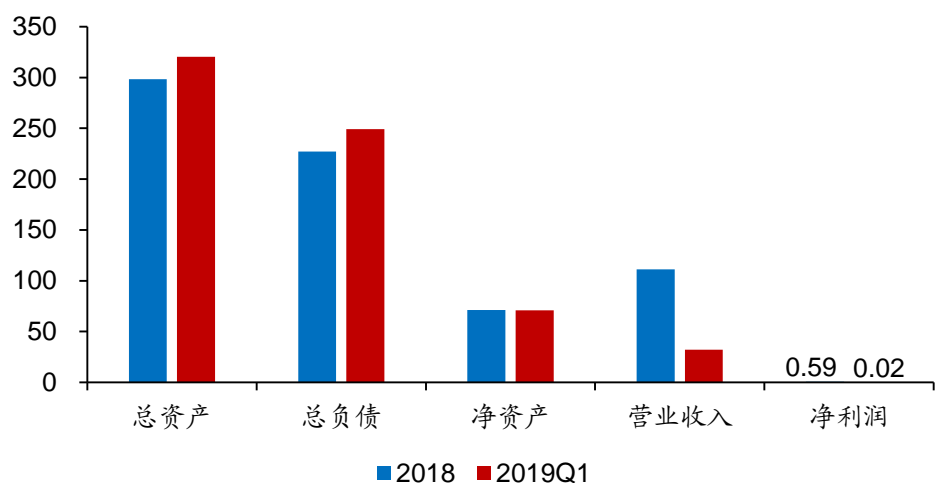
### （一）钢贸板块：业务主要集中于本钢国贸公司

本钢集团国际经济贸易有限公司（以下简称“本钢国贸公司”）作为本钢贸易产业推进及执行部门，主要负责非本钢产品贸易专项工作的推进与管理。

从涉及产品来看，非本钢产品贸易部分目前所涉及的产品种类主要以板材、长材、板坯等钢铁类产品为主。从供需客户来看，当前采购方（供方）主要为资信良好的大型钢厂及钢材贸易商，如宝钢、武钢和鞍钢等，销售方（需方）为资信良好并具备一定实力的钢材贸易商。从贸易模式来看，本钢国贸公司根据客户采购需求，向钢厂或贸易商采购货物，运送至指定的国有仓库进行保管。本钢国贸公司确认客户的购货款到账后，转移货权给购货方。贸易模式由先销后购的模式逐步向自主采购、自由贸易等更突出的模式转变和发展，加强业务推广和渠道拓展。

根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，截至2018年年底，本钢国贸公司总资产规模为298.26亿元，总负债规模为226.96亿元，净资产规模为71.30亿元，全年实现营业收入111.24亿元，净利润0.59亿元；截至2019Q1，本钢国贸公司总资产规模扩张至320.18亿元，总负债规模为249.16亿元，净资产规模微幅下降至71.02亿元，实现营业收入32.21亿元，净利润0.02亿元。

图35：本钢国贸公司2019Q1实现营业收入32.21亿元，净利润0.02亿元（单位：亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## (二) 金融板块：业务主要集中于恒亿租赁和本钢财务公司

### (1) 辽宁恒亿融资租赁有限公司

辽宁恒亿融资租赁有限公司（以下简称“恒亿租赁”）成立于2014年9月9日。注册资本3.5亿美元，主要为集团提供融资租赁业务。

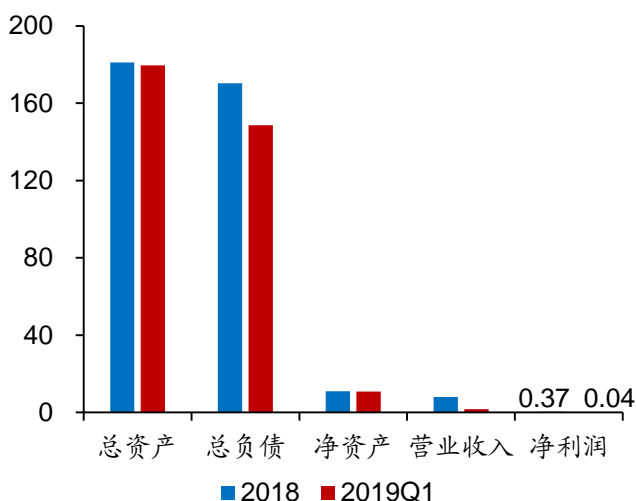
根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，截至2018年年底，恒亿租赁总资产规模为181.16亿元，总负债规模为170.37亿元，净资产规模为10.97亿元，全年实现营业收入7.98亿元，净利润0.37亿元；截至2019年第一季度，恒亿租赁总资产规模为179.69亿元，总负债规模为148.86亿元，净资产规模为10.83亿元，2019年第一季度实现营业收入1.70亿元，净利润0.04亿元。

### (2) 本钢集团财务有限公司

本钢集团财务有限公司（以下简称“本钢财务公司”）成立于2015年12月25日，注册资本30亿元，其主要经营范围为：对成员单位办理财务及融资顾问，信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险业务、担保业务、委托贷款、票据承兑与贴现，结算、清算方案的设计、吸收成员单位存款。办理贷款及融资租赁，从事同业拆借。

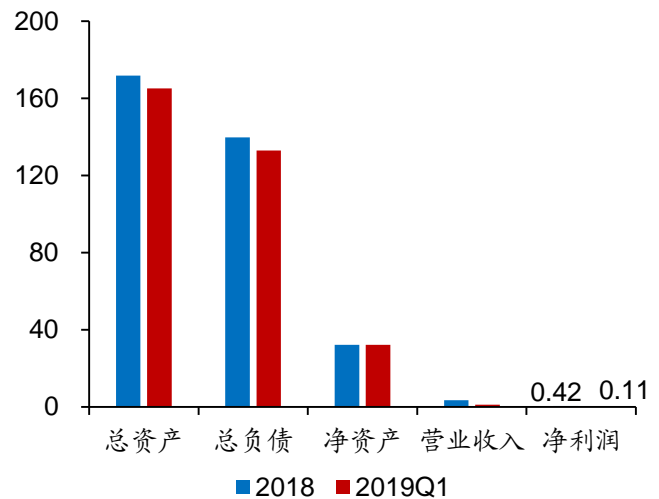
根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，截至2018年年底，本钢财务公司总资产规模171.80亿元，总负债规模139.73亿元，净资产规模为32.07亿元，全年实现营业收入3.43亿元，净利润0.42亿元；截至2019年第一季度，本钢财务公司总资产规模165.14亿元，总负债规模为132.96亿元，净资产规模为32.18亿元，2019年第一季度实现营业收入1.14亿元，净利润0.11亿元。

图36: 恒亿租赁2019Q1实现营业收入1.70亿元, 净利润0.04亿元(单位: 亿元)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图37: 本钢财务公司2019Q1实现营业收入1.14亿元, 净利润0.11亿元(单位: 亿元)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

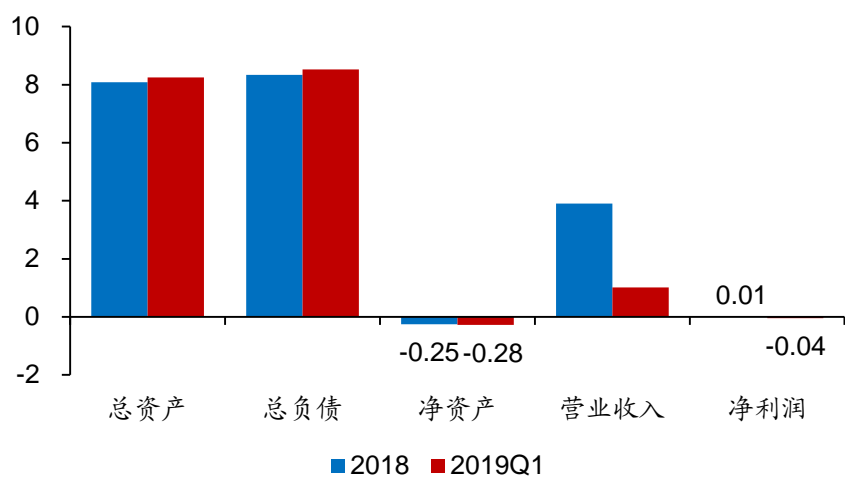
## (三) 机械制造板块：业务主要集中在本钢机械制造公司

本钢集团机械制造板块的发展主要集中在本溪钢铁（集团）机械制造有限责任

公司（以下称“本钢机械制造公司”），本钢机械制造公司主要面对本钢集团公司及外部市场提供生产用成套设备、备件及铸钢、铸铁和冶金、矿山机械加工类产品、对内劳务输出等。截至目前，本钢机械制造公司的主要下游客户有中冶京诚、中冶长天、大冶特殊钢公司、青岛钢铁公司、广西柳钢钢铁公司和辽宁宏昌重工股份有限公司等。

根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，截至2018年年底，本钢机械制造公司总资产规模8.09亿元，总负债规模8.34亿元，净资产规模为-0.25亿元，全年实现营业收入3.91亿元，净利润0.01亿元；截至2019年第一季度，本钢机械制造公司总资产规模为8.25亿元，总负债规模为8.53亿元，净资产规模为-0.28亿元，2019年第一季度实现营业收入1.02亿元，净利润-0.04亿元。

图38：本钢机械制造公司2019年Q1实现营业收入1.02亿元，净利润-0.04亿元(单位：亿元)



数据来源：《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

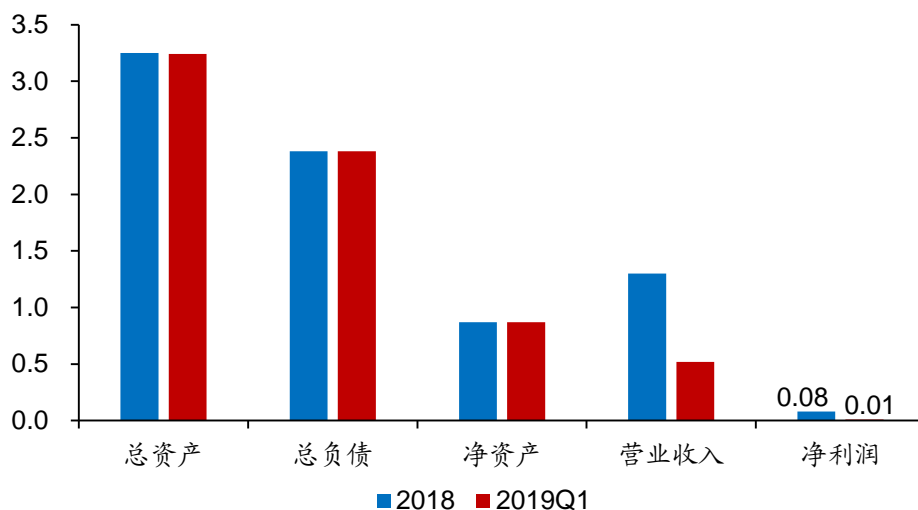
#### （四）信息自动化板块：业务主要集中在本钢信息自动化公司

本钢集团信息自动化板块主要集中在本溪钢铁（集团）信息自动化有限责任公司（以下称“本钢信息自动化公司”），该公司是本钢集团的全资子公司，是具有“国家计算机信息系统集成二级资质”和“辽宁省建筑智能化二级资质”的国有企业，被国家授予全国中小企业中“最具自主创新能力企业”荣誉称号。主要业务范围有计算机软件开发、网络及通讯系统设计、开发；自动控制系统设计、设备制造、安装调试；计算机技术、自动化系统技术支持，技术服务；计算机信息咨询与服务、智能控制设备、仪表、仪器研发、销售；企业、事业信息化系统集成；软件、控制设备产品代理。提供自动化、计算机技术支持与服务。目前本钢信息自动化公司主要面对本钢集团内部各子公司提供服务。

根据《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》，截至2018年年底，本钢信息自动化公司总资产规模为3.25亿元，总负债规模为2.38亿元，净资

产规模为0.87亿元，全年实现营业收入1.30亿元，净利润0.08亿元；截至2019年第一季度，本钢机械制造公司总资产规模为3.24亿元，总负债规模为2.38亿元，净资产规模为0.87亿元，2019年第一季度实现营业收入0.52亿元，净利润0.01亿元。

图39: 本钢信息自动化公司2019年Q1实现营业收入0.52亿元，净利润0.01亿元(单位: 亿元)



数据来源:《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

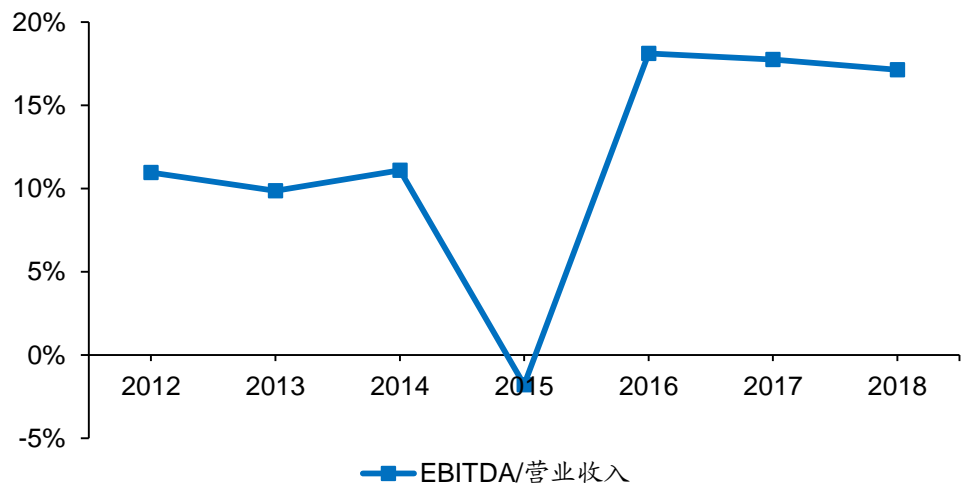
## 四、财务分析：费用控制有待提升，运营能力偏弱，债务结构和现金流边际改善

### （一）盈利能力：期间费用率边际改善，但费用控制仍有提升空间

#### 1、创利能力：2015年后本钢集团创利能力回升，近三年稳中有降

考虑到钢铁行业属于重资产行业，企业固定资产的折旧额占营业收入比重较大，因此我们选取息税折旧摊销前利润（EBITDA）与营业总收入的比值这一指标作为企业利润率。2012-2014年本钢集团盈利能力较为稳定，2015年盈利能力出现大幅下滑，EBITDA出现8.4亿元亏损，2015年以后随着供给侧改革的深入推进和行业景气度的提升，本钢集团盈利能力实现复苏。2016年息税折旧摊销前利润（EBITDA）与营业总收入的比值达18.12%，为2012年至今峰值。2017-2018年，该比值出现微幅下降，2018年为17.14%，但仍处于2012年以来的较高位。

图40：2015年后本钢集团创利能力回升，近三年稳中微降



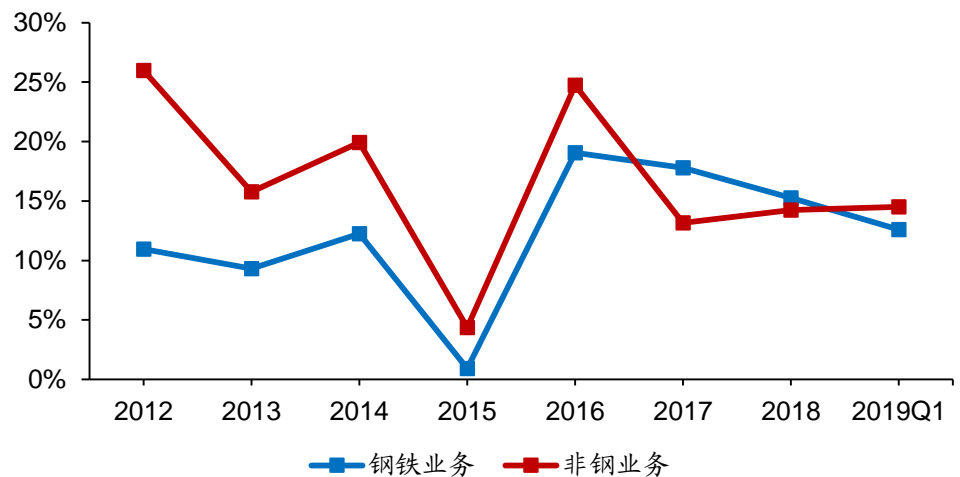
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

同时，我们通过毛利率来对具体业务盈利能力进行拆解分析。

**钢铁业务方面**，2012-2014年，本钢集团钢铁业务毛利率维持在9-12%之间、变化幅度较小；2015年钢铁业务的毛利率大幅下滑至0.91%，2016年冲高至19.1%的近8年来最高位，后逐年回落，2019年第一季度主营业务的毛利率为12.6%。**非钢业务方面**，本钢集团非钢业务毛利率走势在2017年后与钢铁业务分化，其呈现逐年上升态势，2019Q1毛利率超过钢铁业务，达到了14.5%的近两年最高位。



图41: 2012年以来本钢集团钢铁业务和非钢业务毛利率变动情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**2、期间费用: 2015年后费用率逐年下行, 管理费用绝对值及占比下降、但财务费用绝对值及占比高企, 费用管理能力有待改善**

纵向来看, 2013年后本钢集团期间费用率快速上升, 2015年达到20%, 为2012年以来最高位。2015年后期间费用率逐渐下降, 2018年降至16%, 为2015年以来最低水平。具体而言, 2012年来本钢集团管理费用的绝对值和占期间费用比例分别由2012年的45.8亿元、54%下降到2018年的32.8亿元、33%; 销售费用的绝对值和占比呈小幅波动的态势; 财务费用绝对值和占比自2012年起双双成逐年上升之势, 2018年本钢集团的财务费用支出达到52.0亿元, 占期间费用的比例超过50%。

表13: 2012-2018年本钢集团三费绝对值及占比的变动趋势 (单位: 亿元)

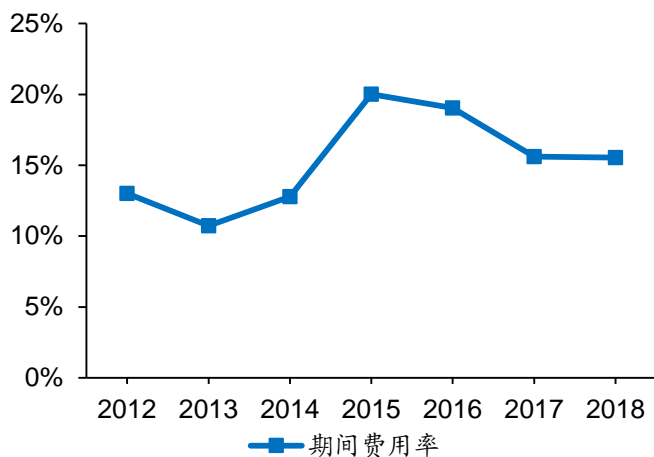
年份	管理费用	占比	销售费用	占比	财务费用	占比	期间费用
2012	45.8	54%	11.1	13%	27.8	33%	84.8
2013	41.5	54%	12.0	16%	23.9	31%	77.3
2014	40.1	48%	13.0	16%	30.2	36%	83.4
2015	34.7	37%	12.2	13%	47.4	50%	94.3
2016	31.1	36%	11.9	14%	43.6	50%	86.5
2017	30.7	38%	14.6	18%	36.4	45%	81.6
2018	32.8	33%	13.6	14%	52.0	53%	98.4

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2018年本钢集团管理费用包含研发费用

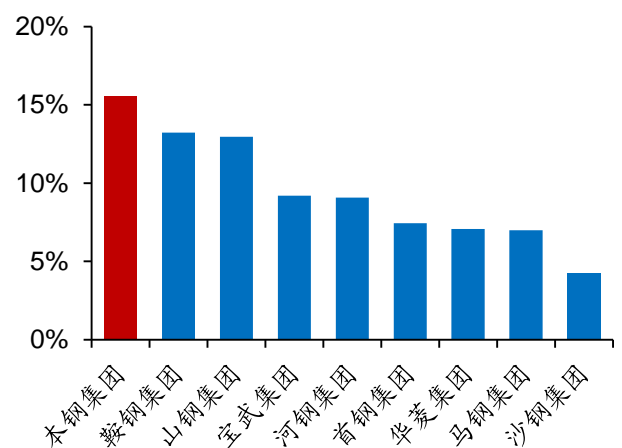
横向来看, 我们对国内前十大钢企2018年期间费用率截面数据进行对比, 可见本钢集团期间费用率在2015年后显著下降, 但2018年仍为国内前十大钢企最高水平。由此可见, 本钢集团在国内前十大钢企中, 对期间费用的管控能力相对较差。

图42: 2012-2018年本钢集团期间费用率走势



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图43: 2018年前十大钢厂期间费用率横向对比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 建龙集团的相关数据缺失

具体而言,我们将前十钢企2018年期间费用的截面数据进行拆解比较。2018年本钢集团销售、管理、研发和财务费用率分别为2.2%、5.2%、0.01%和8.2%,在前十钢企所处百分位数分别为75%、100%、0%和100%,本钢集团销售和管理费用率高居首位,而研发费用率则远低于其他前十钢企1.1%的平均水平。

表14: 2018年前十大钢企期间费用率拆解比较

	销售费用率	管理费用率	研发费用率	财务费用率
宝武集团	1.8%	3.2%	2.1%	2.1%
河钢集团	1.4%	2.9%	1.4%	3.3%
沙钢集团	0.5%	1.0%	1.0%	1.7%
鞍钢集团	3.0%	3.9%	1.4%	5.0%
首钢集团	1.9%	1.5%	0.6%	3.5%
山钢集团	3.8%	4.2%	0.4%	4.6%
华菱集团	1.4%	3.0%	1.0%	1.7%
马钢集团	1.2%	2.9%	1.3%	1.5%
本钢集团	2.2%	5.2%	0.01%	8.2%
本钢集团所处百分位	75%	100%	0%	100%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

下面我们将从本钢集团销售、管理、财务费用细项来详细分析公司期间费用率较高的主要原因:

对销售费用拆解,2018年本钢集团仓储运输费用达10.67亿元,占营业总收入和销售费用比重分别达1.68%和78%,有相关数据的七家前十钢企中,除山钢集团外,其余钢企仓储运输费占销售费用比重均超过60%,其中五家占比超过70%。考虑到

本钢集团地处东北地区,而产品销售区域华东占40%、出口占33%,东北地区占28%,其相对较高的仓储运输费用与其销售区域格局相匹配。

表15: 2018年前十钢企销售费用率拆解

	仓储运输费占营业收入比率	仓储运输费占销售费用比率
河钢集团	0.90%	64%
鞍钢集团	2.33%	78%
首钢集团	1.45%	78%
山钢集团	0.37%	10%
华菱集团	1.03%	73%
马钢集团	0.94%	76%
本钢集团	1.68%	78%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 鞍钢股份仓储运输费用由年报中运输费加仓储保管费得到。(2) 宝武集团、沙钢集团、建龙集团数据缺失。

**对管理费用拆解**, 本钢集团工资薪酬和折旧摊销在管理费用中占比最高。**工资薪酬方面**, 2018年本钢集团工资薪酬为17亿元, 占管理费用、营业收入比例分别为53%、3%, 所处百分位为67%和100%, 属于行业内较高水平。若拆解至人均薪酬, 本钢集团人均薪酬在数据可得的7家前十钢企中最低, 但员工总数则排名靠前, 可见员工总数较大是公司工资薪酬支出较高的核心原因。另外, 较高的员工总数也说明本钢集团人员负担较重、生产效率偏低, 机械自动化程度有待提升。2018年本钢集团人均产钢量250吨/人, 位居前十大钢企末位, 与国内先进钢企差距明显。

表16: 2018年前十大钢企管理费用-工资薪酬拆解

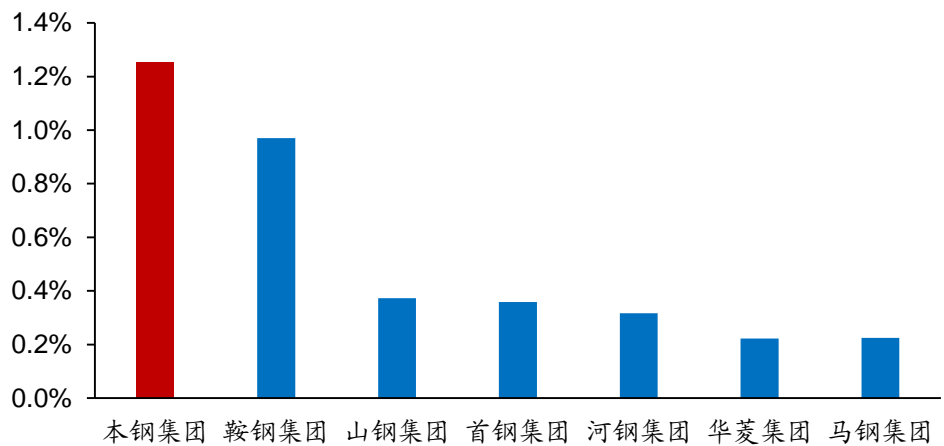
	工资薪酬 (亿元)	管理费用 (亿元)	工资薪酬 占比	营业收入 (亿元)	工资薪酬 占比	员工总数 (人)	平均薪资 (元/年)	人均产钢 (吨/人)
宝武集团	-	140	-	4386	-	113517	-	594
河钢集团	44	98	45%	3341	1%	118656	37352	394
沙钢集团	-	14	-	1410	-	21347	-	1905
鞍钢集团	43	83	52%	2155	2%	134000	32455	279
首钢集团	5	10	51%	658	1%	17862	27916	1531
山钢集团	40	62	64%	1479	3%	55200	71931	420
华菱集团	14	36	40%	1207	1%	32449	44257	709
马钢集团	14	27	53%	918	2%	43566	32524	451
本钢集团	17	33	53%	634	3%	63649	27207	250
本钢集团 百分位	-	-	67%	-	100%	63%	0%	0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 建龙集团数据缺失

**摊销折旧方面**，2018年本钢集团摊销折旧费用占营收比重达1.25%，在前十钢企中排名第一。**摊销费用看**，2018年公司土地使用权摊销、采矿权摊销分别为1.3亿元、1.9亿元，占无形资产摊销比例分别为40%、60%。考虑到本钢集团自有矿山较多，矿石自供率高于行业平均，尽管采矿权摊销较高，但有利于降低原材料矿石成本和保障矿石的稳定供应。**折旧费用看**，2018年，本钢集团折旧达5亿元，考虑到本钢集团在建工程自2014年达到高峰后逐年下降，未来折旧压力将大大降低。

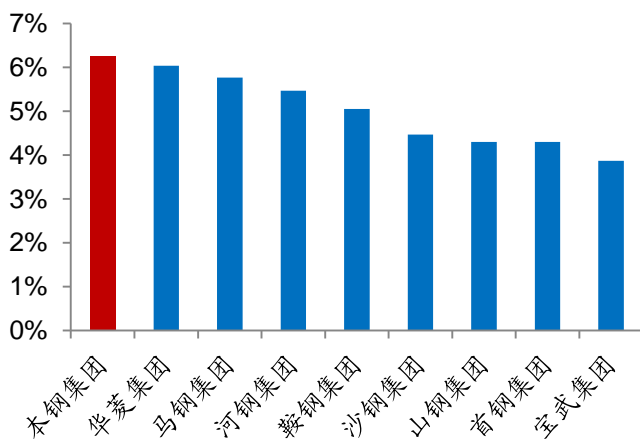
图44：2018年本钢集团摊销折旧占营收比重达1.25%，位居前十钢企首位



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

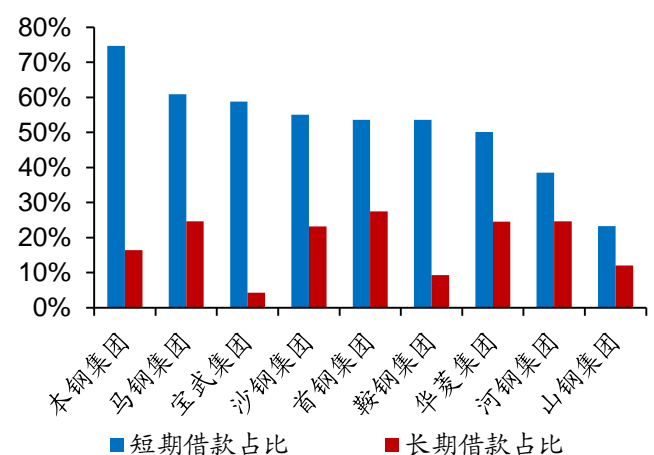
**财务费用**，2018年本钢集团利息费用达46亿元，占财务费用的比重高达88%。利息费用取决于有息负债规模和其平均利率。**平均利率方面**，我们以2018年利息费用/((期初有息负债+期末有息负债)/2)来计算当年有息负债平均利率，可见2018年本钢集团有息负债平均利率达6.26%，位居前十大钢企第一位，远高于宝武集团3.87%的平均利率（建龙集团的相关数据缺失）；**有息负债规模及结构**，结合后文对本钢集团偿债能力的分析，2018年本钢集团有息负债规模达691亿元，其中短期借款占比高达75%，长期借款占比仅16%。因此，较高的有息负债平均利率、较大的有息负债规模、较高的短期借款占比是导致本钢集团财务费用高企的主要原因。

图45：2018年本钢集团有息负债平均利率达6.26%，位居前十大钢企第一位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图46：2018年本钢集团短期借款占有息负债比重位居前十大钢企第一位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 运营能力：总资产周转率、存货周转率等关键指标与行业均值差距较大，运营能力持续偏弱

2012年以来本钢集团存货周转能力小幅改善，应收账款周转能力大幅增强。本钢集团的存货周转率从2012年的2.20次波动上升至2018年的2.45次，存货周转能力小幅改善；应收账款周转率从2012年的35.25次大幅增长至2018年的54.95次，应收账款周转能力大幅增强。

2012年以来本钢集团流动资产周转能力、总资产周转能力延续颓势。2012-2018年间，本钢集团流动资产周转率和总资产周转率持续表现不佳，2018年本钢集团流动资产周转率、总资产周转率分别仅为0.62次和0.42次，其中2018年流动资产周转率处于2012-2017年区间70%分位、2018年总资产周转率处于2012-2018年区间78%分位。

表17：2012-2018年本钢集团运营能力指标的变化（单位：次）

	存货周转率	应收账款 周转率	固定资产 周转率	流动资产 周转率	非流动资产 周转率	总资产 周转率
2012	2.20	35.25	1.28	-	1.26	0.53
2013	2.40	36.35	1.40	0.89	1.27	0.54
2014	2.19	38.04	1.31	0.70	1.07	0.46
2015	2.28	29.08	1.06	0.48	0.76	0.33
2016	2.13	28.11	1.11	0.45	0.69	0.32
2017	2.27	48.51	1.28	0.51	0.75	0.36
2018	2.45	54.95	1.33	0.62	0.83	0.42
2018年该指标分位数	100%	100%	95%	70%	65%	78%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

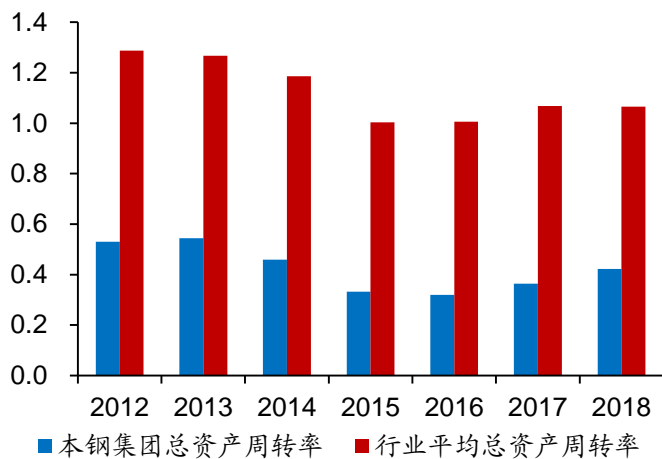
备注：其中2018年该指标分位数为2018年该指标处于2012-2018年数据中所处的分位数，100%为最大值、0%为最小值

2012年以来本钢集团运营能力持续处于行业较弱水平。从总资产周转率来看，2012-2018年间，本钢集团总资产周转率均未超过0.60次，而同期行业均值超过1.0次，本钢集团总资产管理质量和利用效率显著弱于行业平均水平；从存货周转率来看，2012-2018年间，本钢集团存货周转率均未超过3.0次，而同期行业均值超过8.0次，显示公司存货周转水平较弱，与行业平均水平差距较大。

备注：本文中行业平均资产周转率指标，我们利用黑色金属冶炼及压延加工业分类下的财务指标进行计算。

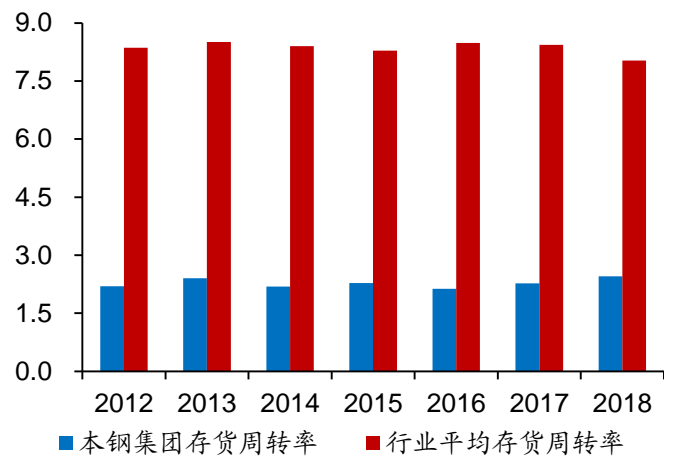


图47: 2012年来本钢集团总资产周转率低于行业均值



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图48: 2012年来本钢集团存货周转率远低于行业均值



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

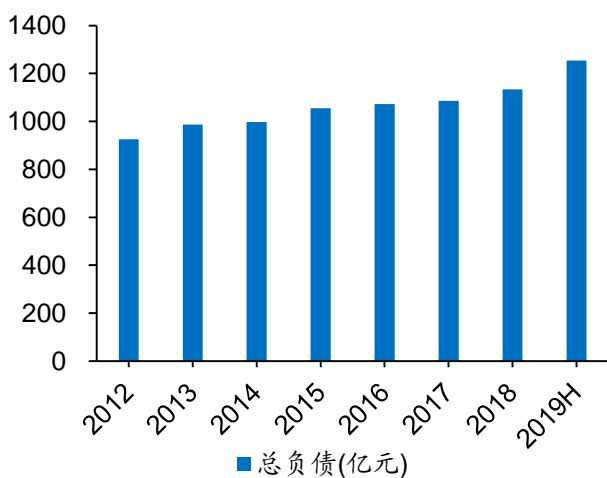
### (三) 偿债能力: 资产负债率维持 70%以上高位, 偿债能力居行业较弱水平、但债务结构边际改善

#### 1、债务现状: 总负债规模持续扩张, 流动负债增幅大, 有息债务结构短期化

2012年以来本钢集团总负债规模持续扩张。截至2019年上半年, 本钢集团总负债达1254亿元, 较2012年年底累计增长36%。

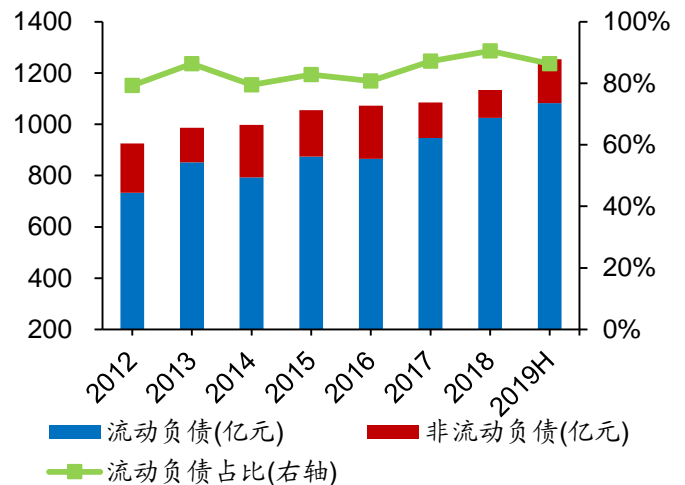
2012年以来本钢集团流动负债增幅较快且占比较高。从期限结构来观察, 本钢集团流动负债规模从2012年的734亿元增至2019年上半年的1082亿元, 增幅达47%; 流动负债占比从79%最高升至2018年的90%; 同期非流动负债规模从192亿元降至172亿元, 降幅超过10%, 占比则从21%下降至10%。

图49: 2012-2019年上半年本钢集团总负债规模持续扩张



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

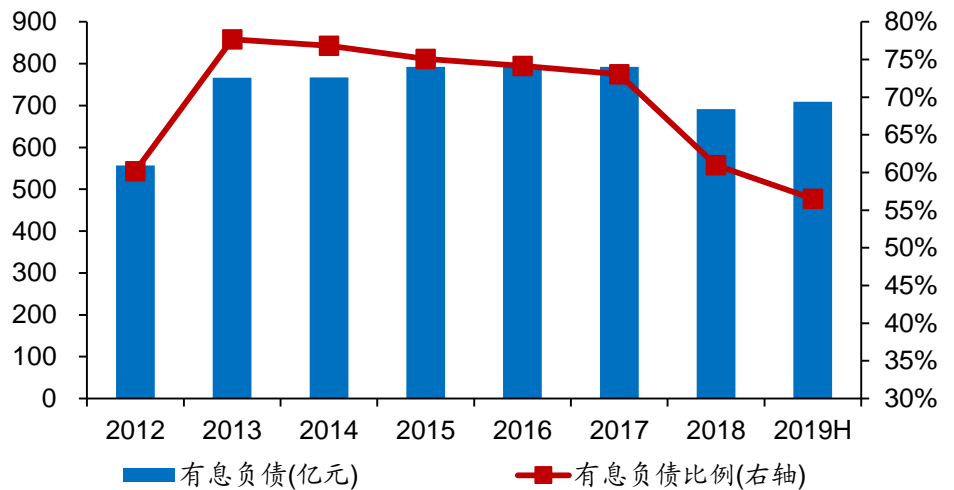
图50: 2012-2019年上半年本钢集团流动负债规模增47%, 占比升至90%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**2018年以来本钢集团有息债务规模及占比呈现边际改善。**根据《2016年第一期本钢集团有限公司公司债券信用评级报告》，由于会计准则发生变化，致使2013年本钢集团有息负债由2012年的557亿元迅速增至766亿元。2014-2017年，集团有息债务规模相对稳定、占比有所下降，但仍维持在70%以上的高位。2018年后集团有息债务规模和占比双双下降，2019年上半年分别降至709亿元和57%。

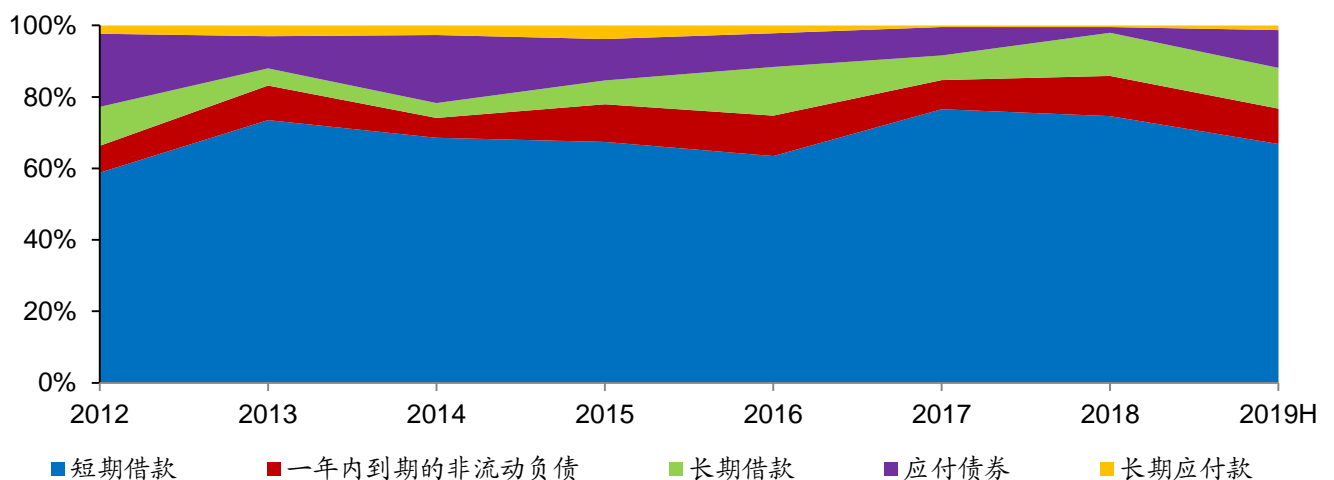
**图51：2017年年后有息债务规模和占比双双下降，2019年上半年分别降至709亿元和57%，呈现边际改善**



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**2012年以来本钢集团有息债务结构呈现短期化特点。**本钢集团有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中短期有息负债以短期借款为主、长期有息负债以长期借款和应付债券为主。2012-2018年，本钢集团短期有息债务占比由66%震荡上升至85%、长期有息债务占比由34%下降至15%。截至2019年上半年，集团短期有息债务达544亿元，占比为77%，长期有息债务达165亿元、占比为23%。集团有息债务结构呈现短期化特点。

**图52：截至2019年上半年，本钢集团短期有息债务达544亿元，占比为77%，有息债务结构呈现短期化特点**



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

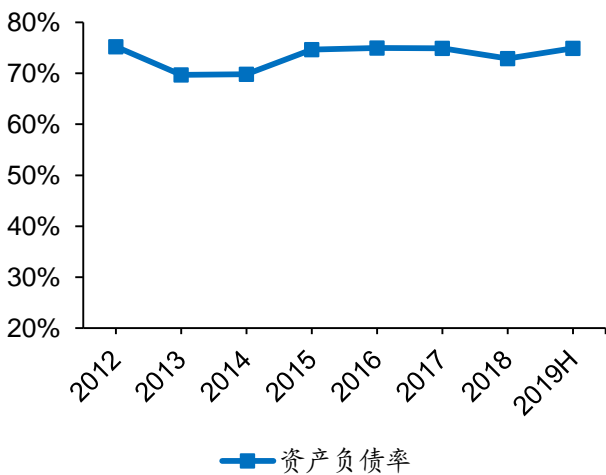
**2、偿债能力：资产负债率维持70%以上高位，长、短期偿债能力均居行业较弱**

水平

2012年以来本钢集团资产负债率维持在70%以上，长期偿债能力居行业较弱水平。纵向来看，2012年以来本钢集团的资产负债率均在70%以上波动；横向来看，本钢集团2018年资产负债率高居前十大钢企第三位，长期偿债能力为行业较弱水平（备注：上市公司本钢板材2019年上半年资产负债率为67%）。

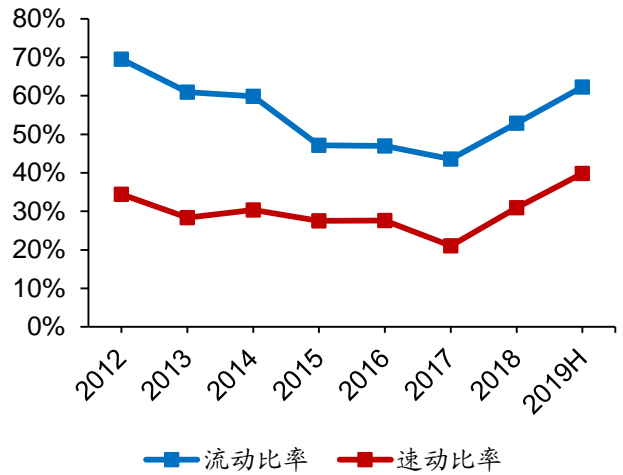
2018年来本钢集团流动比率和速动比率低位回升，但短期偿债能力仍居行业较弱水平。纵向来看，2012-2017年本钢集团流动比率和速动比率波动下降，2018年起开始企稳回升，2019年上半年本钢集团的流动和速动比率分别升至53%和31%。横向来看，2018年本钢集团流动比率位居前十大钢企倒数第三位，短期偿债能力仍居行业较弱水平。

图53: 2012年来本钢集团资产负债率维持在70%以上



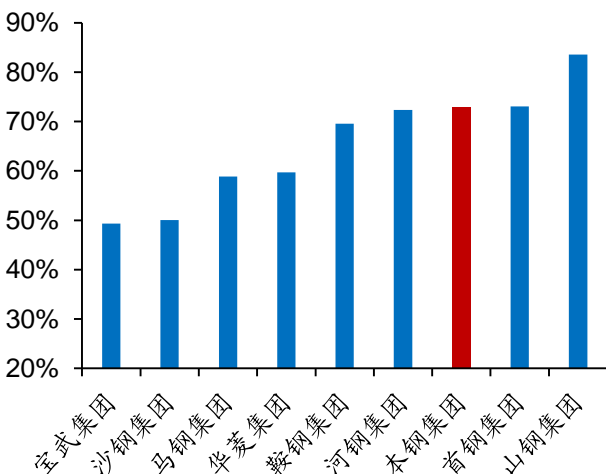
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图54: 2018年来本钢集团流动比率和速动比率低位回升



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

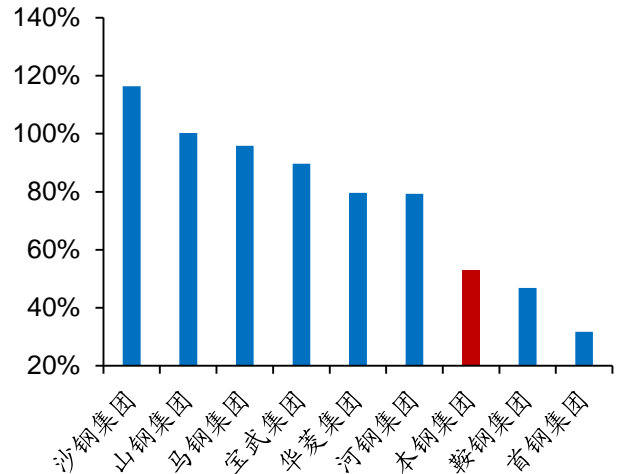
图55: 2018年本钢集团资产负债率居十大钢企第三位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 建龙集团数据缺失

图56: 2018年本钢集团流动比率居十大钢企靠后位置



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 建龙集团数据缺失

#### (四) 现金流: 17年来经营活动获现能力持续增强, 投资活动现金净流出收窄, 筹资活动产生的现金流量持续为负

2017年来本钢集团经营活动产生的现金流量净额稳步上升。2012-2016年, 本钢集团经营活动产生的现金流量净额波动幅度较大。2017来受益于行业景气度回升, 本钢集团经营活动产生的现金流量净额稳步上升。截至2019年上半年, 集团经营活动产生的现金流量净额达84亿元。

2016年来本钢集团投资活动现金净流出规模大幅缩小。2012-2019年上半年, 本钢集团投资活动产生的现金流量净额持续为负, 主要原因是每年投资在建工程规模较大, 购买固定资产支付大量现金, 投资活动现金流出均保持在较大规模水平。但自2016年以来, 随着在建工程项目投产运营, 投资活动现金净流出规模大幅缩小。2017-2019年上半年, 本钢集团投资活动产生的现金流量净额分别为-17亿元、-12亿元和-7亿元。

表18: 2012-2019年上半年本钢集团经营、投资和筹资活动现金流量拆解(单位: 亿元)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H
经营活动产生的现金流量净额	13	9	29	-60	46	12	25	84
经营活动现金流入小计	775	789	743	559	603	634	743	352
经营活动现金流出小计	762	780	714	619	557	622	718	269
投资活动产生的现金流量净额	-43	-65	-47	-34	-3	-17	-12	-7
投资活动现金流入小计	100	116	141	171	51	40	12	2
投资活动现金流出小计	143	181	187	205	54	56	23	9
筹资活动产生的现金流量净额	6	65	54	54	-7	-26	-23	-12
筹资活动现金流入小计	454	704	724	827	861	740	845	274
其中: 吸收投资	0.2	-	0.1	-	-	-	70	-
借款	386	674	598	645	668	697	690	274
筹资活动现金流出小计	448	639	670	773	868	766	868	286
其中: 偿还债务	405	602	629	717	722	677	791	262
现金及现金等价物净增加额	-24	9	36	-40	41	-34	1	65

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

预计未来本钢集团投资活动现金净流出规模预计将进一步减小。根据公司公告, 截至2019年3月末, 本钢集团目前主要在建项目情况的总投资进度已完成50%, 2020年集团拟完成投资仅4.71亿元, 如未来不推出大规模的投资计划, 预计集团未来资金支出压力较小, 投资活动现金净流出规模或将进一步减小。

表19: 截止至2019年3月末, 本钢集团主要在建项目情况 (单位: 亿元)

序号	项目名称	预计总投资	截至2019年3月末已完成投资	2019年拟完成投资	2020年拟完成投资	投资进度
1	露天矿4#排土场扩容改造	6.40	5.20	1.20	-	81%
2	北营公司新建烧结料场拆迁还建及翻车机系统工程	3.55	3.07	0.48	-	87%
3	南芬供热项目	1.25	1.56	-	-	100%
4	露天矿310破碎站工程	1.34	1.33	0.01	-	99%
5	北营公司贾选配套过滤系统工程	1.22	1.31	-	-	100%
6	北营一高线高速棒材改造	1.34	1.22	0.12	-	91%
7	北营公司新建能源介质管线工程	1.14	1.10	0.04	-	96%
8	露天矿扩帮延深	1.35	1.08	0.27	-	80%
9	1#转炉节能环保改造	2.18	0.82	1.36	-	37%
10	5#高炉易地大修(新2#高炉)	15.00	0.79	9.50	4.71	5%
	合计	34.78	17.49	12.99	4.71	50%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2016年来本钢集团筹资活动产生的现金流量持续为负。2012-2015年本钢集团筹资活动现金流保持净流入, 而2016年后转为净流出, 其原因是集团有息负债规模较大, 偿还债务支付的现金较多。

**(五) 需注意的风险点: 钢铁业务盈利承压、期间费用偏高, 非钢业务依赖内部市场、对外竞争力偏弱, 短期债务偿付压力较大**

#### 1. 钢铁业务风险: 营收与毛利承压, 期间费用率偏高

本钢集团钢铁业务营收占比高, 在目前钢铁行业景气度下行情况下, 主营业务收入与毛利承压明显。2016、2017、2018年及2019年1-3月, 本钢集团钢铁业务毛利率分别为19.1%、17.8%、15.3%和12.6%, 下降趋势明显, 钢铁业务营收占比超90%以上的本钢集团未来营收和毛利增长空间或有限。

钢铁行业为完全竞争型行业, 成本管控能力是保障盈利的核心, 本钢集团的营运管理能力一般, 成本高企: (1) 期间费用偏高。2016、2017、2018年及2019年1-6月, 本钢集团期间费用分别达87亿元、82亿元、99亿元和45亿元, 占营业收入的比重分别为19%、16%、16%和15%。2018年本钢集团期间费用率在前十大钢企中高居第一; (2) 存货周转率、总资产周转率均远低于行业平均。根据前文所述, 2018年本钢集团的存货周转率、总资产周转率为2.5次、0.4次, 低于行业平均的8.0次、



1.1次。

**本钢集团研发费用占比明显偏低。**2018年本钢集团研发费用占比仅为0.01%，在前十大钢企中排名末位，远低于1.1%的平均水平。较低研发费用说明本钢集团未足够重视产品创新，长期看不利于集团竞争力的提升和转型升级。

针对以上情况，本钢集团已在多方面进行改革，重点抓降本增效，预计未来成本或将有明显降低，抗风险能力增强。根据本钢集团官网新闻汇总，**原材料方面**，本钢集团2018年开始采用招标采购模式，2019年进一步采取经济排序科学配矿、择机采购、铁矿增产等多项措施，降低原材料成本；**生产制造方面**，2019年本钢集团采用精细化管理思路，推行日清日结等多项举措，板材炼钢厂和北营炼钢厂成本降幅较大，一季度钢铁料消耗同比降低8921万元，合金料消耗同比降低2482万元，石灰消耗同比降低841万元，三项合计降低费用1.2亿元。其中板材热连轧厂的目标为“2019年吨钢降低成本20元”，北营炼钢厂2019年以来已实现吨钢变动成本降低65元，矿业公司也要求实现变动费用压缩5%的目标；**销售方面**，本钢集团将加大直供用户供货比例，发展电商销售，优化品种结构、区域结构、用户结构，进一步扩大包括东亚、东南亚、中东、南美等“一带一路”沿线国家销售网络，加强应对市场波动的能力，提高销售收入稳定性，降低销售成本。

### 2. 非钢业务风险：对内部业务依赖性较强，对外竞争力较弱

**本钢集团非钢业务对内部业务依赖性较强，业务基本仍处于微利和亏损状态，对外既无规模优势又缺少竞争优势。**根据《本钢集团有限公司2019年度第二期中期票据募集说明书》，集团非钢板块企业普遍存在观念陈旧、体制不顺、机制不活、管理粗放、包袱沉重等问题，大部分依然靠钢铁主业的扶持存活，自身发展困难。目前，集团非钢业务尚不能真正实现“反补主业、分散经营风险、形成新的效益增长点”的经营目标，反而需要本钢集团的进一步扶持。

### 3. 财务风险：短期债务偿付压力较大

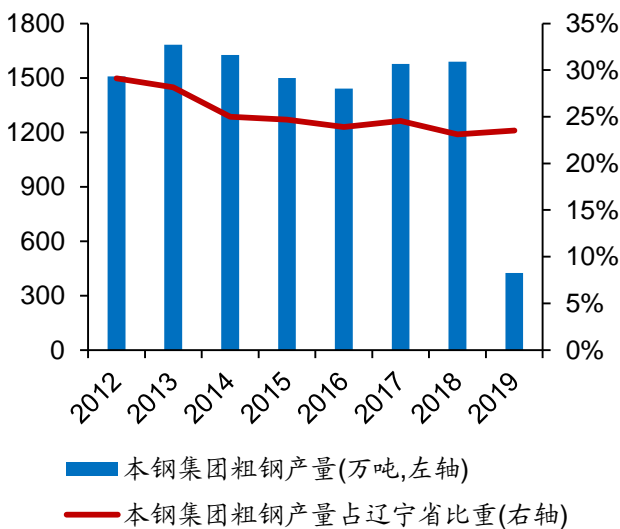
本钢集团总负债规模较大，短期化特征明显，流动负债规模相对较高。截至2019年6月末，本钢集团短期借款、一年内到期的非流动负债分别为474亿元、70亿元，合计544亿元，金额较大。而2019年6月末，本钢集团资产负债率、流动比率和速动比率分别为75%、0.62、0.40，集团短期偿债压力较大。

## 五、外部支援与增信：系统重要性钢企，地方政府支持力度强，银行备用流动性一般

### （一）政府：地方国企、系统重要性钢铁企业，地方政府支持力度较强

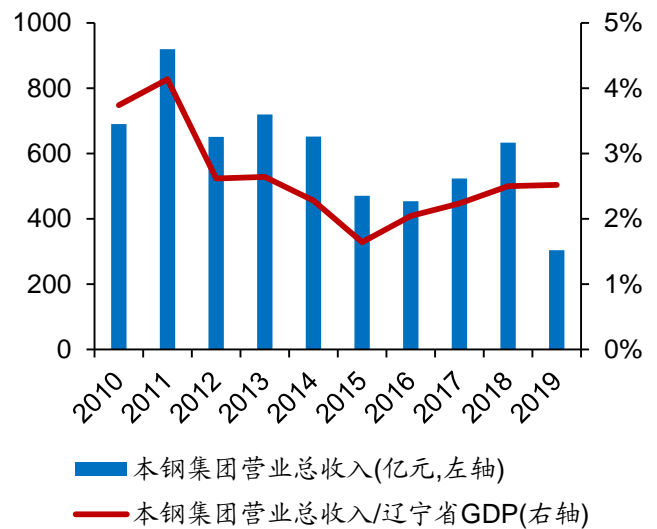
如前文所述，辽宁省省人民政府国有资产监督管理委员会为本钢集团的控股股东和实际控制人。本钢集团作为我国钢铁行业龙头企业，在辽宁、中国钢铁产业布局中占据重要地位：（1）从粗钢产量来看，2019年第一季度本钢集团粗钢产量达425万吨，为辽宁省第二大钢铁企业、国内前十大钢铁企业。2012-2018年本钢集团粗钢产量占辽宁省粗钢产量比重波动下滑，2019年第一季度粗钢产量辽宁省内占比止降回升达23.5%；（2）从营收规模来看，2011-2015年，本钢集团营业总收入占辽宁省GDP比重明显下行，由2011年的4.14%下滑至2015年的1.64%，而后集团营收占辽宁省GDP的比重开始企稳回升。2019年第一季度，本钢集团营业总收入合计达304亿元、占辽宁省GDP的比重达2.52%。

图57：2019Q1本钢集团粗钢产量辽宁省内占比止降回升达23.5%



数据来源：公司公告、国家统计局、广发证券发展研究中心  
备注：2019年数据仅更新2019年第一季度

图58：2019Q1本钢集团营业总收入合计达304亿元、占辽宁省GDP的比重达2.52%



数据来源：公司公告、国家统计局、广发证券发展研究中心  
备注：2019年数据仅更新2019年第一季度

在政府补助方面，2016-2018年间本钢集团累计收到来自政府的补贴达10.41亿元。具体来看，2016年本钢集团获得政府补贴款项总计2.03亿元，2017年达5.56亿元，2018年达2.82亿元。地方政府对公司的支持力度较强。

## （二）银行：未使用授信额度 186 亿元、备用流动性一般

**未使用授信额度：**根据《本钢集团有限公司主体与相关债项2019年度跟踪评级报告》，本钢集团与各大银行建立了良好的融资合作关系。截至2019年6月末，本钢集团取得银行授信额度达1080亿元，其中未使用额度为186亿元，备用流动性一般。

**银行融资成本：**我们利用《本钢集团有限公司2019年度第四期超短期融资券募集说明书》披露的截至2019年3月底本钢集团短期和长期借款数据进行计算（仅考虑2015年10月24日之后银行提供的固定利率的流动资金借款、银行借款）可知，本钢短期借款加权借款利率为4.22%（2015年10月24日至今同期限人民币贷款基准利率为4.35%，下调2.91%）；1至5年的长期借款加权借款利率为4.51%（2015年10月24日至今同期限人民币贷款基准利率为4.75%、下调5.11%）；5年以上的长期借款借款利率为4.86%（2015年10月24日至今同期限人民币贷款基准利率为4.90%、下调0.90%）。

## （三）直接融资：渠道较为畅通、广泛，外部评级资信状况良好

**直接融资：**本钢集团旗下拥有上市平台——本钢板材，直接融资渠道较为畅通。本钢集团下属子公司本钢板材（000761.SZ）作为国内上市公司，直接融资渠道较为畅通。2018年本钢板材实施非公开定向增发股票，累计募集资金39.68亿元，使本钢集团年末货币资金同比大幅增加49.54%。

**债券方面：**本钢集团外部评级资信状况良好，债券融资渠道广泛。根据中诚信国际信用评级有限公司（简称“中诚信国际”）自2016年1月至今对本钢集团的信用评级记录，2016年1月，2017年7月，2018年5月三次评级中本钢集团均获得“AAA”主体信用级别；2019年3月和7月中诚信发布的评级报告也继续维持了对其“AAA”的信用评级不变。中诚信证券评估有限公司2017年10月首次给予本钢集团主体评级“AAA”，而后持续维持“AAA”评级。中债资信评估有限责任公司2019年4月首次给予本钢集团“A”评级。在发行工具上，公司可发行短期融资券、超短期融资券、中期票据、公司债券、非公开定向工具等，融资渠道广泛。

## （四）对外担保与或有债务：对外担保余额仅占公司净资产 0.6%

**对外担保：**根据《本钢集团有限公司主体与相关债项2019年跟踪评级报告》，截至2019年3月末，公司对外担保余额为2.40亿元，被担保方为辽宁省机场管理集团有限公司。根据公开资料，辽宁省机场管理集团有限公司总部位于辽宁省沈阳市，主要经营业务为航空客、货运输提供场所、辅助服务，国有资产经营、管理，由辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会出资9亿元，对其实现100%持股。本钢集团对其整体担保金额占公司净资产比重仅为0.6%，处于较低水平。

**或有债务：**根据《本钢集团有限公司主体与相关债项2019年跟踪评级报告》，截至2019年3月末，公司无影响生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

## 六、投资建议：位居国内前十钢企，内部挖潜降成本空间大、债务结构边际改善

本钢集团是国有特大型钢铁联合企业，始建于1905年，由本溪钢铁（集团）有限公司与北台钢铁（集团）有限责任公司重组后组建，正式成立于2010年11月25日。截至2019年6月，本钢集团股东分别为辽宁省国有资产监督管理委员会（控股比例为80%）、辽宁省社会保障基金理事会（持股比例为20%），实际控制人为辽宁省人民政府。

本钢集团是一家以钢铁产业为基础，金融投资、贸易物流、装备制造、工业服务、城市服务等多元非钢产业协同发展的特大型钢铁联合企业。以2018年为例，公司实现营收634亿元，毛利96亿元、毛利率达15.2%。其中，钢铁板块营收和毛利占比分别高达94%、94%。

### 1、钢铁：粗钢产量国内前十，原料高自给率夯实成本优势，盈利能力承压

**产能及产量：**截至2019年6月，本钢集团具备炼铁产能1735万吨、炼钢产能2136万吨、轧钢产能2917万吨、铸管产能40万吨，为国内十大钢铁企业之一。2018年，公司粗钢产量为1590万吨，排名国内钢企第十位。集团目前已无需淘汰落后产能。

**品种结构：**本钢集团产品结构基本保持稳定，2019Q1热轧、冷轧、线材产品产量占比分别达55%、26%和11%。装备水平国际一流。集团近年来以研发和生产高等级汽车板、家电板和“双高”产品为核心，大力推进产品结构的优化，“双高”产品占比逐年提高，2018年达59%。

**成本：**本钢集团目前拥有6座自有铁矿山，铁精矿年产能达1022万吨/年，2018年铁精矿自给率为30%，但自有矿山铁精矿成本相对进口矿优势并不明显。集团拥有自备焦化厂，焦炭自给率达100%，焦炭供应稳定且较外部采购具备成本优势。2015-2018年本钢集团吨钢综合能耗持续低于行业平均，但通过内部降本、综合能耗仍有下降空间。

**销售：**本钢集团采取直供与经销结合的模式，直销占销售总量比率保持在60%左右。付款方式方面，国内以先款后货、国外以信用证结算（结算时间为2-3个月）的方式为主，二者分别占比为90%、95%。集团出口产品主要以热轧卷板及镀锌卷板、彩涂板等高端产品为主，市场比较分散且产品主要以直供用户为主，受出口退税率减少和贸易摩擦影响有限。2018年集团钢材出口量占比和出口金额占比均高达25%，排名国内前十大钢铁集团首位。

**盈利：**本钢集团钢铁业务毛利率较前十大钢铁集团毛利率波动更为剧烈，2016年以来处于逐年下滑趋势，2018年集团钢铁主业毛利率为15.3%、较2016年累计下降3.8PCT（同期前十大钢企平均毛利率为13.4%、较2016年累计提高2.9PCT），其核心原因是本钢集团吨钢营收同比增幅低于吨钢成本同比增幅，与行业趋势相反。成本控制已经成为本钢集团生产经营重中之重，降本空间较大。



## 2、非钢：规模仍然偏小，营收和毛利占比均不足10%

本钢集团非钢业务主要涉及金融、钢贸、机械制造和信息自动化等板块。公司对非钢产业的发展较为重视，成立了非钢产业处，制定了《本钢非钢产业发展规划》，并确立了非钢产业与钢铁主业同步发展的工作目标，旨在做精做强钢铁主业的同时，加快相关非钢产业发展，形成具有较强竞争力的相关非钢产业集群，增强公司经营弹性和利润空间。

整体看，本钢集团非钢业务的营收规模占公司总营收比重较小。从营收规模看，合并报表口径，本钢集团2018年非钢业务实现营业收入37.8亿元，仅占公司营业总收入的6%；从毛利规模看，2018年非钢业务毛利占比也仅为6%。

**财务上，公司钢铁主业盈利能力承压、资本结构及现金流状况向好修复，财务稳健性仍有提升空间：**

**(1) 盈利及前瞻：**2016-2019Q1，本钢集团钢铁主业毛利率分别为19.1%、17.8%、15.3%和12.6%，下降趋势较为明显，营收和毛利占比超90%的钢铁主业盈利能力承压。公司人员负担较重导致管理费用率偏高、有息负债利息支出导致财务费用偏高，未来公司通过降本增效、效率优化以及债转股等资本运作等措施，期间费用率仍有较大下降空间，进一步夯实公司盈利能力。

**(2) 资本结构及偿债能力：**截至2019年上半年，本钢集团总负债达1254亿元，较2012年年底累计增长36%。2012年以来本钢集团的资产负债率均在70%以上波动，2019年上半年达75%。结构上，公司负债结构呈现边际改善趋势。一方面，2017年后集团有息债务规模和占比双双下降，2019年上半年分别为709亿元和57%，较2017年分别下降84亿元和16PCT；另一方面，2017年后集团短期有息负债规模和占比双双下降，2019年上半年分别为544亿元和77%，较2017年分别下降128亿元和8PCT。由此可见，尽管公司资产负债率仍在70%以上的高位，但负债结构已经出现边际改善信号，未来公司偿债能力有望进一步增强。

**(3) 现金流量：**2017年来本钢集团经营活动产生的现金流量净额稳步上升、利润质量较高，资本开支周期暂缓叠加多举措降杠杆助筹资活动现金流维持净流出。



## 七、风险提示

1. 宏观经济超预期下行;
2. 全球贸易摩擦和保护主义升级导致出口受阻;
3. 原材料价格超预期上涨侵蚀利润;
4. 环保政策弱化产能及产量的确定性;
5. 制造业投资底部徘徊;
6. 可能的安全事故造成公司生产经营受到严重影响。

## 广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名，2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 刘 洋：资深分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队），2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。