

板材占比高、吨钢净利高的优质钢企 买入（首次）

2021年03月13日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	57,904	74,406	83,409	87,580
同比（%）	1.7%	28.5%	12.1%	5.0%
归母净利润（百万元）	3,414	2,638	3,542	4,039
同比（%）	-42.0%	-22.4%	33.9%	13.9%
每股收益（元/股）	1.07	0.83	1.11	1.27
P/E（倍）	5.51	7.13	5.31	4.66

投资要点

- **板材区域性龙头，被严重低估。**公司于1958年成立，2007年整体上市。2019年产能达千万吨，其中热轧、冷轧合计接近40%，螺纹钢近20%。公司目前业绩表现、盈利能力、ROE等均处历史中高位，而PB仅为0.7倍，处于历史低位，而且PE我们预计2020/2021/2022年分别为7.1x/5.3x/4.7x，属于可比公司中最低水平。
- **制造业回暖，板材需求拉升。**板材直接下游为制造业，过去景气度逐步上升且逐步超越长材。2021年3月OECD全球综合领先指数回升至99.9的高位，显示主要经济体稳步复苏，工程机械、汽车、家电等行业景气上行；根据产业在线，2021年1月冰箱、空调和洗衣机产量同比增长61%、57%、14%，而2021年2月汽车累计销量同比增长77%，趋势良好。
- **板材比例高，长材享区域景气。**公司传统钢材产品覆盖螺纹、线材、冷轧、热轧和中厚板等主要大类，其高端品种广泛运用于石油石化、大型桥梁等国家重点工程。公司板材生产能力达到700万吨/年，占总产能比例高达70%，位居行业前列。板材需求、价格自2020年中以来势头良好，是当前最确定、最景气的细分品种。公司长材主要在江西附近销售，2020年固定资产投资增速高达8.2%，高居全国第五，基建需求良好。
- **质地优良，吨钢净利润行业前列。**公司财务状况健康，三费率远低于同行，投资净收益高于同行，吨钢净利润多年位于行业前列，测算公司2020年吨钢净利润264元/吨，仅次于方大特钢、新兴铸管、宝钢股份。公司正兴建樟树码头，将缩短铁矿运输距离近1/3，有望进一步降本增利。
- **无取向硅钢业务进入收获期，弹性较大。**公司高端无取向硅钢产品打破宝武集团、首钢股份垄断，实现自主生产。目前已经具备70-80万吨无取向硅钢产能，随着下游新能源车景气度高增，无取向硅钢价格强势上涨，有望为公司贡献可观利润增量。
- **非钢业务多点开花，拟拆分新华金属单独上市聚焦主业。**2017年以来，公司逐步开展节能环保、钢材延伸加工以及贸易物流等非钢业务，实现“再造新钢”。2020年10月20日，公司公告拟拆分其控股子公司新华金属上市，从而进一步实现业务聚焦，主业结构将更加清晰。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020/21/22年营收分别为744/834/876亿元，增速分别为28.5%/12.1%/5.0%；归母净利润分别为26.4/35.4/40.4亿元，增速分别为-22%/34%/14%；对应PE分别为7.1x/5.3x/4.7x。考虑公司下游制造业高景气，公司作为低估值板材优质企业将充分受益，故首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**制造业回暖不及预期；原材料铁矿石价格上涨超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.90
一年最低/最高价	3.70/6.19
市净率(倍)	0.83
流通A股市值(百万元)	18813.46

基础数据

每股净资产(元)	7.12
资产负债率(%)	54.23
总股本(百万股)	3188.72
流通A股(百万股)	3188.72

相关研究

内容目录

1. 板材区域性龙头，被严重低估	5
1.1. 公司发展历程	5
1.2. 深耕板材主业，非钢业务并行	6
1.3. 公司有较大程度低估	8
2. 制造业回暖，板材需求拉升	9
2.1. 板材:产能利用率居于高位，盈利水平高于螺纹	9
2.2. 制造业周期上行，进入主动补库存阶段	11
2.3. 下游工程机械、汽车、家电等行业全面复苏	11
3. 钢铁主业：区域性强、吨钢净利高	13
3.1. 2020 年省内固定资产投资增速全国领先，需求良好	13
3.2. 传统业务全面布局，定位区域内龙头	14
3.3. 吨钢净利高，三费率远低于同行	17
4. 无取向硅钢业务进入收获期，弹性较大	19
4.1. 无取向硅钢：新能源车电机用材，价格持续上涨	19
4.2. 公司早日布局，跻身国内一线硅钢生产企业	20
5. 非钢业务多点开花	20
5.1. 节能环保板块：增长迅猛	21
5.2. 钢铁贸易板块：降低物流成本	21
5.3. 拟拆分新华金属单独上市，聚焦主业	22
6. 盈利预测、估值与投资建议	23
7. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 公司实控人为江西国资委 (2021 年 3 月 11 日)	5
图 3: 钢材分类.....	6
图 4: 公司板材产量占比超过 60%	7
图 5: 2019 年公司产品结构.....	7
图 6: 公司非钢业务收入增速高于钢铁业务.....	8
图 7: 公司非钢业务占比逐步提升.....	8
图 8: 板材为主要钢铁业务.....	8
图 9: 板材业务为公司主要利润来源.....	8
图 10: 公司 PE-band (2021 年 3 月 11 日)	9
图 11: 公司 2019 年净利润处于历史中高水平.....	9
图 12: 公司 2019 年 ROE 高于历史平均水平.....	9
图 13: 主要钢铁品种毛利 (单位: 元/吨)	10
图 14: 制造业存货上升趋势明显 (百亿元)	11
图 15: 城镇固定资产投资完成额: 制造业累计同比 (%)	11
图 16: 2019 年主要国家千人汽车保有量 (辆)	12
图 17: 汽车库存预警指数: 市场总需求指数.....	12
图 18: 汽车产销数据触底回升.....	12
图 19: 家电产量回暖.....	13
图 20: 房屋竣工面积降幅收窄.....	13
图 21: 挖掘机月产量累计同比.....	13
图 22: 江西省内投资增速较高.....	14
图 23: 公司产品广泛应用于国家重点工程.....	16
图 24: 公司钢铁业务毛利率处于行业中游水平.....	18
图 25: 公司三费率远低于同行.....	18
图 26: 公司投资收益占比归母净利润较大.....	19
图 27: 公司所得税率仅为 15%	19
图 28: 2020 年新能源车产量增长 17.3%	20
图 29: 无取向电工钢价格上涨较快 (单位: 元/吨)	20
图 30: 新华金属股权结构 (2021 年 3 月 11 日)	22
表 1: 板材产能利用率高于螺纹钢.....	10
表 2: 2021 年江西省首批省重点建设项目.....	14
表 3: 公司传统钢材一览 (2021 年)	15
表 4: 多个升级改造项目取得进展.....	17
表 5: 吨钢净利一览 (此处按 2021 年 Q1 预测吨钢净利润降序排列)	17
表 6: 两种硅钢区别.....	19
表 7: 公司无取向硅钢产能产量表.....	20
表 8: 节能环保业务公司净利润 (单位: 万元)	21
表 9: 钢贸公司净利水平 (单位: 万元)	22
表 10: 新华金属 2017-2019 年主要财务数据 (单位: 万元)	23

表 11: 公司分业务营收盈利预测 (单位: 亿元)	24
表 12: 可比公司估值 (2021 年 3 月 11 日)	25

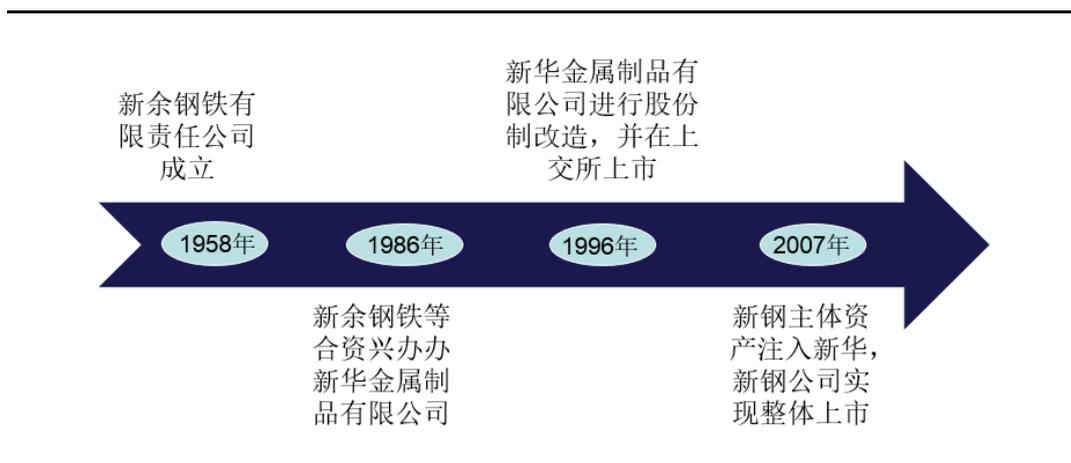
1. 板材区域性龙头，被严重低估

新余钢铁集团有限公司（以下简称新钢）位于江西省新余市，是一家集矿石加工、炼焦、烧结、球团、钢铁冶炼、钢材轧制及延伸加工于一体的大型钢铁联合企业。2019年公司产钢 902 万吨。

1.1. 公司发展历程

新余钢铁股份有限公司前身新余钢铁有限责任公司由江西省委批复同意于 1958 年成立。1986 年 11 月 15 日，由新余钢铁有限责任公司等三方合资兴办新华金属制品有限公司，1996 年 12 月该公司采用社会募集方式实现股份制改造并在上海证券交易所上市。2007 年通过向其大股东定向增发，使新钢的主体资产注入新华，新钢公司实现整体上市，同年更名为新余钢铁股份有限公司。

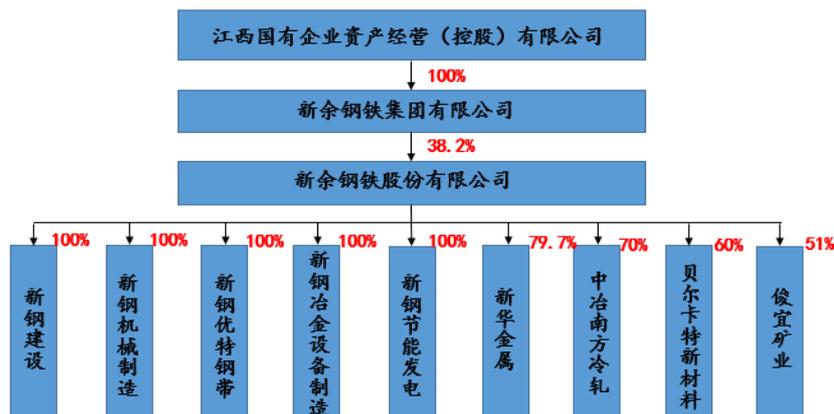
图 1: 公司历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司大股东为新余钢铁集团有限公司，持股比例 38.2%；新余钢铁集团有限公司由江西国有企业资产经营（控股）有限公司 100%持股。公司有多个参控股公司，业务涵盖钢铁生产、机械制造、节能发电和新材料研究。

图 2: 公司实控人为江西国资委（2021 年 3 月 12 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

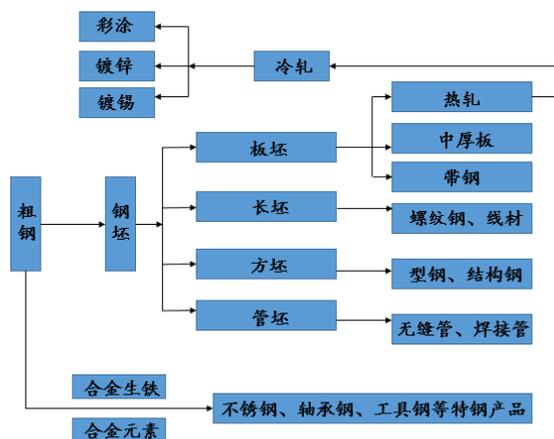
1.2. 深耕板材主业，非钢业务并行

新钢股份经过 60 余年的发展，已集矿石采选、钢铁冶炼、钢材轧制及延伸加工于一体，拥有普钢、特钢、金属制品、钢结构、化工制品产品系列共 800 多个品种、3000 多个规格。公司板材生产能力达到 700 万吨/年，厚度覆盖 0.28mm-380mm。

钢材根据形态，主要分为长材、板材等。长材包括螺纹钢、棒材和线材；板材包括带钢、热轧、冷轧和中厚板等。

- ✓ 长材：以螺纹钢为代表的长材广泛应用于建筑工程领域。螺纹钢广泛用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设。大到高速公路、铁路、桥梁、涵洞、隧道、防洪、水坝等公用设施，小到房屋建筑的基础、梁、柱、墙、板，螺纹钢都是不可或缺的结构材料。
- ✓ 板材：相比长材，板材更多用于制造业。冷轧板主要应用于汽车，冰箱、洗衣机等家电和产业设备的制造过程中；热轧板主要应用于邮轮、医疗器械、航天产品、压缩机和油桶的制造。中厚板主要用于机械制造、容器制造、造船和桥梁建造等领域。

图 3：钢材分类



数据来源：mysteel，东吴证券研究所

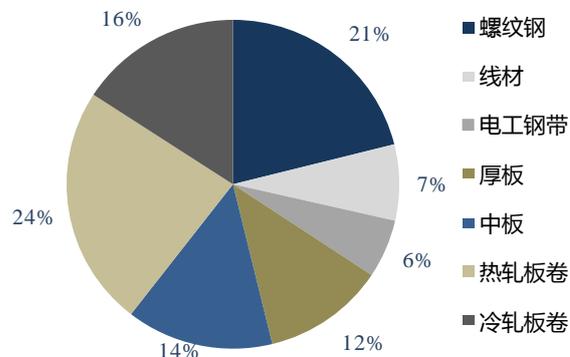
公司产品结构以板材为主。公司板材产量占比超过 60%，热轧、冷轧合计接近 40%，螺纹钢产量占比 20%。2019 年公司热轧、冷轧和螺纹钢产量分别为 216、145 和 193 万吨，占比分别为 24%、16%和 21%。

图 4：公司板材产量占比超过 60%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2019 年公司产品结构



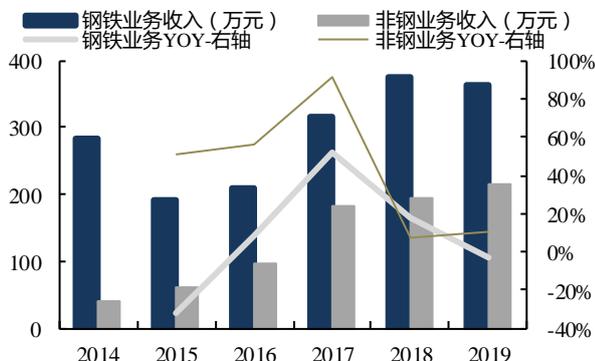
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司非钢业务主要集中于节能环保、钢材延伸加工以及贸易物流领域。2019 年公司在节能环保领域合计净利润为 2.79 亿元；在钢铁延伸加工领域合计净利润为 5.69 亿元；在钢铁贸易板块合计净利润为 6.87 亿元。

收入结构来看，公司钢铁业务为主，非钢业务占比提升较快。公司 2014 年钢铁业务、非钢业务收入为 283.3 亿、40.4 亿元，占比分别为 87.5%和 12.5%；2019 年，公司钢铁业务、非钢业务收入分别为 363.0 和 216.0 亿元，占比分别为 62.7%和 37.3%。2014-

2019 年钢铁、非钢业务收入复合增速分别为 5.1%和 39.8%。

图 6: 公司非钢业务收入增速高于钢铁业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

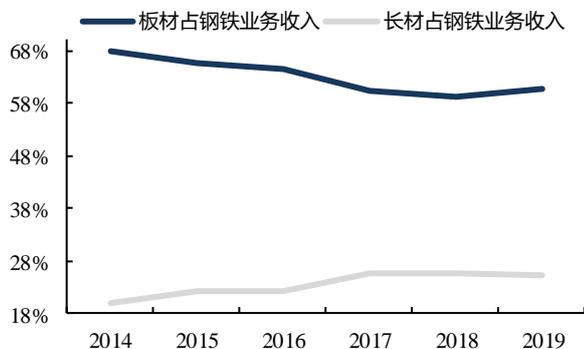
图 7: 公司非钢业务占比逐步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

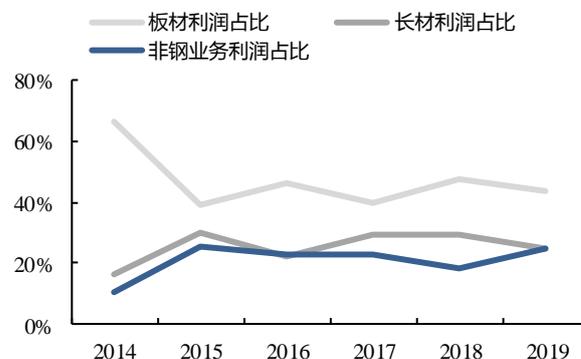
钢铁板块中，板材业务贡献超 60%收入，长材业务占比仅 25%；2019 年，板材利润占公司整体毛利 40%以上，长材毛利占比 25%，非钢业务毛利占比 25%。

图 8: 板材为主要钢铁业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9: 板材业务为公司主要利润来源

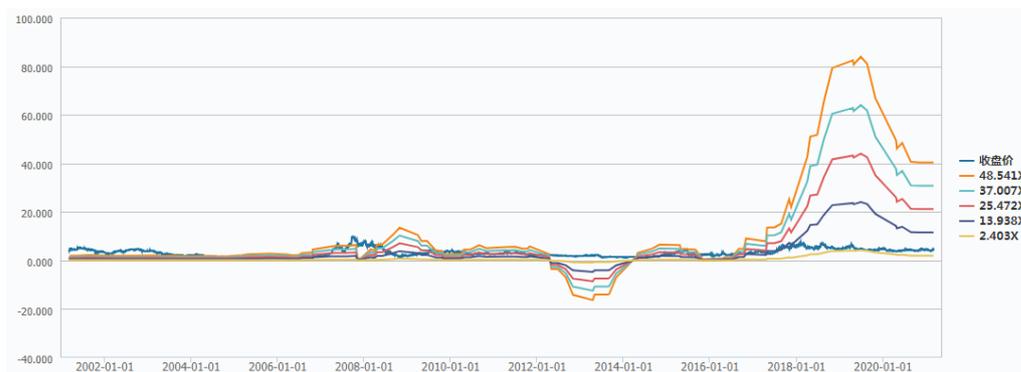


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司有较大程度低估

公司 PE 处于历史低位。公司 PE-TTM 历史区间为 2-447 倍。2019 年，公司 PE 为 5.5 倍；2020/2021/2022 年，我们预计公司 PE 为 7.1x/5.3x/4.7x（具体估值过程见下文），处于历史较低水平。

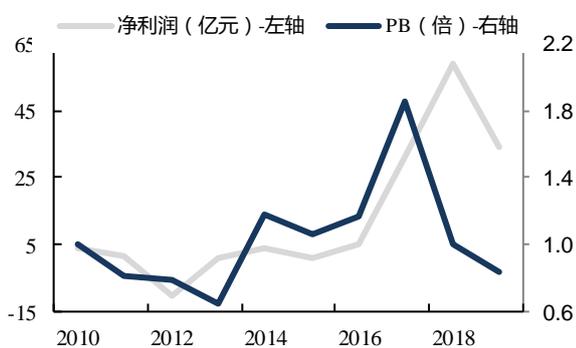
图 10: 公司 PE-band (2021 年 3 月 12 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

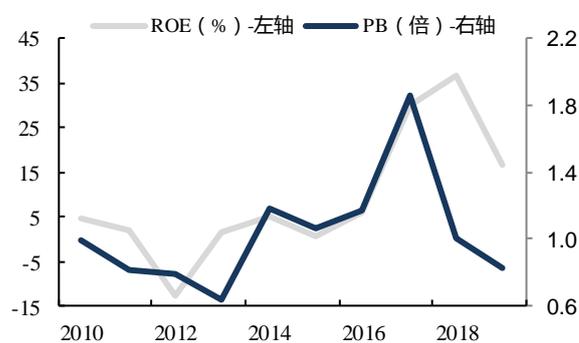
公司业绩、ROE 处于历史中高位。2019 年公司归母净利润、ROE 分别为 34.1 亿元、16.6%，处于历史中高水平；而 2019 年 PB 仅为 0.7 倍，处于历史低位。

图 11: 公司 2019 年净利润处于历史中高水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 公司 2019 年 ROE 高于历史平均水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 制造业回暖, 板材需求拉升

2.1. 板材: 产能利用率居于高位, 盈利水平高于螺纹

板材与制造业紧密相关, 目前供给增长缓慢, 产能利用率居高。根据 mysteel, 2020 年国内热轧、冷轧和中厚板产量分别为 16857、4205 和 6924 万吨, 同比增加 0.41%、6.50% 和 10.64%。板材整体产能利用率高达 82%; 螺纹钢产量为 18510 万吨, 产能利用率下滑至 76.7%。根据 mysteel 调研, 剔除淘汰产能后, 板材整体产能利用率超过 90%。

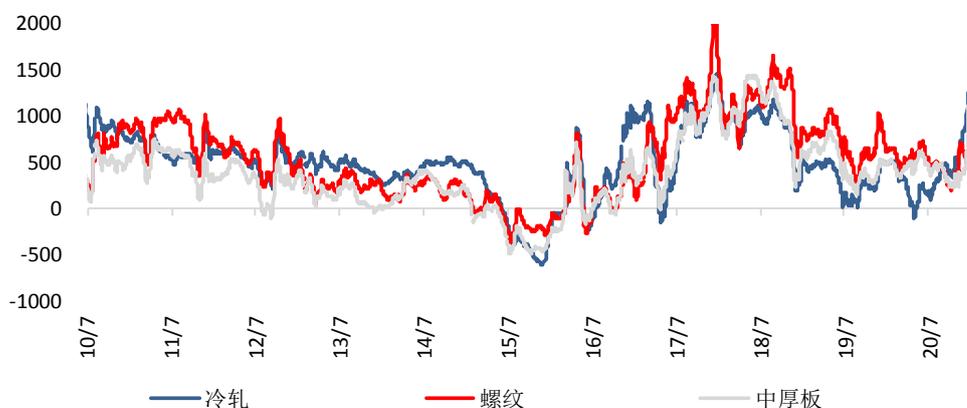
表 1: 板材产能利用率高于螺纹钢

	2017	2018	2019	2020
螺纹钢产能 (万吨)	23264	23335	23147	24124
螺纹钢产能利用率	67.22%	69.42%	77.26%	76.73%
螺纹钢产量 (万吨)	15637	16199	17882	18510
YOY		3.59%	10.39%	3.51%
热轧产能 (万吨)	19629	19962	19925	20352
热轧产能利用率	82.28%	82.93%	84.25%	82.83%
热轧产量 (万吨)	16152	16554	16788	16857
YOY		2.49%	1.41%	0.41%
冷轧产能 (万吨)	5162	5161	5162	5376
冷轧产能利用率	80.70%	80.94%	76.47%	78.21%
冷轧产量 (万吨)	4166	4178	3948	4205
YOY		0.28%	-5.51%	6.50%
中厚板产能 (万吨)	8293	8293	8293	8618
产能利用率	68.20%	73.88%	75.46%	80.34%
中厚板产量 (万吨)	5656	6126	6258	6924
YOY		8.32%	2.15%	10.64%

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

毛利表现方面, 冷轧、中厚板优于螺纹钢, 根据我们跟踪的高频数据, 2021 年 3 月, 冷轧、中厚板毛利分别为 804、631 元/吨, 螺纹钢为 608 元/吨。

图 13: 主要钢铁品种毛利 (单位: 元/吨)



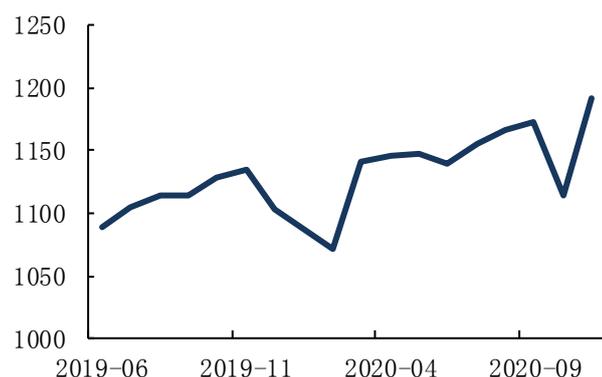
数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

2.2. 制造业周期上行，进入主动补库存阶段

制造业进入主动补库存周期。固定资产投资是存货周期转折点的一个决定因素，随着人工智能和 5G 技术的发展，生产技术改造升级，环保要求和更新需求提高，2020-2021 年全球的固定资产投资正处在新一轮的起点，加速了库存的主动供给。随着海外国家复产，2020 年下半年制造业从去库存周期转向补库存周期。

制造业投资底部回升。投资在 2020 年三季度普遍回暖，制造业起到支撑作用。2020 年 8 月投资开始大幅回升，部分周期性行业投资加快，预示 2021 年制造业景气显著回升。化工、通用设备、交通运输设备、医药制造等行业增速升幅较大，计算机电子通信以及电气机械新兴行业发展增加投资增速。实体经济融资利率的下降有利于增强制造业投资信心。2021 年处于信用周期扩张阶段，制造业将具备更多的上行周期特征，投资空间潜力巨大。

图 14: 制造业存货上升趋势明显 (百亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 15: 城镇固定资产投资完成额: 制造业累计同比 (%)

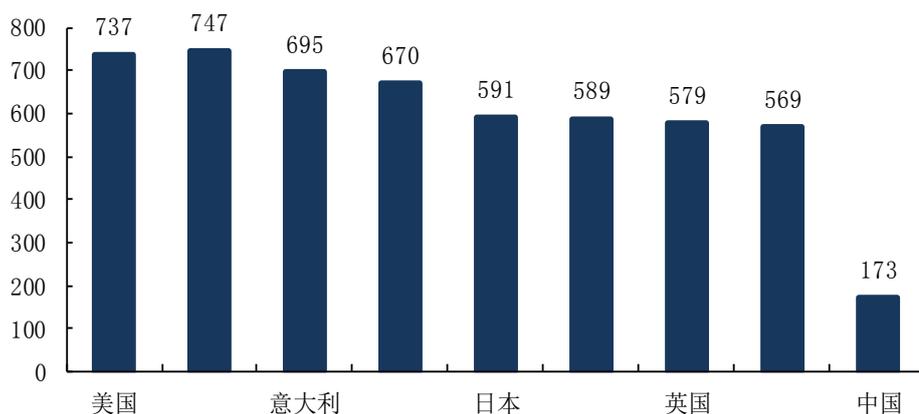


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3. 下游工程机械、汽车、家电等行业全面复苏

汽车行业产销两旺有望持续较长时间。2019 年中国每千人汽车保有量仅为 173 辆，美国为 737 辆、澳大利亚为 747 辆、日本 591 辆，世界中等发达国家千人保有量为 283 辆。因此，对标世界中等发达国家水平，我国汽车保有量仍存在 1.3 亿辆的增长空间。

图 16: 2019 年主要国家千人汽车保有量 (辆)



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

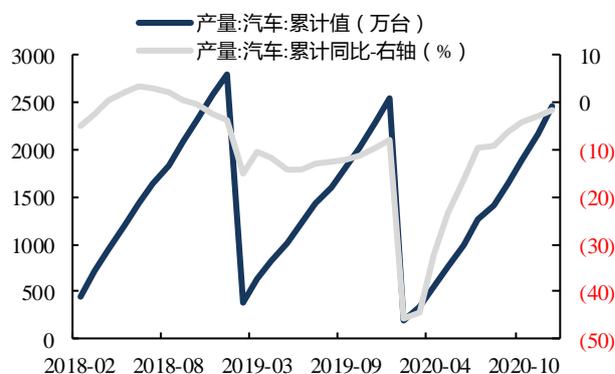
我国汽车行业自 2020 年 6 月进入补库存的阶段, 但是汽车行业的存货仍然处于低位水平, 补库存还将继续。随着中央新一轮刺激政策的开始, 国务院常务会议提出要扩大汽车消费, 中央与地方两级政府出台“汽车下乡”政策, 汽车产销迎来两旺。2020 年下半年以来汽车产销量降幅逐步收窄, 我们预计 21 年同比增速大幅转正。

图 17: 汽车库存预警指数: 市场总需求指数



数据来源: choice, 东吴证券研究所

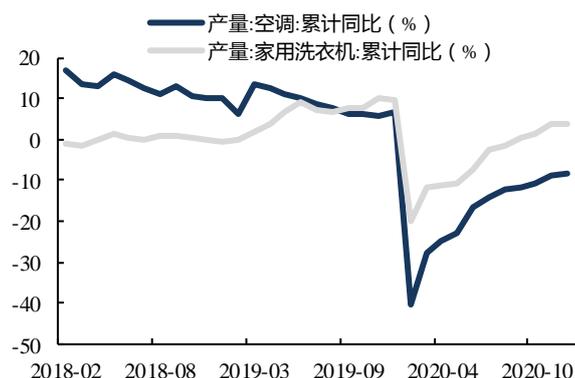
图 18: 汽车产销数据触底回升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

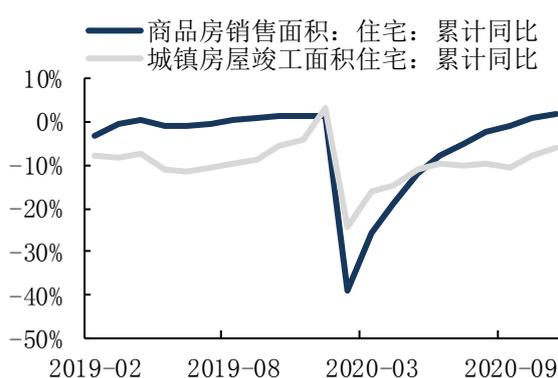
家电行业内销外需齐发力, 回暖趋势明显。产量方面, 6 月以来, 家电产量逐步回暖。全球经济复苏、中国家电下乡等带来家电消费上升, 我们预计 21 年维持高速增长态势。销量方面, 家电与地产有良好的相关性, 近期来看, 房屋竣工降幅收窄, 房屋交付节奏有望得到恢复。家电行业有望内销继续回暖, 带动模具钢需求不断上升。

图 19: 家电产量回暖



数据来源: wind, 东吴证券研究所

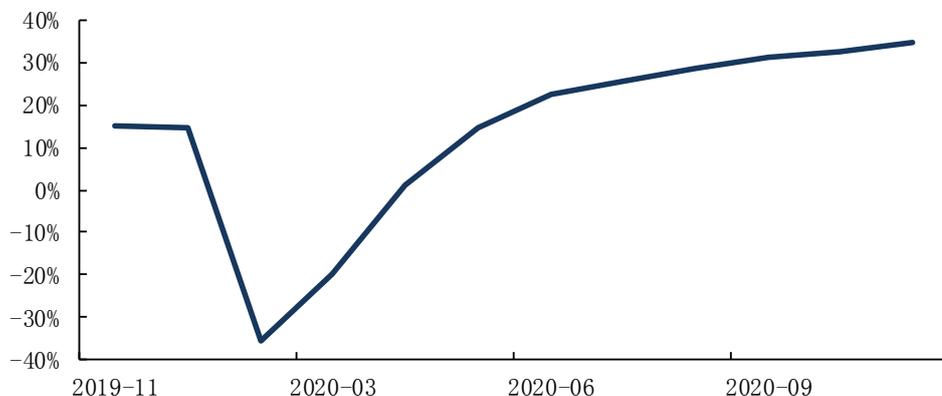
图 20: 房屋竣工面积降幅收窄



数据来源: wind, 东吴证券研究所

工程机械将迎来周期性上涨。2021 年, 工程机械受周期与非周期因素共同作用将触底反弹, 带动模具钢需求增长。从周期方面来看, 制造业的库存周期与投资周期都为 3.5 年, 目前在库存周期与投资周期都到底反弹的情况下, 工程机械行业将迎来一波周期性上涨。从非周期因素来看: 更新换代已经成为了工程机械的一大部分需求。目前随着农业机械化不断覆盖, 新的增长需求将集中在小型器械的更新换代以及自动化覆盖上。

图 21: 挖掘机月产量累计同比



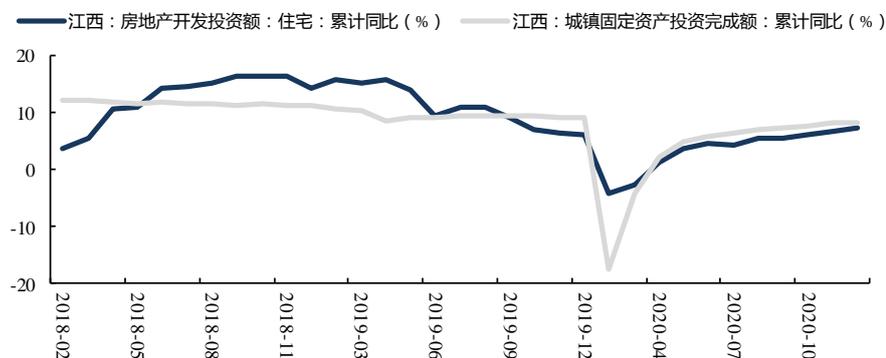
数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 钢铁主业: 区域性强、吨钢净利高

3.1. 2020 年省内固定资产投资增速全国领先, 需求良好

江西省年初受疫情影响, 投资出现负增长, 一季度同比下降 4.3%; 在各项投资政策拉动下, 二季度起, 全省投资增速由负转正并逐季回升, 上半年增长 5.8%, 前三季度增长 7.3%, 全年增长 8.2%。综合来看, 2020 年江西省固定资产投资增速位居全国第五。

图 22: 江西省内投资增速较高



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

省内重点建设项目逐步增多，带来旺盛钢铁需求。经省政府同意，省发改委下达 2021 年第一批省重点建设项目计划，共安排 461 个项目，总投资达 15397 亿（同比增长 38%）元，年度计划投资 3371 亿元（同比增长 41%）。

表 2: 2021 年江西省首批省重点建设项目

	数量 (个)	明细
建成投产项目	77	兴泉铁路（江西段）、安庆至九江铁路（江西段）等
续建项目	201	宜春至遂川、赣皖界至婺源、寻乌至龙川高速公路等
新开工项目	169	南昌高新区华勤电子千亿生产基地、南昌经开区康佳（江西）半导体高科技产业园等
预备项目	14	
合计	461	

数据来源：江西发改委官网，东吴证券研究所

3.2. 传统业务全面布局，定位区域内龙头

新钢主体装备全部符合国家产业政策要求，主要包括 360m² 烧结机、2500m³ 高炉、210t 顶底复吹氧气转炉、105m/s 高速线材、3800mm 宽度厚板轧机和 1580mm 热卷、1550mm 冷连轧、高牌号电工钢、优特钢带等生产线。产品种类丰富牌号齐全。

表 3: 公司传统钢材一览 (2021 年)

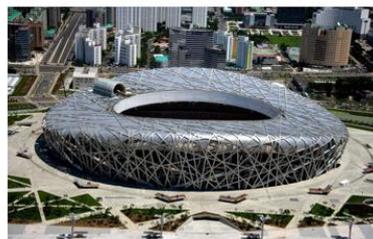
大品种	细分品种	用途	牌号	简介
线材	建筑、拉丝用盘条	建筑	HRB335、HRB400、HRB500、HPB235	产量: 160 万吨
		拉丝	XQ175、XQ195、XQ215、SAE1006、SWRM2/M4/M6/M8/M10、1005L、1006L、1008L、1010L	
	优线、高碳钢盘条	优线	25、35、45、50、55、60、65、70、75、80、85、30MnSi、60Mn、65Mn、70Mn、TS65Mn	
		高碳钢	72MnA(72B)、SWRH62A、SWRH62B、SWRH67A、SWRH67B、SWRH72A	
合金钢盘条		72MnA(72B-B)、SAE 10B06、SAE 10B08、SAE 10B10、SAE 10B18		
中厚板	碳素钢板		Q235A/B/C/D、Q275A/B/C/D、A283Gr.C/Gr.D、ASTMA36、A573Gr.58/Gr.65/Gr.70	厚度 5-130mm
	高层建筑板		Q235GJB/C/D/E、Q345GJB/C/D/E、Q390GJC/D/E、Q420GJC/D/E、SN400A/B/C、SN490B/C	厚度 5-100mm
	桥梁板		Q235qC/D/E、Q345qC/D/E、Q370qC/D/E、Q420qC/D/E、Q550qD/E、Q620qD/E、Q690qD/E	厚度 235-420 级:5-100mm ; 460-690 级:6-80mm
热轧冷卷	碳结热卷板 / 船体用卷板	碳结	Q195、Q215A/B、Q235A/B/C、Q275A/B/C/D、S235JR/J0/J2、S275JR/J0/J2、ASTMA36	产量: 300 万吨; 厚度: 1.2-16mm
		船用	船 A/B	
	汽车车轮、桥梁、结构用卷板	汽车车轮	330CL、380CL、440CL、490CL、540CL、590CL	
		桥梁	Q235qC/D/E、Q345qC/D/E、Q370qC/D/E、Q420qC/D/E、Q550qD/E、Q620qD/E、Q690qD/E	
	结构	SAPH310、SAPH370、SAPH400、SAPH440		

冷轧薄板	冷轧薄钢板	国内	Q195、Q215A/B、Q235A/B/C/D、 Q275A/B/C/D	产量：120 万吨 厚度：0.25-2.00
		国外	SPCC(一般用)、SPCD(冲压用)、 SPCE(深冲压用)、SPCF(非时效性深 冲压用)、SPCG(非时效性超深冲压 用)	
	螺纹钢		HRB335、HRB400、HRB500	产量：60 万 吨；

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司高端产品广泛运用于石油石化、大型桥梁、军用船舶、核能电厂、航空航天等国家重点工程，远销 20 多个国家和地区。主要工程包括北京奥运“鸟巢”、上海世博“中国馆”、港珠澳跨海大桥、杭州湾跨海大桥和辽宁红沿河、福建福清、广东阳江核电站等国家重点工程。

图 23: 公司产品广泛应用于国家重点工程



北京奥运“鸟巢”



上海世博会中国馆



港珠澳跨海大桥



杭州萧山国际机场

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司抓住疫情契机，在保证现金流的基础下强力推进“升改”工程建设，近期完成了多个产线升级改造项目，为公司优化产品结构，降低生产成本，提升整体竞争力筑实基础。

表 4: 多个升级改造项目取得进展

完成时间	项目内容
20.3.31	8#高炉修复项目出铁
20.5.31	综合料场智能环保易地改造项目混匀料场出料
20.5.31	棒材生产线升级改造项目投入试生产
推进中	4.3 米焦炉环保节能升级
推进中	煤气综合利用高效发电二期
推进中	热连轧产线 1#、2#加热炉大修
规划中	7 米焦炉建成投产项目

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

科技创新方面, 公司不断加强现有技术迭代, 通过开展新标螺纹钢降低合金成本等系列技术攻关, 在成本控制方面更进一步; 同时公司不放弃新产品研发, 成功完成多个新产品如供江铃汽车用钢的开发, 进一步抢占市场。此外公司已通过高新技术企业资格复审, 所得税率维持在 15%。

3.3. 吨钢净利高, 三费率远低于同行

新钢股份吨钢净利高于可比公司。我们测算可得, 公司 2020/2021 年归母净利分别为 26.4/35.4 亿; 其中, 2020 年 Q4、2021 年 Q1 吨钢净利分别为 301、354 元/吨。我们预计公司 2021 年吨钢盈利将大幅提升。

表 5: 吨钢净利一览 (此处按 2021 年 Q1 预测吨钢净利润降序排列)

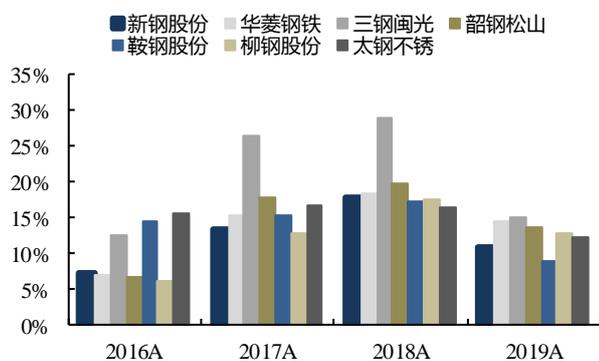
证券简称	钢产量 (万吨)	21 年净利润	20 年净利润	20 年吨钢净利润	20Q4 吨钢净利润	21Q1 吨钢净利润
方大特钢	408	25.7	21.4	524.5	630.3	567.3
宝钢股份	4,700	200.0	128.0	272.3	420.5	420.5
杭钢股份	442	15.5	11.1	250.1	314.3	361.4
新钢股份	1,000	35.4	26.4	264.0	301.4	354.0
南钢股份	1,106	37.1	28.5	258.0	306.2	306.2
华菱钢铁	2,518	78.0	64.0	254.2	248.2	248.2
新兴铸管	517	20.7	18.0	348.0	275.1	247.6
三钢闽光	1,146	30.7	25.6	223.4	204.5	184.1
鞍钢股份	2,518	50.0	22.3	88.7	144.2	173.0
韶钢松山	780	18.7	15.6	200.3	179.4	161.5
首钢股份	1,784	32.0	18.0	100.9	140.2	154.2
太钢不锈	1,260	21.0	15.0	119.3	137.2	151.0

重庆钢铁	656	8.0	5.9	90.6	136.6	150.3
柳钢股份	1,250	20.7	16.5	132.2	133.3	133.3
凌钢股份	564	7.6	6.4	112.7	152.5	122.0
安阳钢铁	770	2.6	2.3	29.2	107.4	107.4
马钢股份	2,040	24.7	19.8	97.0	82.7	82.7
包钢股份	1,600	28.0	4.5	28.1	70.7	77.8
河钢股份	2,350	19.5	15.6	66.4	68.1	68.1
酒钢宏兴	752	5.8	5.1	67.3	78.5	62.8
山东钢铁	1,594	10.5	8.1	50.6	54.8	60.2
本钢板材	1,026	4.0	3.1	30.3	10.7	11.8
八一钢铁	730	3.7	3.2	43.8	9.6	8.6

数据来源：各公司公告，wind（非加粗部分来自 wind 一致预期），东吴证券研究所

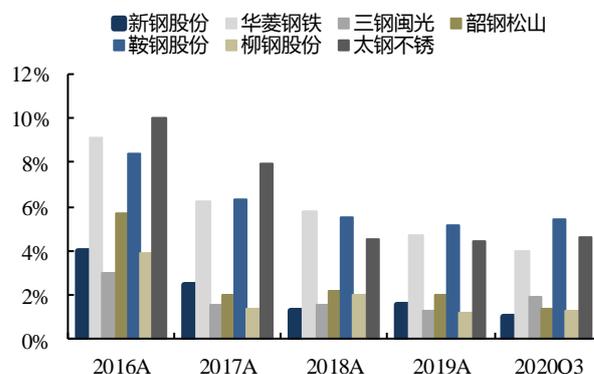
公司钢铁业务毛利率处于行业中等水平，三费费率远低于同行。由于公司地处江西新余，运输成本较高，故毛利率水平处于行业中游，2019 年公司钢铁业务毛利率为 11%；但得益于公司优秀的管理，公司三费费率远低于同行，但根据 2020 年三季报，公司三费费率仅为 1.0%。

图 24：公司钢铁业务毛利率处于行业中游水平



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

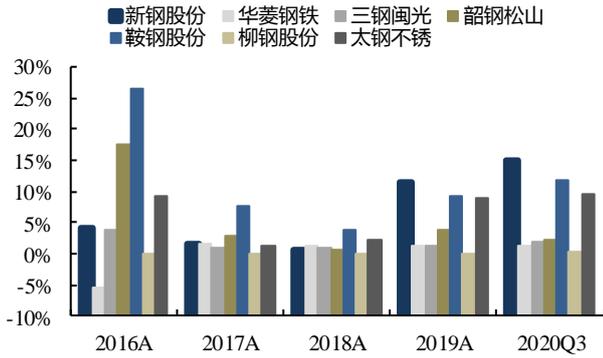
图 25：公司三费费率远低于同行



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

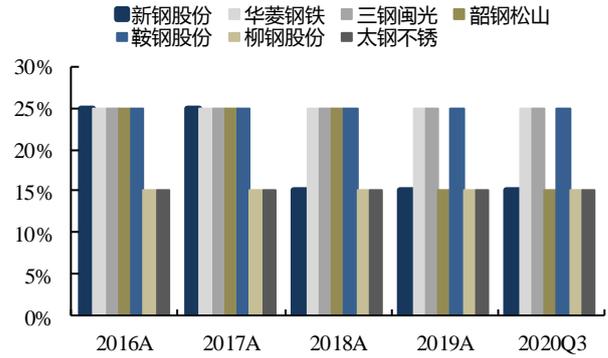
公司投资净收益占比归母净利润较大。根据 2020 年三季报，公司投资净收益占比归母净利润为 15.1%，远高于可比公司。所得税率方面，公司自 2018 年开始所得税率从 25%降为 15%，2020 年同业多数公司所得税率仍为 25%。

图 26: 公司投资收益占比归母净利润较大



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图 27: 公司所得税率仅为 15%



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

公司着力建设樟树码头, 有望降低运输成本。2019 年公司董事长夏文勇表示, 新钢股份计划在江西樟树(赣江辐射区)合资建设码头。码头建好后, 铁矿运输将采取“莆田-新余”路线而非“宁波-新余”路线, 运输距离将从原来的 900 公里降为 600 公里。运输距离的大幅缩减将为公司降低运输成本, 有望进一步打开降本增利的空间。

4. 无取向硅钢业务进入收获期, 弹性较大

4.1. 无取向硅钢: 新能源车电机用材, 价格持续上涨

含硅为 1.0~4.5%, 含碳量小于 0.08%的硅合金钢叫做硅钢。它具有导磁率高、矫顽力低、电阻系数大等特性, 因而磁滞损失和涡流损失都小。主要用作电机、变压器、电器以及电工仪表中的磁性材料。无取向硅钢由于其晶粒分布均匀而任一角度均可被磁化, 被广泛应用于电机。

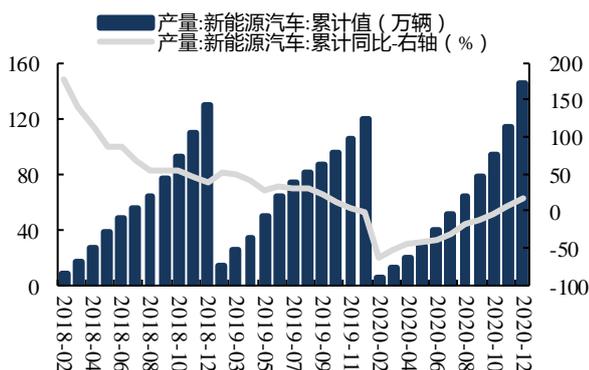
表 6: 两种硅钢区别

	无取向硅钢	取向硅钢
含硅量	0.5-3%	> 3%
硅钢中晶粒是否分布均匀	是	否
厚度	0.35-0.65mm	0.23-0.35mm
制造工艺难度	较低	较高
热损耗	大	小
应用场景	电机	变压器

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

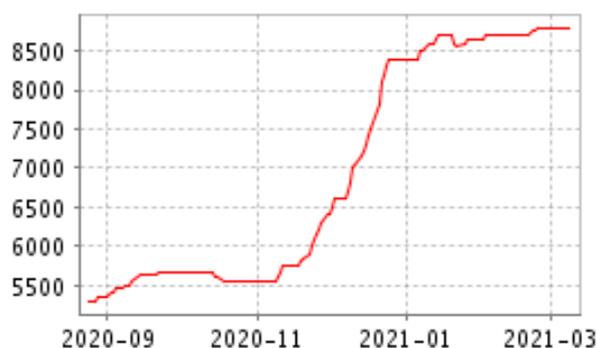
受益新能源车产量增长,硅钢价格一路上涨。2020年我国新能源车产量145.6万辆,累计同比17.3%。新能源车生产景气度高直接拉升对无取向电工钢需求,由于国内无取向电工钢尤其是高牌号无取向电工钢由于较高技术壁垒,产能集中于宝武集团和首钢股份等头部钢企且增长受限,故无取向硅钢价格大幅上涨,2021年3月均价高达8950元/吨,较底部(2020年5月)上涨88%。

图 28: 2020 年新能源车产量增长 17.3%



数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

图 29: 无取向电工钢价格上涨较快 (单位: 元/吨)



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

4.2. 公司早日布局, 跻身国内一线硅钢生产企业

公司控股子公司中冶新材新能源汽车高牌号电工钢产线于2019年11月顺利投产。公司电工钢产品从30ZW1700、27ZW1600再到如今的35ZW250, 产品种类日益丰富, 性能指标稳步提升, 公司无取向电工钢产品覆盖中低牌号、高牌号, 产品广泛用于电动机、发电机、新能源汽车电机等核心部件生产制造。2021年2月公司在公开平台表示, 公司目前具备无取向硅钢产能约70万吨。

表 7: 公司无取向硅钢产能产量表

	2010	2013	2019	2021
产能 (万吨)	40	50	65	70
产量 (万吨)	30	50	53	70

数据来源: 中冶新材官网, 东吴证券研究所

5. 非钢业务多点开花

2017年以来, 新钢提出“相关多元发展”概念, 目标是通过推进相关多元发

展，实现非钢业务上“再造新钢”。公司非钢业务主要集中于节能环保、钢材延伸加工以及贸易物流。节能环保业务公司主要为新钢资源、新钢节能发电，钢材延伸加工板块主要为新华金属、中冶南方，贸易物流业务则为新余钢贸。

5.1. 节能环保板块：增长迅猛

2018 年，新投资成立全资子公司新余新钢节能发电有限公司，利用余热、余气、余压等资源发电，高效利用资源。2018 年 11 月 30 日，公司煤气综合利用高效发电项目一期 2 台高温超高压煤气发电机组及外配套项目基本建成投产，根据公司的预计年均可减少用电成本约 2.51 亿元。建成后 2019 年公司自发电比例提高至 52%，吨钢外购电量下降 20kwh。

为进一步提高资源回收利用率，推动企业节能减排和绿色发展，2019 年 12 月 28 日，公司重点节能项目煤气综合利用高效发电二期工程正式破土动工。据测算待“二期”三台机组全部投产后新钢自发电率将有望在现基础上再提高 16%，新余新钢节能发电有限公司业绩有望进一步增长。

2019 年该板块的新余新钢节能发电有限公司实现净利润 1.62 亿，同比增长 867%；新余新钢资源综合利用科技有限公司实现净利润 1.17 亿，同比增长 30%；合计利润 2.80 亿元，增速 160%。

表 8：节能环保业务公司净利润（单位：万元）

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019
新钢节能发电				1677.98	16229.68
新钢资源综合利用	13708.2	23387.74	32440.55	9067.50	11724.62
节能环保领域合计	13708.2	23387.74	32440.55	10745.48	27954.3
YOY		71%	39%	-67%	160%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 钢铁贸易板块：降低物流成本

由于新钢位于江西省新余市，属内陆企业，且江西境内水运并不发达，每年运送铁矿石、焦炭、钢材等物流量很大，铁路运输对于新钢至关重要。但随着采购规模的扩大，在物流硬成本的影响下，新钢对贸易物流板块的布局同样颇多。2017 年，公司收购江西新钢进出口有限责任公司 100% 股权、设立全资子公司新钢国际贸易有限公司、审议通过《关于新钢国贸公司收购新钢进出口公司和上海贸易公司股权的议案》，不断布局物流产业，成立了物流中心，通过物流企业，把整个产业链做起来，有效降低物流成本。

公司重点以新钢物流中心为公司物流资源管理集成平台，实行“物流+贸易”运营

模式，通过对钢材、水泥、煤炭等货物采取多向配载等措施，做大物流运输业务；以新钢国贸公司为主体，开展铁矿石、钢材等产品贸易，扎实推进物流贸易发展。围绕主业实现盈利增长。

表 9: 钢贸公司净利水平 (单位: 万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
XINSTEEL					
SINGAPORE PTE. LTD.	1446.37	2127.04		1142.97	1517.52
新钢国际				1685.95	3499.31
新余中新物流	772.24	-2228.57	811.65	382.77	249.67
新余钢贸(南昌)				787.51	1029.31
新钢(上海)贸易有限公司				326.48	569.76

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.3. 拟拆分新华金属单独上市, 聚焦主业

2020年10月20日, 公司拟分拆其控股子公司新华金属至上海证券交易所上市。本次分拆完成后, 新钢股份股权结构不会发生变化, 且仍将维持对新华金属的控制权。

通过本次分拆, 新钢股份将进一步实现业务聚焦, 主业结构将更加清晰; 新华金属将成为专注于高强度低松弛预应力混凝土用钢绞线研发、生产及销售的业务平台独立上市, 并通过上市融资增强资金实力。

图 30: 新华金属股权结构 (2021年3月12日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新华金属自成立至今一直专注于高强度低松弛预应力混凝土用钢绞线的研发、生产及销售。新华金属作为国内首家生产预应力钢绞线的企业，自产品问世以来，新华金属产品一直占据国内市场领先地位。新华金属在预应力钢绞线领域已积累丰富的专业知识及技术经验，通过行业领先的核心生产技术生产出高品质的钢绞线产品，产品主要应用于公路、铁路、桥梁、机场、码头、水电、核电、液化天然气储罐（LNG）和大型高层建筑等国家重点基础建设工程。著名的港珠澳大桥、青岛胶州湾海湾大桥、杭州湾跨海大桥、京沪高速铁路、广州新白云国际机场、澳门码头、三峡工程、上海东方明珠电视塔、山东青岛液化天然气储罐（LNG）、贵州国家天文台 500 米口径球面射电望远镜（FAST）等工程，都采用了新华金属的产品。新华金属的产品持续出口到美洲、欧洲和东南亚地区，为来自全国重点工程项目及全球多个国家客户提供产品服务，在业内具备极高认可度和公信力。

表 10：新华金属 2017-2019 年主要财务数据（单位：万元）

	2017	2018	2019
资产总计	143299	146643	144462
所有者权益	85581	88662	94665
营业收入	151717	176850	192662
净利润	3558	4280	5439

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本次分拆后，新华金属可以针对其自身行业特点和业务发展需要建立更适应自身的管理方法和组织架构，公司与子公司聚焦各自主营业务领域，主业结构将更加清晰，有利于公司更好的理顺业务架构，降低多元化经营带来的负面影响，推动上市公司体系不同业务均衡发展。

尽管上市公司和新华金属均具备独立、完整的业务体系，能够独立进行经营决策，保证关联交易的合规性、合理性和公允性，但仍不排除未来新华金属或上市公司因内控有效性不足导致关联方利用关联交易损害上市公司、新华金属或中小股东利益的风险。

6. 盈利预测、估值与投资建议

我们基于以下假设进行盈利预测：

- 1) 制造业景气，板材行业受益：“新基建”加码拉升工程机械需求，汽车进入周期性旺季，家电消费改善叠加出口需求上行，板材行业景气度提升。

2) 公司作为江西板材龙头, 将受益下游板材景气度拉升。

表 11: 公司分业务营收盈利预测 (单位: 亿元)

		2019	2020E	2021E	2022E
卷板	收入	129.0	180.6	207.7	220.2
	YOY		40.0%	15.0%	6.0%
	毛利	13.6	19.0	24.5	27.5
	YOY		39.9%	29.2%	12.3%
	毛利率	10.5%	10.5%	11.8%	12.5%
螺纹钢及元钢	收入	67.1	88.6	99.2	104.1
	YOY		32.0%	12.0%	5.0%
	毛利	9.2	10.2	11.7	12.5
	YOY		11.2%	14.9%	6.8%
	毛利率	13.7%	11.5%	11.8%	12.0%
中板	收入	49.7	65.6	75.5	80.0
	YOY		32.0%	15.0%	6.0%
	毛利	5.4	7.1	9.1	10.2
	YOY		31.3%	27.8%	12.2%
	毛利率	10.9%	10.8%	12.0%	12.7%
厚板	收入	42.0	54.6	61.7	64.2
	YOY		30.0%	13.0%	4.0%
	毛利	3.7	4.5	6.5	6.6
	YOY		22.4%	44.7%	2.0%
	毛利率	8.7%	8.2%	10.5%	10.3%
线材	收入	24.4	27.4	29.6	30.7
	YOY		12.0%	8.0%	4.0%
	毛利	3.7	3.3	3.5	3.7
	YOY		-11.9%	8.0%	4.0%
	毛利率	15.3%	12.0%	12.0%	12.0%
电工钢板	收入	23.7	28.4	30.4	31.9
	YOY		20.0%	7.0%	5.0%
	毛利	0.7	0.7	1.0	1.1
	YOY		7.5%	37.0%	8.3%
	毛利率	2.8%	2.5%	3.2%	3.3%
钢坯	收入	3.1	3.9	4.3	4.4
	YOY		25.0%	10.0%	3.0%

	毛利	0.2	0.3	0.3	0.3
	YOY		24.5%	10.0%	3.0%
	毛利率	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	收入	24.0	28.8	31.6	34.2
	YOY		20.0%	10.0%	8.0%
金属制品	毛利	2.6	3.5	3.8	4.1
	YOY		31.7%	10.0%	8.0%
	毛利率	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
	收入	216.0	266.2	294.2	306.1
	YOY		23.2%	10.5%	4.1%
非钢业务	毛利	12.9	10.3	8.0	11.1
	YOY		-19.8%	-22.4%	38.6%
	毛利率	6.0%	3.9%	2.7%	3.6%
	收入	579.0	744.1	834.1	875.8
	YOY		28.5%	12.1%	5.0%
合计	毛利	52.1	58.8	68.4	77.1
	YOY		12.8%	16.4%	12.7%
	毛利率	9.0%	7.9%	8.2%	8.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计，2020/21/22 年，公司营收分别为 744/834/876 亿元，增速分别为 28.5%/12.1%/5.0%。我们预计公司 2020/21/22 年归母净利分别为 26.4/35.4/40.4 亿元，对应增速分别为-22%/34%/14%；对应 PE 分别为 7.1x/5.3x/4.7x，低于行业可比公司。考虑公司下游制造业高景气，公司作为低估值板材优质企业将充分受益，故首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值 (2021 年 3 月 12 日)

	证券代码	股价 (元)	P/E			EPS (元)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
新钢股份	600782.SH	5.90	7.1	5.3	4.7	0.83	1.11	1.27
南钢股份	600282.SZ	3.68	9.0	7.8	6.9	0.41	0.47	0.53
华菱钢铁	000932.SZ	8.22	7.5	6.7	6.2	1.10	1.23	1.32
鞍钢股份	000898.SZ	3.78	18.9	14.5	15.1	0.20	0.26	0.25
均值			11.8	9.7	9.4	0.57	0.65	0.70

数据来源：wind (非加粗部分来自 wind 一致预期)，东吴证券研究所

7. 风险提示

1) 制造业回暖不及预期。

- ✓ 汽车方面，根据中汽协数据，汽车价格仍未企稳，超过四成汽车为降价销售，涨价销售比例不到两成，说明目前增长原因为经销商以价换量。因此整体需求处于底部回升状态，但不排除后续需求低于预期。
- ✓ 家电方面，地产新增需求仍为家电主要需求。若后续地产调控政策收紧，商品房销售下滑，中期竣工低于预期，对应家电购置需求将受影响；海外疫情反复，海外订单下滑将对家电出口造成较大影响。

2) 原材料铁矿石价格上涨超预期。铁矿石为炼钢最重要成本来源，占比 40%-50%；铁矿石价格自 2020 年 8 月有所下滑，但整体处于高位运行，不排除后续铁矿石价格上涨，压缩公司利润空间。

新钢股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	25,950	32,135	31,290	36,165	营业收入	57,904	74,406	83,409	87,580
现金	6,306	9,464	6,668	11,814	减:营业成本	52,713	68,565	76,570	79,916
应收账款	2,271	8,409	7,623	9,174	营业税金及附加	233	580	467	543
存货	4,835	4,307	4,701	4,081	营业费用	357	655	532	569
其他流动资产	12,538	9,955	12,297	11,095	管理费用	873	1,369	1,568	1,839
非流动资产	19,217	19,962	23,571	21,580	财务费用	185	270	257	234
长期股权投资	219	264	311	359	资产减值损失	-5	0	0	0
固定资产	9,776	13,746	14,926	14,602	加:投资净收益	386	125	151	177
在建工程	2,331	2,084	1,790	1,496	其他收益	123	82	102	102
无形资产	799	703	653	596	营业利润	4,032	3,177	4,272	4,762
其他非流动资产	6,091	3,165	5,890	4,528	加:营业外净收支	-56	-11	-40	-36
资产总计	45,167	52,097	54,861	57,745	利润总额	3,976	3,166	4,233	4,726
流动负债	22,620	27,527	27,134	26,451	减:所得税费用	546	505	669	667
短期借款	4,087	6,000	2,500	4,250	少数股东损益	16	23	21	21
应付账款	12,001	13,362	16,422	13,805	归属母公司净利润	3,414	2,638	3,542	4,039
其他流动负债	6,532	8,165	8,213	8,396	EBIT	4,034	3,235	4,248	4,653
非流动负债	253	253	253	253	EBITDA	4,993	4,347	5,698	6,275
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	253	253	253	253	重要财务与估值指标				
负债合计	22,874	27,781	27,388	26,705	标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	582	604	625	646	每股收益(元)	1.07	0.83	1.11	1.27
归属母公司股东权益	21,711	23,712	26,848	30,394	每股净资产(元)	6.81	7.44	8.42	9.53
负债和股东权益	45,167	52,097	54,861	57,745	发行在外股份(百万股)	3189	3189	3189	3189
					ROIC(%)	26.4%	16.2%	21.8%	22.3%
					ROE(%)	15.4%	10.9%	13.0%	13.1%
					毛利率(%)	9.0%	7.9%	8.2%	8.8%
					销售净利率(%)	5.9%	3.5%	4.2%	4.6%
					资产负债率(%)	50.6%	53.3%	49.9%	46.2%
					收入增长率(%)	1.7%	28.5%	12.1%	5.0%
					净利润增长率(%)	-42.0%	-22.4%	33.9%	13.9%
					P/E	5.51	7.13	5.31	4.66
					P/B	0.87	0.79	0.70	0.62
					EV/EBITDA	3.42	3.64	2.66	1.87

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>