

公司研究/首次覆盖

2020年06月12日

黑色金属/钢铁 II

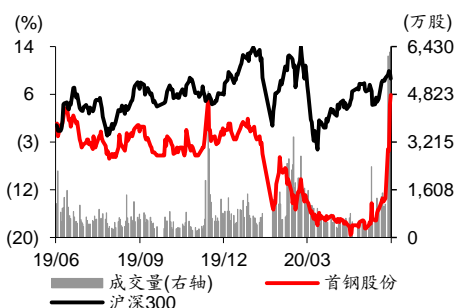
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 3.72
合理价格区间(元): 3.91~4.16

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

张艺露
联系人 zhangyilu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

定位高端板材，产能持续放量

首钢股份(000959)

定位高端板材，产能持续放量

首钢股份定位高端板材，汽车板、电工钢市占率全国居前，智能化程度不断提升。公司是首钢集团钢铁、铁矿产业唯一整合平台，未来有望注入集团优质资产。公司是少有的产能扩张钢企，2019年粗钢产能1770万吨，随着京唐二期达产，我们预计2021年产能有望达2670万吨。此外，公司6月2日公告经营范围拟新增电信、软件开发等业务。我们认为，国内疫情影响逐步减弱，汽车产销增速有望于20Q2转正，且2024年后汽车产销稳态增速或为2%，预计高强钢需求增速更高，公司或受益。我们预计公司2020-22年EPS为0.15、0.18、0.19元，首次覆盖给予“增持”评级。

首钢集团钢铁业唯一整合平台，定位高端板材

首钢集团承诺，公司将作为集团在中国境内的钢铁、铁矿产业整合和整体上市的唯一平台，集团相关优质资产有望注入公司。目前，首钢集团粗钢产能3331万吨，公司粗钢权益产能1295万吨；我们预计京唐公司在2021年全面达产后，集团粗钢产能或达到4231万吨、公司粗钢权益产能仅1754万吨，公司理论整合空间2477万吨。2019年公司汽车板、电工钢市占率全国第二，仅次于宝武集团；同期公司已成为宝马、长城、北汽、吉利等汽车板主要供应商，无取向电工钢在美的、格力、日立等市场份额第一。

两大基地具备地理优势，超低排放领跑行业

公司钢铁主业基本搬迁至河北唐山，形成迁顺、京唐两大钢铁生产基地，下属主要有迁钢公司、京唐公司。迁顺、京唐基地资源、产品优势互补，地理位置较优。京唐公司地处曹妃甸港码头，迁钢公司与亚洲最大的露天铁矿首钢矿业水厂矿区相毗邻，物流优势大。公司环保改善领先，2020年1月，迁钢公司成为全国第一家、唯一一家通过全工序超低排放评估验收的企业；靠海的京唐公司是唐山限产比例最低钢企之一。

汽车产销复苏或致卷板走强，高强钢仍具较大空间

4月上汽集团、长安汽车等车企汽车销量增速转正，具备标杆意义；同期乘用车产、销量同比增速较3月分别+45.3、45.8pct，改善明显，叠加4月汽车零售额同比持平，以及经销商库存压力缓解、看好后市汽车需求，我们认为汽车产销有望趋于正常化，20Q2汽车产销或实现正增长，有望提振卷板需求，将利好下游需求含汽车用钢的钢企。此外，我们预计2024年后汽车销量稳态增速2%，考虑到不断提高的高端钢材应用比例，我们预计2028年高强钢、镀锌板需求较2019年分别有23%、27%上行空间。

产能持续放量，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2020-22年BVPS为4.89/5.07/5.26元，当前股价对应PB为0.76/0.73/0.71倍，可比公司平均PB(2020E)为0.66倍，考虑公司产能不断释放、产品种类不断增多、高端产品比例提升，给予公司2020年0.80-0.85倍PB估值，目标价3.91-4.16元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济形势变化；汽车产销复苏不及预期；原材料涨价风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	5,289
流通A股(百万股)	5,057
52周内股价区间(元)	2.84-3.72
总市值(百万元)	19,677
总资产(百万元)	142,074
每股净资产(元)	5.12

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	65,777	69,151	72,388	82,577	81,787
+/-%	9.18	5.13	4.68	14.08	(0.96)
归属母公司净利润(百万元)	2,404	1,251	809.16	956.19	1,019
+/-%	8.73	(47.95)	(35.32)	18.17	6.61
EPS(元，最新摊薄)	0.45	0.24	0.15	0.18	0.19
PE(倍)	8.19	15.73	24.32	20.58	19.30

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
公司亮点：定位高端板材，智能化程度增强	4
有别于市场的观点：看好汽车产销复苏，利好卷板钢企	4
首钢股份：首钢集团钢铁业唯一整合平台	5
公司钢铁主业基本搬迁至河北唐山	5
粗钢产能 1770 万吨，定位高端板材	6
解决同业竞争，集团铁矿业务或注入	9
财务分析：分红潜力较大，自由现金流明显改善	10
两大钢铁基地区位优势显著	14
京津冀地区较大钢企，规模仍增长	14
环保治理领先，限产影响较小	14
京唐、迁钢基地区位优势明显	15
短看汽车用钢复苏，长待汽车板升级	17
国内高端卷板产能增长近尾声	17
疫情后汽车产销复苏明显	17
汽车高强度需求仍有上行空间	19
盈利预测	20
核心假设	20
目标价 3.91-4.16 元，首次覆盖给予“增持”评级	22
PE/PB - Bands	22
风险提示	22

图表目录

图表 1：首钢股份发展历史	5
图表 2：公司控股或参股公司情况	5
图表 3：首钢股份股权结构（截至 2020 年一季度）	6
图表 4：公司各产品产能	6
图表 5：公司钢铁产品产销量	7
图表 6：公司可控汽车板产品厚度、宽度信息	8
图表 7：公司冷轧汽车板强度参数	8
图表 8：首钢矿业产区情况	9
图表 9：2015-2019 公司主营业务收入占比	10
图表 10：2015-2019 公司主营业务毛利占比	10
图表 11：2015-2019 公司各主营业务毛利率	10
图表 12：2010-2019 公司综合毛利率	10
图表 13：2010-2019 销售费用、管理费用、财务费用及其增速	11

图表 14: 2010-2019 公司销售、管理、财务、研发费用率	11
图表 15: 2010-2019 公司加权净资产收益率	11
图表 16: 2010-2019 公司归属于母公司净利润	11
图表 17: 公司利润总额、所得税及递延所得税资产的可抵扣亏损	11
图表 18: 2010-2019 公司资产负债率	12
图表 19: 2010-2019 公司债务性负债结构	12
图表 20: 2010-2019 公司资本支出、折旧和摊销	12
图表 21: 2010-2019 公司自由现金流	12
图表 22: 可比公司主要经营数据对比	13
图表 23: 我国部分钢铁生产基地投资对比	14
图表 25: 公司两大基地地理位置	16
图表 26: 公司在国内的区域营收占比	16
图表 27: 主要港口铁矿石到港量	16
图表 28: 2017-2019 年东南亚、南亚新增产能列表	17
图表 29: 全国乘用车产销量及当月同比	17
图表 30: 全国汽车零售额及当月同比	17
图表 31: 热卷、冷板周度消费测算	18
图表 32: 热卷、冷板周度产量	18
图表 33: 螺纹、热卷、冷板均价走势（不含税）	18
图表 34: 螺纹、热卷、冷板毛利走势	18
图表 35: 汽车经销商库存预警指数	19
图表 36: 汽车厂汽车库存	19
图表 37: 2020-2028 年高强钢、镀锌板需求增速预测	19
图表 38: 公司主要产品产销量预测	20
图表 39: 公司主要产品价格预测	20
图表 40: 公司主要原材料价格预测	21
图表 41: 公司主要产品吨钢毛利及毛利率	21
图表 42: 公司销售、管理、研发费用假设结果	21
图表 43: 可比上市公司 PB（2020E）	22
图表 44: 首钢股份历史 PE-Bands	22
图表 45: 首钢股份历史 PB-Bands	22

核心观点

公司亮点：定位高端板材，智能化程度增强

首钢集团旗下唯一钢铁业整合平台。首钢集团承诺，公司将作为集团在中国境内的钢铁、铁矿产业整合和整体上市的唯一平台；若首钢集团其他从事钢铁经营生产业务的公司连续 3 年盈利，且行业整体运行良好，相关优质资产将注入公司。2018 年底，公司与首钢集团签署协议，公司继续为首钢集团所属钢铁板块共计 17 家企业提供管理服务，其中首钢矿业等 14 家由公司直接负责，首钢凯西钢铁等 3 家由公司控股子公司京唐公司负责。截至 2019 年底，首钢集团粗钢产能 3331 万吨，2018 年粗钢产量 2734 万吨，而公司在合并及权益条件下，2019 年粗钢产能分别为 1770、1295 万吨，还有较大的整合空间。

公司产销智能化程度增强，两大基地协同明显。2019 年 3 月公司产销一体化智能制造项目上线，生产到销售的全流程效率提升明显，例如热轧开展时间缩短 80%、炼钢板坯 100% 挂单生产、合同下发率提升 60% 等。2019 年公司人均钢产量 912 吨/人，同比+10%。此外，公司钢铁主业基本搬迁至河北唐山，形成迁顺、京唐两大钢铁生产基地，下属主要有迁钢、京唐公司，主要生产热轧、冷轧两大类产品。迁顺、京唐公司资源、产品优势互补，地理位置较优。京唐公司与曹妃甸港码头紧密衔接，迁钢公司与亚洲最大的露天铁矿，首钢矿业水厂矿区相毗邻，物流优势较大。

公司环保治理起点高，定位高端板材。迁钢公司、京唐公司（一期）均在 2010 年建成，环保治理起点高。2018 年，迁钢公司被评为河北省唯一一家 A 类钢铁企业，靠海的京唐公司也是唐山限产比例最低的钢企之一；2020 年 1 月，迁钢公司成为全国第一家、唯一一家通过全工序超低排放评估验收的企业。在京津冀地区粗钢产能压缩的背景下，公司是京津冀区域少有的规模仍在扩张的钢企，截至 2019 年公司粗钢产能 1770 万吨，我们预计京唐公司在 2021 年全面达产后，粗钢产能有望达到 2670 万吨。2019 年公司三大战略产品中汽车板、电工钢市占率全国第二，仅次于宝武集团。同期，公司已成为宝马、北汽、吉利、长城等汽车板主要供应商，无取向电工钢在美的、格力、日立等市场份额第一。

有别于市场的观点：看好汽车产销复苏，利好卷板钢企

Q2 汽车产销增速有望转正，利好卷板钢企。4 月上汽集团、长安汽车等车企汽车销量增速转正，具备标杆意义；4 月乘用车产、销量同比分别-4.6%、2.6%，较 3 月分别+45.3、45.8pct，乘用车产销改善明显。此外，4 月汽车销售额同比持平，且 4 月经销商库存预警指数下行，为近年来首次低于去年同期，经销商库存压力缓解、看好后市汽车需求。华泰汽车团队在《汽车需求开始复苏，龙头企业受益》（2020.5.7）中指出，汽车批发销售在二季度实现正增长。我们认为随着疫情影响减弱，汽车产销有望趋于正常化，或提振车用卷板需求，将利好下游需求含汽车用钢的钢企。

长期看，汽车板高强钢等需求增量空间大。近几年新增板材产能均通过置换产能获得产能指标，国内卷板产能增长已近尾声，卷板供需格局有望逐渐优化。未来，我们认为高强钢、镀锌板等高端用钢需求仍具备一定成长空间，将继续受益于国内汽车、乘用车 2% 的稳态增速，及不断提高的高端钢材应用比例。考虑到受疫情影响，2020 年汽车产销情况或较差，考虑到汽车销售增速有望在 Q2 转正，我们谨慎假设 2020 年 5-12 月乘用车产销与去年相当，则乘用车批发销量同比或下滑 12%。此外，我们假设乘用车批发销量与产量增速相当，考虑到 2020 年低基数影响，我们预计国内乘用车 2021-2024 年产销量增速从 5% 递减至 2%，后维持 2% 增速，并假设自主乘用车高强钢、镀锌板应用比例达到合资品牌水平，至 2028 年高强钢、镀锌板需求较 2019 年分别有 23%、27% 的上行空间。

首钢股份：首钢集团钢铁业唯一整合平台

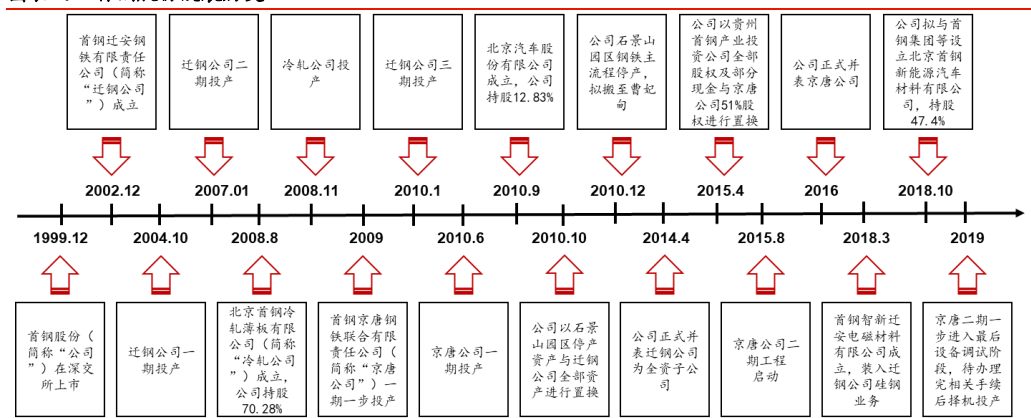
公司钢铁主业基本搬迁至河北唐山

首钢股份是首钢集团所属境内唯一上市公司。首钢集团有限公司（下称“首钢集团”）前身为石景山钢铁厂，始建于 1919 年；1992 年更名为首钢总公司，1996 年以首钢总公司为核心企业组建首钢集团，2017 年首钢总公司更名为首钢集团有限公司。1999 年 9 月，首钢总公司将首钢焦化厂，烧结厂，第二炼铁厂，第二炼钢厂，及第一、二、三线材厂纳入股份有限公司改组范围，并由首钢总公司独家发起募集设立北京首钢股份有限公司（下称“公司”）；同年 12 月，公司在深交所上市，成为首钢集团境内第一家上市公司。

石景山停产，公司现有迁顺、京唐两大基地。2010 年至今，公司共有 2 次重大资产重组。2010 年，国务院和发改委发布“加快实施首钢等地区的传统工业搬迁及产业结构调整”，公司关停石景山园区钢铁主流程生产设施，北京仅保留在顺义的北京首钢冷轧薄板有限公司（下称“冷轧公司”）；同年，公司将停产资产与首钢集团下属的首钢迁安钢铁有限责任公司（下称“迁钢公司”）进行置换，在 2014 年 4 月完成重组，迁钢公司与冷轧公司组成迁顺基地。2015 年 4 月公司以贵州首钢产业投资公司及部分现金与首钢京唐钢铁联合有限责任公司（简称“京唐公司”）51% 股权进行置换，在 2016 年完成重组，形成京唐基地。

拟新增电信、软件开发等业务。公司于 2020 年 6 月 2 日发布公告，经市场监督管理局预核准后，拟对公司章程中经营范围条款进行修订，拟新增电信、保险代理、保险经纪、软件开发、广告设计、代理等业务。

图表 1：首钢股份发展历史



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

公司下属有分公司迁钢公司，控股子公司京唐公司、冷轧公司，全资子公司首钢智新迁安电磁材料有限公司（下称“智新公司”），参股公司北京汽车股份有限公司等，其中智新公司成立于 2018 年 3 月，原为迁钢公司硅钢事业部。

图表 2：公司控股或参股公司情况

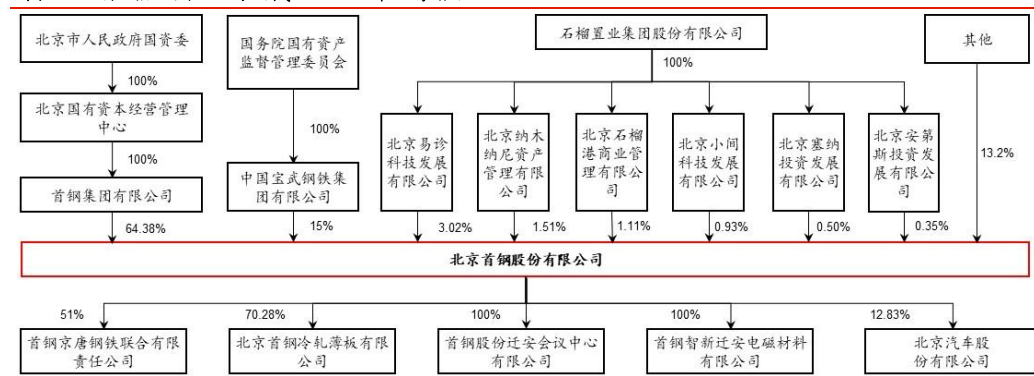
公司名称	持股情况	类型	成立时间	并表时间
河北省首钢迁安钢铁有限责任公司	100%	分公司	2002.12	2014.3.31
北京首钢冷轧薄板有限公司	70.28%	控股子公司	2008.08	2008.08
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	51%	控股子公司	2005.10	2016.4.30
首钢智新迁安电磁材料有限公司	100%	全资子公司	2018.03	2018.03
首钢股份迁安会议中心有限公司	100%	全资子公司	2014	2014
北京汽车股份有限公司	12.83%	参股公司	2010.09	-

资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

公司控股股东为首钢集团，持股比例 64.38%，实控人为北京市国资委。公司前 10 大股东中，北京易诊科技发展有限公司等 6 家公司为一致行动人，其控股股东皆为石榴置业集团股份有限公司（原 K2 地产），主营房地产开发、物业管理等。截至 2020 年 6 月 11 日，

公司总股本 52.89 亿股，其中流通股 50.57 亿股。2020 年 6 月 11 日收盘价计算，公司市值 197 亿元，流通市值 188 亿元。

图表3： 首钢股份股权结构（截至 2020 年一季度）



资料来源：Wind、公司 2020 年一季度、华泰证券研究所

粗钢产能 1770 万吨，定位高端板材

公司粗钢产能 1770 万吨。截至 2019 年底，公司在合并、权益口径下，粗钢产能分别为 1770、1295 万吨，热轧产能分别为 1730、1264 万吨，冷轧产能分别为 839、507 万吨。根据京唐一期投产节奏，同时考虑到京唐一期、二期一步已将大部分基础建设等建造完成，故我们预计京唐二期二步有望在 2021 年投产。京唐二期二步投产后，我们预计公司在合并、权益口径下，粗钢产能将分别达 2670、1754 万吨，热轧产能分别为 2590、1703 吨，冷轧产能分别为 1045、593 万吨。

图表4： 公司各产品产能

	2019 年 底产能	2021E 产能	京唐公司		迁钢公司	冷轧公司	智新公司
			一期	二期（预计）			
生铁	1678	2578	898	900	780		
粗钢	1770	2670	970	900	800		
钢材	1730	2590	950	860	780		
热轧	1730	2504	950	860	780		
冷轧合计	839	1045	465	206		170	150
冷轧			465	170			
取向硅钢							150
无取向硅钢							
连退板						90	
镀锌板				36		80	
设备							
炼铁			5500m³ 高炉*2	5500m³ 高炉*1	2650m³ 高炉*2, 4000m³ 高炉*1		
炼钢			300t 脱碳转炉*3 300t 脱磷转炉*2	300t 脱碳转炉*3 300t 脱磷转炉*2	210t 转炉*6 双流板坯连铸机*4		
热轧线			2150mm 双流板坯连铸机*2 1650mm 双流板坯连铸机*2 2250mm 半连续热轧线*1 1580mm 热连轧线*1	单流薄板坯连铸机*4 双流板坯连铸机*2 5000mm 宽厚板线*1 薄板坯连铸连轧线*1 1780mm 热轧带钢线*1	2160mm 热轧线*1 1580mm 热轧线*1		
冷轧线			1700mm 冷轧线*1 2230mm 冷轧线*1 1420mm 冷轧线*1	1550mm 冷轧线*1 镀锌高强度汽车板生产线		酸洗—轧机联合机组 汽车板连续退火机组 汽车板连续热镀锌机组 家电板连续热镀锌机组	无取向硅钢线 取向硅钢线
投产时间			2010 年 6 月 26 日	预计 2020 年二期一步投产	2006 年 12 月 13 日	2008	2010 年 1 月 1 日
并入公司时间			2016 年 8 月	2016 年 8 月	2014 年 4 月	2008 年 8 月/9 月	2014 年 4 月

注：二期二步产能为 2015 年京唐二期海洋环境影响报告书中规划产能，实际建成产能或存误差

资料来源：京唐二期海洋环境影响报告书（2015）、2016 年度中期票据募集说明书、2018 年环境责任报告书、华泰证券研究所；单位：万吨；产能为 2019 年数据；

二期一步进展顺利，产品种类有望增多。根据公司 2019 年 8 月 29 日公告，京唐二期一步取得批复产能为年产铁 449 万吨、钢 400 万吨、材 427.6 万吨，项目于 2019 年 8 月 1 日进入试生产阶段，3#高炉炉况运行总体平稳，水平提升较快，相关生产系数能够达到较高水平。京唐二期一步产品主要以高强度、易焊接、低磁或无磁化、耐腐蚀的船舰用钢，大厚度、高强度、高韧性、耐腐蚀、耐疲劳的海洋用钢以及长距离输送、超高强度、抗酸、抗大变形、海底输送等管线钢为主。中厚板已完成八国船板认证，牌号共涉及 7 个，最大厚度达 50mm；开展了共 18 个建筑用牌号和 14 个压力容器用钢牌号的 CE 认证。

2019 年汽车板、电工钢市占率全国第二。根据 2019 年年报，公司已形成管线钢、车轮钢、汽车结构钢、耐候钢为代表的热系产品，以及涵盖汽车板、家电板、镀锡板、冷轧专用钢为代表的冷系产品。汽车板、电工钢、镀锡板是公司三大冷轧战略产品，其中，汽车板、电工钢产品国内市占率第二，仅次于宝武集团。

公司汽车板以“外板、合资”为主线。截至 2019 年，公司汽车板与 70 家汽车制造主机和配套厂进行了合作，实现对德系（奔驰、宝马、大众）、美系（福特、通用）、法系（标致、雪铁龙）、意系（菲亚特）、日系（日产、丰田）、韩系（现代）及长城、吉利、比亚迪等知名车企的商业供货。公司面对 2019 年国内汽车销量同比大幅下滑情况下，汽车板外板同比实现逆势增长；日系、宝马、一汽大众等高端客户供货量同比大幅增长。2018 年公司成为宝马国内第一供应商、长城第一钢材供应商、奔驰重要供应商。

电工钢综合竞争力国内领先。无取向电工钢方面，根据公司中票 2019 年评级报告，2015-2018 年公司无取向电工钢连续四年单体工厂产量全球第一；变频家电用无取向电工钢国内市场占有率第一，成为国内外变频空调领军企业的主力供应商；高牌号无取向电工钢产品质量国内领先，2018 年实现 2 款新能源汽车驱动电机用无取向产品全球首发，成为国内第二家新能源汽车专用系列产品的电工钢生产企业。

取向电工钢方面，2019 年公司取向电工钢 0.20mm 及更薄规格产品国内市场占有率第一，自主研发掌握低温板坯加热工艺，全球第 4 家掌握低温高磁取向硅钢技术的制造厂家；公司积极推进取向电工钢在特高压领域的应用，500kV 及以上超、特高压变压器应用业绩超过四百台，成功应用于锡盟-山东 1000kV 特高压配套电源点、淮南-南京-上海特高压苏园站扩建、中国高铁首套智能化变电站等。

图表5： 公司钢铁产品产销量

	2016		2017		2018		2019	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
铁	1585		1576		1444		1549	
钢	1549		1583		1555		1737	
钢材	1380	1394	1451	1458	1556	1469	1640	1627
热轧	1506	620	1566	636	661	613		
冷轧	748	756	810	816	850	841		
其中：冷轧三大战略产品								
汽车板	223		304		316		305	
电工钢	145		150		160		163	
镀锡板	32		44		47		47	

资料来源：公司年报、华泰证券研究所；单位：万吨

公司产品种类齐全，高端产品持续推出。根据公司官网，公司汽车板产品实现超低碳钢、烘烤硬化钢、低合金高强钢、双相钢、相变诱导塑性钢和热成型钢等全系列整车供货产品全覆盖，2019 年汽车板市场占有率国内前三。此外，公司产品品质较高。一般情况下，汽车板的宽度值越大、厚度值越小，产品价格更高，公司汽车板厚度最低可达 0.3mm、宽度最高可达 1850mm；公司钢材抗拉强度覆盖 200-1200MPa，其中相变诱导塑性钢最低抗拉强度达 1000MPa。O5 板是冷轧系列产品中的高端产品，该产品为双表面超高级精整，生产过程中对钢板双表面质量要求较高，需无肉眼可见缺陷。公司已成为国内第二具备双面汽车 O5 板供货能力钢铁企业，公司在高端汽车板上的研发水平较高。

图表6：公司可控汽车板产品厚度、宽度信息

品种	宽度范围(mm) 厚度范围(mm)	尺寸范围示意(宽度 100mm 为基数, 厚度 0.1mm 为基数)																	
		4	5	6	7	8	9	...	12	13	14	15	16	17	18	19	20		
		1	2	3	4	5	6	7	...	15	20	25	30	35	...	55	60		
低碳和超低碳钢板及钢带	800~1850																		
	0.30~2.50																		
碳素结构钢板及钢带	800~1800																		
	0.50~2.50																		
加磷高强度钢板及钢带	800~1850																		
	0.45~2.50																		
烘烤硬化高强度钢板及钢带	800~1850																		
	0.45~2.00																		
双相高强度冷轧钢板及钢带	800~1800																		
	0.60~2.00																		
低合金高强度钢板及钢带	800~1800																		
	0.45~2.50																		
高强度无间隙原子钢板及钢带	800~1800																		
	0.45~2.50																		
冷轧相变诱导塑性钢板及钢带	800~1850																		
	0.45~2.50																		

资料来源：公司官网及产品说明书，华泰证券研究所

图表7：公司冷轧汽车板强度参数

参数	牌号	max 最低抗拉强度	屈服强度	断后伸长率 A80mm%不小于	
				0.70~<1.0	1.0~<1.6
低碳及超低碳钢	SDC01	270	130	30	32
	SDC07	250	100	41	44
碳素结构钢				下列公称厚度(mm)的断后伸长率 a, A50mm, %, ≥	
				1.0~<1.2	1.0~<1.2
	SPFC 390, JSC390W	390	240	31	32
	SPFC 440, JSC440W	440	280	28	29
双相高强度冷轧钢				断后伸长率 c A80mm % 不小于	
	CR260/500DP	450	260	27	
	CR550/980DP	980	550	9	
相变诱导塑性钢				断后伸长率 c A50mm % 不小于	
				0.50-0.70	1.0-1.6
	HC380/590TR	590	380	24	26
	HC450/980TR	980	450	12	14

资料来源：公司官网及产品说明书，华泰证券研究所

解决同业竞争，集团铁矿业务或注入

为解决同业竞争，2012 年第一次重组期间，首钢集团出具《关于本次重组后同业竞争的解决措施及避免同业竞争的承诺》，根据发展规划，公司将作为首钢集团在中国境内的钢铁及上游铁矿资源产业发展、整合的唯一平台，最终实现首钢集团在中国境内的钢铁、上游铁矿资源业务整体上市。

根据公司 2019 年年报，2018 年 12 月首钢集团承诺，集团其他从事钢铁经营生产业务的公司若实现连续 3 年盈利，且行业整体状况不出现较大波动的情况下，首钢集团将相关优质资产注入首钢股份，并在启动相关事宜后的 36 个月内完成。2018 年底，公司与首钢集团签署协议，公司继续为首钢集团所属钢铁板块共计 17 家企业提供管理服务，其中首钢矿业等 14 家由公司直接负责，首钢凯西钢铁等 3 家由京唐公司负责。

首钢集团有限公司矿业公司（简称“首钢矿业”）是首钢集团下属铁矿资产，位于河北省迁安市，拥有水厂、杏山、孟家沟、马兰庄四大产区。其中，水厂、杏山是主要开采产区，2018 年可采储量合计约 2.63 亿吨，产能 1420 万吨，平均品位 29.6%，所采铁矿石 100% 供给于首钢集团内部。

图表8：首钢矿业产区情况

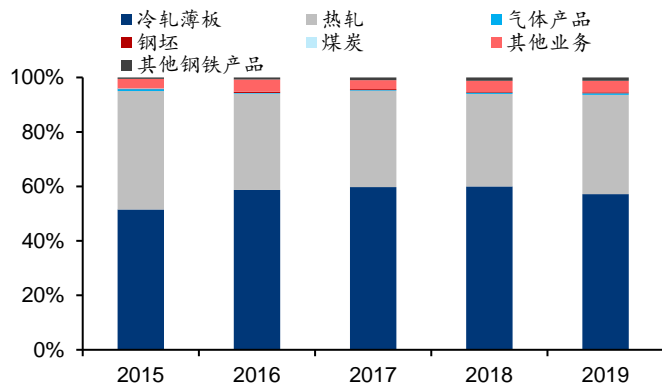
	2014	2015	2016	2017	2018
水厂-可采储量	18015	18015	18015	18015	20915
-产量	689	689	689	689	1100
矿石品位（铁含量）		25.16%			26.61%
杏山-可采储量	5411	5411	5411	5411	5411
-产量	238	238	238	238	320
矿石品位（铁含量）		25.52%			32.6%
合计产能		1000			1420

资料来源：2014-2018 首钢集团中期票据和超短期融资券募集说明书、华泰证券研究所；单位：万吨

财务分析：分红潜力较大，自由现金流明显改善

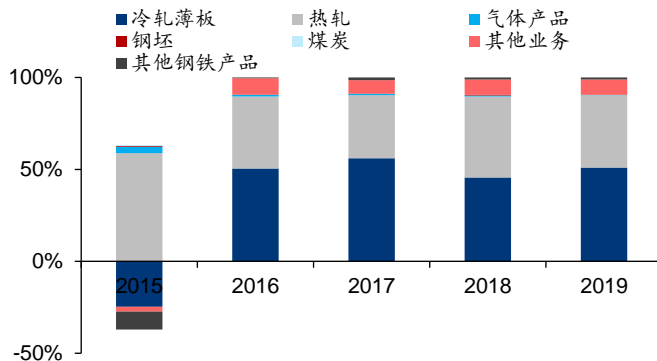
冷轧、热轧是公司营业收入、毛利的主要来源。2019 年公司实现营业收入 692 亿元，同比增长 5%。2019 年公司冷轧薄板、热轧收入分别占营业收入 57%、36%，分别占毛利总额的 51%、39%，是公司收入和利润的主要来源。

图表9：2015-2019 公司主营业务收入占比



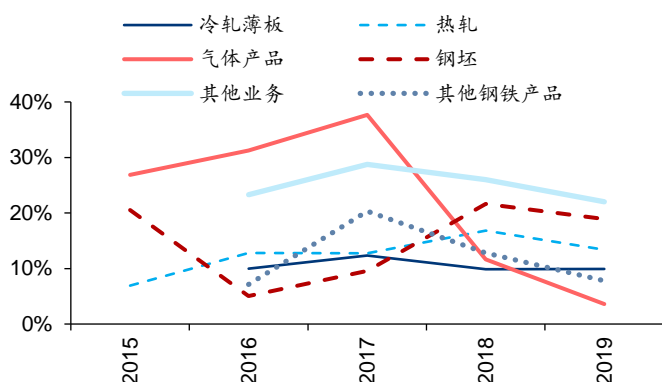
资料来源：Wind，华泰证券研究所；2015 年钢材营业收入口径细分为冷轧薄板、热轧，故取 2015 年之后数据

图表10：2015-2019 公司主营业务毛利占比



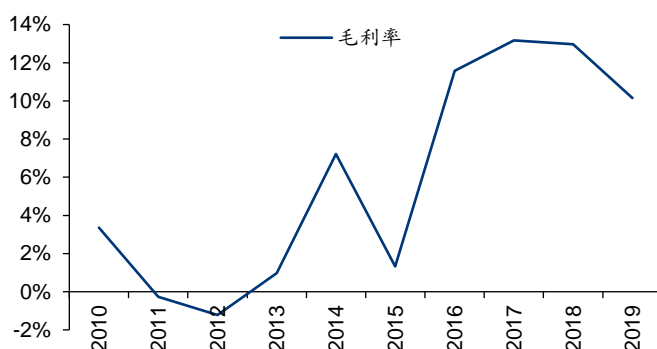
资料来源：Wind，华泰证券研究所；2015 年钢材营业收入口径细分为冷轧薄板、热轧，故取 2015 年之后数据

图表11：2015-2019 公司各主营业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所；2015 年钢材营业收入口径细分为冷轧薄板、热轧，故取 2015 年之后数据

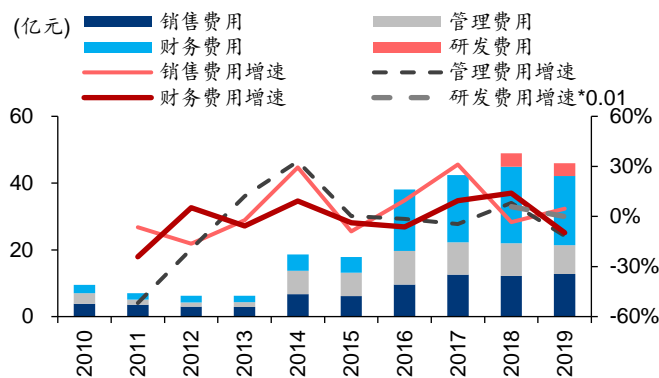
图表12：2010-2019 公司综合毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

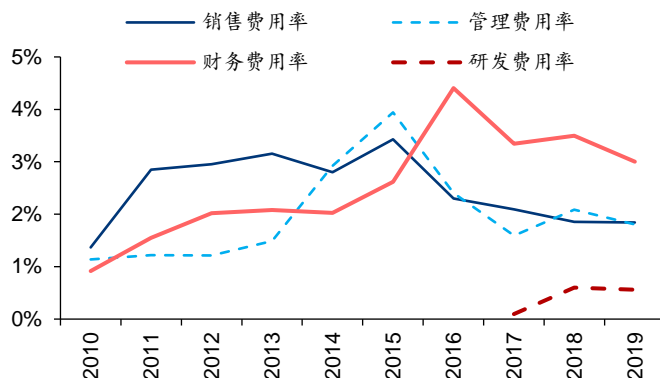
财务费用率或进一步下降。2019 年公司费用达 46 亿元，同比减少 6%，期间费用率 6.7%，同比减少 0.8pct。主要是本期京唐二期在建工程资本化利息同比+180%，导致财务费用同比-10%，财务费用率同比-0.5pct。2016 年以来公司债务性负债较多，利息支出较多，随着公司京唐二期一步工程项目的建成，公司债务水平有望下降，财务费用率或进一步下行。

图表13: 2010-2019 销售费用、管理费用、财务费用及其增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 2014、2016-2019 增速通过调整后可比口径计算; 2018/2019 研发费用同比+587%、-2.3%, 为可比均除以 100 作图

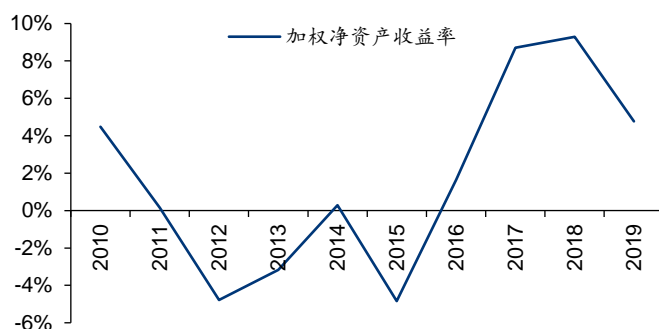
图表14: 2010-2019 公司销售、管理、财务、研发费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 2018、2019 管理费用中加回研发费用保证可比口径

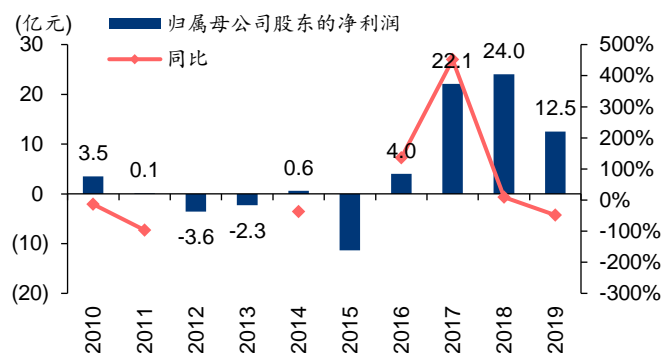
2019 年加权 ROE 有所下降。2019 年公司实现归属母公司股东净利润 12.5 亿元, 同比-48%, 2019 年利润下降与钢铁行业公司同期同比降幅相当, 主要是汽车行业低迷导致卷板价格下行, 同时铁矿价格上行, 导致板材行业利润下行较多。

图表15: 2010-2019 公司加权净资产收益率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 2010-2019 公司归属于母公司净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 2014、2016-2019 增速通过调整后可比口径计算; 2012 年为负值, 故 2013 年无法计算同比增速; 2012、2015 年同比分别下滑 3131%、999%, 负值较大, 未显示于图中

公司享有 15%高新技术企业所得税优惠。根据 2018 年年报, 公司(含分公司迁钢公司)、冷轧公司、京唐公司分别在 2018 年 7 月、7 月、11 月获得高新技术企业证书, 此后享有三年 15%企业所得税率税收优惠。此外, 截至 2019 年底, 公司仍有 17 亿元未经确认的递延所得税资产的可抵扣亏损, 税负压力较小。

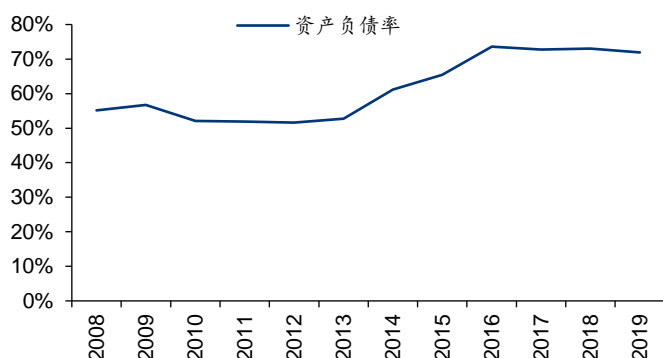
图表17: 公司利润总额、所得税及递延所得税资产的可抵扣亏损

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
利润总额	3.2	-1.7	-5.3	-3.4	-1.0	-16.1	6.0	33.4	31.6	20.0
所得税	0.9	0.3	0.0	0.0	-0.7	-1.3	1.3	2.4	-1.7	2.4
净利润	2.3	-1.9	-5.3	-3.4	-0.3	-14.8	4.7	31.1	33.3	17.5
归属于母公司净利润	3.5	0.1	-3.6	-2.3	0.6	-11.4	4.0	22.1	24.0	12.5
递延所得税资产	0.6	0.6	0.6	0.0	0.4	2.9	3.2	0.4	0.8	0.5
未经确认的递延所得税资产的可抵扣亏损	10.6	16.3	23.9	24.3	22.9	129.3	131.4	72.8	20.0	17.0

资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所; 单位: 亿元

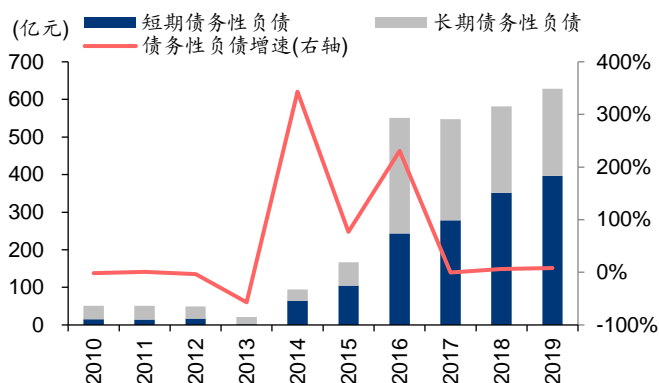
短债占比近年上升明显。从债务性负债里面的长短债结构看，2014、2016 年长、短债增加明显，主要是因为分别纳入迁钢公司、并表京唐公司。

图表18： 2010-2019 公司资产负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

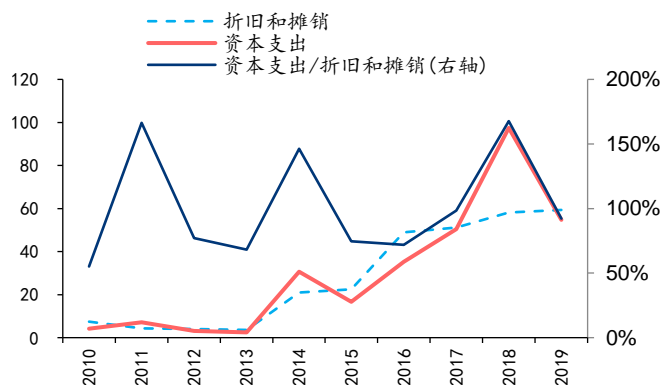
图表19： 2010-2019 公司债务性负债结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

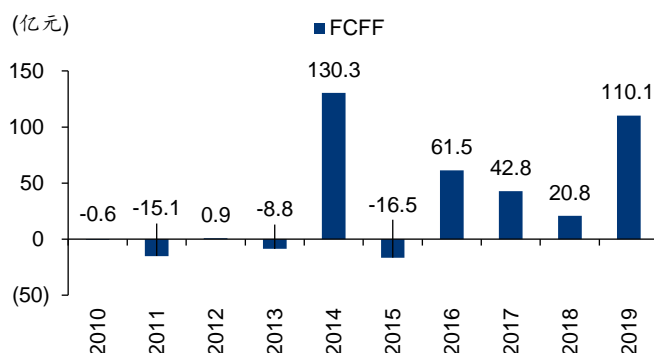
公司自由现金流大幅改善。2019 年公司资本支出 55 亿元，同比减少 44%。2015 年 8 月京唐二期一步工程项目开工建设，导致 2016-2018 年公司资本开支增长较多。截至 2019 年底该工程累计投入占预算比例达到 94%，工程接近尾声，2019 年资本开支回落。2019 年公司自由现金流改善明显，达到 110 亿元，同比增加 429%。

图表20： 2010-2019 公司资本支出、折旧和摊销



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 2010-2019 公司自由现金流



资料来源：Wind，华泰证券研究所

人均钢产量水平高于可比公司。2016-2019 年公司人均钢产量分别为 807、910、823、912 吨/人，较可比公司高；2018 年人均钢产量下滑，主要是研发人员同比增多，2018 年公司总人数 17862 人，同比增加 1892 人，其中研发人员 2559 人，同比增加 1320 人。2019 年人均钢产量上升明显，主要是公司钢材产量上升较多同时人员数量减少。2019 年公司粗钢产量 1737 万吨，同比+182 万吨；公司员工数量 17765 人，同比减少 97 人。此外，2019 年 3 月公司产销一体化智能制造项目上线，生产到销售的全流程效率提升明显。

图表22：可比公司主要经营数据对比

项目	2016	2017	2018	2019
吨钢售价 (元/吨)				
鞍钢股份	2895	4043	4351	4055
宝钢股份	3590	4220	4527	4269
河钢股份	2639	4119	4499	4580
首钢股份	2861	3984	4276	4046
吨钢成本 (元/吨)				
鞍钢股份	2510	3486	3645	3719
宝钢股份	2876	3551	3731	3786
河钢股份	2262	3605	3863	3988
首钢股份	2547	3484	3745	3651
吨钢毛利 (元/吨)				
鞍钢股份	385	557	706	337
宝钢股份	714	669	796	483
河钢股份	378	514	635	592
首钢股份	314	501	531	395
吨钢折旧 (元/吨)				
鞍钢股份	166	161	146	138
宝钢股份	499	391	397	395
河钢股份	174	215	254	297
首钢股份	351	347	390	361
吨钢净利润 (元/吨)				
鞍钢股份	81	270	330	68
宝钢股份	374	436	486	275
河钢股份	53	84	171	115
首钢股份	34	213	227	108
吨钢销售费用 (元/吨)				
鞍钢股份	97	112	127	118
宝钢股份	91	71	72	70
河钢股份	30	40	42	53
首钢股份	69	87	83	78
吨钢管理费用 (元/吨)				
鞍钢股份	82	87	73	68
宝钢股份	300	200	267	295
河钢股份	131	170	226	242
首钢股份	72	66	93	77
吨钢财务费用 (元/吨)				
鞍钢股份	64	57	61	42
宝钢股份	91	73	93	53
河钢股份	149	146	173	177
首钢股份	132	138	156	128
人均钢材产量 (吨/人)				
鞍钢股份	531	573	679	753
宝钢股份	638	794	832	896
河钢股份	688	706	722	735
首钢股份	807	910	823	912

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：2016-2019 年管理费用包含研发费用

两大钢铁基地区位优势显著

京津冀地区较大钢企，规模仍增长

迁钢公司年产 800 万吨钢。为减轻对首都空气污染的影响，2002 年 12 月，首钢集团选址河北唐山市迁安市成立迁钢公司，迁钢公司拥有 2 座 2650m³高炉、1 座 4000m³高炉，铁、钢、轧材产能分别为 780、800、780 万吨。迁钢公司热轧产品包括管线钢、集装箱用钢、高强钢、汽车结构钢、锯片钢、酸洗板等；冷轧产品包括汽车板、硅钢、家电板、专用板、彩涂板、普板等。

京唐公司是国内首个临海靠港千万吨级钢企。京唐公司设计粗钢产能 2000 万吨，其中一期项目生铁、粗钢和钢材的设计年产能分别为 898、970、940 万吨，二期设计生铁、粗钢和钢材年产能分别为 900、900、860 万吨，二期一步设计年生铁、粗钢产能分别为 439、400 万吨，于 2015 年 8 月开建，已于 2019 年底进入试生产。其中，二期一步产能指标为置换产能指标，置换指标来自唐山燕山钢铁有限公司等 9 家公司，置换比例不低于 1:1.25。

图表 23：我国部分钢铁生产基地投资对比

建设项目	建设周期	设计产能 (铁、钢、材， 投资金额 吨钢投资 万吨) (亿元) (元/吨)			建设情况
首钢京唐一期	2007-2010 年	898、970、913	677	6979	2007 年 3 月 12 日一期开工，2009 年 5 月 20 日一期一步建成试运行，钢铁年生产能力 485 万吨；2010 年 6 月 26 日京唐一期竣工投产试运行，2012 年 6 月各工序产能和技术经济指标达到设计水平
首钢京唐二期	2015 年-在建	900、900、860	435.5	4839	2015 年 8 月二期一步工程建设开工；2019 年 4 月，河北省工信厅发布 1:1.25 减量置换方案，置换后年产铁、钢 439、400 万吨，2019 年底试生产；截至 2020 年 5 月，部分已投产
山钢日照精品钢基地	2015-2018 年	810、850、790	439	5165	2015 年 9 月 16 日主体工程开工建设，一期一步于 2017 年 12 月 17 日建成投产试运行，二期二步于 2018 年 12 月建成投产
宝钢湛江基地	2013-2016 年	920、1000、938	696.8	6968	2012 年 5 月，宝钢湛江项目开工。项目在广东累计压缩粗钢产能 1614 万吨的基础上实施，建成后年产铁 920 万吨、钢 1000 万吨、钢材 938 万吨

资料来源：公司官网、当地政府网站、华泰证券研究所

京唐公司热轧产品已达 14 大类、26 个类别、153 个牌号，包括管线钢、集装箱用钢、高强钢、汽车结构钢等；冷轧产品已达 6 大类、18 个类别、145 个牌号，包括汽车板、家电板、专用板、镀锡板、彩涂板、普板等。

环保治理领先，限产影响较小

环保限产放松基调不变。2018 年 8 月底，环保限产释放明确的放松信号，如严禁一刀切等。2019 年环保限产的方向得到进一步确认，2019 年 4 月底，《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》发布，较征求意见稿在超低排放改造的时间、范围上更加放松；7 月 26 日，生态环境部新闻发言人刘友宾在新闻发布会上表示，生态环境部拟将全面达到超低排放的企业列为 A 级，该类企业在今年冬季重污染应对时不需采取限产或停产等减排措施。

京津冀环保改善较明显。2018 年 8 月，河北省印发《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》，要求 2020 年全省符合改造条件的钢企全部达到超低排放标准。2019 年 1 月，河北省生态环境厅修订《钢铁工业大气污染物超低排放标准》，修订后标准达到国内外钢铁现行大气污染物排放最严水平，标准要求现有企业自 2020 年 10 月 1 日、新建企业自 2019 年 1 月 1 日起执行新排放限值。根据河北新华网，河北省 2018-2020 年需实施 359 个钢铁行业超低排放改造项目，截止 2019 年底已完成改造项目 331 个。

公司环保治理水平较好。2018 年，迁钢公司被唐山市政府评为市内唯一一家 A 类钢铁企业，在秋冬季期间不予错峰生产限制；根据 2020 年 1 月 7 日公司公告（2020-001），中国钢铁工业协会依据国家生态环境部 922 号文要求，对迁钢公司通过全工序超低排放评估验收情况进行了公示，迁钢公司成为全国第一家，也是截至当时钢铁行业唯一一家通过全工序超低排放评估验收的企业。此外，2019 年 7 月唐山《关于做好全市钢铁企业停限产的通知》中迁钢、京唐公司是限产比例最低的钢企之一，综合限产比例 20%。冷轧公司 2017 年 10 月取得北京市顺义区首张重点企业排污许可证，完成清洁生产审核相关工作，获得北京市政府财政补贴资金。

图表 24：京唐、迁钢公司评级与限产比例

	评级	唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁	唐山市 2018-2019 年秋冬季差异化	
		行业错峰生产方案	错峰生产污染排放绩效评价	关于做好全市钢铁企业停限产的通知
京唐公司	A	限产 16.5%	不予限制	综合限产比例 20%
迁钢公司	B	限产 50%	限产 30%	综合限产比例 20%

资料来源：公司官网、当地政府网站、华泰证券研究所

京唐、迁钢基地区位优势明显

两大基地协同效应较好。智新公司定位冷轧公司电工钢产品的研发、制造和销售基地，拥有完整“产、销、研”一体化流程。目前，迁顺基地形成了迁钢公司、智新公司与冷轧公司上下游一体化的生产经营体系和产品研发体系。迁顺基地与京唐基地在采购、生产及销售上有较好的协同效应，如集中采购，在原材料及产品运输上可以更好实现钟摆式运输，在销售上共享客户资源；在产品制造上专线化分工，实现产线能力、品种结构互补，缩短产品交货期，满足客户需求。

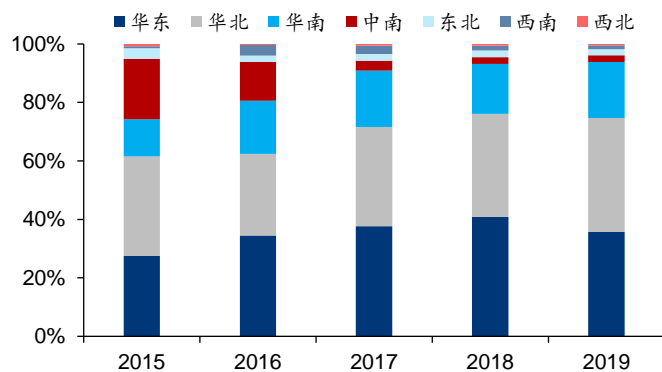
两大基地具备物流优势。京唐基地 90% 以上铁矿石为进口矿，迁钢基地铁矿石国产矿和进口矿各占 50%，附近的曹妃甸、京唐港是北方主要的铁矿石港口，2018 年铁矿石到货量分别达到 10902、8993 万吨，合计占北方、全国到货量的 40%、20%。京唐基地所在的曹妃甸港拥有 25 米深水港口，是我国北方最佳条件的深水港，京唐基地和码头紧密衔接，大幅降低了原料的运输成本。此外，迁钢公司与首钢矿业水厂、杏山铁矿区相毗邻，水厂矿区是亚洲最大露天铁矿。

图表25： 公司两大基地地理位置



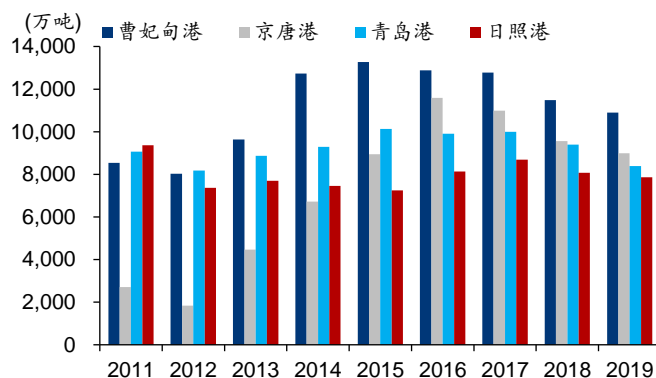
资料来源：自然资源部、公司 2018 年年报、华泰证券研究所

图表26： 公司在国内的区域营收占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 主要港口铁矿石到港量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

短看汽车用钢复苏，长待汽车板升级

国内高端卷板产能增长近尾声

国内卷板产能增长近尾声。2013 年，国务院发文严禁新增钢铁产能，但由于前期批复项目开工及投资惯性，2013 年后仍有新建、投产项目，并以卷板为主；2016-2018 年钢铁行业供给侧改革期间，合规产能、地条钢产能压减 2.9 亿吨，以螺纹钢等长材产能为主。近年来的卷板产能增长、长材产能收缩，是造成卷螺价格倒挂、利润倒挂的主要原因。

关注海外卷板产能的扩张。近几年新增板材产能主要以公司京唐基地、山东钢铁日照钢铁精品基地、宝钢股份湛江基地等为主，均通过置换产能获得产能指标。海外新增板材产能集中于印度，包括京德勒西南钢铁公司、塔塔钢铁公司、国家矿业开发公司的板材项目。但短期海外卷板产能投产较少，对卷板价格冲击或有限。

图表28： 2017-2019 年东南亚、南亚新增产能列表

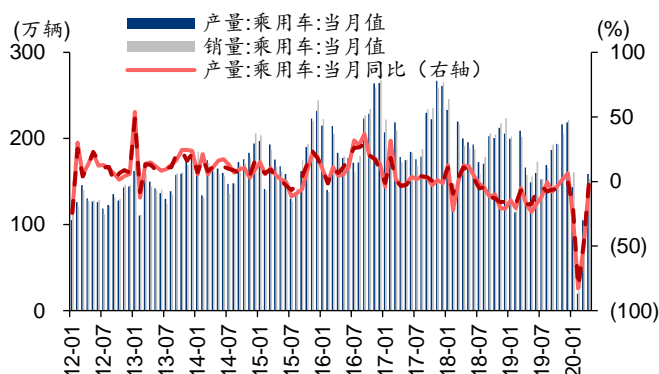
国家	钢厂	设备容积	状态	产能规模	钢材品种			
					螺纹钢（棒材）	（高速）线材	板材	型钢
印度	京德勒钢和能源公司	4554m³	2017/5/27 投产	400 万吨			✓	
越南	台塑河静	4350m³	2017/5/29 投产	355 万吨		✓	✓	
越南	台塑河静	4350m³	2018/5/28 投产	355 万吨		✓	✓	
越南	和发容桔		2019 年 3 月投产	200 万吨				
越南	和发容桔		2018/12/31 投产	200 万吨				
马来西亚	联合钢铁	1080m³	2018/6/8 投产	175 万吨	✓	✓		✓
马来西亚	联合钢铁	1080m³	2018/6/28 烘炉	175 万吨	✓	✓		✓
印尼	德信钢铁	1780m³	2018/12/31 投产	175 万吨	✓	✓		
印尼	德信钢铁	1780m³	2019/1/31 投产	175 万吨	✓	✓		
印度	京德勒西南钢铁公司	一条热轧生产线	2019/12/31 投产	500 万吨			✓	
印度	塔塔钢铁公司	-	暂无明确时间点	500 万吨			✓	
印度	国家矿业开发公司	-	2021 年	300 万吨	✓	✓	✓	✓

资料来源：mysteel，华泰证券研究所

疫情后汽车产销复苏明显

汽车产销低迷拖累卷板需求。2018 年下半年，汽车产销同比增速进入下行通道，2018 年全国乘用车销售 2371 万辆，同比下降 4%，是 28 年来的首次年度下跌。2019 年四季度乘用车产销开始复苏，11 月乘用车产量当月增速年内首次转正至 1.9%、销量当月增速收窄至-0.9%。2019 年全年乘用车产、销量分别为 2136、2144 万辆，同比分别变动-9.2%、-9.6%。2020 年初，受疫情影响，乘用车需求大幅受挫，产销骤降，2020 年前 4 月，乘用车产、销量分别为 429、443 万辆，同比分别-37.8%、-35.3%。

图表29： 全国乘用车产销量及当月同比



资料来源：中汽协、华泰证券研究所

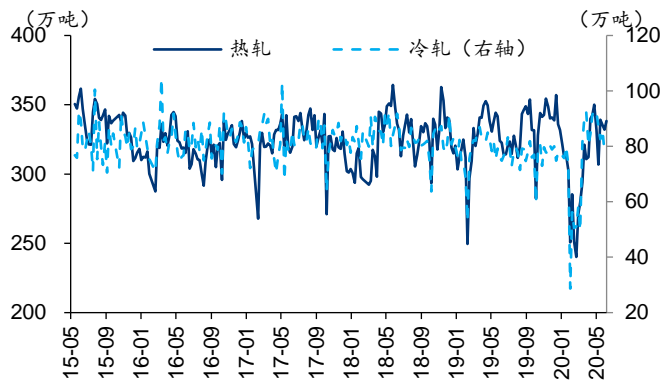
图表30： 全国汽车零售额及当月同比



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

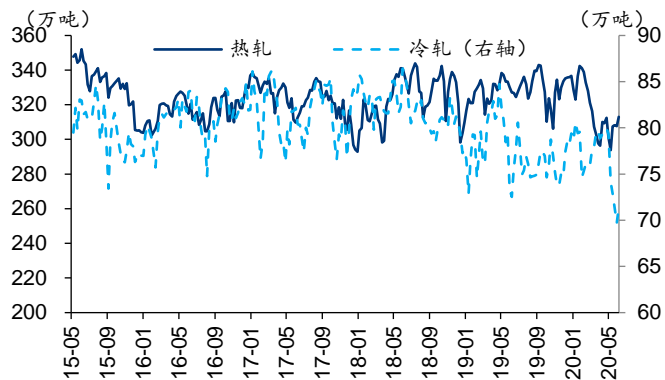
受疫情影响，今年春节后第一周卷板消费下行至近 5 年低位，后下游逐步复工复产，3 月 20 日当周卷板需求恢复至去年同期水平。

图表31： 热卷、冷板周度消费测算



资料来源：中联钢、华泰证券研究所；T 周需求=T 周产量+ (T-1) 周整体库存-T 周整体库存

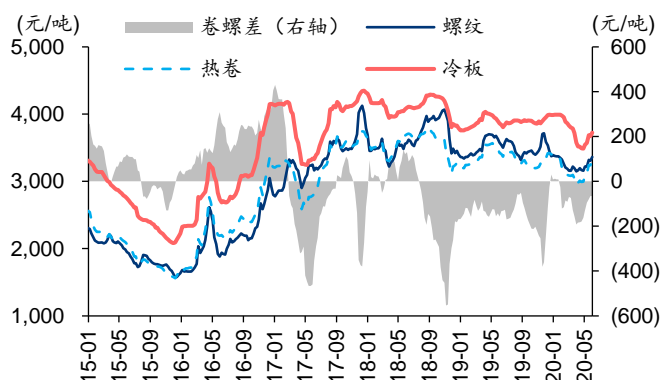
图表32： 热卷、冷板周度产量



资料来源：Mysteel、华泰证券研究所

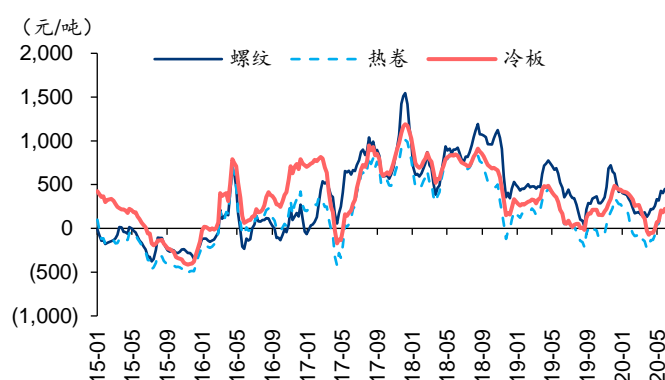
今年年初至春节前，卷螺差已修复至正数，但疫情发生后，钢价下跌较多，汽车产销大幅下滑导致卷螺差扩大。4 月汽车产销改善，卷板价格改善，卷螺差逐步修复，截至 6 月初，卷螺差逐步收窄至 -65 元/吨。此外，卷板利润自 4 月开始上行，其中热卷利润已恢复至春节前水平。

图表33： 螺纹、热卷、冷板均价走势（不含税）



资料来源：中联钢、华泰证券研究所

图表34： 螺纹、热卷、冷板毛利走势



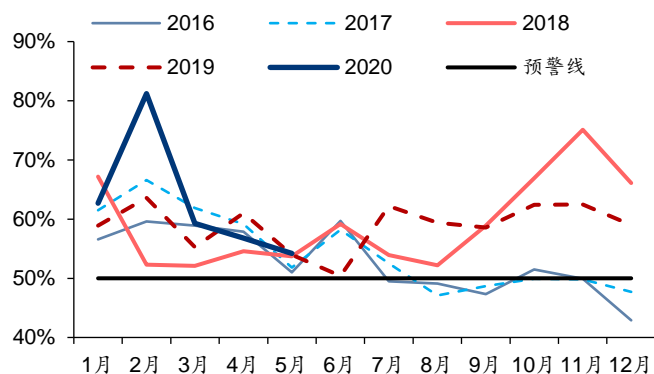
资料来源：中联钢、华泰证券研究所

Q2 汽车产销有望趋于正常化，利好卷板钢企。根据上汽集团公告(2020.5.7, 临 2020-019)，4 月汽车零售销量 43.3 万台，同比+0.5%，其中国内零售 41.3 万台，同比+1.3%；根据长安汽车公告(2020.5.5, 2020-39)、吉利汽车港股公告(2020.5.6)，长安汽车、吉利汽车 4 月汽车销量分别为 16、11 万辆，同比分别+32%、+2%，销量增速均转正。4 月部分大型车企汽车销量增速同比转正，具备标杆意义，随着疫情影响减弱，汽车产销有望趋于正常化，或提振车用卷板、特钢需求，将利好下游需求含汽车用钢的钢企。

华泰汽车团队在《汽车需求开始复苏，龙头企业受益》(2020.5.7)中指出，汽车批发销售在二季度实现正增长，主要是 1) 生产和终端销售在疫情之后逐步恢复正常，受疫情影响而积压的汽车需求逐步释放；2) 车企加大营销力度，增加促销活动；3) 2019 年 7 月 1 日部分省市排放标准升级，因此 2Q19 行业去库存，导致批发销售基数较低。

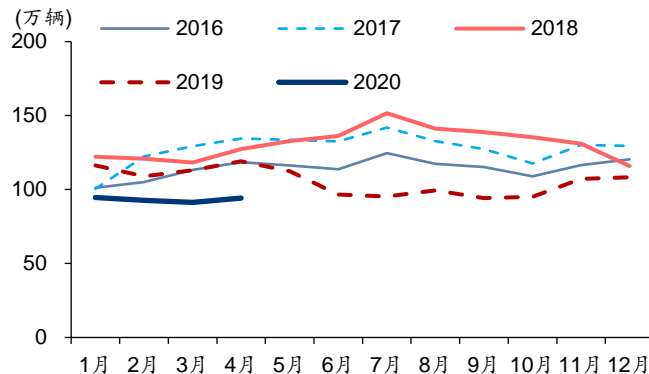
劳动节前，汽车零售端已开始显著改善。部分经销商加大折扣力度，销售受到大幅提振，4 月汽车零售额同比持平；4 月经销商库存预警指数下行，为近年来首次低于去年同期，经销商库存压力缓解、看好后市汽车需求。

图表35: 汽车经销商库存预警指数



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 汽车厂汽车库存



资料来源: Wind、华泰证券研究所

汽车高强度需求仍有上行空间

被动安全及减排要求从政策层面推动高强度钢的应用。除去交通设施、交通法规等因素外,提高汽车被动安全仍是主要保障手段之一,因此在未来高强度钢使用比例仍有望提高。此外,2012 年 6 月 28 日,《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》发布,要求 2020 年乘用车新车平均燃料消耗量需达 5.0 L/100km,据工信部,2017 年我国乘用车平均油耗为 6.05L/100km。汽车整备质量每减少 100kg,燃油汽车百公里油耗可减少 0.3-0.6L,新能源汽车续航可提高 6%-11%,提高车身高强度钢应用比例是实现汽车轻量化的途径之一。

国内自主品牌汽车高强度、镀锌板应用比例偏低。2019 年,自主品牌乘用车共销售 841 万辆,占乘用车销售总量 39%。据宝钢研究院,2018 年国内合资汽车高强度现阶段应用比例约 50-60%,国内自主乘用车高强度应用比例约 40-45%;国内合资汽车镀锌钢板应用比例为 65%-75%,国内自主品牌的应用比例在 35-45%区间,低端自主品牌车甚至不用镀锌板。

高强度等需求增量来自车用比例提升及汽车销量提升。受疫情影响,2020 年汽车产销情况或较差,考虑到汽车销售增速有望在 Q2 转正,我们谨慎假设 2020 年 5-12 月乘用车产销与去年相当,则乘用车批发销量同比或下滑 12%。此外,我们假设乘用车批发销量与产量增速相当,考虑到 2020 年低基数影响,我们预计国内乘用车 2021-2024 年产量增速从 5%递减至 2%,后维持 2%增速;假设 2019 年后自主、非自主车高强度应用比例每年同比分别+1、+0.5pct,自主、非自主车镀锌板应用比例同比分别+2、+0.5pct,以此增长至 2028 年自主乘用车高强度、镀锌板应用比例有望达到合资品牌水平,至 2028 年高强度、镀锌板需求较 2019 年分别有 23%、27%的上行空间。

图表37: 2020-2028 年高强度、镀锌板需求增速预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
自主品牌乘用车产量	万辆	999	841	740	777	808	832	849	866	883	901	919
非自主品牌乘用车产量	万辆	1372	1303	1147	1204	1252	1290	1316	1342	1369	1396	1424
乘用车产量合计	万辆	2371	2144	1887	1981	2060	2122	2165	2208	2252	2297	2343
乘用车产量增速		-5.2%	-9.2%	-12.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
自主车高强度应用比例		42.5%	43.5%	44.5%	45.5%	46.5%	47.5%	48.5%	49.5%	50.5%	51.5%	52.5%
非自主车高强度应用比例		55.0%	55.5%	56.0%	56.5%	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%	59.0%	59.5%	60.0%
高强度需求	万吨	1179	1089	971	1034	1090	1137	1175	1214	1254	1295	1337
高强度需求增速			-7.6%	-10.8%	6.4%	5.4%	4.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
自主车镀锌板应用比例		40.0%	42.0%	44.0%	46.0%	48.0%	50.0%	52.0%	54.0%	56.0%	58.0%	60.0%
非自主车镀锌板应用比例		70.0%	70.5%	71.0%	71.5%	72.0%	72.5%	73.0%	73.5%	74.0%	74.5%	75.0%
镀锌板需求	万吨	952	890	798	853	903	946	981	1018	1055	1094	1134
镀锌板需求增速			-6.5%	-10.4%	6.9%	5.8%	4.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

核心假设

1、产销量预测

根据公司产能规划，我们预计公司京唐二期一步（主要为热轧、中厚板产能）、二期二步（主要为冷板）分别在 2020 年、2021 年投产，假设各项目投产第一年、第二年产能利用率分别折 60%、80%；考虑到公司下属两大基地环保水平较高、整体限产影响有限，且可通过安排检修等措施规避限产影响，我们预计产能利用率、产销率波动较低，我们假设原有产线 2020 年产能利用率、产销率取近 2 年加权平均（ T 年数值 = $(T-1)$ 年数值 * $2/3 + (T-2)$ 年数值 * $1/3$ ，下同），2021、2022 年产能利用率、产销率与 2020 年相当。综上，我们预计 2020-2022 年粗钢产能分别为 2170、2670、2670 万吨，粗钢产能利用率分别为 88.3%、86.0%、89.8%。

图表38：公司主要产品产销量预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产量	1566	1511	1640	1817	2021	2055
冷轧	810	850	922	871	980	1014
热轧	1566	1511	1640	1817	2021	2055
热轧-冷轧	755	661	718	946	1040	1040
销量	1458	1459	1569	1730	1922	1956
冷轧	816	841	919	866	975	1009
热轧	636	613	645	859	941	943
钢坯	6	5	5	5	5	5
产销率	93.2%	96.6%	95.7%	95.2%	95.1%	95.2%
冷轧	100.7%	99.0%	99.6%	99.4%	99.5%	99.5%
热轧	84.2%	92.7%	89.9%	90.8%	90.5%	90.6%
粗钢产能利用率	89.4%	87.9%	98.1%	88.3%	86.0%	89.8%

资料来源：公司年报、公司主体与相关债项跟踪评级报告、华泰证券研究所；单位：万吨

2、价格预测

我们预计 2020 年 Q2 汽车产销有望复苏，2020 年卷板价格跌幅或收窄，2021 年疫情影响消除后卷板价格或有回升；长期来看国内钢铁有效产能逐步增多，整体钢价或下行，2022 年卷板价格或承压下行。我们预计 2020-2022 年热轧均价分别变动-186、119、-115 元/吨，冷板均价分别变动-126、141、-117 元/吨。

图表39：公司主要产品价格预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧	4410	4687	4304	4179	4320	4203
yoy	1165	277	-383	-126	141	-117
热轧	3353	3651	3904	3718	3837	3722
yoy	964	298	253	-186	119	-115

资料来源：公司年报、公司主体与相关债项跟踪评级报告、华泰证券研究所；单位：元/吨

3、成本预测

2020 年初以来，铁矿供给扰动频发，巴西疫情逐步恶化，矿价或同比维持高位。我们假设 2020-2022 年公司铁矿均价分别变动-14、15、-21 元/吨；此外，我们认为焦炭供给仍较强劲，价格或承压，预测 2020-2022 年焦炭价格变动分别为-62、45、-62 元/吨。

图表40： 公司主要原材料价格预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铁矿	523	532	654	640	655	634
yoy	108	9	122	-14	15	-21
焦炭	1428	1759	1577	1515	1560	1498
yoy	594	331	-182	-62	45	-62

资料来源：Wind、中联钢、华泰证券研究所；单位：元/吨

4、毛利预测

综上，2020-2022 年公司冷轧产品毛利率分别为 8.2%、8.4%、8.9%、热轧产品毛利率分别为 8.6%、8.3%、9.0%。

图表41： 公司主要产品吨钢毛利及毛利率

产品种类	细分项	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
钢材	吨毛利	元/吨	492	528	390	332	341	356
	毛利率	%	13.2%	13.0%	10.2%	8.9%	8.8%	9.4%
冷轧	吨毛利	元/吨	544	463	387	342	362	375
	毛利率	%	12.3%	9.9%	9.0%	8.2%	8.4%	8.9%
热轧	吨毛利	元/吨	427	614	425	321	318	333
	毛利率	%	12.7%	16.8%	10.9%	8.6%	8.3%	9.0%

资料来源：公司年报、Wind、公司主体与相关债项跟踪评级报告、华泰证券研究所；单位：百万元

5、费用预测

- 1) 销售费用：考虑到运输费用与钢材销量相关，我们假设吨钢运输费用取前两年加权平均，其余项目取前两年加权平均，故 2020-2022 年销售费用同比分别增长 6.5%、8.6%、1.6%；
- 2) 管理费用：考虑到公司正处产能扩张时期，我们假设 2020-2022 年职工薪酬同比增速为 5%，其余项目取前两年加权平均，故管理费用同比增长 5.7%、1.7%、3.1%；
- 3) 研发费用：随着公司产能的逐步投放、产品种类的增多，公司研发人员有望逐步增加，我们假设 2020-2022 年职工薪酬保持 5% 的增长，其余项目取前两年加权平均，故研发费用同比增长 7.0%、3.7%、4.8%。

图表42： 公司销售、管理、研发费用假设结果

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	1,262	1,219	1,275	1,359	1,475	1,499
运输费用	947	952	1,029	1,106	1,224	1,248
出口费用	185	115	79	91	87	88
其他	129	152	167	162	164	163
吨钢运输费用	65	65	63	64	64	64
管理费用	903	977	863	912	927	956
职工薪酬	387	499	462	485	510	535
折旧与摊销	238	236	230	232	231	231
日常办公费用	278	242	171	194	186	189
研发费用	57	395	386	413	428	448
职工薪酬费用	37	331	350	368	386	405
日常办公费用	21	64	36	45	42	43

资料来源：公司年报、Wind、华泰证券研究所；单位：百万元

目标价 3.91-4.16 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.15、0.18、0.19 元，BVPS 为 4.89、5.07、5.26 元，按 2020 年 6 月 11 日收盘价计算，对应 PB 为 0.76、0.73、0.71 倍，可比公司平均 PB(2020E, Wind 一致预期)为 0.66 倍，考虑公司产能不断释放、产品种类不断增多、高端产品比例提升，我们给予公司 2020 年 0.80-0.85 倍 PB 估值，目标价 3.91-4.16 元，首次覆盖给予“增持”评级。

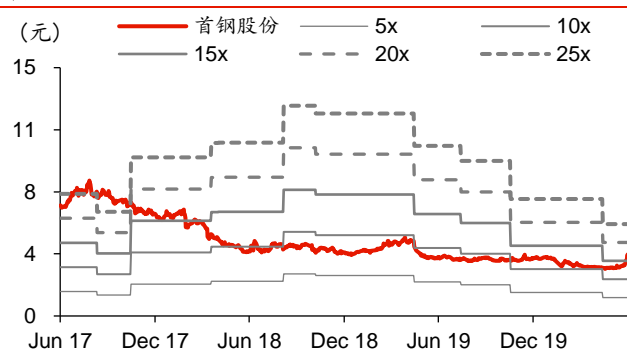
图表43：可比上市公司 PB（2020E）

证券代码	证券简称	收盘价	PB（2020E）
600019	宝钢股份	4.51	0.55
600808	马钢股份	2.55	0.70
000932.SZ	华菱钢铁	3.76	0.72
均值			0.66
000959	首钢股份	3.72	0.76

资料来源：Wind、华泰证券研究所；数据截至 2020 年 6 月 11 日

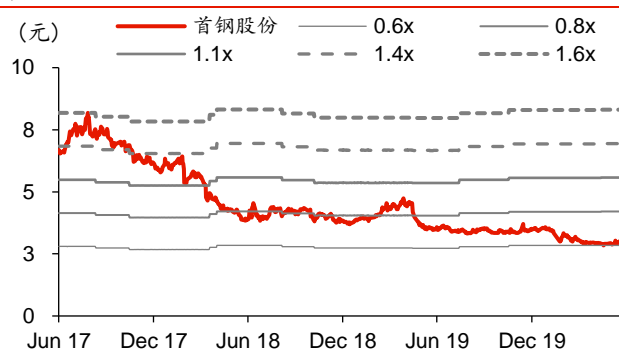
PE/PB - Bands

图表44：首钢股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表45：首钢股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整。国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到钢铁行业的整体表现，从而影响公司业绩。

汽车产销复苏不及预期，卷板改善或不可持续。若汽车产销情况持续走弱，卷板需求或受影响，导致卷板生产、盈利水平下降，可能影响公司业绩。

原材料涨价风险。若矿价、焦炭价格上行，将抬升公司成本，影响公司盈利。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	21,943	23,076	23,688	26,012	26,874
现金	4,841	4,472	5,005	5,525	5,563
应收账款	870.15	836.58	917.30	1,017	1,026
其他应收账款	39.83	15.54	30.63	26.34	30.98
预付账款	2,532	1,893	2,462	2,554	2,641
存货	5,193	6,594	6,500	7,677	7,446
其他流动资产	8,466	9,265	8,774	9,214	10,166
非流动资产	113,164	118,295	119,179	131,455	131,108
长期投资	2,879	2,949	2,949	2,949	2,949
固定投资	81,726	82,862	97,204	91,087	107,935
无形资产	2,581	2,763	2,736	2,773	2,776
其他非流动资产	25,978	29,722	16,291	34,647	17,448
资产总计	135,106	141,371	142,867	157,467	157,981
流动负债	69,089	72,906	73,613	86,081	84,339
短期借款	31,156	30,267	32,116	39,549	37,412
应付账款	23,685	23,963	26,347	29,577	29,365
其他流动负债	14,248	18,675	15,150	16,954	17,562
非流动负债	29,645	28,766	30,226	30,708	31,172
长期借款	15,965	19,101	18,707	20,078	20,567
其他非流动负债	13,680	9,665	11,519	10,630	10,605
负债合计	98,734	101,672	103,839	116,789	115,510
少数股东权益	11,025	12,670	13,158	13,852	14,625
股本	5,289	5,289	5,289	5,289	5,289
资本公积	20,091	20,093	20,093	20,093	20,093
留存公积	(1,573)	(322.09)	487.08	1,443	2,463
归属母公司股东权益	25,348	27,029	25,870	26,826	27,845
负债和股东权益	135,106	141,371	142,867	157,467	157,981

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	12,459	3,319	16,101	11,393	9,365
净利润	3,331	1,754	1,297	1,650	1,793
折旧摊销	5,813	5,934	6,030	6,696	7,489
财务费用	2,298	2,076	1,912	2,118	2,266
投资损失	(275.20)	(301.54)	(288.37)	(294.96)	(291.67)
营运资金变动	2,132	(6,294)	2,361	2,557	(1,189)
其他经营现金	(839.65)	150.03	4,789	(1,334)	(701.19)
投资活动现金	(9,641)	(5,223)	(9,511)	(18,193)	(6,204)
资本支出	9,747	5,470	5,554	18,317	6,439
长期投资	117.07	64.76	4,193	54.75	(27.38)
其他投资现金	222.59	311.92	236.15	178.31	207.23
筹资活动现金	(2,396)	1,852	(6,058)	7,321	(3,123)
短期借款	7,112	(888.51)	1,849	7,433	(2,138)
长期借款	(3,924)	3,136	(393.97)	1,371	488.54
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.08)	1.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,584)	(396.98)	(7,513)	(1,483)	(1,473)
现金净增加额	422.05	(51.75)	532.31	520.20	38.35

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65,777	69,151	72,388	82,577	81,787
营业成本	57,244	62,130	65,912	75,316	74,114
营业税金及附加	599.31	669.78	701.13	799.82	792.16
营业费用	1,219	1,275	1,359	1,475	1,499
管理费用	976.55	862.56	911.57	927.21	955.58
财务费用	2,298	2,076	1,912	2,118	2,266
资产减值损失	(207.10)	(98.18)	(26.43)	(110.57)	(78.39)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	275.20	301.54	288.37	294.96	291.67
营业利润	3,144	2,024	1,532	1,958	2,120
营业外收入	24.20	1.34	12.77	7.05	9.91
营业外支出	9.24	28.52	18.88	23.70	21.29
利润总额	3,159	1,997	1,526	1,942	2,109
所得税	(172.20)	243.21	228.84	291.23	316.35
净利润	3,331	1,754	1,297	1,650	1,793
少数股东损益	927.63	503.02	487.60	694.08	773.24
归属母公司净利润	2,404	1,251	809.16	956.19	1,019
EBITDA	11,255	10,034	9,474	10,773	11,875
EPS (元, 基本)	0.45	0.24	0.15	0.18	0.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	9.18	5.13	4.68	14.08	(0.96)
营业利润	(6.13)	(35.61)	(24.34)	27.84	8.28
归属母公司净利润	8.73	(47.95)	(35.32)	18.17	6.61
获利能力 (%)					
毛利率	12.97	10.15	8.95	8.79	9.38
净利率	3.65	1.81	1.12	1.16	1.25
ROE	9.48	4.63	3.13	3.56	3.66
ROIC	6.41	3.74	3.13	3.38	3.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.08	71.92	72.68	74.17	73.12
净负债比率 (%)	51.81	57.80	54.48	56.53	56.41
流动比率	0.32	0.32	0.32	0.30	0.32
速动比率	0.24	0.23	0.23	0.21	0.23
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.51	0.55	0.52
应收账款周转率	56.42	76.49	78.39	80.63	75.77
应付账款周转率	2.45	2.61	2.62	2.69	2.51
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.24	0.15	0.18	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	2.36	0.63	3.04	2.15	1.77
每股净资产(最新摊薄)	4.79	5.11	4.89	5.07	5.26
估值比率					
PE (倍)	8.19	15.73	24.32	20.58	19.30
PB (倍)	0.78	0.73	0.76	0.73	0.71
EV_EBITDA (倍)	7.79	8.74	9.26	8.14	7.39

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司