

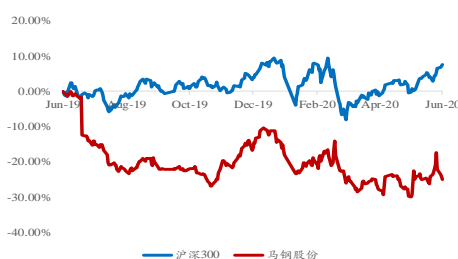
携手宝武发挥协同效应，降本增效提高盈利能力

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-06-30

收盘价(元)	2.56
近12个月最高/最低(元)	3.13/2.40
总股本(百万股)	7,701
流通股本(百万股)	5,968
流通股比例(%)	75.74
总市值(亿元)	186
流通市值(亿元)	153

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

主要观点：

携手中国宝武，发挥协同效应，为公司降本增效带来空间。

2019年中国宝武与马钢集团正式重组，宝武集团间接控制马钢股份45.54%股份，本次重组标志着马钢与中国宝武在绿色发展、智慧制造方面的战略发展拉开序幕。“宝马”联手后，将有望进一步发挥企业间协同效应，提升公司专业化整合能力，为公司降本增效提供更大的空间。

“板、长、轮”兼营，积极拓展新业务。

公司协同发展钢铁产业、上下游关联产业及战略性新兴产业，逐渐形成以钢铁板材、长材、轮轴三大主业为核心，拓展矿产、工程、贸易物流、新材料及能源等上下游相关产业，并着眼于长远发展开拓了节能环保、金融投资、信息产业等战略新兴产业的综合产业布局。我们认为差异化经营模式符合现代化发展模式，在传统钢铁行业形成新的竞争优势。

收购法国瓦顿，提升公司高铁车轮研发生产能力及国际品牌形象。

2014年马钢股份全资收购法国瓦顿公司，获得瓦顿公司分别位于法国刻尔克和瓦朗西亚的两个生产基地上的所有土地和建筑等不动产以及专利等无形资产。瓦顿公司在高铁车轮的研发和生产上拥有丰富的经验和卓越的品牌形象，并且在海外拥有广泛而成熟的销售渠道，与马钢拥有良好的协同效应。收购瓦顿公司可以使马钢较快获得高铁车轮技术，拓展国际化销售渠道，提升自身品牌形象，具有十分重要的战略意义。

投资建议

预计公司2020-2022年分别实现净利润20.86/22.71/19.62亿元，同比增速分别为38.68%/2.21%/-10.76%，对应PE20.96X/13.24X/12.95X，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动、新冠疫情恶化导致钢铁下游需求不及预期；铁矿石、煤炭等钢铁生产原材料价格超预期增长，加重企业盈利负担。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	78263	75235	77371	78350
收入同比(%)	-4.50%	-3.87%	2.84%	1.27%
归属母公司净利润	1128.15	1564.56	1599.08	1427.04
净利润同比(%)	-81.02%	38.68%	2.21%	-10.76%
毛利率(%)	8.88%	7.80%	8.87%	8.28%
ROE(%)	4%	5%	5%	5%
每股收益(元)	0.15	0.20	0.21	0.19
P/E	20.96	13.24	12.95	14.52
P/B	0.88	0.73	0.69	0.66
EV/EBITDA	5.97	2.26	4.78	4.36

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 携手中国宝武，发挥协同效应，为公司降本增效带来空间	4
1.1 系列收购重组重塑企业价值，发掘新发展机遇	4
1.2 中国宝武控股马钢集团，共同探索智能制造	4
2 板、长、轮兼营，积极拓展新业务	5
2.1 板材方面，家电板和汽车板具备技术领先优势	7
2.2 长材方面，为 H 型钢材生产技术和市场的主导者	7
2.3 轮轴方面，国内主机厂认证+海外定制化业务，提升产品竞争优势	7
3 海内外原料供应及钢铁生产基地，协同发展	7
3.1 四大钢铁生产基地，聚焦区域性发展	7
3.2 打造稳定供货渠道，建立原料基地	8
4 优化产能结构，有望提升运营质量	8
5 风险提示	9
财务报表与盈利预测	10

图表目录

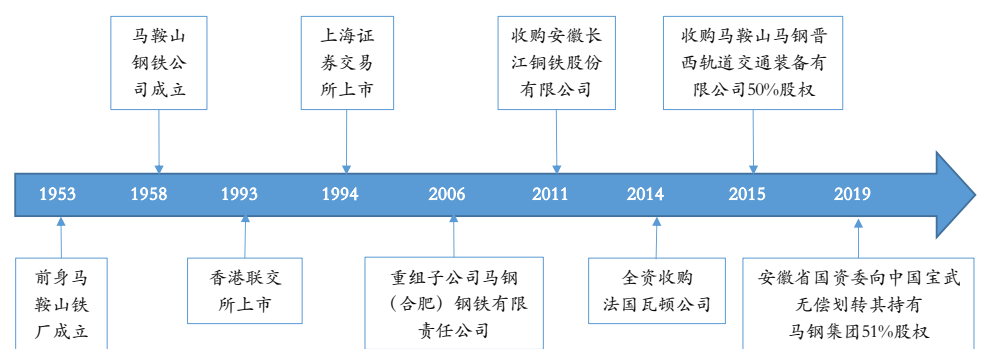
图表 1 马钢股份发展历程.....	4
图表 2 马钢股份股权结构.....	5
图表 3 马钢股份产业布局情况.....	5
图表 4 马钢股份主营业务收入结构.....	5
图表 5 公司三大钢铁主营产品及应用领域.....	6
图表 6 钢铁业营业收入及毛利率 (百万元, %)	6
图表 7 长材营业收入及毛利率 (百万元, %)	6
图表 8 板材营业收入及毛利率 (百万元, %)	6
图表 9 轮轴营业收入及毛利率 (百万元, %)	6
图表 10 汽车产量及累计同比 (万辆, %)	7
图表 11 新能源汽车产量及累计同比 (万辆, %)	7
图表 12 子公司经营情况.....	8
图表 13 马钢集团钢材产量 (万吨)	9
图表 14 马钢集团钢材产能 (万吨)	9
图表 15 马钢集团钢材产能利用率 (%)	9
图表 16 马钢集团钢材分类产量 (万吨)	9

1 携手中国宝武，发挥协同效应，为公司降本增效带来空间

1.1 系列收购重组重塑企业价值，发掘新发展机遇

马鞍山钢铁股份有限公司(以下简称“马钢”)成立于1993年,前身为成立于1953年的马鞍山铁厂。公司分别于1993年、1994年在香港联交所和上交所上市,是我国首批9家规范化股份制试点企业之一。在50多年的发展历程中,马钢为中国钢铁工业发展作出了独特贡献:中国第一个火车车轮轮箍生产厂、第一套高速线材轧机、第一条热轧大H型钢生产线、钢铁行业第一只面向全球发行的股票都诞生在这里。

图表 1 马钢股份发展历程

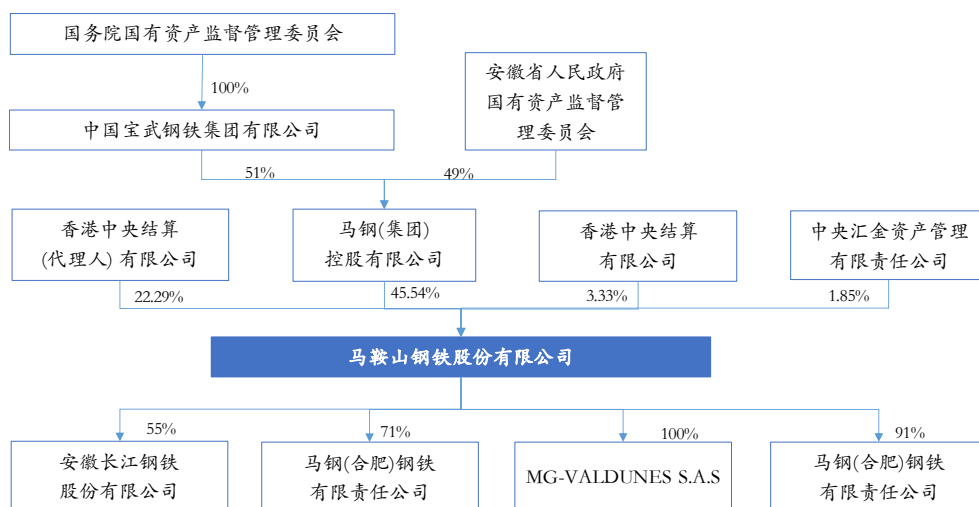


资料来源:公司公告,华安证券研究所

1.2 中国宝武控股马钢集团,共同探索智能制造

2019年6月,安徽国资委将马钢集团51%股权无偿划转至中国宝武集团,通过本次收购,中国宝武集团成为马钢集团控股股东,并间接成为马钢股份的控股股东。本次“宝马”联手旨在响应国家供给侧改革政策,并且在“绿色发展、智慧制造”方面的协同合作和专业化整合,力争2020年实现协同收益16亿元。我们认为,中国宝武在新材料产业、贸易物流业、工业服务业、城市服务业和产业金融业等相关产业协同发展领域形成较为成熟的体系,因此,本次收购将给马钢带来较为先进的技术和管理经验,有望在智能制造方向探索新的业务发展,以及在面临愈加复杂的市场环境时,提升应变能力并保持经营业绩的稳定性。

图表 2 马钢股份股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 板、长、轮兼营，积极拓展新业务

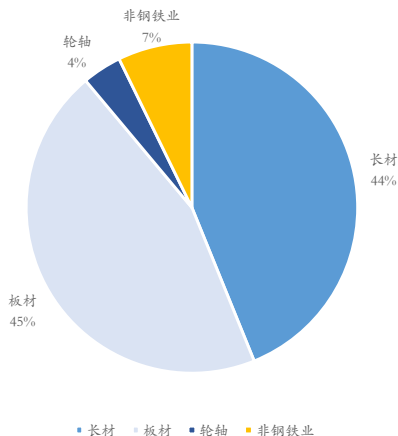
公司协同发展钢铁产业、上下游关联产业及战略性新兴产业。十三五以来，逐渐形成了以钢铁板材、长材、轮轴三大主业为核心，拓展了矿产、工程、贸易物流、新材料及能源等上下游相关产业，并着眼于长远发展开拓了节能环保、金融投资、信息产业等战略新兴产业的综合产业布局。公司主营业务为钢铁产品的生产和销售，是中国最大钢铁生产和销售商之一，其中，公司钢铁主业占比约为 88%，非钢板块占比约 12%。我们认为马钢差异化经营模式符合现代化发展模式，正在传统钢铁行业形成新的竞争优势。

图表 3 马钢股份产业布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 马钢股份主营业务收入结构



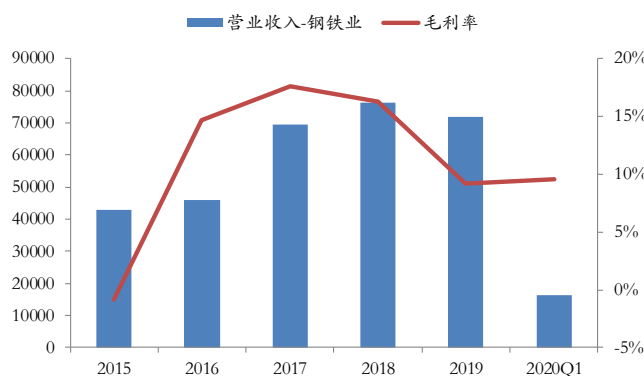
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 公司三大钢铁主营产品及应用领域

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

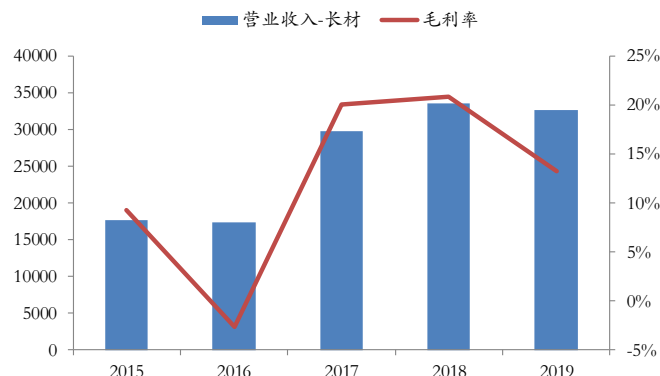
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 钢铁业营业收入及毛利率 (百万元, %)



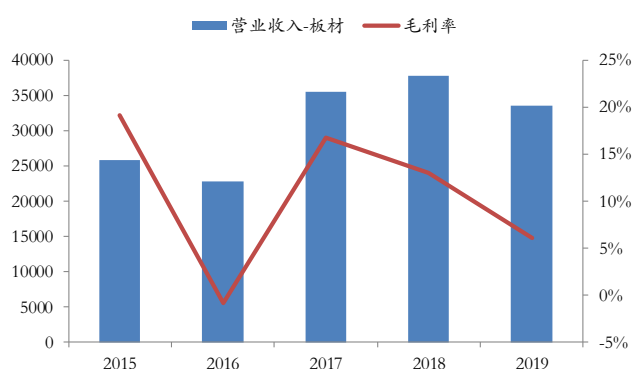
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 长材营业收入及毛利率 (百万元, %)



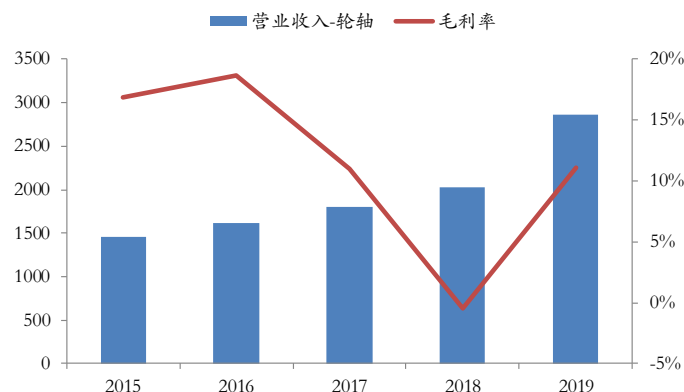
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 板材营业收入及毛利率 (百万元, %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 轮轴营业收入及毛利率 (百万元, %)

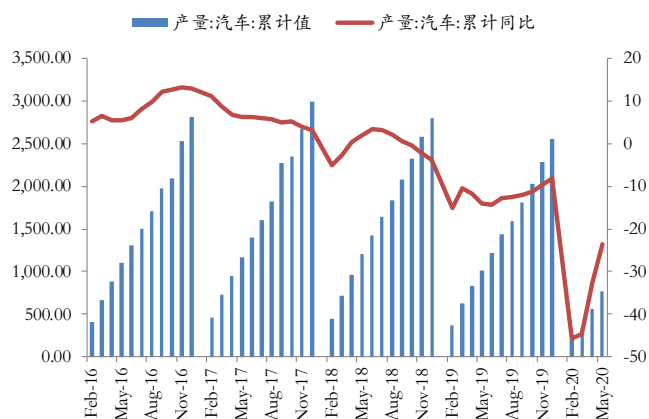


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1 板材方面，家电板和汽车板具备技术领先优势

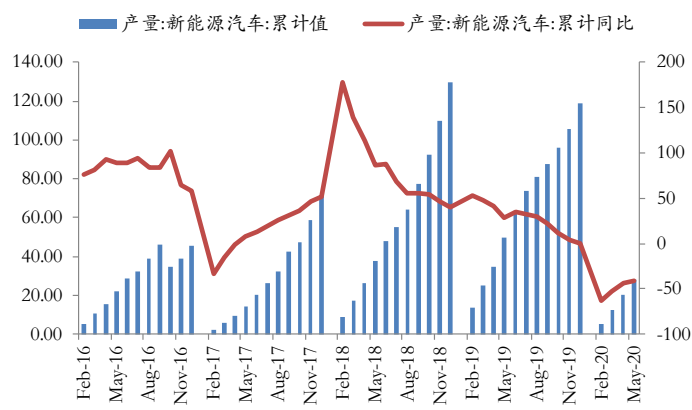
公司拥有世界先进的冷热轧薄板、彩涂板、镀锌板生产线，具备全系列低中高牌号及高效硅钢产品的批量化生产能力，在家电、汽车、五金和管线等领域具有技术优势，其中家电板全国销量第一。汽车板通过通用全球一级工程认证，薄板产品先后向国内重点汽车生产企业供货，如奇瑞、江淮、南汽集团等。新冠疫情短期对汽车市场带来巨大的负面影响，随着后期复工复产、地方政府密集出台的一系列促进新能源汽车消费政策以及放宽汽车限购政策，中国汽车市场预计将缓慢恢复至往年同期水平，并进一步促进公司汽车板需求。公司凭借技术领先优势，在板材业务方面仍存在拓展空间。

图表 10 汽车产量及累计同比 (万辆, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 新能源汽车产量及累计同比 (万辆, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 长材方面，为 H 型钢材生产技术和市场的主导者

公司拥有线上软化处理高性能低成本冷冻钢核心技术和自主知识产权，曾荣获国家金奖，广泛应用于航天、航海等领域。H 型钢是国内技术和市场的主导者、引领者，广泛应用于建筑、桥梁、铁路、机场以及工程等建设项目。

2.3 轮轴方面，国内主机厂认证+海外定制化业务，提升产品竞争优势

公司汽车板 70 个牌号产品通过上汽大众，上汽通用等主机厂认证，马钢“中国标准动车组复兴号车轮”荣获 2019 世界制造业大会创新产品金奖。2018 年，马钢生产的高速车轮通过马钢瓦顿公司的重新整合包装，运抵德国铁路公司威腾伯格基地，成功进入德国铁路制造市场。我们认为，马钢制造的高铁车轮进入德国市场充分验证了轮轴产品的国际竞争力，联动效应将进一步促进公司在欧美等海外市场的业务拓展。

3 海内外原料供应及钢铁生产基地，协同发展

3.1 四大钢铁生产基地，聚焦区域性发展

公司拥有国内外四大生产基地。2000 年以来，公司通过两轮大规模业务结构调整，以市场化方式进行兼并重组，形成公司本部、长江钢铁、合肥公司、瓦顿公司四大钢铁生产基地。其中马钢股份收购法国瓦顿，一定程度提升公司高铁车轮研发生产能力

及国际品牌形象，也为马钢轮轴产品打入国际市场奠定基础。

2014年马钢股份全资收购法国瓦顿公司，获得瓦顿公司分别位于法国刻尔克和瓦朗西亚的两个生产基地上的所有土地和建筑等不动产、商号及商标以及专利、技术、专有技术等无形资产。瓦顿公司在高铁车轮的研发和生产上拥有丰富的经验和卓越的品牌形象，并且在海外拥有广泛而成熟的销售渠道，与马钢拥有良好的协同效应。我们认为，兼并收购瓦顿公司可以使马钢较快获得先进的高铁车轮生产技术，拓展国际化销售渠道，提升自身品牌形象，具有十分重要的战略意义。

图表 12 子公司经营情况

子公司	持股比例	主营业务	2019年净利润 (亿元)	2019年期末总资产 (亿元)	2019年净资产 (亿元)
安徽长江钢铁股份有限公司	55%	主要从事黑色金属冶炼、螺纹钢、元钢、型钢、角钢、异型钢、线材及棒材生产销售、铁矿石、铁矿粉、废钢销售及进出口经营业务。	11.57	104.94	55.41
马钢(合肥)钢铁有限责任公司	71%	主要从事黑色金属冶炼及其压延加工与产品、副产品销售；焦炭及煤焦化产品、动力生产及销售，钢铁产品延伸加工、金属制品生产及销售。	1.13	48.1	23.23
马钢瓦顿股份有限公司	100%	主要从事设计，制造，加工，投入商品生产，维修及修理所有用于铁路运输，城市运输及机械工业的产品和设备。	-1.91	2.65	2.43

资料来源：公司公告，华安证券研究所

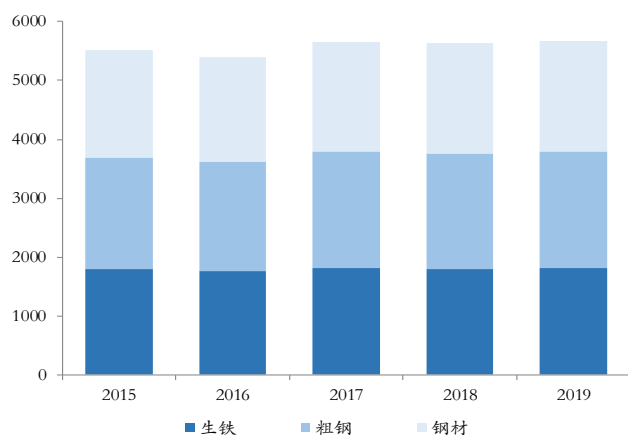
3.2 打造稳定供货渠道，建立原料基地

公司主要通过集团供应以及海外进口两大途径采购铁矿石。在国内，公司与马钢集团签订购销协议，集团承诺优先向公司提供铁石，并以普氏指数为基础确定价格；在海外，公司与巴西的淡水河谷公司签订长期供应合同，并且联合武钢、马钢、唐钢等国内龙头钢企与澳大利亚必和必拓成立合资公司（四家钢企各持股约10%），共同经营吉姆布莱巴体矿山，保证供应。此外，在焦化产能方面，公司同样以参股的形式，在河南、山东两地建立焦炭生产基地，分别为河南金马能源股份有限公司（公司持股26.89%，2018年焦炭产能约为210万吨）、盛隆化工有限公司（公司持股31.99%）。我们认为，公司打造海内外供货渠道，尤其在今年铁矿石及煤炭等原材料价格剧烈波动期间，对稳定生产成本、降低经营风险具有重要的意义。

4 优化产能结构，有望提升运营质量

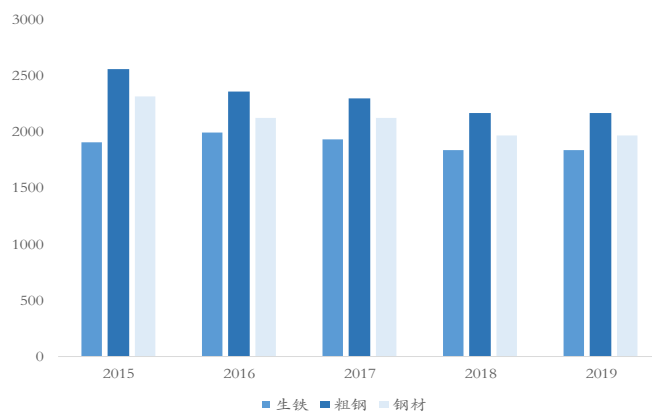
公司去低效益产能，做优做精钢铁主业。公司于2018年关停两座420立方米高炉以及两座40吨转炉，于2019年停产检修一座2500万吨高炉，通过柔性组产和精益制造，运营质量稳步提升2019年全年生产生铁1810万吨、粗钢1984万吨、钢材1877万吨，集团全年实现钢材、生铁和粗钢的小幅增加。公司坚持效益最大化原则，持续扩大高附加值产品比重，全年品种钢比例55.5%。我们认为，随着精益化经营以及去产能任务不断推进，公司生产效率已得到有效提升，马钢有望在实现钢铁高质量生产的同时，拓展未来业务发展新的增长点。

图表 13 马钢集团钢材产量 (万吨)



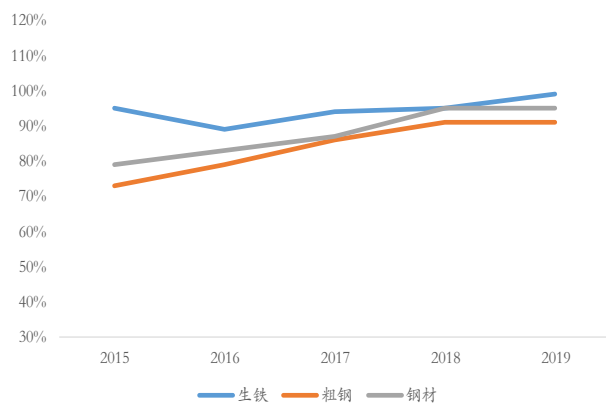
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 马钢集团钢材产能 (万吨)



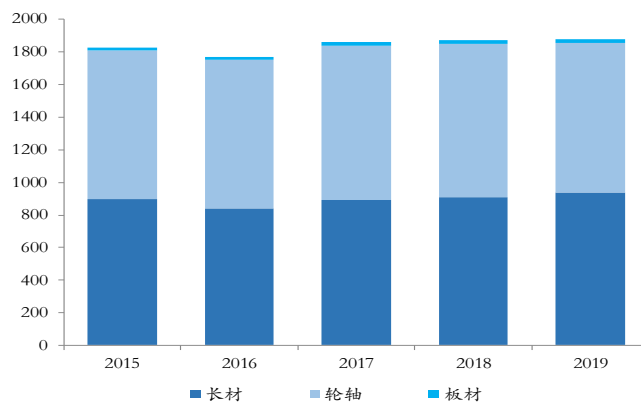
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 马钢集团钢材产能利用率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 马钢集团钢材分类产量 (万吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 风险提示

宏观经济波动、新冠疫情恶化导致钢铁下游需求不及预期; 铁矿石、煤炭等钢铁生产原材料价格超预期增长, 加重企业盈利负担。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	46,522	51,472	53,157	56,720	
现金	9,517	8,817	9,511	9,175	
应收账款	1,093	3,893	2,048	2,407	
其他应收款	10,948	193	164	175	
预付账款	981	827	844	902	
存货	10,948	11,376	11,185	11,405	
其他流动资产	21,856	24,393	27,364	30,575	
非流动资产	39,800	52,171	56,127	61,832	
长期投资	3,546	4,046	4,546	5,046	
固定资产	30,046	40,157	42,495	46,155	
无形资产	1,973	2,631	2,880	3,221	
其他非流动资产	3,957	5,064	5,936	7,142	
资产总计	86,322	103,643	109,28	118,552	
流动负债	50,077	65,312	68,683	75,987	
短期借款	12,880	27,129	27,898	32,069	
应付账款	13,444	12,070	12,003	12,761	
其他流动负债	22,513	23,276	26,975	29,057	
非流动负债	39,800	52,171	56,127	61,832	
长期借款	3,468	3,468	3,468	3,468	
其他非流动负债	1,915	1,915	1,915	1,915	
负债合计	55,481	70,717	74,088	81,392	
少数股东权益	3,908	4,429	5,100	5,636	
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	
资本公积	8,353	8,353	8,353	8,353	
留存收益	10,943	12,508	14,107	15,534	
归属母公司股东权益	26,933	28,498	30,097	31,524	
负债和股东权益	86,322	103,643	109,28	118,552	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	7,866	14,765	10,539	10,258	
净利润	1,714	2,086	2,271	1,962	
折旧摊销	3,259	17,910	7,000	9,210	
财务费用	785	578	803	875	
投资损失	815	892	862	901	
营运资金变动	0	0	0	0	
其他经营现金流	226	892	862	901	
投资活动现金流	-4,793	-29,044	-9,719	-13,797	
资本支出	-4,779	-29,376	-10,016	-14,118	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-16,501	0	0	0	
筹资活动现金流	-2,823	13,579	-126	3,203	
短期借款	12,880	27,129	27,898	32,069	
长期借款	3,468	3,468	3,468	3,468	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	0	0	0	0	
现金净增加额	305	-700	694	-336	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	78,263	75,235	77,371	78,350	
营业成本	71,315	69,367	70,509	71,860	
营业税金及附加	581	564	577	586	
销售费用	950	918	1,006	987	
管理费用	2,379	1,777	2,090	1,983	
财务费用	785	578	803	875	
资产减值损失	-425	-48	134	-18	
公允价值变动收	10	0	0	0	
投资净收益	815	892	862	901	
营业利润	1,832	2,303	2,685	2,292	
营业外收入	470	300	250	200	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	2,298	2,603	2,935	2,492	
所得税	584	517	665	530	
净利润	1,714	2,086	2,271	1,962	
少数股东损益	586	521	672	535	
归属母公司净利润	1,128	1,565	1,599	1,427	
EBITDA	5,451	19,692	9,345	11,285	
EPS (元)	0.15	0.20	0.21	0.19	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.50%	-3.87%	2.84%	1.27%
营业利润	-77.35%	25.73%	16.61%	-14.64%
归属于母公司净利	-81.02%	38.68%	2.21%	-10.76%
获利能力				
毛利率(%)	8.88%	7.80%	8.87%	8.28%
净利率(%)	0.26%	2.19%	2.77%	2.93%
ROE(%)	4.19%	5.49%	5.31%	4.53%
ROIC(%)	3.32%	2.18%	2.64%	2.19%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.27%	68.23%	67.79%	68.66%
净负债比率(%)	179.90	214.77%	210.49%	219.03
流动比率	0.93	0.79	0.77	0.75
速动比率	0.69	0.60	0.60	0.58
营运能力				
总资产周转率	403	503	516	552
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	31	37	36	35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	0.15	0.20	0.21	0.19
每股经营现金流	1.02	1.92	1.37	1.33
每股净资产(最新)	3.50	3.70	3.91	4.09
估值比率				
P/E	20.96	13.24	12.95	14.52
P/B	0.88	0.73	0.69	0.66
EV/EBITDA	5.97	2.26	4.78	4.36

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。