

# 南钢股份 (600282.SH)

## 优势突出，迈向卓越

**核心看点:** 公司作为国内板材类优势企业，在行业需求长周期平稳、结构转型加速的背景下，主要产品处于有利竞争地位。同时公司人均产钢量、人均薪酬、吨钢折旧和吨钢费用四项核心成本控制能力突出，抗风险能力突出。配合行业短周期盈利周期回归，盈利改善值得期待。当前公司市值与重置成本的比值处于显著低估状态，具备显著战略投资价值。

**行业长周期总量稳定，结构优化:** 正如国盛钢铁年度策略报告《走向成熟》中提出人均产钢量突破600公斤意味着中国已经进入工业化的成熟期，结构上随着固定资产投资大周期的退潮，消费服务业占比提升是经济发展的必然结果。与此同时工业金属进入长周期衰退期，但由于衰退期异常漫长，整体稳定成为了行业未来发展主旋律。与经济转型大趋势一致，国内钢材消费结构持续优化。投资用钢比重进一步下降，制造业用钢比重不断上升。结构转型的过程伴随着企业竞争能力的变迁，在此期间制造业导向与出口导向的钢种具有更强的竞争力。

**制造业用钢龙头，成本优势明显:** 南钢股份产品结构大部分以板材等制造业用钢为主。其中专用板材占比超50%，特钢长材占比超28%，优特钢占比超80%，符合行业未来发展趋势。核心竞争力成本控制方面国内钢厂整体生产成本、吨钢售价较海外主要生产国家、钢企呈现出明显优势，国内钢价始终位于主要生产国最低水平。同时比较国内长流程上市钢企人均产钢量、人均薪酬、吨钢折旧和吨钢费用四项核心成本控制能力，南钢股份加工费在国内板材类企业中排名前列。

**短周期经济恢复助力产能利用率抬升:** 随着消费率的回归和财政政策扩张，短周期不考虑库存周期摆动下中性预计2024年钢铁行业产能利用率恢复至85%左右，同比增长1%附近，期间若经济体重建库存，产能利用率可能达到更高水平。行业进一步助力企业盈利的周期性改善。

**公司估值处于低估阶段，结构升级叠加中信赋能助力业务升级。** 从可比公司市值与固定资产原值的比率来看，南钢股份近五年估值高值水平约位于1.22倍附近，中枢水平在0.84倍左右，当前仅为0.56倍，后市行业景气度回升有望带动估值持续向上修复；随着公司先进钢铁材料占比提升以及回归国资进程持续，后续业务内生增长叠加外部特钢赋能有望进一步加速特钢转换与产品升级，公司有望实现与中信特钢的协同发展，长周期盈利能力进一步提升。

**投资建议:** 公司专注于中高端专用板材及特钢长材制造，受益于产品结构改善以及股东赋能，其盈利呈现出持续改善特征，参考公司近三年来估值变动情况，我们认为公司估值有明显修复空间，近三年估值中枢区域对应市值337亿左右，估值高位区域对应市值490亿左右，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示:** 上游原料价格大幅上涨，钢材需求不及预期，新业务发展存在不确定性。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	75,674	70,667	74,545	80,910	89,620
增长率 yoy (%)	44.1	-7.7	5.5	8.5	10.8
归母净利润(百万元)	4,204	2,161	2,103	2,372	2,601
增长率 yoy (%)	47.7	-48.6	-2.7	12.8	9.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.68	0.35	0.34	0.38	0.42
净资产收益率(%)	14.6	7.6	7.0	7.8	8.1
P/E(倍)	5.4	10.5	10.8	9.6	8.7
P/B(倍)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8

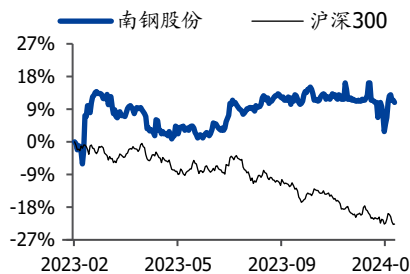
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年2月1日收盘价

## 买入(首次)

### 股票信息

行业	普钢
2月1日收盘价(元)	3.68
总市值(百万元)	22,687.53
总股本(百万股)	6,165.09
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	53.50

### 股价走势



## 作者

分析师 笃慧

执业证书编号: S0680523090003

邮箱: duihui1@gszq.com

分析师 高亢

执业证书编号: S0680523020001

邮箱: gaokang@gszq.com

## 相关研究



## 内容目录

1. 粗钢需求进入总量平稳、结构调整阶段 .....	6
1.1 中国工业化起飞期的参考 .....	6
1.2 工业化成熟期粗钢消费逐步稳定 .....	7
1.3 经济结构调整带动用钢结构快速变迁 .....	10
2. 公司产品结构与效率优势突出 .....	12
2.1 公司概况与产品结构 .....	12
2.2 国内钢企具备显著成本优势 .....	17
2.3 公司具备较强核心成本控制能力 .....	22
3. 短周期经济恢复助力产能利用率抬升 .....	25
3.1 行业需求回升拉动产能利用率继续抬升 .....	25
3.2 库存周期有望助力盈利改善 .....	27
4. 估值位置与空间 .....	30
4.1 当前估值位置 .....	30
4.2 公司先进钢铁材料占比持续提升 .....	32
4.3 内生增长叠加特钢赋能加速产品升级步伐 .....	37
5. 投资建议 .....	41
5.1 核心假设 .....	41
5.2 盈利预测 .....	42
5.3 投资建议 .....	44
6. 风险提示 .....	44

## 图表目录

图表 1: 主要工业国的起飞期时间段 .....	6
图表 2: 中国贸易顺差和外汇储备 (亿美元) .....	6
图表 3: 主要工业国房价指数 .....	6
图表 4: 美国、日本、德国、中国人均产钢量 (公斤) .....	7
图表 5: 主要工业国的成熟期起点 .....	7
图表 6: 主要工业国的名义 GDP 同比增速 (%) .....	8
图表 7: 美国城市化率及粗钢产量 (万吨) .....	8
图表 8: 美国制造业与建筑业工业增加值占 GDP 的比重 (%) .....	8
图表 9: 日本城市化率及粗钢产量 (万吨) .....	8
图表 10: 日本农业、工业、服务业增加值占 GDP 的比重 (%) .....	8
图表 11: 德国城市化率及粗钢产量 (万吨) .....	9
图表 12: 德国农业、工业、服务业增加值占 GDP 的比重 (%) .....	9
图表 13: 工业化成熟期中国出口高端品比例不断增长 (%) .....	9
图表 14: 中国城市化率及粗钢产量 (万吨) .....	9
图表 15: 中国农业、工业、服务业增加值占 GDP 的比重 (%) .....	9
图表 16: 2020-2022 年期间经济结构加速调整 (%) .....	10
图表 17: 国内钢铁需求结构持续调整 .....	10
图表 18: 2023 年 1-10 月钢材占比相对 2022 年变动情况 .....	11
图表 19: 2023 年 1-10 月不同钢材占比情况 .....	11
图表 20: 公司发展历程 .....	12

图表 21: 公司股权结构.....	13
图表 22: 主要参股控股公司业务、收入及净利润 (亿元) .....	13
图表 23: 公司产品、设备及产量情况.....	14
图表 24: 2022 年分下游销量占比 .....	14
图表 25: 2023H1 分下游销量占比 .....	14
图表 26: 2017-2022 年分品种产量与总销量变动情况 (万吨, 2021 年前合金钢棒材项目涵盖建筑螺纹) .....	15
图表 27: 2017-2022 年分品种产量与总产量变动情况 (万吨, 2021 年前合金钢棒材项目涵盖建筑螺纹) .....	15
图表 28: 公司总营收与同比增速 (亿元, %) .....	16
图表 29: 公司归母净利与同比增速 (亿元, %) .....	16
图表 30: 分产品营收占比.....	16
图表 31: 分产品毛利占比.....	16
图表 32: 公司总毛利率与钢材产品毛利率 .....	16
图表 33: 分类别毛利率.....	16
图表 34: 国内外营收占比.....	17
图表 35: 国内外毛利占比.....	17
图表 36: 主营产品吨口径数据 (元/吨) .....	17
图表 37: 人类炼钢技术发展的六个阶段.....	18
图表 38: 1977-2020 年世界粗钢产量与各个工艺产钢占比.....	18
图表 39: 1990-2020 年中国粗钢产量与各个工艺产钢占比.....	18
图表 40: 2022 年分区域按工艺统计的粗钢产量 (百万吨, %) .....	19
图表 41: 美、欧、韩、日、中废钢市场价对比 (美元/吨) .....	19
图表 42: 美、欧、韩、日、中螺纹钢市场价对比 (美元/吨) .....	19
图表 43: 美、欧、韩、日、中热轧卷板市场价对比 (美元/吨) .....	19
图表 44: 美、欧、韩、日、中冷轧卷板市场价对比 (美元/吨) .....	19
图表 45: 上述钢材与废钢价差情况以及国内外加工费差值 (美元/吨) .....	20
图表 46: 部分钢企吨盈利及成本数据 (由于产品结构差异, 测算可能存在偏差) .....	20
图表 47: 国内热轧卷板与主要出口地均价对比 (美元/吨) .....	21
图表 48: 我国钢材出口量 (万吨) .....	21
图表 49: 高炉生产工艺流程图示意图 .....	21
图表 50: 高炉生产工艺流程图.....	21
图表 51: 中钢协主要钢铁企业高炉技术经济指标 .....	21
图表 52: 2021-2022 中钢协会员单位高炉主要经济技术指标.....	22
图表 53: 五家钢企生产人员人均产钢量对比 (元) .....	22
图表 54: 五家钢企人均薪酬对比 (万元) .....	23
图表 55: 五家钢企单吨折旧对比 (元) .....	23
图表 56: 五家钢企吨钢费用对比 (元) .....	23
图表 57: 五家钢企吨钢净利对比 (元) .....	23
图表 58: 长流程上市钢企吨钢售价构成 (元/吨, 剔除部分长材类钢企) .....	24
图表 59: 2024 年钢铁行业产业需求细分占比预测.....	25
图表 60: 2024 年钢铁行业分行业需求预测 (万吨) .....	25
图表 61: 主要出口地 IMF 经济情况预测 (%) .....	26
图表 62: 历年粗钢产量及同比增速 (万吨) .....	26
图表 63: 估算粗钢实际产能与产能利用率 (万吨) .....	27
图表 64: 钢铁行业估算产能利用率 .....	27
图表 65: “牛鞭效应”示意图.....	28
图表 66: 大宗商品库存波动伴随着情绪加速器.....	28
图表 67: 钢铁产业链库存位置 (五大品种钢材总库存, 万吨) .....	28

图表 68: 经济体库存水平在极低位置 (%) .....	29
图表 69: 企业盈利能力已改善 (%) .....	29
图表 70: 钢铁库存周期摆动示意.....	29
图表 71: 五家钢企年内最高市值、最低市值、吨钢材最高估值、吨钢材最低估值.....	30
图表 72: 最高估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率.....	30
图表 73: 最低估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率.....	31
图表 74: 南钢股份逐年估值比率.....	31
图表 75: 当前估值比率情况 (2024-02-01) .....	31
图表 76: 日本钢企合并大事件.....	32
图表 77: 新日铁住金产品结构.....	32
图表 78: 日本出口钢材钢种变迁.....	32
图表 79: 日本粗钢净出口以及占比情况 (万吨) .....	33
图表 80: 钢中杂质元素控制水平的进步 (质量分数) .....	33
图表 81: 典型高附加值钢的纯净度要求及国内外水平的对比.....	34
图表 82: 公司先进钢铁材料涵盖种类.....	34
图表 83: 先进钢铁材料销量、毛利占比及毛利率优势 (万吨) .....	35
图表 84: 先进钢铁材料及整体销量、毛利、均价情况 (万吨, 元/吨, %) .....	35
图表 85: 先进钢铁材料、关键战略材料和前沿新材料领域突破 .....	36
图表 86: 公司产业布局全面 .....	38
图表 87: 公司研发费用及营业收入占比.....	38
图表 88: 可比公司研发费用营收占比.....	38
图表 89: 新冶钢股权架构.....	39
图表 90: 南钢集团股权架构.....	39
图表 91: 南钢股份与中信特钢产量/产能对照 (万吨) .....	39
图表 92: 两公司毛利率 (%) .....	40
图表 93: 两公司净利率 (%) .....	40
图表 94: 两公司 ROE (摊薄) (%) .....	40
图表 95: 两公司 ROIC (%) .....	40
图表 96: 南钢股份主要业务数据假设.....	41
图表 97: 南钢股份费用端假设.....	42
图表 98: 南钢股份主要业务板块盈利预测 (百万元) .....	43



## 1. 粗钢需求进入总量平稳、结构调整阶段

### 1.1 中国工业化起飞期的参考

从历史数据来看，人均 GDP 在 4000 美元以下、人均粗钢产量位于 200 公斤以下处于国家生命周期的第一阶段，也是一个国家工业化起飞期之前的准备期，而人均 4000 美元到 10000 美元、人均粗钢产量从 200 公斤向 600 公斤靠拢对应工业化的起飞阶段。工业化起飞阶段需要完成基础建设的最大化和制造业产能积累的最快化，期间伴随高速城镇化，地产进入量价齐升的大周期，工业化起飞期资本短缺，全社会资金向实体经济汇集，资本市场往往并不是黄金时代。

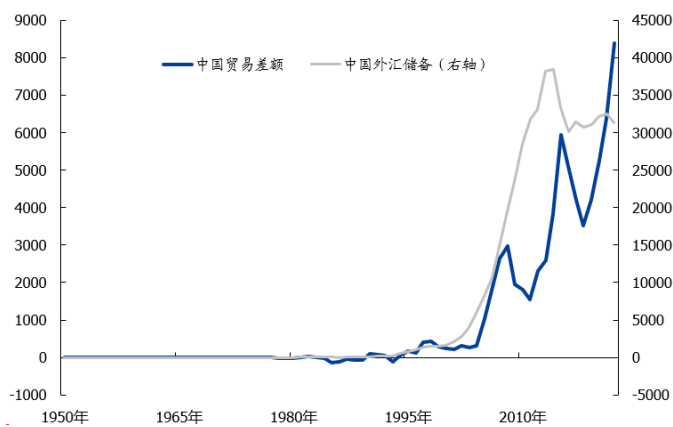
中国 2003 年开始进入工业化的起飞期，同时伴随着康波周期的回升期和繁荣期，在时代的大背景下新的技术普及带来原有的设备装置重新改造升级，推动朱格拉周期共振，放大需求弹性。中国如此大的经济体开始起飞，其工业化伴随着城镇化带来大宗商品需求快速上升，人口从第一产业向第二、第三产业转移，向大城市集中，劳动密集型行业向资本密集性行业迈进。

图表 1: 主要工业国的起飞期时间段

国家	时间段
美国	1890-1942 年
日本	1960-1970 年
德国	1951-1969 年
韩国	1975-1995 年
中国	2003-2016 年

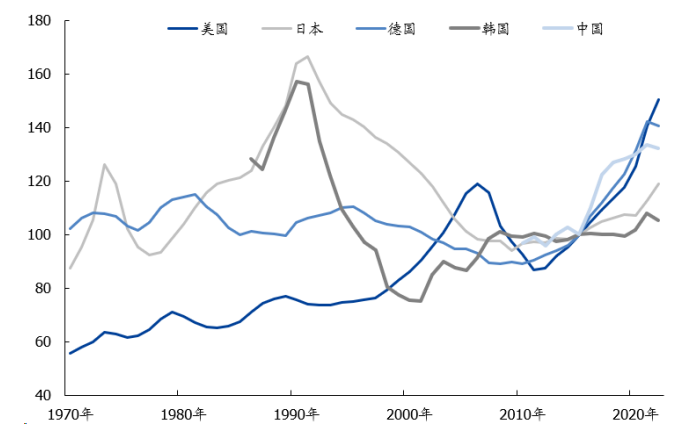
资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 2: 中国贸易顺差和外汇储备 (亿美元)



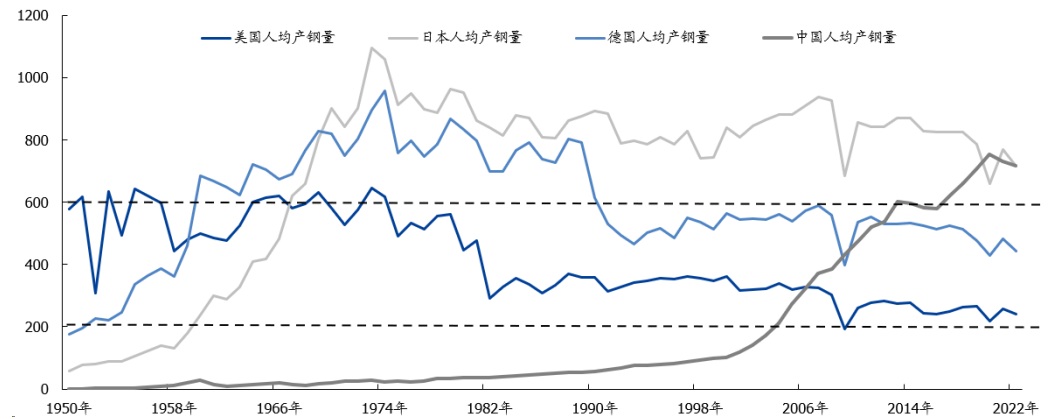
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 主要工业国房价指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 美国、日本、德国、中国人均产钢量 (公斤)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 工业化成熟期粗钢消费逐步稳定

当固定资产积累到一定阶段会出现边际效应变差，结构主义经济学逐步踏上历史舞台，这个时期就是工业化的成熟阶段。这一时期工业增加值占比出现趋势性下降，服务业占比提升，伴随着行业集中度上升，制造业整体竞争能力增强。在这一阶段，居民富裕后伴随着产品向中高端升级，表现形式为出口结构内部高端品比例不断增加，如汽车、通信、工程机械等，同时进口替代提升，如高端设备制造、精细化工制造、医药等。

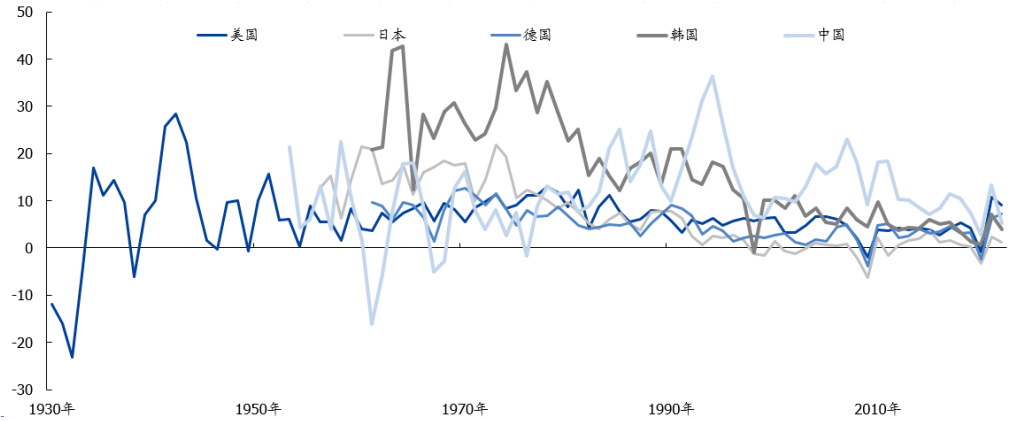
工业化成熟期也伴随着资本的过剩和外溢，因为劳动力成本相对上升，劳动密集型行业竞争力下降。这一时期资本市场开始逐步进入繁荣期。钢铁行业以粗钢人均 600 公斤以上作为进入工业化成熟期的标志，随后除美国外（70 年代开始逐步开始去制造业，伴随着半个世纪的全球产能大转移），大部分工业国粗钢消费呈现漫长的稳定期。

图表 5: 主要工业国的成熟期起点

国家	时间
美国	1945 年
日本	1970 年
德国	1970 年
韩国	1996 年
中国	2018 年

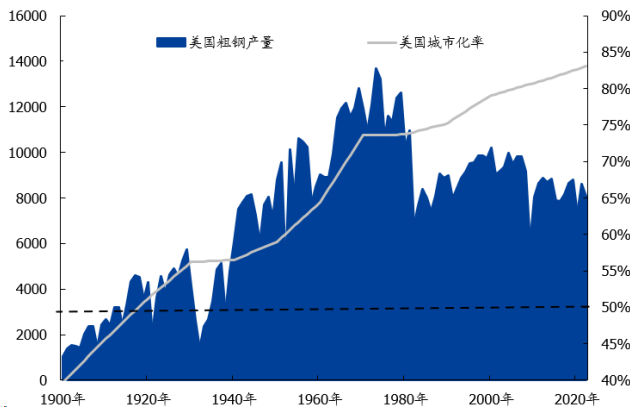
资料来源: 国盛证券研究所整理

图表6: 主要工业国的名义GDP同比增速(%)



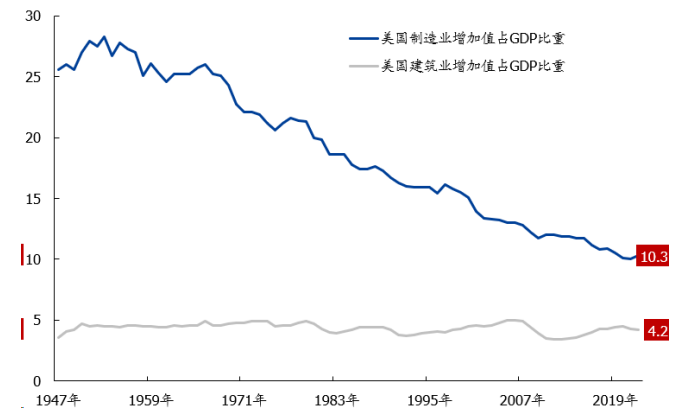
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 美国城市化率及粗钢产量(万吨)



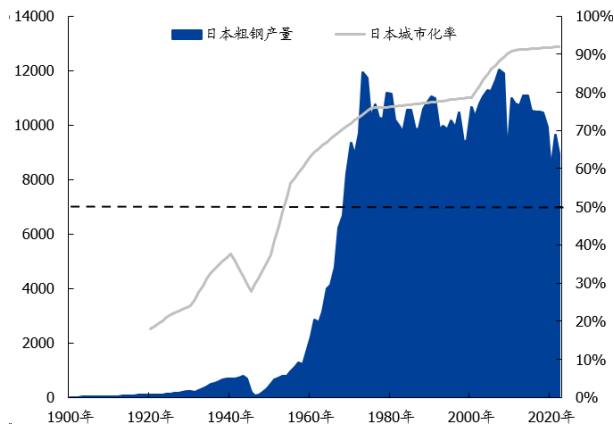
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 美国制造业与建筑业工业增加值占GDP的比重(%)



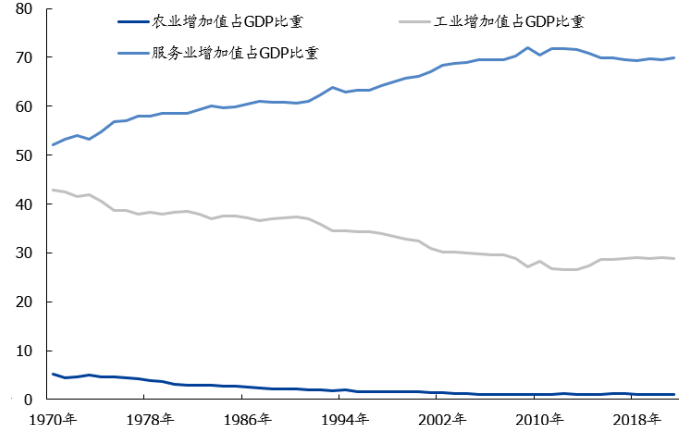
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 日本城市化率及粗钢产量(万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

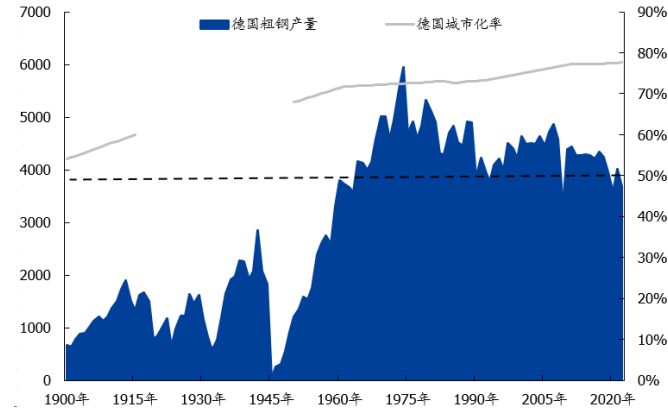
图表10: 日本农业、工业、服务业增加值占GDP的比重(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

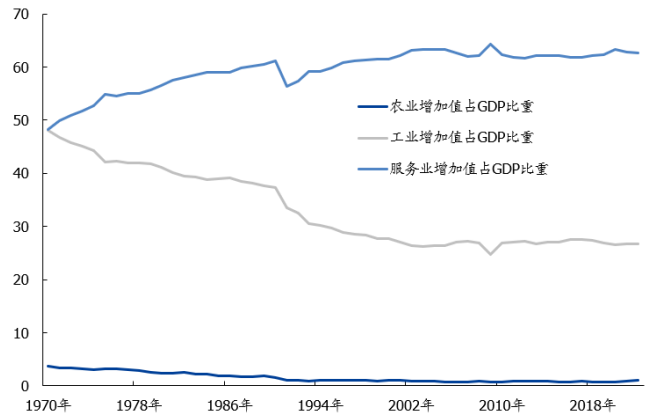


图表 11: 德国城市化率及粗钢产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 德国农业、工业、服务业增加值占 GDP 的比重 (%)



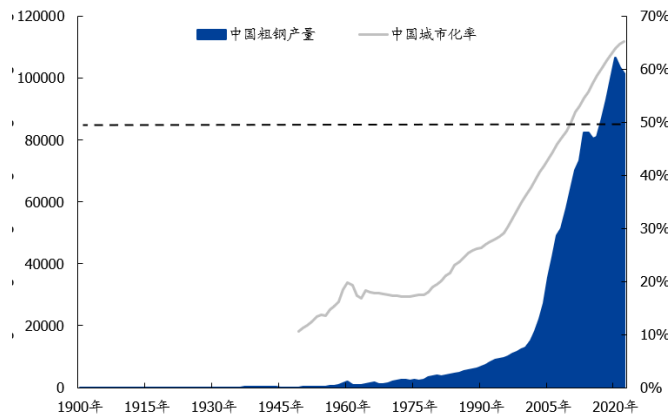
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 工业化成熟期中国出口高端品比例不断增长 (%)

申万一级行业	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022-2013年	2022-2015年	2019-2013年
电力设备	17.9	18.5	19.7	19.1	19.0	19.4	20.4	21.9	24.3	26.4	8.5	6.7	2.5
轻工制造	24.8	25.5	28.4	26.9	27.3	26.9	28.8	31.5	33.4	33.3	8.5	4.9	4.0
家用电器	34.8	36.5	38.6	38.0	38.4	38.8	39.3	42.5	43.6	43.1	8.3	4.5	4.5
基础化工	11.9	12.9	14.1	13.8	14.0	14.5	15.1	16.2	17.3	18.6	6.7	4.6	3.2
汽车	4.6	4.8	5.0	4.7	4.9	5.1	5.2	6.2	8.2	9.6	5.0	4.6	0.6
建筑材料	15.7	16.6	19.1	17.4	17.1	17.1	17.8	18.9	18.7	20.6	4.9	1.4	2.2
机械设备	13.0	13.5	14.4	13.9	13.7	13.8	14.2	15.8	17.8	17.5	4.5	3.0	1.2
钢铁	8.6	11.3	13.4	12.6	10.4	10.5	9.8	8.9	10.2	12.7	4.1	-0.7	1.3
国防军工	9.0	7.6	8.7	7.1	7.4	8.4	8.3	9.2	9.9	13.0	4.0	4.3	-0.7
美容护理	5.1	5.6	6.2	5.8	5.7	5.7	6.1	6.5	6.4	7.6	2.5	1.4	1.0
有色金属	2.8	3.8	3.8	3.5	3.5	4.1	4.2	3.7	4.4	4.9	2.2	1.1	1.4
石油石化	1.0	1.2	1.6	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3	2.1	2.0	0.9	0.4	1.3
医药生物	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1	3.2	3.3	4.1	6.1	3.7	0.8	0.5	0.5
食品饮料	4.6	4.5	4.9	5.0	4.9	5.0	4.9	4.8	5.0	5.3	0.7	0.3	0.3
煤炭	1.8	2.2	2.4	2.7	2.7	2.7	2.2	1.3	2.0	2.0	0.2	-0.4	0.4
农林牧渔	3.9	4.2	4.6	4.7	4.5	4.4	4.5	4.2	3.8	3.8	-0.2	-0.8	0.6
通信	23.9	23.6	24.2	22.7	21.7	22.1	21.6	24.8	25.7	23.5	-0.5	-0.7	-2.3
公用事业	4.0	4.0	4.8	5.5	4.5	4.3	4.8	5.2	2.5	1.3	-2.7	-3.5	0.8
电子	30.0	29.0	29.8	27.6	26.7	27.3	27.4	27.7	27.8	26.6	-3.4	-3.2	-2.6
纺织服装	30.0	30.6	29.8	27.3	26.2	25.4	25.0	27.6	25.7	26.3	-3.8	-3.5	-5.0
计算机	20.1	19.7	22.1	18.6	16.0	15.1	14.8	12.4	12.3	11.5	-8.6	-10.6	-5.4

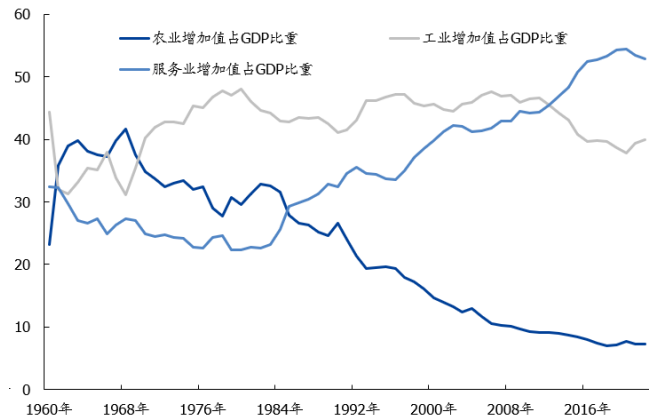
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 中国城市化率及粗钢产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 中国农业、工业、服务业增加值占 GDP 的比重 (%)

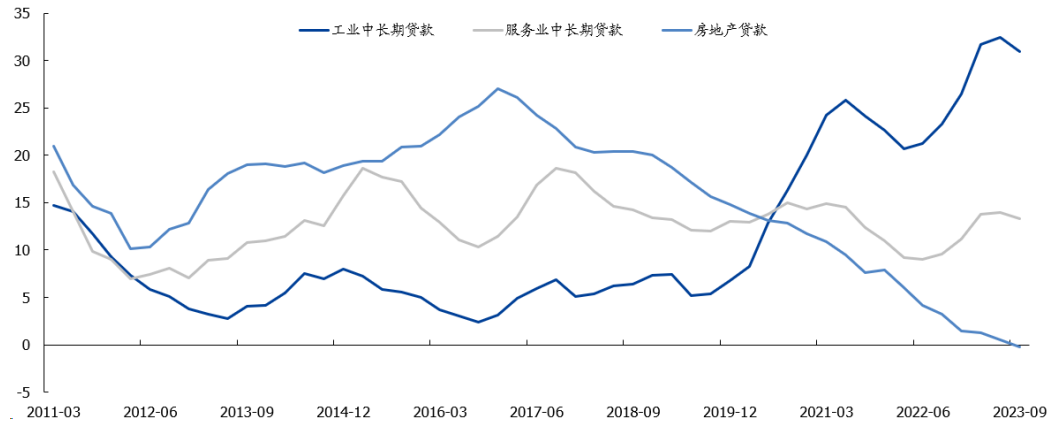


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3 经济结构调整带动用钢结构快速变迁

进入成熟期经济本身波动率放缓，结构问题关注度开始取代总量问题。伴随着中国的工业化的起飞、成长至成熟，过去二十年中国的经济结构不断发生进化。经济结构调整的同时用钢结构也会发生不断的进化。2021年-2023年中国经济结构调整加速进行，期间经济总量增长了8%左右，其中地产销售下了一个台阶，将近40%的下降，随后带来开工、投资的持续谨慎，建筑业相关的产业有明显萎缩；制造业在2019年以后因为中国供应链的优势和补短板等推动下有大量的投资产生，成为经济增长破旧立新的主要引擎。经济结构改变反应到金属需求上可以发现偏建筑业的下游过去持续收缩，而制造业相关的用途大幅增长，对冲了建筑业下滑的大部分影响。

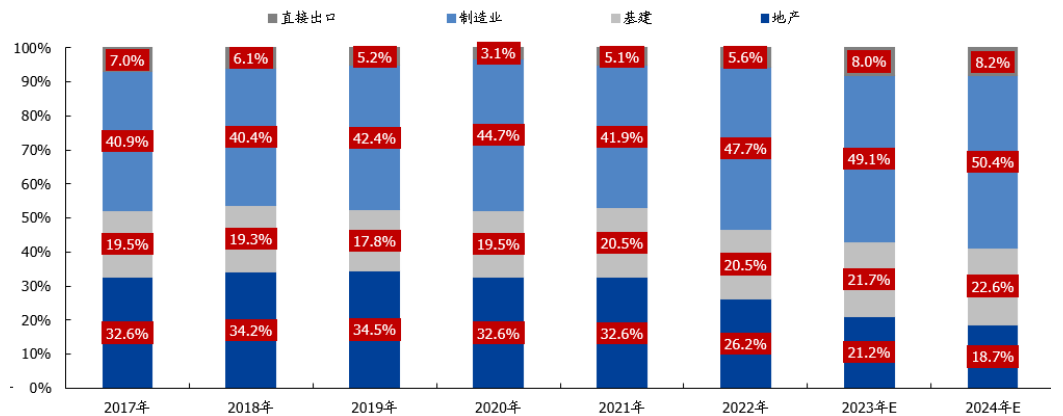
图表 16: 2020-2022 年期间经济结构加速调整 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与经济转型大趋势一致，国内钢材消费结构持续优化。其中地产用钢占比从2019年的峰值34.5%一路下滑，预计2024年降至18.7%左右，基建用钢占比保持相对稳定，同时制造业及净出口占比快速增长至55%上方，呈现出持续扩张势头，这与经济整体驱动由投资转向消费有一定对应关系。对于用钢需求而言，结构转型的过程伴随着企业竞争能力的变迁，在此期间制造业导向与出口导向的钢种具有更强的竞争力。

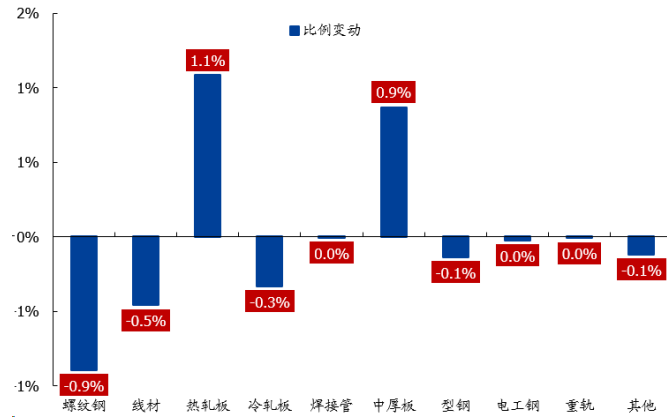
图表 17: 国内钢铁需求结构持续调整



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

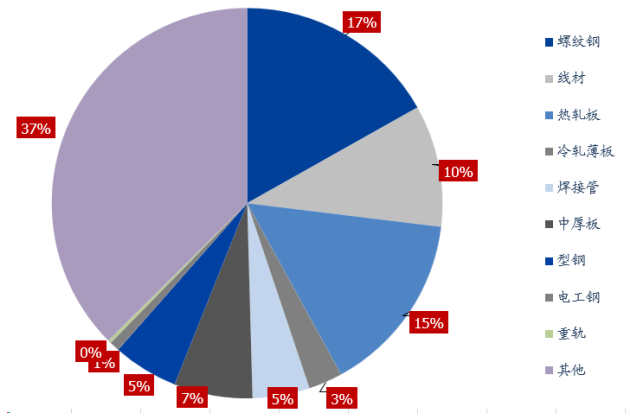
用于建筑行业的螺纹钢、线材等长材品种占比显著下滑，热轧板、中厚板等面向制造业的板材品种占比逐步增加，与经济转型方向一致。

图表 18: 2023 年 1-10 月钢材占比相对 2022 年变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 2023 年 1-10 月不同钢材占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

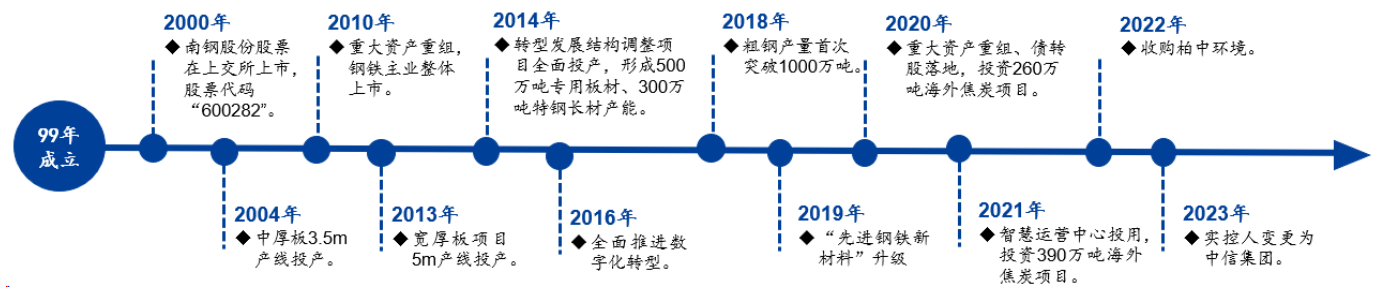
## 2. 公司产品结构与效率优势突出

南钢股份产品结构大部分以板材等制造业用钢为主。其中专用板材占比超 50%，特钢长材占比超 28%，优特钢占比超 80%，符合行业未来发展趋势。核心竞争力成本控制方面国内钢厂整体生产成本、吨钢售价较海外主要生产国家、钢企呈现出明显优势，国内钢价始终位于主要生产国最低水平。同时比较国内长流程上市钢企人均产钢量、人均薪酬、吨钢折旧和吨钢费用四项核心成本控制能力，南钢股份加工费在国内板材类企业中排名前列。

### 2.1. 公司概况与产品结构

南京钢铁股份有限公司成立于 1999 年 3 月 18 日，拥有从矿石采选、炼焦、烧结、炼铁、炼钢到轧钢的完整生产工艺流程，具备年产千万吨级钢铁综合生产能力，2000 年公司在上海证券交易所上市；公司是全球规模效益领先的单体中厚板生产基地之一及国内具有竞争力的特钢长材生产基地，以专用板材、特钢长材为主导产品，广泛应用于油气装备、新能源、船舶与海工、汽车轴承弹簧、工程机械与轨交、桥梁高建结构等行业（领域），为国家重点项目、高端制造业升级提供解决方案，公司主要发展历程事件如下：

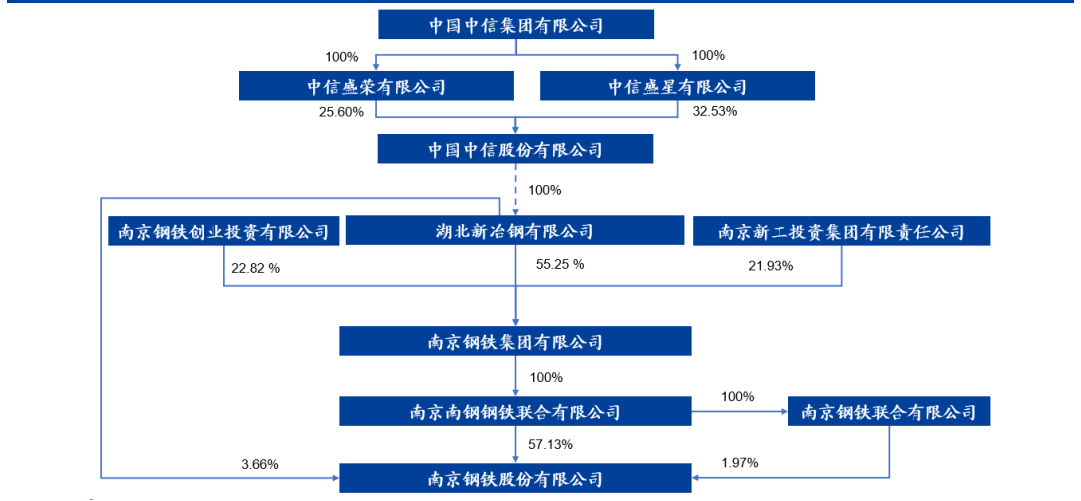
图表 20: 公司发展历程



资料来源：上交所路演中心，公司公告，公司官网，国盛证券研究所

公司股权结构简明清晰。根据 wind 数据以及公司公告，当前公司股本为 61.65 亿股，其中中国中信集团有限公司持有公司股份总数的 36.48%，为公司控股股东及实际控制人。

图表 21: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司主要参股控股公司共有 17 家, 2023 年上半年各子公司营收与净利润贡献如下所示:

图表 22: 主要参股控股公司业务、收入及净利润(亿元)

公司名称	主要产品或服务	净资产(元)	净利润(元)
南钢发展	钢铁冶炼、轧制	81.12	1.55
南钢有限	钢铁冶炼、轧制	18.33	-0.30
金澜特材	金属材料生产	0.66	0.17
金元素复材	金属材料生产	0.68	0.10
万盛股份(合并)	化学制品生产	45.93	0.69
金恒科技(合并)	软件服务	4.09	0.08
金瀚环保	环保	1.98	0.11
柏中环境(合并)	环保	33.38	1.36
钢宝股份(合并)	钢材经销	5.68	0.33
鑫智链	项目咨询	3.61	0.32
鑫洋供应链	货物运输	2.22	0.33
金安矿业	矿产开采	9.77	1.78
印尼金瑞新能源	煤炭采选	6.58	0.71
印尼金祥新能源	煤炭采选	7.88	-0.01
宁波北仑船务有限公司	货物运输	4.39	-0.08
南钢嘉华	-	4.20	0.27
金黄庄矿业	-	-13.27	-0.73

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司主要产品为钢材产品的生产与销售, 公司拥有专用板材和特钢长材两大生产体系, 主体装备已实现大型化、现代化、信息化, 结合深厚的技术储备, 聚焦研发与推广高强度、高韧性、高疲劳性、高耐磨性、耐腐蚀、易焊接等钢铁材料, 并拥有相匹配的能源供给、节能环保及资源综合利用辅助系统, 为高附加值产品生产提供支撑。根据公司公告, 2022 年产品结构中专用板材占比超 50%, 特钢长材占比超 28%, 优特钢占比超 80%。

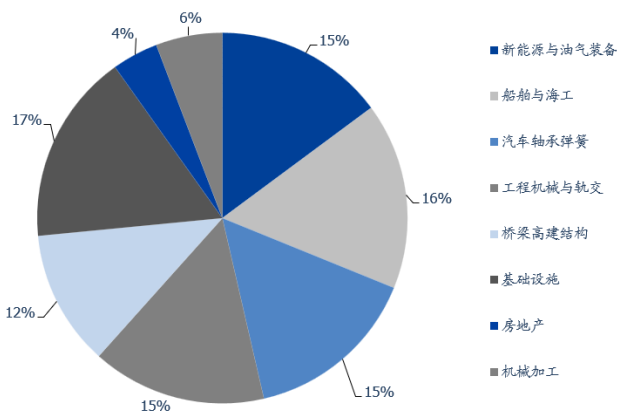
图表 23: 公司产品、设备及产量情况

产品类别	生产装备	装备特色	2022年产量
专用板材	5,000mm宽厚板、3,500mm中厚板(卷)、2,800mm中板等3条生产线。	宽厚板轧机扭矩、轧制力系同类最大之一,中厚板(卷)是国内配置最完整的炉卷轧机产线,中板轧机轧制效率国内领先,可为客户提供从宽到窄、从厚到薄的全系列一站式、一揽子的解决方案。	507
特钢长材	生产装备整体达到国际先进水平,长流程、短流程合理配置。	具有世界独特的前置控温、KOCKS高精度轧制、控冷功能的棒材生产线,达到国内、国际领先水平;配套国内领先的热处理、探伤检测等精整能力。	283
钢筋			195

资料来源:公司公告,公司官网,国盛证券研究所

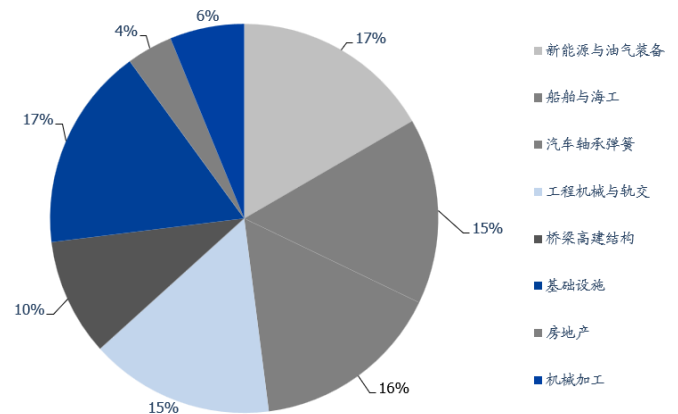
公司产品广泛应用于油气装备、新能源、船舶与海工、汽车轴承弹簧、工程机械与轨交、桥梁高建结构等行业(领域),2022年公司实现钢材销售975万吨,2023年上半年公司实现钢材销售515万吨,具体品种及分下游销量占比如下图所示:

图表 24: 2022年分下游销量占比



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 25: 2023H1分下游销量占比



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

公司产销规模持续稳定增长,根据年报数据,公司2022年钢材产量为984万吨,同比下降5.4%;实现钢材销量975万吨,同比下降6.3%;2023年上半年产量为515万吨,同比增长5.2%,销量为515万吨,同比增长8.0%;近五年公司产销复合增速分别为1.8%、1.5%,随着公司不断挖潜增效,2023年全年产量有望显著提升。

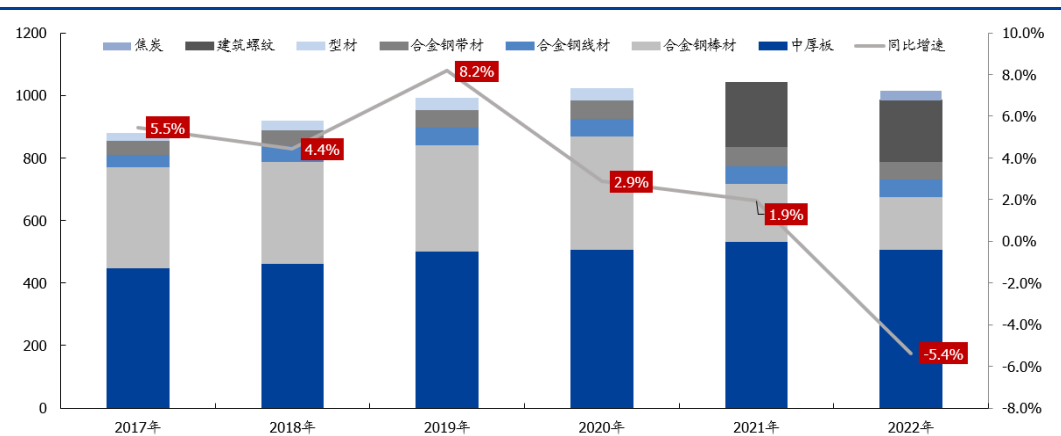


图表 26: 2017-2022 年分品种产量与总销量变动情况 (万吨, 2021 年前合金钢棒材项目涵盖建筑螺纹)

历年产量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
中厚板	449	464	501	508	534	507
合金钢棒材	323	325	342	362	183	169
合金钢线材	40	51	56	55	57	57
合金钢带材	45	49	56	60	62	56
型材	22	28	36	36		
建筑螺纹					205	195
焦炭						30
钢材产量 (万吨)	878	917	992	1,021	1,040	984
同比增速	<b>5.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>8.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-5.4%</b>
钢材销量 (万吨)	873	919	993	1019	1040	975
同比增速	<b>4.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>8.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-6.3%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2017-2022 年分品种产量与总产量变动情况 (万吨, 2021 年前合金钢棒材项目涵盖建筑螺纹)

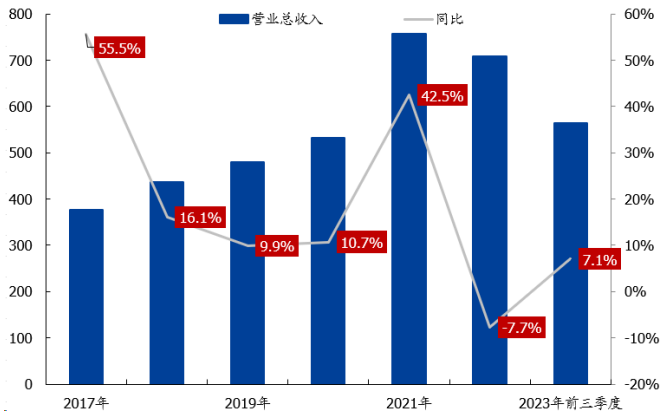


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司主营产品收入整体维持增长势头, 归母净利润跟随行业周期波动, 底部坚实的同时在盈利大年呈现出弹性特征:

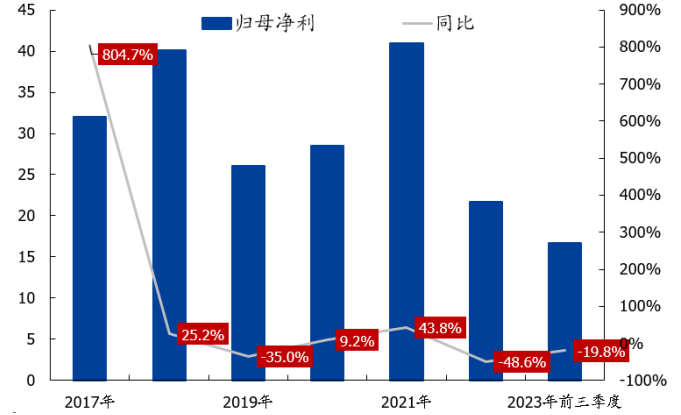
- 公司 2017 年-2022 年, 总营收规模从 376.0 亿元增至 706.7 亿元, 五年复合增速 13.4%; 2023 年前三季度总营收 563.7 亿, 同比增长 7.1%; 分品种来看, 2022 年中厚板营收占总营收的比重为 39%, 合金钢长材为 20%, 建筑螺纹为 11%;
- 公司 2017 年-2022 年, 归母净利润规模从 32.0 亿元降至 21.6 亿元, 五年复合增速-7.6%; 2023 年前三季度归母净利润 16.7 亿, 同比回落 19.8%; 分品种来看, 2022 年中厚板毛利占总营收的比重为 56%, 合金钢长材为 17%, 建筑螺纹为 8%;
- 公司 2017 年-2022 年整体毛利率从 16.3%降至 10.8%; 2023 年上半年整体销售毛利率为 10.6%; 2017 年-2022 年, 钢材销售毛利率从 18.0%降至 12.3%;
- 分品种来看, 公司 2017 年-2022 年中厚板销售毛利率基本维持在 15%上方, 合金钢长材与建筑螺纹毛利率波动较大, 其他业务毛利率偏低。

图表 28: 公司总营收与同比增速 (亿元, %)



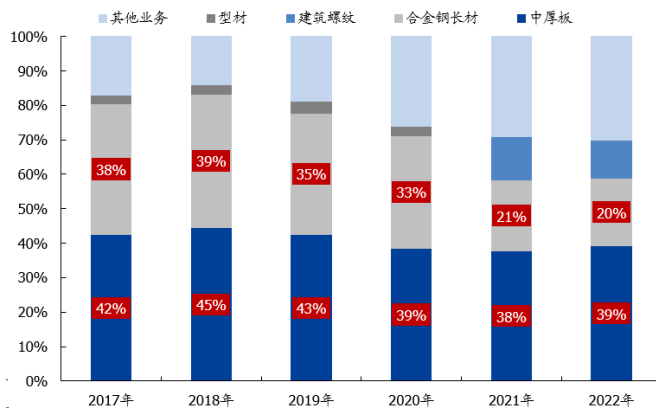
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 公司归母净利润与同比增速 (亿元, %)



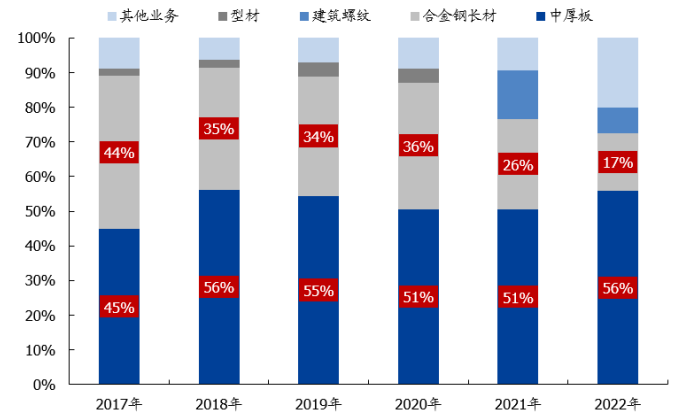
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 分产品营收占比



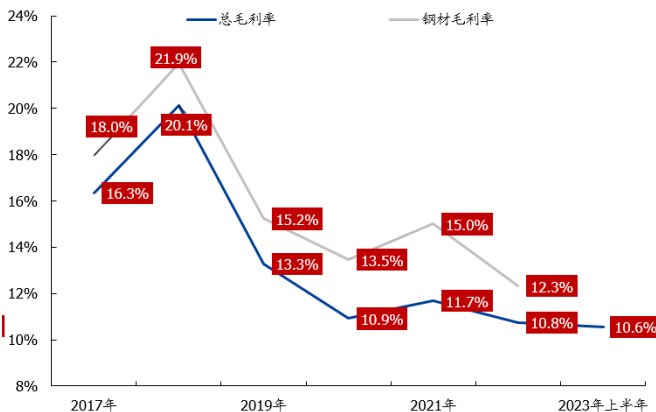
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 分产品毛利占比



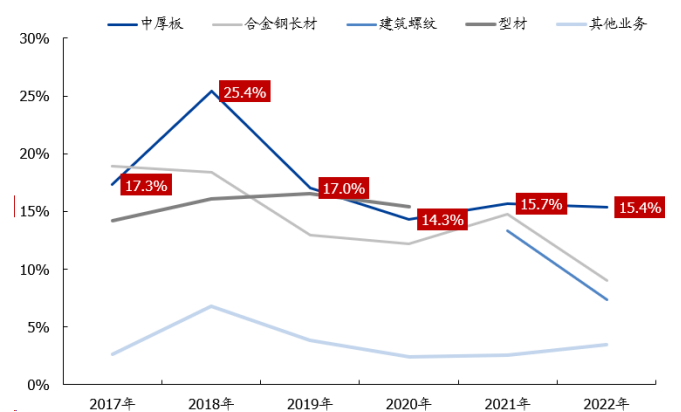
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 公司总毛利率与钢材产品毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

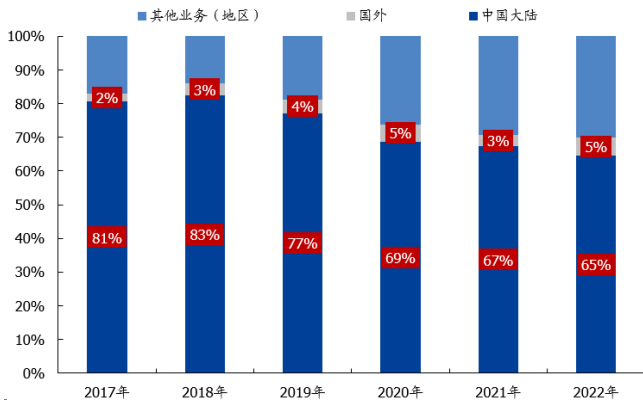
图表 33: 分类别毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

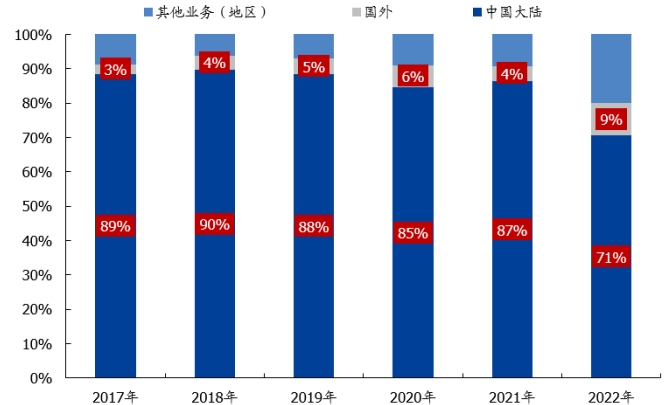
► 分区域来看, 国内市场仍是公司产品的主要销售区域, 2022年主营业务中国大陆营收占比与毛利占比分别为 65%、71% (不考虑其他业务项情况下)。

图表 34: 国内外营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 国内外毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从经营数据来看, 驱动公司盈利提升的主要部分为中厚板及合金钢长材业务, 不仅占据营收与毛利的主要部分, 吨数据表现也较为亮眼, 从底层逻辑来看, 地产投资及开工数据下滑导致长材需求逐步回落, 建筑螺纹产品盈利能力或将持续回落。

图表 36: 主营产品吨口径数据 (元/吨)

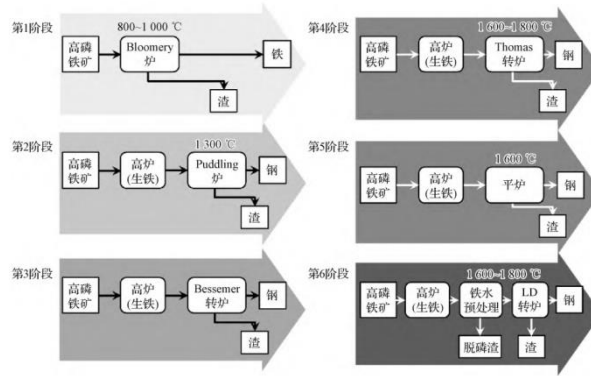
类别		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
吨售价	中厚板	3555	4197	4075	4040	5343	5463
	合金钢长材	3518	3954	3717	3625	5164	4921
	型材	4265	4533	4517	4127	-	-
	建筑螺纹	-	-	-	-	4623	4020
	焦炭	-	-	-	-	-	3004
	钢材汇总	3555	4094	3927	3849	5149	5022
吨成本	中厚板	2939	3130	3381	3461	4505	4623
	合金钢长材	2852	3228	3237	3181	4401	4478
	型材	3660	3802	3772	3490	-	-
	建筑螺纹	-	-	-	-	4008	3723
	焦炭	-	-	-	-	-	2743
	钢材汇总	2917	3196	3329	3331	4377	4403
吨毛利	中厚板	616	1066	694	579	838	840
	合金钢长材	666	726	480	443	763	444
	型材	605	730	746	637	-	-
	建筑螺纹	-	-	-	-	615	297
	焦炭	-	-	-	-	-	262
	钢材汇总	639	898	598	518	772	619

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2. 国内钢企具备显著成本优势

炼钢技术从 19 世纪 50 年代开始, 发展至今已有 170 多年, 经历了贝塞麦炼钢炉、平炉、氧气炼钢炉和电弧炉几个主要阶段。

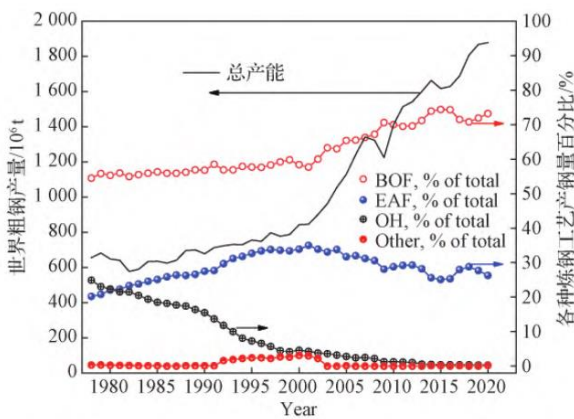
图表 37: 人类炼钢技术发展的六个阶段



资料来源:《炼钢技术的发展历程和未来展望 I-炼钢技术的发展历程》张立峰, 国盛证券研究所

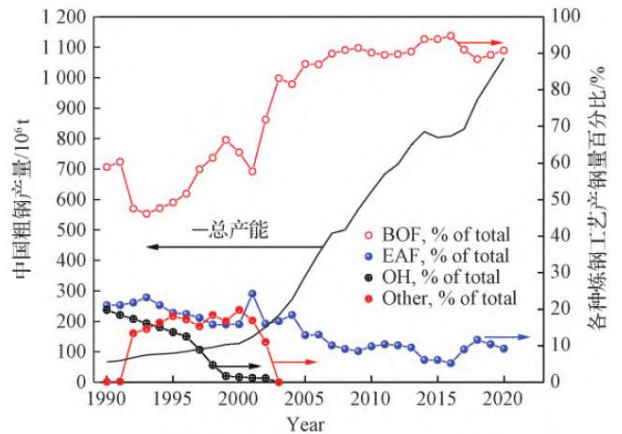
1980 年到 2020 年, 世界范围内转炉炼钢产量从 55.8% 增加到 73.2%, 电炉炼钢产量从 20.8% 增加到 26.3%, 平炉炼钢产量从 23.0% 降低到 0.3%, 其他炼钢产量约占 0.2%。1990 年到 2020 年, 在中国, 转炉炼钢产量从 58.9% 增加到 90.8%, 电炉炼钢产量从 21.1% 降低到 9.2%, 平炉炼钢产量从 19.8% 到 2003 年完全淘汰。

图表 38: 1977-2020 年世界粗钢产量与各个工艺产钢占比



资料来源:《炼钢技术的发展历程和未来展望 I-炼钢技术的发展历程》张立峰, 国盛证券研究所

图表 39: 1990-2020 年中国粗钢产量与各个工艺产钢占比



资料来源:《炼钢技术的发展历程和未来展望 I-炼钢技术的发展历程》张立峰, 国盛证券研究所

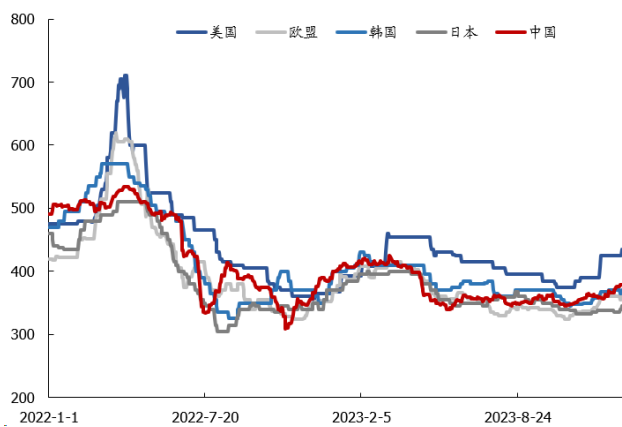
图表 40: 2022 年分区域按工艺统计的粗钢产量 (百万吨, %)

区域	总产量	转炉占比	电炉占比	其他占比
欧盟 (27 国)	136.3	56.3	43.7	-
其他欧洲国家	45.8	37.1	62.9	-
俄罗斯、其他独联体及乌克兰	85.8	63.7	33.0	3.3
北美洲	111.3	30.7	69.3	-
南美洲	43.4	66.4	32.7	0.9
非洲	21.1	13.3	86.7	-
中东	50.4	5.0	95.0	-
亚洲	1383.8	81.3	18.4	-
澳大利亚	5.7	73.5	26.5	-
新西兰	0.6	100.0	-	-
合计	1884.2	71.5	28.2	0.4

资料来源: 世界钢铁协会, 国盛证券研究所

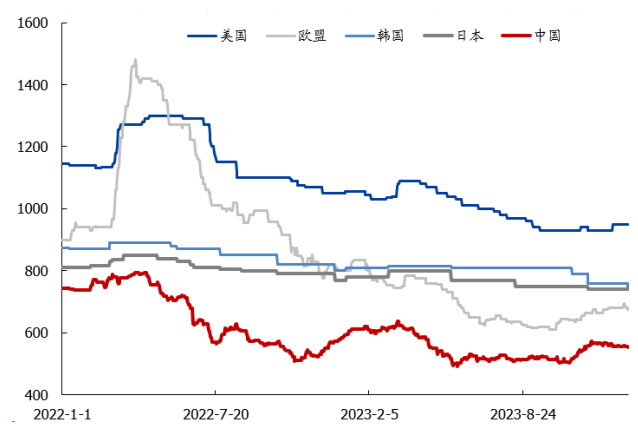
相比而言, 国内钢厂整体生产成本及吨钢售价较海外主要钢企呈现出明显的成本与效率优势, 这也构成了近年来我国钢材出口持续增量的基础, 具体数据如下图所示, 在废钢价格基本相当的情况下, 螺纹钢、热轧卷板及冷轧卷板市场价格呈现出一致的特征, 国内钢价始终位于主要生产国最低水平, 钢价与废钢价格差值处于绝对低位。

图表 41: 美、欧、韩、日、中废钢市场价对比 (美元/吨)



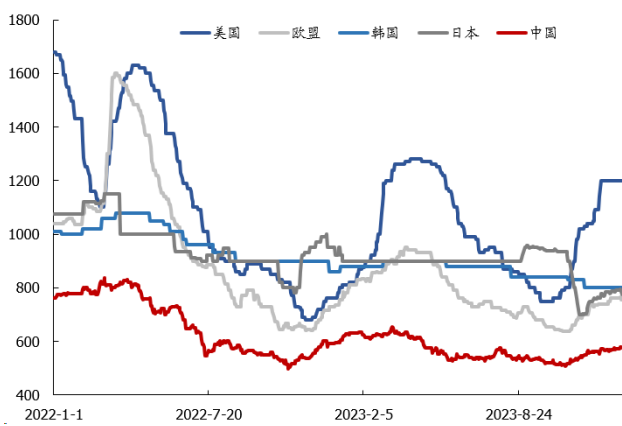
资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

图表 42: 美、欧、韩、日、中螺纹钢市场价对比 (美元/吨)



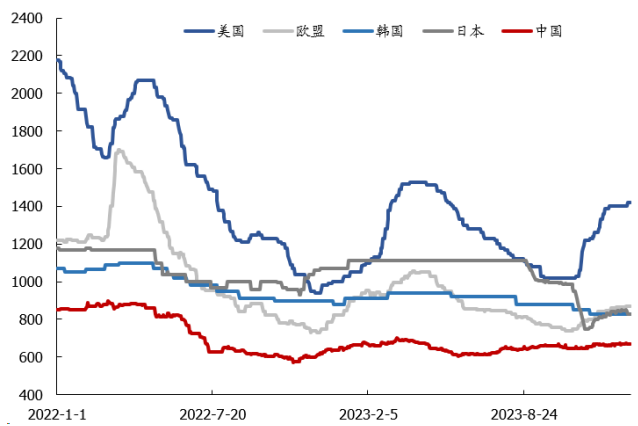
资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

图表 43: 美、欧、韩、日、中热轧卷板市场价对比 (美元/吨)



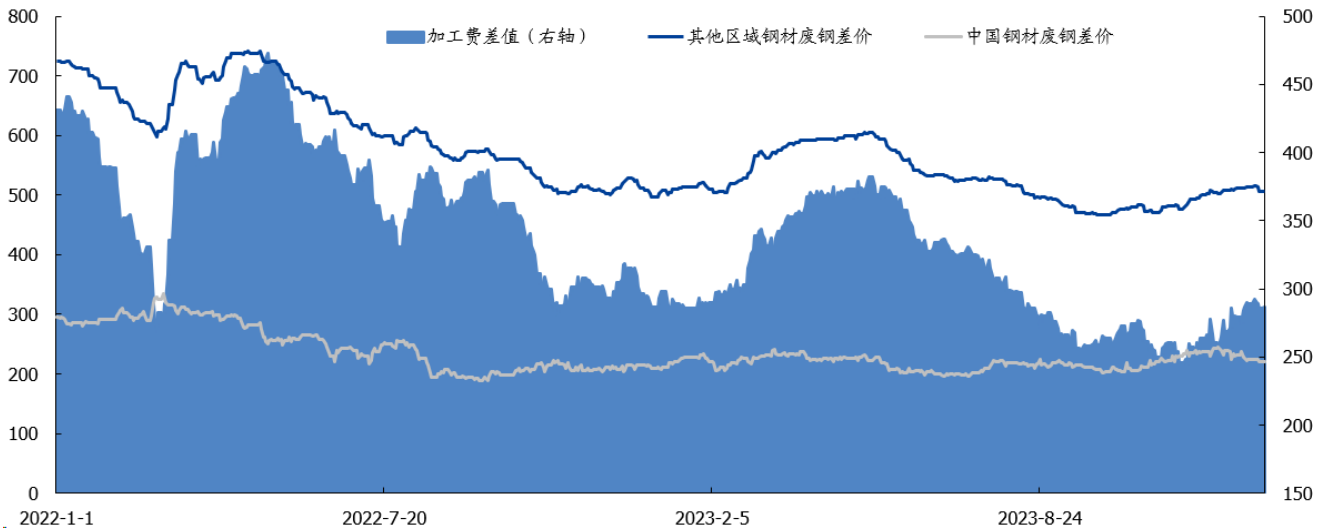
资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

图表 44: 美、欧、韩、日、中冷轧卷板市场价对比 (美元/吨)



资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

图表 45: 上述钢材与废钢价差情况以及国内外加工费差值 (美元/吨)



资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

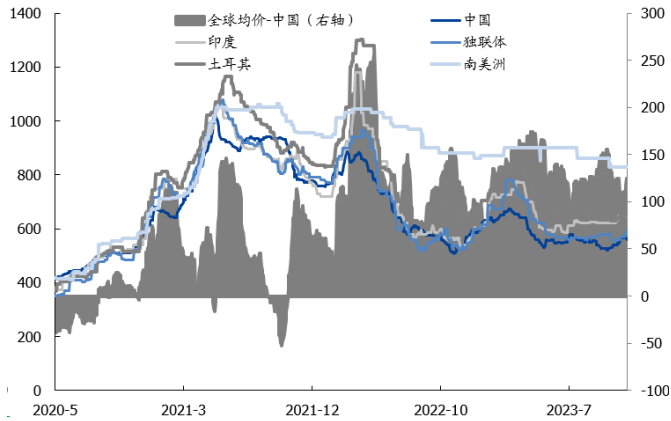
图表 46: 部分钢企吨盈利及成本数据 (由于产品结构差异, 测算可能存在偏差)

名称	总部	粗钢产量 (万吨)	销售额 (亿美元)	净利润 (亿美元)	吨售价 (美元)	吨净利 (美元)	吨制造成本及费用 (美元, 以废钢记)
<b>亚洲</b>							
HoaPhat	越南	720.0	60.4	3.6	838.9	49.6	349.2
POSCO	韩国	3422.0	689.5	29.0	2014.9	84.7	1490.0
<b>欧洲</b>							
ArcelorMittal	卢森堡	5896.0	798.4	93.0	1354.1	157.8	777.3
Salzgitter	德国	611.0	132.0	11.4	2160.4	186.1	1555.2
<b>中东</b>							
Erdemir	土耳其	779.0	68.3	9.6	876.8	123.5	334.2
<b>北美</b>							
Nucor	美国	2552.4	415.1	76.1	1626.3	298.0	862.2
USSteel	美国	-	210.7	25.2	-	-	-
Cleveland-Cliffs	美国	1475.0	229.9	13.7	1558.6	92.9	999.6
<b>南美</b>							
Gerdau	巴西	1266.6	158.5	22.3	1251.4	176.1	609.2
<b>中国</b>							
宝钢股份	中国	4976.0	394.3	20.9	792.3	42.0	315.0

资料来源: Mysteel, 宝钢股份年报, 国盛证券研究所

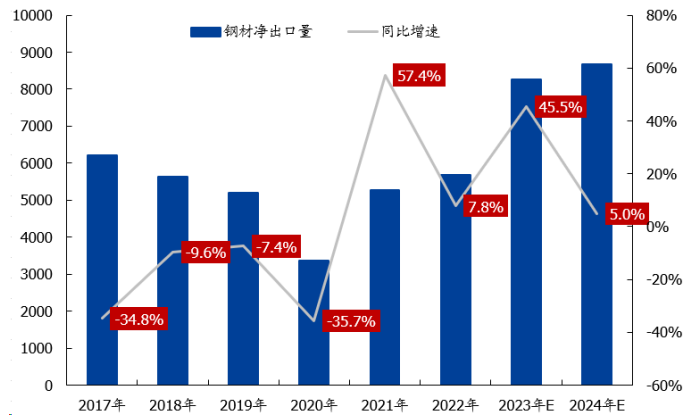


图表 47: 国内热轧卷板与主要出口地均价对比 (美元/吨)



资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

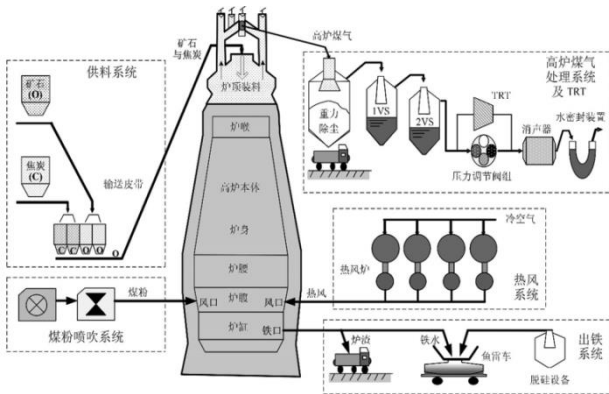
图表 48: 我国钢材出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

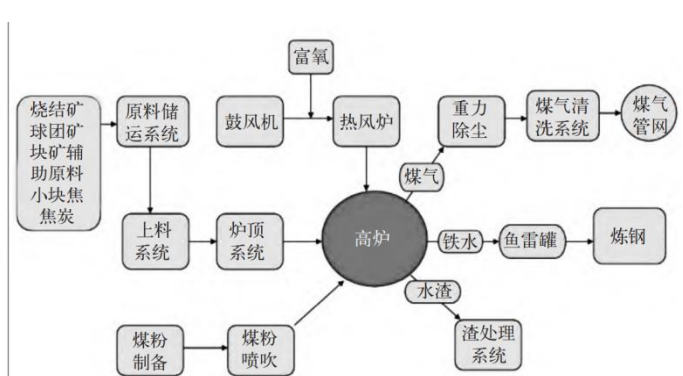
2015 年到 2018 年中国高炉技术经济指标不断改善, 高炉炼铁工序能耗降低到 390.8kg/t, 热风温度提高到 1142℃, 劳动生产率提高到 7200t/(人·a) 以上。

图表 49: 高炉生产工艺流程图示意图



资料来源: 《高炉炼铁技术工艺及应用分析》李兰涛, 国盛证券研究所

图表 50: 高炉生产工艺流程图



资料来源: 《高炉炼铁技术工艺及设备维护分析》徐明红, 国盛证券研究所

图表 51: 中钢协主要钢铁企业高炉技术经济指标

指标	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
高炉利用系数/( $t \cdot m^{-3} \cdot d^{-1}$ )	2.58	2.51	2.48	2.46
燃料比/( $kg \cdot t^{-1}$ )	536	544	543	526
入炉焦比/( $kg \cdot t^{-1}$ )	372	363	363	358
煤比/( $kg \cdot t^{-1}$ )	139	148	140	142
热风温度/℃	1140	1142	1139	1134
入炉矿品位/%	57.4	57.3	57.0	57.0
熟料率/%	89.9	89.1	84.9	89.3
休风率/%	1.86	1.93	2.57	2.27
劳动生产率/( $t \cdot 人^{-1} \cdot a^{-1}$ )	7 263.9	7 227.2	6 998.1	6 093.8
炼铁工序能耗/( $kg \cdot t^{-1}$ )	392.1	390.8	390.6	387.3

资料来源: 《中国高炉炼铁技术装备发展成就与展望》张福明, 国盛证券研究所

2022年会员单位生铁产量占全国总产量的84.37%，主要技术经济指标见下表。指标显示，会员单位高炉燃料比、焦比，以及炼铁工序能耗在下降；喷煤比、风温有所升高；各企业之间炼铁系统技术经济指标发展不平衡，差距较大，因企业之间生产条件存在较大区别，技术经济指标差异较大。

图表 52: 2021-2022 中钢协会员单位高炉主要经济技术指标

项目	燃料比, kg/t	焦比, kg/t	小焦比, kg/t	喷煤比, kg/t	风温, °C	入炉矿品位, %	熟料率, %	利用系数, t/(m <sup>3</sup> ·d)	休风率, %	劳动生产率, 吨/(人·年)	炼铁工序能耗, kgce/t
2021年	530.53	354.45	34.86	147.43	1111.38	56.64	89.76	2.66	2.69	8167.99	388.37
2022年	527.09	346.92	33.76	151.13	1149.68	57.54	89.70	2.67	2.75	8771.39	387.91
两年变化	-3.44	-7.53	-1.1	3.7	38.3	0.9	-0.06	0.01	0.06	603.4	-0.46
先进值	487.93	287.57	47.23	179.37	1246	60.68	100	4.204	0.11	18678.62	355.03
落后值	638.43	533.84	0	99.04	941	49.90	81.77	2.11	20.235	2423.978	420.3

资料来源: 世界金属导报, 国盛证券研究所

### 2.3. 公司具备较强核心成本控制能力

对于钢铁行业而言，重资产投入以及强盈利波动性使得投资难度加大，公司在行业所处的成本位置成为在行业竞争及周期波动中存活，并获得“长周期平稳”现金流的重要因素，我们从人均产钢量、人均薪酬、吨钢折旧、吨钢盈利以及吨钢加工费五个维度来判断公司所处的成本位置，出于钢材分布结构以及规模等因素考虑，我们选取宝钢股份、首钢股份、华菱钢铁、新钢股份四家钢企作为可比公司进行横向对比。

生产人员人均产钢量方面，2022年南钢股份人均产钢量为1071.8公斤，处于中等水平，过去五年人均产钢量为1261.1公斤，高于新钢股份，低于其他三家可比公司。

图表 53: 五家钢企生产人员人均产钢量对比 (元)

人均产钢	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	五年均值
南钢股份	1105.6	1327.5	1389.2	1411.2	1071.8	1261.1
华菱钢铁	1177.0	1191.5	1355.9	1351.9	1414.6	1298.2
宝钢股份	1257.0	1392.8	1511.3	1677.1	1873.8	1542.4
首钢股份	1209.5	1359.4	1419.2	1840.4	1757.3	1517.1
新钢股份	736.9	829.4	980.2	709.8	971.6	845.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

人均薪酬方面，2022年南钢股份人均薪酬为26.0万元，略高于新钢股份，同时低于其他三家可比公司，过去五年人均薪酬为25.1万元，处于可比公司中等水平。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/165200310130011102>