

高质量发展时期特钢类上市公司的投资逻辑

特钢行业策略报告及中期业绩点评

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：张锦

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆进入高质量发展期，我国特钢竞争力逐步提升、但高端特钢仍依赖进口。供给结构上，2006-2019年我国特钢与粗钢增速保持一致，整体占比相对偏低，高端特钢成品材的占比逐步上升；从出口数据来看，我国特钢出口比重大于整体钢材，特钢全球竞争力逐步提升，但从进出口单价来看，我国高端特钢仍依赖进口。

◆中长期特钢迎来进口替代、制造业升级的需求拉动。后工业化时代，日本特钢比的持续提升，其背后是日本制造实力的提升和日本制造企业全球布局的拓展。随着我国部分零部件制造业的崛起，国内特钢替代间接进口的潜力逐步释放，国内工程机械、高铁装备在全球的崛起，对特钢消费需求正逐步得到印证。

◆特钢是一个高资本投入、高创新驱动的细分行业，特钢类上市公司能够很好地产业链上转移成本。我们对国内A股5家拥有炼钢环节的特钢上市公司进行研究，在投入产出上，特钢类公司单位固定资产的实物产出量低于普钢类公司；在研发投入上，特钢类公司研发支出占比整体高于同类普钢公司。高资本投入和创新驱动的发展模式下，特钢类上市公司都能够很好地在产业链上转移成本。

◆短期特钢面临下游部分行业需求下滑、原燃料价上涨侵蚀利润；受制造业固定资产投资低位、汽车产量持续负增长、挖掘机增速回落、发电设备、造船完工量的持续下滑，对特钢消费有负面影响；但也获得军工业务的增长、铁路投资加大的一定支撑。短期铁矿和废钢价格高位，镍价快速上涨，侵蚀特钢企业的盈利。

◆原燃料占产品单价低、且稳定的企业，上游价格上涨对其冲击影响较小。基于未来中长期的进口替代和支撑制造业升级是拉动特钢需求的主要动力，综合考虑原燃料价格上涨。我们认为定位于附加价值高、且稳定的企业，原燃料成本上涨对其冲击影响较小；这类公司既复合特钢未来需求方向，也能够创造更好的业绩；这是特钢类上市公司的投资逻辑。

◆风险提示：下游行业的汽车、挖掘机、造船等行业对特钢需求进一步下降或放缓；国际贸易保护愈演愈烈，贸易摩擦升级，多国减少进口贸易量，导致特钢出口难度进一步加大。

内容目录

1. 进入高质量发展期，我国特钢竞争力逐步提升、但高端特钢仍依赖进口	4
2. 中长期特钢迎来进口替代、制造业升级的需求拉动	7
2.1. 后工业时代日本特钢比的持续提升，其背后是日本制造实力的提升和制造企业全球布局的拓展	7
2.2. 随着我国制造业实力的提升和部分行业在全球的崛起，国内特钢的需求将进一步释放	9
3. 特钢公司具有高资本投入、创新驱动的属性，能够很好地在产业链上转移成本	11
4. 原燃料成本占产品单价比重低、且稳定的上市公司能够很好地应对上游价格上涨对毛利的冲击 ...	14
4.1. 下游制造业固定资产投资、汽车、挖掘机、发电设备、造船需求较弱	14
4.2. 铁矿、废钢、镍等原燃料价格的上涨，对特钢企业盈利会有一定影响	15
4.3. 原燃料成本占产品单价比重低、且稳定的公司，上游价格上涨对毛利率冲击影响较小	16
5. 2019年H1上市公司业绩点评	17
6. 上市公司表现	19
7. 风险分析	20

图表目录

图 1: 特钢产业链	4
图 2: 宏观经济与特钢、粗钢增速	5
图 3: 特钢粗钢和全部粗钢产量情况	5
图 4: 日本特钢产量及占比	5
图 5: 特钢钢材产量	6
图 6: 特钢四大品种占比	6
图 7: 非合金钢结构细分	6
图 8: 特钢成品材出口情况	6
图 9: 特钢成品材和全部钢材出口占比情况	6
图 10: 特钢成品材进出口单价对比	7
图 11: 日本 GDP 增速	7
图 12: 日本三次产业占比	7
图 13: 日本粗钢和特钢产量	7
图 14: 日本特钢供给体系	8
图 15: 日本特钢品种供给体系	8
图 16: 日本特钢成品材表观消费与下游增速	8
图 17: 日本特钢和汽车产量	8
图 18: 日本特钢出口占比与日系车企海外生产占比	9
图 19: 特钢应用领域	9
图 20: 特钢表观消费量与下游行业增速	9
图 21: 挖掘机产量、进出口数量	10
图 22: 国内企业挖掘机销量及占比	10
图 23: 发电设备和航空器零件进口	10
图 24: 汽车、汽车垫盘和内燃机零件进口	10
图 25: 汽车、汽车底盘和内燃机零件进口数量	10
图 26: 汽车和汽车底盘出口数量	10
图 27: 国内飞机涡轮发动机和航空器零件进口数量	10

图 28: 非汽车类运输设备制造业营业收入增速	10
图 29: 中车海外营业收入	11
图 30: 中车海外出口情况	11
图 31: 亿元固定资产产钢量	12
图 32: 研发投入占比	13
图 33: 产品平均单价	13
图 34: 产品原燃料成本	13
图 35: 原燃料成本占产品单价比重	13
图 36: 制造业固定资产投资完成额	14
图 37: 汽车和挖掘机产量增速	14
图 38: 造船完工同比及手持订单	14
图 39: 发电设备产量及电力投资增速	14
图 40: SW 国防军工板块营业收入增速	15
图 41: 铁路机车及铁路投资增速	15
图 42: 铁矿石期现价格	15
图 43: 焦炭期现价格	15
图 44: 方大碳素超高功率石墨电极出厂价格	16
图 45: PPI: 锰矿、铬矿采选	16
图 46: 大冶特钢毛利和原燃料成本占比	16
图 47: 沙钢股份毛利和原燃料成本占比	16
图 48: ST 抚钢毛利和原燃料成本占比	16
图 49: 西宁特钢毛利和原燃料成本占比	16
图 50: 永兴材料毛利和原燃料成本占比	17
图 51: 特钢企业销量	17
图 52: 特钢上市公司营业收入	17
图 53: 特钢上市公司半年度研发支出	18
图 54: 特钢上市公司资产周转率	18
图 55: 特钢上市公司资产负债率	18
图 56: 特钢上市公司带息债务	18
图 57: 特钢上市公司销售毛利率	18
图 58: 特钢上市公司销售净利率	18
表 1: 特钢上市公司产品结构和客户群	11
表 2: 特钢上市公司的工艺模式	12
表 3: 特钢上市公司净资产收益率	19
表 4: 截止 8 月底特钢上市公司市场表现	19

特钢是钢铁材料的一个细分行业；相对普钢而言，特钢一般是指具有特殊化学成分、特殊组织性能、满足特殊需要的钢种，个别产品甚至被誉为“工业皇冠上的明珠材料”。正是这类特殊性，导致特钢并不像螺纹钢、线材、热轧板卷、中厚板等一样具有大宗属性。因此分析研究特钢企业，不能采取类似普钢的套路；本报告想从以下两方面解析投资特钢类上市公司的逻辑。

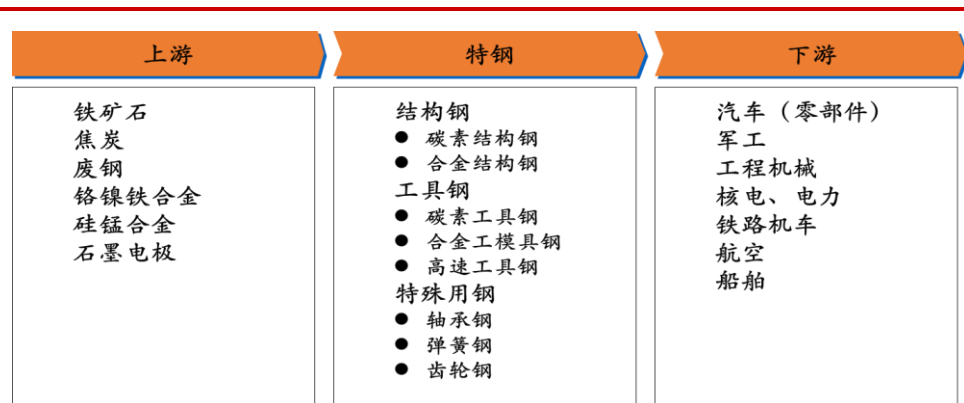
1、在经济进入高质量发展、投资增速下滑、制造业转型升级的大背景下，特钢的未来需求空间在哪？

2、受产品特性的影响，钢铁企业的长期盈利能力往往受制于不同的因素，以螺纹建材为主的企业体现在成本、运营效率，以汽车高端板材为主的企业体现在产销研服务体系、成本；而特钢类企业由于面对下游客户多、产品规格广泛、单一品种需求量少，影响它长期盈利能力的因素又不同于之前两类。在未来的需求空间下，它主要体现在哪些方面？

1. 进入高质量发展期，我国特钢竞争力逐步提升、但高端特钢仍依赖进口

特钢是钢铁材料的主要组成部分，相对普钢而言，特钢一般具有特殊化学成分、特殊组织性能、满足特殊需要的钢种；广泛应用于汽车零部件、航天航空、军工、电力、机械制造、石化等等国民经济部门，是重大装备制造、重大工程建设、战略性新兴产业及国防先进武器所需的核心、关键材料。

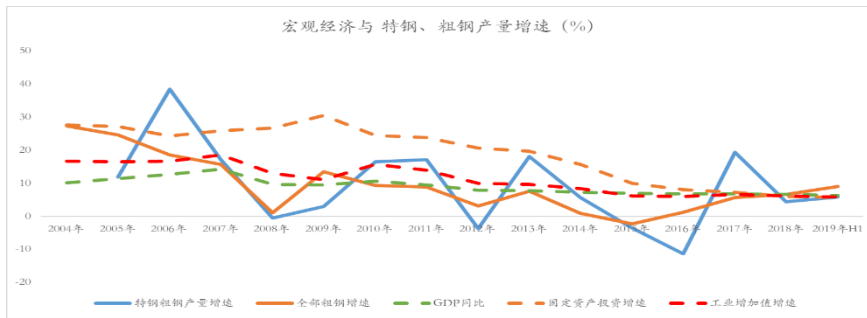
图 1：特钢产业链



资料来源：华宝证券研究创新部

随着我国经济进入高质量发展期，经济增速调档、动力转换、结构优化，固定资产投资和重化工业增速均出现下滑，包括特钢在内的钢材消费也出现不同程度的增速下滑。

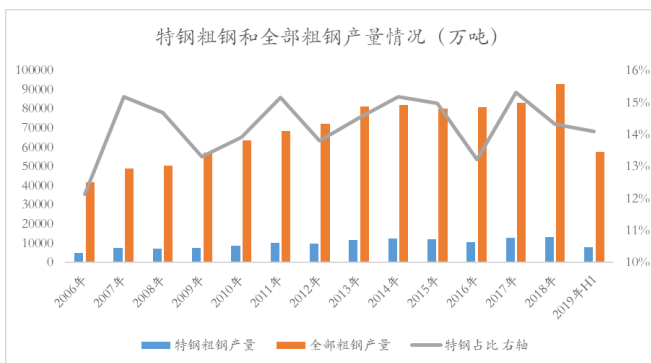
图 2：宏观经济与特钢、粗钢增速



资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

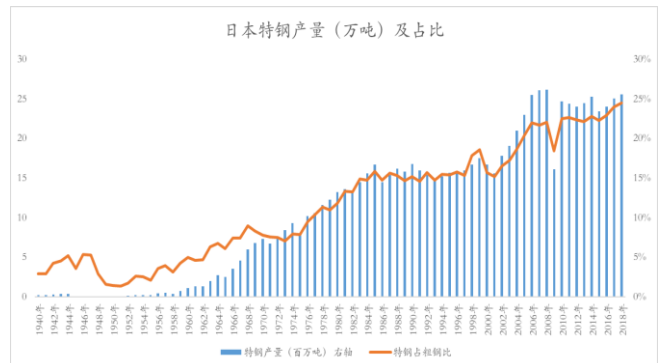
供给结构上，近十四年我国特钢与粗钢增速保持一致，占比相对偏低；截止 2018 年末国内特钢粗钢产量 1.33 亿吨，2019 年上半年 6993.4 万吨，占全部粗钢的比重分别是 14.3% 和 14.2%。从年均同比增速上，特钢波动稍大于全部粗钢，但从 04 年到 18 年复合增速来看，两者分别是 8.76% 和 8.85%，两者增速基本一致。但相比日本 2018 年特钢比 24.5%，我国的特钢占全部粗钢的比重相对偏低。

图 3：特钢粗钢和全部粗钢产量情况



资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

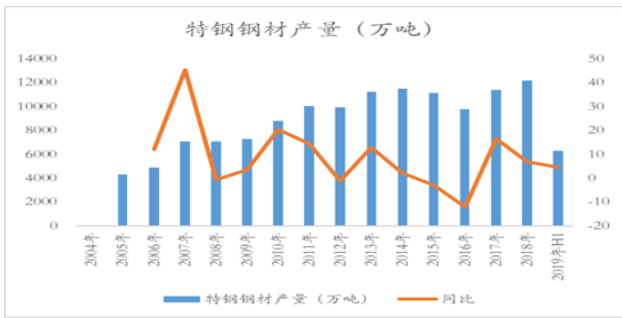
图 4：日本特钢产量及占比



资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

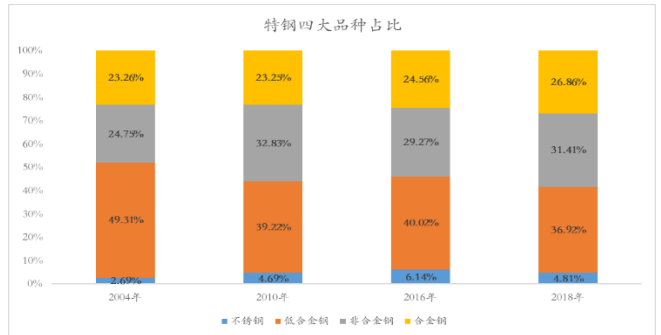
产品结构上，高端和优质成品材的占比逐步上升。截止 2018 年末特钢成品材产量 1.22 亿吨，2019 年 H1 产量 6274 万吨，同比增速 7% 和 4.5%；从特钢成品材的品质来看，除不锈钢外，以非合金钢和低合金钢为代表的特殊钢为低端特钢，以合金结构钢和轴承钢、弹簧钢为代表的合金钢为中端特钢；而以合金工模钢、高速钢、高温合金钢、精密合金钢、耐腐蚀钢等高合金钢为高端特钢。从 2004 年到 2018 年，合金钢占比逐步从 23.2% 上升到 26.9%，非合金钢由 24.8% 上升到 31.4%，低合金钢由 49.3% 下降到 36.9%。而非合金钢中，普通品种占比下降 12.3%，优质品种占比上升 4.6%，特殊品种占比上升 7.7%。整个特钢产品结构中，高端和优质成品材的占比逐步上升。

图 5：特钢钢材产量



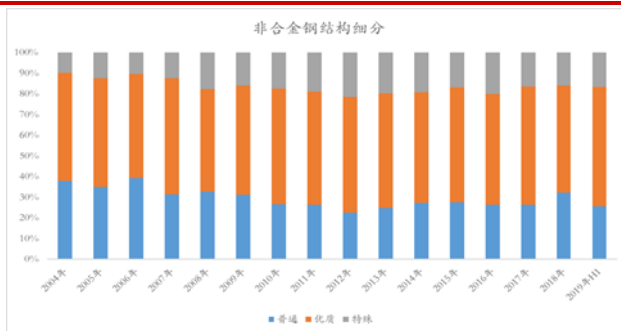
资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

图 6：特钢四大品种占比



资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

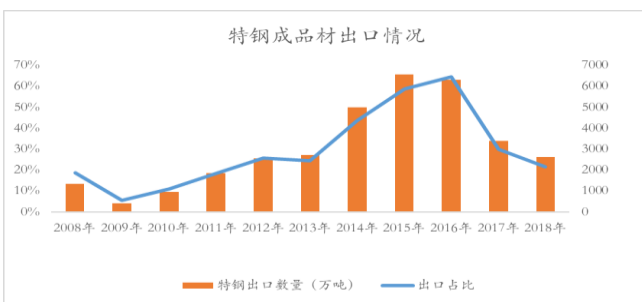
图 7：非合金钢结构细分



资料来源：华宝证券研究创新部

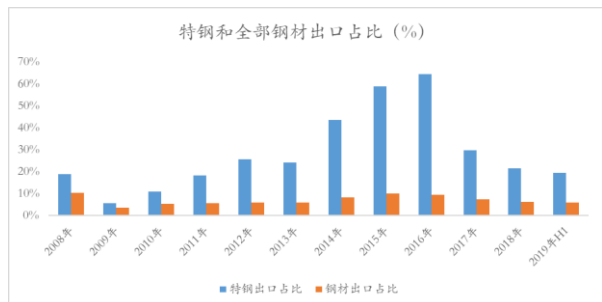
我国特钢出口竞争力逐步提升、但高端特钢仍依赖进口。从 2008 年到 2018 年，特钢成品材出口由 1323 万吨增加到 2620 万吨，除去 2014-2016 三年的大幅上升和之后的回落外，特钢成品材出口整体呈现上升趋势。从出口占产量的比重来看，2018 年特钢成品材中 21.5% 的用于出口，而同期全部钢材只有 6.3% 出口，这也说明我国特钢在海外市场份额提升，出口竞争力逐步增强；同时 2015-2016 年特钢出口短暂性大幅攀升，也说明了特钢具备较大出口潜力。但另一方面，从相对价格来看，国内仍然有部分高端品质特钢依赖进口；2008 年以来，我国进口的特钢占每年成品材表观消费量的比重是 3-4%；进口产品与出口产品保持着较高的价格差，基本在 1000-1200 美元/吨左右，最新 2019 年 H1 是 1025 美元，相比 18 年全年出现一定上升；大价差的背后反映了国内高端特钢仍然依赖进口。

图 8：特钢成品材出口情况



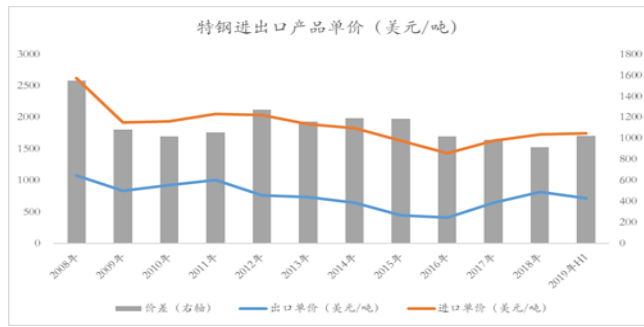
资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

图 9：特钢成品材和全部钢材出口占比情况



资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

图 10: 特钢成品材进出口单价对比



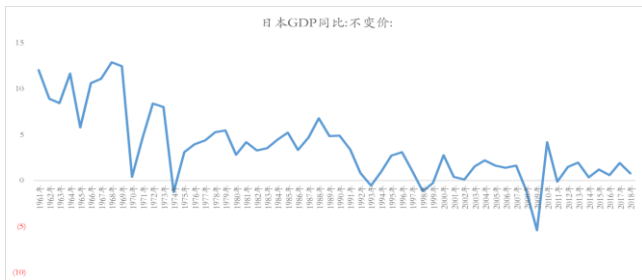
资料来源：华宝证券研究创新部

2. 中长期特钢迎来进口替代、制造业升级的需求拉动

2.1. 后工业时代日本特钢比的持续提升，其背后是日本制造实力的提升和制造企业全球布局的拓展

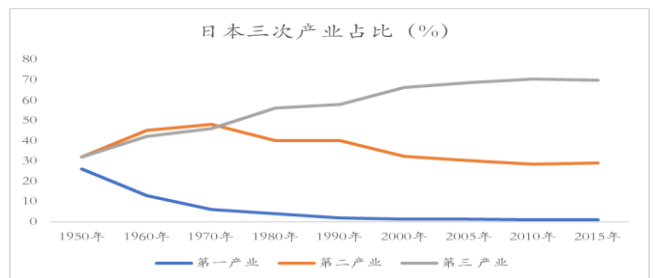
日本经济进入结构调整、后工业化时代，粗钢产量达到顶峰，特钢产量则持续攀升。日本经济从上世纪 70 年代初开始进入调整期，其经济增速由 60 年代末的 12% 下降到 70 年带的 4% 左右；在 1970 年左右日本第三产业首次超过第二产业，进入后工业化时代。与此同时，日本国内粗钢产量在 1973 达到顶峰，之后产量开始下滑；从特钢产量趋势来看，其并未受经济结构调整的影响，延续绝对和相对增长的趋势。2018 年日本特钢粗钢产量 2560 万吨，占全部粗钢产量的比重 24.53%。

图 11: 日本 GDP 增速



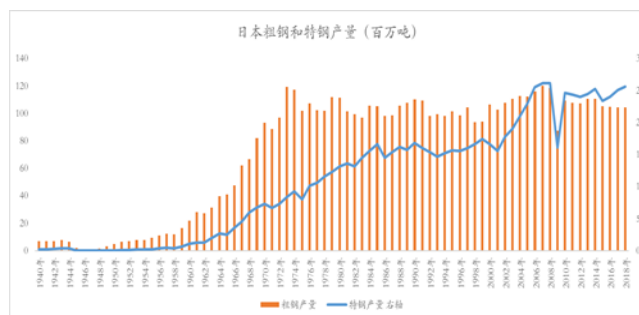
资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 12: 日本三次产业占比



资料来源：《日本工业化的特点及启示》、华宝证券研究创新部

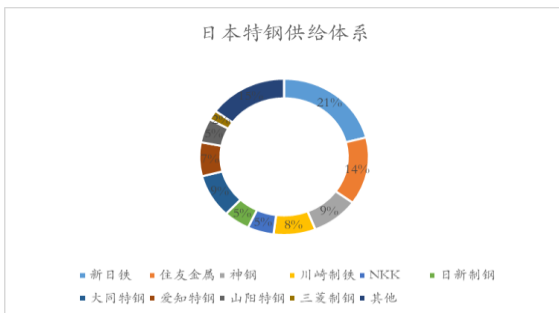
图 13: 日本粗钢和特钢产量



资料来源：《日本的特殊钢业》、华宝证券研究创新部

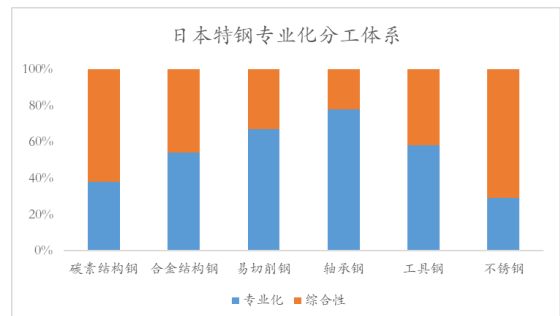
在特钢行业的高速发展过程中，形成了专业化与综合化钢企共处的供给体系，且专业化特钢公司优势在高端品种。在日本特钢高速成长过程中形成了大同特钢、爱知特钢、山阳特钢、三菱制钢、日立金属、高周波钢铁等专业化公司。其中专业化公司在合金结构钢、轴承钢、工具钢、易切削钢等高端品种领域具备较大的优势。大同特钢主要产品是模具钢，是全球三大模具钢制造商之一，主要客户为日本汽车制造商；山阳特钢主打产品是轴承钢，其轴承钢产量多年位居日本第一，产品主要应用于汽车制造专业、工业机械制造专业、铁路及风力发电行业；爱知特钢是丰田下属的特钢企业，主要生产汽车用锻造制品，特钢锻造品生产规模位居世界第三。

图 14：日本特钢供给体系



资料来源：《日本的特殊钢业》、华宝证券研究创新部

图 15：日本特钢品种供给体系

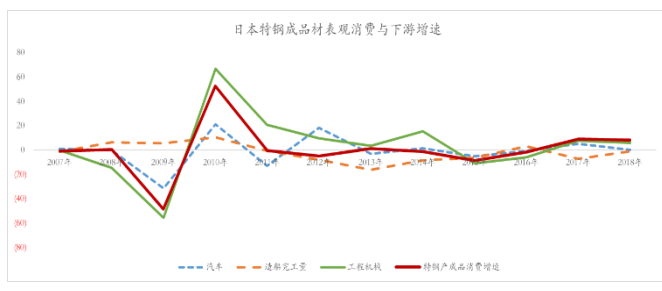


资料来源：《日本的特殊钢业》、华宝证券研究创新部

日本特钢持续增长，需求既有来自国内下游产业发展直接拉动。从日本特钢产业链上下游的对比数据来看，特钢表观消费增速与下游的汽车、造船、工程机械产量基本吻合，处在不同行业增速之间；一方面反映了日本特钢很好地支撑了国内下游制造业的发展，同时下游高速增长也拉动了特钢同步成长。

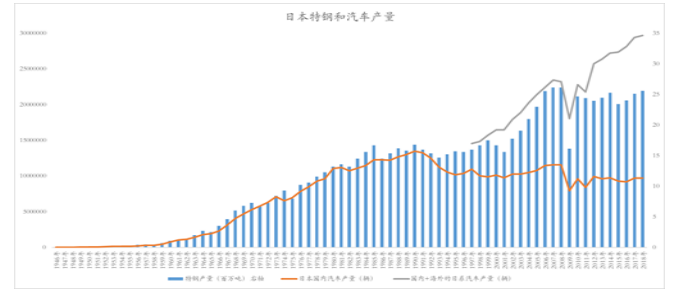
伴随着日本下游制造业走向海外、全球化布局，也拉动特钢出高速增长。以日本汽车行业为例，其国内汽车产量在 1990 年达到顶峰 1348.6 万辆，同期日本特钢产量也达到阶段性顶峰 1680 万吨；在这之后，日本国内汽车产量出现萎缩，日本特钢也出现停滞增长；但从 1998 年开始，日本车企在海外的产量也开始迎来大幅增长，日本特钢产量再次迎来增长。近十年日本特钢成品材出口占比与日系汽车海外生产占比基本保持一致。可以说，日本特钢的持续增长，其背后就是日本制造实力的提升和日本制造企业全球布局的拓展。

图 16：日本特钢成品材表观消费与下游增速



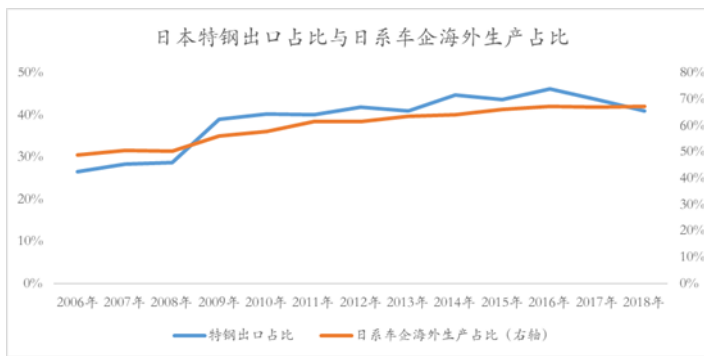
资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 17：日本特钢和汽车产量



资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 18: 日本特钢出口占比与日系车企海外生产占比

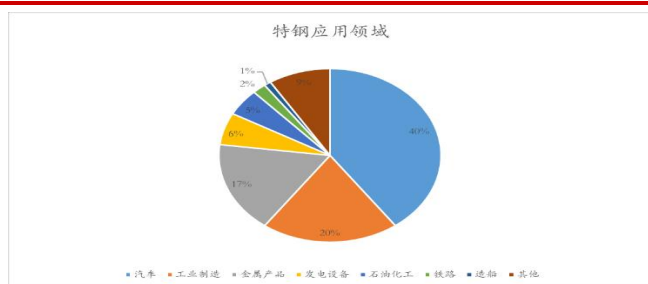


资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

2.2. 随着我国制造业实力的提升和部分行业在全球的崛起, 国内特钢的需求将进一步释放

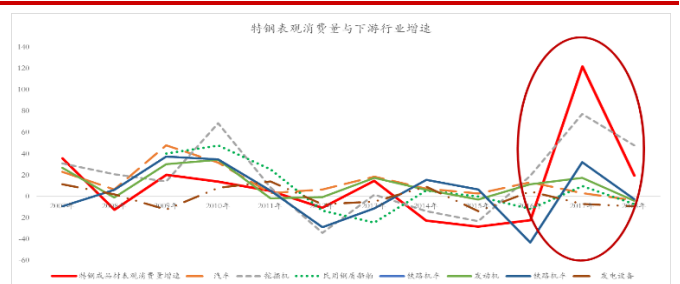
国内部分制造业实力的提升, 降低了零部件进口所带来的特钢间接进口。特钢下游主要包括汽车、工业制造、金属产品、发电设备、石油化工、铁路、造船等领域; 对比国内特钢上下游数据, 2017 年之前我国特钢成品材表观消费增速大部分时间段都低于下游很多行业同比增速。而这背后反应了国内下游行业的核心零部件制造上的能力短板, 一方面下游制造业需要从国外进口特钢, 另一方面下游核心零部件需要直接需从国外进口。同期发电机组及旋转式交流机、航空器零件、汽车和汽车底盘、活塞式内燃机零件、飞机涡轮发动机的进口数据呈现高速增长, 也印证我国下游产业零部件制造商能力短板。下游行业在部分重要零件对进口的依赖度高, 导致间接进口了特钢钢材。2017 年和 2018 受益于工程机械、发电机制造、汽车和汽车底盘等部分零部件制造业实力的提升, 我国在该领域的进口直接减少或放缓、同时出口大幅增加, 这也直接拉动特钢表观消费的高增长。

图 19: 特钢应用领域



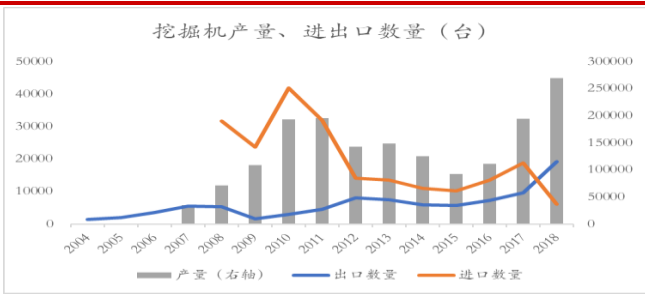
资料来源: 钢联数据、华宝证券研究创新部

图 20: 特钢表观消费量与下游行业增速



资料来源: WIND、钢联数据、华宝证券研究创新部

图 21: 挖掘机产量、进出口数量



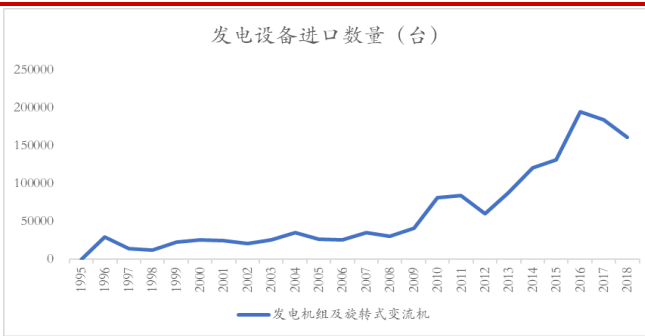
资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 22: 国内企业挖掘机销量及占比



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 23: 发电设备和航空器零件进口



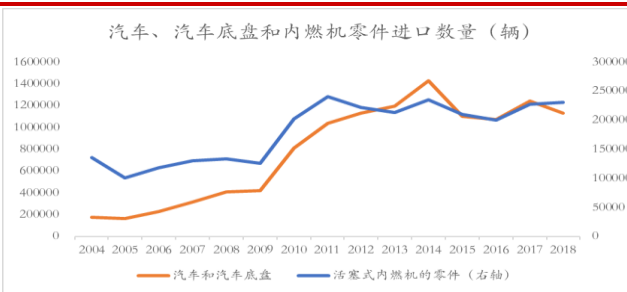
资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 24: 汽车、汽车垫盘和内燃机零件进口



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 25: 汽车、汽车底盘和内燃机零件进口数量



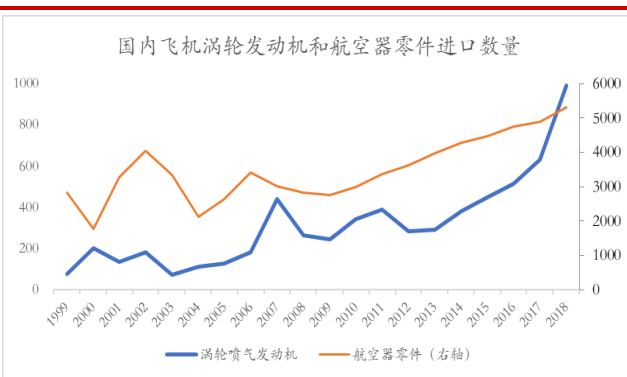
资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 26: 汽车和汽车底盘出口数量



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 27: 国内飞机涡轮发动机和航空器零件进口数量



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

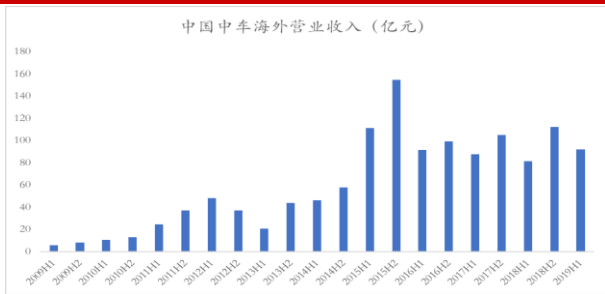
图 28: 非汽车类运输设备制造业营业收入增速



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

同时国内工程机械、高铁装备在全球的崛起，证明我国制造业未来全球化拓展也大有可为。从国内工程机械发展来看，2017年、2018年以三一、徐工为的我国企业崛起，一方面迅速占领了国内市场，市场份额由16年的25%上升到18年55%；另一方面加大了出口，直接挑战卡特彼勒、小松等跨国企业，2018年全年出口19100辆，相比2016年增长了160%，2019年H1累计出口14491辆，再历史新高。2017年和2018年国内挖掘机等工程机械企业的崛起，直接和间接拉动了特钢消费。同样的情况也出现在我国中车等铁路装备企业的海外出口，从2014年起中车产品逐步占领美国等发达经济体，同时中车产品对进口的替代也加大。国内工程机械、高铁等企业的崛起对特钢需求的拉动，证明了我国制造的其他行业也大有可为。

图 29：中车海外营业收入



资料来源：公司报告、华宝证券研究创新部

图 30：中车海外出口情况

2012年	出口法国、俄罗斯、白俄罗斯
2013年	出口土耳其、阿根廷
2014年	出口新加坡、马来西亚、阿根廷、美国波士顿
2015年	出口巴西里约、南非
2016年	出口美国芝加哥

资料来源：中车官网、华宝证券研究创新部

3. 特钢公司具有高资本投入、创新驱动的属性，能够很好地在产业链上转移成本

我们对国内 A 股特钢上市公司进行研究，剔除不拥有炼钢环节的公司，一共五家，包含大冶特钢、沙钢股份、抚顺特钢、西宁特钢、永兴材料。特钢类公司具有产品种类多、客户群宽泛、工艺技术路线复杂的特点。

表 1：特钢上市公司产品结构和客户群

	产品结构	客户群
大冶特钢	齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高温合金钢、高速工具钢、系泊链钢、高压锅炉管坯、耐热合金、	航空、航天、石油开采、工程机械、汽车、铁路、化工、新能源
沙钢股份	汽车用钢、工程机械用钢、铁路用钢、弹簧钢、轴承钢、船用锚链钢、高压锅炉管用钢、管坯钢	汽车制造、铁路、机车、锅炉、造船、机械制造业
抚顺特钢	合金结构钢、工模具钢、不锈钢和高温合金	汽车、核电、军工以及高速铁路
西宁特钢	碳结钢、碳工钢、合结钢、合工钢、轴承钢、模具钢、不锈钢、弹簧钢八大类及螺纹钢	铁路、军工、汽车、石油
永兴材料	奥氏体不锈钢棒材(管坯)、高压锅炉用不锈钢棒材(管坯)、双相不锈钢棒材(管坯)，拉丝用不锈钢线材、冷镦用不锈钢线材、焊接用不锈钢线材、切削用不锈钢线材，镍基耐蚀和高温合金棒线	油气开采及炼化、电力装备制造、交通装备制造、人体植入和医疗器械及其他高端机械装备制造

资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

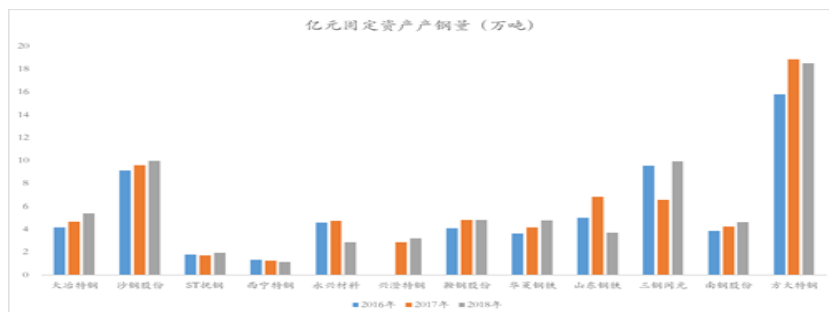
表 2：特钢上市公司的工艺模式

技术路线		高炉	炼钢	轧制
大冶特钢(含兴澄特钢)	高炉+转炉/电炉+轧制	2*450m3,2*530m3, 2*520m3, 1*1280m3,1*3200m3, 2*1800m3; 1*1780m3	2×70t 电炉, 1×20t 电渣炉,3*100t 转炉, 2*120	半连轧机组、连轧机组、快锻机、无缝连轧机组、宽厚板轧机、中棒轧机、大棒轧机、线材轧机、
沙钢股份	高炉+转炉/电炉+轧制	2*450m3、2*580m3	1*70t 电炉; 2*80t 转炉	棒材轧机、棒材轧机、中棒轧机、大棒材轧机
抚顺特钢	电炉、电渣炉+轧制		2×30t 电渣炉、1×50t、1×60t 电炉	850 往复式初轧机组、24 架 H-V 棒材连轧机、精轧机组、500 轧机
西宁特钢	高炉+转炉/电炉+轧制、锻造	2×450m3, 1×1080m3	2×35t、1×40t、1×60t 电炉;、1×110t 电炉, 1×65t 转炉	精品特钢大棒材半连轧精品钢生产线、小棒材全连轧生产线、18 架连轧机
永兴材料	电炉+轧制		1×20t、1×40t 高合金钢电炉	短应力高刚度棒线连轧机

资料来源：上市公司报告、公司网站、华宝证券研究创新部

在投入产出上，特钢类公司单位固定资产的实物产出量低于普钢类公司。由于特钢企业产品种类多、客户群宽泛、工艺技术路线复杂，因此在实物的投入产出上低于普钢类企业。从单位固定资产产钢量来看，2018 年大冶特钢 5.39 万吨、沙钢股份 10 万吨、ST 抚钢 1.95、西宁特钢 1.95、永兴材料 2.83 万吨、兴澄特钢 3.21 万吨；相比较而言，普钢类上市公司的亿元固定资产的产钢量整体高于特钢公司水平，2018 年鞍钢股份 4.81 万吨、华菱钢铁 4.78 万吨、山东钢铁 3.7 万吨、三钢闽光 9.9 万吨、南钢股份 4.62 万吨、方大特钢 18.5 万吨。

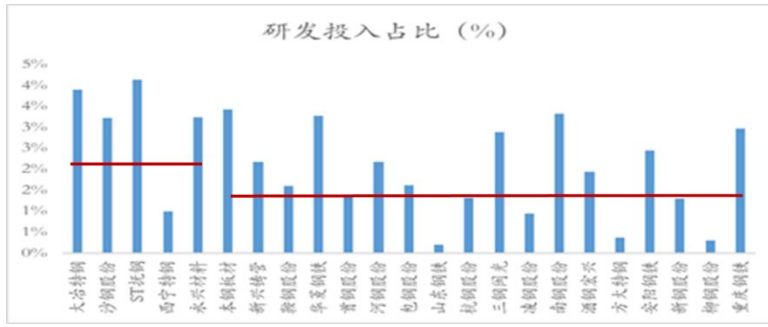
图 31：亿元固定资产产钢量



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

在研发投入上，特钢类公司研发支出占比整体高于同类普钢公司，对创新驱动的路径依赖更强。从 2016-2018 年特钢类上市公司平均研发支出占比看，大冶特钢 3.9%，沙钢股份 3.2%，ST 抚钢 4.1%，西宁特钢 1%，永兴材料 3.3%。从整体数据来看，同期的特钢类上市公司研发相对投入高于普钢类上市公司，对创新驱动的路径依赖更强。

图 32：研发投入占比



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

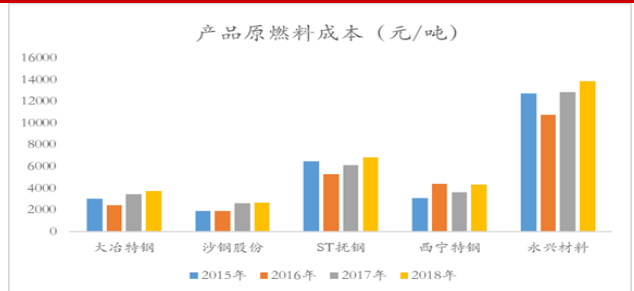
高资本投入和创新驱动的发展模式下，特钢类上市公司都能很好地在产业链上转移成本。我们研究各家公司的产品单价、原燃料成本，分析其经营策略。其中大冶特钢中单价、中成本，原燃料占单价成本低、且稳定；沙钢股份低单价、低成本，原燃料成本占单价成本低、且变化大；ST 抚钢高附加值、中成本，原燃料成本占比低、且稳定；西宁特钢中附加值、中成本，原燃料成本占比高、且波动；永兴材料高附加值、高成本，原燃料成本占比高、且稳定；整体说明特钢类上市公司能够很好地在产业链上转移成本。企业的原燃料成本占产品单价低、且稳定，意味着企业产品附加价值更高，更容易保持较稳定的边际贡献（单价-原燃料成本）。

图 33：产品平均单价



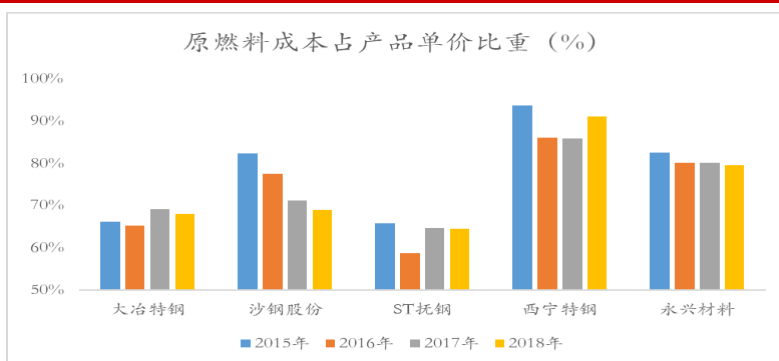
资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 34：产品原燃料成本



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 35：原燃料成本占产品单价比重



资料来源：华宝证券研究创新部

4. 原燃料成本占产品单价比重低、且稳定的上市公司能够很好地应对上游价格上涨对毛利的冲击

4.1. 下游制造业固定资产投资、汽车、挖掘机、发电设备、造船需求较弱

短期特钢面临下游制造业固定资产投资低位、汽车产量持续负增长、挖掘机增速回落、发电设备、造船完工量的持续下滑的影响；截止2019年上半年国内制造业固定资产投资累计同比增速3%，从趋势来看已处在历史地位，同时受国内制造业盈利下滑、贸易战对出口的影响，短期内制造业投资仍将维持在低速；上半年汽车产量1214万辆，同比增速-12.8%，持续9个月负增长；上半年国内挖掘机产量15.99万台，同比增速19.1%，从年初开始增速持续回落；上半年发电设备产量4732.3万千瓦时，累计同比-20.6%，电力及相关行业固定资产投资累计同比-0.5%。上半年民用钢制船舶产量1625.9万载重吨，同比12.2%，但手持船订单量8190万载重吨，处在历史低位，未来造船业增速下滑将不可避免。

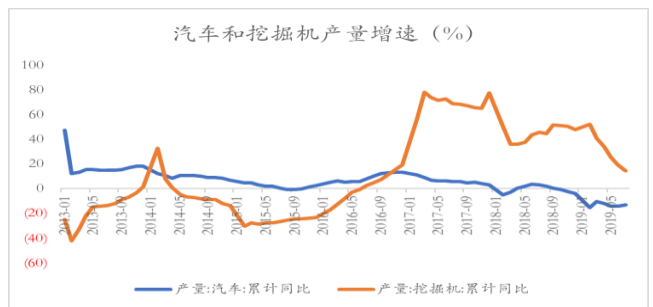
同时军工业务的增长、铁路投资加大将对特钢需求有一定支撑。2019年前二季度国内国防军工业务同比营业收入增长11.1%，处在历史高位，国防军工受海外地区冲突、以及我国国防支出增长的影响，营收将继续保持稳步增长。上半年铁路机车产量582辆，累计同比8.2%，铁路固定资产投资累计同比12.7%；短期来看，受基建加速、铁路投资仍将维持在高位，这对特钢需求有一定的支撑。

图 36：制造业固定资产投资完成额



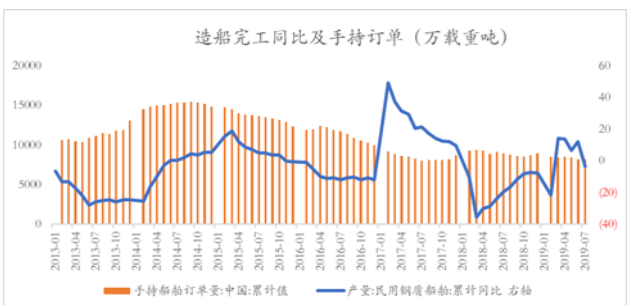
资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 37：汽车和挖掘机产量增速



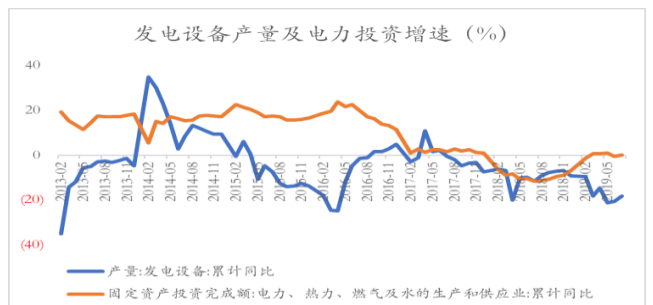
资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 38：造船完工同比及手持订单



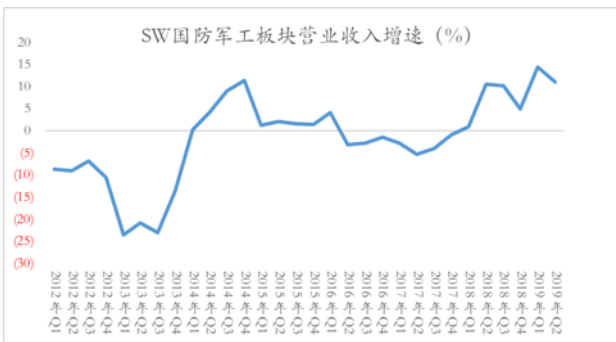
资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 39：发电设备产量及电力投资增速



资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

图 40: SW 国防军工板块营业收入增速



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 41: 铁路机车及铁路投资增速



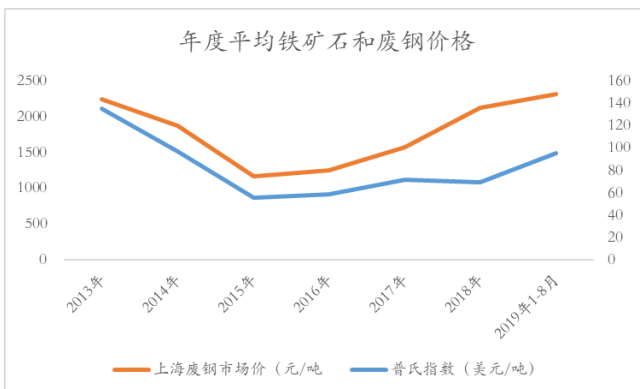
资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

4.2. 铁矿、废钢、镍等原燃料价格的上涨, 对特钢企业盈利会有一些影响

短期铁矿和废钢价格高位, 镍价快速上涨, 对特钢企业的盈利会有一些影响。2019 年铁矿受巴西溃坝供应缩减的影响, 进口铁矿价格大幅上涨, 累计同比 31.3%, 尽管铁矿供给逐步恢复, 但短期内很难回到去年同期水平。焦炭价格相对比较稳定, 天津港准一焦炭平仓价 2105 元/吨, 累计同比 0.8%; 受山东、山西去产能政策的推进, 焦炭价格出现大幅下跌的可能性不大。上半年中钢协废钢价格平均 2611 元/吨, 同比上涨 13%, 下半年环保对烧结的限制, 对废钢需求仍将旺盛, 这也导致废钢价格高位回落的概率不大。同时受印尼镍矿出口限制的影响, 8 月份镍价出现大幅上涨, 环比 14.8%。从历史趋势来看, 铁矿石、废钢、镍价将创近 5 年新高, 对特钢的盈利会有一些侵蚀。

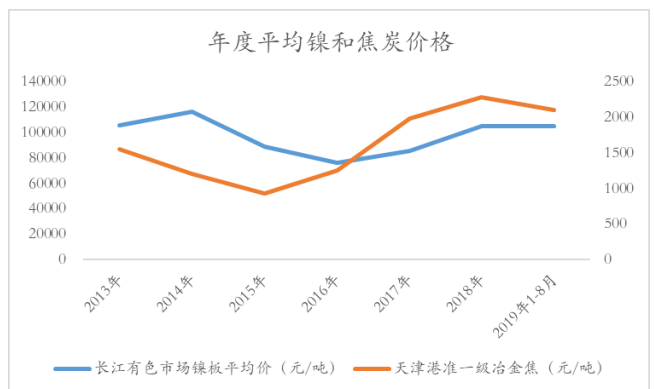
上半年锰矿、铬矿 PPI 指数 101.17%, 主要受 2018 低基数的影响, 整体价格较平稳。超高功率石墨电极平均价格 69377 元/吨, 大幅下跌, 同比-56.3%。

图 42: 铁矿石期现价格



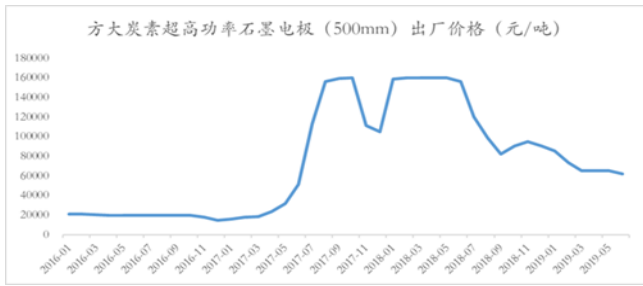
资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 43: 焦炭期现价格



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 44: 方大碳素超高功率石墨电极出厂价格



资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

图 45: PPI: 锰矿、铬矿采选

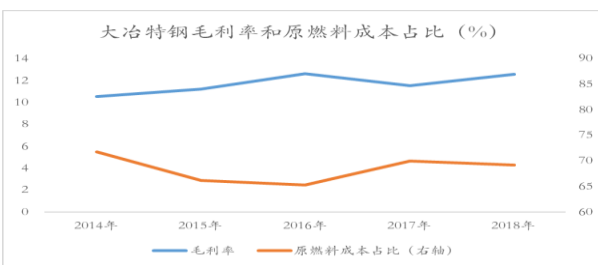


资料来源: WIND、华宝证券研究创新部

4.3. 原燃料成本占产品单价比重低、且稳定的公司，上游价格上涨对毛利率冲击影响较小

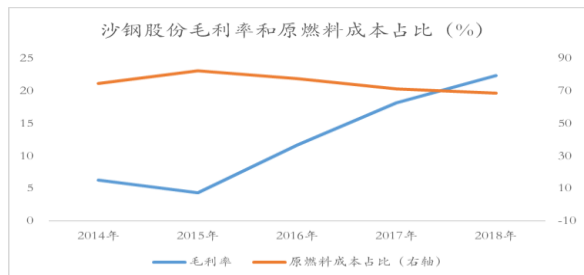
从历史数据来看，原燃料成本占产品单价比重低、且稳定的公司，这类公司产品的附加价值高，原燃料成本上涨对其毛利冲击影响小。从原燃料成本整体占收入的比重与毛利率的走势趋势来看，原燃料成本占比低、且稳定的大冶特钢和 ST 抚钢的原燃料成本占比较低，且毛利率对原燃料成本敏感度稍低。以大冶特钢为例，近 5 年原燃料成本占比处在 65%-72%，从 2016 年到 2018 年，原燃料成本从 65% 上升到 69%，其毛利率仍维持在 12.6%。原燃料成本占比波动的公司，如沙钢股份和西宁特钢的原燃料成本占比大、且毛利率对原燃料成本敏感度高，以沙钢股份为例，近 5 年原燃料成本基本处在 68%-84%，从 2015 年到 2018 年，原燃料成本占比从 82.4% 下降到 69%，毛利率则从 4.3% 上升到 22.4%。

图 46: 大冶特钢毛利和原燃料成本占比



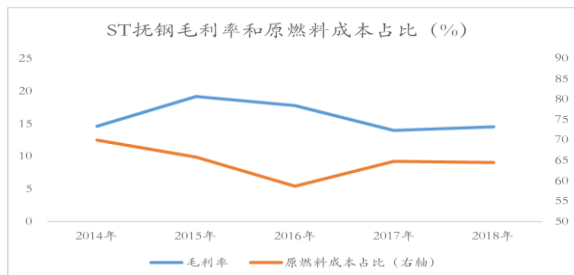
资料来源: 上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 47: 沙钢股份毛利和原燃料成本占比



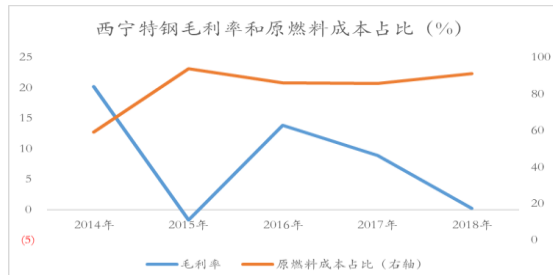
资料来源: 上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 48: ST 抚钢毛利和原燃料成本占比



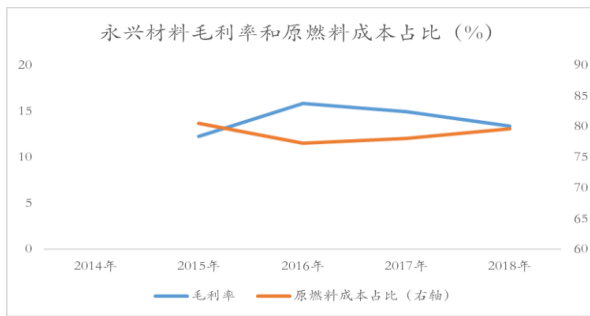
资料来源: 上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 49: 西宁特钢毛利和原燃料成本占比



资料来源: 上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 50：永兴材料毛利和原燃料成本占比



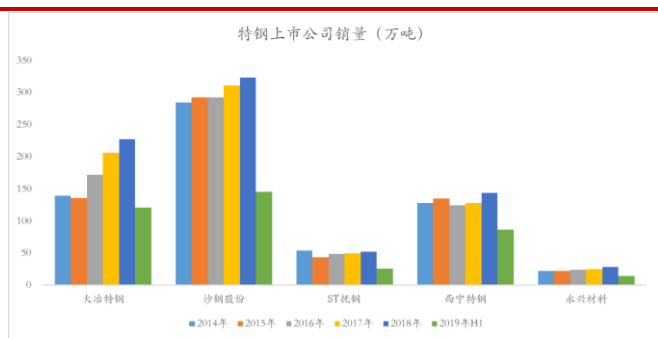
资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

基于未来中长期的进口替代和支撑制造业升级是拉动特钢需求的主要动力，综合考虑短期下游需求整体较弱，汽车、造船、工程机械、发电设备等需求回弱，军工业务的增长、铁路投资加大将对特钢需求有一定支撑，同时部分原燃料价格上涨。我们认为原燃料成本占产品单价低、且稳定，提高附加价值产品的企业，上游价格上涨对其冲击影响较小；这类公司既复合特钢未来需求方向，也能够创造更好的业绩；这是特钢类上市公司的投资逻辑。

5. 2019 年 H1 上市公司业绩点评

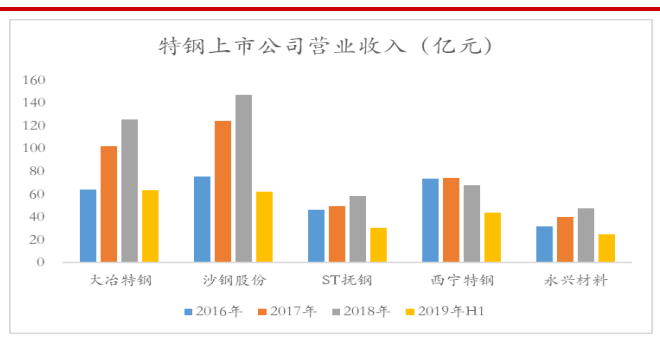
规模上，完成整体上市的中信特钢将是全球规模最大专营特钢业务的上市公司，2018 合并营业收入 721.9 亿元；2019 年上半年大冶特钢单体营业收入 63.9 亿元、沙钢股份 62.35 亿元、ST 抚钢 30.82 亿元、西宁特钢 43.87 亿元、永兴材料 24.81 亿元。2019 年上半年中信特钢销量将达 701.8 万吨，大冶特钢 120.6 万吨，沙钢股份 145.2 万吨，ST 抚钢 26.01 万吨，西宁特钢 86.6 万吨，永兴材料 14.58 万吨。中信特钢整体上市后，在高标准轴承钢产销量上将世界第一，国内市场占有率超过 80%；汽车零部件用钢国内产销量第一，高端汽车钢国内市场占有率 65%以上；高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%；矿用链条钢国内市场占有率超过 80%；高端连铸大圆坯国内市场占有率超过 70%。

图 51：特钢企业销量



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 52：特钢上市公司营业收入



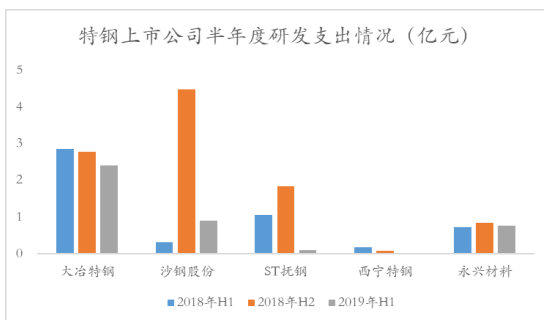
资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

研发投入上，大冶特钢最高。2019年H1 五家公司的研发结算支出环比都出现下降，大冶特钢 2.40 亿元，沙钢股份 0.9 亿元，ST 抚钢 0.10 亿元，西宁特钢 0.007 亿元，永兴材料 0.76 亿元。在营运能力上，折算成全年总资产周转率，除大冶特钢、沙钢股份资产周转率出现小幅下降外，ST 抚钢、西宁特钢、永兴材料环比上升。大冶特钢 1.65，沙钢股份 1.09，ST 抚钢 0.76，西宁特钢 0.38，永兴材料 1.16。

资产负债率上，西宁特钢最高，永兴材料最低；ST 抚钢受 2018 年重整的影响，出现大幅下降。其中大冶特钢 44.09%，沙钢股份 37.06%，ST 抚钢 48.42%，西宁特钢 92.4%，永兴材料 21.23%。有息负债上，西宁特钢最高 141 亿元，ST 抚钢 24.2 亿元，大冶特钢 5 亿元，永兴材料 2.25 亿元，沙钢股份 0.5 亿元。

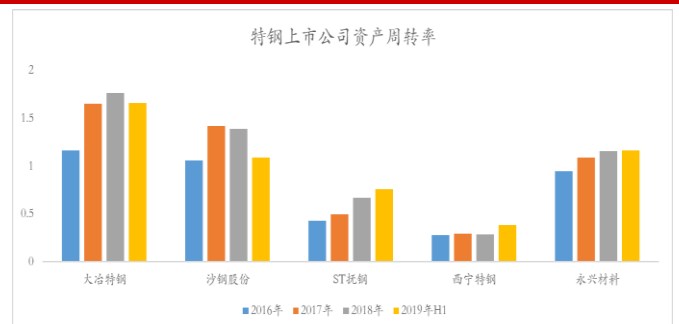
盈利能力上，沙钢股份毛利率和净利率最高，但环比下降幅度最大。2019 年 H1 销售毛利率除西宁特钢大幅上升外，其他 4 家公司均出现下降。其中沙钢最高 12.7%，ST 抚钢最低 10.94%。受不同因素影响，5 家公司净利润率涨跌不一：其中大冶特钢环比上升，沙钢股份受毛利率大幅下降的影响拉低净利率，ST 抚钢受财务费用降低的影响、净利率回升，西宁特钢净利润率大幅回升，永兴材料环比回升。

图 53：特钢上市公司半年度研发支出



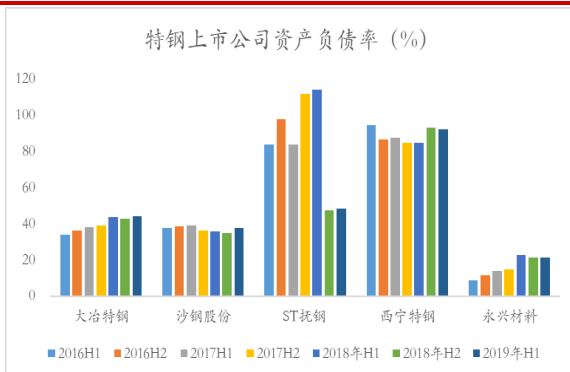
资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 54：特钢上市公司资产周转率



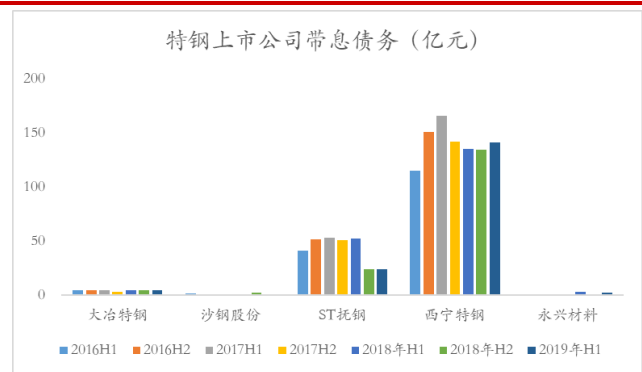
资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 55：特钢上市公司资产负债率



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

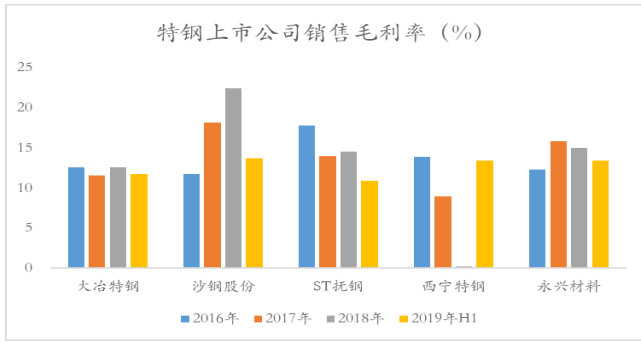
图 56：特钢上市公司带息债务



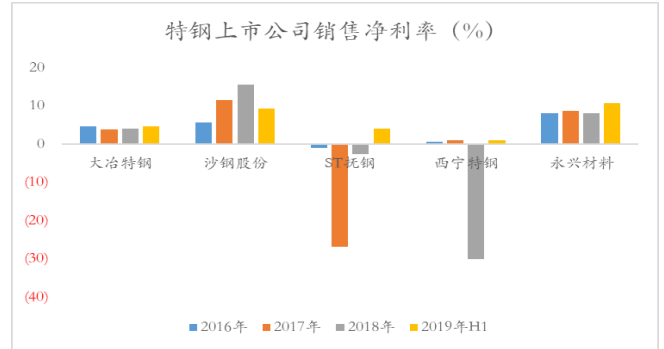
资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

图 57：特钢上市公司销售毛利率

图 58：特钢上市公司销售净利率



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部



资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

2019年H1净资产回报率永兴材料最高，沙钢股份大幅回落。其中ST抚钢和西宁特钢受整体主营业务扭亏为盈的影响，回升。

表 3：特钢上市公司净资产收益率

	2016年	2017年	2018年	2019年H1
大冶特钢	8.13	10.23	12.17	6.64
沙钢股份	8.72	23.01	29.87	6.20
ST 抚钢	-17.25	不可比	不可比	2.97
西宁特钢	5.55	2.06	-96.87	5.23
永兴材料	8.54	10.96	11.53	7.61

资料来源：上市公司报告、华宝证券研究创新部

6. 上市公司表现

截止8月底，申万特钢月涨跌幅-1.64%；申万钢铁涨跌幅-5.72%。沙钢股份的动态市盈率、市净率最高；8月大冶特钢涨幅领先10.6%，沙钢股份9.05%。全年大冶特钢涨幅最高，永兴材料次之。

表 4：截止8月底特钢上市公司市场表现

	总市值1 亿元	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	月涨跌幅 %	年涨跌幅 %
大冶特钢	64.94	11.83	1.495	10.64	74.87
沙钢股份	172.79	21.20	3.65	9.05	-2.19
ST 抚钢	56.79	2.02	1.32	-8.87	15.20
西宁特钢	36.16	-1.81	3.10	-4.68	2.06
永兴材料	48.02	11.2130	1.45	-5.66	18.95
钢铁(申万)		6.3100	0.90	-5.71	-6.27
特钢(申万)		8.7800	1.47	-1.64	2.07

资料来源：WIND、华宝证券研究创新部

7. 风险分析

下游行业的汽车、挖掘机、造船等行业对特钢需求进一步下降或放缓；国际贸易保护愈演愈烈，贸易摩擦升级，多国减少进口贸易量，导致特钢出口难度进一步加大。

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。