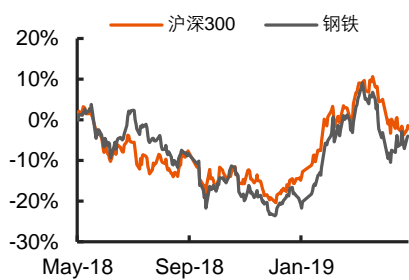


钢铁行业区域专题报告——山西篇

机遇与风险并存，看好区域龙头成长空间

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*钢铁*钢铁行业2018年年报及2019年一季报业绩综述：量升价跌、业绩回归，关注成本端上升压力》 2019-05-07

《行业动态跟踪报告*钢铁*一季度基金持仓有所上升，仍处于低配区间》 2019-04-28

证券分析师

李军 投资咨询资格编号
S1060519050001
010-56800119
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **山西钢铁工业整体规模较大，但钢企整体呈“小而散”格局：**截止到2018年底，山西省粗钢产能约为7560万吨，位居全国第五位；山西钢铁企业纳入工信部最新规范企业名录只有19户，只有太钢集团产能超过1000万吨，大部分山西钢企产能在500万吨以下；民营钢企粗钢产能占比69.45%，占据山西钢铁工业的主导地位。
- **山西钢铁工业发展优势与劣势均比较明显。优势主要体现在：**山西省工业化、城市化提升空间还很大，钢材需求有增长空间；本地焦炭、电力资源丰富，资源保障能力强；周边地区持续去产能，利于本地钢铁企业拓展市场空间。**劣势主要体现在：**整体装备水平较低，产能利用率低于全国平均水平；区域环保压力大，域内钢铁企业环保治理成本增加；品种结构不合理，低端同质化产品竞争激烈。
- **后供给侧时代钢铁行业由全面过剩向结构性过剩转变。**压减超过1.5亿吨粗钢产能和取缔约1.4亿吨“地条钢”等措施有效化解了钢铁行业全面产能过剩情况，但随着经济下行、下游行业景气度下降，部分产品产能出现了新的过剩，结构性过剩问题开始显现。**从政策层面来看，**无论是国家行业层面还是区域行业层面，都在积极推动企业兼并重组，提高产业集中度，未来行业、区域企业兼并重组空间较大，投资机会较多。
- **投资建议：**山西钢铁工业产能规模位居全国第五，但企业整体呈“小而散”格局，这也说明山西钢铁产业未来结构调整、产业集中度提升空间较大。太钢不锈作为山西唯一的国有钢铁上市平台，受到了地方政策的大力支持，未来有望在区域兼并重组进程中实施更多动作。同时，公司本身质地优秀，作为国内不锈钢领军企业，规模和行业地位位居前列；同时产品种类丰富，高附加值产品占比较高；拥有强大的资源保障能力，能够保持市场竞争优势，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、经济大幅下行及贸易摩擦加剧的风险。如果经济大幅下降将导致行业需求持续承压，导致行业供需格局恶化；而贸易摩擦加剧可能导致我国外贸形势进一步恶化，进而影响宏观经济发展和市场预期，钢铁板块亦将受到严重波及。2、利率持续上行。若市场利率持续上行，企业融资成本上升，盈利下降，导致资本市场下挫，也会影响大宗商品需求，对钢铁板块产生不利影响。3、环保及安全事故风险。随着国家对环保和节能减排要求更加严格，公司环境治理成本及运行成本不断提高，对经营业绩有一定影响；同时，由于钢铁生产工序链条长，容易发生安全事故，一旦公司发生重大生产安全事故，将有可能导致公司进行安全生产整顿治理，影响公司正常生产经营进而对业绩产生影响。

| 股票名称 | 股票代码 | 股票价格 | | EPS | | | P/E | | | 评级 | |
|------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| | | 2019-05-29 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | | 2021E |
| 太钢不锈 | 000825 | 4.22 | 0.87 | 0.42 | 0.48 | 0.49 | 4.85 | 10.05 | 8.79 | 8.61 | 推荐 |

注：采用 wind 一致预期

正文目录

| | | |
|-----------|-------------------------|-----------|
| 一、 | 山西钢铁工业概况 | 6 |
| 1.1 | 山西钢铁工业在山西省工业体系中占有重要地位 | 6 |
| 1.2 | 山西钢铁产能规模位居全国第五位 | 6 |
| 1.3 | 山西钢铁企业规模呈现“一企独大”的局面 | 7 |
| 1.4 | 山西钢铁工业以民营企业为主导 | 8 |
| 二、 | 山西钢铁工业发展优势与劣势分析 | 8 |
| 2.1 | 山西钢铁工业发展优势分析 | 8 |
| 2.2 | 山西钢铁工业发展劣势分析 | 10 |
| 三、 | 行业发展趋势预判和政策走向分析 | 12 |
| 3.1 | 后供给侧时代钢铁行业由全面过剩向结构性过剩转变 | 12 |
| 3.2 | 政策走向：积极推动企业兼并重组，提高产业集中度 | 13 |
| 四、 | 山西省重点钢铁企业竞争力分析 | 14 |
| 4.1 | 公司竞争优势分析 | 15 |
| 4.2 | 公司竞争劣势分析 | 17 |
| 五、 | 投资建议 | 19 |
| 六、 | 风险提示 | 20 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 1 | 山西钢铁工业资产、收入、利润在山西工业总体占比情况..... | 6 |
| 图表 2 | 2018 年全国粗钢产量前 10 省份占比情况一览 | 6 |
| 图表 3 | 山西规范钢铁企业情况一览表 | 7 |
| 图表 4 | 民营规范钢铁企业户数占总户数 84.21% | 8 |
| 图表 5 | 民营规范钢铁企业产能占总产能 69.45% | 8 |
| 图表 6 | 2018 年山西人均 GDP 相当于全国平均水平的 70%..... | 9 |
| 图表 7 | 2018 年山西城镇化率低于全国平均水平 1.17 个百分点..... | 9 |
| 图表 8 | 全国主要焦炭产区年度产量趋势图 | 9 |
| 图表 9 | 山西焦炭价格长期保持低位运行 | 9 |
| 图表 10 | 山西年均用电量只占发电量的 70%左右 | 10 |
| 图表 11 | 山西电力销售均价低于全国均价 | 10 |
| 图表 12 | 山西省区位图 | 10 |
| 图表 13 | 山西粗钢产能利用率低于全国平均水平（2018） | 11 |
| 图表 14 | 山西钢铁企业冶炼装备水平低于全国均值 | 11 |
| 图表 15 | 2018 年空气质量排名倒数前 20 城市中，山西省上榜城市高居榜首..... | 11 |
| 图表 16 | 山西重点企业长材占比高于全国平均水平 | 12 |
| 图表 17 | 山西重点企业主要长材产品产量情况（万吨） | 12 |
| 图表 18 | 供给侧改革以来钢铁行业产能利用率不断提高 | 12 |
| 图表 19 | 供给侧改革后钢材价格触底回升 | 12 |
| 图表 20 | 2017 年以来热轧板卷价格低于螺纹钢价格 | 13 |
| 图表 21 | 热轧卷板产能利用率高位回落、缓慢复苏 | 13 |
| 图表 22 | 国家相关政策文件对推动钢铁行业兼并重组的论述 | 13 |
| 图表 23 | 山西省相关政策文件对推动区域钢铁工业兼并重组的论述..... | 14 |
| 图表 24 | 太钢集团粗钢产量维持在 1000 万吨左右 | 14 |
| 图表 25 | 太钢不锈钢材业务收入占全部营收 96.71%..... | 15 |
| 图表 26 | 公司钢材产品主要销往华北、东北和国外 | 15 |
| 图表 27 | 太钢三大铁矿山基本情况 | 15 |
| 图表 28 | 公司与省内主要煤企保持合作保障公司煤炭供应 | 16 |
| 图表 29 | 公司主要高附加值产品一览..... | 16 |
| 图表 30 | 太钢集团负债率近些年一直低于行业平均水平 | 17 |
| 图表 31 | 太钢集团吨钢利润优于行业平均水平（除 2015） | 17 |
| 图表 32 | 不锈钢行业近些年一直处于供大于求状态 | 18 |
| 图表 33 | 不锈钢行业产能利用率低于钢铁行业平均水平 | 18 |

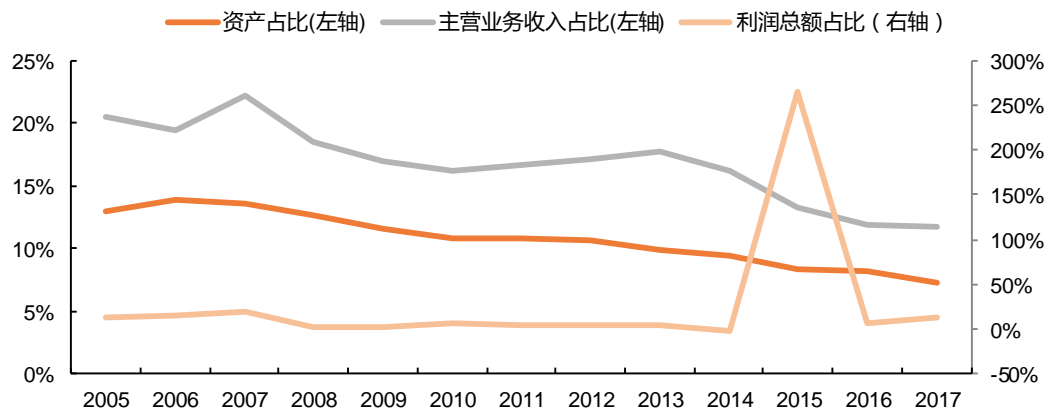
| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 图表 34 | 未来几年中国不锈钢新增产能预计 | 18 |
| 图表 35 | 2018 公司不锈钢产品出口近 5 年首次出现下降 | 18 |
| 图表 36 | 太钢有息负债比率高于行业平均水平 | 19 |
| 图表 37 | 2017 年太钢流动负债比逆市上升 | 19 |
| 图表 38 | 2011—2017 太钢集团流动比低于行业平均水平 | 19 |

一、山西钢铁工业概况

1.1 山西钢铁工业在山西省工业体系中占有重要地位

钢铁工业是山西省重要的支柱产业之一。随着近些年山西省经济结构不断调整，钢铁工业占比有所下降，但仍然占据了重要的地位。截止到 2017 年末，山西省钢铁工业以占全省工业企业 7.33% 的资产总额，分别贡献了全省工业企业主营业务收入 11.66% 和利润总额 11.84%。

图表1 山西钢铁工业资产、收入、利润在山西工业总体占比情况

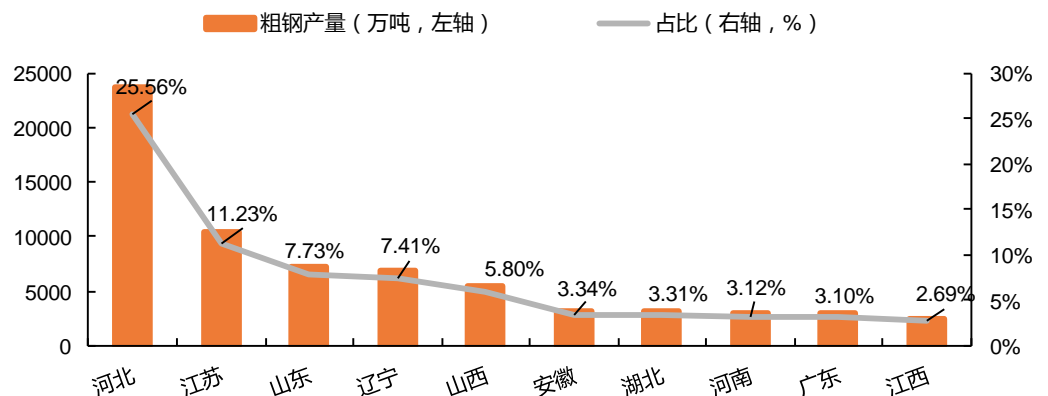


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 山西钢铁产能规模位居全国第五位

截止到 2018 年底，山西省粗钢产能约为 7560 万吨（2016 年底产能减去 17、18 年两年实际去掉的产能），位居全国第五位。2018 年，山西粗钢产量 5386.24 万吨，占全国总产量 5.80%，仅次于河北、江苏、山东、辽宁，位居第五。

图表2 2018 年全国粗钢产量前 10 省份占比情况一览



资料来源: wind, 平安证券研究所

1.3 山西钢铁企业规模呈现“一企独大”的局面

工信部 2019 年 4 月份公布的最新规范钢铁企业名单中，山西省共有 19 户钢铁企业入选，合计产能 6285 万吨，占山西省粗钢总产能 83.13%。这 19 户钢铁企业中，只有太原钢铁（集团）有限公司粗钢产能超过 1000 万吨，剩下除了山西中阳和山西建龙产能超过 500 万吨外，其余钢铁企业产能都在 500 万吨以下。

图表3 山西规范钢铁企业情况一览表

| 序号 | 企业名称 | 炼铁装备 | 炼钢装备 | 炼铁产能 (万吨) | 炼钢产能 (万吨) |
|----|----------------|--|---|--------------|--------------|
| 1 | 太原钢铁（集团）有限公司 | 1*1800m ³ 、 2*4350m ³ | 1*50t、1*90t、2*160t 电炉； 2*85t、1*90t、3*180t 转炉 | 848 | 1440 |
| 2 | 山西中阳钢铁有限公司 | 2 × 1080m ³ 、1 × 1780m ³ | 3 × 50t、2 × 120t 转炉 | 360 | 535 |
| 3 | 山西建龙实业有限公司 | 4 × 630m ³ 、1 × 1080m ³ 、1 × 1380m ³ | 1 × 80t、1 × 90t、2 × 120t 转炉 | 520 | 525 |
| 4 | 晋城福盛钢铁有限公司 | 2 × 530m ³ 、2 × 680m ³ 、2 × 1380m ³ | 1 × 50t、3 × 80t 转炉 | 508 | 445 |
| 5 | 首钢长治钢铁有限公司 | 2 × 1080m ³ | 3 × 80t 转炉 | 208 | 360 |
| 6 | 文水海威钢铁有限公司 | 6 × 450m ³ 、1 × 1800m ³ | 2 × 60t、1 × 120t 转炉 | 484 | 330 |
| 7 | 山西通才工贸有限公司 | 1 × 450m ³ 、1 × 550m ³ 、1 × 1860m ³ | 2 × 65t、1 × 80t 转炉 | 277 | 320 |
| 8 | 山西高义钢铁有限公司 | 2 × 1380m ³ | 2 × 120t 转炉 | 248 | 280 |
| 9 | 襄汾县新金山特钢有限公司 | 2 × 450m ³ | 2 × 100t 转炉 | 110 | 260 |
| 10 | 山西新泰钢铁有限公司 | 1 × 450m ³ 、1 × 1080m ³ | 2 × 90t 转炉 | 159 | 250 |
| 11 | 山西立恒钢铁集团股份有限公司 | 2 × 550m ³ | 2 × 65t 转炉 | 128 | 200 |
| 12 | 襄汾县星原钢铁集团有限公司 | 1 × 450m ³ 、2 × 550m ³ | 2 × 65t 转炉 | 183 | 200 |
| 13 | 黎城太行钢铁有限公司 | 1 × 458m ³ 、1 × 528m ³ | 1 × 35t、2 × 40t 转炉 | 117 | 200 |
| 14 | 潞城市兴宝钢铁有限责任公司 | 2 × 550m ³ | 2 × 60t 转炉 | 128 | 190 |
| 15 | 山西中升钢铁有限公司 | 1 × 1200m ³ | 2 × 60t 转炉 | 113 | 190 |
| 16 | 山西长信工业有限公司 | 2 × 530m ³ | 2 × 45t 转炉 | 124 | 160 |
| 17 | 山西宏达钢铁有限公司 | 1 × 450m ³ 、1 × 580m ³ | 2 × 40t 转炉 | 123 | 140 |
| 18 | 天津市华鑫源钢铁有限责任公司 | 2 × 450m ³ | 2 × 40t 转炉 | 110 | 140 |

| 序号 | 企业名称 | 炼铁装备 | 炼钢装备 | 炼铁产能 (万吨) | 炼钢产能 (万吨) |
|----|------------------|-----------------------|------------|--------------|--------------|
| 19 | 大同煤矿天建 钢铁有限公司 | 2 × 450m ³ | 2 × 35t 转炉 | 110 | 120 |

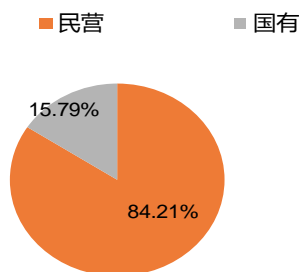
资料来源：工信部，平安证券研究所

注：炼铁、炼钢产能均按照装备进行产能转换，可能存在一定误差

1.4 山西钢铁工业以民营企业为主导

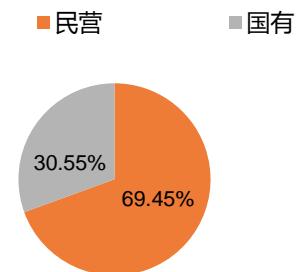
山西钢铁企业中，民营企业占据了主导地位。从19户规范钢铁企业来看，民营钢企16户，占比84.21%；从产能规模来看，民营钢企粗钢产能4365万吨，占比69.45%，均占据了主导地位。

图表4 民营规范钢铁企业户数占总户数 84.21%



资料来源：wind，平安证券研究所

图表5 民营规范钢铁企业产能占总产能 69.45%



资料来源：wind，平安证券研究所

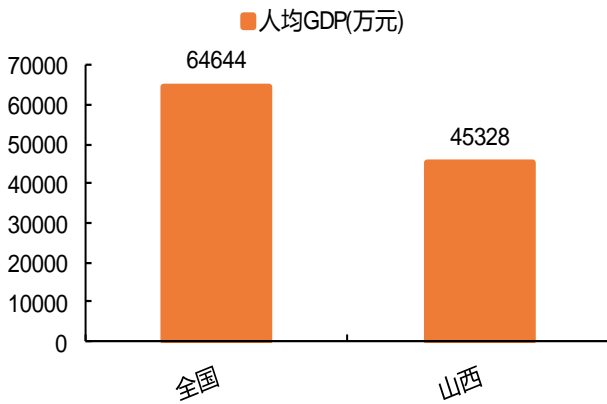
二、山西钢铁工业发展优势与劣势分析

2.1 山西钢铁工业发展优势分析

2.1.1 山西省工业化、城市化提升空间较大，钢材需求有增长空间

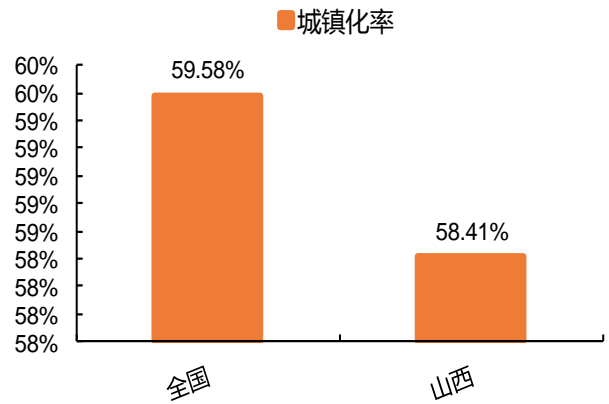
截止到2018年底，山西人均GDP45328元，只相当于全国平均水平70.12%；城镇化率58.41%，低于全国同期平均水平1.17个百分点，整体仍处于工业化中期阶段。《山西省新型城镇化规划（2015—2020年）》提出：“到2020年，山西常住人口城镇化率达到60%以上，户籍人口城镇化率达到43%，实现350万左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户等一系列发展目标”，这意味着山西未来工业化发展和城镇化率提升空间还很大，基础设施建设仍然有很大的需求，固定资产投资总体将会保持快速增长，钢材需求仍有增长空间。

图表6 2018年山西人均GDP相当于全国平均水平的70%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2018年山西城镇化率低于全国平均水平1.17个百分点

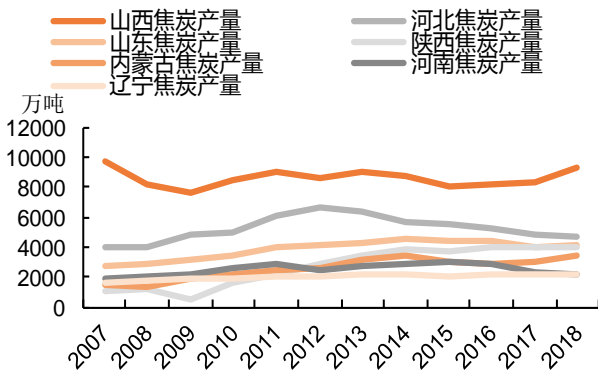


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.1.2 焦炭、电力资源丰富，资源保障能力强

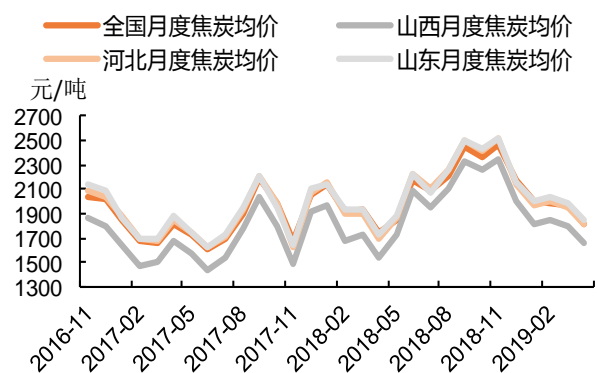
山西是能源大省，焦炭、电力资源丰富且价格低位运行，为本地钢铁产业提供了强大的资源保障能力。截止到2018年底，山西焦炭产量占全国总产量21.12%，长期稳居全国首位；同时，山西焦炭价格长期低位运行，是全国焦炭价格洼地。作为钢铁冶炼最主要的一项原料之一，产量丰富且价格低位的焦炭为本地钢铁产业提供了较大的成本优势。

图表8 全国主要焦炭产区年度产量趋势图



资料来源: wind, 平安证券研究所

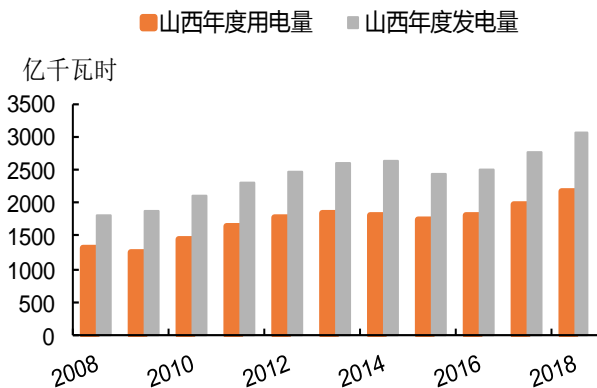
图表9 山西焦炭价格长期保持低位运行



资料来源: wind, 平安证券研究所

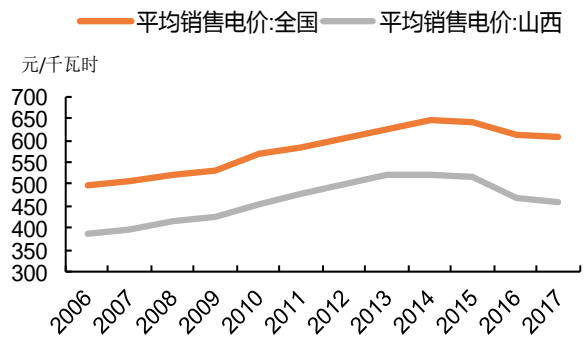
山西丰富、低价的电力资源给本地钢铁工业发展也提供了成本优势。2008—2018年，山西每年用电量只占其发电量的70%左右；平均销售电价只有全国平均水平的78%。这些良好的资源条件给本地钢铁工业提供了较好的发展空间。

图10 山西年均用电量只占发电量的70%左右



资料来源: wind, 平安证券研究所

图11 山西电力销售均价低于全国均价



资料来源: wind, 平安证券研究所

2.1.3 周边地区持续去产能，利于本地钢铁企业拓展市场空间

河北、山东等周边地区也是山西钢铁产品传统销售区域。截止到2017年底，河北粗钢产能为2.39亿吨。根据《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018—2020年）》，河北省提出了“2018年压减退出钢铁产能1000万吨以上，2019年压减退出1000万吨左右，2020年压减退出2000万吨左右，到2020年底全省钢铁产能控制在2亿吨以内”的目标；而山东省2018年10月印发《山东省人民政府印发关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》提出“到2022年，京津冀大气污染传输通道城市钢铁产能退出70%；到2025年，传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比提升到70%以上”。周边地区持续去产能和产业调整布局，为本地钢铁企业拓展市场提供了有利条件。

图12 山西省区位图



资料来源: 百度图片, 平安证券研究所

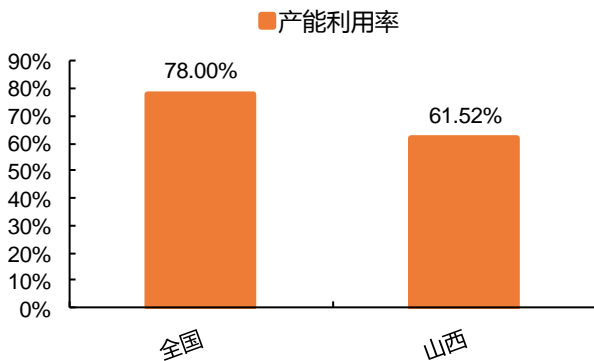
2.2 山西钢铁工业发展劣势分析

2.2.1 产能利用率低于全国平均水平，整体装备水平较低

根据国家统计数据，2018年全国黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率为78%；同期山西粗钢产能利用率仅为61.52%，低于全国平均水平16.48个百分点。从最新的257家符合规范条件的钢铁企

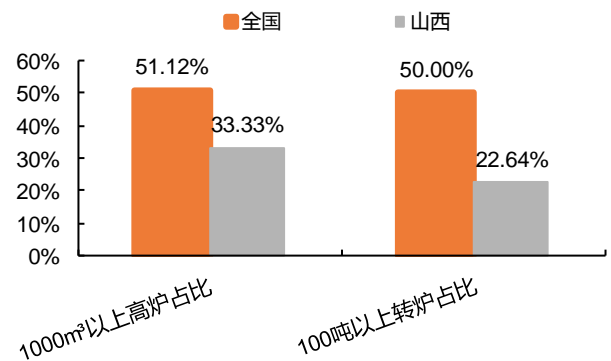
业高炉装备分布来看，1000m³ 以上大中型高炉占比 51.12%，而山西 19 户符合规范条件的钢铁企业 1000m³ 以上大中型高炉占比 33.33%，低于平均水平；从转炉装备来看，257 家规范企业 100 吨以上大型转炉占比 50%，山西 19 户符合规范条件的钢铁企业占比只有 22.64%，也远低于平均水平。总体来看，山西钢铁企业冶炼装备水平较低，由此带来能源消耗高、排放污染重等问题将制约山西钢铁工业的发展。

图表13 山西粗钢产能利用率低于全国平均水平（2018）



资料来源：wind，工信部，平安证券研究所

图表14 山西钢铁企业冶炼装备水平低于全国均值



资料来源：工信部，平安证券研究所

2.2.2 区域环保压力大，域内钢铁工业环保治理成本增加

山西生态环境脆弱，结构性污染严重。据生态环境部通报的 2018 年 169 个重点城市空气质量排名，山西省有 6 个城市排名倒数前 20 位，高居榜首。随着 2019 年 4 月生态环境部等五部门联合出台《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，钢铁行业排放标准进一步提高，钢铁行业环保压力加大，特别是山西钢铁企业规模普遍较小，装备水平较低，污染排放行为较严重，污染曝光事件屡见报端，将严重考验山西钢铁工业环保治理水平。

图表15 2018 年空气质量排名倒数前 20 城市中，山西省上榜城市高居榜首

| 排名 | 城市 | 省份 | 排名 | 城市 | 省份 |
|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| 169 | 临汾市 | 山西省 | 159 | 焦作市 | 河南省 |
| 168 | 石家庄市 | 河北省 | 158 | 西安市 | 陕西省 |
| 167 | 邢台市 | 河北省 | 157 | 新乡市 | 河南省 |
| 166 | 唐山市 | 河北省 | 156 | 阳泉市 | 山西省 |
| 165 | 邯郸市 | 河北省 | 155 | 运城市 | 山西省 |
| 164 | 安阳市 | 河南省 | 154 | 晋中市 | 山西省 |
| 163 | 太原市 | 山西省 | 153 | 淄博市 | 山东省 |
| 162 | 保定市 | 河北省 | 152 | 郑州市 | 河南省 |
| 161 | 咸阳市 | 陕西省 | 151 | 莱芜市 | 山东省 |
| 160 | 晋城市 | 山西省 | 150 | 渭南市 | 陕西省 |

资料来源：生态环境部，平安证券研究所

2.2.3 品种结构不合理，低端同质化产品竞争激烈

山西钢企主流产品是以长材为主的大路品种，低端同质化特征明显，大部分企业没有形成区别于他人的主导产品，竞争较激烈。由于缺乏相关数据，我们就以中钢协统计月报里的山西籍钢企的产品产量模拟代替山西省全部产品产量情况来计算比较山西的产品结构情况。纳入中钢协统计月报的 5

家山西钢铁企业 2018 年钢材产量 1993.24 万吨，占同期山西全部钢材产量 40.65%（同期中钢协统计月报重点企业钢材产量占全国钢材总量 59.94%）。其中，棒材、钢筋、线材等三种常见长材品种合计 899.90 万吨，占报数企业钢材产量合计 45.15%，比重点企业平均水平 43.32% 高出 1.83 个百分点，反映山西钢企长材占比较高，产品同质化较严重。

图表16 山西重点企业长材占比高于全国平均水平

| 品种 | 山西 | 全国 |
|--------|--------|--------|
| 棒材占比 | 1.63% | 6.40% |
| 钢筋占比 | 16.78% | 23.52% |
| 线材占比 | 26.74% | 13.39% |
| 三项合计占比 | 45.15% | 43.32% |

资料来源：CISA，平安证券研究所

图表17 山西重点企业主要长材产品产量情况（万吨）

| 企业 | 棒材 | 钢筋 | 线材 | 钢材 |
|--------|---------|----------|---------|----------|
| 长治 | 2.74 | 149.98 | 54.17 | 231.70 |
| 太钢 | 29.70 | 0.00 | 13.55 | 1000.70 |
| 中阳 | 0.00 | 64.20 | 238.79 | 302.99 |
| 建邦 | 0.00 | 120.25 | 154.32 | 274.57 |
| 新泰 | 0.00 | 0.00 | 72.20 | 183.29 |
| 全国重点企业 | 4241.75 | 15588.65 | 8873.06 | 66264.63 |

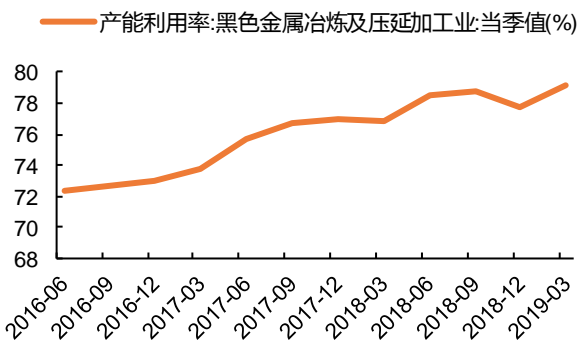
资料来源：CISA，平安证券研究所

三、行业发展趋势预判和政策走向分析

3.1 后供给侧时代钢铁行业由全面过剩向结构性过剩转变

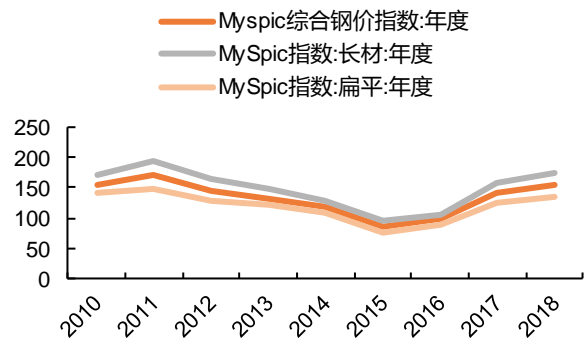
自 2016 年 2 月份国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》在钢铁行业率先实施供给侧结构性改革以来，截止 2018 年底，中国压减粗钢产能超过 1.5 亿吨（不含“地条钢”），已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能 1 亿~1.5 亿吨的上限指标。与此同时，查处了 700 多家涉及“地条钢”的企业，约 1.4 亿吨的产能已被全部拆除、查封，切实解决了困扰钢铁行业多年的“地条钢”问题，有效净化了市场竞争环境。这些改革措施，有效化解了钢铁行业严重的全面产能过剩的情况，为钢铁行业由数量发展阶段向高质量发展阶段转变打下了坚实基础。

图表18 供给侧改革以来钢铁行业产能利用率不断提高



资料来源：wind，平安证券研究所

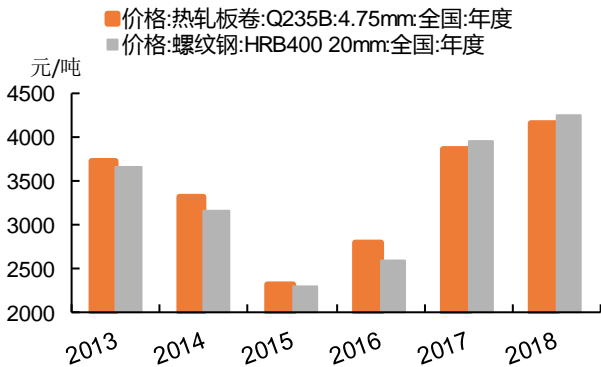
图表19 供给侧改革后钢材价格触底回升



资料来源：wind，平安证券研究所

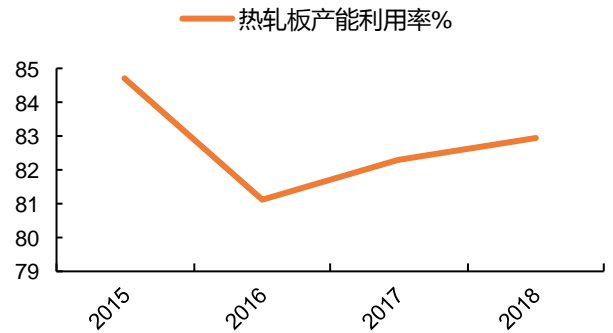
与此同时，钢铁行业结构性过剩问题开始显现，主因是近些年新建产能主要集中在个别几个品种，随着经济下行、下游行业景气度出现不同程度下滑，导致这些品种产品产能开始过剩，价格都卖不过所谓“大路货”品种。以热轧板材为例，2013—2018 年，热轧板材价格由高于螺纹钢价格逐渐发展到低于螺纹钢价格，产能利用率也呈现高位回落缓慢复苏态势。

图表20 2017年以来热轧板卷价格低于螺纹钢价格



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 热轧卷板产能利用率高位回落、缓慢复苏



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

3.2 政策走向：积极推动企业兼并重组，提高产业集中度

从行业层面来看，工信部发布的《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》中提到：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铁企业集团；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；产业集中度 CR10 由 2015 年的 34.2% 提高至 2020 年 60%。

2019 年 5 月 9 日，国家发改委印发《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》里明确要求：按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组。

图表22 国家相关政策文件对推动钢铁行业兼并重组的论述

| 政策文件名称 | 关于兼并重组的具体论述 |
|--------------------------|--|
| 《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》 | 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铁企业集团； 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； 支持产钢大省的优势企业以资产为纽带，推进区域内钢铁企业兼并重组，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； |
| 《2019年钢铁化解过剩产能工作要点》 | 按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组。 |

资料来源: 工信部网站, 发改委网站, 平安证券研究所

从山西区域层面来看，《山西省“十三五”冶金工业发展规划(钢铁篇)》提到：按照市场优胜劣汰的原则，鼓励省内外有资源、能源、管理、技术优势的钢铁联合企业，以资产和资源为纽带，实施跨地区、跨所有制的兼并、联合重组推进企业兼并重组，打造区域龙头企业。

《山西省钢铁行业转型升级 2019 年行动计划》提到具体工作目标：鼓励优势企业按照市场化原则加大兼并重组力度，推动钢铁行业跨地区、跨所有制的兼并重组。积极推动太钢集团按照合理布局、优势互补的原则，实施不锈钢产业兼并重组，打造最具竞争力的不锈钢企业和一流大型企业集团。

支持晋南钢铁集团、建龙集团、福盛钢铁等优势企业，加大对省内外产能资源的整合力度，打造具有较高市场占有率和产品差异化的钢铁联合企业。

图表23 山西省相关政策文件对推动区域钢铁工业兼并重组的论述

| 山西省政策文件 | 关于兼并重组的具体论述 |
|--------------------------|--|
| 《山西省“十三五”冶金工业发展规划（钢铁篇）》 | 鼓励省内外有资源、能源、管理、技术优势的钢铁联合企业，以资产和资源为纽带，实施跨地区、跨所有制的兼并、联合重组。 |
| | 支持省内钢铁企业与省内独立焦化企业、铁矿企业、加工企业等上下游企业，以多种方式联合重组。 |
| | 积极推动太钢集团按照合理布局、优势互补的原则，稳妥地推进不锈钢产业的兼并重组，打造全球最具竞争力的不锈钢企业和世界一流大型企业集团。 |
| 《山西省钢铁行业转型升级 2019 年行动计划》 | 积极支持立恒钢铁、通才工贸等企业在建立统一采购、销售等资源共享平台的基础上，早日正式组建晋南钢铁集团公司，完成实质性重组。 |
| | 积极推动太钢集团按照合理布局、优势互补的原则，实施不锈钢产业兼并重组，打造最具竞争力的不锈钢企业和一流大型企业集团。 |
| | 支持晋南钢铁集团、建龙集团、福盛钢铁等优势企业，加大对省内外产能资源的整合力度，打造具有较高市场占有率和产品差异化的钢铁联合企业。 |
| | 支持省内生产规模相对较大的优势民营钢铁企业，通过联合、兼并、相互持股等方式对区域内的民营钢铁企业进行整合，促进规模化、集约化经营，打造区域龙头企业。 |

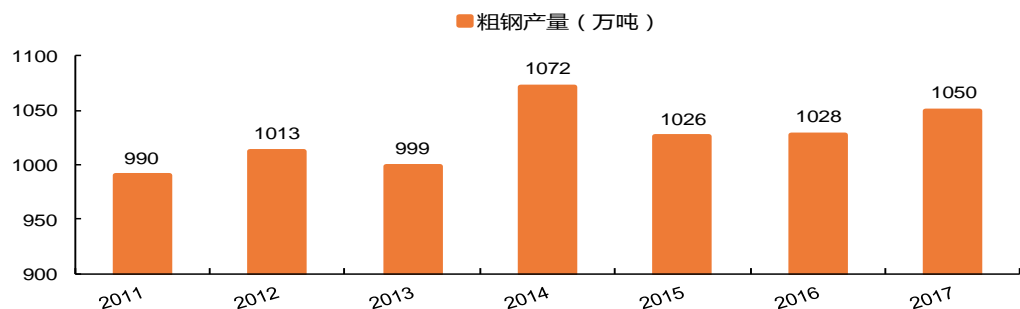
资料来源：山西工信厅，平安证券研究所

整体来看，无论是全行业层面还是山西区域层面，积极推进兼并重组、提高产业集中度都是未来工作重点。

四、山西省重点钢铁企业竞争力分析

太钢集团是山西省唯一产能过千万吨的大型钢铁企业，也是山西省最大的国有钢铁企业。太钢集团拥有年产 1200 万吨钢的能力，其中不锈钢 450 万吨，是全球不锈钢行业领军企业。公司拥有一家上市公司“太钢不锈”，也是山西钢铁行业唯一的上市公司。近几年，公司粗钢产量稳定在 1000 万吨左右。

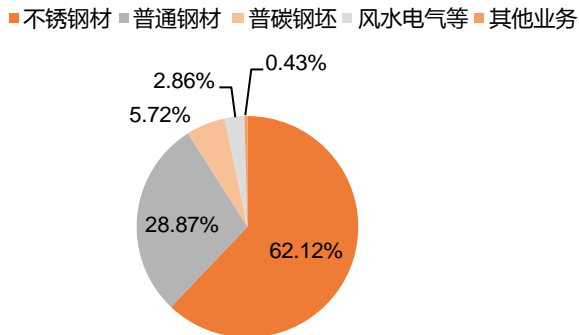
图表24 太钢集团粗钢产量维持在 1000 万吨左右



资料来源：CISA，平安证券研究所

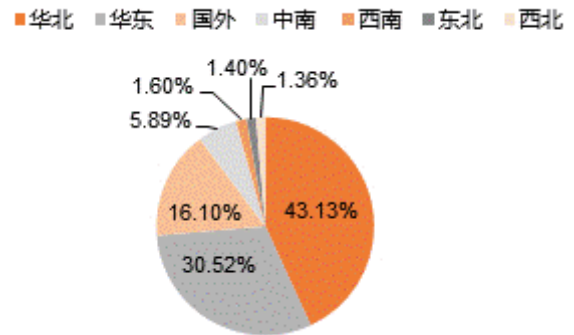
由于钢铁主业资产基本上全在上市公司体系里，所以上市公司的盈利状况基本上代表了太钢集团的盈利水平。从上市公司 2018 年年报数据来看，公司不锈钢产品营收占比最高，达到 62.12%；其次是普碳钢材及钢坯产品，占比 34.59%，也就是说钢材业务收入占比达到 96.71%。从地区分布来看，华北、华东、国外是公司主要营收来源地，三地营收合计占比达到 89.75%。总体上来说，太钢集团钢铁主业非常突出，产品销售区域也比较集中。

图表25 太钢不锈钢材业务收入占全部营收 96.71%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表26 公司钢材产品主要销往华北、东北和国外



资料来源: wind, 平安证券研究所

4.1 公司竞争优势分析

4.1.1 主要原燃料自给率高，资源保障优势明显

太钢集团目前主要拥有峨口铁矿、尖山铁矿、袁家村铁矿三个铁矿山，具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力，能够基本满足公司对铁矿石的需求。在进口铁矿石价格不断上涨的情况下，太钢拥有较高的铁矿石自给率给公司提供了成本优势。

图表27 太钢三大铁矿山基本情况

| 序号 | 项目名称 | 具体信息 | 运行状态 |
|----|---------------|---|------|
| 1 | 袁家村铁矿 | 袁家村铁矿项目是太钢投资建设的国内最大的露天冶金矿山建设项目。矿区面积 8.447km ² ，资源储量 12.6 亿吨，矿石品位为 TFe32.05。设计年采剥总量 8580 万吨，选矿年处理量 2200 万吨，年产铁精矿粉 741.8 万吨，铁精矿品位达到 TFe65 以上，矿山服务年限 40 年，稳产期 34 年。 | 试运行 |
| 2 | 尖山铁矿 | 尖山铁矿石储量 1.38 亿 t，平均品位 34.45%，属易采易选大型山坡露天矿。年设计能力铁矿石 400 万 t，采剥总量 1300 万 t，选矿处理原矿能力为 400 万 t，年产铁精矿 160 万 t。矿山服务年限为 40 年 | 已投产 |
| 3 | 峨口铁矿露天转地下开采工程 | 峨口铁矿储量 2.6 亿吨，首期工程计划 2017 年底建成投产，形成地下 200 万吨原矿生产能力；全部工程完工后，将具备年生产 750 万吨原矿能力，成为公司安全、稳定、优质铁矿石生产基地。 | 已投产 |

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

同时，公司在焦煤等资源获取方面具备明显的区位优势，采购运输等成本相对较低。依托山西煤炭大省的优势，公司积极推进煤钢联合，打造煤钢产业链，以参股、控股等方式投资煤炭企业，实现对煤炭资源的控制和对煤炭开发利润的分享，也保证了公司煤炭充足供应。

图表28 公司与省内主要煤企保持合作保障公司煤炭供应

| 序号 | 事项 | 具体信息 |
|----|--------------------------|---|
| 1 | 与山西潞安集团签订战略合作框架协议 | 根据协议，潞安集团与太钢集团互认对方为长期战略合作伙伴和核心供应商，太钢集团将优先采购潞安集团喷吹煤等产品，潞安集团将优先采购太钢集团不锈钢及其他钢材产品。 |
| 2 | 与晋煤集团合资成立山西晋煤太钢能源有限责任公司 | 晋煤集团持股 51%，太钢集团持股 49%。公司主营焦炭，煤化工等，公司占地面积 94.58K m ² ，资源储备 199484 万吨，规划生产能力 600 万吨/年。 |
| 3 | 与山西焦煤集团合资成立山西煤钢联能源开发有限公司 | 焦煤集团控股 60%，太钢集团参股 40%。该公司将通过煤炭资源整合投资、煤炭开采、洗选、销售，以及其他相关领域的投资，扩大山西焦煤的资源领域，保障太钢集团的资源供应安全。 |

资料来源：相关公司网站，平安证券研究所

在铁合金资源供应方面，公司也有一定的优势。公司参股金川集团 4.87% 股份，为公司在镍的采购上提供了一定保障。同时，公司与山西晋中万邦炉料有限公司合资建设晋中高碳铬铁项目，设计年产铬铁 30 万吨，也为公司铬铁供应提供了一定保障。

整体上，公司在铁矿石、焦煤、镍、铬等上游关键资源上保障能力突出，为公司稳定发展奠定了坚实基础。

4.1.2 产品附加值较高，行业地位和规模优势明显

公司形成了不锈钢和普碳钢两大系列、近千种钢铁品种的生产格局，主要产品为冷轧不锈薄板、其他不锈钢、热轧普通中卷板、普通钢坯及其他钢铁产品。公司作为国内不锈钢产品领军企业，拥有较高行业地位。公司在不锈钢领域主攻 300 系和 400 系等高端品种，并且有相当的市场占有量；同时在普碳钢方面，也大力开发高端品种，双相钢、耐热钢、铁路行业用钢、车轴钢等 20 多个品种国内市场占有率第一，30 多个品种填补国内空白、替代进口。

图表29 公司主要高附加值产品一览

| 应用领域 | 高附加值产品 |
|----------|---|
| 汽车用钢 | 国内首家开发 > 1850mm 的宽幅高强改装车用钢。 国内首家开发成功 900Mpa 超高强度汽车用钢。 |
| 铁路用钢 | 研发成功我国第一辆载重 80 吨运输货车用不锈钢新材料，成为国内铁路货车最大的不锈钢材料供应商。 率先研发成功高速列车用不锈钢车厢板和车轮钢材料 |
| 工程机械用钢 | 率先开发成功 700MPa 高强度钢材，取代进口。 在国内率先开发成功 900MPa 超高强度热轧卷板，成功替代进口。 |
| 石油石化行业用钢 | 国内率先研发成功石油液化天然气（LNG）储罐用钢。 自主研发的无磁钻铤用钢率先在国内实现了产品系列化。 |
| 造船用钢 | 率先研发成功高品质化学品船用不锈钢材料和节约型双相不锈钢材料，为国产化学品船用不锈钢材料的最大供应商。 |
| 核电用钢 | 国内率先研发成功核电站机组堆内构件用核级控氮不锈钢材料。 |

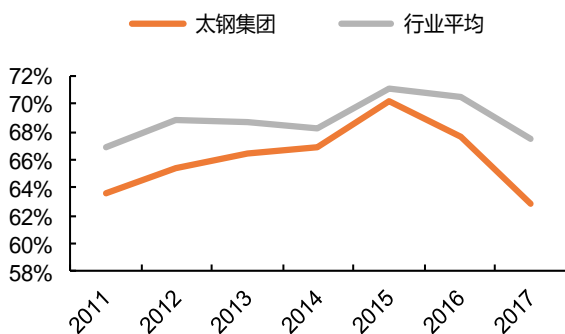
| 应用领域 | 高附加值产品 |
|----------------|--|
| 锅炉压力容器（电站锅炉）用钢 | 国内首家自主研发成功和生产 AP1000 第三代核电用挤压不锈钢 C、W 型钢。 |
| | 国内首家自主研发成功和生产厚涂层高等级冷轧硅钢,用于百万千瓦核电机组建设。 |
| | 国内首家参与国际热核聚变实验反应堆（ITER）项目的钢铁企业。 |
| | 国内率先开发出 253MA 耐热不锈钢中板,用于电站锅炉行业。 |
| | 国内首家开发成功耐高温高压不锈钢无缝钢管材料,用于超临界百万千瓦级发电机组建设。 |

资料来源：公司官网，平安证券研究所

4.1.3 资产负债率持续下降，盈利能力较强

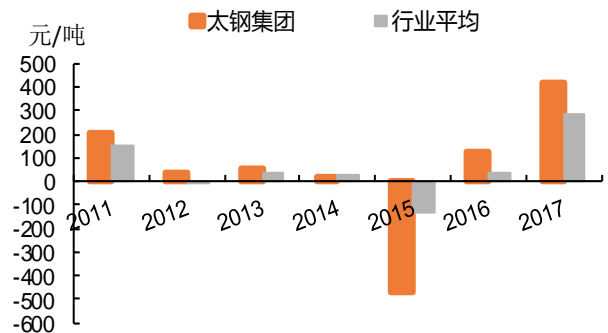
2017 年，太钢集团资产负债率 62.83%，比同期行业平均水平低 4.61 个百分点；吨钢利润 414.29 元/吨，高出行业同期平均水平 45.64%。太钢集团财务状况整体较好，盈利能力较强。

图表30 太钢集团负债率近些年一直低于行业平均水平



资料来源：CISA，平安证券研究所

图表31 太钢集团吨钢利润优于行业平均水平(除 2015)



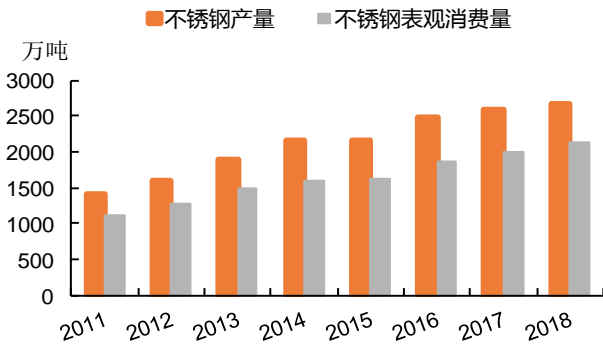
资料来源：CISA，平安证券研究所

4.2 公司竞争劣势分析

4.2.1 不锈钢行业产能利用率低于行业平均水平，产能过剩较为严重

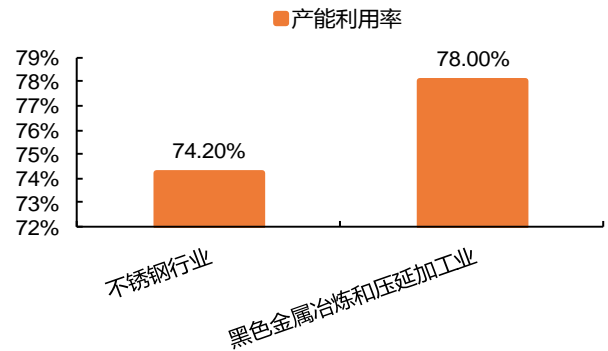
据我的钢铁数据，截止到 2018 年 12 月，我国不锈钢粗钢产能大约在 3600 万吨。按此测算，2018 年不锈钢行业产能利用率只有 74.19%，比黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率 78.0%低 3.81 个百分点，产能过剩情况较钢铁行业平均水平更为严重。

图表32 不锈钢行业近些年一直处于供大于求状态



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表33 不锈钢行业产能利用率低于钢铁行业平均水平



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

与此同时, 新增产能仍然没有停止。据我的钢铁网统计, 2019—2021 年, 我国将至少新增 996 万吨不锈钢产能, 或将进一步加剧不锈钢行业阶段性过剩。

图表34 未来几年中国不锈钢新增产能预计

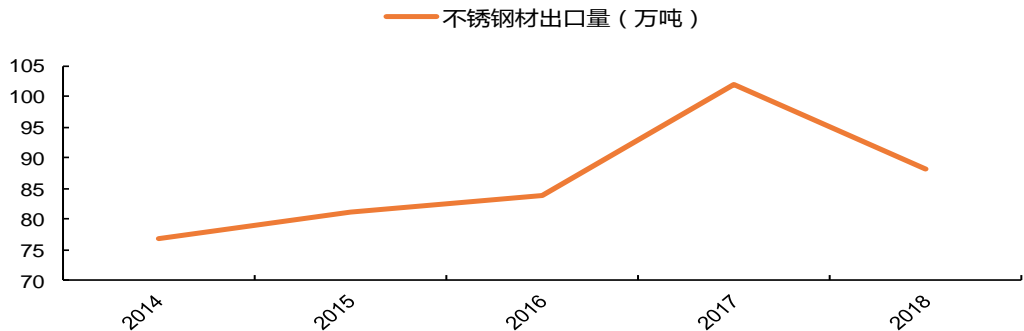
| 企业 | 产能 (万吨) | 新增项目进展 |
|-------|---------|-----------|
| 柳钢集团 | 146 | 2019年规划投产 |
| 内蒙明拓 | 80 | 2019年规划建设 |
| 太钢不锈 | 100 | 2020年新增投产 |
| 内蒙古奈曼 | 140 | 2020前规划建成 |
| 宝钢德盛 | 180 | 2021新增投产 |
| 戴南 | 150 | 积极谋求产能置换 |
| 山东盛阳 | 200 | 2019年规划建设 |
| 合计 | 996 | |

资料来源: 我的钢铁网, 平安证券研究所

4.2.2 出口形势严峻, 公司钢材出口增长受影响

2018 年, 公司出口不锈钢材 88.10 万吨, 同比下降 13.53%, 是近 5 年来首次下降。受国际贸易保护主义抬头影响, 2018 年我国不锈钢出口量小幅萎缩; 同时, 受印尼产不锈钢产品返回国内销售, 导致我国不锈钢净出口 214 万吨, 同比减少 22%。2019 年, 中美贸易谈判又生变数, 中美双方已宣布各自的关税加征计划。面对日益复杂严峻的出口形势, 公司产品出口将不可避免受到影响。

图表35 2018 公司不锈钢产品出口近 5 年首次出现下降

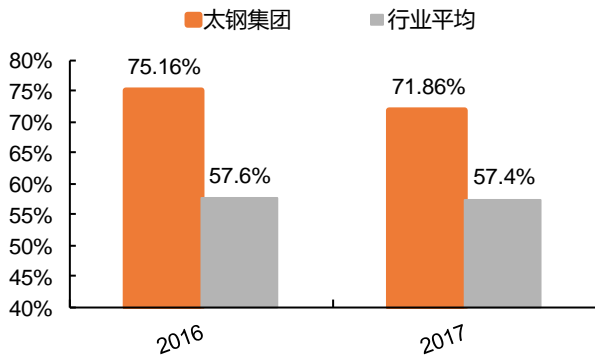


资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2.3 公司有息债务规模较大，短期偿债压力较大

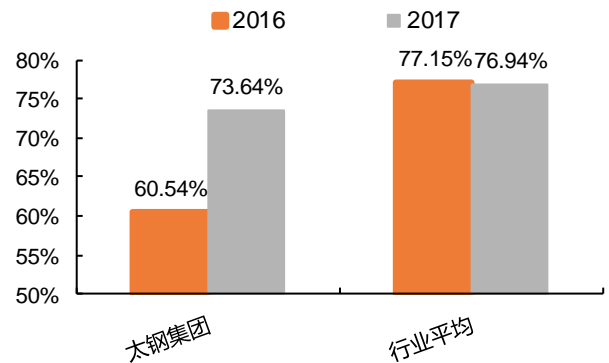
2016—2017年，公司有息负债额占负债总额比重为75.16%和71.86%，分别高于同期行业平均水平17.56和14.46个百分点，反映公司有息债务规模较大；与此同时，公司流动比率一直处于较低水平，2016年流动负债占负债总额60.54%，2017年进一步上升至73.64%。对于重资产行业来说，存在短债长投的嫌疑，债务结构不是很合理，短期偿债压力较大。

图表36 太钢有息负债比率高于行业平均水平



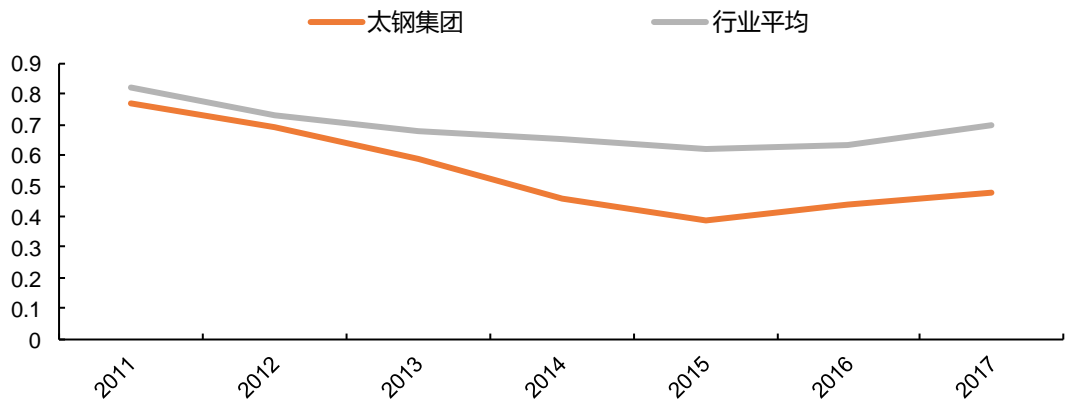
资料来源：CISA，平安证券研究所

图表37 2017年太钢流动负债比逆市上升



资料来源：CISA，平安证券研究所

图表38 2011—2017 太钢集团流动比低于行业平均水平



资料来源：CISA，平安证券研究所

五、 投资建议

山西钢铁工业产能规模位居全国第五，但企业整体呈“小而散”格局，这也说明山西钢铁产业未来结构调整、产业集中度提升空间较大。太钢不锈作为山西唯一的国有钢铁上市平台，受到了地方政策的大力支持，未来有望在区域兼并重组进程中实施更多动作。同时，公司本身质地优秀，作为国内不锈钢领军企业，规模和行业地位位居前列；同时产品种类丰富，高附加值产品占比较高；拥有强大的资源保障能力，能够保持市场竞争优势，维持“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、经济大幅下行及贸易摩擦加剧的风险。如果经济大幅下降将导致行业需求持续承压，导致行业供需格局恶化；而贸易摩擦加剧可能导致我国外贸形势进一步恶化，进而影响宏观经济发展和市场预期，钢铁板块亦将受到严重波及。
- 2、利率持续上行。若市场利率持续上行，企业融资成本上升，盈利下降，导致资本市场下挫，也会影响大宗商品需求，对钢铁板块产生不利影响。
- 3、环保及安全事故风险。随着国家对环保和节能减排要求更加严格，公司环境治理成本及运行成本不断提高，对经营业绩有一定影响；同时，由于钢铁生产工序链条长，容易发生安全事故，一旦公司发生重大生产安全事故，将有可能导致公司进行安全生产整顿治理，影响公司正常生产经营进而对业绩产生影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033