

行业研究/专题研究

2019年12月15日

行业评级:

黑色金属 增持 (维持)
钢铁 II 增持 (维持)

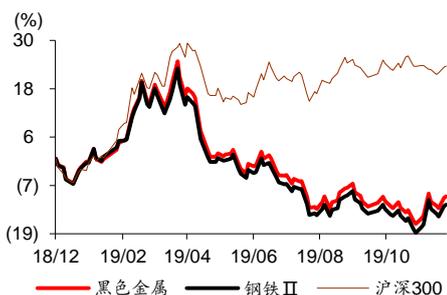
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1 《黑色金属: 长周期下行途中的短周期反抗》2019.12
- 2 《黑色金属: 周期行业数据周报 (第四十九周)》2019.12
- 3 《黑色金属: 行业周报 (第四十九周)》2019.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

钢铁公司的护城河: 成本与机制

中美优质钢企剖析

成本与机制是钢铁公司的护城河

纽柯钢铁、中信特钢分别是美国和中国的优秀钢企, 行业赛道均不佳, 但在各自的国家领域都非常成功。美国老牌钢企 USS、伯利恒等失败的原因正是纽柯钢铁成功的起点: 后者更接近原料产地、销售市场; 扁平分权、良好激励, 工人效率高、收入高、归属感强; 拒绝工会, 避免不匹配的人工成本及罢工。中国传统特钢企业多经营不善, 中信特钢胜出于国企的融资成本优势和类似民企的高效激励机制, 部分解决了代理人风险, 可以长期专注特钢、重视成本控制。因此我们认为在未来中国钢铁行业面临下行周期时, 成本与机制占优的钢企或将胜出, 推荐中信特钢、三钢闽光。

纽柯钢铁: 后发优势、以小博大

纽柯钢铁的短流程钢厂主要分布在发达城市、工业区, 同时接近废钢来源和钢材销售地, 运输成本、费用低。纽柯钢铁选择扁平分权的管理模式, 管理层级少、管理效率高; 在收入分配上, 纽柯钢铁选择低工资、高奖金模式, 奖金与绩效挂钩, 员工积极性高。在困难期倾向于整体降薪 (管理层降幅更大) 而非裁员, 员工归属感强。员工拒绝参与工会, 使得纽柯钢铁的人工成本与业绩匹配, 也避免了长时间的罢工。自 1987 年后, 仅在 2009 年出现年度亏损; 两次行业下行期, 公司均逆势扩张产能, 弥补吨钢业绩下滑; 公司股东回报稳定上行, 叠加低位、稳定估值, 成为优质标的。

三钢闽光: 地利人和、产能扩张

长流程钢企对现金亏损不敏感, 因此钢铁行业下行周期较长。现金充足、成本低的钢企更易熬过下行周期, 并有能力在下行期内低价收购、整合破产钢企。三钢闽光地处福建, 福建为钢材净流入省份, 钢价偏高; 公司不断优化钢厂布局, 更加临港靠海, 物流优势明显。与周边钢厂比较, 公司吨钢成本费用最低, 吨钢盈利在 2018 年超越方大特钢。公司目前产能 950 万吨, 未来或有 32% 产能扩张空间, 在一定程度上弥补周期下行中吨钢业绩的下滑。

中信特钢: 融资优势、激励机制

中信特钢脱颖而出可归为三点: 1) 特钢有较高的技术、渠道、管理门槛, 需要较长时间积累, 公司在充分利用国企融资成本优势的基础上引入了具有市场竞争力的激励机制, 较好的解决了代理人风险, 使管理层可以长期专注特钢。早期老八家特钢企业之一太钢不锈则同时生产普钢, 专注度不够导致专业度不够, 影响品牌价值; 2) 控制成本, 如 19Q3, 公司成本降幅较收入降幅更大, 业绩逆势上行; 3) 地处制造业强省江苏, 接近市场, 对销售激励到位。公司国内市占率 30%, 已是行业寡头, 而同行业如长城特钢等多年经营不善, 中信特钢具备通过并购手段整合行业的条件。

风险提示: 宏观经济不及预期, 下游需求不及预期, 矿价出现波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000708	中信特钢	25.13	买入	1.31	1.59	1.67	1.75	19.18	15.81	15.05	14.36
002110	三钢闽光	8.83	增持	2.65	1.46	1.57	1.66	3.33	6.05	5.62	5.32

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

纽柯钢铁：美国第一大钢企，产能 2700 万吨	5
美国钢铁行业的后起之秀	5
业绩表现：仅 2009 年亏损 2.9 亿美元	7
市场表现：需求下行阶段可跑赢指数	8
20 世纪 60 年代，美国钢铁行业面临内忧外患	10
纽柯钢铁的成功崛起：后发优势、以小博大	14
1987-1991 年：在需求震荡、供给崩坏中崛起	14
1999-2003 年：再次对抗需求下行，跑赢指数	19
下行赛道的成功公司：低成本、激励与归属感	23
三钢闽光：地利人和，产能有 32% 扩张空间	25
中信特钢：低融资成本及代理人风险的缓和	31
风险提示	36

图表目录

图表 1： 1987-2018 年纽柯钢铁归属于母公司股东的净利润及 EPS	5
图表 2： 1987-2018 年纽柯钢铁的现金分红与股东总回报（含每股口径）	5
图表 3： 1966 年至今纽柯钢铁钢材销量及市占率	5
图表 4： 纽柯钢铁三大事业部介绍	6
图表 5： 纽柯钢铁钢铁事业部在产钢厂情况	6
图表 6： 2018 年钢铁事业部产能占比	6
图表 7： 2018 年商品材事业部产能占比	6
图表 8： 2010-2018 年纽柯钢铁生产、销售情况（万吨）	6
图表 9： 1987 年至 2018 年纽柯钢铁主要财务指标	7
图表 10： 纽柯钢铁及可比美国上市钢企营业收入	7
图表 11： 纽柯钢铁及可比美国上市钢企营业收入同比增速	7
图表 12： 纽柯钢铁及可比美国上市钢企归属于母公司股东净利润	8
图表 13： 纽柯钢铁及可比美国上市钢企归属于母公司股东净利润同比	8
图表 14： 部分世界级钢企综合实力排名（2018 年）	8
图表 15： 1980 年至今纽柯钢铁及可比公司、指数收盘价	8
图表 16： 1980 年至今纽柯钢铁及可比公司、指数相对收益	9
图表 17： 1980 年至今美国建筑业投资及增速	9
图表 18： 1980 年至今美国汽车产、销量及增速	9
图表 19： 1980 年至今美国水泥表观消费及同比增速	9
图表 20： 1980 年至今美国钢铁表观消费及同比增速	9
图表 21： 1901-1940 年美国钢铁市占率	10
图表 22： 1950-2010 年美国分技术类型的粗钢产量	11
图表 23： 1975 年主要钢铁强国氧气顶吹转炉炼钢生产比率	11

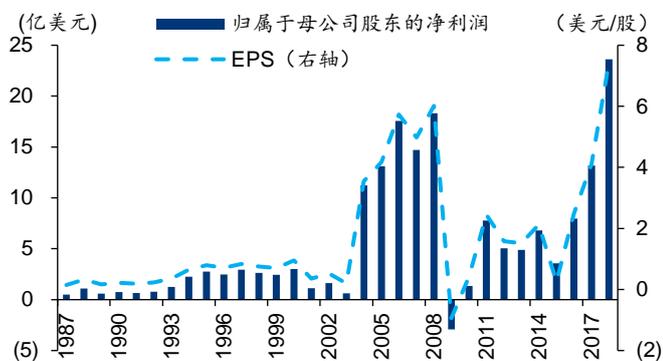
图表 24:	1914 年至今美国钢铁进出口量	12
图表 25:	美国对外贸易政策一览	12
图表 26:	美国钢铁行业 CR4	13
图表 27:	1985-1995 年美国建筑业私人固定资产投资及同比增速	14
图表 28:	1985-1995 年美国汽车产、销量	14
图表 29:	1985-1995 年美国建筑业投资、汽车产量、水泥与钢材表观消费量增速	14
图表 30:	1980-2000 年美国钢铁产量及净进口情况	14
图表 31:	1980-2000 年美国钢铁行业 CR4.....	14
图表 32:	纽柯钢铁钢厂分布 (2018 年)	15
图表 33:	纽柯钢铁原材料厂分布 (2018 年)	15
图表 34:	1987-1995 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁人均指标对比.....	15
图表 35:	1985-1995 年美国粗钢表观消费量和纽柯钢铁钢材销量	16
图表 36:	1985-1995 年纽柯钢铁市占率与美国钢铁行业 CR4.....	16
图表 37:	1987-1995 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁资本支出与 FCFF	16
图表 38:	1987-1995 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁利润表数据对比	16
图表 39:	1987-1995 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁财务比率对比.....	17
图表 40:	1987-1995 年纽柯钢铁与同行业公司普通股股利.....	17
图表 41:	1987-1995 年纽柯钢铁与同行业公司股东总回报.....	17
图表 42:	1987-1995 年纽柯钢铁与同行业公司每股分红	17
图表 43:	1987-1995 年纽柯钢铁与同行业公司每股股东总回报	17
图表 44:	1987-1995 年纽柯钢铁与同行业公司股利支付率.....	18
图表 45:	1987-1995 年纽柯钢铁与同行业公司股息率	18
图表 46:	1985-1995 年纽柯钢铁 PE-band.....	18
图表 47:	1985-1995 年纽柯钢铁 PB-band.....	18
图表 48:	1985-1995 年纽柯钢铁相对同行业公司及罗素 1000 指数收益.....	18
图表 49:	1985-1995 年纽柯钢铁及同行业公司、罗素 1000 指数收盘价	18
图表 50:	1995-2005 年美国建筑业私人固定资产投资及同比增速	19
图表 51:	1995-2005 年美国汽车产、销量	19
图表 52:	1995-2005 年美国建筑业投资、汽车产量、水泥与钢材表观消费量增速	19
图表 53:	1990-2010 年美国钢铁产量及净进口情况	19
图表 54:	1990-2010 年美国钢铁行业 CR4.....	19
图表 55:	1995-2005 年美国粗钢表观消费量和纽柯钢铁钢材销量	20
图表 56:	1995-2005 年纽柯钢铁市占率与美国钢铁行业 CR4.....	20
图表 57:	纽柯钢铁 21 世纪以来并购活动一览.....	20
图表 58:	1995-2005 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁财务数据对比一	21
图表 59:	1995-2005 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁财务数据对比二	21
图表 60:	1995-2005 年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK 钢铁财务数据对比三	21
图表 61:	1995-2005 年纽柯钢铁与同行业公司普通股股利.....	22
图表 62:	1995-2005 年纽柯钢铁与同行业公司股东总回报.....	22
图表 63:	1995-2005 年纽柯钢铁与同行业公司每股分红	22

图表 64:	1995-2005 年纽柯钢铁与同行业公司每股股东总回报	22
图表 65:	1995-2005 年纽柯钢铁与同行业公司股利支付率	22
图表 66:	1995-2005 年纽柯钢铁与同行业公司股息率	22
图表 67:	1995-2005 年纽柯钢铁相对同行业公司及罗素 1000 指数收益	23
图表 68:	1995-2005 年纽柯钢铁及同行业公司、罗素 1000 指数收盘价	23
图表 69:	1995-2005 年纽柯钢铁 PE-band	23
图表 70:	1995-2005 年纽柯钢铁 PB-band	23
图表 71:	纽柯钢铁及同行业公司资产负债率	24
图表 72:	纽柯钢铁及同行业公司固定资产/总资产	24
图表 73:	2019-2021 年全球粗钢产能预测	25
图表 74:	黑色金属冶炼及压延加工业、制造业投资及增速	25
图表 75:	三钢闽光生产基地布局	26
图表 76:	7 家普钢上市钢企吨钢生产成本比较	27
图表 77:	2011-2018 年 7 家上市钢企原燃料成本对比	28
图表 78:	2011-2018 年 7 家上市钢企其他成本对比	28
图表 79:	2011-2018 年 7 家上市钢企原燃料与其他成本小计对比	28
图表 80:	2011-2018 年 7 家上市钢企生产成本对比	28
图表 81:	2011-2018 年 7 家上市钢企吨钢费用对比	29
图表 82:	2011-2018 年 6 家上市钢企吨钢利润及利润率比较	30
图表 83:	中国特钢行业的发展阶段	31
图表 84:	“老八家”特钢企业介绍	31
图表 85:	2000-2018 年太钢不锈部分财务数据	32
图表 86:	2000-2018 年抚顺特钢及东北特钢部分财务数据	32
图表 87:	2000-2018 年兴澄特钢、大冶特钢部分财务数据	33
图表 88:	2000-2018 年西宁特钢部分财务数据	33
图表 89:	1999-2018 年长城特钢部分财务数据	33
图表 90:	2005-2018 年舞阳钢铁部分财务数据	34
图表 91:	2004-2017 年天津钢管部分财务数据	34
图表 92:	2000-2018 年山阳特钢部分财务数据	35
图表 93:	大冶特钢部分高管及销售人员的薪资	35
图表 94:	中信特钢收盘价	36
图表 95:	中信特钢相对收益	36

纽柯钢铁：美国第一大钢企，产能 2700 万吨

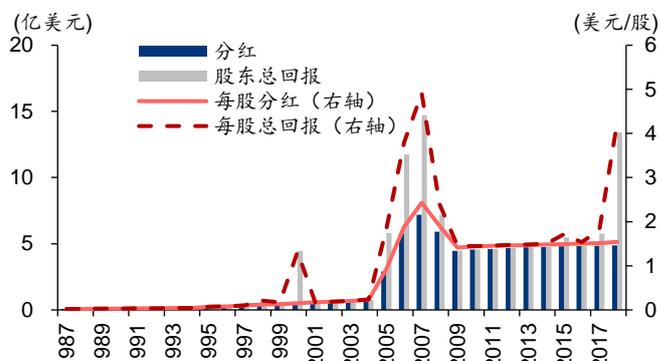
纽柯钢铁（Nucor Corporation）目前是美国第一大钢企，1980年后仅在2009年出现年度亏损，并在1987-1994年、2000-2008年阶段跑赢罗素1000指数。我们将纽柯钢铁在业绩、股票上的成功，归纳为三点：一是低成本优势保证盈利能力，二是在需求下行阶段逆势扩张，三是稳定增长的每股分红。

图表1：1987-2018年纽柯钢铁归属于母公司股东的净利润及EPS



资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰证券研究所

图表2：1987-2018年纽柯钢铁的现金分红与股东总回报（含每股口径）



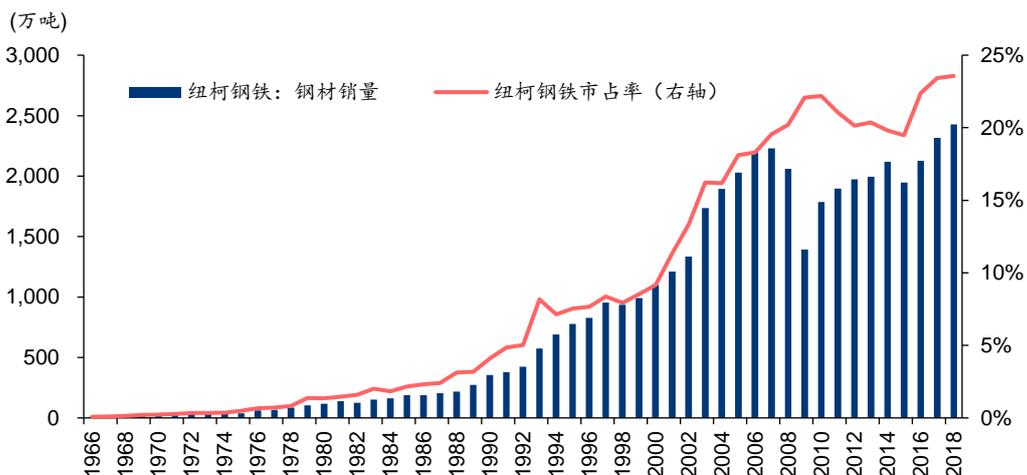
资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰证券研究所；股东总回报=分红+回购库藏股，不考虑资本收益

美国钢铁行业的后起之秀

2000年后收购扩张，纽柯钢铁成为美国第一大钢企。纽柯钢铁前身是美国核子集团，创立于1958年，1962年收购生产钢梁的Vulcraft公司，并于1966年开始涉足炼钢业务，后于1971年正式更名为Nucor Corporation。纽柯钢铁是一家短流程钢企，1972年在美国纽约证券交易所上市，股票代码NUE，总部位于北卡罗来纳州¹。

进军钢铁业后，纽柯钢铁不断扩大产能、品种。世纪之交时，纽柯钢铁抓住钢企大规模破产的机会，乘机收购扩大产能。2014年，纽柯钢铁超越美国钢铁（长流程，以下简称“USS”，1991年美国纽交所上市，代码X），成为美国第一大钢企。

图表3：1966年至今纽柯钢铁钢材销量及市占率



资料来源：公司年报、CEIC，华泰证券研究所；受限于数据长度，纽柯钢铁市占率采用销量数据和美国钢表观消费量进行计算

¹ 王兴艳、田凯军。《美国纽柯钢铁公司的发展研究》，2014年3期。

纽柯钢铁粗钢产能 2700 万吨，为短流程钢企代表。据公司 2018 年年报，纽柯钢铁拥有三个业务部门，分别是钢铁事业部、商品材事业部和原材料事业部。其中，钢铁事业部粗钢产能为 2700 万吨、钢材产能 2711 万吨，商品材事业部深加工钢材产能 626 万吨。截止 2018 年底，纽柯钢铁拥有 25 家以废钢为主要原料的短流程钢厂，其中 23 家在生产，2 家在建；另外还拥有 3 家持股比例 50% 的联营钢厂，其中 1 家轧制深加工厂商、1 家含冶炼和轧制流程的短流程钢厂和 1 家正在投资建设的镀锌板钢厂。

图表4： 纽柯钢铁三大事业部介绍

事业部	介绍
钢铁事业部	主要采用废钢生产冷、热轧材，产品部分直接对外销售（2018 年，80%），剩余部分销售给商品材事业部进行进一步深加工
商品材事业部	主要对来自钢铁事业部的钢材进行深加工，主要产品包括檩条、桁架、面板、预制混凝土钢筋、冷轧棒材、紧固件、预制钢结构建筑及其组件、轻钢结构、格栅、板网和焊接金属丝网等
原材料事业部	主要生产和经营铁合金、生铁、热压块铁（HBI）、直接还原铁（DRI）、废钢及有色金属废料

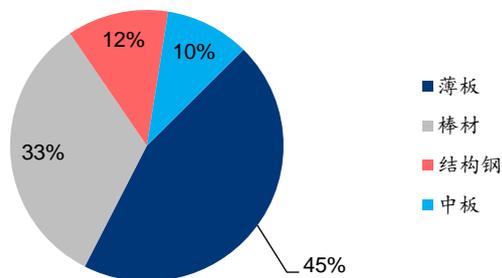
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表5： 纽柯钢铁钢铁事业部在产钢厂情况

品种	钢厂数 (个)	产能 (万吨)	主要产品
棒材	13	883	混凝土钢筋、热轧棒材、圆钢、小型型钢、结构用角钢和槽钢、金属丝网等，主要应用于农业、汽车业、机械行业、装备制造、造船业、建筑业等
薄板	5	1210	各种热轧、冷轧板，主要应用于汽车业、制管业、建筑业和家电制造业
结构钢	2	325	宽缘工字钢、钢板桩和重型结构钢等
中板	3	293	中厚板，主要应用于重型设备、驳船、油罐、轨道车和船舶制造等

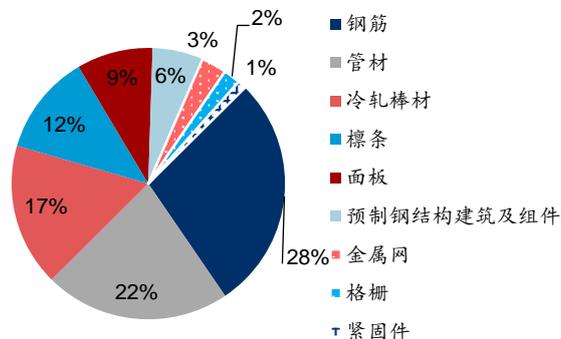
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表6： 2018 年钢铁事业部产能占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表7： 2018 年商品材事业部产能占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2018 年，公司粗钢产量 2549 万吨，同比增长 5%；钢材产量 2475 万吨，同比增长 9%；钢材销量 2428 万吨，同比增长 5%。据世界钢协，2018 年纽柯钢铁粗钢产量全球排名第 17，美国排名第 1。

图表8： 2010-2018 年纽柯钢铁生产、销售情况 (万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
粗钢产量	1830	1990	2010	2016	2141	1962	2195	2439	2549
钢材产量	1826	1956	1987	1990	2114	1929	2128	2368	2475
钢材销量	1785	1896	1974	1995	2119	1947	2127	2318	2428
钢铁事业部钢材销量	1582	1680	1683	1773	1868	1701	1885	2062	1989
商品材事业部钢材销量	203	217	292	222	251	247	243	256	439

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

业绩表现：仅2009年亏损2.9亿美元

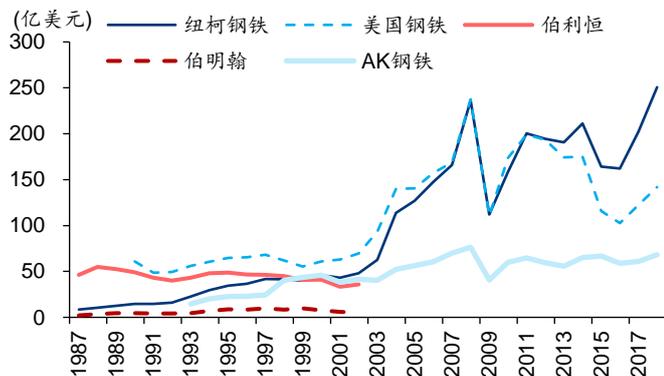
自1987年来，纽柯钢铁仅在2009年出现年度亏损。与USS、伯利恒对比，纽柯钢铁业绩优异，仅在2009年出现年度亏损2.9亿美元。伯利恒自1999年起连续亏损，2002年破产、2003年关闭；USS自2009年连续亏损至2016年，期间仅2014盈利1.0亿美元。

图表9：1987年至2018年纽柯钢铁主要财务指标

	营销, 行政			净利息		归属于母公司股营销, 行政和其他		毛利率	净利率	ROE
	营业收入	营业成本	和其他费用	营业利润	支出	利润总额	东的净利润			
1987	8.5	7.1		0.8	0.04	0.8	0.5	16.2%	5.9%	
1988	10.6	8.9		1.1	0.05	1.1	1.1	16.2%	10.3%	22.8%
1989	12.7	11.1		1.0	0.12	1.0	0.6	12.9%	4.6%	10.4%
1990	14.8	12.9		1.2	0.08	1.2	0.8	12.7%	5.1%	12.1%
1991	14.7	13.0		1.0	0.03	1.0	0.6	11.1%	4.4%	9.5%
1992	16.2	14.2		1.3	0.09	1.3	0.8	12.5%	4.9%	10.6%
1993	22.5	19.7		2.0	0.14	2.0	1.2	12.8%	5.5%	14.6%
1994	29.8	24.9		3.7	0.15	3.7	2.3	16.3%	7.6%	22.4%
1995	34.6	29.0		4.3	0.09	4.3	2.7	16.2%	7.9%	21.9%
1996	36.5	31.4		3.9	0.08	3.9	2.5	13.9%	6.8%	16.6%
1997	41.8	35.8		4.6	0.09	4.6	2.9	14.5%	7.0%	16.9%
1998	41.5	35.9		4.1	0.10	4.1	2.6	13.5%	6.4%	13.4%
1999	40.1	34.8		3.7	-0.05	3.7	2.4	13.2%	6.1%	11.3%
2000	45.9	39.3		4.8	-0.01	4.8	3.0	14.4%	6.6%	13.7%
2001	43.3	39.1	1.1	2.7	0.07	2.7	1.1	9.7%	2.6%	5.2%
2002	48.0	43.3	1.8	2.9	0.14	2.9	1.6	3.7%	3.4%	7.2%
2003	62.7	60.0	1.7	1.0	0.22	1.0	0.6	2.6%	4.3%	2.7%
2004	113.8	91.3	4.2	18.3	0.22	18.3	11.2	3.6%	19.8%	38.7%
2005	127.0	100.9	4.9	21.2	0.04	21.2	13.1	3.9%	20.6%	33.9%
2006	147.5	112.8	5.9	28.7	-0.37	28.7	17.6	4.0%	23.5%	38.5%
2007	165.9	134.6	5.8	25.5	0.05	25.5	14.7	3.5%	18.9%	29.5%
2008	236.3	196.1	7.5	33.0	0.90	33.0	18.3	3.2%	17.0%	28.1%
2009	111.9	110.4	3.5	-1.9	1.35	-4.1	-2.9	3.1%	1.4%	-3.8%
2010	158.4	150.6	3.3	4.5	1.53	2.7	1.3	2.1%	4.9%	1.8%
2011	200.2	181.4	4.3	14.4	1.66	12.7	7.8	2.1%	9.4%	10.7%
2012	194.3	178.7	4.4	11.3	1.62	9.5	5.0	2.3%	8.0%	3.1%
2013	190.5	176.4	4.6	9.5	1.47	8.1	4.9	2.4%	7.4%	3.1%
2014	211.1	192.6	5.1	13.2	1.69	11.7	6.8	2.4%	8.8%	3.7%
2015	164.3	153.3	4.6	6.5	1.74	4.8	3.6	2.8%	6.7%	3.0%
2016	162.1	141.8	6.0	14.3	1.69	13.0	8.0	3.7%	12.5%	5.6%
2017	202.5	176.8	6.9	19.1	1.74	17.8	13.2	3.4%	12.7%	6.8%
2018	250.7	207.7	8.6	33.9	1.36	32.9	23.6	3.4%	17.1%	9.9%

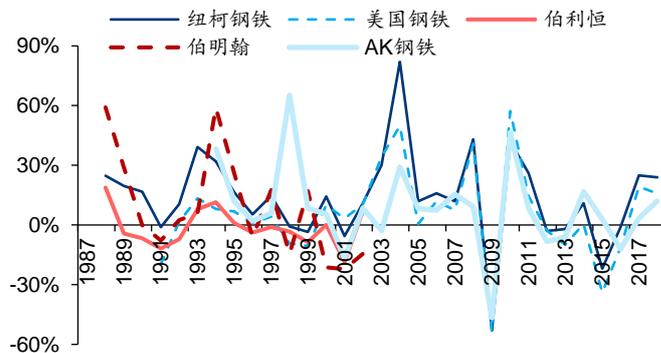
资料来源：公司年报, Bloomberg, 华泰证券研究所; 单位: 亿美元; 2001年以前, 未公布营销、行政及其他费用

图表10：纽柯钢铁及可比美国上市钢企营业收入



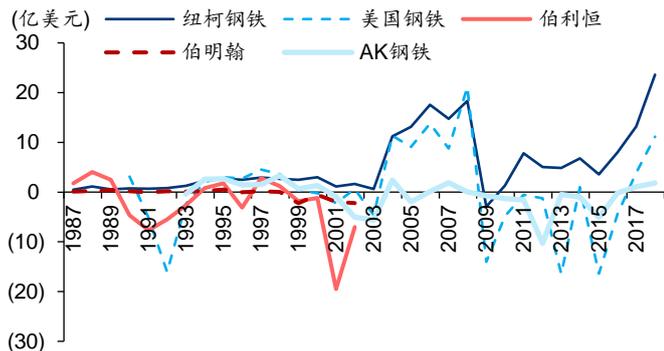
资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表11：纽柯钢铁及可比美国上市钢企营业收入同比增速



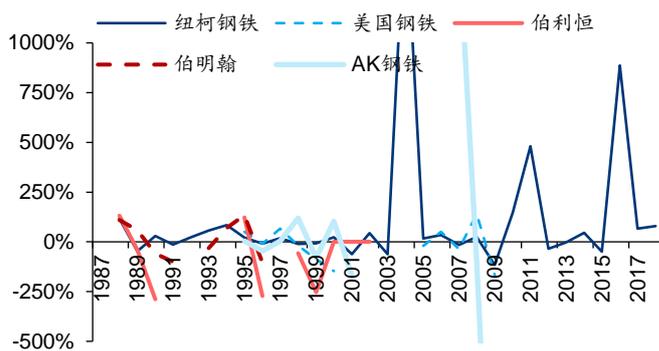
资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表12: 纽柯钢铁及可比美国上市钢企归属于母公司股东净利润



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表13: 纽柯钢铁及可比美国上市钢企归属于母公司股东净利润同比



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

纽柯钢铁综合竞争力强, 2018年全球排名第二。根据世界金属导报2018年最新评测, 纽柯钢铁在35家世界级钢铁企业中综合排名第二, 仅次于韩国的浦项钢铁。在该评分中, 最为重要的影响因素(权重占比为6%)分别是国内市场定价能力、削减成本能力、技术创新能力、盈利能力、下游业务和并购联盟与合资。

图表14: 部分世界级钢企综合实力排名(2018年)

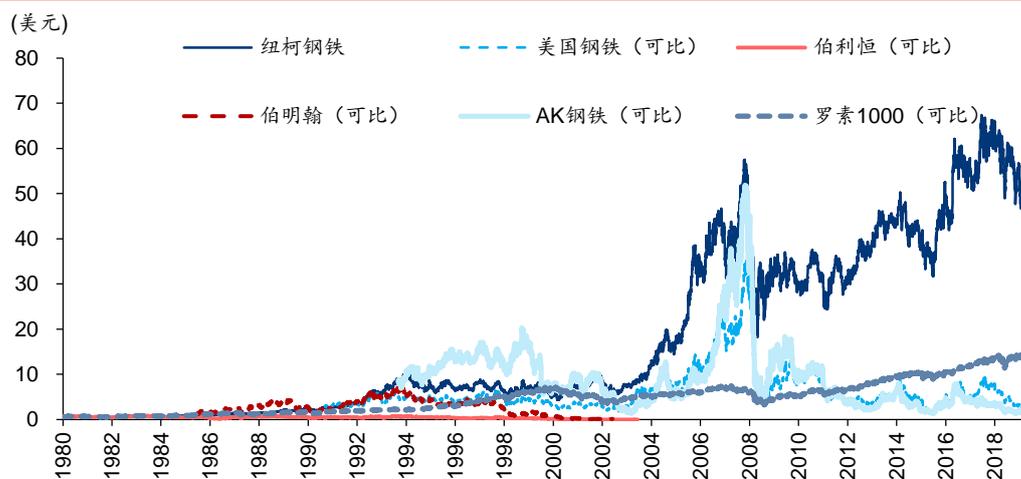
	浦项钢铁	纽柯钢铁	新日铁住金	JFE	宝钢股份	鞍钢股份	马钢股份	沙钢股份	AK钢铁	美国钢铁
平均分	8.15	8	7.52	7.35	7.22	6.48	6.37	6.45	6.52	5.93
加权平均分	8.37	7.97	7.65	7.42	7.19	6.36	6.2	6.15	5.74	5.72
加权平均排名	1	2	5	9	17	29	31	32	34	35

资料来源: 世界金属导报, 华泰证券研究所

市场表现: 需求下行阶段可跑赢指数

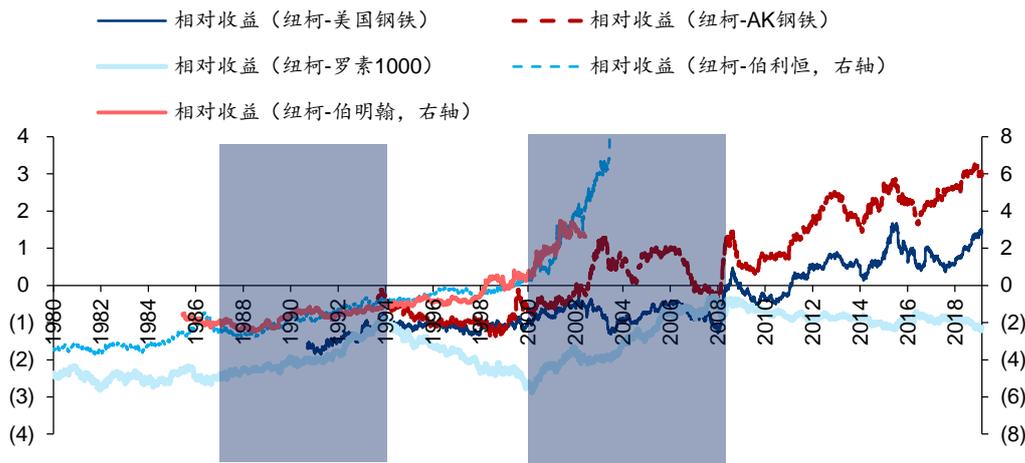
纽柯钢铁在1987-1994、2000-2008年跑赢罗素指数。自80年代以来, 纽柯钢铁基本跑赢USS、伯利恒、AK钢铁、伯明翰等同业公司, 并在1987-1994年、2000-2008年阶段跑赢罗素1000指数。

图表15: 1980年至今纽柯钢铁及可比公司、指数收盘价



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 公司、指数收盘价(可比) = T日可比公司、指数收盘价 * (基准日纽柯钢铁收盘价 / 基准日可比公司、指数收盘价), 其中基准日为1980年1月1日, 若该时点未有收盘价, 则取自最早有数据的时点

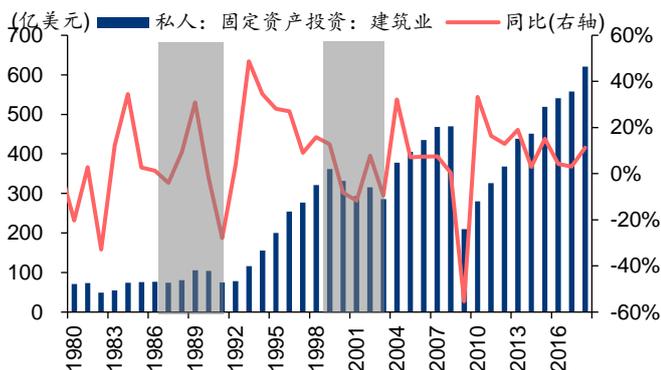
图表16: 1980年至今纽柯钢铁及可比公司、指数相对收益



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 纽柯钢铁相对收益=ln(纽柯钢铁收盘价/可比公司、指数收盘价); 蓝色区域分别为1987-1994年、2000-2008年, 区域内纽柯钢铁相对可比公司、指数收益明显

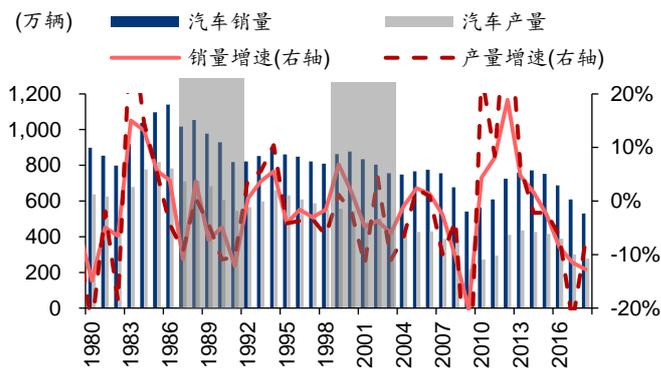
下游需求下行阶段, 纽柯钢铁依然跑赢罗素 1000 指数。在 1987-1991 年、1999-2003 年, 美国建筑业投资、汽车产量表现不佳, 美国钢铁需求出现下行, 但相对罗素 1000 指数, 纽柯钢铁依然有相对收益。

图表17: 1980年至今美国建筑业投资及增速



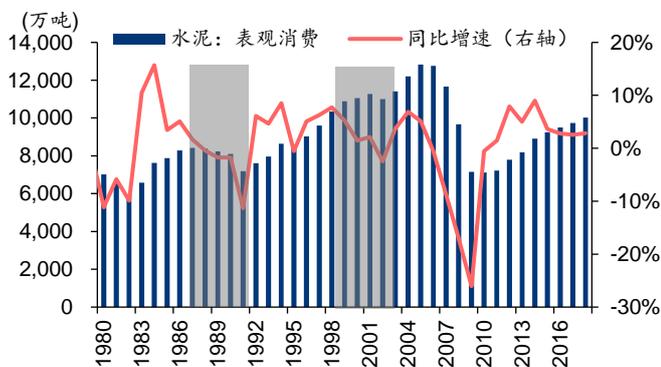
资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 华泰证券研究所

图表18: 1980年至今美国汽车产、销量及增速



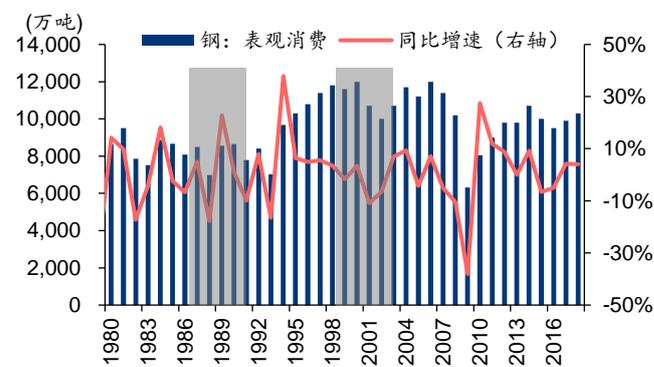
资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 华泰证券研究所

图表19: 1980年至今美国水泥表观消费及同比增速



资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 华泰证券研究所

图表20: 1980年至今美国钢铁表观消费及同比增速



资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 华泰证券研究所

20世纪60年代，美国钢铁行业面临内忧外患

价格领导者机制为美国钢铁业埋下隐患²。19世纪90年代，受益于铁路等固定资产投资，美国钢铁业发展较快，钢铁年产量增速在10%左右。美国拥有数百个小的、分散的非联合生产商，同时行业集中度提升，出现了一些较大的钢铁公司，如由5家钢企合并而成的联邦钢铁、卡内基钢铁（1900年，产量占比18%）及一些细分领域的托拉斯——美国钢板、谢尔比钢管、美国锡板等。在价格上，多采用固定协议，但钢铁公司常常不遵守。

20世纪初，一些非联合钢铁生产商考虑兴建设备，转型为联合生产商。卡内基钢铁的领导者施瓦布担心行业产能过剩，威胁钢材高价。施瓦布联手银行家摩根对钢铁行业进行合并——卡内基、联邦钢铁、国家钢铁、谢尔比钢管等177个生产厂，42个铁矿公司及1000英里铁路被整合进USS。1901年成立的USS拥有全美65%的钢锭、66%的铸件、73%的锡钢片、78%的盘条及83%的无缝钢管。

在价格制定问题上，施瓦布主张完全竞争市场下的定价模式，USS时任董事长加里主张发挥USS的领导作用，制定合理价格，以减少无序竞争，后者获胜。在最初的几年，加里价格机制并没有得到很好的执行，1907年美国发生经济恐慌，加里价格经常被背弃。1909年，经过加里宴会上长期的劝说，以及USS行业领导地位的巩固，美国钢材价格回到正轨上，加里价格机制除了偶尔的偏离，在1909-1958年的大部分年份里都得到较好的执行。

在价格领导模式下，USS制定价格使自己利润最大化，成本低于钢价的边缘钢厂在此价格下进行生产、销售。边缘钢厂有动力快速扩张产量，USS作为价格领导者只能选择以较慢的速度进行扩张（在给定价格下，边缘钢厂的最优策略是快速扩张，且因为体量小，扩张短期对价格影响小；USS体量大，如果快速扩张，对价格影响大；USS的扩张速度低于边缘钢厂的扩张速度），并逐渐丢失市场份额，从1901年到1930年，USS的市占率从65%下降至41%，USS的价格领导能力也随之下降。

图表21：1901-1940年美国钢铁市占率

时间	美国钢铁市占率
1901	66%
1910	54%
1920	46%
1930	41%
1940	28%

资料来源：Industry structure, strategy, and public policy, 华泰证券研究所

在1929-1933年的大萧条时期，美国钢铁行业产能利用率仅48.5%。国家钢铁应用新的生产技术，拥有较低的制造成本，背弃USS的价格领导，以较低的钢材价格实现100%的产能利用率，USS不得不主动减产以维持价格领导。

在USS的价格领导下，USS及边缘钢厂均拥有较舒适的竞争环境，生产效率改善缓慢，技术、设备更新也逐渐放缓，设备的陈旧直接导致美国钢厂成材率偏低。二战后，强势的工会不断组织工人罢工，钢企多被迫接受工资上行，并将人工成本上行转移至下游行业，从而影响其他行业的成本。1962年，USS宣布的涨价引发公众舆论及肯尼迪总统批评，USS不再愿意充当价格领导者。1968年，USS因担心市占率进一步下滑，因此秘密降价，伯利恒与USS展开价格战，后以USS重新提高价格、行业纪律恢复结束。

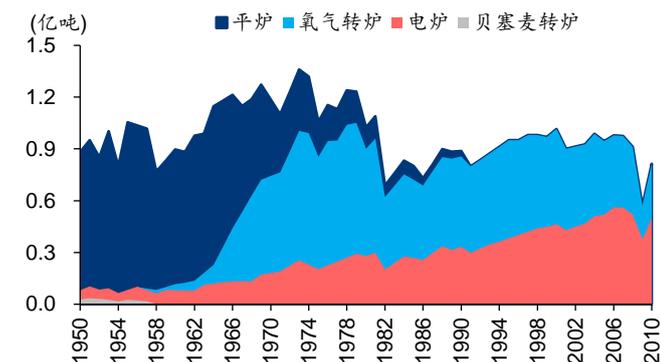
美国对氧气转炉等技术应用晚于日本、欧洲。20世纪上半叶、中叶，连续热轧技术（1923年）、氧气炼钢技术（1950年）、连续浇铸技术（1952年）等等都在美国钢铁行业快速得以应用，从而助推美国钢铁行业在全球具备竞争力。

² Industry structure, strategy, and public policy, F.M.Scherer, 1998

1952年奥地利林嗣钢厂和多纳维茨钢厂首先采用氧气顶吹转炉炼钢法，1957年后美国、日本、西德等国均开始采用。美国在使用之初未购买奥地利专利，引发专利权纠纷，最终美国胜诉。同时，美国钢厂对自身使用的平炉炼钢较为自信，对氧气顶吹转炉技术的应用较为迟缓，1957年，USS在对国会的报告中表示美国钢铁行业的生产效率，其他国家一直无法效仿，公司已经考察了欧洲流行的方法，但并不认为这种方法理想。

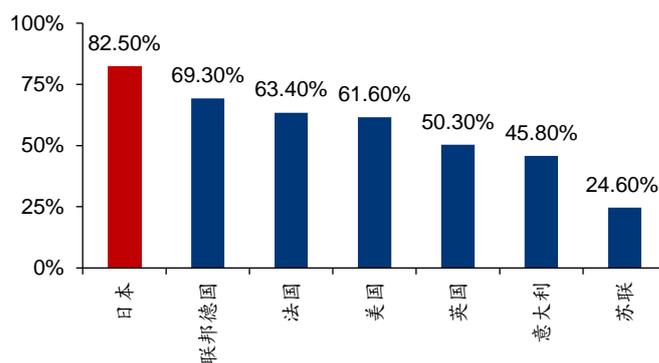
日本对氧气顶吹转炉炼钢法十分关注，向奥地利购买相关专利，仅用20年时间即用转炉替代所有平炉，日本对新技术投入大量研究，成为氧气顶吹转炉炼钢法最发达的国家。美国在60年代中后期才开始大量应用氧气顶吹转炉炼钢法，到80年代后期，仍有少量平炉。

图表22：1950-2010美国分技术类型的粗钢产量



资料来源：张春霞等《中国钢铁工业能效对标研究》，华泰证券研究所

图表23：1975年主要钢铁强国氧气顶吹转炉炼钢生产比率



资料来源：《日本产业政策研究》，华泰证券研究所

氧气顶吹转炉设备简单、占地面积小，可较同产量规模的平炉车间节省30%-40%左右，且生产规模越大，单位基础设施投资越小。转炉所需人工较少，运营管理费用也更低，转炉煤气回收技术的发展又进一步压低运营成本。在原料上，转炉的适应性更好，对铁矿石杂质含量要求低。同时，转炉的生产效率也更高，80t转炉日产量可以达到3000-4000t，而100t平炉日产量仅300-400吨。美国在转炉应用上滞后，生产效率开始落后于日本、西德，并逐渐丧失成本优势。

煤、铁矿资源枯竭，早期区位优势下降。早期，美国钢厂多靠近煤矿、铁矿等资源，苏必利尔湖附近有铁矿，五大湖南部和东部有煤矿，叠加五大湖便利的水运条件，五大湖地区成为美国的钢铁工业中心。后期随着煤矿、铁矿资源的枯竭，美国开始从海外进口铁矿，而非临港的钢厂布局导致原材料的成本十分高昂，同时也不利于钢材出口。

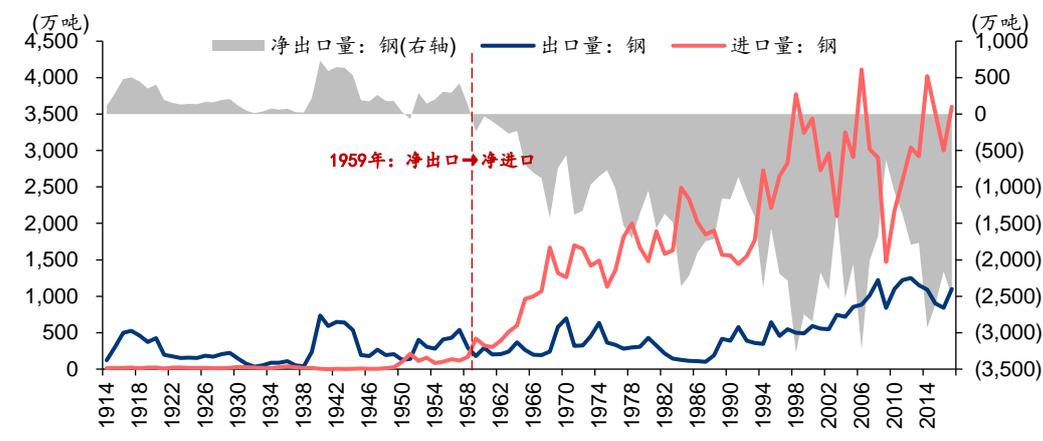
强势工会及罢工运动加速美国钢铁业衰落。二战后，美国工会组织强大，钢企和工会每隔三年进行工资谈判，常常引发工人大罢工，1949年罢工41天，1952年罢工62天，1956年罢工34天，1959年则发生了持续115天的50万人大罢工。

美国钢铁工人数次罢工均影响了钢铁行业的正常供货，由于提前知道三年一次的工资谈判可能导致罢工，钢铁用户转而向欧洲、日韩钢厂订购钢材，逐步发现欧洲、日韩钢材物美价廉，美国钢铁行业开始面对欧洲、日韩钢厂的冲击。

1972年，为减少罢工事件和来自欧洲、日韩钢厂的竞争，美国钢厂与工会展开实验性谈判，约定：限制工人罢工权力；每年提供150美元奖金，每年工资上涨3%以奖励生产效率提高；如果生活成本上涨，也将得到补贴。然而，1973年石油危机爆发，推高CPI，美国钢厂不得不对上行的生活成本进行补贴；同时，由于需求萎靡、产量下降，生产效率并未提高。1973年，钢铁工人平均时薪7.2美元，其他行业制造业是4.82美元，到了1980年，钢铁工人平均时薪高达16.82美元，而其他行业制造业仅8.68美元。

自1959年美国成为钢铁净进口国，至今再未逆转。1959年的115天50万钢铁工人大罢工，持续时间长，下游用户转向进口钢材，直接导致美国成为钢铁净进口国，至今未逆转。

图表24：1914年至今美国钢铁进出口量



资料来源：CEIC, USGS; 华泰证券研究所

为应对进口钢材的竞争，美国钢企、工会及钢铁生产区域的议员联合游说美国政府。美国政府对行业给予大量资金补贴，通过法案禁止机场等基建项目使用海外廉价钢铁，以此保证国产钢材利润。更重要的是，美国对国内钢铁实施贸易保护政策，如VRAs、TPM等。

图表25：美国对外贸易政策一览

时间	政策名称	内容及影响
1969	VRAs 自愿限制协定	日本和欧共体同意从1969年1月1日起在未来的三年里将各自对美国的钢铁出口限制在575万吨（1969年）、604万吨（1970年）、635万吨（1971年）。由于只限制了欧共体和日本对美出口的总量，没有限制具体产品和型号，于是欧共体和日本将其出口产品结构升级为具有更高附加值的产品，同时，未受限制的国家也增加了对美国的出口
1972	VRAs 自愿限制协定续期	美国将VRA延长了三年，同时将英国也列入了受限制的国家名单里，并对具体钢产品的精确进口吨数限制做了规定，同时把允许进口的年增长吨数从5%降低至2.5%
1974	《贸易法》	提出“201条款”，该条款授权总统在来自其它国家的进口产品数量以致给国内产业造成严重损害威胁时，采取适当的救济措施以防止或补救损害并便利国内产业必要的调整
1974	《贸易改革法》	提出“美国根据贸易协定所享受权利的实和对某些外国贸易作法的回答”，即“301条款”。具体为：当进口商品对美国企业、工人造成“严重危害”时，总统有权采取提高关税、设置进口限额等“进口补救”措施；反对别国采取“不公平”贸易作法，在必要时总统可以采取报复手段。该法案设置的301条款，确定了美国保护自身利益和制裁其他国家的不公平贸易做法的原则和法律基础，成为美国对别国施加经济压力的重要手段
1978	基准价格体系（TPM）	卡特政府提出“基准价格体系”，以日本单位生产成本、利润率和运往美国市场的运输成本为基础，为钢产品建立“公平价值”的进口基准价格。在该体系下，低于基准价格进入美国市场的进口钢将被认为是倾销，并会自动引发一个由政府主导的反倾销调查。因日本和欧洲生产成本之间的差距和日元对美元汇率的变化等因素，欧洲生产者可以在降低出口价格的同时依然以高于基准价格的价格进入美国市场
1980	基准价格体系（TPM）重新恢复	美国重新恢复“基准价格体系”，这次设立了更高的基准价格和防止未来进口激增的定量进口限制特别条款，虽然TPM持续运作，1981年钢铁市场进口份额仍在稳步增长。在经历了1982年的大萧条之后，钢铁业将矛头指向欧洲，并于1982年1月提交了针对全部欧共体钢铁出口国家、巴西和罗马尼亚的61个反补贴税和33个反倾销税请愿。TPM最终失效
1982	与欧共体达成新一轮VRAs	1982年，新一轮“自愿限制协议”启动，此次计划持续到1985年12月，欧共体钢管出口被限制在美国总产量的5.9% ³ 。此轮限制导致了非欧洲国家对美国市场出口的大幅增长，未被VRA限制的出口很快填补了欧共体出口下降的空缺
1988	《贸易和竞争力综合法案》	美国政府参加关贸总协定多边贸易的谈判，强化贸易保护主义法规，集中体现在“301条款”、“特别301”和“超级301” ⁴ 。该法案在为美国产品打开国际市场的同时也保护了国内市场。美国政府认为“超级301”是“开启市场及扩展贸易的铁锤”，是美国单方面对强硬贸易伙伴施加压力的法宝
2002	“201”调查	布什总统对进口钢铁启动全球保障措施调查，此举给美国最大钢铁供应商欧盟造成的经济损失或高达数十亿美元。韩国、日本、巴西等国也因此而深受其害，美国钢铁企业则掀起了新一轮的并购浪潮

资料来源：《国际贸易》，《美国对外贸易政策》；华泰证券研究所

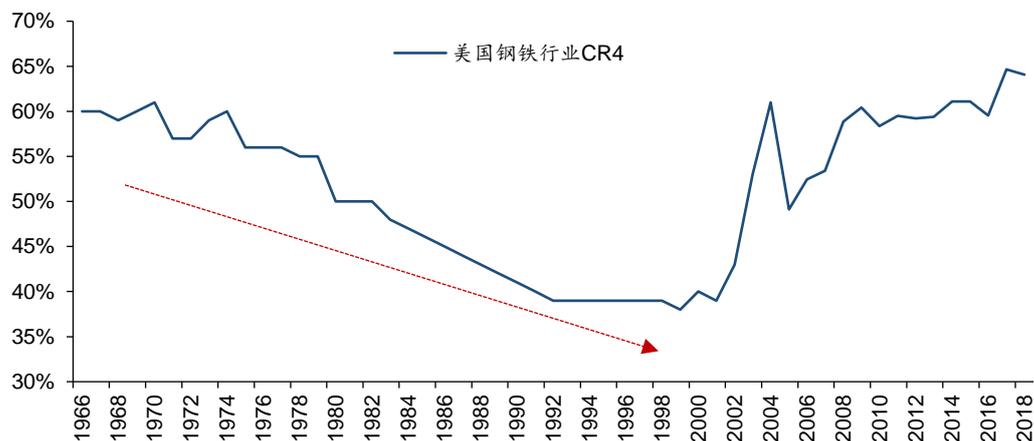
³ Gary Clyde Hufbauer; Diane T. Berliner; Kimberly Ann Elliott. Trade protection in the united states: 31 case studies[J]. International Executive. 1986, Vol. 28(No. 2): 26-27.

⁴ “301条款”：指对1974年贸易改革法301条款的修订
 “特别301”：正式名称为“确定那些拒绝为知识产权提供足够保护或市场的国家”
 “超级301”：正式名称为“贸易自由化重点的确定”

美国政府对国内钢铁行业的保护政策在短期为行业利润带来好转，但客观上也导致行业内钢企缺乏进取心，未能在技术、效率、成本上有进步，且更依赖政府给予贸易保护政策。

USS 市占率不断下降，边缘钢企不断扩张。前面提及价格领导者 USS 的扩张速度慢，边缘钢企的扩张速度快，美国钢铁行业集中度在 1960-2000 年区间不断下行，行业竞争格局逐渐从寡头向完全竞争市场过渡。

图表26： 美国钢铁行业 CR4



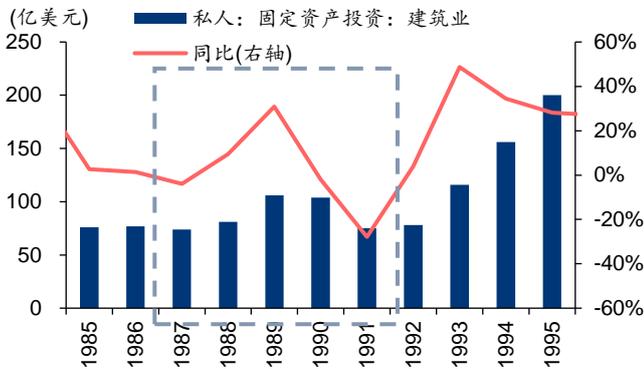
资料来源：公司公告，世界钢铁协会，华泰证券研究所

纽柯钢铁的成功崛起：后发优势、以小博大

1987-1991年：在需求震荡、供给崩坏中崛起

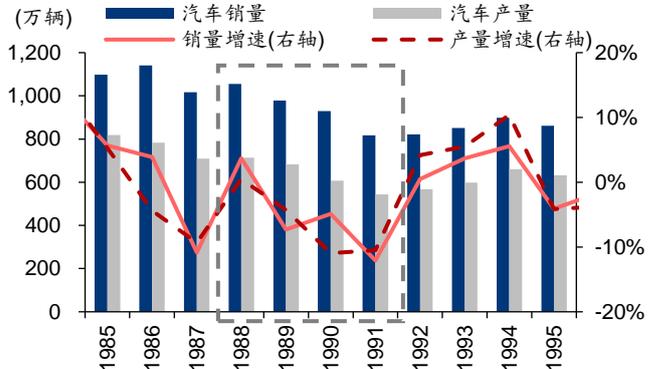
1987-1991年，美国钢铁需求震荡下行。美国建筑业投资在1987、1998、1991年出现负增长，1991年增速低至-27.9%，汽车产量在此四年间仅1988年小幅增长0.5%。

图表27：1985-1995年美国建筑业私人固定资产投资及同比增速



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表28：1985-1995年美国汽车产、销量



资料来源：CEIC, 美国经济分析局, 华泰证券研究所

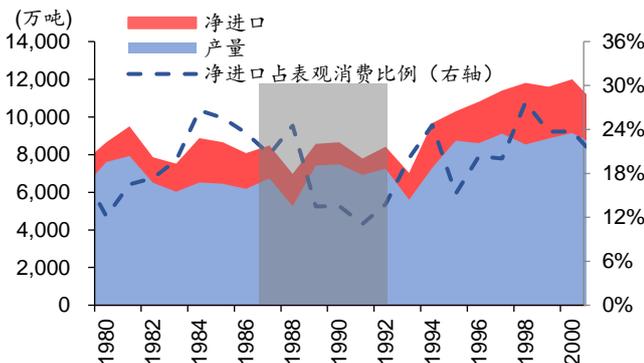
图表29：1985-1995年美国建筑业投资、汽车产量、水泥与钢材表现消费量增速

年份	建筑业投资 (私人) (%)	汽车产量 (%)	水泥表现消费 (%)	钢铁表现消费 (%)
1985	2.7%	5.3%	3.5%	-2.5%
1986	1.3%	-4.4%	5.1%	-6.7%
1987	-3.9%	-9.3%	1.7%	5.1%
1988	9.5%	0.5%	-0.4%	-17.8%
1989	30.9%	-4.3%	-1.7%	22.8%
1990	-1.9%	-10.9%	-1.8%	0.9%
1991	-27.9%	-10.5%	-11.3%	-9.9%
1992	4.0%	4.2%	6.1%	8.0%
1993	48.7%	5.5%	4.6%	-16.5%
1994	34.5%	10.4%	8.5%	37.9%
1995	28.2%	-4.2%	-0.5%	6.4%

资料来源：CEIC、美国经济分析局、Wind, 华泰证券研究所

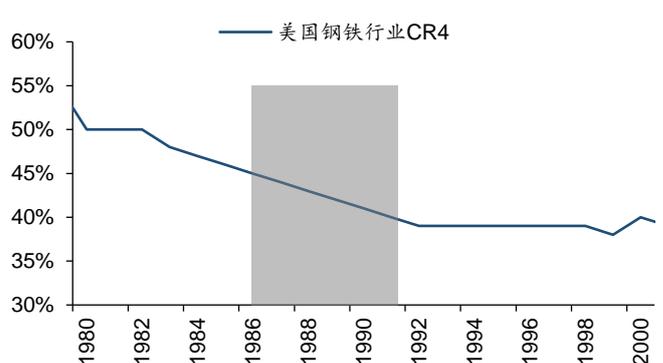
1987-1991年，美国进口钢材回落、钢铁行业集中度下行。1988年起，美国实行《贸易和竞争力综合法案》限制进口，美国内需不佳，1987-1991年，钢铁净进口量下行，期间复合增速-16.2%，净进口量占表观消费比例从1987年的20.6%下降至1991年的11.1%。1991年后，美国内需回复，钢材进口再次上行。此外，美国钢铁行业集中度逐步下行。

图表30：1980-2000年美国钢铁产量及净进口情况



资料来源：CEIC, 华泰证券研究所

图表31：1980-2000年美国钢铁行业CR4



资料来源：CEIC, 公司公告, 华泰证券研究所

纽柯钢铁选择短流程，投资小、经营灵活。纽柯钢铁起步后选择了当时非主流的短流程电弧炉技术，电弧炉投资小，原材料废钢来源广（美国城市化、工业化时间长，积累大量废钢），适合纽柯钢铁的分散布局、分权机制，在选址、经营上更加灵活。纽柯钢铁主要围绕经济发达、需求旺盛的城市区域、工业区布局，城市、工业区是废钢来源也是钢材销售地，有效地节省了原料运输成本及钢材销售费用。

图表32： 纽柯钢铁钢厂分布（2018年）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表33： 纽柯钢铁原材料厂分布（2018年）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

扁平化管理、拒绝工会，以市场化激励为主。纽柯钢铁实施扁平化管理，“小总部、大分厂”，总部仅对下属工厂的财务经营状况进行监控，不过多干涉分厂内部的经营主动性⁵。分厂内仅设4个层级，分别为厂长、业务部门主任或经理、车间主任或领班、一般员工，有效提高了沟通效率、降低了管理成本。

纽柯钢铁有较好的激励机制，通过多种市场化手段提高员工待遇，例如：降低员工基本工资，加强劳动绩效考核，激发员工积极性；在业绩较差时，选择整体降薪而不是裁员，且管理层降薪比例更高，以提升员工凝聚力、归属感。纽柯钢铁工人基本工资占实际收入比例较小，通常超产奖金在基本工资的100%-200%左右。1996年，纽柯钢铁工人年均收入超过6万美元，居美国钢铁行业首位⁶。在此背景下，纽柯钢铁员工拒绝参与工会组织。

纽柯钢铁、伯明翰钢铁等短流程钢厂的人员规模明显小于美国钢铁、伯利恒等长流程钢厂，人均营收、盈利、现金流量明显占优；与伯明翰钢铁比较，纽柯钢铁人均盈利更佳。

图表34： 1987-1995年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁人均指标对比

	员工人数 (万人)					人均营收 (万美元/人)					人均盈利 (万美元/人)					人均经营现金流净额 (万美元/人)				
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1987	0.46		3.44	0.17		18.5		13.4	12.5		1.1		0.5	0.7		3.1		1.1	1.4	
1988	0.51		3.29	0.18		20.8		16.7	18.8		2.1		1.2	1.3		2.9		2.7	2.1	
1989	0.54		3.05	0.18		23.5		17.2	24.6		1.1		0.8	2.2		1.8		2.3	1.6	
1990	0.55	2.58	2.96	0.18		26.9	23.5	16.6	25.0		1.4	1.2	-1.6	0.9		3.9	1.6	1.2	3.1	
1991	0.56	2.20	2.75	0.15		26.2	22.1	15.7	26.3		1.2	-2.3	-2.8	0.0		3.1	0.0	0.4	2.5	
1992	0.58	2.12	2.26	0.16		27.9	23.4	17.7	26.9		1.4	-7.6	-2.4	1.2		3.5	-0.4	0.6	3.0	
1993	0.59	2.15	2.06	0.15	0.64	38.2	26.1	21.0	29.8	22.8	2.1	-1.1	-1.3	0.9	-0.7	4.6	0.4	1.0	0.8	1.5
1994	0.59	2.13	1.99	0.21	0.60	50.4	28.5	24.2	34.0	33.7	3.8	0.9	0.4	1.0	4.3	7.2	0.2	1.9	1.2	-2.9
1995	0.62	2.08	1.83	0.17	0.58	55.8	31.1	26.6	53.2	39.2	4.4	1.4	1.0	3.0	4.7	7.2	2.8	3.2	4.4	5.2

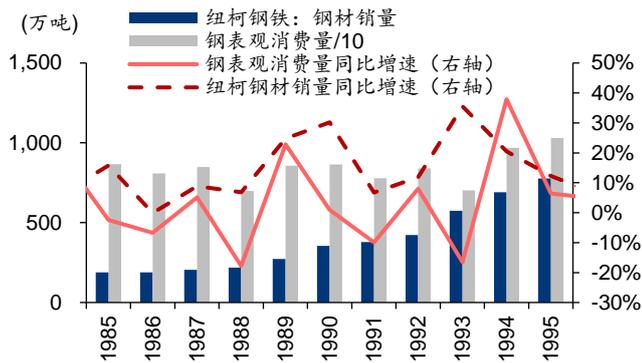
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

扩张规模、品种，逆市增长，弥补业绩下滑。1987-1991年，在美国钢铁需求萎靡、行业竞争格局恶化的背景下，纽柯钢铁仍然有盈利，经营性现金流更好，纽柯钢铁乘机扩大生产规模，钢材销量年均复合增速16.6%，市占率上行。

⁵ 王兴艳、田凯军. 《美国纽柯钢铁公司的发展研究》，冶金经济与管理，2014年3期。

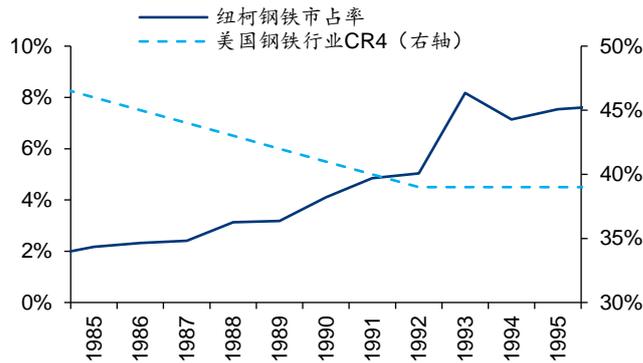
⁶ 肯·艾弗森. 《以小博大：我和我的纽柯钢业》

图表35: 1985-1995年美国粗钢表观消费量和纽柯钢铁钢材销量



资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 公司公告, 华泰证券研究所

图表36: 1985-1995年纽柯钢铁市占率与美国钢铁行业CR4



资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 公司公告, 华泰证券研究所

图表37: 1987-1995年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁资本支出与FCFF

	FCFF (亿美元)					资本支出 (亿美元)				
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1987	-0.4		3.4	-0.3		1.9		1.5	0.6	
1988	-1.9		6.7	0.0		3.5		3.0	0.5	
1989	-0.2		3.5	0.1		1.3		4.2	0.2	
1990	1.6	1.7	-0.9	0.2		0.6	3.9	4.9	0.4	
1991	-0.4	-2.6	-4.0	0.2		2.2	4.3	5.6	0.2	
1992	-1.7	-2.1	-1.4	0.0		3.8	3.0	3.3	0.6	
1993	-0.8	0.1	-0.6	-0.6	1.2	3.6	2.0	3.3	0.7	0.4
1994	2.5	-1.2	-0.2	-0.1	-2.1	1.9	2.5	4.4	0.4	0.9
1995	1.9	3.3	3.7	0.0	1.6	2.6	3.2	2.7	0.8	1.8

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 部分公司部分年份没有有效税率, 按照“FCFF=经营活动现金流-资本支出+利息支出”进行计算

纽柯钢铁在生产技术、产品品类上也不断取得进步, 如在 1986 年开始紧固件加工生产、1988 年开始生产宽翼缘梁及建筑用钢, 并于 1989 年开始生产冷轧薄板。值得一提的是, 1989 年前, 仅有全流程钢铁联合企业可通过复杂的工序将钢锭反复轧制成薄板, 而纽柯钢铁则另辟蹊径, 引入 SMS 公司技术, 通过带喷嘴、可精确控制钢水流动的漏斗状铸模, 直接将熔化的钢水浇铸成型薄板, 从而实现了竞争对手的技术超越⁷。

纽柯钢铁产销量上行弥补了钢价、吨钢业绩的下滑, 营收、业绩表现好于同业。从 1987 年到 1991 年, 纽柯钢铁营收从 8.5 亿上升至 14.7 亿元, 年均复合增速 14.6%, 仅在 1991 年因石油危机出现小幅下降, 而同业仅有伯明翰钢铁营收出现增长; 纽柯钢铁始终维持盈利, USS 则在 1991 年亏损 5.1 亿美元、伯利恒亏损 7.7 亿美元、伯明翰则几无盈利。

图表38: 1987-1995年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁利润表数据对比

	营业收入 (亿美元)				归属于母公司股东净利润 (亿美元)					毛利率 (%)				净利率 (%)						
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1987	8.5		46.2	2.2		0.5		1.7	0.1		16.2		6.3	17.7		5.9		3.8	5.4	
1988	10.6		54.9	3.4		1.1		4.0	0.2		16.2		12.4	17.7		10.3		7.3	7.2	
1989	12.7		52.5	4.4		0.6		2.5	0.4		12.9		10.0	20.7		4.6		4.7	8.8	
1990	14.8	60.7	49.0	4.4		0.8	3.1	-4.6	0.2		12.7	9.5	5.4	15.1		5.1	5.1	-9.5	3.7	
1991	14.7	48.6	43.2	4.1		0.6	-5.1	-7.7	0.0		11.1	-2.5	0.4	11.1		4.4	-10.4	-17.8	0.0	
1992	16.2	49.5	40.1	4.2		0.8	-16.1	-5.5	0.2		12.5	-2.4	-1.1	14.1		4.9	-32.5	-13.7	4.5	
1993	22.5	56.1	43.2	4.4	14.6	1.2	-2.4	-2.7	0.1	-0.4	12.8	6.0	4.9	11.2	0.3	5.5	-4.2	-6.2	2.9	-2.9
1994	29.8	60.7	48.2	7.0	20.2	2.3	2.0	0.8	0.2	2.6	16.3	6.8	5.6	10.8	14.4	7.6	3.3	1.7	3.1	12.8
1995	34.6	64.8	48.7	8.9	22.6	2.7	3.0	1.8	0.5	2.7	16.2	9.1	7.8	14.6	18.4	7.9	4.6	3.7	5.7	11.9

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

⁷ 王兴艳、田凯军. 《美国纽柯钢铁公司的发展研究》, 2014年3期.

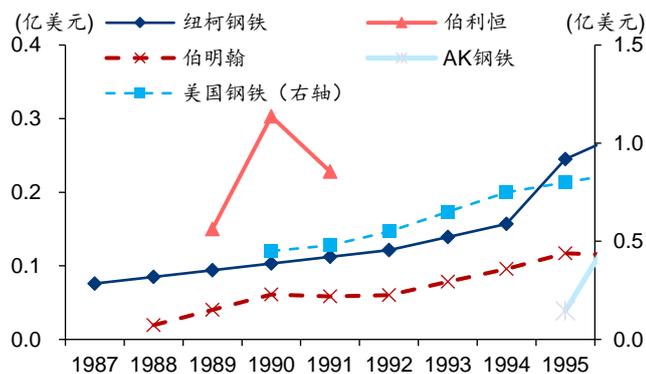
图表39: 1987-1995年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁财务比率对比

	ROE (%)					ROA (%)					资产负债率 (%)				
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1987											30.9		74.7	65.9	
1988	22.8		31.3	28.1		13.6		8.7	10.9		36.3		59.7	57.6	
1989	10.4		14.0	30.5		5.8		5.3	14.0		35.6		58.2	51.2	
1990	12.1		-34.1	11.0		7.2		-10.1	5.3		27.0	59.8	66.0	52.0	
1991	9.5	-26.2	-85.8	0.0		5.8	-9.0	-18.0	0.0		29.3	69.9	83.7	61.2	
1992	10.6	-170.4	-79.5	10.8		5.9	-27.0	-11.4	5.1		38.0	96.0	85.6	44.7	
1993	14.6	-64.2	-41.9	5.8		7.4	-3.7	-4.7	3.0		42.9	90.7	88.1	51.0	138.6
1994	22.4	23.5	4.1	6.5		11.8	3.1	1.4	3.8	14.9	35.1	84.4	80.0	36.4	76.8
1995	21.9	24.6	11.6	11.3	45.1	12.8	4.6	3.1	7.0	13.3	30.2	78.4	78.3	39.3	68.1

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 部分年份部分公司所有者权益为负, 故无 ROE 指标

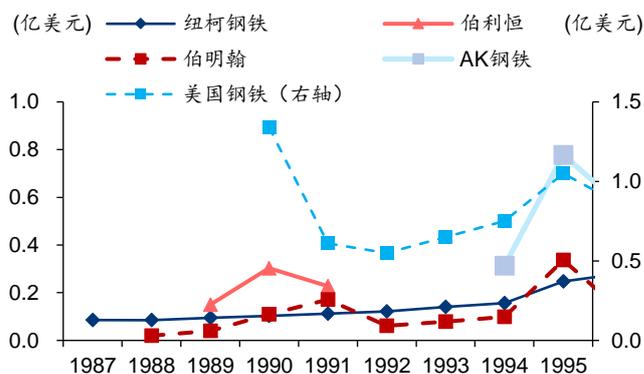
稳定增长的分红给予长期投资者良好预期。周期公司业绩波动较大, 即使维持稳定的分红率, 投资者也较难获得稳定的股息回报。因此, 在分红策略上, 纽柯钢铁选择的是稳定增长的每股分红、每股总回报, 以平滑股价的波动。如 1989 年纽柯钢铁业绩仅 0.6 亿美元, 远逊于 1988 年的 1.1 亿美元, 而分红规模未出现下滑。

图表40: 1987-1995年纽柯钢铁与同业公司普通股股利



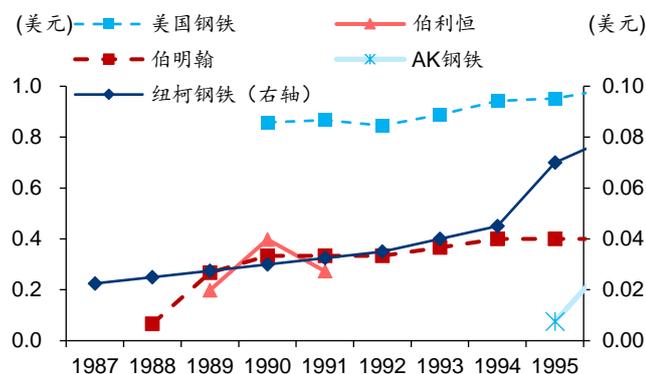
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表41: 1987-1995年纽柯钢铁与同业公司股东总回报



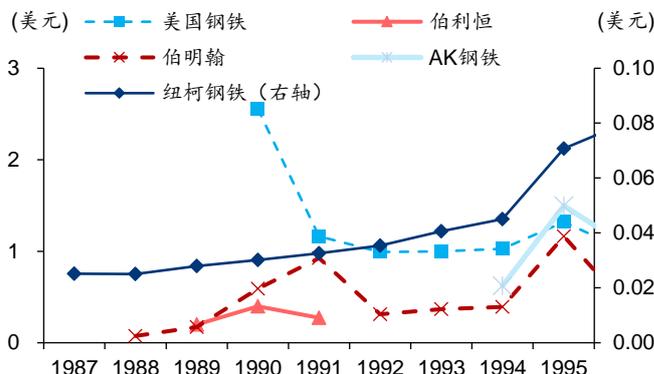
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 股东总回报=分红+回购库藏股, 不考虑资本收益

图表42: 1987-1995年纽柯钢铁与同业公司每股分红



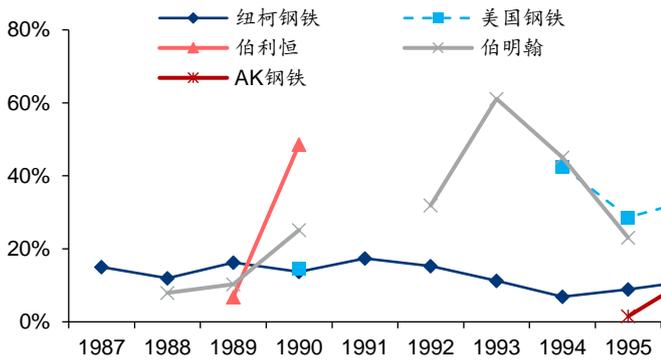
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表43: 1987-1995年纽柯钢铁与同业公司每股股东总回报



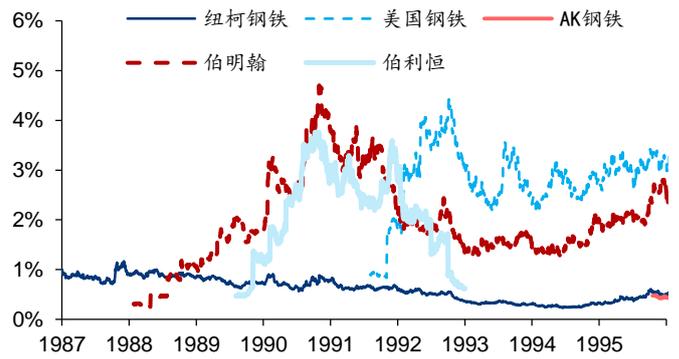
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 股东总回报=分红+回购库藏股, 不考虑资本收益; 每股股东总回报=股东总回报/总股本

图表44: 1987-1995年纽柯钢铁与同业公司股利支付率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

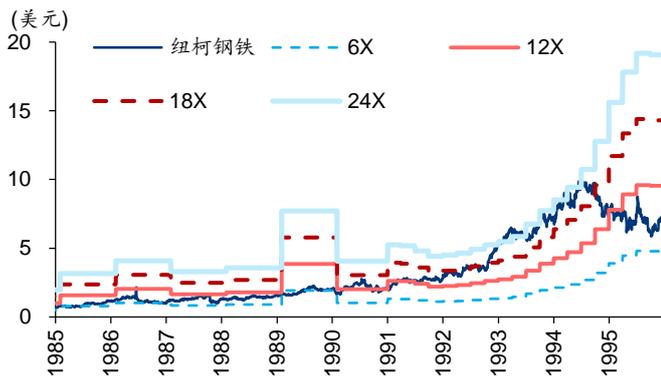
图表45: 1987-1995年纽柯钢铁与同业公司股息率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

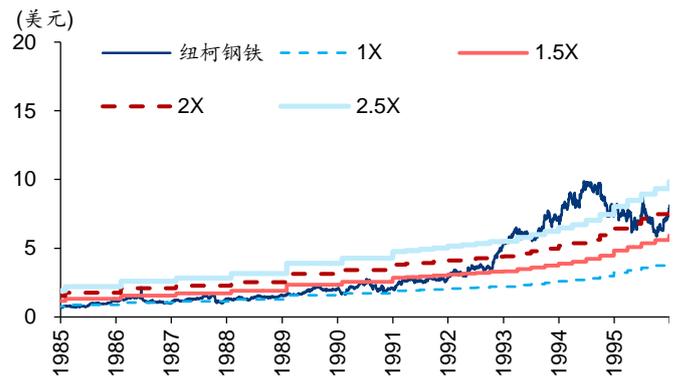
稳定增长的利润凸显其投资价值。纽柯钢铁突出的盈利能力、稳定的每股回报,使得纽柯钢铁在市场上维持了相对低位且稳定的估值水平,1987-1991年间,公司PE估值维持在6倍左右、PB估值维持在1倍左右,是优质的投资标的。同期上市钢企中,伯利恒PE估值在15-20倍左右,PB估值在0.8-1倍左右;伯明翰PE估值在7-10倍左右,PB估值在1.2-1.4倍左右。

图表46: 1985-1995年纽柯钢铁 PE-band



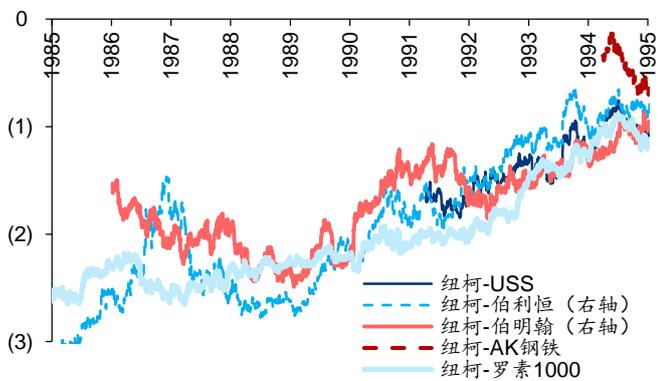
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表47: 1985-1995年纽柯钢铁 PB-band



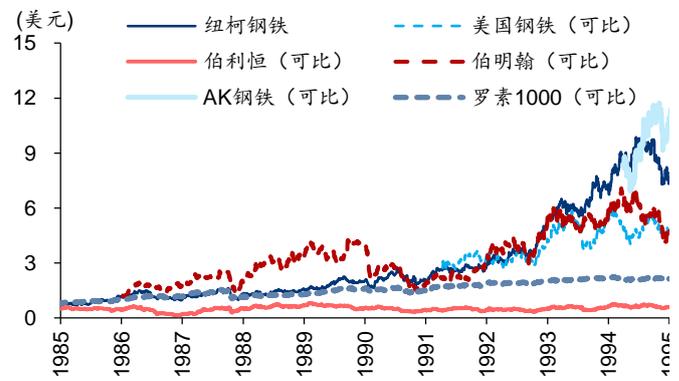
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表48: 1985-1995年纽柯钢铁相对同业公司及罗素1000指数收益



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 相对收益=ln(纽柯钢铁收盘价/可比公司、指数收盘价)

图表49: 1985-1995年纽柯钢铁及同业公司、罗素1000指数收盘价

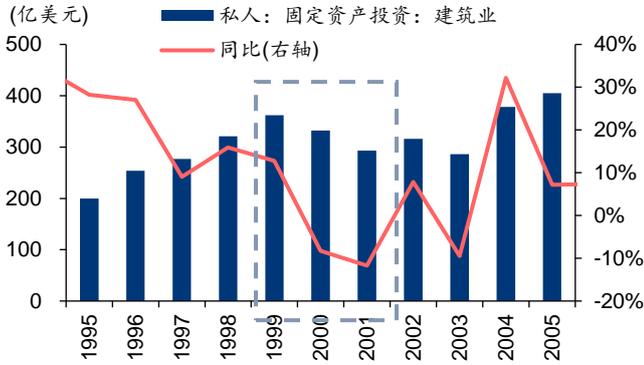


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 公司、指数收盘价(可比)=T日可比公司、指数收盘价*(基准日纽柯钢铁收盘价/基准日可比公司、指数收盘价),其中基准日为1985年1月1日,若该时点未有收盘价,则取自最早有数据的时点

1999-2003年：再次对抗需求下行，跑赢指数

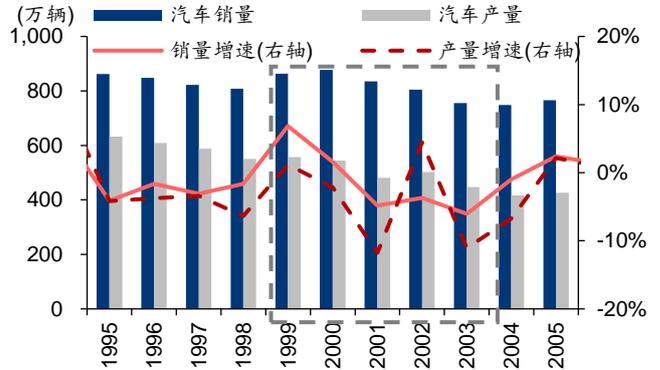
1999-2003年，钢铁行业需求下行。1999-2003年，美国钢铁行业面临新一轮下游需求下行周期，期间建筑业私人投资年均复合增速为-4.6%，汽车产量年均复合增速为-4.3%。

图表50： 1995-2005年美国建筑业私人固定资产投资及同比增速



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表51： 1995-2005年美国汽车产、销量



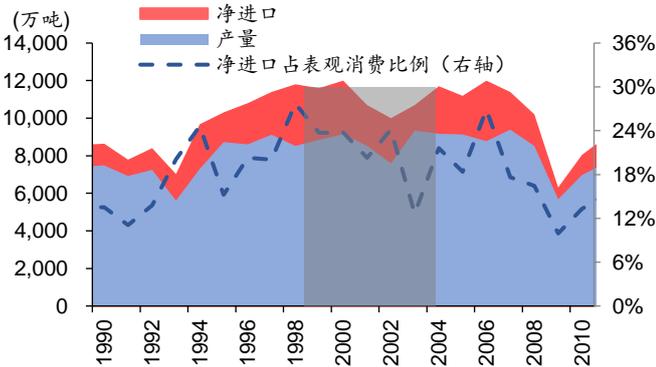
资料来源：CEIC, 美国经济分析局, 华泰证券研究所

图表52： 1995-2005年美国建筑业投资、汽车产量、水泥与钢材表观消费量增速

年份	建筑业投资 (私人)	汽车产量	水泥表观消费	钢铁表观消费
1995	28.2%	-4.2%	-0.5%	6.4%
1996	27.0%	-3.7%	5.1%	4.9%
1997	9.1%	-3.4%	6.3%	5.6%
1998	15.9%	-6.4%	7.7%	3.5%
1999	12.8%	1.2%	5.2%	-1.7%
2000	-8.3%	-2.2%	1.5%	3.4%
2001	-11.7%	-11.8%	2.1%	-10.8%
2002	7.8%	4.5%	-2.5%	-6.5%
2003	-9.5%	-11.1%	3.7%	7.0%
2004	32.2%	-6.8%	6.9%	9.3%
2005	7.1%	2.2%	5.1%	-4.3%

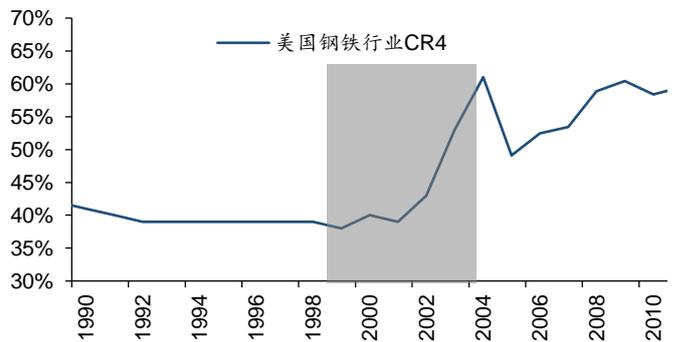
资料来源：CEIC、美国经济分析局、Wind, 华泰证券研究所

图表53： 1990-2010年美国钢铁产量及净进口情况



资料来源：CEIC, 华泰证券研究所

图表54： 1990-2010年美国钢铁行业CR4

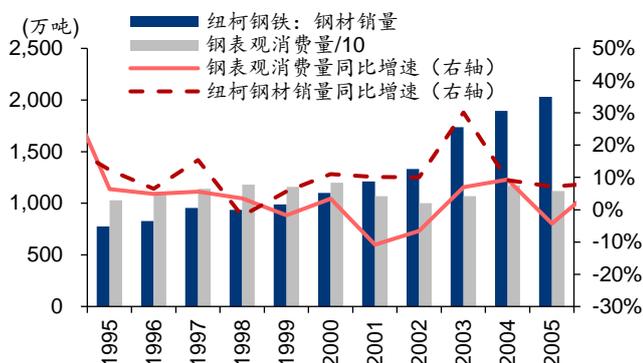


资料来源：CEIC, 公司公告, 华泰证券研究所

钢铁行业：破产、兼并、限制进口。1999-2003年，因需求下行，美国钢铁行业再次面临困境、大量破产，以纽柯钢铁和USS为代表的龙头钢企大量并购，CR4从1999年的38%上行至2003年的53%。同期，钢铁进口表现与1987-1991年较为类似，政府通过贸易保护政策强势扭转局面，例如2002年开始实行的201调查，期间进口量、净进口量年均复合增速分别为-10.3%、-16.2%，净进口量占表观消费量比例从23.7%回落至12.7%。

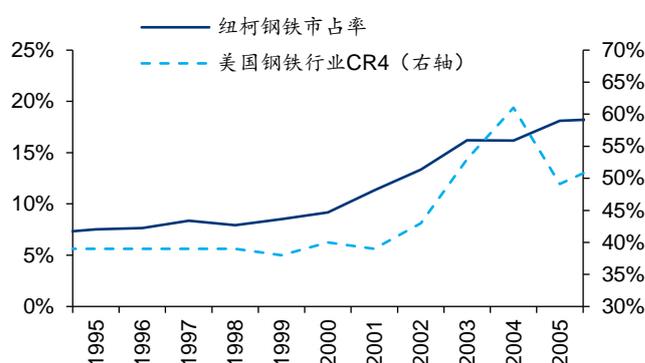
纽柯钢铁再次成功穿越下行周期。在此次需求下行期间，纽柯钢铁依旧通过低成本保证盈利优势，并趁机大量现金收购破产钢企，再次实现快速扩张，逐渐成为全美钢铁龙头。

图表55: 1995-2005年美国粗钢表观消费量和纽柯钢铁钢材销量



资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 公司公告, 华泰证券研究所

图表56: 1995-2005年纽柯钢铁市占率与美国钢铁行业CR4



资料来源: CEIC, 美国经济分析局, 公司公告, 华泰证券研究所

图表57: 纽柯钢铁 21 世纪以来并购活动一览

时间点	并购对象	并购对象描述	并购过程及结果
2001.03	Auburn 钢公司	1974 年投产, 主要产品为小型材	1.15 亿美元收购
2001.11	Ited 钢公司	主要产品为轻量型钢结构	900 万美元收购, 为进入轻量型钢结构市场提供平台
2002.07	Trico 钢公司	主要产品为薄钢, 有短流程技术, 被收购时处于破产保护状态	1.167 亿美元收购。其后, 纽柯加快设施的启动投产, 于 9 月中旬成功炼出第一炉钢, 浇出第一块板坯, 并将薄钢产量提高 30%
2002.12	伯明翰钢公司	主要产品为线材和棒材, 有短流程技术	6.15 亿美元收购, 将线棒材产量提高约 30%
2003.03	北极星钢公司 Kingman 厂	主要产品为线棒材, 有短流程技术	3500 万美元收购
2004.08	Worthington 工业公司 Decatur 冷轧厂	主要产品为薄冷轧和薄板	8000 万美元收购
2005.06	Marion 钢公司	主要产品为小型材	1100 万美元收购
2006.05	Connecticut 钢公司	主要产品为棒材、钢筋、钢丝网和结构钢	4300 万美元收购, 扩大公司产品结构, 开拓建筑用钢市场, 并提高开发新产品的能力
2006.11	Verco 制造公司	主要产品为钢制屋顶和屋顶承板。于美国西部有三个生产厂, 分别位于亚利桑纳州的凤凰城、加利福尼亚州的 Fontana 和 Antioch	1.8 亿美元收购。其后, 钢承板年产量超过 50 万吨
2007.03	Harris 钢公司	加拿大公司, 主要产品包括钢筋、线材、冷轧棒材、大型工业用钢格板、铝格板等	12 亿加元完成 96.6% 股权收购, 为向下游深加工产业发展增加机会
2007.08	Magnatrx 公司	主要产品为金属建筑产品, 是北美金属建筑产品的主要供应商	2.8 亿美元收购
2008.03	SHVNorth AmericaCorp 子公司 David J. Joseph	主要产品为热压块铁、直接还原铁等, 年回收废铁 1340 万吨	14.4 亿美元收购。其后年加工废铁料 400 万吨, 为控制原材料供应和价格提供便利
2012.05	Skyline Steel 公司	主要产品为钢板桩	6.05 亿美元收购
2014.09	加拉廷钢公司	主要产品为薄板	7.7 亿美元收购, 将扁平材产能提升 16% 至约 1170 万吨
2016.11	独立钢管公司 ITC	主要产品为中空型钢	4.35 亿美元收购
2016.12	南部钢管公司 IT	主要产品为中空构造型钢, 年发货量约 22 万吨	1.3 亿美元收购。其后自产钢材产品深加工的比例将提升至约 20%
2017.01	共和导管公司	主要产品为镀锌金属管、金属导管以及热镀锌金属导管	以 3.35 亿美元完成收购, 获得高附加值钢管生产线, 为扩大在美钢管份额提供便利

资料来源: 《美国钢铁企业的并购浪潮及特点分析》, 《美国钢铁业的并购与发展》, 《纽柯钢铁竞争力分析》, 《全球钢铁产业并购整合踟蹰不前》, 华泰证券研究所

期间, 纽柯钢铁保持盈利及正的 FCFF, 而同业公司均在不同年份亏损、出现负的 FCFF。纽柯钢铁继续逆周期扩张, 使用现金收购钢厂, 资本开支规模较同业高; 伯利恒、伯明翰于 2002 年破产关闭。

图表58: 1995-2005年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁财务数据对比一

	营业收入 (亿美元)					归属于母公司股东净利润 (亿美元)					毛利率 (%)				净利率 (%)					
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1995	34.6	64.8	48.7	8.9	22.6	2.7	3.0	1.8	0.5	2.7	16.2	9.1	7.8	14.6	18.4	7.9	4.6	3.7	5.7	11.9
1996	36.5	65.3	46.8	8.3	23.0	2.5	2.7	-3.1	0.0	1.5	13.9	6.3	5.2	8.1	16.5	6.8	4.2	-6.6	-0.3	6.3
1997	41.8	68.1	46.3	9.8	24.4	2.9	4.5	2.8	0.1	1.5	14.5	11.0	7.5	8.8	16.2	7.0	6.6	6.1	1.5	6.2
1998	41.5	61.8	44.8	8.4	40.3	2.6	3.6	1.2	0.0	3.3	13.5	11.0	7.8	13.1	15.9	6.4	5.9	2.7	0.2	8.2
1999	40.1	55.4	40.9	9.8	43.7	2.4	0.4	-1.8	-2.2	0.7	13.2	3.9	-1.4	8.1	15.0	6.1	0.8	-4.5	-22.9	1.5
2000	45.9	60.9	40.9	7.7	46.1	3.0	-0.2	-1.2	-0.5	1.3	14.4	1.0	0.4	10.7	13.1	6.8	-0.3	-2.9	-7.1	2.9
2001	43.3	62.9	33.3	6.0	38.3	1.1	-2.2	-19.5	-2.0	-0.9	9.7	-2.4	-11.6	9.8	10.0	2.6	-3.5	-58.5	-32.8	-2.4
2002	48.0	69.5	35.7	5.1	41.6	1.6	0.6	-7.0	-2.2	-5.0	9.8	6.3	-4.9	12.4	7.4	3.4	0.9	-19.6	-43.3	-12.1
2003	62.7	93.3			40.4	0.6	-4.6			-5.6	4.3	5.3			-1.7	1.0	-5.0			-13.9
2004	113.8	139.8			52.2	11.2	11.4			2.4	19.8	15.9			8.8	9.9	8.1			4.6
2005	127.0	140.4			56.5	13.1	9.1			-2.0	20.6	14.8			8.0	10.3	6.5			-3.5

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表59: 1995-2005年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁财务数据对比二

	ROE (%)					ROA (%)					资产负债率 (%)				
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1995	21.9	24.6	11.6	11.3	45.1	12.8	4.6	3.1	7.0	13.3	30.2	78.4	78.3	39.3	68.1
1996	16.6	17.3	-32.2	-0.5	18.6	10.1	4.2	-5.7	-0.3	6.1	28.4	75.2	81.1	51.7	70.7
1997	16.9	25.7	22.2	3.1	17.3	10.5	6.8	5.7	1.3	5.3	27.9	69.7	74.7	59.8	71.5
1998	13.4	18.4	5.9	0.3	31.8	8.5	5.4	2.3	0.1	7.9	27.0	65.0	73.5	59.1	75.9
1999	11.3	1.7	-16.4	-64.9	4.8	7.0	0.6	-3.3	-21.1	1.2	31.8	69.4	76.9	75.4	75.6
2000	14.2	-1.5	-13.4	-26.2	10.2	8.3	-0.3	-2.2	-6.0	2.5	34.4	75.1	79.5	78.1	74.8
2001	5.2	-10.2			-8.0	3.0	-2.6	-40.2	-25.2	-1.8	33.9	69.9	139.6	100.9	80.2
2002	7.2	2.7			-65.0	4.0	0.7	-17.2	-39.4	-9.5	42.0	74.6	189.0	153.4	90.2
2003	2.7	-33.1				1.4	-5.9			-10.8	43.9	86.1			101.1
2004	38.7	47.3				21.1	12.0			4.6	40.8	62.9			96.4
2005	33.9	25.6			-95.1	19.7	8.7			-3.6	37.3	65.8			96.0

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 部分年份部分公司所有者权益为负, 故无 ROE 指标

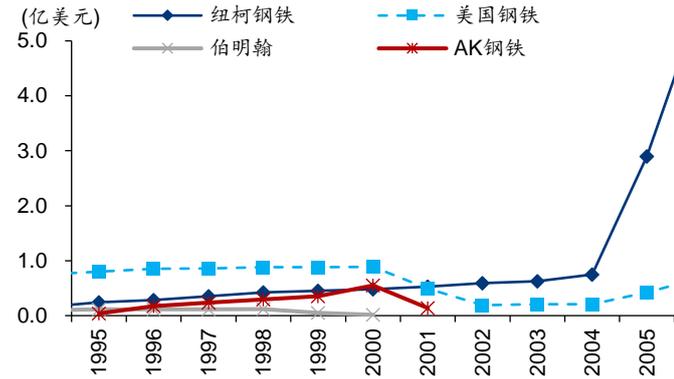
图表60: 1995-2005年纽柯钢铁、USS、伯利恒、伯明翰、AK钢铁财务数据对比三

	FCFF (亿美元)					资本支出 (亿美元)				
	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK	纽柯	USS	伯利恒	伯明翰	AK
1995	2.4	-3.2	3.7	0.0	-0.2	2.6	3.2	2.7	0.8	1.8
1996	4.2	-7.7	1.4	-1.1	2.8	5.4	3.4	2.6	1.7	1.4
1997	2.5	5.2	3.6	-1.6	1.9	3.1	2.6	2.3	2.0	6.4
1998	2.7	1.5	1.6	-0.1	3.5	5.0	3.1	3.3	0.7	8.1
1999	3.0	4.2	-2.8	0.2	0.2	3.7	2.9	5.6	1.4	3.4
2000	7.6	9.4	1.4	-0.3	2.5	4.2	2.4	2.2	0.2	1.4
2001	18.3	5.6	-2.1	0.3	1.9	2.6	2.9	0.9	0.1	1.1
2002	2.4	-3.2	-0.1	0.7	-0.2	2.4	2.6	1.2	0.0	0.8
2003	4.2	-7.7			2.8	2.2	3.1			0.8
2004	2.5	5.2			1.9	2.9	5.8			0.9
2005	2.7	1.5			3.5	3.3	7.4			1.7

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 部分公司部分年份没有有效税率, 按照“FCFF=经营活动现金流-资本支出+利息支出”进行计算

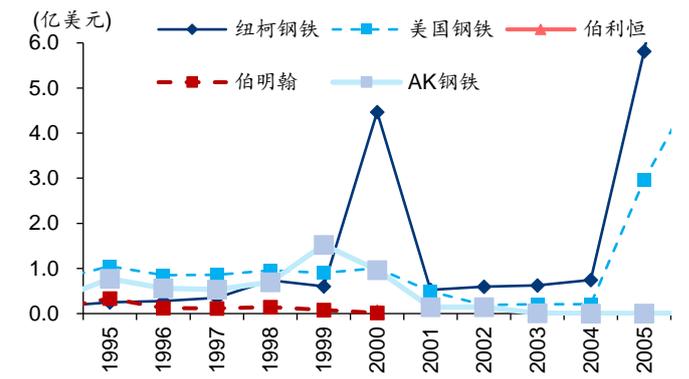
低估值水平叠加高分红。纽柯钢铁继续维持稳定的每股分红, 每股分红逐年上行, 2000年进行回购, 故每股总回报上行较多。

图表61： 1995-2005年纽柯钢铁与同业公司普通股股利



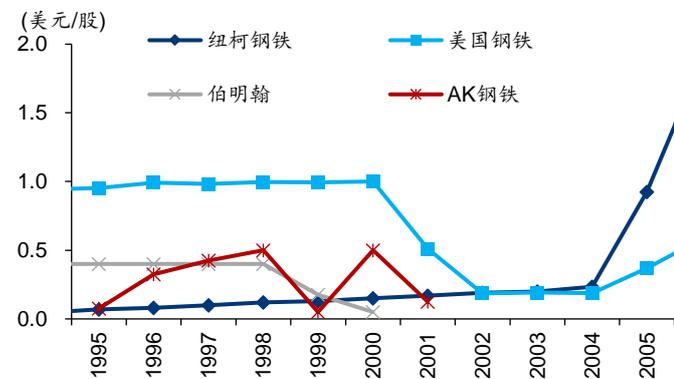
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；期间伯利恒未进行现金分红

图表62： 1995-2005年纽柯钢铁与同业公司股东总回报



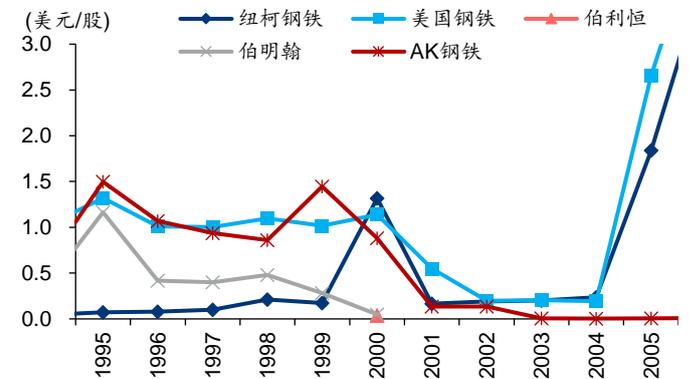
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；股东总回报=分红+回购库藏股，不考虑资本收益

图表63： 1995-2005年纽柯钢铁与同业公司每股分红



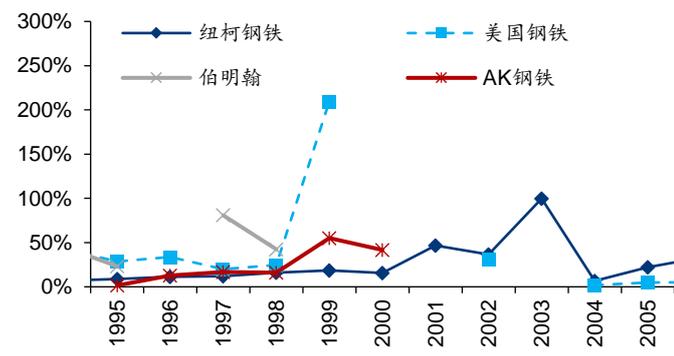
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；期间伯利恒未进行现金分红

图表64： 1995-2005年纽柯钢铁与同业公司每股股东总回报



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；股东总回报=分红+回购库藏股，不考虑资本收益；每股股东总回报=股东总回报/总股本

图表65： 1995-2005年纽柯钢铁与同业公司股利支付率



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；期间伯利恒未进行现金分红；部分时间段无相应数据

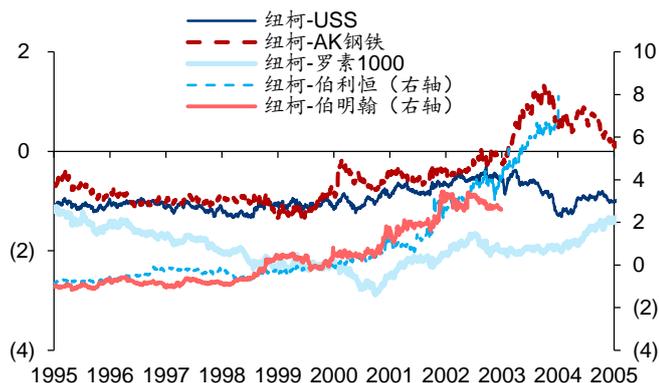
图表66： 1995-2005年纽柯钢铁与同业公司股息率



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；部分时间段无相应数据

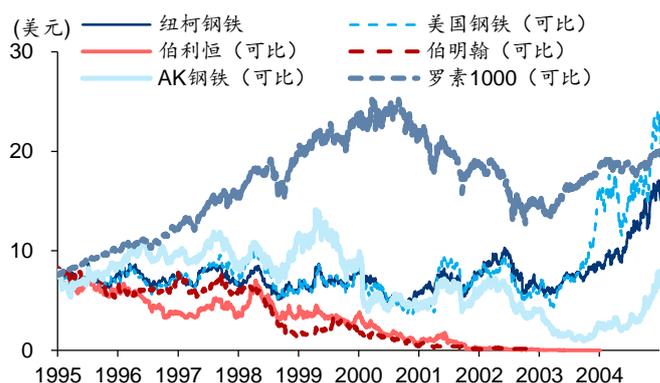
仍维持低位估值水平。在此次需求下行周期，纽柯钢铁仍维持相对低位的估值水平，期间，PE 估值维持在 8 倍左右、PB 估值维持在 1 倍左右，且跨过此次周期后均呈现上行趋势。

图表67: 1995-2005年纽柯钢铁相对同业公司及罗素1000指数收益



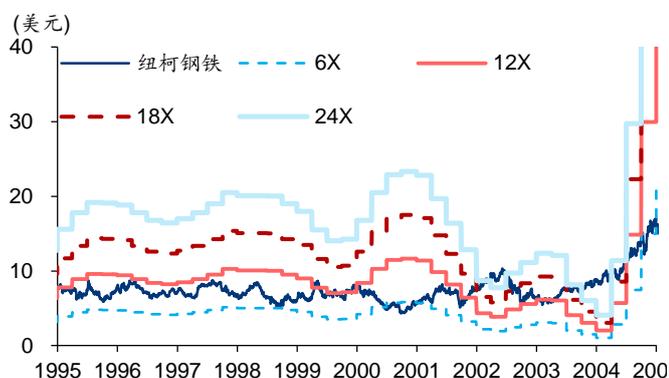
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 相对收益=ln(纽柯钢铁收盘价/可比公司、指数收盘价)

图表68: 1995-2005年纽柯钢铁及同业公司、罗素1000指数收盘价



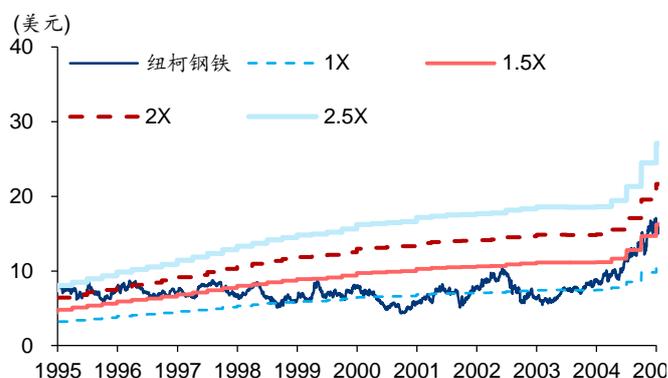
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 公司、指数收盘价(可比)=T日可比公司、指数收盘价*(基准日纽柯钢铁收盘价/基准日可比公司、指数收盘价), 其中基准日为1995年1月1日, 若该时点未有收盘价, 则取自最早有数据的时点

图表69: 1995-2005年纽柯钢铁 PE-band



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表70: 1995-2005年纽柯钢铁 PB-band



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

下行赛道的成功公司: 低成本、激励与归属感

管理层选择分权机制。肯·艾弗森(1965-1996年纽柯钢铁实际领导者)在《以小博大: 我和我的纽柯钢业》里认为分权、平等是纽柯钢铁的成功之道: 分权、平等确实带来诸多优势, 比如经营策略更灵活、管理成本更低、员工效率更高、归属感更强。但肯·艾弗森同时也承认纽柯钢铁的管理模式也带来了资源浪费, 如IT系统可能重复开发6次; 也注意到部分决策过于随意, 如1970年达灵顿分部花费1000万美元采购感应电炉, 但未考虑内衬消耗速度, 严重拖累生产进度, 此后被废弃。

我们倾向于认为, 纽柯钢铁的低成本(包括原料运输成本、钢材运输费用等)、业绩与人工成本匹配的激励机制是核心优势。该激励机制一方面有利于控制成本, 另一方面刺激公司拥抱冷轧薄板等新技术, 提高生产效率。低成本与高效率给公司经营创造了更高的容错率。与此同时, 好的激励机制以及扁平化的管理模式, 极大地提升了工人对公司的归属感, 使得工人拒绝工会, 成为了公司保持合理人工成本的关键。美国工会的存在不仅使得薪酬与效益不匹配, 更容易借由工会团结工人形成对抗企业的共同体, 以罢工等形式干扰钢厂正常运营。由此, 依托低成本、新技术等优势, 纽柯钢铁在行业中竞争优势凸显, 富有进取心的管理层也拒绝参加行业“价格垄断”的宴会。

完全竞争市场下，钢企对钢价影响有限。钢铁公司在产品价格上能做的努力少之又少，价格领导、产量协商是两种可行的方式。USS采用了前一种方式，在20世纪初一举控制全美65%的产量，成为价格领导者，并艰难维系60年，较舒适的竞争环境逐渐葬送了美国钢铁行业的竞争力，随着USS价格领导者地位的丧失，美国钢铁市场逐渐回归完全竞争市场，价格领导模式难以持久。主要石油生产国为控制油价成立了OPEC，进行产量协商、博弈，这种机制在价格下行期常常被违背。

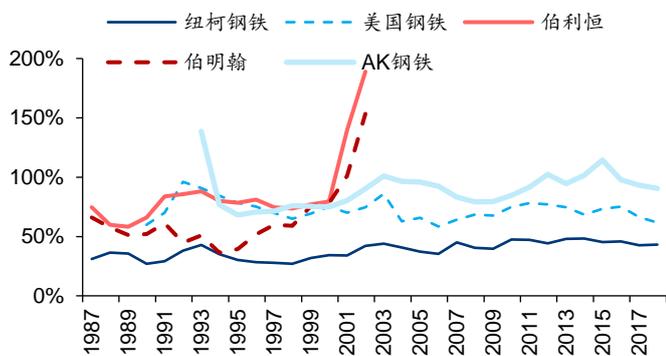
以上两种方式现在在各个国家往往受到法律限制，像USS领导人加里宴会上串通价格更是不被允许，因此个体钢铁公司往往难以在钢价上发挥作用，产品差异较小。现在的钢铁市场接近完全竞争市场，钢铁公司都是价格接受者，当钢价大于钢厂的现金成本时，生产更多的钢材是个体钢厂的最优策略。

成本、费用是努力方向。纽柯钢铁选择短流程、布局城市钢厂，赢在起跑线上。短流程相对于长流程投资规模小，投资回报率、资产回报率更高。纽柯钢铁的钢厂多布局在工业区、城市周边，就地采购废钢、就地销售钢材，原料运输成本、钢材运输费用偏低；而同期的美国钢厂因开办较早，多布局在本土的铁矿、煤矿附近，随着铁矿、煤矿资源枯竭，钢厂不得不进口铁矿，原料运输成本高，此外长流程钢厂布局相对集中，在面对分散的全国市场时，产品运距较长、运输费用高。

短流程所需人员少，在人均产钢量等生产效率指标上，纽柯钢铁表现更好。此外，纽柯钢铁拥有良好的激励机制、平等的管理机制，在遇到行业困难时，纽柯钢铁管理层选择整体降薪而非裁员，工人有较强的公司归属感，并拒绝加入工会组织，使得纽柯钢铁工人的薪酬与公司的业绩匹配。

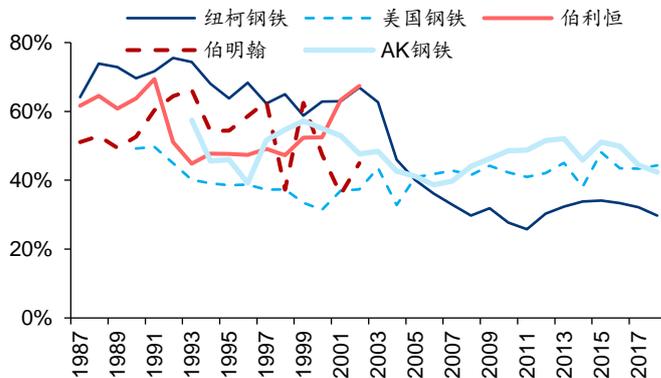
较低的投资、较低的成本费用，意味着纽柯钢铁有较低的财务杠杆、经营杠杆，不仅抗风险能力小，而且业绩波动也小。

图表71： 纽柯钢铁及同业公司资产负债率



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表72： 纽柯钢铁及同业公司固定资产/总资产



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

逆势扩张的战略选择。在1987-1991年、1999-2003年的行业下行期里，纽柯分别选择自建产能、收购破产钢厂扩产产能，通过产销量的上行部分弥补吨钢业绩的下滑。纽柯钢铁能够在需求下行期，逆势扩建产能，主要得益于：较低的成本费用，在下行期依然有利润，竞争对手陷入亏损；现金流管理好，扩建短流程产能或收购破产钢厂，资本开支压力相对小。

三钢闽光：地利人和，产能有32%扩张空间

根据我们2020年度策略报告《长周期向下，寻找优质个股》(2019.11.26)中测算，我们预计2019-2021年全球新增名义产能分别为1285、3409、3522万吨。其中，中国2019-2021年新增产能分别为-631、-634、1156万吨，产能变化部分源于置换产能中的部分淘汰产能与新建产能不完全同步。

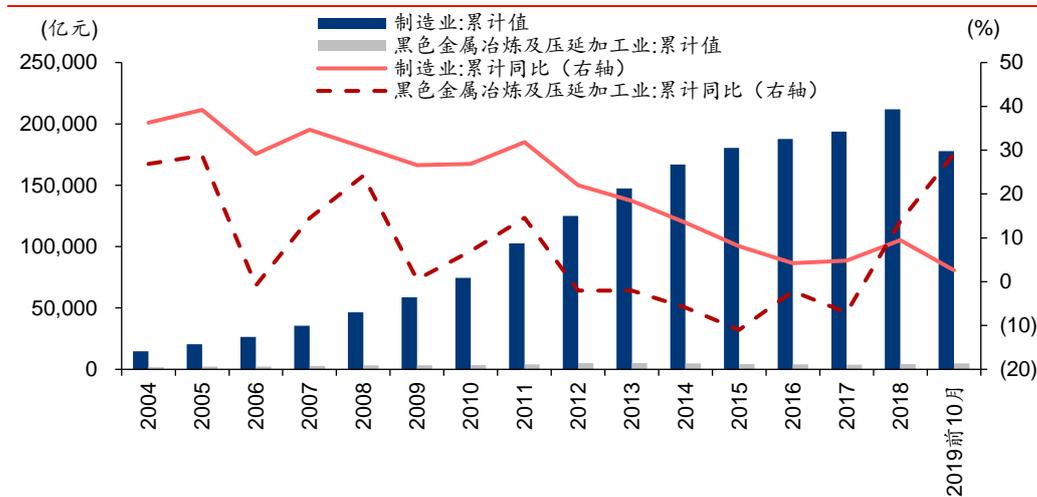
图表73：2019-2021年全球粗钢产能预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Africa	36.5	35.7	38.2	39.0	41.6	44.2	48.0	48.8
Asia	1554.5	1574.7	1522.6	1484.9	1473.0	1478.4	1483.6	1504.4
- China	1140.0	1150.1	1089.4	1042.9	1023.4	1017.1	1010.8	1022.3
CIS	141.7	141.7	142.7	142.9	142.4	142.4	144.2	145.2
Europe	287.1	279.1	275.6	274.0	274.0	274.0	275.6	279.1
Latin America	69.9	71.1	74.1	74.7	74.7	75.3	76.7	76.9
Middle East	59.7	61.5	61.9	64.4	67.3	70.7	89.3	96.4
NAFTA	152.9	152.2	153.5	153.8	154.4	155.3	156.9	158.7
Oceania	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
World total	2308.7	2322.2	2274.8	2240.1	2233.7	2246.6	2280.7	2316.0

资料来源：OECD，上市公司公告，政府官网，华泰证券研究所；单位：百万吨

黑色行业投资增速高，推测国内有效产能仍增长。尽管2019年国内钢铁名义产能出现下降，但我们认为行业投资增速较高，环保搬迁、技术改造使得钢厂受到的环保限制更少、生产效率更高，实际产能仍增长。2018年、2019年前10月，黑色金属冶炼及压延加工业投资累计增速分别高达13.8%、29.2%，较同期制造业投资整体增速高4.3、26.6pct。

图表74：黑色金属冶炼及压延加工业、制造业投资及增速



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

低成本钢铁股仍有望跑赢。长流程钢企对现金亏损不敏感，多以减产应对，现金耗尽时才出现停产，因此钢铁行业下行周期较长；行业见底后，前期停产、破产钢厂复产缓慢，因此行业向上弹性也较大。现金充足、成本低的钢企更易熬过下行周期，并有能力在行业冬天低价收购、整合破产钢企。

在2010-2015年的钢铁行业下行周期中，普钢板块涨幅前三分别为沙钢股份、方大特钢、包钢股份，涨幅分别为369%、66%、58%，同期中信钢铁指数、万得全A（除金融、石油石化）、沪深300涨幅分别为-32%、90%、4%。沙钢股份、包钢股份的涨幅均与资产重组有关，方大特钢则主要依靠良好的业绩表现及分红。

在 2016-2018 年的钢铁行业上行周期中，普钢板块涨幅前三分别为三钢闽光（126%）、方大特钢（99%）、华菱钢铁（96%），同期中信钢铁指数、万得全 A（除金融、石油石化）、沪深 300 分别下跌 24%、39%、19%。涨幅前三钢企主要依靠行业基本面好转及公司经营优势，在这一轮的上行周期中三钢闽光成为新秀。

2015 年后，三钢闽光通过资本运作等方式优化资本结构、优化产能布局，公司资产负债率从 2015 年的 77% 下降至 2018 年的 35%，产能规模扩大、沿海产能占比增加，公司吨钢成本、吨钢费用下行明显。

图表75：三钢闽光生产基地布局



资料来源：公司公告，自然资源部“标准地图服务系统”，华泰证券研究所；截至 2019.12.13

三钢闽光低成本优势明显。从产品结构、所在区域考虑，选取方大特钢、韶钢松山、凌钢股份、新钢股份、南钢股份、华菱钢铁作为三钢闽光的可比公司。我们将钢厂的营业成本划分为三个部分，原燃料、折旧及其他。吨钢原料成本的差异主要来自于地理位置等，通常离港口近更有利；吨钢折旧主要与产品档次、设备服役年限有关，不消耗当期现金，也与公司经营、管理水平无关，故单列；吨钢其他成本主要为制造费用、人工等，与公司经营、管理水平相关。

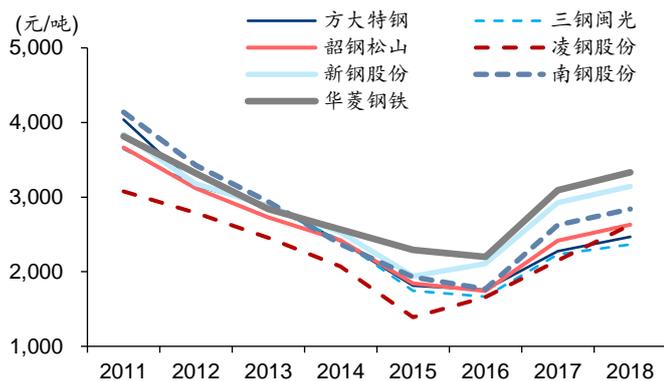
图表76：7家普钢上市钢企吨钢生产成本比较

单位：元/吨		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
方大特钢	原燃料	4038	3148	2896	2409	1815	1758	2275	2469
	其他	135	97	92	89	75	75	74	87
	小计	4173	3245	2989	2497	1890	1833	2348	2556
	折旧	159	146	131	81	83	77	56	56
	合计	4332	3392	3120	2579	1973	1910	2404	2612
三钢闽光	原燃料	3645	3151	2894	2422	1745	1666	2232	2365
	其他	262	209	225	193	187	150	188	172
	小计	3907	3360	3119	2615	1931	1816	2420	2537
	折旧	98	100	70	70	73	54	60	63
	合计	4005	3460	3188	2685	2004	1870	2481	2600
韶钢松山	原燃料	3665	3119	2730	2419	1843	1741	2414	2630
	其他	214	243	204	209	191	190	262	306
	小计	3879	3362	2934	2628	2034	1931	2676	2936
	折旧	262	233	189	188	222	179	139	167
	合计	4141	3595	3123	2816	2257	2111	2816	3104
凌钢股份	原燃料	3077	2786	2454	2069	1390	1658	2150	2625
	其他	287	314	343	373	492	439	518	391
	小计	3364	3101	2797	2442	1882	2097	2668	3017
	折旧	88	100	65	73	84	84	103	97
	合计	3452	3201	2862	2515	1966	2181	2770	3114
新钢股份	原燃料	3843	3178	2877	2526	1940	2109	2926	3145
	其他	247	253	261	247	216	213	242	262
	小计	4090	3430	3138	2773	2156	2322	3168	3407
	折旧	170	166	165	157	144	128	122	115
	合计	4261	3596	3303	2930	2300	2450	3290	3522
南钢股份	原燃料	4139	3425	2939	2369	1926	1767	2627	2839
	其他	385	390	368	329	313	277	327	355
	小计	4524	3816	3306	2699	2239	2045	2954	3194
	折旧	228	143	154	166	176	178	174	171
	合计	4752	3958	3460	2865	2415	2223	3128	3365
华菱钢铁	原燃料	3814	3317	2841	2565	2291	2199	3093	3330
	其他	372	386	351	249	143	373	339	342
	小计	4186	3704	3192	2814	2434	2571	3432	3671
	折旧	271	218	179	174	194	181	161	154
	合计	4457	3922	3372	2988	2628	2752	3593	3826

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；2018年之前，三钢闽光、韶钢松山的生产成本中含部分研发费用，因公司公布数据有限，无法追溯调整；吨钢折旧为全部固定资产折旧减去销售、管理、研发费用中包含的折旧（如有），华菱钢铁成本拆分中无单独折旧项，通过反算得到；方大特钢成本拆分数据中存在内部冲抵问题，通过冲抵差额进行估算

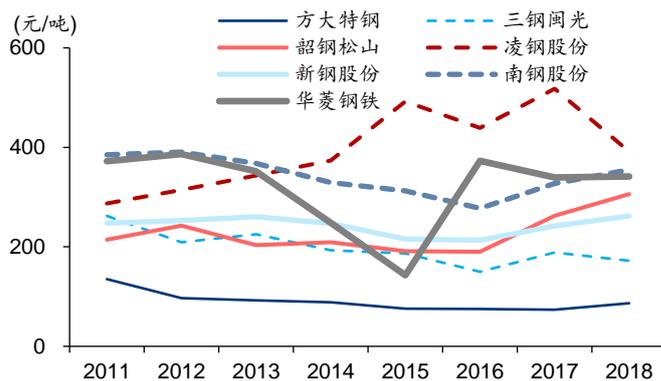
从7家上市钢企的吨钢原燃料成本排序上看，凌钢股份在较长的时间里优势明显，三钢闽光在2014年后降本发力明显，2018年成为最低成本，主要因会计政策变化，原归纳到营业成本中的研发投入单列为研发费用。从人工等其他吨钢成本上看，最低的是方大特钢，三钢闽光其次。从加总成本（含折旧、不含折旧）看，三钢闽光目前均为7家钢企中的最低水平。

图表77： 2011-2018年7家上市钢企原燃料成本对比



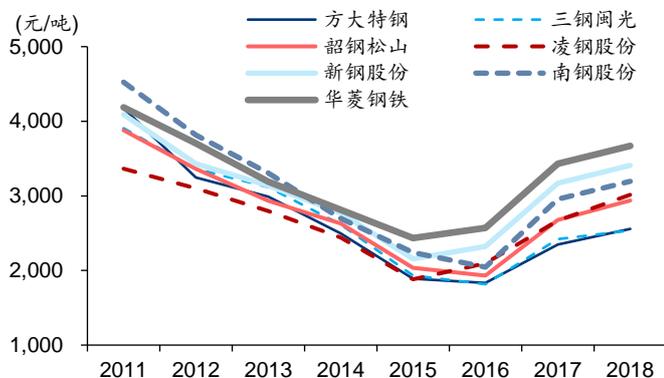
资料来源：上市公司年报，华泰证券研究所；不含折旧

图表78： 2011-2018年7家上市钢企其他成本对比



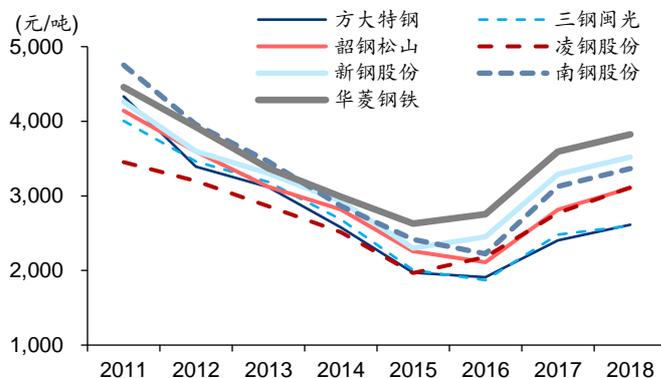
资料来源：上市公司年报，华泰证券研究所；不含折旧

图表79： 2011-2018年7家上市钢企原燃料与其他成本小计对比



资料来源：上市公司年报，华泰证券研究所；不含折旧

图表80： 2011-2018年7家上市钢企生产成本对比



资料来源：上市公司年报，华泰证券研究所；折旧数据取为固定资产折旧减去费用中折旧（如有）

三钢闽光吨钢费用在低位。我们将与经营、管理无关的折旧从费用中扣去，再行比较三钢闽光与方大特钢等同业公司的费用水平。因三钢闽光地处福建，福建为钢材净流入省份，三钢闽光销售距离短，故吨钢销售费用（不含折旧）较低，2018年仅9元/吨，远低于方大特钢的27元/吨。

吨钢管理费用上看，三钢闽光较韶钢松山高，但较方大特钢低。方大特钢因对高管的高激励而出名，2018年管理费用16.55亿元，其中职工薪酬6.39亿元、高管薪酬1.69亿元，公司同年盈利29.32亿元，销售净利率17.0%，远高于同行。

从2011年到2018年，三钢闽光中费用变化较大的是财务费用，吨钢财务费用稳步下降，部分得益于2016年通过定增募集部分资金用于还贷。与同业对比看，吨钢财务费用最低的是方大特钢，三钢闽光仅次于方大特钢。

图表81： 2011-2018年7家上市钢企吨钢费用对比

单位：元/吨		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售费用（不含折旧）	新钢股份	40	39	43	52	34	34	32	33
	南钢股份	58	64	62	67	65	50	58	61
	方大特钢	38	35	29	29	25	28	31	27
	三钢闽光	10	11	8	7	8	11	13	9
	韶钢松山	11	13	16	23	21	21	21	38
	凌钢股份	45	46	44	52	54	48	49	51
	华菱钢铁	49	45	41	51	60	58	61	78
管理费用（含研发，不含折旧）	新钢股份	78	75	70	104	58	52	74	91
	南钢股份	106	110	129	109	112	92	108	143
	方大特钢	110	106	114	112	82	116	162	322
	三钢闽光	36	32	33	29	31	33	27	118
	韶钢松山	67	59	40	36	43	21	14	111
	凌钢股份	106	107	93	94	82	27	38	47
	华菱钢铁	113	118	101	100	100	86	112	146
财务费用（不含折旧）	新钢股份	67	71	55	53	55	57	35	17
	南钢股份	120	145	145	119	89	82	63	43
	方大特钢	64	54	48	51	35	24	6	-18
	三钢闽光	78	74	62	41	36	24	16	6
	韶钢松山	79	111	48	90	143	116	49	36
	凌钢股份	-4	34	43	67	84	80	40	28
	华菱钢铁	80	134	88	128	193	153	112	83
费用合计（含研发，不含折旧）	新钢股份	185	186	168	209	146	143	141	140
	南钢股份	284	319	336	294	266	225	228	246
	方大特钢	212	195	191	192	141	168	200	330
	三钢闽光	123	116	103	77	75	67	56	134
	韶钢松山	157	183	104	149	207	158	84	186
	凌钢股份	147	186	180	214	221	156	126	126
	华菱钢铁	242	298	230	279	353	297	285	308
费用合计（含研发、折旧）	新钢股份	189	190	173	213	151	146	145	144
	南钢股份	302	337	357	310	280	237	239	259
	方大特钢	247	222	221	241	177	203	234	358
	三钢闽光	126	118	103	78	76	69	60	143
	韶钢松山	170	189	110	155	215	162	89	196
	凌钢股份	155	197	193	225	233	169	138	136
	华菱钢铁	247	302	233	282	357	301	287	310

资料来源：Wind，上市公司年报，华泰证券研究所；单位：元；注：为方便历史追溯，研发费用并入管理费用；2018年前，三钢闽光、韶钢松山的研发费用部分计入生产成本、部分计入管理费用，故无法追溯，因此三钢闽光、韶钢松山仅2018年管理费用中含有研发费用

三钢闽光吨钢盈利相对强。从盈利能力上看，方大特钢与新钢股份均未出现现金亏损。2018年前，方大特钢盈利能力最强，三钢闽光与方大特钢的吨钢利润在2016年开始接近，并在2018年超越后者。

图表82: 2011-2018年6家上市钢企吨钢利润及利润率比较

单位: 元/吨		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
钢材价格 (营收/销量口径)	新钢股份	4244	3730	3615	3335	2282	2506	3749	4201
	南钢股份	5007	4080	3621	3192	2479	2479	3798	4280
	方大特钢	4631	3635	3348	2886	2146	2267	3459	3808
	三钢闽光	4255	3571	3353	2808	1953	2168	3429	3687
	韶钢松山	4173	3447	3208	2779	1985	2247	3409	3805
	凌钢股份	3699	3279	2948	2620	2008	2338	3290	3593
	华菱钢铁	4778	4183	3883	3591	2681	2961	4230	4673
	吨钢利润 (利润总额+折旧口径)	新钢股份	196	8	188	216	152	205	606
南钢股份		288	32	17	233	-73	244	599	827
方大特钢		559	403	387	348	155	354	967	865
三钢闽光		168	48	81	76	-143	256	900	969
韶钢松山		75	-102	220	-30	-259	203	582	703
凌钢股份		149	123	85	-94	109	144	453	408
华菱钢铁		282	-26	194	188	-95	75	485	661
吨钢利润 (利润总额口径)		新钢股份	21	-162	19	55	4	73	479
	南钢股份	41	-129	-157	52	-263	54	414	643
	方大特钢	365	228	225	218	36	243	876	865
	三钢闽光	67	-53	11	6	-217	201	836	902
	韶钢松山	-199	-341	24	-224	-490	21	437	532
	凌钢股份	52	12	6	-180	13	47	339	301
	华菱钢铁	6	-248	12	12	-292	-110	322	505
	利润率 (利润总额/钢铁营业收入)	新钢股份	0.5%	-4.3%	0.5%	1.6%	0.2%	2.9%	12.8%
南钢股份		0.8%	-3.2%	-4.3%	1.6%	-10.6%	2.2%	10.9%	15.0%
方大特钢		7.9%	6.3%	6.7%	7.6%	1.7%	10.7%	25.3%	22.7%
三钢闽光		1.6%	-1.5%	0.3%	0.2%	-11.1%	9.3%	24.4%	24.5%
韶钢松山		-4.8%	-9.9%	0.8%	-8.0%	-24.7%	0.9%	12.8%	14.0%
凌钢股份		1.4%	0.4%	0.2%	-6.9%	0.6%	2.0%	10.3%	8.4%
华菱钢铁		0.1%	-5.9%	0.3%	0.3%	-10.9%	-3.7%	7.6%	10.8%

资料来源: Wind, 上市公司公告, 华泰证券研究所; 注: 部分上市公司利润总额包括非钢业务, 无法做区分

三钢闽光仍有产能扩张空间。三钢闽光现有粗钢产能 950 万吨 (三明本部 660 万吨, 泉州闽光产能 290 万吨), 另有 100 万吨产能指标 (山钢新疆公司), 且正在推进现金收购控股股东持有的罗源闽光 (粗钢 200 万吨), 未来权益口径粗钢产能或达 1250 万吨, 较目前的产能有 32% 的提升空间, 可在一定程度上弥补周期下行阶段吨钢业绩的下滑。

2016-2018 年, 三钢闽光现金分红比例分别为 29.65%、38.01%、50.24%, 总分红规模分别为 2.75、20.60、32.69 亿元, 每股分红分别为 0.20、1.50、2.00 元, 我们预计未来分红比例维持在 35% 左右。

中信特钢：低融资成本及代理人风险的缓和

国内特钢企业发展坎坷，经营业绩佳者寥寥。国内特钢产业从建国初期起步，早期受到前苏联技术援助，地理布局前期受到建国前工业基础的影响，后期受三线建设的影响，均带有非市场化特色，行业内有传统的“老八家”特钢企业及四家“三线”特钢企业。“十一五”期间，特钢行业进行兼并重组，形成了三大特钢企业集团（中信泰富特钢集团、东北特殊钢集团和宝钢特殊钢分公司）和三大专业化特钢企业（山西太钢不锈钢股份有限公司、舞阳钢铁有限责任公司、天津无缝钢管集团股份有限公司）的产业格局。

图表83：中国特钢行业的发展阶段

时间	阶段	主要内容
1953-1963	特钢系统初建	中国除恢复旧中国遗留的抚顺钢厂、大连钢厂、太钢、大冶钢厂、重庆钢厂等骨干企业外，在苏联的援助下新建了北满特钢、本溪特钢、上钢五厂；同时在电炉容量、冶炼工艺、生产品种等方面有了长足的进步，中国特殊钢产业逐步形成
1963-1980	自主发展时期	中苏交恶，特钢行业开始依靠自身力量开展“三线建设”，这一时期在战略重点区域对口援建长城特钢、西宁特钢、贵阳特钢等钢厂，许多省也建设地方特钢企业；同时在装备方面有较大的进步，真空感应炉、真空自耗炉、电渣炉、电子束炉等一批特种材料熔炼装备和快锻等加工装备也逐步建成并投入使用。特殊钢产量增加，品种丰富，国内布局优化，形成了抚顺特钢、上钢五厂、长城特钢三家高端特殊钢生产线和19家特殊钢骨干企业的行业格局，进一步完善特钢产业体系
1980-2010	高速发展时期	随着民营和合资企业的崛起，大量引入了国外的先进技术和现代化装备，实现了特殊钢行业装备大型化和工艺现代化，极大的缩小了和发达国家的差距；“大电炉—LF—VD（VOD）—CC—CR”短流程工艺和“铁水—转炉—RH—LF—CC”长流程工艺已经成为特殊钢生产的主流。至此，我国特殊钢流程基本完整（转炉流程、电炉流程、特冶流程），产量及品种大幅度提升。质量水平也逐步提高，特殊钢对我国制造业的支撑地位逐步显现

资料来源：广大特材招股说明书，华泰证券研究所

图表84：“老八家”特钢企业介绍

公司简介	公司历史	主要产品	竞争优势	特钢产能
抚顺特钢	前身为抚顺钢厂，1937年创立；1996年改制为国有独资公司，成立抚合金结构钢、工模具抚顺特钢是东北特钢集团旗下最重顺特殊钢（集团）有限责任公司；2000年抚顺特钢在上交所上市；2003年与大连钢铁集团重组为东北特钢集团；2018年，抚顺特钢、东北特钢集团的实控人由辽宁省国资委变更为沈文荣	2003钢、不锈钢、高温合金的生产基地之一，是中国不可替代的国防军工、航空航天等高科技领域使用特殊钢材料的生产研发基地	76万吨	
大连特钢	前身为大连钢厂，始建于1905年；1997年改制为国有独资公司，更名为大连特钢为国防军工、航空航天、电为大连钢铁（集团）有限责任公司；2003年与抚顺特钢重组为东北特钢集团；2018年，大连特钢、东北特钢集团的实控人由辽宁省国资委变更沈文荣	簧钢、工具钢、结构子信息等高科技领域提供重要材料，下游覆盖机械制造、石油化工、汽车工业、交通运输、医疗卫生等领域	43万吨	
建龙北满特钢	前身为齐齐哈尔钢厂，始建于1952年，是我国“一五”期间兴建的156项重点工程中唯一的特殊钢企业；1970年更名为齐齐哈尔钢厂；1994年成立北满特殊钢股份有限公司；2004年重组为东北特钢集团；2017年，被建龙集团收购重整，更名为建龙北满特殊钢有限责任公司	156调质锻材、不锈钢、合金钢、工模具特殊钢产能，可为冶金、工程机械、电质材、轴承钢、连铸航空（天）等领域提供优质热轧材、圆坯	76万吨	
本溪特钢	始建于1933年，1945年本溪湖特殊钢株式会社划归本溪钢铁公司，1953年更名为本溪钢铁公司，1996年本溪钢铁（集团）有限责任公司挂牌，1997年本钢板材股份有限公司创立，1998年在深交所上市	轴承钢、齿轮钢、石油用钢、曲轴钢、气瓶钢、机械用钢和不锈钢	80万吨	
太钢集团	前身为西北炼钢厂，1932年由西北实业公司筹建；1958年更名为太原钢铁公司；1994年更名为太原钢铁（集团）公司；1996年改制为国有独资公司，更名为太原钢铁（集团）有限公司，山西国资委100%控股	不锈钢卷板及普碳钢	全球不锈钢行业龙头企业	450万吨
重庆特殊钢	前身为重庆电力炼钢厂，始建于1935年；1939年7月1日，工厂正式建成，改名为国民政府“军政部兵工署第二十四工厂”；新中国成立后，炼钢厂归属西南工业部改名一〇二厂，后划归重庆改名重庆第二钢铁厂；1978年再次改名为重庆特殊钢铁厂；1997年，因负债过高，重庆特钢被重庆钢铁兼并；2005年破产			
大冶特钢	前身为大冶钢铁厂，1913年由汉冶萍公司创办；1924年大冶钢铁厂和齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高船、核电、风电、航空等多个领域全部资产；1953年更名为大冶钢厂；1994年冶钢集团公司成立，大冶特钢股份有限公司成立；大冶特钢于1997年3月上市	簧钢、工模具钢、高船、核电、风电、航空等多个领域		200万吨
北京特殊钢厂	前身为五十年代建厂的北京钢厂和北京特殊钢厂，1983年共同并入首钢集团，1997年改制为国有独资有限责任公司	钢等		

资料来源：公司官网，华泰证券研究所；产能为可更新的最新数据（2019.12.13）

老八家特钢企业中，目前仍在经营的包括抚顺特钢、建龙北满特钢、大连特钢、大冶特钢、太钢集团，其他如重庆特殊钢在2005年破产，本溪特钢、北京特殊钢分别融入普钢为主的太钢集团、首钢集团，太钢集团仍在经营，但有大量普钢产能。

图表85：2000-2018年太钢不锈部分财务数据

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	49	68	101	166	224	238	405	811	831	718	872	962	1035	1050	868	679	567	678	729
+/-,%	39.25	38.35	47.62	64.29	35.29	5.98	70.32	100.49	2.22	-13.53	21.40	10.35	7.58	1.45	-17.38	-21.73	-16.45	19.34	7.61
毛利率,%	10.36	7.98	6.44	7.11	7.50	6.63	14.34	12.76	10.29	9.04	8.88	8.57	7.43	6.34	7.79	4.74	14.63	16.31	16.05
归母净利	2.91	2.97	2.84	6.11	10.08	7.77	24.44	42.49	12.35	9.06	13.72	18.05	11.06	6.30	4.42	-37.11	11.46	46.22	49.77
+/-,%	2.86	1.52	-4.38	115	65	-23	215	74	-71	-27	52	32	-39	-43	-30	-940	131	302	7.69
扣非净利	2.72	2.68	2.76	6.20	9.97	7.77	24.31	42.24	11.86	8.70	13.54	17.65	10.48	5.78	3.74	0.00	10.92	46.92	49.16
净利率,%	6.09	4.56	3.27	4.16	4.89	3.50	6.26	5.39	1.47	1.25	1.57	1.86	0.96	0.48	0.32	-5.63	1.80	6.44	6.73
ROE,%	14.32		8.64	16.39	22.59	15.16	23.64	27.10	6.73	4.38	6.45	8.05	4.66	2.58	1.78	-16.05	5.24	18.72	17.35
负债率,%	49.41	40.85	40.48	50.25	51.64	49.97	66.93	69.38	67.31	64.69	63.94	61.92	62.71	65.52	65.99	69.51	68.14	63.30	57.08

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿元

抚顺特钢、大连特钢、北满特钢在“十一五”期间组建为东北特殊钢集团，东北特殊钢集团于2016年进入破产程序，抚顺特钢、大连特钢的实际控制人已变更为沈文荣，北满特钢被建龙集团收购。抚顺特钢在2018年6月发布公告称内部控制重大缺陷，2014-2016年存在重大会计差错，截至2016年底资产负债表多计存货7.00亿元、固定资产原值8.42亿元、在建工程2.97亿元。

图表86：2000-2018年抚顺特钢及东北特钢部分财务数据

ST 抚顺	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	16	15	17	26	41	46	43	48	54	42	53	54	49	55	55	46	47	50	58
+/-,%	2	-10	18	51	55	13	-7	13	11	-22	26	3	-9	11	0	-16	3	7	17
毛利率,%	12	13	11	10	9	8	8	7	8	8	8	12	12	13	15	19	18	14	15
归母净利	1.07	1.00	0.42	0.16	0.11	0.12	0.16	0.24	0.35	0.27	0.31	0.26	0.20	0.23	-1.24	0.52	-0.44	-13.38	26.07
+/-,%	8	28	-58	-58	-28	9	26	52	46	-23	17	-18	-20	13	-634		-122		
扣非净利	0.83	1.02	0.43	0.09	0.19	-0.15	0.12	0.21	0.33	0.25	0.25	0.25	0.19	0.18	-1.40	-0.51	-0.66	-12.99	-2.25
净利率,%	7	7	2	1	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	-2	1	-1	-27	45
ROE,%	8	7	3	1	1	1	1	2	2	2	2	2	1	1	-45	17	-21	0	63
负债率,%	50	53	66	68	71	69	67	67	66	70	74	78	83	85	97	97	98	112	47
东北特钢	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入						99	93	112	133	106	125	142	143	192	208				
+/-,%							-5	20	18	-21	18	13	2	34	8				
毛利率,%						8	10	7	10	8	12	13	15	13	21				
归母净利						0.58	0.60	1.33	0.77	0.83	0.74	0.72	0.36	0.51	0.97				
+/-,%							3	122	-42	8	-11	-3	-50	42	90				
净利率,%						1	1	1	1	1	1	1	0	0	0				
ROE,%						2	2	4	2	2	2	1	1	1	2				
负债率,%						69	67	66	72	78	87	81	85	85	84				

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿元；东北特钢2000-2004年、2015-2018年财务数据缺失

大冶特钢属于中信泰富特钢集团，中信泰富特钢集团旗下另有兴澄特钢，2019年大冶特钢增发股份收购兴澄特钢，中信泰富特钢实现整体上市。

图表87: 2000-2018年兴澄特钢、大冶特钢部分财务数据

兴澄特钢	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
营业收入		47	77	113	156	116	186	251	209	219	229	174	186	473	654	
+/-,%			63	46	38	-26	61	34	-17	5	4	-24	7	154	40	
毛利率,%		13	12	13	12	12	10	9	10	11	14	19	16	14	16	
归母净利		4.15	5.71	10.61	11.69	8.32	10.69	10.90	0.98	3.71	8.37	11.19	8.95	14.10	39.20	
+/-,%			38	86	10	-29	29	2	-91	280	126	34	-20	58	178	
净利率,%		9	7	9	7	7	6	4	0	2	4	6	5	3	6	
ROE,%		23	23	34	27	16	17	14	1	5	9	11	8	8	20	
负债率,%		67	64	67	68	70	70	64	63	60	55	48	45	68	69	
大冶特钢	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
营业收入	38	44	48	59	75	56	79	93	81	74	74	62	64	102	126	570
+/-,%	77	17	8	23	27	-26	42	17	-12	-8	-1	-16	3	60	23	5
毛利率,%	6	6	8	8	4	9	10	8	8	10	11	11	13	12	13	17
归母净利	0.27	0.80	3.18	3.24	2.01	3.33	5.62	5.85	2.18	2.02	2.68	2.70	2.93	3.95	5.10	36.66
+/-,%	163	197	295	2	-38	66	69	4	-63	-8	33	1	8	35	29	37
扣非净利	0.57	0.77	2.57	3.03	1.36	3.31	5.36	4.86	1.66	1.96	2.65	2.30	2.91	4.34	5.20	35.64
净利率,%	1	2	7	5	3	6	7	6	3	3	4	4	5	4	4	7
ROE,%	3	8	24	20	11	16	22	20	7	6	8	8	8	10	12	15
负债率,%	78	69	55	52	48	46	44	38	31	30	34	32	36	39	43	59

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 2017-2018年, 兴澄特钢收购青岛特钢、靖江特钢, 2019年Q3大冶特钢数据为并表后的中信特钢; 单位: 亿元

四家“三线”特钢企业分别是长城特钢、陕西特钢、贵阳特钢及西宁特钢, 其中, 陕西特钢已注销, 目前贵阳特钢(首钢集团旗下)粗钢产能规模50万吨(70万吨材), 主要生产易切钢、车轴钢、钎钢钎具及优特钢; 攀长特曾为上市公司(长城股份, 000569), 后被攀钢钒钛(000629)吸收重组, 后被上市公司资产置出。

图表88: 2000-2018年西宁特钢部分财务数据

西宁特钢	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	13	12	14	16	21	25	34	58	70	52	71	82	69	70	73	61	74	74	68
+/-,%	-1	-6	9	19	30	22	35	68	21	-26	36	16	-16	2	1	-17	22	1	-9
毛利率,%	11	17	19	18	16	14	18	18	17	15	20	21	18	18	20	-2	14	9	0
归母净利	0.80	0.90	1.14	0.91	1.12	1.46	2.14	3.00	0.18	0.35	2.33	3.24	0.31	-0.71	0.42	-16.19	0.69	0.60	-20.46
+/-,%	-24	11	27	-20	24	30	47	40	-94	315	571	39	-90	-326	-3993			-14	-3521
扣非净利	0.80	0.78	1.10	0.85	1.12	1.36	2.05	2.92	0.23	0.10	2.31	2.93	-0.04	-0.42	-0.57	-16.18	-3.59	-6.85	-18.82
净利率,%	6	7	8	6	5	6	8	8	5	1	5	6	1	-1	1	-28	1	1	-30
ROE,%	6	6	9	7	7	8	10	10	1	1	9	11	1	-3	2	-151	2	2	-188
负债率,%	46	49	59	61	57	62	68	68	71	72	74	73	75	79	85	93	87	85	93

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 单位: 亿元

长城特钢始建于1965年, 1972年建成投产, 隶属于冶金工业部, 为我国特殊钢生产和科研基地之一, 与抚顺特钢合称“中国特钢企业的两大摇篮”, 1994年在深交所上市(长城股份, 000569)。

图表89: 1999-2018年长城特钢部分财务数据

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2014	2017	2018
营业收入	13.83	14.78	16.15	15.39	17.36	27.72	28.93	29.86	34.71	35.68	30.23	35.13	40.30	29.30	26.33	31.56
+/-,%	-7	7	9	-5	13	60	4	3	16	3						
毛利率,%	5	10	5	7	7	5	7	9	11	2						
归母净利	0.74	0.67	0.20	0.09	0.06	0.07	-0.93	-2.27	0.30	-3.93	-5.82	-1.89	-4.46	-5.70	-0.38	-0.61
+/-,%	-15.72	424.93	-66.04	-53.61	-69.80	12.91	-1424.97			-1406.52						
扣非净利		0.56	0.17	0.09	0.07	0.09	-0.01	-2.65	0.16	-3.53						
净利率,%	5	5	1	1	0	0	-3	-8	1	-11	-19	-5	-11	-19	-1	-2
ROE,%	9	8	3	1	1	1	-11	-50	5	-191	-75	-31	-264	-57	-2	-4
负债率,%	67	65	62	61	64	65	64	71	72	89	85	87	97	82	54	61

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 单位: 亿元

1998年后，川投集团、四大 AMC、攀钢集团先后参与对长城特钢的整合。2007年，攀钢钒钛（现攀钢钒钛，000629）以换股吸收的方式合并长城股份，2009年，长城股份终止上市。2009年，长城特钢投资 66.8 亿元进行灾后重建，重建后形成钢 70 万吨、钢材 79 万吨、钛材 1 万吨。2011年，攀钢钒钛进行重大资产重组，向鞍钢集团置出长城特钢，鞍钢集团对长城特钢增资。2014年，攀钢与鞍山钢铁实施资产置换，鞍山钢铁集团公司将持有攀长特股权转让至攀钢集团有限公司。

除上述的老八家及三线特钢企业外，还有舞阳钢铁集团及天津钢管集团。舞阳钢铁集团是国内第一家宽厚钢板厂商，与美国的卢肯斯、法国的阿塞洛、德国的迪林根、日本的川崎并列为世界五大宽厚钢板制造商，具有年产 400 万吨钢、300 万吨钢板的生产能力，原隶属于冶金部，1997 年被邯钢集团兼并，2000 年舞阳钢铁集团进行债转股，信达资管、东方资管均有参与，目前舞阳钢铁属于河钢集团。

图表90：2005-2018年舞阳钢铁部分财务数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	70.52	70.61	110.84	183.13	105.86	115.41	110.04	81.63	65.17	71.66	56.08	57.97	108.37	130.04
+/-,%		0	57	65	-42	9	-5	-26	-20	10	-22	3	87	20
毛利率,%	19	21	18	19	8	8	8	10						
归母净利润	2.00	3.22	5.19	5.24	-0.10	0.84	1.39	0.44	0.11	0.03	1.03	0.94	0.01	0.29
+/-,%		61	61	1	-102		65	-68	-75	-73	3333	-9	-99	2800
净利率,%	3	5	5	3	0	1	1	1	0	0	2	2	0	0
ROE,%	7	10	14	12	0	2	3	1	0	0	2	2	0	1
负债率,%	44	54	58	63	63	63	65	65	65	67	65	68	66	66

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿元

天津钢管集团股份前身是天津无缝钢管总厂，成立于 1989 年，系国家“八五”重点建设项目无缝钢管工程的承建主体，主要产品为石油套管。2001 年 3 月，公司正式实施债转股，四大 AMC 均有参与，2004 年更名为天津钢管集团。2010 年，天津钢管集团、天津钢铁集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团四家国有钢企联合组建渤海钢铁集团。渤海钢铁集团正式成立。2016 年，渤钢集团爆出负债 1920 亿元的消息，2018 年进入重整阶段，4 月天津市国资委对渤钢集团进行调整拆分，直接接管天津钢管、天津天铁、天津冶金、天津钢铁四家企业，通过调整，解除了渤钢集团对天津钢管的间接持股。

图表91：2004-2017年天津钢管部分财务数据

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	86.43	150.18	191.43	264.22	326.34	294.16	388.71	423.59	452.99	378.85	333.46	245.24	201.99	221.86
+/-,%		74	27	38	24	-10	32	9	7	-16	-12	-26	-18	10
毛利率,%	13	17	20	16	13	6	5	5	6	7	9	11	8	
归母净利润	1.39	9.03	15.08	14.53	12.78	1.06	0.87	-0.72	0.30	0.75	0.54	-0.22	-18.35	-6.27
+/-,%		550	67	-4	-12	-92	-18	-183		150	-28	-141		
净利率,%	2	6	8	5	4	0	0	0	0	0	0	0	-9	-3
ROE,%	3	17	24	20	15	1	1	-1	0	1	1	0	-31	-10
负债率,%	67	68	68	68	68	72	77	80	81	81	82	84	87	89

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿元

综上所述，国内传统特钢企业中专注特钢且业绩良好的特钢企业较少，中信泰富特钢（包括兴澄特钢、大冶特钢）是为数不多的专注特钢且有良好业绩的特钢企业。山阳特钢是日本专注轴承钢的特钢企业，其财务数据与并表前的大冶特钢较为接近，营业收入均在100亿元（人民币）左右，毛利率、净利率接近，资产负债率接近，但大冶特钢的ROE是山阳特钢的2倍，因前者资产周转率更高。

图表92： 2000-2018年山阳特钢部分财务数据

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	928	729	820	873	1082	1343	1424	1684	1627	955	1595	1718	1383	1616	1715	1491	1387	1575	1858
+/-,%	5	-21	13	6	24	24	6	18	-3	-41	67	8	-19	17	6	-13	-7	14	18
毛利率,%	15	9	13	13	15	22	21	15	10	5	16	14	10	12	13	17	19	16	14
归母净利润	-11.95	-58.32	1.94	2.28	26.81	113.45	86.64	72.32	-10.22	-25.84	78.22	64.07	5.09	40.66	65.47	74.16	77.84	70.34	77.21
+/-,%	-203		-103	18	1076	323	-24	-17	-114			-18	-92	699	61	13	5	-10	10
净利率,%	-1	-8	0	0	2	8	6	4	-1	-3	5	4	0	3	4	5	6	4	4
ROE,%	-2	-9	0	0	4	15	10	8	-1	-3	8	7	1	4	6	7	6	5	4
负债率,%	44	48	46	47	48	46	41	41	41	46	51	54	51	49	44	37	33	38	47

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；单位：亿日元

融资优势及激励机制或是中信特钢成功关键。我们将中信特钢的优良表现归结为三点：1、特钢有较高的技术、渠道、管理门槛，需要较长时间的积累，中信特钢长期专注特钢产业，即使2017、2018年普钢暴利也未转向普钢，而早期的老八家特钢企业之一太钢不锈则在生产不锈钢的同时也生产普钢热轧卷板；2、控制成本；3、地处制造业强省江苏省，距离市场近，产业配套佳。

中信特钢对特钢产业的长期专注来自于融资优势、公司代理人风险的部分解决及企业家精神。与民企相比，中信特钢是国企，且背靠中信集团，融资获取难度小、融资成本低。与传统的国企相比，中信特钢激励机制好，管理层及员工可以凭借盈利等绩效指标获得较好的薪酬，在一定程度上解决了公司的代理人风险。融资优势及良好的激励机制，有利于培育中信特钢管理层的企业家精神。

特钢生产具有小批量等特点，成本、费用控制是盈利的关键，一般国企在成本、费用控制上较为粗放，严重影响特钢企业的盈利能力，这是长城特钢等传统特钢企业业绩较差的部分原因。中信特钢的管理层有较好的薪资，核心管理层在2018年参与兴澄特钢员工持股计划，在兴澄特钢整体上市后，核心管理层对中信特钢持有9.80%股权，管理层有动力进行精细化管理、精细化成本控制。中信特钢的良好激励机制也体现在一线销售人员身上，一线销售人员薪资高，可以更积极的维持客户关系、寻找客户。

图表93： 大冶特钢部分高管及销售人员薪资

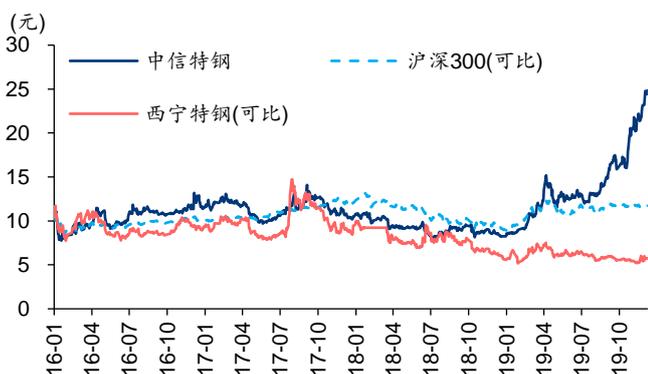
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
总经理	27	64	69	58	85	94	108
总会计师	53	58	63	69	75	83	95
董事会秘书	35	38	41		32	60	69
销售人员人均薪酬	13	14	14	18	18	22	34

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：万元

行业存在整合空间，中信特钢具备并购条件。国内特钢产量约4000万吨，中信特钢市占率30%，已是行业龙头。同业如长城特钢、舞阳钢铁等多年经营不善，行业具备整合环境，中信特钢作为行业龙头，有条件对同业进行整合，且其优势可向同业复制，改善同业经营。

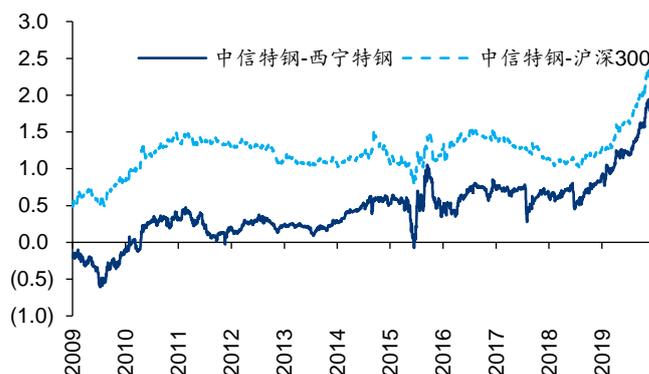
2019年年初，大冶特钢(现更名为中信特钢)发布公告增发收购兴澄特钢，9月收购完成，2019前三季度中信特钢净利润36.66亿元，同比增长37.33%，年初至今股价涨幅达到204% (截至2019.12.13)。

图表94： 中信特钢收盘价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表95： 中信特钢相对收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所；中信特钢相对沪深300收益=ln(中信特钢收盘价/沪深300收盘价*1000)

风险提示

宏观经济不及预期

若宏观经济增速不及预期，钢铁行业作为典型周期行业，景气度将跟随下行。

下游需求不及预期

若地产、基建投资增速出现断崖式下滑，以三钢闽光为代表的普钢长材公司盈利或将下行；若高端制造业等需求萎缩，中信特钢盈利或将出现波动。

铁矿价格出现波动

若四大矿山产量出现变动，或将导致铁矿石价格出现波动，对钢企成本端造成压力。

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，需在允许的范围内使用，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