

## 马钢股份(600808)/钢铁

## 安徽钢铁龙头

**评级: 增持(上调)**

市场价格: 3.92

分析师: 郭皓

执业证书编号: S0740519070004

电话: 021-20315128

Email: guohao@r.qizq.com.cn

分析师: 曹云

执业证书编号: S0740519070006

电话: 021-20315766

Email: caoyun@r.qizq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

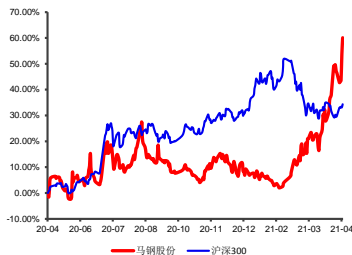
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	78,263	81,614	93,451	87,683	88,810
增长率 yoy%	-4.50%	4.28%	14.50%	-6.17%	1.29%
净利润	1,128	1,983	5,905	4,113	5,619
增长率 yoy%	-81.02%	75.74%	197.82%	-30.34%	36.61%
每股收益(元)	0.15	0.26	0.77	0.53	0.73
每股现金流量	1.02	0.36	1.89	1.47	2.31
净资产收益率	4.19%	6.98%	18.47%	11.88%	14.68%
P/E	26.76	15.23	5.11	7.34	5.37
PEG	0.58	0.37	1.80	0.16	0.13
P/B	1.12	1.06	0.94	0.87	0.79
备注:					

**投资要点**

- 中国宝武控股:** 作为安徽省龙头钢铁企业, 马钢具备年产生铁 1830 万吨、粗钢 2171 万吨、钢材 2050 万吨的综合生产能力, 已形成“板、型、线、轮”的特色产品结构。2020 年公司产生铁 1855 万吨、粗钢 2097 万吨、钢材 1986 万吨, 同比分别增加 2.49%、5.70%、5.81%, 均创历史新高, 其中长材 1033 万吨占比 52%, 主要包含型钢和线棒材; 板材 931 万吨占比 47%。公司产品结构均衡, 不仅长材板材平分, 同时普钢特钢兼备, 下游分散叠加高端品种的稳定性可更好的抵御行业周期波动。
- 收入、毛利结构拆分:** 公司营收包含两部分, 一是钢铁收入, 以长材、板材、轮轴为主, 附带部分钢坯内部销售收入; 二是其他业务收入, 主要包括焦化副产品及控股财务公司相关收入。公司 2020 年实现营业收入 816.14 亿元, 同比增 4.28%, 其中 83% 营收分布在省内及江浙沪, 长材/板材/轮轴分别占 41.7%/44%/2.5%, 合计 88.3%, 对应贡献毛利占比为 36.7%、46.2%和 4.3%。
- 供应收紧对冲需求放缓:** 供给端方面, 在碳中和背景下, 工信部要求压缩粗钢产量, 目前市场预期将有全国性的限产政策出台, 由于唐山限产目前行业已处于产能瓶颈状态, 如果进一步压缩供应, 会加大钢铁短缺程度, 有利于钢铁短期吨盈利的强势。需求方面, 2021 年地产下行拐点出现之前仍有望支撑钢铁需求景气, 叠加制造业投资的修复和外需对工业的拉动, 2021 年上半年钢铁需求仍有望顺势冲高, 但后期需注意政策收紧后的地产均值回归风险。短期行业供需共振, 二季度钢铁行业盈利有望重回 2018 年高位水平。
- 公司经营优势:** (1) **原料供应稳定:** 马钢集团铁矿年生产能力超过 1000 万吨, 矿山资源优先马钢股份使用, 且同品位矿石到厂价格不超过市场第三方。此外, 公司参股河南和山东两个焦炭生产基地, 目前外购焦炭多从其采购。(2) **区位优势享受溢价:** 公司贴近下游市场, 滨江近海, 省内钢材价格常年高于全国均价, 2017 年至今省内热轧价格平均高于全国均价 127 元, 盘螺价格平均高于全国均价 195 元。公司已经形成独具特色的“长材、板材、轮轴”三大类产品, 可以灵活配置资源, 向高附加值产品倾斜。(3) **生产效率明显提升:** 2020 年人均年产钢量 947 万吨, 较 2015 年增长 98.4%, 2020 年铁钢比已从 2015 年的 95.7% 下降至 88.5%。(4) **环保投入增加:** 公司自 2018 年开始安排实施环保超低排放改造计划, 2020 年完成超低排项目 43 项, 废气超低排放实现率 70% 以上, 计划 2021 年度环保、智慧制造及其他重点技改工程等约人民币 22 亿元, 超低排放实现率 100%。
- 投资建议:** 马钢作为安徽省龙头钢企, 已形成“板、型、线、轮”的特色产品结构, 其中汽车板、家电板具有长期领先优势, 新投产 80 万吨重型 H 型钢将继续巩固品牌优势, 轮轴方面有望实现进口替代; 同时公司地理位置优越, 贴近下游市场充分享受产品溢价。此外, 公司近年来持续加强环保投入, 吨钢能耗不断降低, 后续减排限产中有可能享受差异化政策。中短期来看受益于行业供应的显著收缩, 公司今年吨钢盈利有望明显抬升, 我们预计公司 2021-2022 年实现归母净利润分别为 59.05 亿元、41.13 亿元, 同比+197.82%、-30.34%; 对应 EPS 为 0.77 元、0.53 元, 对应 2021-2022 年 PE 分别为 5X/7X, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动; 宏观经济大幅下滑导致需求承压; 减排限产执行不到位导致供给端压力持续增加; 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

**基本状况**

总股本(亿股)	77.01
流通股本(亿股)	59.68
市价(元)	3.89
市值(亿元)	283
流通市值(亿元)	232

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 华东区域龙头业绩增长可期
- 2 老树开新花

## 内容目录

安徽省龙头钢铁企业 .....	- 4 -
中国宝武控股，产品结构均衡 .....	- 4 -
长材和板材贡献主要盈利 .....	- 5 -
行业供应收缩对冲需求放缓 .....	- 6 -
供应：短期唐山限产、长期碳中和落实待定 .....	- 6 -
需求：短期旺季无虞、长期面临拐点可能 .....	- 9 -
二季度供需共振支撑盈利快速回升 .....	- 13 -
公司竞争优势：资源、产品、效率、协同 .....	- 13 -
集团矿石资源丰富，参股焦炭生产基地 .....	- 13 -
贴近下游市场，产品结构综合 .....	- 15 -
2015-2020 年自身实现蜕变 .....	- 16 -
期待宝武协同中长期持续提升 .....	- 17 -
盈利预测及投资建议 .....	- 17 -
盈利预测 .....	- 17 -
投资建议 .....	- 19 -
风险提示 .....	- 19 -

## 图表目录

图表 1: 马钢股份股权结构 (截止 2020 年末) .....	- 4 -
图表 2: 公司主要产品及应用领域 .....	- 4 -
图表 3: 2014-2020 年营业收入结构 (单位: 百万元) .....	- 5 -
图表 4: 2014-2020 年营收地区分布比例 .....	- 5 -
图表 5: 2014-2020 年毛利拆分 (单位: 百万元) .....	- 5 -
图表 6: 2014-2020 年毛利率走势 .....	- 5 -
图表 7: 年度吨钢盈利能力比较 .....	- 6 -
图表 8: 近期唐山、邯郸等地限产减排政策整理 .....	- 7 -
图表 9: 全国及唐山钢厂高炉开工率 .....	- 7 -
图表 10: 全国及唐山钢铁高炉产能利用率 .....	- 7 -
图表 11: 碳中和概念频繁提及 .....	- 8 -
图表 12: 国内粗钢日产量及环比变化 .....	- 9 -
图表 13: 会员企业日均产量 (单位: 万吨) .....	- 9 -
图表 14: 历年五大品种周度产量对比 (单位: 万吨) .....	- 9 -
图表 15: 247 家钢铁企业日均铁水产量 .....	- 9 -
图表 16: 3 月地产新开工面积较 2019 年同期降 4pct .....	- 10 -

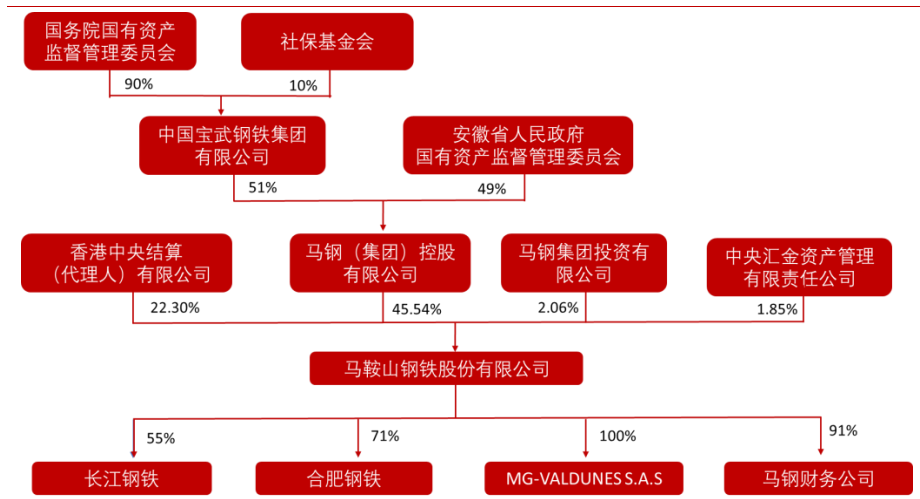
图表 17: 居民再度加杠杆.....	- 10 -
图表 18: 过去 6 年地产销售面积增速均值上移.....	- 10 -
图表 19: 2019、2020 年中央经济工作会议要点对比.....	- 11 -
图表 20: 六大行业工业增加值走势.....	- 12 -
图表 21: 六大行业工业出口单月增速.....	- 12 -
图表 22: 3 月出口创 2017 年来单月新高.....	- 12 -
图表 23: 国内外热卷价差创历史新高.....	- 12 -
图表 24: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨) .....	- 13 -
图表 25: 五大品种总表观消费量.....	- 13 -
图表 26: 马钢集团现有主要矿山资源情况.....	- 14 -
图表 27: 马钢股份铁矿石采购情况.....	- 14 -
图表 28: 安徽热轧板卷价格超过全国平均水平.....	- 15 -
图表 29: 马钢盘螺价格超过全国平均水平.....	- 15 -
图表 31: 2020 年人均产钢量较 2015 年增 98.4% .....	- 16 -
图表 32: 2020 年铁钢比破 9 见 8 (单位: 万吨) .....	- 16 -
图表 33: 吨钢综合能耗连续下行.....	- 17 -
图表 34: 主要产品销量、单位毛利数据预测.....	- 18 -
图表 35: 主要产品营业收入及毛利率拆分.....	- 18 -
图表 36: 可比上市公司市盈率、市净率 (股价取 2021 年 4 月 28 日) .....	- 19 -
图表 37: 财务预测.....	- 20 -

## 安徽省龙头钢铁企业

### 中国宝武控股，产品结构均衡

- 中国宝武控股：**作为安徽省龙头钢铁企业，马鞍山钢铁股份有限公司具备年产生铁 1830 万吨、粗钢 2171 万吨、钢材 2050 万吨的综合生产能力，经过多年产品结构调整，已形成“板、型、线、轮”的特色产品结构。2019 年 9 月，安徽省国资委将马钢集团 51% 股权无偿划转给中国宝武，中国宝武成为马钢集团控股股东，间接成为马钢股份的控股股东。

图表 1：马钢股份股权结构（截止 2020 年末）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产品结构均衡：**公司拥有公司本部、长江钢铁、合肥钢铁、瓦顿公司四大钢铁生产基地，包含长材、板带、轮轴三大系列产品。2020 年公司产生铁 1855 万吨、粗钢 2097 万吨、钢材 1986 万吨，同比分别增加 2.49%、5.70%、5.81%，均创历史新高，其中长材 1033 万吨占比 52%，主要包含型钢和线棒材；板材 931 万吨占比 47%，主要包含冷轧、热轧、镀锌板和彩涂板；轮轴 21 万吨占比 1%，主要包含火车轮、车轴及环件。公司产品结构均衡，不仅长材板材平分，同时普钢特钢兼备，下游分散叠加高端品种的稳定性可更好的抵御行业周期波动。

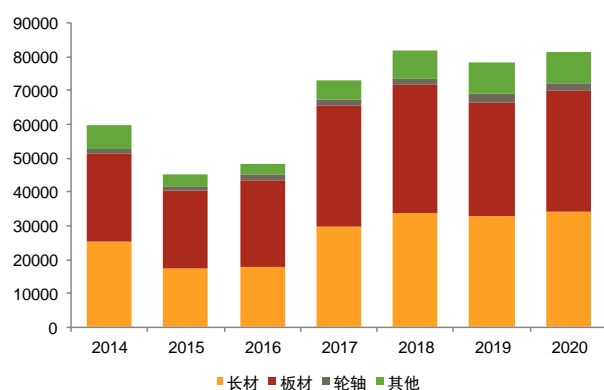
图表 2：公司主要产品及应用领域

大类	细分	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、容器等行业用板
	彩涂板	用于建筑内外用、家电及钢窗等方面
长材 (型钢和线棒材)	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	用于建筑桁架、机械制造及船用结构钢件等
	高速线材	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	主要用于建筑方面
轮轴	火车轮、车轴及环件	广泛用于铁路运输、港口机械、石油化工、航空航天等诸多领域

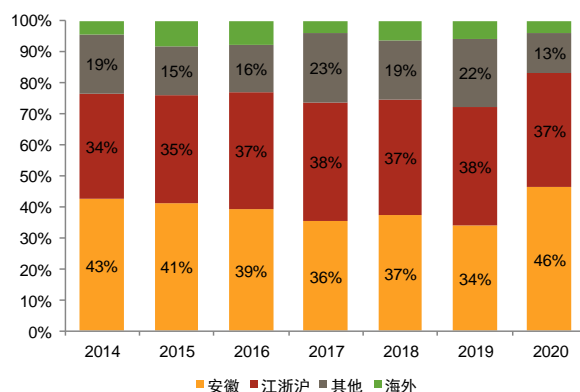
来源：公司年报，中泰证券研究所

**长材和板材贡献主要盈利**

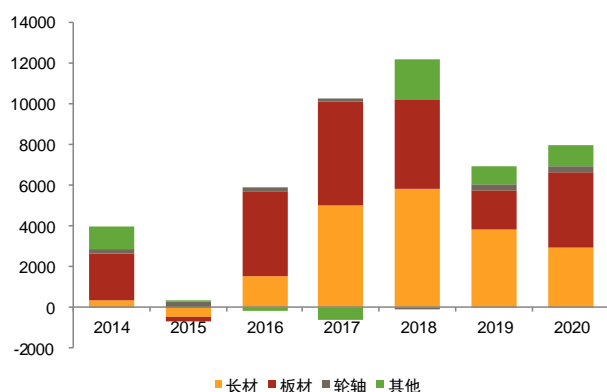
- 收入、毛利结构拆分：**根据年度报告，公司营业收入包含两部分，一是钢铁收入，以长材、板材、轮轴为主，附带部分钢坯销售给晋西车轴的收入；二是其他业务收入，主要包括焦化副产品及控股财务公司相关收入。近两年公司长材、板材及轮轴营业收入占比稳定在 88% 左右，其中长材板材均占比 40% 出头，轮轴占比 2.5%-3.5%。公司处于安徽省融入长三角一体化发展国家战略的桥头堡地位，从营收分布来看，70%-80% 的营收均集中在安徽省内及周边江浙沪地区。此外，拆分毛利润来看，公司约 83% 的毛利由长材和板材贡献，整体与收入占比匹配，具体表现随着下游景气度变化而呈现分化，如 2018-2019 年表现为长强板弱，2020 年至今转变为长弱板强。轮轴方面，公司为实行三年振兴计划，于 2018 年对瓦顿一次性计提长期资产减值，造成当年车轮略微亏损，轮轴业务在 2019-2020 年毛利率重新回升。

**图表 3: 2014-2020 年营业收入结构(单位: 百万元)**


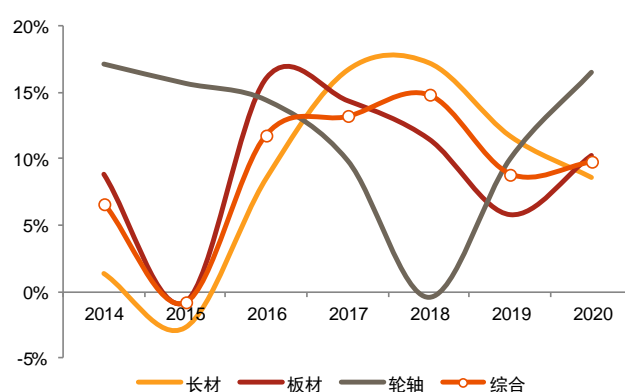
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2014-2020 年营收地区分布比例**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2014-2020 年毛利拆分(单位: 百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 2014-2020 年毛利率走势**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2020 年报：**公司 2020 年实现营业收入 816.14 亿元，同比增 4.28%，长材、板材、轮轴分别占 41.7%、44% 和 2.5%，合计占 88.3%，对应贡献毛利占比为 36.7%、46.2% 和 4.3%；2020 年实现归属于上市公司股东净利润 19.83 亿元，同比增 75.74%，折合 EPS 为 0.258 元。以钢材销量折算吨钢售价 3771 元、吨钢成本 3419 元及吨钢毛利 352 元，

同比分别变动-62元、-90元及+29元。具体品种看，长材毛利率同比降3.13pct至8.6%，吨钢毛利降127元至283元；板材和轮轴毛利同比增4.47pct和6.53pct至10.26%和16.54%，吨钢毛利同比分别增184元和367元至396元和1643元；整体毛利率同比增0.9pct至9.78%。

图表7：年度吨钢盈利能力比较

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
钢材销量(万吨)	1833	1819	1763	1866	1873	1872	1985
钢铁业营业收入(百万)	56445	42853	46095	69361	76196	71760	74871
钢铁业营业成本(百万)	53364	43230	40197	58961	65528	65712	67889
销售费用(百万)	513	636	695	865	960	950	1010
管理费用(百万)	1311	1539	1780	1419	1380	2379	1517
研发费用(百万)					801	846	1813
财务费用(百万)	1244	813	794	999	960	785	554
净利润(百万)	264	-5104	1257	5072	7058	1714	2578
EPS	0.03	-0.62	0.16	0.54	0.77	0.15	0.26
吨钢售价(元)	3079	2355	2615	3718	4069	3833	3771
吨钢成本(元)	2911	2376	2281	3160	3499	3510	3419
吨钢毛利(元)	168	-21	335	557	570	323	352
长材	37	-53	183	555	638	411	283
板材	262	-20	453	808	464	212	396
轮轴	1271	1454	1465	947	-41	1276	1643
吨钢期间费用(元)	167	164	185	176	219	265	246
吨钢净利润(元)	14	-281	71	272	377	92	130

来源：Wind，中泰证券研究所

注：表中钢铁业收入按年报中数据

## 行业供应收缩对冲需求放缓

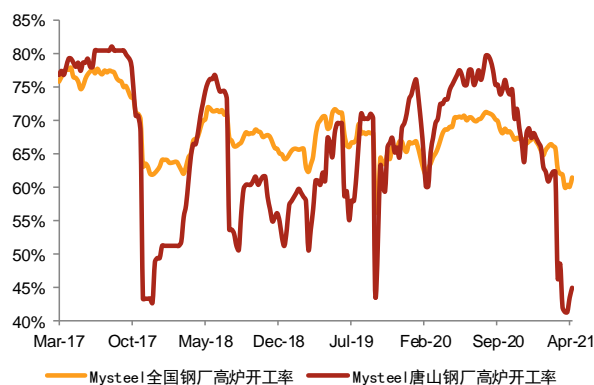
供应：短期唐山限产、长期碳中和落实待定

- 唐山频繁限产、邯郸跟进：**根据上海有色网，春节后至今，唐山地区已累计发布三次重污染天气应急响应，且其中两次在Ⅱ级响应的基础上加严管控；此外，3月2日发布《唐山市3月份大气污染防治攻坚月方案》，4月16日唐山市发布4月份大气污染防治攻坚通知，要求长流程钢铁行业严格执行《唐山市钢铁行业企业环境问题专项治理方案》（唐办字〔2021〕6号）规定的减排要求，落实精准管控实施方案中各项措施要求。在高频限产扰动下，从高炉开工率和产能利用率指标来看确实有所下行，最新唐山高炉开工率和产能利用率分别为44.93%和61.11%，分别较去年底下降23.19pct和19.13pct，较2020年8月高点下降34.78pct和30.13pct，预计影响铁水产量10万吨/天，占全国4%供应。另根据Mysteel快讯，4月21日邯郸市发布《邯郸市2021年二季度重点行业生产调控方案》的通知，预计理论共限产影响高炉日均铁水产量1.41万吨/天，约占3月份国内日产量的1%。

**图表 8: 近期唐山、邯郸等地限产减排政策整理**

日期	政策	执行时间	具体内容
2月22日	《关于启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知》	2月23日0时-3月5日20时	唐山自2021年2月23日0时全市启动重污染天气Ⅱ级应急响应。经省环境应急与重污染天气预警中心与中国环境监测总站省环境气象中心联合会商,唐山市自3月5日起受冷空气影响,扩散条件逐步改善,污染过程基本结束。
2月23日	《再一次加大重污染天气减排力度的通知》	2月24日0时-3月1日8时	在执行《关于启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知》减排措施基础上,自2月24日0时至3月1日8时采取进一步减排措施。
3月2日	《进一步加大重污染天气减排力度的通知》	3月2日20时-3月5日8时	在执行《关于启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知》减排措施基础上,自3月2日20时至5日8时采取加严减排措施。
3月2日	《唐山市3月份大气污染治理攻坚月方案》	3月	为迅速扭转被动局面,打好翻身仗,力争3月份唐山市空气质量综合指数排名退出全国168个重点监测城市“后二十”,集中开展十项大气污染治理攻坚行动。
3月3日	《关于邯郸市发布重污染天气橙色预警启动Ⅱ级应急响应的紧急通知》	3月4日-3月6日12时	邯郸市重污染天气应急指挥部决定3月4日8时启动Ⅱ级应急响应,在确保安全生产、疫情防控和民生保障的前提下,全市域严格按照应急减排有关要求落实各项应急减排措施。邯郸市重污染天气应急指挥部决定3月6日12时解除重污染天气Ⅱ级应急响应。
3月4日	《河北省深入实施大气污染治理十条措施》	-	统筹碳达峰、碳中和,强化碳汇交易,严格落实“三线一单”、产业准入政策和钢铁、推动钢铁行业短流程改造,严格控制新增煤电装机规模,严禁新增化工园区,审慎发展石油化工等项目,严格执行质量、环保、能耗、安全等法规标准,加大重点行业低效和过剩产能压减力度,淘汰4.3米焦炉,关停部分1000立方米以下高炉和100吨以下转炉。加快推进城市建成区重点污染企业搬迁改造或关停退出。
3月7日	《关于唐山市启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知》	3月7日16时-3月15日16时	自3月8日起,唐山市将出现中至重度污染过程,达到橙色预警水平。自2021年3月7日16时全市启动重污染天气Ⅱ级应急响应,自3月15日16时起全市解除重污染天气Ⅱ级应急响应。
3月19日	《钢铁行业企业限产减排措施的通知》	3月20日0时-12月31日24时	唐山市全流程钢铁企业(除首钢迁安、首钢京唐)实施限产30%、50%的减排措施。
3月26日	《关于印发淘汰落后化解过剩产能计划的通知》	2021年-2023年	内蒙古各盟市抓紧制定铁合金、钢铁行业退出方案,明确2021-2023每一年度具体计划,并要求整合退出的80%以上任务要安排在2021-2022年,整合工作要尽早开展,为产能退出创造条件。
4月11日	《广东省2021年推动落后产能退出工作方案》	即日-2022年1月10日	以钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等行业为重点,通过完善综合标准体系,严格常态化执法和强制性标准实施,落实部门联动和地方责任,深入推进市场化、法治化、常态化工作机制,促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能,依法依规关停退出。
4月12日	《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022年)》	2021-2022年	到2022年,山东省转移退出炼钢产能2141万吨、炼铁产能2238万吨。
4月14日	《河南省2021年工业企业大气污染物全面达标提升行动方案》	4月15日-7月31日	钢铁、水泥、火电、焦化、铝业、黄金冶炼、印刷企业及涉及工业涂装工序企业大气污染物排放全面实现河南省地方污染物排放标准限值要求。
4月18日	《唐山4月份大气污染防治攻坚通知》	4月	“退后十”目标要求,根据1-3月份目标完成情况,调整4月份全市综合指数目标为461。全流程钢铁行业:严格执行《唐山市钢铁行业企业环境问题专项治理方案》(唐办字〔2021〕6号)规定的减排要求,落实精准管控实施方案中各项措施要求。
4月21日	《邯郸市2021年二季度重点行业生产调控方案》	4月21日-6月30日	对全市钢铁(含独立球团)、焦化、砖瓦(矸石砖)、岩棉、水泥(含粉磨站)、铸造、炭素、石灰和氧化锌等重点行业进行绿色绩效评估,根据评级结果,分行业、分区域、分企业、分设备制定生产调控措施,明确生产负荷,落实到具体期限和生产装备,确保完成年度治理任务,大气环境质量得到改善。

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 9: 全国及唐山钢厂高炉开工率**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 10: 全国及唐山钢铁高炉产能利用率**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 钢铁冶炼是实现碳中和的重要环节:** 碳中和可简单理解为,为应对全球气候变化,全社会通过做二氧化碳加减法使其最终排放量为零。对中国而言,二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值,努力争取 2060 年前实现碳中和。我国钢铁行业碳排放量占全国碳排放总量 15%,是碳排放量最高的制造业行业,钢铁行业是实现碳中和目标的重要变量。此次碳中和与 2016-2018 年的供给侧改革相比,有以下不同:

- 背景不同:** 2016-2018 年供给侧改革在钢铁行业需求、产能、库存三周期底部,且配合地产、基建等下游需求景气上行的背景中开启。

当下行业大环境则处于三周期高位，钢铁最大下游建筑业依靠地产韧性处于阶段高位；钢产量持续打破记录；库存剔除疫情影响外，也处于历史高位。

- **减产难度不同：**根据 Mysteel，2016-2018 年供给侧改革淘汰 1.5 亿吨产能，取缔 1.4 亿吨地条钢。随着吨钢盈利连续好转，钢厂生产积极性高涨导致部分高炉产能利用率超过 100%，且在产能置换中，存在落后及停产产能盘活现象。现在在产或即将投产的高炉效率和经济性大幅提升，同时经过前几年供给侧改革和环保限产后，钢厂环保装备有所提升，且主观能动性和限产应对能力也有所提升。
- **节奏存在不确定：**2016-2018 年供给侧改革时间和节奏比较明确，实现过程结果双把控。此次碳达峰和碳中和意在长远，目前较为明确的时点是 2030 年和 2060 年，部分城市将碳达峰率先提前至 2025 年，基本贯穿整个“十四五”，具体落地方案及监管措施尚不明确，后续仍需观察。

图表 11：碳中和概念频繁提及

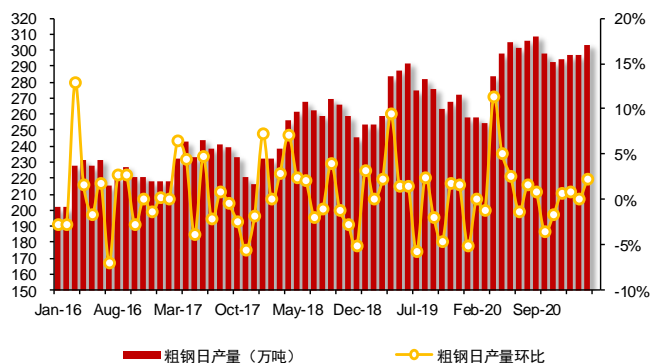
时间	会议/文件	主要精神
2020/9/22	《第七十五届联合国大会一般性辩论会上》	中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。
2020/12/12	气候雄心峰会	2030 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。
2020/12/18	中央经济工作会议	我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。
2020/12/28	工信部全国工业和信息化工作会议	围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。加快发展先进制造业，提高新能源汽车产业集中度。
2020/12/31	《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》	力争到 2025 年，钢铁工业基本形成产业布局合理、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续发展格局。
2021/1/26	首届气候适应峰会	中国一贯坚持减缓与适应并重原则，通过实施《国家适应气候变化战略》，做了大量卓有成效的工作。中国正在编制《国家适应气候变化战略 2035》，将进一步强化国内适应气候变化工作，全面提高气候风险抵御能力。
2021/1/26	国新办新闻发布会	工信部下一步主要从严禁新增钢铁产能、完善相关的政策措施、推进钢铁行业的兼并重组、坚决压缩钢铁产量四个方面促进钢铁产量的压减。确保 2021 年全面实现钢铁产量同比的下降。
2021/3/1	国新办发布会	钢铁产量主要从节能减排方面看，冶炼能力要大幅压缩，工信部正在配合国家有关部门在制定规划。一定要把节能减排作为钢铁行业一个重要目标任务，进一步做实做好。
2021/3/5	政府工作报告	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。
2021/4/1	国家发改委	国家发展改革委、工业和信息化部将于 2021 年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作，引导钢铁企业摒弃以量取胜的粗放发展方式，促进钢铁行业高质量发展。
2021/4/10	第十七届钢铁产业发展战略会议	《钢铁行业碳达峰及降碳行动方案》正在编制，已形成修改完善稿上报相关部委，审批后即可公布实施。我国钢铁企业将构建区域市场规模优势及专业化生产优势，加快推进联合重组，实现“135 目标”（1 家 2 亿吨以上规模钢铁企业，3 家 5000 万吨~1 亿吨规模钢铁企业，5 家 3000 万吨~5000 万吨规模钢铁企业），优化产业布局，调整结构。我国钢铁行业将加快推进超低排放改造，进一步提高废钢综合利用水平，积极探索降碳工艺技术，全面推动钢铁工业绿色低碳制造。

来源：国务院以及各部委官网，中泰证券研究所

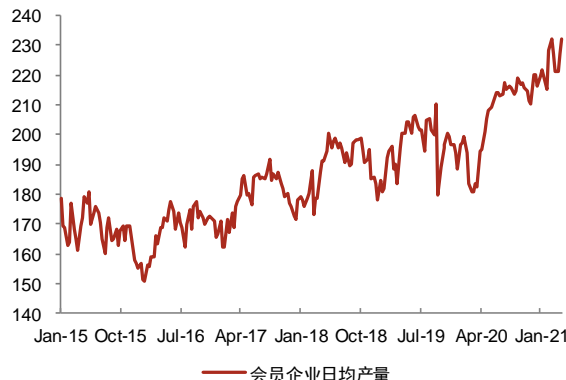
- **限产后吨盈利大幅提升、产量仍有待压缩：**唐山限产趋严后，钢铁吨盈利已重回 2018 年历史峰值水平，反映目前行业供需接近产能瓶颈状态。目前唐山限产尚未对钢产量造成明显影响。从周度、旬度、月度钢产量指标来看，钢联五大品种周度产量未出现明显回落，4 月中旬钢协会会员企业日均粗钢产量 232.42 万吨，再次创历史新高，此外 3 月粗钢产量 9402 万吨，同比增 19.1%，日均产量 303.3 万吨，环比增 2.26%。从铁水产量指标来看，3 月生铁产量 7475 万吨，同比增 8.9%，增速低于粗钢产量，此外 Mysteel 调研的 247 家钢铁企业日均铁水产量最新数值



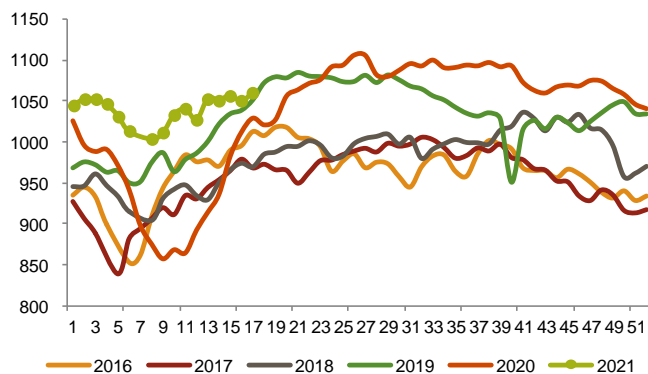
较去年底降 8.87 万吨至 236.23 万吨。综上所述，唐山高炉开工率、产能利用率及铁水产量确实有所下行，但实际生产过程中通过增加废钢比例或提高电弧炉开工率使得粗钢产量尚未出现明显下行，同时当前旺季需求释放叠加钢厂利润快速回升，限产区域外的闲置产能全部开动，整体总产量仍保持增长趋势。年初工信部会议提出 2021 年要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下滑，目前行业已进入产能短缺状态，如果在目前基础上出台进一步严苛的限产政策，是有可能实现钢产量回落，后续仍需跟踪政策落地情况。

**图表 12: 国内粗钢日产量及环比变化**


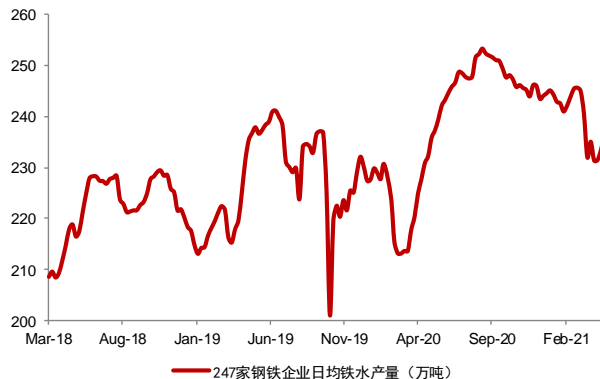
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 13: 会员企业日均产量 (单位: 万吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 14: 历年五大品种周度产量对比 (单位: 万吨)**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 15: 247 家钢铁企业日均铁水产量**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

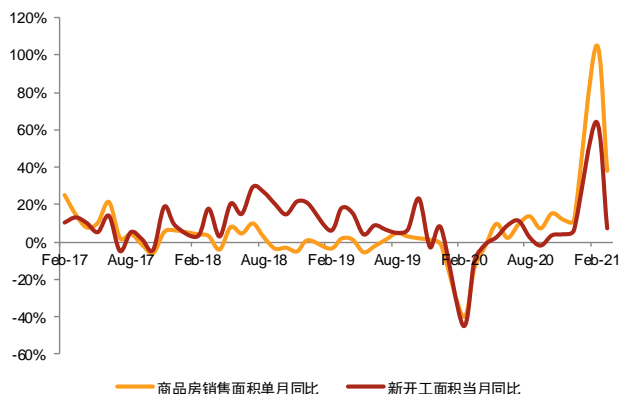
**需求: 短期旺季无虞、长期面临拐点可能**

- 地产-中周期与短周期上行的偏后位置:** 起于 2015 年的这轮地产中周期繁荣，至今已经延续 6 年时间，从年度地产销售面积来看，期间一直没有发生显著的负增长，长期繁荣后积累了较大的均值回归压力。2020 年 2 月份的新冠疫情一度可能成为这轮中周期调整的诱发因素，但事后证明，在国内强有力的疫情防控手段和友好的货币政策支撑下，疫情对国内经济仅造成了一个季度的脉冲式冲击，并没有引发信用链条的连锁反应。二季度后在宽松的货币环境下地产市场又进入一轮短周期修复，这轮修复可能延续至 2021 年上半年。在拐点出现之前，中短期地产销

售和投资仍有望维持较高景气度，但这并不意味着过去6年积累的矛盾已经释放，我们认为在这轮短修复完成后，仍需提防地产市场的均值回归风险。

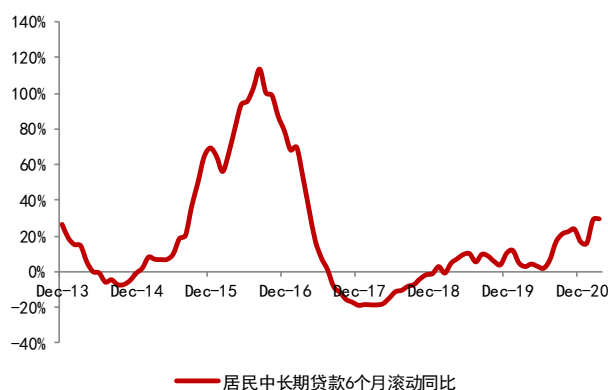
- **2015 年后的地产销量存在透支理由**是这几年销量增速高于其潜在合理增速。2019 年我国城镇化率达到 60%，城镇化速度最快的阶段已过，从长期来看地产销量增速应该逐步下行。这个趋势可以反映在 2000-2015 年的历史数据中，地产销售面积增速的均值逐级回落。到 2010-2015 年这个阶段，增速均值下降至 5% 附近，然而 2016-2019 年的均值逆势回升至 8%，这是由一些不可持续的因素推动的周期性超买，这些因素可能包括棚改货币化、居民杠杆率过快的提升等。当这些因素消失时，地产销量增速应该回到它合理的位置。同时因为上一轮繁荣存在销量的透支，在未来的某一个阶段，我们应该看到一个相应级别的向下均值回归。

**图表 16: 3 月地产新开工面积较 2019 年同期降 4pct**



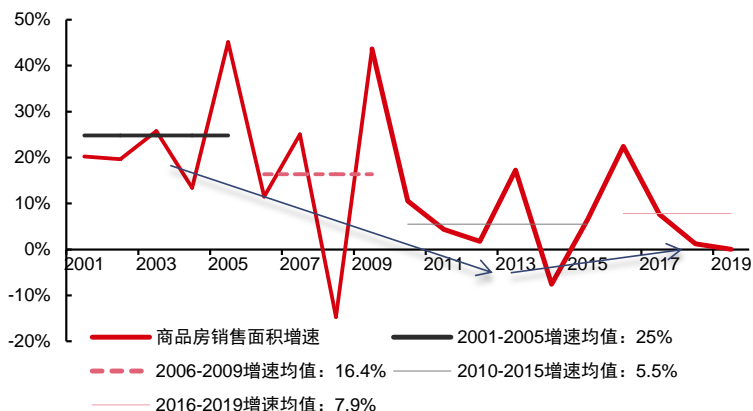
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 居民再度加杠杆**



来源: 中泰证券研究所

**图表 18: 过去 6 年地产销售面积增速均值上移**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **基建-以稳为主:** 2020 年底中央经济工作会议强调了政策的连续性、稳定性和可持续性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，“不急转弯”的表述表明今年政策支持力度仍有望延续一段时间。今年会议增加了对“保持宏观杠杆率基本稳定”、“处理好恢复经济和防范风险”的相关描述，疫情后我国经济显著回升，但

宏观杠杆率也有了明显增长，对经济发展的可持续性不利。因此在兼顾政策连续性和发展可持续性之后，预计显性财政支出仍会保持平稳，但受制于地方政府债务风险，整体广义支出能否进一步扩展存在不确定性。疫情冲击下扩大基建刺激的迫切性显然更强，在这样的背景下，2020年基建增速仍然偏低，而目前经济已经显著修复，加上需求侧改革的政策导向，较难指望2021年基建再有明显扩张。当然“不急转弯”的基调下，基建投资也理应不会大幅降温，预计今年基建可能会实现一个增速低于2020年的微幅正增长。

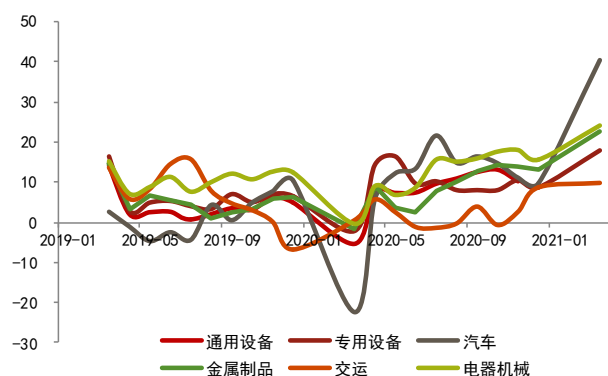
图表 19: 2019、2020 年中央经济工作会议要点对比

中央经济工作会议要点	2019	2020
政策总基调	紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力。	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的。
政策总目标	推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间。	坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放。
政策总要求	要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。	明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度。政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期投资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。深化利率汇率市场化改革。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
财政政策	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。要巩固和拓展减税降费成效，大力优化财政支出结构。	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。

来源：新华网，中泰证券研究所

- 制造业-投资阶段性修复：**此轮工业产出的扩张由内需及出口双轮驱动，景气度的回升带来盈利修复，自2019年以来，工业利润在10月首次恢复累计同比正增长。相应的制造业投资增速也在触底回升，投资波动的节奏一般滞后于盈利，预计回升趋势将持续一段时间，但受制于长期预期，制造业投资大幅扩张的概率较低。结合出口的情况来看，中短期海外经济回升是利好因素，但海外供应的恢复或对我国出口份额形成压制，出口份额扩张势头可能放缓。叠加基数因素，2021年制造业出口可能呈前高后低的走势，上半年出口对工业产出的拉动可能更强。因此我们认为钢铁下游制造业产出的上行惯性有望在中短期内维持，但持续性挑战较大，压力可能在2021年下半年显现。

图表 20: 六大行业工业增加值走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

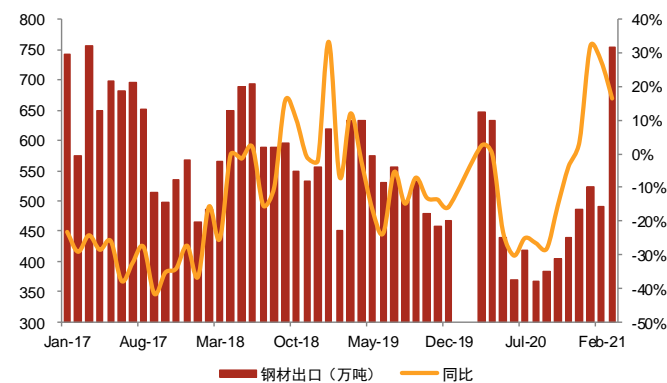
图表 21: 六大行业工业出口单月增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 外需-2021 年出口有望显著回升:** 3 月钢材出口 754 万吨, 创 2017 年以来单月新高, 一是与海外需求复苏有关, 二是与年内将全面取消钢材出口退税导致的报关节奏加快有关。近期海外钢铁溢价持续维持高位, 美国热卷与中国价差从 2020 年 8 月最低点-82 美元/吨大幅回升至最新 537 美元/吨, 高价差将提升钢企出口动力, 预计未来数月出口量将进一步上行。此外国内外经济周期节奏的差异也对后期中国钢铁出口有利, 海外疫情控制不力, 欧美经济见底时间晚于我国, 经济周期滞后 1-2 个季度, 未来内需短周期见顶后, 欧美可能处于上行冲顶期, 利于出口。

图表 22: 3 月出口创 2017 年来单月新高



来源: Wind, 中泰证券研究所

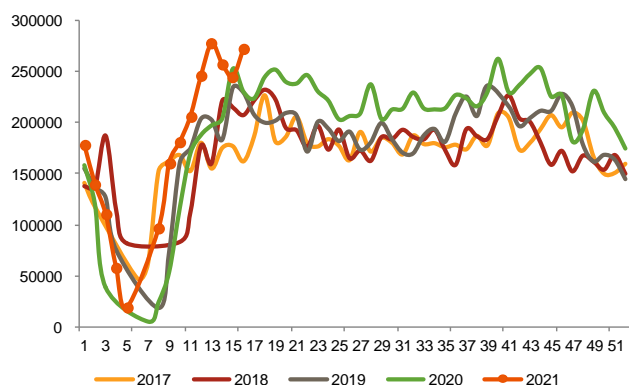
图表 23: 国内外热卷价差创历史新高



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

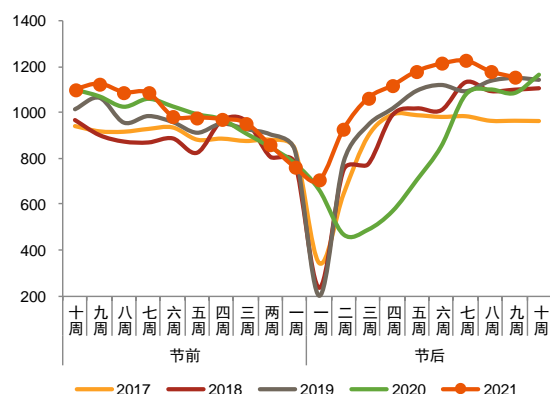
- 近期需求增速有放缓迹象:** 结合产量和库存数据测算的 3 月钢铁需求同比增速为 23.7%, 较 2019 年 3 月增长 8.7%, 增速较 1-2 月均放缓, 考虑到外需强劲, 3 月钢材净出口同比+16.8%, 较 19 年+14.5%, 实际上 3 月内需增速放缓幅度更多。地产销售面积单月较 2019 年 3 月+18.5%, 较上月放缓, 新开工则较 2019 年 3 月-4%, 施工面积较好, 同比+11.2%, 地产投资较 2019 年 3 月+16%。工业方面 1-3 月份工业增加值比 2019 年 1-3 月份增长 14%, 较上月的 16.9% 放缓。需求增速的回落值得重视, 从高频数据看, 最近一周的钢材表观需求、建筑钢成交量同比也较前期显著放缓。疫情后的需求上行可能已经接近尾声, 但因为真实需求绝对水平仍处在高位, 加上投机需求较强, 因此市场尚未实际感受到降温, 但按目前的增速放缓趋势, 需求景气度的实质下行只是时间问题。

图表 24: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 25: 五大品种总表观消费量



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

## 二季度供需共振支撑盈利快速回升

- 从基本面而言, 当前供需共振, 钢铁盈利快速回升, 后续核心矛盾在于需求边际回落和供给政策出台之间能否形成真正缺口。目前需求端处于旺季释放期, 预计可维持至二季度, 下半年存在淡季需求边际走弱及中长期需求拐点到来的可能; 而关于供给端, 在碳中和大背景下, 工信部要求压缩粗钢产量, 目前市场预期会有全国性的限产政策出台, 由于目前行业已处于产能瓶颈状态, 如果进一步压缩供应, 会加大钢铁短缺程度, 有利于钢铁短期吨盈利的强势。综上所述, 中短期行业供需共振的基本面可继续维持, 钢价和利润也有望在二季度维持强势, 但后续应关注需求放缓的速度。

## 公司竞争优势: 资源、产品、效率、协同

### 集团矿石资源丰富, 参股焦炭生产基地

- 集团铁矿资源较为丰富:** 根据马钢集团 2019 年度跟踪评级报告, 马钢集团所在的安徽省马鞍山铁矿区属中国五大铁矿区之一的宁(南京)芜(湖)铁矿区, 铁矿资源相对丰富, 其下属的铁矿山拥有铁矿保有储量 12.7 亿吨, 可开采储量约 7.7 亿吨。马钢集团目前投入运营的采矿场原矿生产能力为 3120 万吨左右, 铁精矿年生产能力超过 1000 万吨, 2018 年生产铁精粉 756 万吨, 为马钢股份生产经营提供了一定的原料保障。

**图表 26: 马钢集团现有主要矿山资源情况**

采矿名称	保有储量(万吨)	产能情况
凹山铁矿	1,372	600万吨露天开采
东山铁矿	465	50万吨露天开采
姑山铁矿	7,759	100万吨露天开采
长龙山铁矿	137	50万吨地下开采
和睦山铁矿	2,092	110万吨地下开采
高村铁矿	16,944	500万吨地下开采
罗河	36,800	300万吨地下开采
白象山铁矿床	14,991	200万吨地下开采
和尚桥铁矿床	6,682	300万吨露天开采
张庄铁矿	18,495	500万吨地下开采

来源: 马钢集团 2019 年度跟踪评级报告, 中泰证券研究所

- 铁矿石供应稳定:** 马钢集团铁矿石产量和品位有限, 马钢股份平均每年仍有 70%左右的铁矿石从海外进口, 但这一比例较国内很多没有矿山的钢厂低 10%-20%。根据关联协议, 马钢集团矿山资源优先马钢股份使用, 且同品位矿石到厂价格不超过市场第三方。从历史披露数据来看, 虽然集团矿较进口矿均价偏高, 但较国内矿平均偏低 10%, 上市公司可根据实际生产情况综合选择采购。此外, 为保证原料供应, 马钢集团与巴西淡水河谷公司签署了长期铁矿石供应合同, 加之此前公司联合国内几家钢铁企业与澳大利亚必和必拓成立合营企业经营吉姆布莱巴体矿山, 公司持股 10%, 确保了稳定的进口铁矿石供应。

**图表 27: 马钢股份铁矿石采购情况**

原燃料	2016		2017		2018		2019		2020	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
进口矿	1945	436	1574	563	1552	491	1856	719	2042	687
集团矿	583	475	548	608	531	640	781	752	701	914
国内矿	198	584	57	684	111	712				

来源: 马钢集团 2019 年度跟踪评级报告, 公司年报, 中泰证券研究所

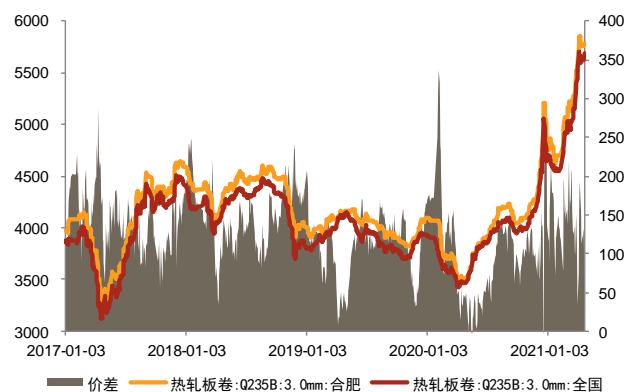
注: 2019-2020 年报未披露集团矿数据, 且 2017-2018 年进口矿数据未包含长江钢铁

- 参股焦炭生产基地:** 目前马钢股份与淮北矿业股份有限公司、临涣焦化股份有限公司、山西焦煤集团有限责任公司、山东能源集团有限公司、淮南矿业(集团)有限责任公司、神华销售集团华东能源有限公司、河南神火国贸有限公司、安徽恒源煤电股份有限公司销售分公司、河南能源化工集团有限公司、河南金马能源股份有限公司、BHP 等多家单位建立了煤炭战略伙伴关系。2018 年马钢股份从以上煤炭供应商采购量约占煤炭采购总量的 90%以上。此外, 公司还以参股方式在河南和山东建立两个焦炭生产基地, 分别为济源市金马焦化有限公司(公司持股 26.89%)和滕州盛隆煤焦化有限责任公司(公司持股 31.99%), 产能分别为 220 万吨/年和 210 万吨/年, 公司外购焦炭多从上述两个焦炭生产基地采购。

## 贴近下游市场，产品结构综合

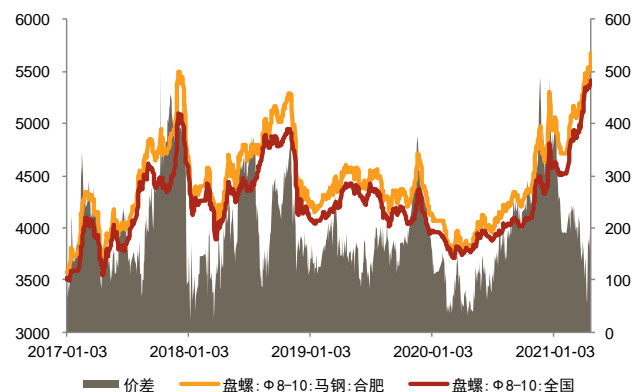
- 区位优势：**公司处于安徽省融入长三角一体化发展国家战略的桥头堡地位，贴近下游市场，滨江近海，交通运输便利，同时 2016-2018 年供给侧改革期间省内淘汰落后产能及部分地条钢产能，省内供需格局较好，安徽钢材价格常年高于全国平均价格，2017 年至今安徽省热轧价格平均高于全国均价 127 元，最大价差达 336 元，对应盘螺价格平均高于全国均价 195 元，最大价差达 504 元。马钢作为安徽省内龙头钢企，充分享受溢价空间给公司带来的盈利弹性。

图表 28：安徽热轧板卷价格超过全国平均水平



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 29：马钢盘螺价格超过全国平均水平



来源：Wind，中泰证券研究所

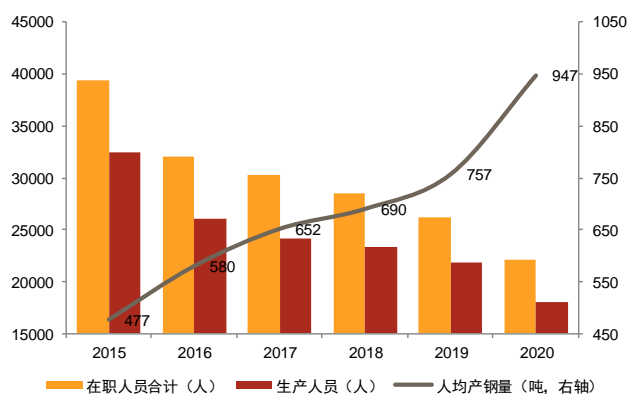
- 产品结构综合：**公司已经形成独具特色的“长材、板材、轮轴”三大类产品，可以灵活配置资源，向高附加值产品倾斜。根据 2019 年马钢集团债券跟踪评级报告，2018 年公司板材、型钢、棒线、火车轮及环件和特钢产量分别为 940 万吨、178 万吨、706 万吨、20 万吨和 25 万吨，其中品种钢占钢材产量的 50% 以上。
  - 板带系列：**公司拥有世界先进的冷热轧薄板、彩涂板、镀锌板生产线，具备全系列低中高牌号及高效硅钢产品的批量化生产能力，公司官网显示，汽车板通过通用全球一级工程认证，先发优势明显，家电板全国销量第一。
  - 型材系列：**马钢热轧 H 型钢始终是我国 H 型钢技术和市场的主导者、引领者，主要产品包括高寒地区油气结构用钢、铁路车辆专用鹅颈热轧 H 型钢、正火轧制 H 型钢、T 型钢产品等。2020 年国内首条重型 H 型钢生产线建成投产，年产能 80 万吨，已开发 9 个系列 20 余个规格新产品。未来马钢将巩固品牌优势，发挥研发能力优势，健全产品体系，打造最全面的型钢产品体系。
  - 火车轮产品方面：**公司作为全球产能规模最大的火车轮生产商，在国内占据明显竞争优势，根据马钢集团 2019 年度跟踪评级报告，公司国内铁路客车轮市场占有率达 60%，国内铁路货车轮市场占有率也超过 25%，每年还有 3.6 万吨的火车轮产品供应出口。
  - 特钢系列：**公司特钢产品主要涵盖连铸圆坯、连铸方坯、热轧圆钢、热轧方坯等，主要应用于轨道交通、能源、汽车零部件、高端制造四大领域。官网显示其具备年产 10 万吨高速车轴钢生产线，目前国内市场份额已达 70% 以上。马钢冷镦钢产品生产的紧固件应用于

航天飞船，汽车用高品质冷镦钢品种齐全。

### 2015-2020 年自身实现蜕变

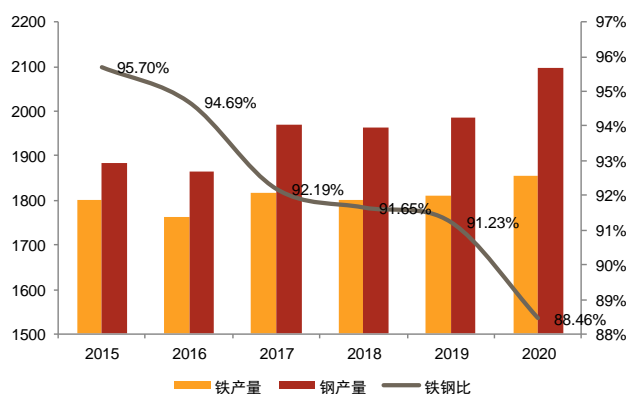
- 生产效率明显提升：**公司 2020 年在职人员 2.2 万人，较 2015 年减少 43.8%，其中生产人员减少 44.3% 至 1.8 万人，同时公司在 2018 年关停两座高炉和两座转炉，合计退出炼铁产能 100 万吨、炼钢产能 128 万吨，通过柔性组产和精益制造，2020 年粗钢产量较 2015 年仍实现 11.4% 的正增长，由此折算 2020 年人均年产钢量 947 万吨，较 2015 年增长 98.4%。此外，2020 年报显示，高炉主要经济指标也在显著改善，指标进步率达 73.76%，刷新率达到 25.83%，2020 年铁钢比已从 2015 年的 95.7% 下降至 88.5%。

图表 30：2020 年人均产钢量较 2015 年增 98.4%



来源：公司年报，中泰证券研究所

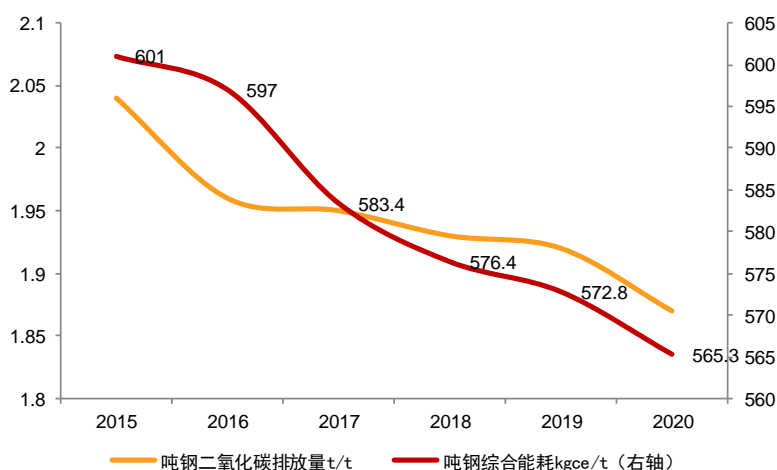
图表 31：2020 年铁钢比破 9 见 8 (单位：万吨)



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 能耗下降，环保投入增加：**根据 2020 年社会责任报告，公司自 2018 年开始安排实施环保超低排放改造计划，2018-2020 年环保总投入分别为 2.44 亿元、3.78 亿元和 30.11 亿元，2020 年完成超低排项目 43 项，废气超低排放实现率 70% 以上，同 2019 年相比，二氧化硫减排 380 吨，下降 4.54%；氮氧化物减排 1914 吨，下降 9.41%；颗粒物有组织减排 374 吨，下降 5.76%。计划 2021 年度环保、智慧制造及其他重点技改工程约人民币 22 亿元。近期减排限产多按照评价指标进行差异化限产，满足有组织排放、无组织排放和大宗物料及产品运输全面达到超低排放要求且工艺技术先进、产品优质高端的钢铁企业，可不予限产，公司属于环保绩效优的企业受益于差异化限产。



**图表 32：吨钢综合能耗连续下行**


来源：社会责任报告，公司年报，中泰证券研究所

### 期待宝武协同中长期持续提升

- 公司根据中国宝武发展战略和公司产品产线定位，聚焦轮轴、板带、精品长材三大系列和专业化产品，围绕板材综合竞争力进入行业第一梯队、轮轴国内外综合竞争力第一、H 型钢国内综合竞争力第一、特钢打造为精品优特钢棒线材基地的目标，积极谋划钢铁产业战略规划调整提升工作，实现对宝武总体规划的有效承接。通过在规划、制造、营销、采购、管理等方面的协同，有益于公司增强采购议价能力，优化销售渠道，创新营销模式，突破技术瓶颈。公司通过管理对标以及实施技术支撑项目，改善经济技术指标，全面提升公司的综合竞争能力。根据公司年报，2019 年全年实现协同效益人民币 16 亿元。

## 盈利预测及投资建议

### 盈利预测

- 基于以下主要假设条件进行盈利预测，对公司主要产品销量、单价、销售收入、销售成本的预测如下表：
  - 销量：**2020 年报中公司计划 2021 年钢材产量为 1961 万吨，考虑到公司 2020 年钢材实际产量 1986 万吨，且今年上半年行业景气度较好，我们预计 2021 年全年钢材产量 1975 万吨，其中长材产量 1030 万吨、板材产量 925 万吨及轮轴产量 20 万吨。
  - 单价及成本：**年初至今钢价在限产乐观预期下屡创新高，公司所在安徽省钢价常年较全国均价存在一定溢价，因此我们预计 2021 年长材、板材及轮轴价格同比均呈现小幅上涨趋势。此外，公司主要生产原料为铁矿石和焦炭，考虑到今年铁矿石尤其是高品矿价格表现强势，即使公司有集团铁矿石的优先低价保供，但难对冲进口矿价格普涨，因此成本端也将明显抬升。

**图表 33: 主要产品销量、单位毛利数据预测**

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销量 (万吨)	长材	910	934	1034	1030	1033	1035
	板材	941	916	931	925	922	920
	轮轴	22	23	21	20	22	23
单价 (元)	长材	3698	3503	3294	3838	3454	3488
	板材	4031	3667	3862	4480	4211	4253
	轮轴	9241	12742	9932	11224	11448	11563
单位成本 (元)	长材	3060	3092	3011	3311	3150	3043
	板材	3567	3455	3466	3766	3605	3598
	轮轴	9282	11467	8290	9036	9307	9493
单位毛利 (元)	长材	638	411	283	527	304	445
	板材	464	212	396	714	606	655
	轮轴	-41	1276	1643	2188	2141	2069

来源: 中泰证券研究所

**图表 34: 主要产品营业收入及毛利率拆分**

百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>81951.81</b>	<b>78262.85</b>	<b>81614.15</b>	<b>93451.30</b>	<b>87682.54</b>	<b>88809.80</b>
YoY	12%	-5%	4%	15%	-6%	1%
<b>钢铁业收入</b>	<b>76196</b>	<b>71760</b>	<b>74871</b>	<b>86304</b>	<b>80177</b>	<b>81080</b>
长材	33644	32712	34065	39528	35679	36106
板材	37919	33590	35939	41438	38826	39129
轮轴	2033	2867	2056	2245	2519	2659
其他 (钢坯)	2600	2591	2811	3092	3154	3185
<b>毛利率</b>	<b>14.83%</b>	<b>8.88%</b>	<b>9.78%</b>	<b>14.74%</b>	<b>12.16%</b>	<b>14.48%</b>
长材	17.25%	11.72%	8.60%	13.73%	8.80%	12.76%
板材	11.50%	5.79%	10.26%	15.94%	14.40%	15.40%
轮轴	-0.44%	10.01%	16.54%	19.49%	18.70%	17.90%

来源: 中泰证券研究所

- 盈利预测:** 根据上述假设, 我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 934.51 亿元、876.83 亿元和 888.1 亿元, 同比+14.50%、-6.17%和 1.29%; 实现归属于上市公司股东净利润分别为 59.05 亿元、41.13 亿元和 56.19 亿元, 同比+197.82%、-30.34%及+36.61%; 对应 EPS 为 0.77 元、0.53 元和 0.73 元。
- 相对估值:** 我们将申万钢铁板块内剔除钢管和特钢标的与公司进行比较, 对比上市公司市盈率和市净率如下表, 可以发现公司目前 PE 及 PB 均低于可比公司平均值, 处于行业中游水平, 考虑到公司在细分领域的领先地位, 后期存在估值提升空间。

**图表 35: 可比上市公司市盈率、市净率 (股价取 2021 年 4 月 28 日)**

证券代码	证券简称	市盈率PE (TTM)	市净率PB (LF)
600782.SH	新钢股份	6.7	0.9
000932.SZ	华菱钢铁	6.9	1.4
000717.SZ	韶钢松山	7.1	1.4
002110.SZ	三钢闽光	8.0	1.0
600507.SH	方大特钢	8.1	2.0
601003.SH	柳钢股份	8.5	1.5
600282.SH	南钢股份	9.2	1.1
600581.SH	八一钢铁	11.5	1.7
600019.SH	宝钢股份	11.9	1.0
000709.SZ	河钢股份	14.2	0.6
600126.SH	杭钢股份	14.4	1.0
000959.SZ	首钢股份	15.0	0.9
000761.SZ	本钢板材	18.0	0.8
600231.SH	凌钢股份	20.5	1.1
000898.SZ	鞍钢股份	23.1	0.9
600022.SH	山东钢铁	26.4	0.9
601005.SH	重庆钢铁	31.3	1.0
平均值		14.2	1.1
600808.SH	马钢股份	15.2	1.1

来源: Wind, 中泰证券研究所

### 投资建议

- 投资建议:** 马钢作为安徽省唯一一家本土钢铁上市公司, 已形成“板、型、线、轮”的特色产品结构, 其中汽车板、家电板具有长期领先优势, 新投产 80 万吨重型 H 型钢将继续巩固品牌优势, 轮轴方面有望实现进口替代; 同时公司地理位置优越, 贴近下游市场充分享受产品溢价。此外, 公司近年来持续加强环保投入, 吨钢能耗不断降低, 后续减排限产中有可能享受差异化政策。中短期来看受益于行业供应的显著收缩, 公司今年吨钢盈利有望明显抬升。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利分别为 59.05 亿元、41.13 亿元和 56.19 亿元, 对应 EPS 为 0.77 元、0.53 元和 0.73 元, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 5X/7X/5X, 上调评级至“增持”。

### 风险提示

- 原材料价格大幅波动:** 公司原料成本占比超过 70%, 若原料价格大幅波动或使得公司短期难以跟进调整价格, 从而影响公司盈利水平;
- 宏观经济大幅下滑导致需求承压:** 钢铁行业主要下游行业为基建和地产, 受宏观经济波动影响较大, 若经济大幅下滑将导致需求承压。
- 减排限产执行不到位导致供给端压力持续增加:** 行业盈利快速反弹, 钢厂通过各类方式增产增效, 若限产执行不到位, 实际钢产量或继续上行。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 36: 财务预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>78,263</b>	<b>81,614</b>	<b>93,451</b>	<b>87,683</b>	<b>88,810</b>	货币资金	9,517	5,346	6,121	5,744	5,817
增长率	-4.5%	4.3%	14.5%	-6.2%	1.3%	应收款项	1,249	1,437	1,678	1,342	1,915
营业成本	-71,315	-73,635	-79,674	-77,025	-75,951	存货	10,948	10,900	13,444	10,519	12,689
%销售收入	91.1%	90.2%	85.3%	87.8%	85.5%	其他流动资产	24,808	19,854	20,526	20,086	20,118
毛利	6,947	7,979	13,778	10,658	12,859	流动资产	46,522	37,537	41,770	37,690	40,538
%销售收入	8.9%	9.8%	14.7%	12.2%	14.5%	%总资产	53.9%	46.5%	44.4%	37.6%	35.7%
营业税金及附加	-581	-537	-607	-561	-568	长期投资	3,611	3,757	4,896	4,999	5,100
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	30,046	29,565	38,786	49,793	60,166
营业费用	-950	-1,010	-1,149	-1,078	-1,083	%总资产	34.8%	36.6%	41.2%	49.7%	53.0%
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	无形资产	1,973	1,881	1,863	1,833	1,800
管理费用	-2,379	-1,517	-3,832	-3,595	-3,641	非流动资产	39,800	43,174	52,403	62,470	72,899
%销售收入	3.0%	1.9%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	46.1%	53.5%	55.6%	62.4%	64.3%
息税前利润 (EBIT)	3,038	4,916	8,189	5,423	7,566	<b>资产总计</b>	<b>86,322</b>	<b>80,711</b>	<b>94,173</b>	<b>100,160</b>	<b>113,438</b>
%销售收入	3.9%	6.0%	8.8%	6.2%	8.5%	短期借款	12,880	12,585	15,376	19,919	23,731
财务费用	-785	-554	-487	-423	-398	应付款项	17,664	15,027	21,805	16,812	19,625
%销售收入	1.0%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	其他流动负债	19,532	15,585	15,422	15,305	15,207
资产减值损失	-425	-771	-320	-322	-459	流动负债	50,077	43,197	52,602	52,037	58,563
公允价值变动收益	10	-73	-40	5	23	长期贷款	3,468	3,536	2,313	5,021	6,494
投资收益	815	534	813	721	689	其他长期负债	1,937	1,366	1,298	1,233	1,171
%税前利润	26.1%	12.5%	9.7%	12.8%	9.0%	<b>负债</b>	<b>55,481</b>	<b>48,100</b>	<b>56,213</b>	<b>58,291</b>	<b>66,229</b>
营业利润	2,653	4,052	8,155	5,404	7,420	<b>普通股股东权益</b>	<b>26,933</b>	<b>28,386</b>	<b>31,962</b>	<b>34,636</b>	<b>38,288</b>
营业利润率	3.4%	5.0%	8.7%	6.2%	8.4%	少数股东权益	3,908	4,225	5,998	7,233	8,921
营业外收支	466	214	237	244	258	<b>负债股东权益合计</b>	<b>86,322</b>	<b>80,711</b>	<b>94,173</b>	<b>100,160</b>	<b>113,438</b>
税前利润	<b>3,120</b>	<b>4,266</b>	<b>8,393</b>	<b>5,648</b>	<b>7,678</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	4.0%	5.2%	9.0%	6.4%	8.6%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-584	-503	-1,355	-944	-1,289	<b>每股指标</b>					
所得税率	18.7%	11.8%	16.1%	16.7%	16.8%	每股收益(元)	0.15	0.26	0.77	0.53	0.73
净利润	1,714	2,578	7,678	5,349	7,307	每股净资产(元)	3.50	3.69	4.15	4.50	4.97
少数股东损益	586	595	1,773	1,235	1,687	每股经营现金净流(元)	1.02	0.36	1.89	1.47	2.31
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,128</b>	<b>1,983</b>	<b>5,905</b>	<b>4,113</b>	<b>5,619</b>	每股股利(元)	0.08	0.08	0.27	0.19	0.26
净利率	1.4%	2.4%	6.3%	4.7%	6.3%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	4.19%	6.98%	18.47%	11.88%	14.68%
净利润	1,714	2,578	7,678	5,349	7,307	总资产收益率	1.99%	3.19%	8.15%	5.34%	6.44%
加: 折旧和摊销	3,294	3,140	4,919	7,718	10,898	投入资本收益率	5.51%	7.90%	17.79%	11.07%	12.13%
资产减值准备	440	819	0	0	0	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	-10	73	-40	5	23	营业总收入增长率	-4.50%	4.28%	14.50%	-6.17%	1.29%
财务费用	818	578	487	423	398	EBIT增长率	-54.06%	43.39%	51.00%	-30.28%	35.00%
投资收益	-815	-534	-813	-721	-689	净利润增长率	-81.02%	75.74%	197.82%	-30.34%	36.61%
少数股东损益	586	595	1,773	1,235	1,687	总资产增长率	12.29%	-6.50%	16.68%	6.36%	13.26%
营运资金的变动	-3,054	-2,708	2,316	-1,479	-133	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7,866</b>	<b>2,771</b>	<b>14,547</b>	<b>11,295</b>	<b>17,803</b>	应收账款周转天数	5.7	5.9	6.0	6.2	6.6
固定资本投资	-98	-4,727	-13,259	-17,715	-21,273	存货周转天数	50.6	48.2	46.9	49.2	47.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,793</b>	<b>-6,082</b>	<b>-12,549</b>	<b>-17,089</b>	<b>-20,676</b>	应付账款周转天数	34.9	33.6	34.0	35.0	36.0
股利分配	-616	-616	-2,067	-1,440	-1,967	固定资产周转天数	141.7	131.5	131.7	181.8	222.9
其他	-2,207	-93	844	6,855	4,913	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,823</b>	<b>-709</b>	<b>-1,223</b>	<b>5,415</b>	<b>2,947</b>	净负债/股东权益	41.11%	38.55%	38.31%	51.94%	57.32%
<b>现金净流量</b>	<b>250</b>	<b>-4,020</b>	<b>775</b>	<b>-378</b>	<b>74</b>	EBIT利息保障倍数	5.5	11.1	19.1	15.3	22.0
						资产负债率	64.27%	59.60%	59.69%	58.20%	58.38%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。