

公司研究/首次覆盖

2019年10月30日

黑色金属/钢铁 II

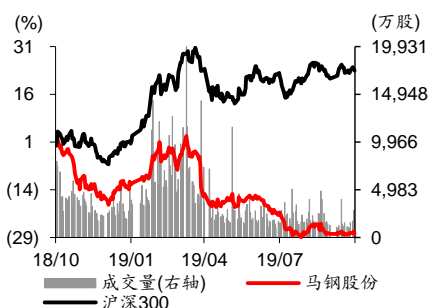
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 2.69
合理价格区间(元): 2.87~3.05

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

“宝马”已联手，远看汽车与轮轴

马钢股份(600808)

短期供需或恶化、远看汽车与轮轴，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为公司优势如下：一是“宝马”联手后，公司有望提升对铁矿的议价能力；二是公司立足安徽，辐射江苏、上海、浙江等区域，螺纹较华北、全国有溢价；三是预测 2019-2025 年高铁里程、轮轴需求年均增速分别为 3.4%、3.3%，公司在第一代、第三代高铁用车轮均有布局，长期看有望享受需求、市占率的双增长。在钢铁行业中短期供需或恶化背景下，短期看 19Q4 汽车产销增速边际改善、建筑工程投资滞后下行；长期看汽车用钢升级、轮轴放量。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.24、0.22、0.23 元，对应 PE 为 11.32、12.40、11.65，首次覆盖给予“增持”评级。

“宝马”联手，优质渠道整合，或扩大成本侧优势

2019 年，安徽省国资委将所持马钢集团的 51% 股权无偿划转给中国宝武。公司与 VALE 签有长期供应合同，并与 BHP 等合营吉姆布莱巴体矿山保证供应；宝钢股份与 BHP、VALE 签有长期供货协议，且中国宝武与 VALE 投资巴西 AGUALIMPA 矿山项目。“宝马”联手后，两者优质渠道资源整合，或可提升对上游铁矿议价能力，有利于公司在行业内扩大成本侧优势。

短看建筑工程投资滞后下行、汽车边际改善，长看汽车用钢升级

地产方面，18 年初至今，新开工面积与安装工程投资增速仍背离，表明待施工存量仍较大，或对后期建筑工程投资增速形成支撑、较地产整体投资增速滞后下行。汽车方面，19 年 6 月以来，经销商促销“国五”，改善销售数据，同时汽车厂备货“国六”，生产有所好转。目前，汽车厂库存低位、经销商库存改善，叠加 18Q4 低基数，预计 19Q4 汽车产销增速或边际改善。中长期看，自主品牌汽车高端品种应用比例较低，我们预计到 2028 年高强度钢、镀锌板需求较 2018 年有 31%、38% 上行空间。

收购法国瓦顿公司、掌握核心技术，远看轮轴放量

公司是全球最大的普速列车轮生产商，2014 年收购法国瓦顿，直接获得高铁轮轴核心技术知识产权。公司本部在第三代高铁动车组用车轮上的先发优势，以及正在推进的瓦顿公司车轮产品的装车试验（第一代高铁动车），都将为公司未来拓展市场、提高市占率提供技术、资质基础。另我们测算 2019-2025 年高铁里程、轮轴需求年均增速分别为 3.4%、3.3%，我们认为长期看公司有望享受需求、市占率的双增长。

长看汽车用钢升级、轮轴放量，首次覆盖给予“增持”评级

环保限产放松、有效产能上行，叠加下游需求走弱，中短期行业面临下行压力；长期看汽车用钢升级、轮轴放量，公司或将受益。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.24、0.22、0.23 元。以 10 月 30 日收盘价计，可比公司 PB（2019E）均值为 0.72，公司 PB（LF）为 0.77，公司成本侧优势有望扩大，下游需求存在边际改善机会，给予公司 PB（2019E）0.8-0.85 倍，BPS（2019E）为 3.59 元，目标价 2.87-3.05 元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济形势及政策调整；原材料价格上行；下游需求低迷。

公司基本资料

总股本 (百万股)	7,701
流通 A 股 (百万股)	5,968
52 周内股价区间 (元)	2.65-4.24
总市值 (百万元)	20,715
总资产 (百万元)	81,964
每股净资产 (元)	3.50

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	73,228	81,952	77,206	77,144	78,062
+/-%	51.69	11.91	(5.79)	(0.08)	1.19
归属母公司净利润 (百万元)	4,129	5,943	1,829	1,670	1,778
+/-%	235.99	43.94	(69.22)	(8.69)	6.42
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.77	0.24	0.22	0.23
PE (倍)	5.02	3.49	11.32	12.40	11.65

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点：短看“宝马”联手，远看汽车用钢升级、轮轴放量	3
核心逻辑：“宝马”联手扩大成本侧优势，下游需求存在边际机会	3
有别于市场观点：	3
盈利预测：中短期钢铁供需不乐观，长看汽车用钢升级、轮轴放量	3
公司概况：安徽省龙头钢企，长、板兼营	4
公司简介：中国钢铁第一股，为宝武旗下钢企	4
产能产品：长、板材平分秋色，轮轴是公司特色	5
产能情况：权益口径粗钢产能约 2000 万吨	5
财务指标：存货管理能力仍待改善，有息负债规模下行	6
盈利能力：17 年后长材盈利能力表现较好	6
现金分红：历史分红率 52.1%	8
原料情况：马钢集团有铁矿资源优势	9
区位优势：中部核心区位，螺纹具有溢价	9
行业概况：禁止新建、鼓励兼并	11
卷板产能投放近尾声，“长强板弱”或扭转	11
兼并重组：后期或有重磅文件推出	11
需求端：关注汽车板及高铁轮轴	13
地产：建筑工程投资增速下滑或较整体地产滞后	13
消费：长看自主车汽车板消费升级	14
铁路：中长期看好高铁轮对国产化	16
估值：首次覆盖给予“增持”评级	20
盈利预测：中短期钢铁供需不乐观，长看汽车用钢升级、轮轴盈利修复	20
产销假设：19 年小幅减产	20
价格假设：板卷价格或可复苏	20
成本假设：矿价中长期上行格局仍在	20
费用假设：2019-2021 年或趋于稳定	21
公司估值：给予公司 0.8-0.85 倍 PB 估值	21
PE/PB - Bands	22
风险提示	22

投资要点：短看“宝马”联手，远看汽车用钢升级、轮轴放量

核心逻辑：“宝马”联手扩大成本侧优势，下游需求存在边际机会

- 1) **“宝马”联手，渠道整合或扩大成本侧优势：**2019年6月，公司发布公告称安徽省国资委计划将所持马钢集团的51%股权无偿划转给中国宝武，目前股份划转已完成。“宝马”联手后，中国宝武的优质渠道资源或可提升对上游铁矿议价能力，有利于公司在行业内扩大成本侧优势。
- 2) **19Q4汽车产销增速或边际改善：**汽车产销转差与消费低迷、“国五”“国六”切换有关，2019年前9月累计增速分别为-11.4%、-10.3%。2019年5月后，经销商促销“国五”、生产商备货“国六”，推动汽车产、销当月同比增速出现上行趋势。在汽车厂库存低位、经销商库存改善背景下，叠加18Q4低基数，预计19Q4汽车产销增速或可收窄甚至转正。另外，目前自主品牌汽车高端品种应用比例较低，我们预计到2028年高强钢、镀锌板需求较2018年有31%、38%上行空间。
- 3) **建筑工程投资增速或较地产整体投资滞后下行：**2019年5月起地产非标、信托等融资渠道收紧，均为地产企业资金流转带来压力。但7月后的地产数据表现仍相对坚挺，9月当月，住宅土地成交规划建筑面积、销售面积及新开工面积同比增速分别为-3.0%、4.6%、8.2%，分别较前值+13.6、-2.6、+3.7pct。另外，2018年初至今，新开工面积与安装工程投资增速仍背离，表明待施工存量仍较大，或对后期建筑工程投资增速形成支撑、较地产整体投资增速滞后下行。

有别于市场观点：

- 1) **虽然地产整体投资增速或将呈现下行趋势，但我们认为短期内建筑工程投资增速表现不会太差：**地产自融资政策收紧后，房企资金面压力增大，市场预期后期地产整体投资增速呈现下行趋势。但我们认为，后期建筑工程投资分项增速下行或较地产整体投资滞后，主要原因在于2018年初至今，新开工面积与安装工程投资增速仍背离，表明待施工存量仍较大，能对后期建筑工程投资增速形成一定支撑。
- 2) **我们认为公司轮轴产品短期内较难贡献较多业绩增量，但长期看公司轮轴产品放量带动盈利修复，成为影响业绩的重要变量：**2018年轮轴业务毛利率转负，拖累公司业绩。我们认为或因瓦顿公司经营管理效率较差、以及公司可能采用低价换市场等策略有关。与市场观点不同，我们认为公司轮轴产品短期内较难贡献较多业绩，但公司本部在第三代高铁动车组用车轮上的先发优势，以及正在推进的瓦顿公司车轮产品的装车试验，都将为公司未来全面拓展市场、提高市占率提供坚实的基础。叠加远期高铁里程仍有50%扩张空间，虽然目前轮轴板块贡献的营收、毛利较低，短期内公司拓展市场仍需面对诸多具备实力的竞争对手，但长期看高速车轮产品或将成为业绩增长的重要变量，盈利能力有望修复，未来享受市占率提升和市场规模扩大双增长的利好。

盈利预测：中短期钢铁供需不乐观，长看汽车用钢升级、轮轴放量

环保限产放松、有效产能上行，叠加下游需求走弱，中短期行业面临下行压力，但下游需求仍存在边际机会；长期看汽车用钢升级、轮轴放量，公司或将受益。我们预计2019-2021年，公司归属母公司股东的净利润分别为18.29、16.70、17.78亿元，EPS分别为0.24、0.22、0.23元，对应PE分别为11.32、12.40、11.65。

以2019年10月30日收盘价计，可比公司PB(2019E)均值为0.72。目前公司PB(LF)为0.77，公司成本侧优势有望扩大，下游需求存在边际改善机会，给予公司0.8-0.85倍PB(2019E)估值。取BPS(2019E)为3.59元，公司目标价范围为2.87-3.05元，首次覆盖给予“增持”评级。

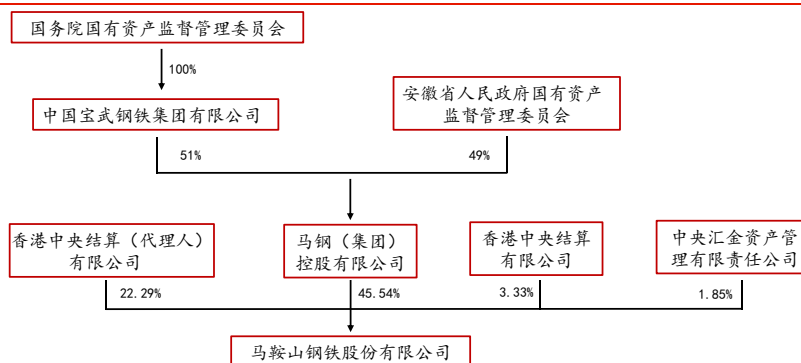
公司概况：安徽省龙头钢企，长、板兼营

公司简介：中国钢铁第一股，为宝武旗下钢企

公司享有“中国钢铁第一股”美誉。马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1993年，前身为成立于1953年的马鞍山铁矿厂。公司分别于1993年、1994年在香港联交所和上交所上市，是我国首批9家规范化股份制试点企业之一；另外公司曾于2004年在美国OTC市场上市，后于2013年退市。截至2019年10月29日，公司总股本77.01亿股，其中A、H股本分别为59.68、17.33亿股，均为流通股，公司总市值209亿元。

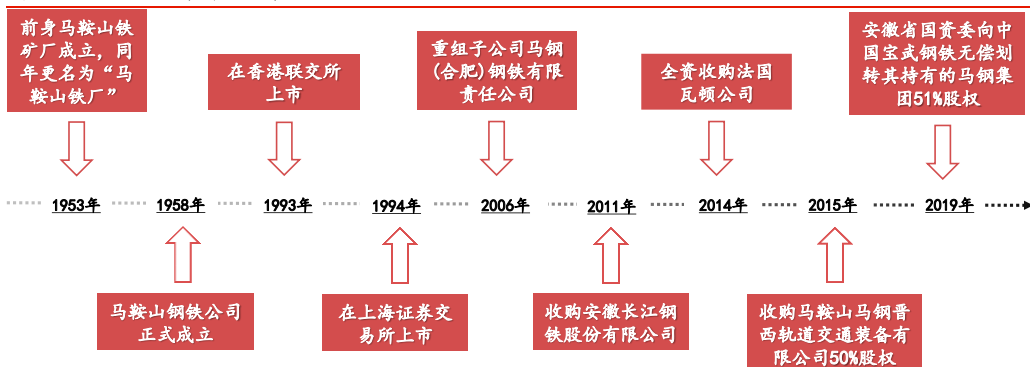
中国宝武成马钢集团直接控股股东。2019年9月，安徽省国资委将马钢（集团）控股有限公司（以下简称“马钢集团”）51%股权无偿划转给中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”），中国宝武成为马钢集团控股股东。另，中国宝武对公司A股、H股收购要约分别已获中国证监会豁免、未获香港收购及合并委员会豁免，中国宝武将通过宝钢港投要约收购。公司控股股东为马钢集团，持股比例45.54%，实控人为国务院国资委。

图表1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司关键事件时间节点



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

“小集团、大公司”是马钢特色。上市公司拥有集团钢铁主业的全部业务，并合计持有马钢集团财务公司91%股权。根据集团和公司公告，2019H1公司营业收入占集团比例为81.2%、净利润占比为67.8%、总资产占比为81.6%。

图表3：2019H1 马钢集团、公司关键指标及公司占比

	营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	总资产	所有者权益
马钢集团	456.2	20.9	25.5	1004.8	390.4
马钢股份	370.3	14.2	29.7	819.6	305.0
公司占比	81.2%	67.8%	116.5%	81.6%	78.1%

资料来源：马钢集团、公司公告，华泰证券研究所；单位：亿元

产能产品：长、板材平分秋色，轮轴是公司特色

产能情况：权益口径粗钢产能约 2000 万吨

公司拥有国内外四大生产基地。2000 年以来，公司通过两轮大规模业务结构调整，以市场化方式进行兼并重组，形成公司本部、长江钢铁、合肥公司、瓦顿公司四大钢铁生产基地。2018 年，公司粗钢产量 1964 万吨，其中安徽省内基地产量占比 63%。

图表4：公司主要子公司情况

子公司	持股比例	主要业务	2018 年净利润
安徽长江钢铁股份有限公司 (“长江钢铁”)	55%	黑色金属冶炼、螺纹钢、元钢、型钢、角钢、异型钢、线材及棒材生产销售、铁矿石、铁矿粉、废钢销售及进出口经营业务	21.2
马钢(合肥)钢铁有限责任公司 (“合肥公司”)	71%	黑色金属冶炼及其压延加工与产品、副产品销售；焦炭及煤焦化产品、动力生产及销售，钢铁产品延伸加工、金属制品生产及销售	1.94
MG-VALDUNES S.A.S (“瓦顿公司”)	100%	设计，制造，加工，投入商品生产，维修及修理所有用于铁路运输、城市运输及机械工业的产品和设备；销售，进口，出口各种形状的钢产品	-0.86
马钢集团财务有限公司	91%	马钢集团内部结算、信贷、保险代理、融资租赁、同业拆借、发行或承销债券、对金融机构的股权投资、有价证券投资以及成员单位产品的消费信贷、买方信贷等业务	2.69

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；单位：亿元

汽车板国内第四，车轮国内第一。公司主要产品为板材、长材和轮轴，根据《马钢集团社会责任报告(2016-2017 年度)》，2017 年，板材方面，公司汽车板国内排名第四、硅钢国内排名前五、镀锌家电板国内领先；长材方面，H 型钢国内领先，工、角、槽钢保持华东第一；轮轴方面，车轮国内第一、世界先进，车轴、轮对为国际知名产品。

图表5：公司主营产品分类

大类	品种	应用领域
板材	热轧薄板	用于建筑、汽车、桥梁、机械等行业及石油输送等
	冷轧薄板	用于高档轻工、家电类产品及中、高档汽车部件制作等
	镀锌板	用于汽车板、家电板、高档建筑板及包装、容器等
	彩涂板	应用于建筑内外用、家电及钢窗等
长材	H 型钢	用于建筑、钢结构、机械制造及石油钻井平台、铁路建设等
	普通中型钢	主要用于建筑桁架、机械制造及船用结构钢件等
	高速线材	主要用于建筑、紧固件制作、钢绞线钢丝及弹簧钢丝等
	热轧带肋钢筋	用于建筑等
轮轴	车轮、车轴及环件	用于铁路运输、港口机械、石油化工、航空航天等

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司合并口径炼钢产能 2170 万吨。2016 年，公司响应国家供给侧改革号召，制定产能去化方案，2018 年，公司全面完成去产能三年任务目标，累计退出炼铁、钢产能 224 万吨、256 万吨。2018 年公司合并口径拥有铁、钢、材产能分别为 1833、2170、1970 万吨，权益口径拥有铁、钢、材产能分别为 1662、1999、1804 万吨。

图表6：公司合并口径、权益口径产能

单位：万吨	合并口径产能					权益口径产能				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
生铁	1904	1904	1992	1933	1833	1698	1698	1821	1762	1662
粗钢	2562	2563	2362	2298	2170	2352	2352	2191	2127	1999
钢材	2341	2317	2127	2127	1970	2226	2070	1947	1961	1804
板材	1031	1031	991	991	881	976	976	991	991	881
长材	1278	1254	1104	1104	1057	1098	1074	924	938	891
火车轮及环件	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32

资料来源：公司公告，债券跟踪评级报告，马钢冷轧薄板类产品目录，华泰证券研究所；1. 股权占比分别为：长江钢铁(55%)、合肥公司(71%)、合肥板材(100%)、瓦顿公司(100%)，权益口径产能仅供参考；2. 2016-2018 年公司本部及其它部分产能为计算所得，合肥公司产能于 2016 年退出，合肥板材原有 120 万吨冷轧产能，2018 年投产 32 万吨镀锌板产能

因高炉关停，2019年计划产量下行。2018年，公司分别生产铁、钢、材1800、1964、1870万吨，与上年相比基本持平；2019H1，公司分别生产铁、钢、材874、948、891万吨，同比分别减少4.7%、5.1%、6.4%，主要因2018年4月永久性关停两座高炉；2019年全年公司计划生产铁、钢、材1772、1921、1820万吨。

图表7：2014-2019E公司产销情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2019H1	2019H1 进度
生铁：产量	1797	1801	1764	1817	1800	1772	874	49.3%
粗钢：产量	1887	1882	1863	1971	1964	1921	948	49.3%
钢材：产量	1838	1827	1769	1860	1870	1820	891	49.0%
长材	940	897	838	894	909		441	
板材	879	913	917	947	940		439	
轮轴	19	17	14	19	22		11	
钢材：销量	1841	1819	1763	1866	1873		887	
长材	941	895	828	900	910		440	
板材	880	907	920	947	941		436	
轮轴	19	17	14	19	22		11	
钢材：产销率	100.2%	99.6%	99.7%	100.3%	100.2%		99.6%	

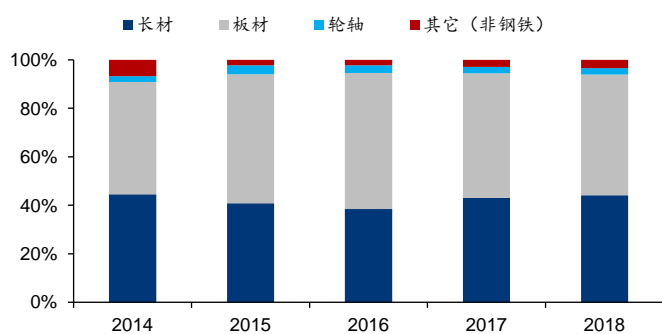
资料来源：公司公告，华泰证券研究所；单位：万吨

财务指标：存货管理能力仍待改善，有息负债规模下行

盈利能力：17年后长材盈利能力表现较好

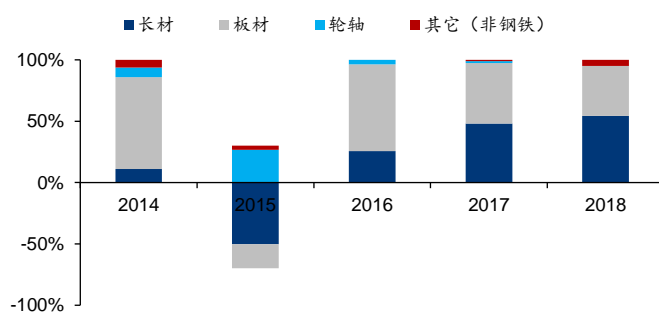
板材、长材是公司营收及毛利的主要来源。据公司2018年年报，板、长材占公司钢铁业务营收、毛利的94%、95%。2018年省内、外营收占比分别为37%、56%，海外占比6%。

图表8：分板块产品营业收入占比



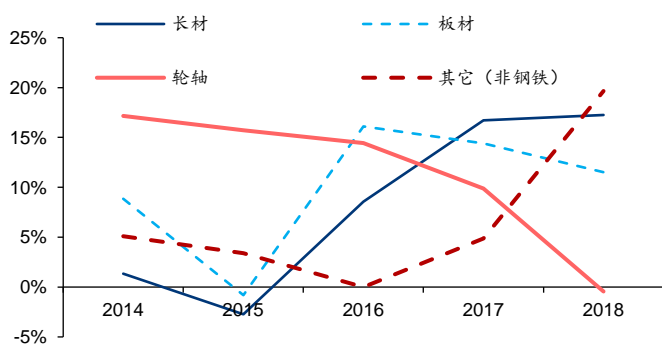
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表9：分板块产品毛利占比



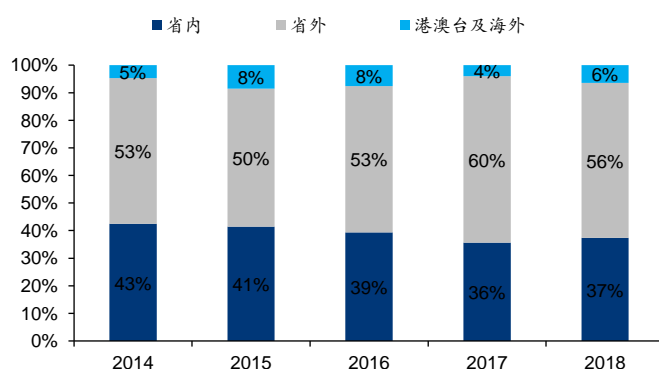
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表10：分板块产品毛利率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表11：各地区营收占比

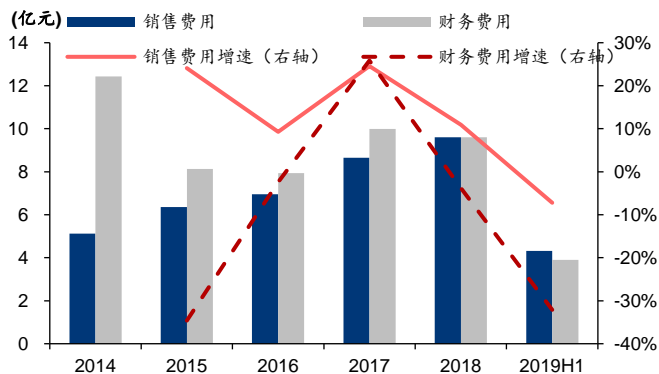


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2018年轮轴毛利润亏损0.09亿元，或因公司为拓展市场、牺牲短期利润。

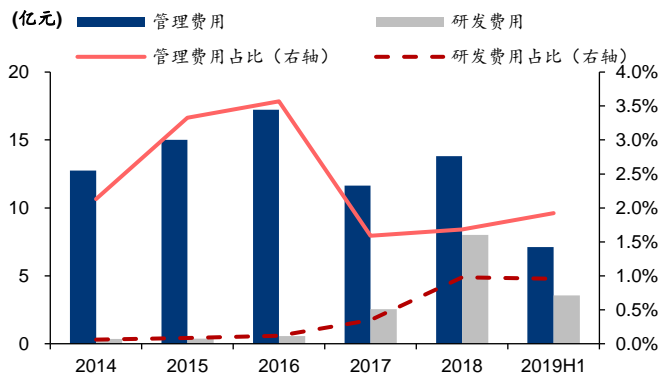
2018年以来公司费用情况较为稳定。2019H1，销售费用、财务费用同比下降7.2%、32.2%，其中财务费用同比下降较多主要因银行存款上行、利息收入增多；同期，管理费用、研发费用占营业收入比例分别为1.9%、1.0%，基本维持稳定。

图表12: 销售、财务费用及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

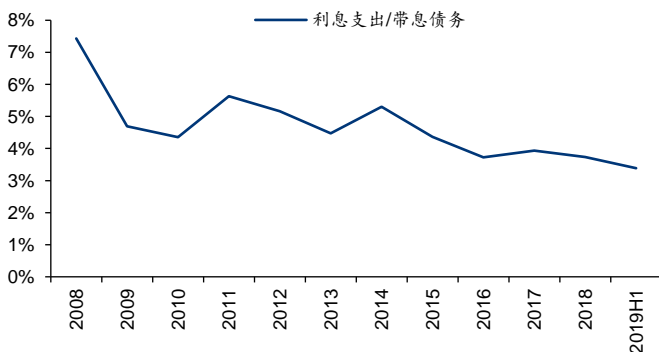
图表13: 管理、研发费用及占营业收入比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 管理费用中扣除研发费用

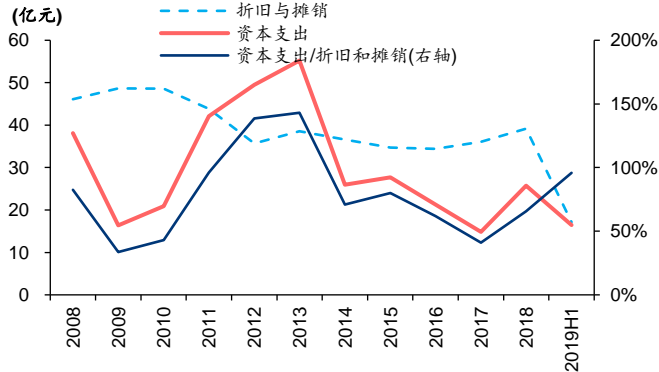
公司资本支出与折旧及摊销比例自2014年起均小于100%，且公司融资成本则呈现下行趋势，目前利息支出与带息债务比例维持在3.5%左右。

图表14: 公司利息支出/带息债务



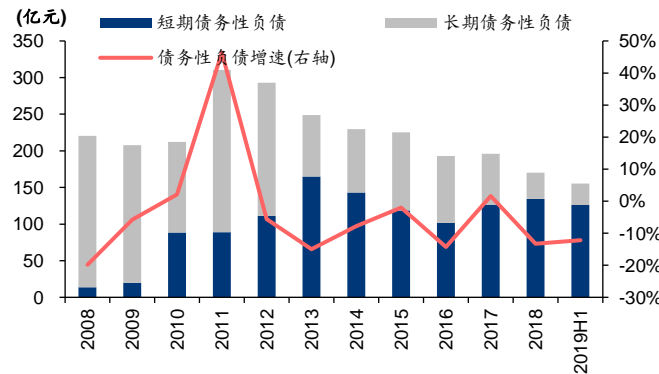
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 公司折旧与摊销及资本支出关系



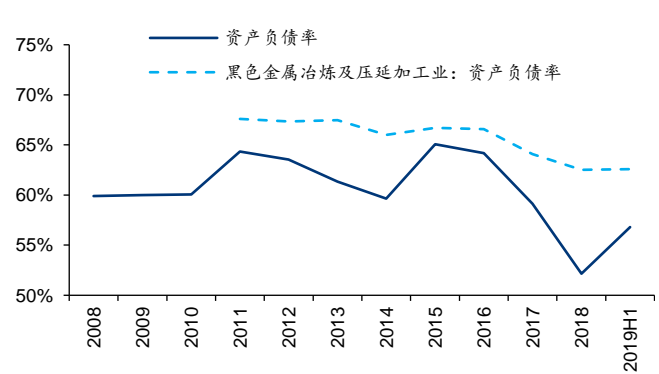
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 公司(不含财务公司)债务结构及负债增速



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所; 已剥离财务公司相关债务

图表17: 公司资产负债率与行业资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 马钢集团财务公司自2012年起为公司控股子公司, 因此2012年后扣除财务公司数据

公司有息负债规模自 2011 年下行。从 2011 年至 2019H1 末，公司已将长期债务性负债从 222 亿元压减至 29 亿元，2019H1 末整体债务性负债规模约为 155 亿元左右（不含财务公司），公司有息负债规模的下降，利于降低财务费用。2019H1 末，公司资产负债率（不考虑财务公司）达 56.8%，较 2018 年末上行 4.6pct，主要因增加自开票据支付。

公司存货管理能力仍待改善。同业对比看，公司资产减值损失规模较高，且占营业收入比例较大；进一步从细分项看，公司存货跌价损失基本均为资产减值损失的主要构成部分，说明公司存货管理能力或落后于同业，仍待改善。

图表 18： 2014-2019H1 马钢股份及同业公司资产减值损失情况

	资产减值损失						存货跌价损失					
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
马钢股份	7.7	16.2	10.6	7.5	7.5	2.4	7	15.8	9.9	1.4	7.5	1.4
宝钢股份	4.8	14.9	9.8	11.3	2.3	3	-0.1	4.7	1.4	4.5	-1.6	3
新钢股份	0.3	0.4	0.8	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.5	0.1	0	0
华菱钢铁	0.6	3.3	4.3	1.6	2.1	0	0.6	2.7	1.1	0	0	0
	资产减值损失/营业收入						存货跌价损失/营业收入					
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
马钢股份	1.29%	3.59%	2.20%	1.02%	0.92%	0.65%	1.17%	3.51%	2.05%	0.19%	0.92%	0.37%
宝钢股份	0.25%	0.91%	0.53%	0.39%	0.08%	0.22%	0.00%	0.29%	0.08%	0.15%	-0.05%	0.22%
新钢股份	0.10%	0.15%	0.27%	0.03%	0.05%	0.15%	0.05%	0.12%	0.17%	0.02%	0.00%	0.00%
华菱钢铁	0.11%	0.80%	0.86%	0.21%	0.23%	0.00%	0.10%	0.66%	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

2019H1 扣非净利同比下滑 72.5%。2019H1，受铁矿价格上行、汽车等下游行业需求转弱影响，公司盈利同比出现下滑，当期实现归属于母公司股东净利润 11.4 亿元（yoy-66.6%），扣非后归属于母公司股东的净利润 8.4 亿元（yoy-72.5%）。扣非前后业绩存较大差异，主要因公司计入当期非经常损益的政府补助达 3.2 亿元，目前所收政府补助主要与前期去产能、技术改造等相关。

图表 19： 2014-2019H1 公司主要业绩指标表现

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入（亿元）	598.2	451.1	482.8	732.3	819.5	370.3
yoy	-19.0%	-24.6%	7.0%	51.7%	11.9%	-7.6%
归属于母公司股东的净利润（亿元）	2.2	-48.0	12.3	41.3	59.4	11.4
yoy	40.3%	-2277.7%	-	236.0%	43.9%	-66.6%
扣非后归属于母公司股东的净利润（亿元）	-1.5	-51.3	12.3	39.7	50.9	8.4
yoy	-	-	-	181.5%	28.3%	-72.5%
加权 ROE	1.0%	-23.0%	6.4%	18.9%	22.7%	4.0%
yoy	0.3pct	-24.0pct	29.4pct	12.5pct	3.8pct	-9.4pct
EPS（元）	0.03	-0.62	0.16	0.54	0.77	0.15
yoy	0.01	-0.65	0.78	0.38	0.24	-0.30

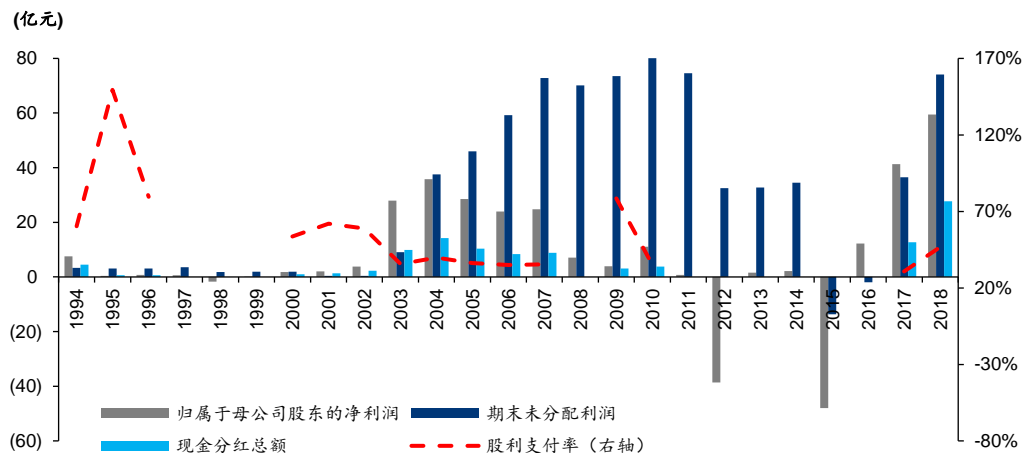
资料来源：公司公告，华泰证券研究所；

现金分红：历史分红率 52.1%

2018 年盈利好转，分红比例上行。2018 年，公司每 10 股派发现金股利 3.6 元（含税），股利支付率为 46.6%，较 2017 年上行 15.9pct。公司章程（2019.3）规定每年以现金方式分配的利润不少于该年实现的可分配利润的 30%，从历史数据看，公司自 1994 年上市以来共分红 18 次，累计现金分红 109.3 亿元，历史分红率 52.1%。

2019 年分红比例或存下降可能。公司分红规模、分红比例波动较大，并非在所有未分配利润为正的年份进行分红，例如 2013、2014 年，或主要因当期公司盈利水平较低。2019H1 公司业绩下滑较多，或对公司 2019 年分红政策产生影响，我们认为年度分红比例或存下降可能。

图表20: 公司上市以来分红情况



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

原料情况: 马钢集团有铁矿资源优势

公司采购铁矿主要包括集团供应、海外进口两个途径: 公司与马钢集团签订购销协议, 集团优先向公司提供铁矿石, 以普氏指数为基础确定价格; 公司近3年海外进口铁矿石占比约为70%, 与VALE签订长期供应合同, 另外联合国内若干钢企与BHP成立合资企业(公司持股10%)经营吉姆布莱巴体矿山。

中国宝武控股马钢集团后, 中国宝武粗钢产量达到8689万吨(2018年口径), 年消耗铁矿石在1.1亿吨左右。若公司铁矿进口渠道整合至中国宝武, 预计将提升对铁矿石议价权。

图表21: 2014-2018年公司铁矿石采购量情况

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
马钢集团供应	588	516	583	548	531
海外进口	1498	1545	1945	1574	1552
周边地区购买	656	605	198	57	111
进口占比	55%	58%	71%	72%	71%

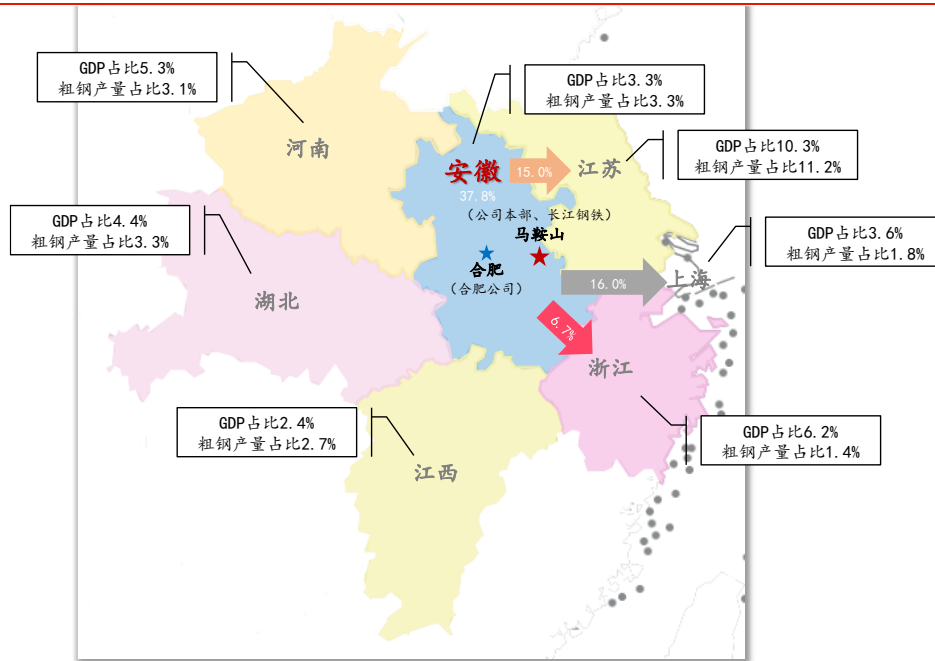
资料来源: 公司公告, 公司债券评级报告, 华泰证券研究所; 单位: 万吨

公司有部分焦化产能, 2018年公司分别采购焦煤、焦炭912、163万吨。公司与国内大型煤炭企业建立战略合作, 稳定焦煤供应渠道, 并以参股形式在河南、山东两地建立焦炭生产基地, 分别为河南金马能源股份有限公司(公司持股26.89%)、盛隆化工有限公司(公司持股31.99%), 产能分别为220、210万吨。

区位优势: 中部核心区位, 螺纹具有溢价

省内占比相对省外较低, 主要辐射周边区域。2018年, 公司省内营业收入占37%; 省外占比为56%, 主要面向江苏、上海、浙江等华东地区, 三地合计占比达38%。公司位于中部区位, 交通便利, 具备辐射周边区域的能力。

图表22：安徽省周边省份 GDP 占比、粗钢产量占比，及公司销售流向占比

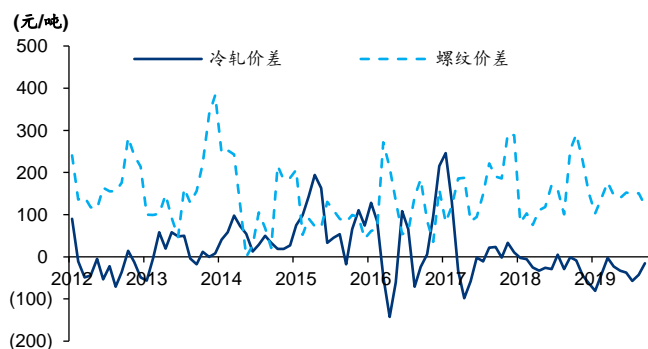


资料来源：公司公告，Wind，自然资源部“标准地图服务”，华泰证券研究所；图中百分比为 2018 年公司收入分区域占比

公司地处安徽，安徽省粗钢产量占比与其 GDP 占比基本持平，2018 年约为 3.3%，但低于其固定资产建安工程投资占比 4.9%，安徽或为钢材净流入省份。公司的销售区域之一浙江——2018 年 GDP、固定资产建安工程投资占比分别为 6.2%、3.7%，而粗钢产量占比仅 1.4%，是钢材净流入省份。

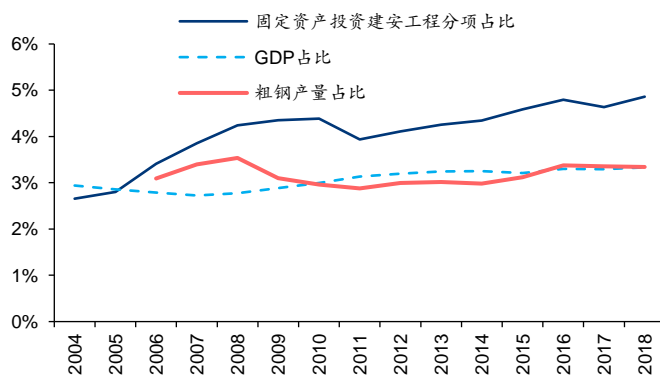
螺纹钢相对华北、全国均价有溢价。从钢价的历史表现看，安徽地区螺纹溢价明显，2019 年前 9 月螺纹均价分别高出全国平均、天津 142 元/吨、294 元/吨，与广州基本持平；冷轧价格优势相对较弱，仅相对华北地区具备溢价，2019 年前 9 月安徽地区冷轧均价高出天津 108 元/吨，低于全国平均、广州 37 元/吨、20 元/吨。

图表23：合肥地区与全国冷轧、螺纹品种月度均价价差



资料来源：Mysteel，华泰证券研究所；价差=合肥-全国

图表24：安徽省固定资产投资建安工程分项、GDP、粗钢产量全国占比



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表25：合肥与其它地区钢价表现

	螺纹钢 (HRB400 20mm)				冷轧卷板 (1.0mm)			
	合肥	合肥-全国	合肥-天津	合肥-广州	合肥	合肥-全国	合肥-天津	合肥-广州
2017 年	4128	175	406	-96	4500	20	234	10
2018 年	4397	152	333	-88	4692	-22	147	-2
2019 年前 9 月	4168	142	294	-10	4309	-37	108	-20

资料来源：Mysteel，华泰证券研究所；单位：元/吨

行业概况：禁止新建、鼓励兼并

卷板产能投放近尾声，“长强板弱”或扭转

13年起禁止新增产能，16-18年压减产能2.9亿吨。2013年10月，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号），要求各地区、各部门不得以任何名义、任何方式备案新增钢铁产能项目。

2016年2月，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求从2016年开始用3-5年时间压减粗钢产能1-1.5亿吨。据发改委，国内在2016年、2017年、2018年分别压减6500、5500、3000万吨粗钢产能，完成供给侧改革目标。另外据统计局，2017年前10月出清1.4亿吨地条钢产能。

国内卷板产能增长近尾声，“长强板弱”格局或有望扭转。由于前期批复项目续建、开工，在2013年国发〔2013〕41号文件后仍有新投产项目，期间新增产能以卷板为主，而供给侧改革中产能去化则以长材为主，是造成卷螺价格倒挂、利润倒挂的原因之一。目前国内卷板产能增长已近尾声，长强板弱格局有望扭转。

近年新增板材产能包括首钢股份京唐基地、山东钢铁日照钢铁精品基地、宝钢股份湛江基地等，均通过置换产能获得产能指标。海外新增板材产能集中于印度，包括京德勒西南钢铁公司、塔塔钢铁公司、国家矿业开发公司的板材项目。

图表26：2017-2019年东南亚、南亚新增产能列表

国家	钢厂	设备容积	状态	产能规模	钢材品种			
					棒材	线材	板材	型钢
印度	京德勒钢和能源公司	4554m ³	2017/5/27 投产	400万吨				√
越南	台塑河静	4350m ³	2017/5/29 投产	355万吨		√		√
越南	台塑河静	4350m ³	2018/5/28 投产	355万吨		√		√
越南	和发容桔		2019/3 投产	200万吨				
越南	和发容桔		2018/12/31 投产	200万吨				
马来西亚	联合钢铁	1080m ³	2018/6/8 投产	175万吨	√	√		√
马来西亚	联合钢铁	1080m ³	2018/6/28 烘炉	175万吨	√	√		√
印尼	德信钢铁	1780m ³	2018/12/31 投产	175万吨	√	√		
印尼	德信钢铁	1780m ³	2019/1/31 投产	175万吨	√	√		
印度	京德勒西南钢铁公司	一条热轧生产线	2019/12/31 投产	500万吨				√
印度	塔塔钢铁公司	-	暂无明确时间点	500万吨				√
印度	国家矿业开发公司	-	2021年	300万吨	√	√	√	√

资料来源：Mysteel，华泰证券研究所

兼并重组：后期或有重磅文件推出

我们判断后期或推出兼并重组重磅文件。2016年国发46号文《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》提到钢铁行业的兼并重组从2016-2025年分三步走，第一步是2016-2018年出清产能，并对下一步兼并重组做出示范，如2017年的宝武重组；第二步是2018年-2020年，完善兼并重组的政策；第三步是2020年-2025年，大规模推进钢铁产业兼并重组。2018年至今，未见重磅级兼并重组政策出台，我们认为存在政府部门在2019-2020年进一步完善兼并重组政策的可能性。

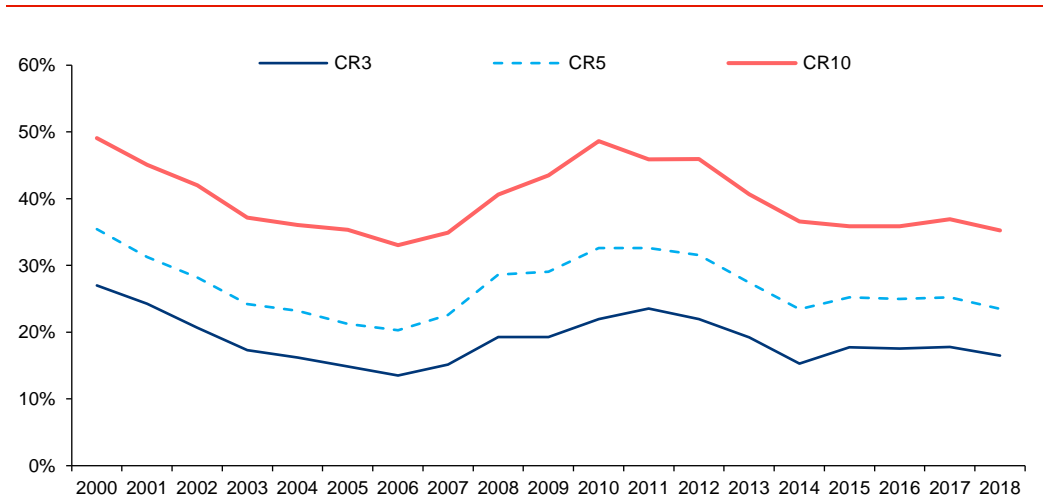
图表27: 钢铁行业国家层面兼并重组文件一览

日期	部门	文件名	主要内容
2016/02	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理
2016/11	工信部	《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》	按市场化运作、企业主体、政府引导的原则，结合化解过剩产能和深化区域布局调整，进一步深化混合所有制改革，深化国企改革力度，推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，形成若干家世界级一流超大型钢企集团；在不锈钢、特殊钢、无缝钢管等领域形成若干家世界级专业化骨干企业，避免高端产品同质化恶性竞争。支持产钢大省优势企业以资产为纽带，推进区域内钢企兼并重组，形成若干家特大型钢铁企业集团，改变“小散乱”局面，提高区域产业集中度和市场影响力
2016/09	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》(46号文)	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8000万吨级钢铁集团3-4家、4000万吨级钢铁集团6-8家和一些专业化钢铁集团，如无缝钢管、不锈钢等专业化钢铁集团。围绕这一总目标，钢铁产业兼并重组从现在至2025年将分三步走：第一步是到2018年，将以去产能为主，该出清的出清，同时，对下一步的兼并重组做出示范；第二步是2018年-2020年，完善兼并重组的政策；第三步是2020年-2025年，大规模推进钢铁产业兼并重组
2018/04	国家发改委	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	进一步完善有利于企业实施兼并重组的政策环境，按企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合化解钢铁过剩产能和优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，处理好兼并重组过程中的资产、债务等问题，依法妥善安置兼并重组后的富余职工

资料来源：国家部委网站，华泰证券研究所

兼并重组或可短期内改善公司财务、管理情况。2018年钢铁行业CR10仅35%，钢企数量众多、钢铁生产分散，兼并重组在短期难以对行业竞争格局及供给曲线带来重大影响，但将有可能改善部分企业的财务、管理情况，具体案例如宝武重组及四源合基金对重庆钢铁的重整。马钢集团划转至中国宝武以后，马钢集团、公司的财务费用或可有降低，管理或可有改善。

图表28: 2000-2018年钢铁行业集中度



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

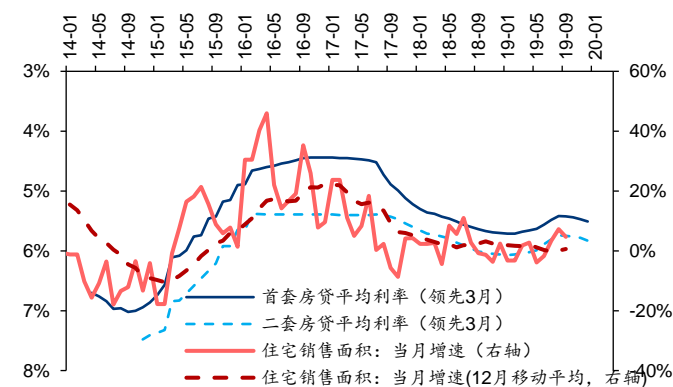
需求端：关注汽车板及高铁轮轴

地产：建筑工程投资增速下滑或较整体地产滞后

房贷利率出现上行态势，或影响后期销售。首套房贷利率在2019年5月降至低点5.42%，并在7月开启上行态势，从历史数据看，首套房贷利率领先住宅销售面积1-2个季度，我们判断推测19Q4或20Q1地产销售增速或出现下行趋势。2019年7月30日，中央政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，体现国家对于地产调控的决心。

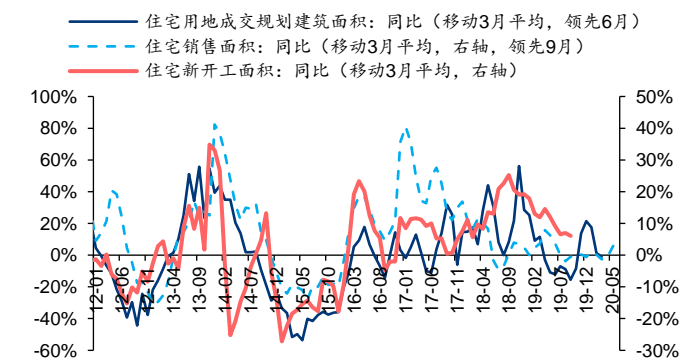
从2019年5月银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知》后，地产的信贷、信托、境外发债等融资渠道收紧。地产融资渠道趋紧，叠加后期销售面积增速可能转差，预计以上将影响地产公司土地购置，进而影响后期新开工。

图表29：住宅销售面积增速与房贷平均利率



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表30：住宅销售面积、成交规划建筑面积及新开工面积

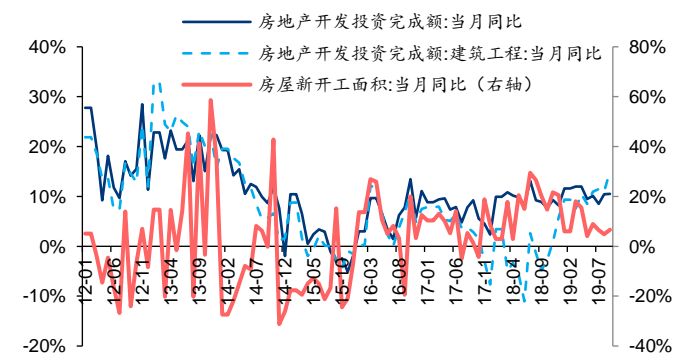


资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

预计地产建筑工程投资增速下行或滞后。2018年全年，地产建筑工程投资增速-2.3%，新开工面积增速17.2%，二者出现分化，或主要因房企资金链偏紧而加速新开工、加速资金回流，导致施工存量较大。2019年前9月，地产建筑工程投资累计增速为10.6% (YoY+14pct)，或与上述施工存量有关。

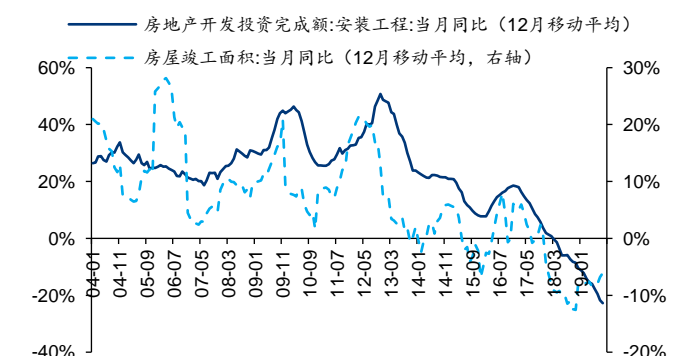
从历史数据看，平滑后的安装工程投资增速与竣工面积增速拟合度较高，2019年以来出现背离，或因竣工证取得难度较大。目前新开工面积与安装工程投资增速仍处正负向背离状态，待施工存量或仍较大，对后期建筑工程投资增速有望形成支撑，地产建筑工程投资增速下行或滞后于地产投资增速下行。

图表31：房地产投资及房地产建筑工程投资、新开工面积



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表32：地产安装工程投资、竣工面积当月同比(移动12月平均)

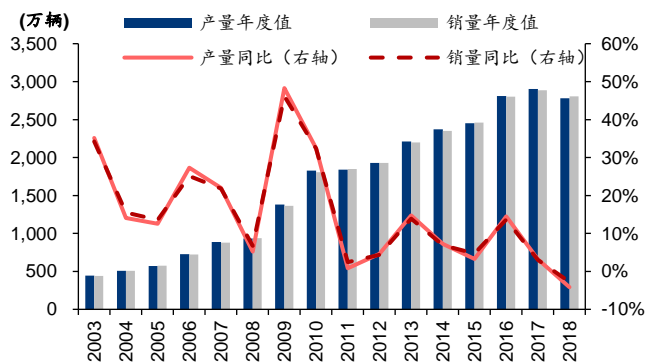


资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

消费：长看自主车汽车板消费升级

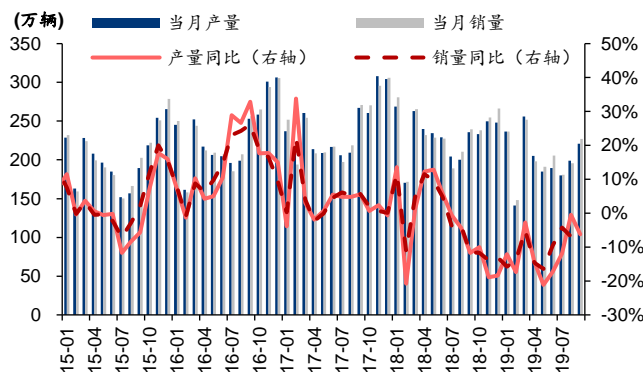
短期看汽车产销增速边际改善。据中汽协数据,2018年汽车产、销量同比增速分别为-4.2%、-2.8%,是自2003年以来首次负增长;2019年前9月累计增速分别为-11.4%、-10.3%,且当月同比均为负值。汽车产销转差与消费低迷、“国五”“国六”切换有关,后期随着消费者资产负债表修复及“国五”库存出清,我们判断汽车产销增速将边际改善。

图表33: 2003-2018年汽车产销量及同比增速



资料来源:中汽协,华泰证券研究所

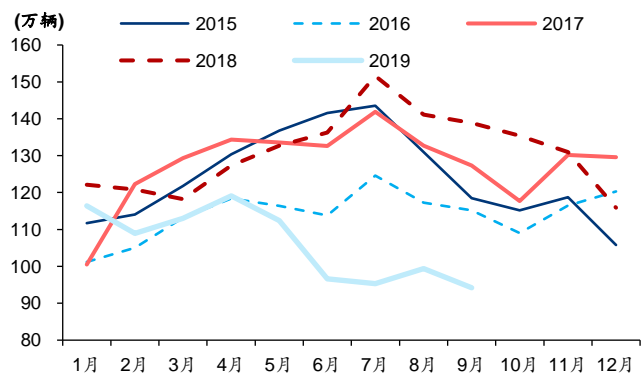
图表34: 2015年至今汽车产销当月增速



资料来源:中汽协,华泰证券研究所

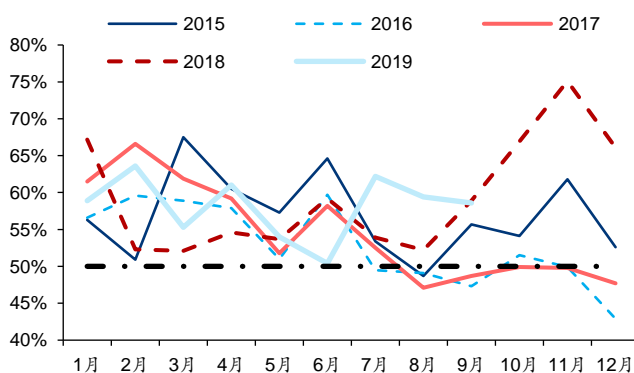
2019年5月后,经销商促销“国五”、生产商备货“国六”,推动汽车产、销当月同比增速出现上行趋势。在汽车厂库存低位、经销商库存改善背景下,叠加18Q4低基数,预计19Q4汽车产销增速或可收窄甚至转正。

图表35: 汽车厂汽车库存



资料来源:Wind、中汽协,华泰证券研究所

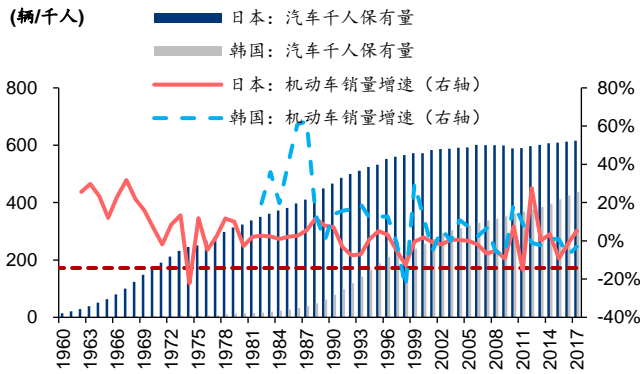
图表36: 汽车经销商库存预警指数



资料来源:Wind、乘联会,华泰证券研究所

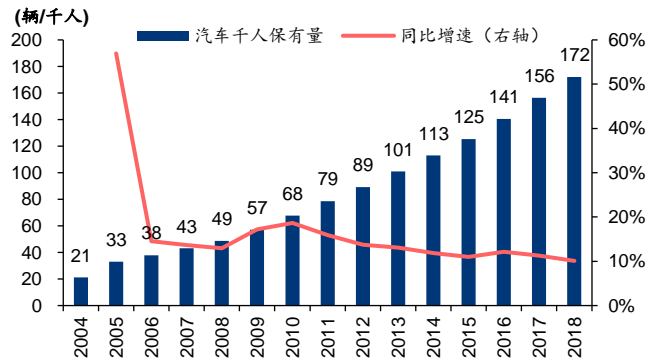
未来汽车仍有增长空间。从日、韩历史数据看,当汽车千人保有量接近目前中国的172辆水平后,汽车销量增速中枢下行,多在0%附近波动。但从增长空间看,目前日、韩汽车千人保有量分别为600、400辆左右,中国仍有较大的上涨空间。

图表37: 日本、韩国汽车千人保有量及机动车销量增速



资料来源: Wind、中汽协、中国汽车工业年鉴, 华泰证券研究所

图表38: 2004-2018年中国汽车千人保有量



资料来源: Wind、公安部、国家统计局, 华泰证券研究所

期待乘用车材料升级带动需求。2018年, 自主品牌乘用车销量近1000万辆, 占乘用车销售总量42%。据宝钢研究院, 现阶段国内合资汽车高强度、镀锌钢板应用比例分别约为50-60%、65%-75%, 自主品牌乘用车则分别约为40-45%、35-45%, 低端自主品牌甚至不用镀锌板。而从政策层面看, 一方面提高高强度应用比例是提高汽车被动安全的主要措施之一; 另一方面, 据工信部, 2017年我国乘用车平均油耗量为5.8L/100km, 与《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》中要求的5.0L/100km仍有一定距离, 而通过提高高强度应用比例从而实现轻量化则是降低油耗的有效途径之一。

未来, 高强度、镀锌板等高端用钢需求仍具一定成长空间, 主要来自于乘用车销量增长及汽车用高强度、镀锌板比例提高。华泰汽车团队预计汽车中长期产销增速2.5%, 我们假设2028年自主乘用车高强度、镀锌板应用比例达到合资品牌水平。基于前述假设条件, 2028年高强度、镀锌板需求较2018年分别有31%、38%的上行空间。

图表39: 2019-2028年高强度、镀锌板需求增速预测

		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
自主品牌乘用车产量	万辆	999	919	942	966	990	1014	1040	1066	1092	1120	1148
非自主品牌乘用车产量	万辆	1372	1262	1294	1326	1359	1393	1428	1464	1500	1538	1576
乘用车产量合计	万辆	2371	2181	2236	2292	2349	2408	2468	2530	2593	2658	2724
乘用车产量增速		-5.4%	-8.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
自主车高强度应用比例		42.5%	43.5%	44.5%	45.5%	46.5%	47.5%	48.5%	49.5%	50.5%	51.5%	52.5%
非自主车高强度应用比例		55.0%	55.5%	56.0%	56.5%	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%	59.0%	59.5%	60.0%
高强度需求	万吨	1179	1100	1144	1189	1235	1283	1333	1384	1437	1492	1548
高强度需求增速			-6.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
自主车镀锌板应用比例		40.0%	42.0%	44.0%	46.0%	48.0%	50.0%	52.0%	54.0%	56.0%	58.0%	60.0%
非自主车镀锌板应用比例		70.0%	70.5%	71.0%	71.5%	72.0%	72.5%	73.0%	73.5%	74.0%	74.5%	75.0%
镀锌板需求	万吨	952	893	933	975	1018	1062	1108	1156	1205	1257	1310
镀锌板需求增速			-6.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司汽车板全国排名第四, 产品结构偏向中高端, 据2018年年报, 公司汽车板产品通过了上汽大众、一汽集团、吉利汽车等多家汽车主机厂的二方审核, 特别是镀锌CR340LA汽车板获得通用汽车全球一级工程认证, 提升了公司镀锌低合金高强系列在中高端汽车板市场认可度和影响力。随着未来高强度、镀锌板需求的释放, 公司或将从中受益。

铁路：中长期看好高铁轮对国产化

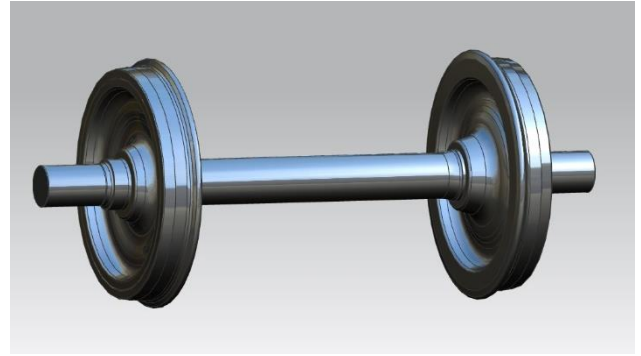
公司是全球最大普速列车轮对供应商。公司是国内最大机车车辆轮对研发和制造基地、是全球最大的普速列车轮对供应商，有 50 年车轮生产经验。根据马钢集团中期票据跟踪评级报告(2019.7.11)，目前公司在国内铁路货车轮市占率达 60%，客车轮市占率超过 25%。公司轮轴生产基地分为马钢本部及法国瓦顿两部分。

图表40： 车轮产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表41： 轮对产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

我国高铁动车组已迈入自主研发阶段。我国高速铁路动车组在经历过技术引进为主的“第一代”、技术引进和自主创新结合的“第二代”后，目前已走向自主开发的“第三代”。2017年 CR400AF、CR400BF 的正式下线运营，标志着高铁动车组技术国产化的成功。

图表42： 中国三代高速铁路动车组情况

	技术特点	主要车型
第一代	以引进消化吸收技术为主	CRH1、CRH2、CRH3、CRH5 共 4 个系列，1 系属于中国南车和庞巴迪的合资公司 BST，2 系属于中国南车四方股份，3 系属于中国北车的唐车公司，5 系属于中国北车的长客股份；另分为 A、B、C、E 四个小类，A 代表时速 200 公里 8 辆编组、B 代表时速 200 公里 16 辆编组、C 代表时速 350 公里 8 辆编组、E 代表时速 200 公里卧铺动车组。其中，CRH2 为第一代车型中的主力，并衍生出 CRH6，且 CRH2C 具有划时代意义，诸多技术进行了深入创新
第二代	“新一代”，技术引进、自主创新相结合	CRH380，分为 A、B、C、D 四个系列，CRH380A(L) 是中国南车的四方股份公司生产，CRH380BL 由中国北车的长客股份、唐车公司共同生产，CRH380CL 由长客股份研制；CRH380D 虽然在中国南车和庞巴迪的合资公司生产，但技术在庞巴迪的控制之下
第三代	“标准动车组”，完全自主研发、完全中国标准	CR400AF（时速 350 公里），四方股份旗下，昵称“蓝海豚”；CR400BF（时速 350 公里），长客股份旗下，昵称“金凤凰”。目前已于 2017 年下线运营；CR300AF、CR300BF（时速 250 公里）正在装车考核。第三代动车组解决了不同系列间车型无法重联运行的问题，系统、配件可以互通使用

资料来源：中国国家铁路集团有限公司，中国经营报，华泰证券研究所

收购瓦顿公司，掌握高铁轮对生产技术。高速铁路所需的轮对技术要求更高、制造难度更大，仅有海外法国瓦顿公司、德国波鸿交通技术集团（BVV）、西班牙铁道车辆制造商公司（CAF）、意大利路奇霓钢铁机械公司（Lucchini）、日本住友金属工业公司具备核心坯料的生产能力；而同期国内虽然在轮对核心技术层面有较多积累，但未能突破产业化生产。

2013 年，法国瓦顿公司因行业周期下行进入破产程序，于 2014 年被公司以 1300 万欧元收购。瓦顿公司是法国唯一一家专长于车轮、轮轴及轮对系统生产的企业，在高铁车轮、车轴、轮对方面拥有核心技术，被誉为法国工业之花。瓦顿公司两个生产基地分别位于瓦伦谢纳和敦刻尔克，前者负责车轮的设计、热处理、机加工和检测，后者负责车轮下料、锻造和轧制。通过收购瓦顿，公司直接获得国际先进水平的高铁轮轴核心技术知识产权，形成较完整的“轮、轴、对”全产业链技术。

此外，2017 年重庆兆盈实业集团有限公司（简称“兆盈集团”）通过旗下香港平台公司富山公司收购德国钢铁集团旗下的轨道交通板块，包括 BVV、BTBE 和 MWL。BVV 生产高铁轮对，BTBE 为 BVV 供应配套车轴。

高铁车轮从研发到实际运用，壁垒、要求较高。根据公司官网新闻综合分析，高铁车轮等部件从研制成功到实际运用，大致需要经历四个阶段：一是通过模拟试验测试；二是获取中铁检验认证中心（CRCC）认证；三是进行正式装车试验；四是进入铁路总公司产品采购目录、获取供应商资格。

根据 CRCC 认证信息名录（截至 2019.10.25），目前获取“动车组车轮”领域认证的国外企业主要为 BVV、CAF，国内企业除马钢股份外，主要为智奇公司、中车四方、长客股份、太原重工和正家实业。

图表43：中国三代高速铁路动车组车轮情况

车型	车轮用钢牌号	获取 CRCC 认证企业
第一代 CRH1	ER8、ER8C、ER9	智奇
	CRH2	ER8C
	CRH3	ER8、ER8C、SSW-Q3R
	CRH5	ER8C
	CRH6	CL60
	CRH380A	ER8
第二代 CRH380B	ER8、SSW-Q3R	CAF、四方
	CRH380C	BVV、智奇、长客、正家、CAF
	CRH380D	智奇、BVV、 马钢（瓦顿）
	CRH380D	智奇
第三代 CR300AF、CR300BF	ER8	智奇
	CR400AF、CR400BF	BVV、智奇、 马钢（本部） 、智奇、BVV、CAF、四方、太重

资料来源：CRCC 官网，华泰证券研究所；此处获取认证指获取 CRCC 认证，仅统计认证处有效期内数据，截至 2019.10.25

目前前二代高铁车轮主要由智奇公司提供。智奇公司的股东为智波公司（铁科院、太重集团分别持股 50%）、Lucchini，二者分别持股 75%、25%，铁科院的间接持股或使智奇公司具备一定优势。智奇公司以轮对组装起家——进口路奇霓成品轮轴，然后组装轮对，目前主要掌握“第一代”、“第二代”高铁动车组用轮对市场，其余由 BVV、CAF 等其外公司直接或间接提供。

国内企业中，公司的瓦顿分部拥有第一代 CRH5 系列用车轮产品认证，公司本部拥有第三代 CR400 系列用 D2 动力车轮认证；中车四方、长客股份（均属中国中车）针对第一、二代高铁动车组用车轮同样非自主研发，而是由 BVV、CAF 提供坯料，但中车四方在第三代高铁动车组用车轮实现了自主生产；正家实业由住友金属供货，不具备生产能力；太原重工具备核心生产能力，目前获取认证的有第一代中的 CRH6 车型和第三代用车轮。

期待公司本部发力第三代高铁车轮市场。2014 年，中国铁路总公司设立重大课题“动车组关键技术自主创新深化研究——时速 350 公里中国标准动车组轮轴设计研究”，公司作为课题组主要成员参与项目全过程并重点负责 D2 动力车轮开发。第三代 CR400 系列中，ER8 动力车轮获取认证企业主要为 BVV、CAF 和智奇（Lucchini 供货）；D2 动力车轮则由国内自主研发，其硬度水平、抗热损伤性能、抗磨损性能均好于 ER8 材质车轮，目前除公司本部外有智奇公司、中车四方、太原重工拥有 D2 动力车轮的 CRCC 认证。

公司本部为国内首家获得 D2 动力车轮 CRCC 认证企业，并于 2017 年 1 月通过 60 万公里装车运用考核，取得采购资质。但从 2017 年 1 月到 2018 年 7 月，公司的高速车轮仅装配 5 列“复兴号”动车组，而同期铁总一共采购了 374 列动车组，公司产品份额较小。由于国内竞争对手除智奇公司外，中车四方为中车体系内公司，而太原重工较早参与到高铁动车组项目中，因此公司迅速提高市占率仍较困难，但长期看有较大的可扩张空间。

期待瓦顿公司拓展前二代高铁车轮市场。瓦顿公司拥有前两代高铁用车轮认证，但第二代高铁用车轮认证已于19年8月过期，目前暂未有复评换证进度信息，但复评换证难度或较首次申请小，瓦顿公司重新获取认证可能性较大。第一代用车轮产品已于2017年开始在兰新客专线进行60万公里装车考核，截至18年11月21日，已顺利运行2.8万公里，预计将于2020年初完成考核。此后，瓦顿公司产品才有望进入采购名单，但具体采购与否仍存在不确定性。

另外，瓦顿公司在海外市场拓展上取得一定进展：2017年5月，获得德铁高速车轮供货资质；2017年下半年，中标德铁高速车轮项目；2018年7月，向德国铁路公司出售160件车轮，用于西门子制造的ICE列车的维修更换。

销售方面，轮轴产品多为招标定价，我们判断公司或为进一步拓展市场、牺牲短期盈利，2018年轮轴板块盈利转负。公司分别于2017、2018年对瓦顿公司开展增资计划，增资金额分别在4000万欧元、7000万欧元以内，从长期看将改善瓦顿公司财务状况、盈利能力。

图表44：公司轮轴产品吨价格、成本、毛利情况

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
吨价格(元/吨)	7410	9259	10153	9544	9224
吨成本(元/吨)	6138	7805	8688	8602	9265
吨毛利(元/吨)	1271	1454	1465	943	-41
销量(万吨)	18.8	17.4	14.4	18.9	22.0

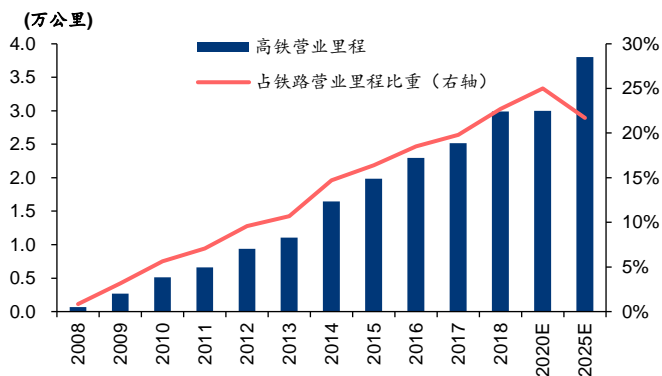
资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：元/吨

未来第三代高铁用车轮多为新增需求。第三代高铁动车组的技术国产化，使国内市场不再受限于海外企业技术垄断，未来将形成不同时速级别的产品家族。目前在运为CR400系列，时速为350公里级别；时速为250公里级别的CR300系列正在进行装车试验，虽然目前获得CRCC认证的企业仅有BVV和智奇公司（由Lucchini供货）的ER8车轮，但考虑到国产的D2车轮技术水平更高，未来实现国产替代只是时间问题。由于第一、二代高铁动车组存在着设备不兼容、配件技术受限等问题，因此未来新增高铁动车组或多以第三代为主，第一、二代所用车轮则多为更换需求。

看好高铁车轮需求增长，期待公司产品放量。根据《中长期铁路网规划（2016-2025年）》，计划高铁里程在2020E、2025E、远期分别达到3万公里、3.8万公里、4.5万公里。截止2018年底，我国高铁里程已到2.99万公里，预计将提前完成2020年目标；远期看有50%扩张空间。

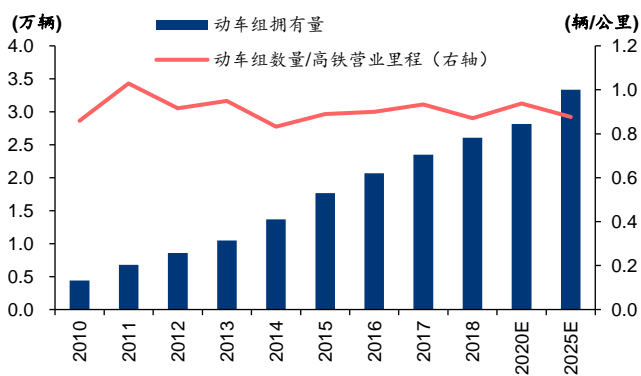
假设2019-2025年按照高铁营运里程均匀增长，新增动车组拥有量/新增高铁营运里程系数恒定为0.9，每辆动车组配有8个（4组）高速车轮，更换周期按2年考虑。测算未来高速车轮整体需求量将从19年的9.3万个增长至2025年的11.3万个，年均增速3.3%。高速车轮技术含量高、利润空间大，公司短期内拓展市场仍存在不确定性，但长期看将受益市场规模扩大和公司市占率提升。

图表45: 高铁营业里程及占铁路营业里程比重



资料来源: 国家统计局, 《中长期铁路网规划》, 华泰证券研究所

图表46: 铁路客车、货车、动车组采购量



资料来源: Wind、中国铁路建设投资公司, 华泰证券研究所

图表47: 2013-2025年高铁营运里程和对应高速车轮需求预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
高铁营业里程 (万公里)	1.10	1.65	1.98	2.30	2.52	2.99	3.11	3.22	3.34	3.45	3.57	3.68	3.80
高铁营业里程-新增 (万公里)	0.17	0.54	0.34	0.31	0.22	0.47	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
动车组拥有量 (万辆)	1.05	1.37	1.76	2.07	2.35	2.60	2.71	2.81	2.92	3.02	3.13	3.23	3.33
动车组拥有量-新增 (万辆)	0.19	0.32	0.40	0.30	0.28	0.26	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
高速车轮需求-更换 (万个)	3.04	3.87	5.02	6.13	7.07	7.92	8.50	8.83	9.17	9.50	9.83	10.17	10.50
高速车轮需求-新增 (万个)	1.52	2.59	3.16	2.43	2.23	2.05	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
高速车轮需求 (万个)	4.56	6.45	8.18	8.57	9.30	9.98	9.33	9.67	10.00	10.33	10.67	11.00	11.33
需求增速		41.4%	26.7%	4.8%	8.6%	7.3%	-15.6%	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%

资料来源: 国家统计局, 中国铁路建设投资公司, 华泰证券研究所; 假设 2019-2025 年高铁营业里程均匀增加, 新增动车组数量与新增高铁营业里程比例系数为 0.9; 单个动车组假设需要 8 个 (4 对) 高速车轮, 更换周期为 2 年

估值：首次覆盖给予“增持”评级

盈利预测：中短期钢铁供需不乐观，长看汽车用钢升级、轮轴盈利修复

产销假设：19年小幅减产

据公司2018年年报披露，公司2019年计划钢材1820万吨，产量小幅下降，主要因2018年4月淘汰部分产能。分品种看，公司正大力发展轮轴产品，假设2019-2021年产量增速为5%；板材和棒材产量2020-2021年与2019年保持相同水平。公司历史产销率近100%，故假设2019-2021年产销率均为100%。

图表48：2017-2021年产销情况假设

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量：	长材	894	909	883	883	883
	板材	947	940	914	914	914
	轮轴	19	22	23	24	25
销量：	长材	900	910	883	883	883
	板材	947	941	914	914	914
	轮轴	19	22	23	24	25
	钢材产销率	100.27%	100.11%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：万吨

价格假设：板卷价格或可复苏

2019年受环保限产放松、下游需求转弱影响，我们认为2019年钢价整体同比下降；2020-2021年预计下游需求或将企稳，钢价降幅收窄或小幅回升。其中，板材受机械、汽车、船舶行业景气度下行影响，2019年下降幅度或大于长材，2020-2021年或受益于汽车产销增速转正而逐步回暖；2019年前9月，地产建筑工程投资增速仍处高位，后期受融资渠道收紧、销售增速回落，建筑用钢需求或下行，假设2020-2021年长材价格同比小幅下降；轮轴方面，公司对瓦顿公司增资改善经营能力，预计随着公司高铁用车轮产品市占率的提升、以及整体市场规模的提升，轮轴价格或可持续回升，且回升幅度逐步增大。

图表49：2017-2021年产品平均价格假设

单位：元/吨		2017	2018	2019E	2020E	2021E
长材		3321	3698	3605	3537	3523
	yoy	1182	376	-92	-68	-14
板材		3764	4031	3871	3911	3991
	yoy	949	267	-160	40	80
轮轴		9585	9241	9441	9841	10441
	yoy	-568	-344	200	400	600
钢材平均		3718	4069	3822	3814	3884
	yoy	1103	351	-257	-5	46

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；注：此处历史价格为根据相应营业收入和销量计算所得

成本假设：矿价中长期上行格局仍在

根据四大矿山资本开支数据，2019年为铁矿石供需拐点，虽然2019年初VALE矿难事故影响正在逐步消退，铁矿石价格或季度回调，但从产能周期角度看，矿价中长期上行趋势仍在。焦炭方面，由于煤炭行业供给侧改革不及预期，预计2019年呈现下行趋势，2020-2021年或基本企稳。并根据前述价格和原材料假设，得到主要品种的毛利率水平。

图表50: 2017-2021年主要原材料成本假设

单位: 元/吨	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铁矿石	530	513	656	673	711
焦炭	1412	1711	1607	1551	1531

资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所; 注: 此处铁矿石、焦炭价格为市场价格

图表51: 2017-2021年产品毛利率假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
长材	16.7%	17.3%	11.7%	10.0%	8.8%
板材	14.4%	11.5%	4.1%	5.1%	6.1%
轮轴	9.9%	-0.4%	-2.3%	1.8%	6.6%
钢材平均	15.0%	14.0%	7.8%	7.7%	7.9%

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

费用假设: 2019-2021年或趋于稳定

我们按照费用的细分项进行拆分预测。公司销售费用拆分为运杂费、职工薪酬、财产保险费和其他共4项。其中, 职工薪酬假设2019-2021年增速分别为5%、3%、2%; 运输仓储费计算吨钢口径, 并按照未来5%增速进行假设。管理费用方面, 拆分为职工薪酬、员工辞退福利等共10项。职工薪酬假设2019-2021年增速分别为5%、3%、2%; 目前公司产能去化基本结束, 预计2019-2021年员工辞退福利每年削减30%。研发费用方面, 主要分为人员工资、设备费、燃料动力费等共7项, 其中燃料动力费假设取为近2年加权平均, 其余项2019-2021年增速假设为5%、3%、2%。

图表52: 2017-2021年费用假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用 (亿元)	8.65	9.60	9.68	10.13	10.59
运杂费 (亿元)	7.39	7.91	8.08	8.49	8.92
职工薪酬 (亿元)	0.63	0.81	0.86	0.88	0.90
其它销售费用 (亿元)	0.63	0.87	0.75	0.77	0.78
管理费用 (亿元)	11.64	13.80	13.30	13.13	13.02
职工薪酬 (亿元)	5.35	6.33	6.65	6.85	6.99
其它管理费用 (亿元)	6.29	7.47	6.65	6.28	6.03
财务费用 (亿元)	9.99	9.60	5.40	5.23	4.96
利息费用 (亿元)	9.21	8.80	6.35	6.15	6.02
利息收入 (亿元)	0.34	0.54	0.95	0.92	1.06
其他财务费用 (亿元)	1.12	1.35	0.00	0.00	0.00
研发费用 (亿元)	2.55	8.01	8.40	8.65	8.82
人员工资 (亿元)	1.21	2.83	2.97	3.06	3.12
燃料动力费 (亿元)	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
其他研发费用 (亿元)	1.13	4.97	5.22	5.37	5.48
销售费用率	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
管理费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
财务费用率	1.4%	1.2%	0.7%	0.7%	0.6%
研发费用率	0.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所; 2017年管理费用口径扣除研发费用

公司估值: 给予公司0.8-0.85倍PB估值

从产品类型、生产模式、地理位置等方面进行考虑, 选取宝钢股份、新钢股份、华菱钢铁作为可比公司。以2019年10月29日收盘价计, 计算得到上述三家可比公司PB(2019E)分别为0.74、0.66、0.78, 均值为0.72。目前公司PB(LF)为0.78, 公司成本侧优势有望扩大, 下游需求存在边际改善机会, 给予公司0.8-0.85倍PB(2019E)估值。取2019年预测BPS为3.59元, 公司目标价范围为2.87-3.05元, 首次覆盖给予“增持”评级。

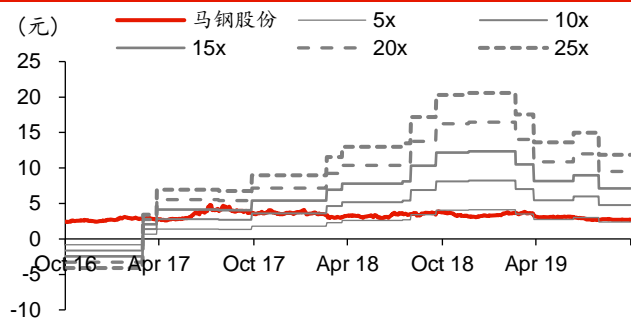
图表53: 可比公司估值

证券代码	证券简称	PB (2019E)
600019.SH	宝钢股份	0.73
600782.SH	新钢股份	0.64
000932.SZ	华菱钢铁	0.78
	可比公司均值	0.72

资料来源: 华泰证券研究所; 2019年10月30日计; 新钢股份、华菱钢铁取Wind一致预测, 宝钢股份为华泰预测, 详见《宝钢股份: 期待19Q4乘用车产销复苏》(2019.10.27)

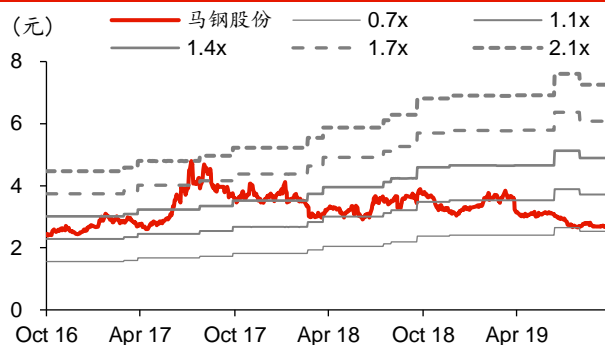
PE/PB – Bands

图表54: 马钢股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表55: 马钢股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到钢铁行业的整体表现, 从而影响公司业绩。

原材料风险

若矿价、焦炭价格上行, 将抬升公司成本, 影响公司盈利。

下游需求低迷对钢铁行业的影响

若汽车产销情况不及预期, 或地产建筑工程投资增速下行幅度超预期, 则公司产品需求下行或致盈利受影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	32,099	38,405	36,695	38,912	40,316
现金	4,978	9,763	9,197	9,190	12,045
应收账款	0.00	1,122	865.29	928.38	917.91
其他应收账款	285.23	147.97	142.87	146.54	145.78
预付账款	750.82	712.34	671.09	670.55	678.53
存货	11,446	11,054	11,460	11,431	11,514
其他流动资产	14,638	15,606	14,358	16,545	15,015
非流动资产	40,093	38,467	38,311	37,891	37,170
长期投资	1,525	2,809	2,809	2,809	2,809
固定投资	33,130	31,545	31,605	31,284	30,634
无形资产	1,884	1,855	1,753	1,648	1,534
其他非流动资产	3,554	2,257	2,144	2,149	2,194
资产总计	72,192	76,872	75,006	76,803	77,486
流动负债	36,118	39,737	38,058	38,373	37,450
短期借款	4,630	10,917	9,411	9,929	8,785
应付账款	11,778	7,704	9,546	9,254	9,122
其他流动负债	19,709	21,116	19,101	19,190	19,543
非流动负债	8,836	5,143	5,146	5,178	5,156
长期借款	6,976	3,596	3,596	3,596	3,596
其他非流动负债	1,860	1,546	1,550	1,581	1,559
负债合计	44,954	44,880	43,204	43,551	42,606
少数股东权益	3,342	3,819	4,187	4,515	4,867
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
资本公积	8,352	8,352	8,352	8,352	8,352
留存公积	7,743	11,977	11,563	12,684	13,961
归属母公司股东权益	23,896	28,174	27,616	28,737	30,014
负债和股东权益	72,192	76,872	75,006	76,803	77,486

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	4,600	13,870	6,094	3,357	7,682
净利润	5,072	7,058	2,197	1,999	2,130
折旧摊销	3,608	3,913	3,504	3,864	4,221
财务费用	998.78	960.46	539.80	522.89	496.12
投资损失	(676.52)	(1,090)	(828.72)	(870.16)	(913.67)
营运资金变动	(5,070)	2,502	899.74	(2,208)	1,761
其他经营现金	667.59	527.59	(217.75)	49.45	(11.99)
投资活动现金	(3,524)	(4,012)	(2,080)	(2,678)	(2,567)
资本支出	1,485	2,572	3,449	3,422	3,479
长期投资	(2,165)	(2,016)	1.07	(0.25)	(0.05)
其他投资现金	(4,205)	(3,456)	1,369	744.45	912.30
筹资活动现金	(2,377)	(6,027)	(4,579)	(686.92)	(2,261)
短期借款	(2,313)	6,287	(1,506)	517.42	(1,144)
长期借款	1,813	(3,380)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.56	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,880)	(8,935)	(3,073)	(1,204)	(1,116)
现金净增加额	(1,384)	3,994	(565.37)	(7.36)	2,855

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	73,228	81,952	77,206	77,144	78,062
营业成本	63,556	69,795	70,582	70,652	71,328
营业税金及附加	741.19	810.32	769.42	766.80	776.59
营业费用	865.40	959.72	967.86	1,013	1,059
管理费用	1,419	2,181	2,171	2,177	2,184
财务费用	998.78	960.46	539.80	522.89	496.12
资产减值损失	746.38	754.44	750.41	752.43	751.42
公允价值变动收益	10.15	(10.21)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	676.52	1,090	828.72	870.16	913.67
营业利润	5,649	8,085	2,255	2,130	2,380
营业外收入	176.12	160.10	300.00	200.00	100.00
营业外支出	16.63	6.47	6.47	6.47	6.47
利润总额	5,809	8,239	2,548	2,323	2,474
所得税	736.73	1,181	351.25	324.45	343.97
净利润	5,072	7,058	2,197	1,999	2,130
少数股东损益	943.30	1,115	367.80	328.28	352.05
归属母公司净利润	4,129	5,943	1,829	1,670	1,778
EBITDA	10,256	12,958	6,299	6,516	7,098
EPS (元, 基本)	0.54	0.77	0.24	0.22	0.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	51.69	11.91	(5.79)	(0.08)	1.19
营业利润	372.05	43.12	(72.11)	(5.56)	11.77
归属母公司净利润	235.99	43.94	(69.22)	(8.69)	6.42
获利能力 (%)					
毛利率	13.21	14.83	8.58	8.42	8.63
净利率	5.64	7.25	2.37	2.17	2.28
ROE	17.28	21.10	6.62	5.81	5.92
ROIC	16.57	22.67	7.19	6.47	7.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.27	58.38	57.60	56.70	54.98
净负债比率 (%)	36.78	35.62	33.17	33.79	31.58
流动比率	0.89	0.97	0.96	1.01	1.08
速动比率	0.57	0.67	0.65	0.70	0.75
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.10	1.02	1.02	1.01
应收账款周转率	157.76	131.95	72.98	80.78	79.41
应付账款周转率	6.89	7.17	8.18	7.52	7.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.77	0.24	0.22	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.80	0.79	0.44	1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.66	3.59	3.73	3.90
估值比率					
PE (倍)	5.02	3.49	11.32	12.40	11.65
PB (倍)	0.87	0.74	0.75	0.72	0.69
EV_EBITDA (倍)	2.52	1.99	4.10	3.96	3.64

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com