

钢铁

2024 年 03 月 05 日

华菱钢铁 (000932)

——参考美国纽柯钢铁成长史，盈利稳定弱化公司周期属性，未来价值重估可期

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2024 年 03 月 05 日

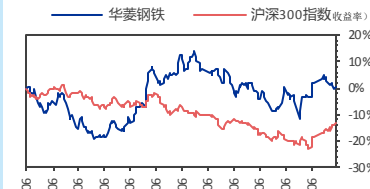
收盘价（元）	5.6
一年内最高/最低（元）	6.43/4.68
市净率	0.7
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	38688
上证指数/深证成指	3047.79/9416.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	7.57
资产负债率%	51.79
总股本/流通 A 股（百万）	6909/6909
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com
陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

研究支持

陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

联系人

陈松涛
(8621)23297818x
chenst@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **复盘纽柯钢铁历史，行业强周期下，个股存在强α独立表现。**复盘纽柯钢铁公司的发展历史，1980 年至今仅 2009 年出现亏损，其余时间均稳定盈利，在钢铁这个强周期行业里表现出极强的利润稳定性；与此同时，1980 年 8 月至今其股价（前复权）累计涨幅超过 340 倍，年化收益率超过 14%，显著跑赢同期标普 500 指数。
- **纽柯钢铁的成功离不开优秀的成本管控。**钢铁的成本主要源于原材料、折旧和人工成本等，纽柯钢铁采用短流程工艺，在以上三项成本均较传统的高炉钢企业有明显优势。1975-2000 年，在美国总钢铁产量达峰并持续回落的背景下，纽柯大力发展低成本的电炉钢，凭借成本优势逐渐抢占高炉钢企业份额。
- **成本优势有利于保障利润的相对稳定，在行业低谷期往往能逆势扩张。**21 世纪初期，美国钢铁行业遭遇严重困境，1997-2003 年间有大量美国的钢铁企业宣布破产；但此时也为优质钢企的发展提供了机遇。纽柯钢铁在 2000-2008 年期间不仅维持了自身的盈利稳定，也通过大量并购实现了钢铁产销量的迅速增长，期间市占率从 9.82%提升至 22.2%。
- **对比纽柯钢铁和华菱钢铁，长周期下纽柯钢铁的毛利率要优于华菱钢铁，但供给侧改革后二者差距已经明显缩减。**长周期看，纽柯钢铁的毛利率多数时间高于华菱钢铁，2005-2022 年纽柯钢铁平均毛利率约为 14.2%，高于华菱钢铁的 9.1%，主要是因为美国贸易保护条例和两国钢铁行业集中度差异导致钢材议价能力有差异，且原料自给率差异导致成本管控能力有差异。不过我们分析认为，供给侧改革后华菱钢铁经营能力有明显提升，2017-2022 年平均毛利率约 13.7%，已经接近成熟期纽柯钢铁的平均毛利率水平。
- **投资分析意见：**地产需求下行的背景下，我国钢铁行业景气低迷、企业多有亏损；但与此同时，华菱钢铁、宝钢股份、南钢股份等下游以制造业为主的钢铁公司经营仍较为稳定，体现出较强的抗周期能力。当前节点，相比于纽柯钢铁等美国钢企，A 股钢企 PB、PE 估值均相对被低估。考虑到 23 年下半年铁矿价格有所上涨，我们下调公司 2023 年归母净利润至 53.39 亿元（原预测为 56.04 亿元），但长期来看，我们看好制造业需求企稳和公司长期盈利的稳定性，故维持 2024-2025 年归母净利润预测不变，分别为 60.03、64.91 亿元，对应 PE 估值分别为 7 倍、6 倍和 6 倍。相较于美股和 A 股钢铁行业可比公司，目前华菱钢铁 PB 和 PE 估值均处于低位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游制造业需求不及预期，原料价格大幅上涨。

财务数据及盈利预测

	2022	23Q1-Q3	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	168,637	120,272	160,705	162,282	164,277
同比增长率（%）	-1.7	-3.7	-4.7	1.0	1.2
归母净利润（百万元）	6,379	4,105	5,339	6,003	6,491
同比增长率（%）	-34.1	-20.0	-16.3	12.4	8.1
每股收益（元/股）	0.92	0.59	0.77	0.87	0.94
毛利率（%）	10.3	9.9	10.1	10.4	11.0
ROE（%）	12.8	7.8	10.0	10.3	10.3
市盈率	6		7	6	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

地产需求下行的背景下，我国钢铁行业景气低迷、企业多有亏损；但于此同时，华菱钢铁、宝钢股份、南钢股份等下游以制造业为主的钢铁公司经营仍较为稳定，体现出较强的抗周期能力。当前节点，相比于纽柯钢铁等美国钢企，A股钢企PB、PE估值均相对被低估。考虑到23年下半年铁矿价格有所上涨，我们下调公司2023年归母净利润至53.39亿元（原预测为56.04亿元），但长期来看，我们看好制造业需求企稳和公司长期盈利的稳定性，故维持2024-2025年归母净利润预测不变，分别为60.03、64.91亿元，对应PE估值分别为7倍、6倍和6倍。相较于美股和A股钢铁行业可比公司，目前华菱钢铁PB和PE估值均处于低位，维持“买入”评级。

关键假设点

销量：考虑到公司后续无大规模新增产能，预计2023-2025年产品销量整体稳定，预计2023-2025年长材销量维持1034万吨、板材销量维持1460万吨，钢管销量维持177万吨水平。

价格：2023年原料价格回落导致钢价下行，故预计2023年公司长材和板材价格有明显回落，而后续随着汽车、造船等制造业需求逐渐企稳，预计2024-2025年价格将逐渐回升，预计2023-2025年长材价格为3823/3853/3884元/吨，板材价格为5210/5242/5305元/吨；钢管方面，由于下游主要是能源及电力领域，22年以来始终维持高景气，预计2023-2025钢管价格为7766/7844/7907元/吨。

毛利率：考虑到不同钢材产品下游景气度有明显分化，我们对不同产品的毛利率做单独预测：长材方面和地产相关度较高，受地产低迷影响较大，预计2023-2025年毛利率分别为4.6%/5.1%/5.5%；板材方面预计整体需求较为稳定，预计毛利率也基本持稳，2023-2025年分别为13.0%/13.4%/14.1%；钢管方面，考虑到能源投资处于高位，预计毛利率有望持续提升，2023-2025年分别为16.3%/17.5%/18.4%。

有别于大众的认识

大众观点认为钢铁行业属于强周期行业，具有强 β 弱 α 的特点；但我们复盘美国纽柯钢铁的历史，认为能够实现稳定盈利、体现出抗周期性的钢铁企业能够弱化行业波动，华菱钢铁等优质钢企的利润稳定性被相对低估。

股价表现的催化剂

钢铁行业限产趋严，制造业需求超预期，铁矿和焦煤价格下跌。

核心假设风险

下游制造业需求不及预期，原料价格大幅上涨。

目录

1. 周期下行期，钢铁个股是否存在超额收益？	6
2. 纽柯钢铁复盘：后来居上的短流程钢铁龙头	7
2.1 业务调整，转型钢铁	7
2.2 押注电炉，内生扩张	8
2.3 并购整合，外延发展	11
3. 纽柯钢铁的启示：成本优势&逆周期扩张	12
3.1 电炉钢工艺赋予成本优势	12
3.2 逆周期并购整合优质资产	14
4. 华菱钢铁 VS 纽柯钢铁：产品结构相似，盈利水平平均较为稳定	16
5. 盈利预测与估值	21
5.1 业务拆分和盈利预测	21
5.2 估值对比分析与投资分析意见	22
6. 风险提示	24



图表目录

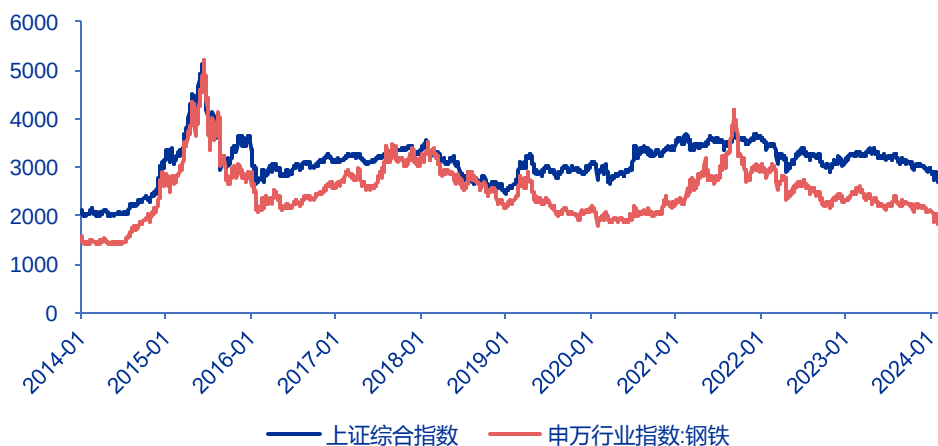
图 1：2014 年以来上证综指和申万钢铁指数走势对比	6
图 2：1980/8 至今纽柯钢铁股价（前复权）涨跌幅和标普 500 指数涨跌幅对比 ..	6
图 3：1966-2022 年纽柯公司钢铁产量及市占率	7
图 4：美国 60 年代建筑地产景气较高（%）	8
图 5：早期转型阶段公司仍以钢铁制品为主（万吨）	8
图 6：1975~1988 年公司业务重心逐渐转向钢铁业务（万吨）	8
图 7：美国城市化率与粗钢产量变化情况	9
图 8：美国废钢积蓄量（亿吨）	9
图 9：1970-2000 美国废钢价格基本平稳（美元/吨）	9
图 10：纽柯钢铁克劳福兹维尔工厂生产流程	10
图 11：美国电炉钢占比和公司市占率情况（万吨，%）	10
图 12：历年纽柯钢铁和美国钢铁公司粗钢产量（万吨）	11
图 13：1984 年各地区吨钢成本对比（美元/吨）	13
图 14：纽柯钢铁和美国钢铁人均产钢量对比（吨/人）	13
图 15：纽柯的电炉钢厂广泛于美国各地	14
图 16：纽柯钢铁产品结构（2022 年）	16
图 17：华菱钢铁产品结构（2022 年）	16
图 18：2022 年美国钢铁企业市占率（%）	17
图 19：2022 年中国钢铁企业市占率（%）	17
图 20：华菱钢铁和纽柯钢铁毛利率对比（%）	18
图 21：纽柯钢铁营收及同比	18
图 22：华菱钢铁营收及同比	18
图 23：纽柯钢铁归母净利润及同比	19
图 24：华菱钢铁归母净利润及同比	19
图 25：纽柯钢铁和华菱钢铁资产负债率对比（%）	19
图 26：纽柯钢铁和华菱钢铁财务费用率对比（%）	19
图 27：纽柯和华菱钢铁管理和销售费用率对比（%）	20
图 28：纽柯钢铁和华菱钢铁 ROE 对比（%）	20
图 29：纽柯钢铁和华菱钢铁分红率对比（%）	20

图 30：纽柯钢铁和华菱钢铁股息率对比（%）	20
图 31：华菱钢铁和纽柯钢铁历史 PB 对比	22
图 32：华菱钢铁和纽柯钢铁历史 PE 对比	23
表 1：21 世纪初期大量美国的钢铁企业破产	11
表 2：纽柯公司在原料保障环节的相应举措	12
表 3：2000 年后纽柯不断通过并购实现外部扩张	15
表 4：2022 年纽柯钢铁和华菱钢铁主要经营数据对比（万吨，%，元/吨）	16
表 5：仅部分地区钢铁产品享受美国进口配额内的关税豁免	17
表 6：关键假设表（万吨，元/吨，%）	21
表 7：A 股和美股钢铁行业重点公司估值表（元/股、美元/股、倍）	24

1. 周期下行期，钢铁个股是否存在超额收益？

2021 年以来，随着我国粗钢产量达峰，下游需求结构也面临从建筑行业向制造业转型的重要阶段，但地产周期下行也导致了钢铁总需求回落，最终使近年钢铁企业利润明显承压，行业景气下行引发钢铁股价回落。2022 年初至 2024 年 3 月 1 日，申万钢铁指数下跌 31%，同期上证综指下跌 16.67%。

图 1：2014 年以来上证综指和申万钢铁指数走势对比

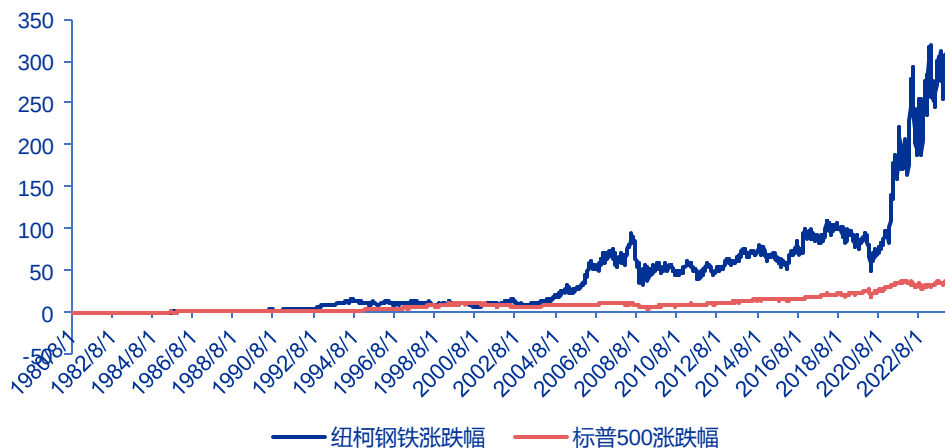


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

不过回顾历史，如发展较为成熟的美国钢铁工业，我们发现往往在行业景气度较差的时期有利于筛选出优质企业，其股价表现也能表现出较强的个体差异，且在长周期下能够实现明显的超额收益。

典型的例子比如纽柯钢铁公司 (Nucor)：纽柯钢铁是目前美国最大的钢铁企业，1980 年至今仅 2009 年出现亏损，其余时间均稳定盈利，在钢铁这个强周期行业里表现出极强的利润稳定性；与此同时，1980 年 8 月至今其股价（前复权）累计涨幅超过 340 倍，年化收益率超过 14%，显著跑赢同期标普 500 指数。

图 2：1980/8 至今纽柯钢铁股价（前复权）涨跌幅和标普 500 指数涨跌幅对比



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

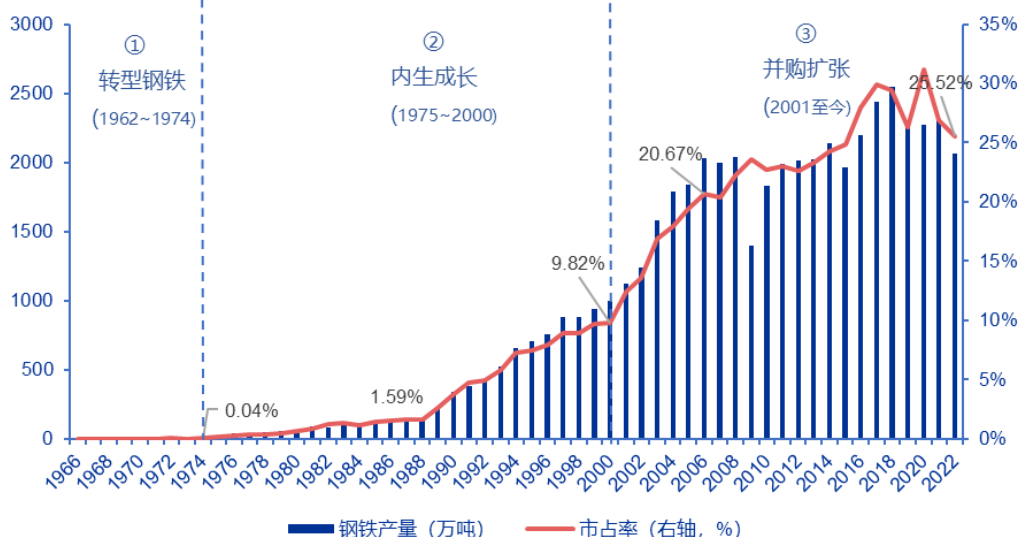
本文将对纽柯钢铁的发展历史进行复盘，参考借鉴海外优质钢铁企业的成功经验，分析钢铁企业的 α 来源，同时对比华菱钢铁和纽柯钢铁之间存在的差异，以便进一步分析华菱钢铁的合理估值水平。

2. 纽柯钢铁复盘：后来居上的短流程钢铁龙头

纵观纽柯钢铁的发展历史，从早期经营不善、业绩调整到后来逐步扩张，最后超越前辈成为美国钢铁行业龙头，主要可以分为三个阶段：起步阶段—内生成长—外部并购。

1966 年至今，纽柯公司的钢铁产量和行业市占率迅速提升的时期主要有两个：1988~2000 年，2001~2006 年，前一时期市占率从 1.59% 提升至 9.82%，后一时期进一步提升至 20.67%。接下来我们将对纽柯钢铁的发展历史进行具体复盘。

图 3：1966-2022 年纽柯公司钢铁产量及市占率



资料来源：wind，公司官网，申万宏源研究

注：市占率按纽柯公司的钢铁产量/美国粗钢总产量估计

2.1 业务调整，转型钢铁

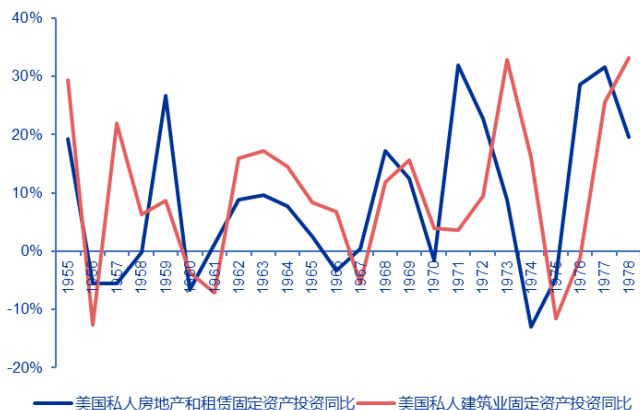
根据王兴艳《美国纽柯钢铁公司的发展研究》，纽柯钢铁的历史最早可以追溯到 1905 年，前身是奥兹成立的 REO 汽车公司，由于经营不善，REO 汽车公司在 1938 年申请破产，退出汽车业务并专注于卡车生产，但后续表现仍未有改善，于是在 1954 年将制造业务整体出售；1955 年，破产清算后，REO 汽车公司被迫接管核子顾问公司，合并成立美国核子集团。

1962 年，美国核子集团注意到钢梁市场的高景气，收购了主要生产钢梁的 Vulcraft 公司，进入钢梁生产领域。而后在 1965 年，核能咨询公司的核心业务持续经营困难，公司第二次申请破产重组，重组后艾弗森成为公司总裁，迅速清算其他亏损业务，仅保留当时

仍盈利的钢梁业务；此后为了保障原料供应的稳定，1968 年美国核子集团开始自建电炉厂生产钢材。

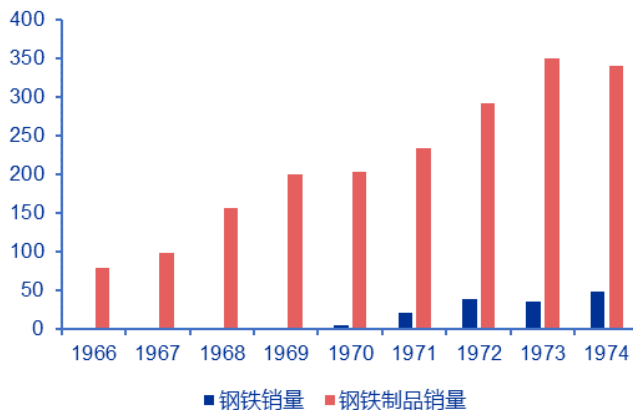
自此，经历前期坎坷后，公司不断调整和优化业务结构，逐渐转型成为钢铁和钢铁制品生产商，并在 1971 年正式更名为纽柯（Nucor），于次年在纽交所上市。根据公司官网数据，此时的纽柯公司仍以钢铁制品为主要业务，1974 年公司钢铁制品销量 34 万吨，钢铁销量仅 4.8 万吨。

图 4：美国 60 年代建筑地产景气较高（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：早期转型阶段公司仍以钢铁制品为主（万吨）

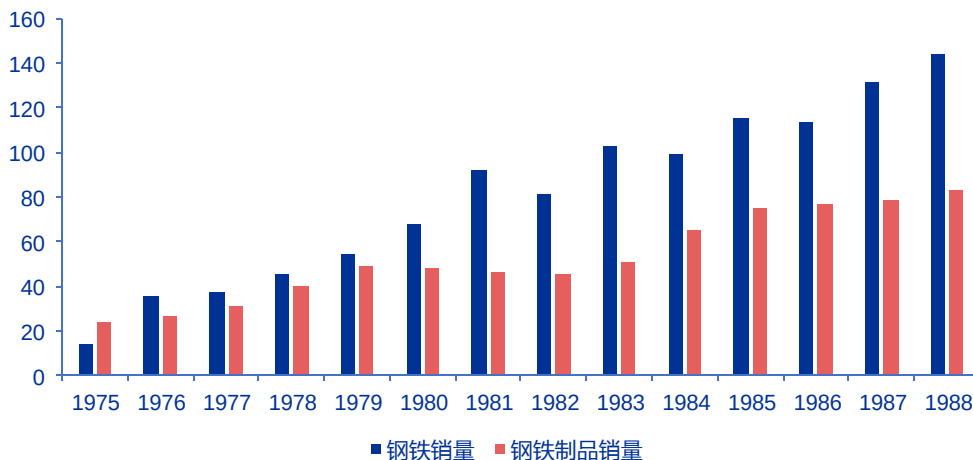


资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.2 押注电炉，内生扩张

起初纽柯布局钢铁行业的原因主要是为了满足自身生产需求，不过随着外部需求逐渐增加，纽柯钢铁开始逐步将重心从钢铁制品转向钢铁业务：1975~1988 年期间，公司钢铁销量从 14.4 万吨增长至 143.7 万吨，钢铁制品销量从 24.3 万吨增长至 82.7 万吨。

图 6：1975~1988 年公司业务重心逐渐转向钢铁业务（万吨）



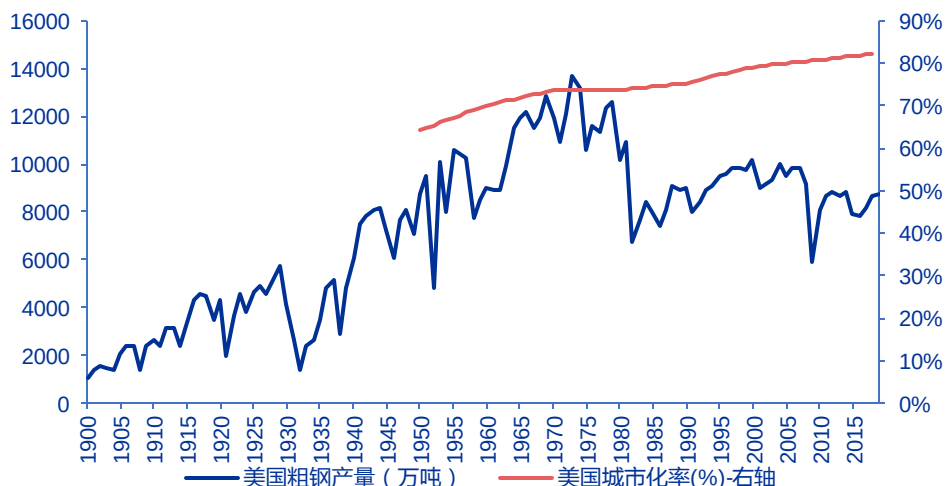
资料来源：公司官网，申万宏源研究

在产销量增长的同时，公司也在不断丰富自身的产品结构。1969 年 Nucor 第一台小型棒材轧机正式投产；1979 年 Nucor 开始生产冷轧精加工产品；1986 年公司在印第安纳

州建立新的生产设施，开始进行紧固件加工生产；1988 年纽柯和 Yamato Kogyo 合资，在阿肯色州建立工厂，开始生产宽翼缘梁产品；1989 年开始生产优质扁钢。

值得注意的是，美国在 20 世纪初期和中期经历高速发展，城市化进程到达较高水平后，地产等建筑类用钢需求逐渐回落，美国钢铁工业也自 20 世纪 70 年代开始进入衰退阶段：1973 年美国粗钢产量以 1.37 亿吨见顶，此后粗钢产量呈下降趋势。

图 7：美国城市化率与粗钢产量变化情况

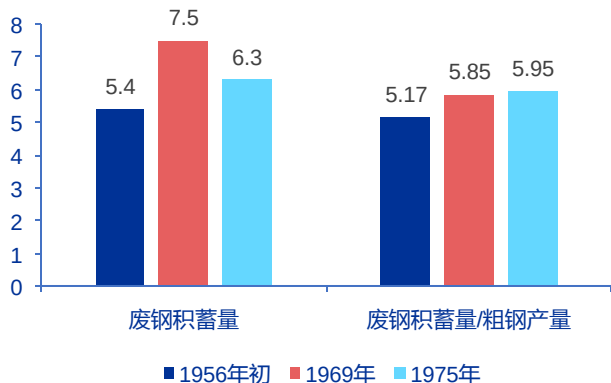


资料来源：wind，国际钢铁协会，申万宏源研究

此阶段中，在美国钢铁行业内需回落的背景下，纽柯公司通过新建产能，实现了钢铁销量的内生增长，但此时对于产能的扩张以稳为主，并未进行大幅扩张。1988 年，由图 3 数据计算可得，当年纽柯钢铁产量约 144 万吨，约占美国粗钢总产量的 1.59%，此时纽柯仍属于小型钢企。

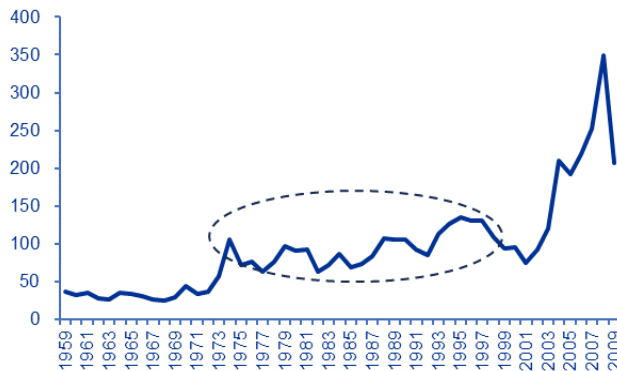
美国粗钢产量见顶的同时，废钢供给也逐渐呈宽松趋势。据谢开慧《国内外废钢铁资源调查与测算回顾》，1956 年初，美国废钢铁积蓄量达到 5.4 亿吨，约为当年粗钢产量的 5.17 倍；到了 1969 年，美国废钢铁积蓄量达到 7.5 亿吨，约为当年粗钢产量的 5.85 倍；1975 年，美国废钢积蓄量约 6.3 亿吨，为当年粗钢产量的 5.95 倍。

图 8：美国废钢积蓄量（亿吨）



资料来源：《国内外废钢铁资源调查与测算回顾》，申万宏源研究

图 9：1970-2000 美国废钢价格基本平稳（美元/吨）

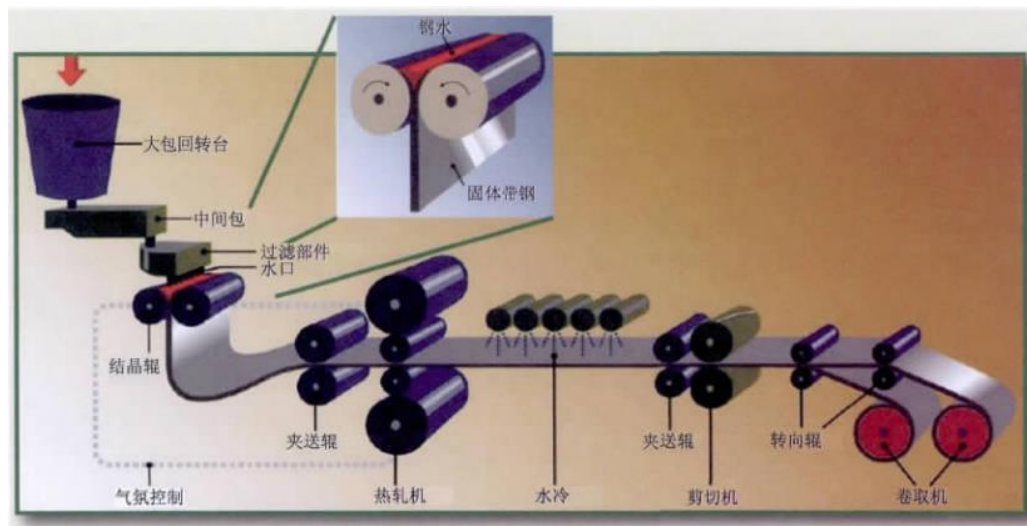


资料来源：美国地质调查局，申万宏源研究

随着美国废钢积蓄量的大量增加,1970-2000年间,美国的废钢价格维持了长期稳定,以废钢为原料的电炉炼钢工艺在成本端具备了明显优势。根据克莱顿·克里斯滕森《创新者的解答》,此阶段短流程钢企能够以低于长流程钢企 20%的成本生产同质产品。

由于生产基数和工艺的制约,早期电炉一般被用于生产常规棒线材,故而即便有一定成本优势,也主要是在长材市场替代高炉。不过到了1989年,纽柯公司在印第安纳州建成克劳福兹维尔工厂,突破电炉不能生产板材的技术瓶颈,开始横向切入板材市场。

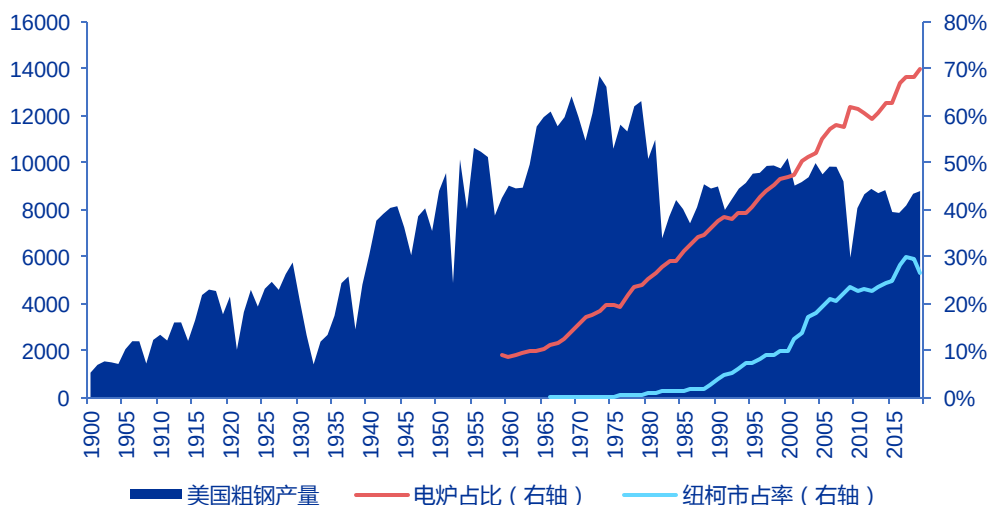
图 10：纽柯钢铁克劳福兹维尔工厂生产流程



资料来源：《美国纽柯钢铁公司技术发展历程》，申万宏源研究

在此时美国的钢铁市场，板材需求占据主导地位，纽柯钢铁也恰逢其时，凭借技术和成本优势，在其他钢铁企业发展停滞的时候成功逆势扩张。根据国际钢铁协会数据，2000年纽柯的钢铁产量达到1000万吨，仅比当时美国最大的钢企美国钢铁的产量低70万吨，在美国国内钢铁市场的市占率也提升至9.82%，逐渐成长为美国规模前二的大型钢铁企业。

图 11：美国电炉钢占比和公司市占率情况（万吨，%）



资料来源：wind，公司官网，申万宏源研究

2.3 并购整合，外延发展

根据世界金属导报，21 世纪初期美国钢铁行业遭遇严重困境，2000 年行业亏损 10 亿美元，2001 年行业亏损 38 亿美元。行业大幅亏损的情况下，1997-2003 年间大量美国的钢铁企业宣布破产：其中，曾经为全球前几大钢铁企业之一的伯利恒钢铁公司，也在严重的财务危机下于 2001 年宣布破产。

表 1：21 世纪初期大量美国的钢铁企业破产

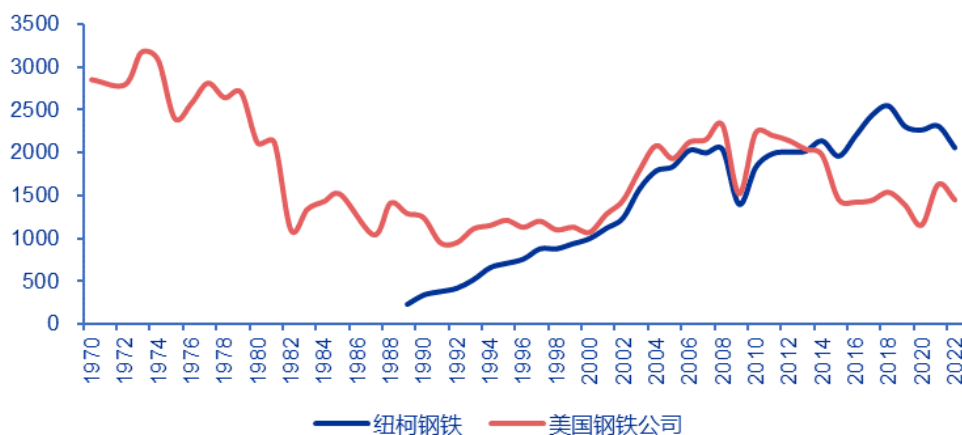
钢铁公司	工艺	主要产品	产能（万吨）	破产时间
伯利恒	高炉	板材	910	2001 年 10 月
国家钢公司	高炉	板材	600	2002 年 3 月
伯明翰	电炉	棒、型材	350	2002 年 6 月
共和国技术	高炉	特殊棒材	350	2001 年 4 月
威尔顿	高炉	板材	280	2003 年 5 月
Algoma	高炉	板材	235	2001 年 4 月
Trico	电炉	热卷	220	2001 年 3 月
杰尼瓦	高炉	板材	135.3	2002 年 1 月
贝尤	电炉	棒材	80	2003 年 1 月
设菲尔德	电炉	棒材	60	2001 年 12 月
GS 工业公司	电炉	盘条、直接还原铁		2001 年 2 月
CSC	电炉	棒材		2001 年 1 月

资料来源：我的钢铁网，申万宏源研究

彼时行业景气度较差的情况下，纽柯凭借自身成本优势，维持了盈利的相对稳定；稳定的利润水平保障了纽柯自身经营平稳和现金流，此时公司也开始以收购、合资建厂等方式继续发展壮大。

2000-2008 年纽柯钢铁通过并购，实现了钢铁产销量的迅速增长，据图 3 数据，期间市占率从 9.82% 提升至 22.2%。根据世界钢铁协会数据，2014 年纽柯钢铁产量达到 2141 万吨，成功超越美国钢铁公司，成为了美国最大的钢铁企业。

图 12：历年纽柯钢铁和美国钢铁公司粗钢产量（万吨）



资料来源：世界钢铁协会，申万宏源研究

3. 纽柯钢铁的启示：成本优势&逆周期扩张

在美国钢铁行业产量达峰、结构转型的过程中，纽柯钢铁通过发展电炉钢和工艺革新，维持了较好的成本控制和公司管理纵观纽柯钢铁的发展历史，我们分析认为，有两点至关重要：1）成本优势赋予了盈利的稳定性；2）行业低景气时期成功并购整合，以低价获得优质资产，实现逆周期扩张。

3.1 电炉钢工艺赋予成本优势

回顾纽柯钢铁公司在此阶段的发展历程，可以发现在美国粗钢产量达峰后，电炉钢占比逐步提升，公司作为短流程工艺的代表，市占率也恰在此时出现迅速提升。我们分析认为，电炉钢工艺对于纽柯公司扩张的重要作用不容忽视，且根本驱动因素是电炉钢的低成本优势。

具体来看，在美国，短流程的电炉钢工艺在原料成本、折旧成本、人力成本、销售费用等方面较传统的高炉钢具有明显优势。

1）首先，短流程采用废钢和能源作为原料，二者在美国供给较为宽松，天然具有成本较低、供给稳定可控的优点。废钢价格的平稳来自于美国工业化进程中丰富的钢铁蓄积量，前文 2.2 中已经讨论过，在此不再赘述；而能源方面，美国通过页岩气革命，获得了大量成本低廉的天然气资源，进而有效降低了能源成本。

除了美国原料成本端的天然优势，公司层面上，纽柯也在废钢来源、直接还原铁制造及天然气资源方面有所布局，进一步提升了资源保障能力。

表 2：纽柯公司在原料保障环节的相应举措

原料	措施	成效
废钢	收购 DJJ 公司	提供了纽柯公司废钢原材料的 75%~90%，含铁废料处理能力达到 500 万吨/年
直接还原铁	成立 2 家直接还原铁厂	合计产能约 450 万吨/年，所生产的直接还原铁具有优秀的金属化率和碳含量
天然气	参与 Encana 石油与天然气公司的长期投资计划	签署长期供给合同，保障了天然气的稳定供应

资料来源：朱婷婷《美国纽柯钢铁公司技术发展历程》，申万宏源研究

废钢环节，纽柯公司通过整合收购废钢回收企业（2008 年收购 DJJ 公司，详见表 3），得到了稳定的炼钢原料供应。

在直接还原铁（DRI）环节，纽柯投资建设 2 家直接还原铁厂，合计产能约 450 万吨/年，所生产的直接还原铁具有世界一流的金属化率和碳含量。公司直接还原铁厂位于特立尼达和路易斯安那州等地，能够受益于低成本的天然气供应和有利的进口铁矿石物流，以及到美国的直接还原铁运输。

天然气方面，纽柯参与了 Encana 石油与天然气公司的长期投资计划，双方签署了 20 年的长期供给合同，保证了天然气的长期稳定供应。

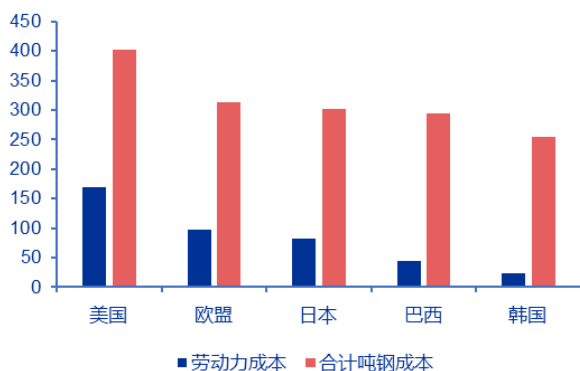
2) 其次，相较于高炉工艺，电炉具有设备小、投资少、建设周期短的特点，吨钢折旧也有显著优势。轻资产的属性使得电炉的吨钢投资明显低于长流程，据李伯华《美国大力发展短流程电炉钢厂》，钢铁联合企业生产带卷建设费用为 1421 美元/吨钢，而采用薄板坯连铸连轧新工艺的电炉钢厂只需 704 美元/吨钢。投资需求小也使公司财务负担较轻，有利于降低资产负债率，进而控制财务费用。

3) 此外，电炉生产规模小的特点有利于降低人工成本。短流程企业具备员工精简、工会实力弱的特点，因而人工成本的负担较小。

上世纪 60 年代以来，美国人力成本始终处于较高水平，因此对于钢企而言降低人工成本极为重要。根据亚当斯和穆勒的研究（Adams & Mueller），1984 年，在全球主要产钢国中，美国钢铁行业的吨钢劳动力成本为 170 美元，占总成本比例高达 42.2%，同期日本占比仅为 27.2%，韩国仅为不足 10%。

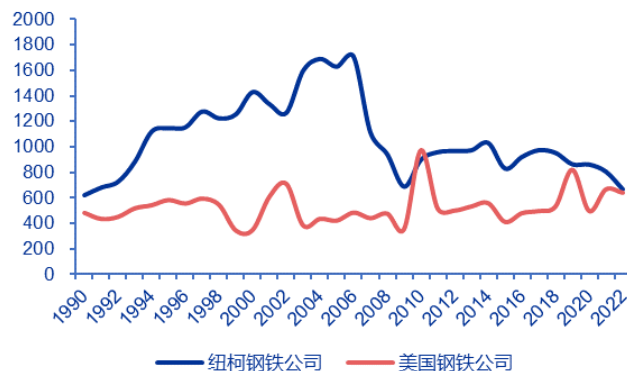
纽柯钢铁的人均钢产量远高于美国钢铁（US STEEL）公司，一定程度上体现出短流程的员工精简优势和较高的生产效率。1990-2000 年期间，纽柯钢铁主要依赖自身产能扩张的过程中，人均产钢量从 618 吨迅速提升至 1429 吨，相比之下，2000 年长流程钢企代表美国钢铁公司的人均产钢量仅 346 吨左右，不到纽柯钢铁的四分之一。人员精简有利于降低人工成本，这也是同期纽柯成本低于长流程钢企的重要原因之一。

图 13：1984 年各地区吨钢成本对比（美元/吨）



资料来源：Adams&Mueller，申万宏源研究

图 14：纽柯钢铁和美国钢铁人均产钢量对比（吨/人）

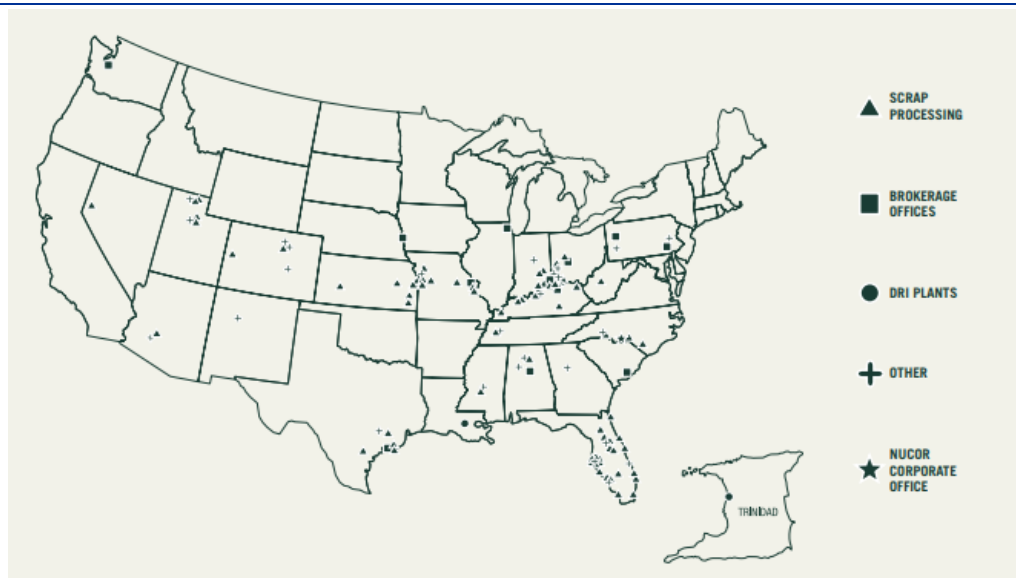


资料来源：Bloomberg，世界钢铁协会，申万宏源研究

除此之外，短流程钢企相对于工人较为强势，谈薪能力较强且受罢工行为的影响也较小。高炉生产链条较长，设备规模庞大，所需员工众多，员工集中于同一厂区工作容易结成规模较大的工会，加之高炉生产启停成本较高，钢企难以承受罢工带来的损失；而电炉生产规模小，生产基地分散，工人人数少难以组成实力强大的工会，且单个生产基地的罢工行为的生产影响也较小。

4) 电炉建厂选址灵活、分布广泛，有利于企业降低运营成本和销售费用。不同于美国钢铁公司（US STEEL）、AK 钢铁等高炉钢厂集中于煤炭、铁矿石资源丰富的五大湖区，纽柯电炉厂分布广泛，由起初的南卡罗来纳州，拓展至周边的印第安纳州、德克萨斯州和内布拉斯加州，后来逐步扩张至整个北美。

图 15：纽柯的电炉钢厂广泛于美国各地



资料来源：公司公告，申万宏源研究

作为对比，高炉钢企生产基地由于集中于五大湖地区，产品销往美国西部、南部往往伴随着较高的运费；而纽柯电炉厂灵活的选址带来两方面优势，一是电炉原材料废钢可以于当地采购，此外，产品也可以就地销售，进而节省原料及产品两端运费，降低产品成本。

因此综合来看，纽柯钢铁充分利用电炉工艺在财务负担、管理费用、灵活经营、原料成本方面的天然优势，为纽柯提供了良好基础，最终使纽柯钢铁在成本管控方面具备竞争优势。

3.2 逆周期并购整合优质资产

电炉钢的成本优势下，纽柯钢铁实现了利润的相对稳定，且资产负债率较低，故而能够在行业低谷期有余力并购低估值资产，实现逆势扩张。

行业低谷期，往往是低价抄底优质资产的良机。根据毛艳丽《美国钢铁业的并购与发展》，以纽柯钢铁收购伯明翰钢铁为例，作价 6.15 亿美元收购了 350 万吨产能，对应吨产能投入仅为 176 美元，大幅低于新建产能投资额。

除了产能扩张外，纽柯钢铁的并购也重视战略布局和资源端保障。比如在废钢环节，纽柯钢铁通过收购 DJJ 公司，进一步强化了资源端供给保障和原料成本管控能力。

2008 年，纽柯钢铁公司收购了美国最大的废旧资源回收公司 David J Joseph Company(简称 DJJ)。DJJ 回收的废钢占纽柯公司废钢原材料的 75%~90%（据表 2），故此次收购使得纽柯公司能够持续稳定地获得生产用原材料废钢。同时，上游产业链的完善也使得公司废钢成本有所下降，根据 Bloomberg 数据，2008-2012 年，纽柯公司废钢及其替代品成本由 438 美元/t 下降 7%至 407 美元/t。



表 3：2000 年后纽柯不断通过并购实现外部扩张

日期	收购公司/资产	收购金额 (百万美元)	标的公司产能 (万吨)	主要产品	吨钢收购成本 (美元/吨)
2000 年 3 月	Auburn Steel	115	70	小型材	164
2002 年 7 月	Trico Steel	116.7	190	薄板	61
2002 年 12 月	Birmingham Steel	615	350	棒，型材	176
2003 年	Kingman rolling mill	35	50	线棒材	70
2004 年 8 月	Worthington Decatur 冷轧厂	80	100	冷轧薄板	80
2005 年 1 月	Fort Howard Steel				
2005 年 6 月	Marion Steel	110	40	小型材	275
2006 年 5 月	Connecticut Steel	43	38.5	棒材、丝网	112
2006 年 11 月	Verco Decking, Inc.	180	50	钢制屋顶和 屋顶承板	360
2007 年 3 月	Harris Steel Group	1070		螺纹钢、钢 铝板	
2007 年 7 月	LMP Steel & Wire	280		金属建筑产 品	
2007 年 10 月	Nelson Steel	54		丝网	
2008 年 2 月	David J. Joseph Company				
2008 年 8 月	Ambassador Steel	185	60	螺纹钢	308
2012 年 6 月	Skyline Steel LLC	605			
2014 年 10 月	Gallatin Steel	770	160	板卷材	481
2015 年 12 月	Gerdau Long Steel's Bright Bar Assets			棒材	
2016 年 8 月	Joy Global's steel plate mill	29	12.5	板材	232
2016 年 10 月	Independence Tube	435	60	型钢	725
2017 年 1 月	Southland Tube	130	24	油管、管道	542
2017 年 1 月	Republic Conduit	335	14.6	钢电导管	2295
2017 年 8 月	St. Louis Cold Drawn				
2019 年 12 月	TrueCore Insulated Panels				
2021 年 7 月	Insulated Metal Panels Business from Cornerstone Building Brands				
2021 年 8 月	Hannibal Industries				
2021 年 10 月	Grossman Iron and Steel & Garden Street Iron				
2021 年 12 月	Majority ownership of California Steel Industries				
2022 年 4 月	Elite Storage Solutions				
2022 年 6 月	Summit Utility Structures			钢结构	
2022 年 6 月	CHI Overhead Doors				
2022 年 8 月	David J. Joseph Company 的 U-Pull-&-Pay Division				

资料来源：公司官网，毛艳丽《美国钢铁业的并购与发展》，我的钢铁网，申万宏源研究

4. 华菱钢铁 VS 纽柯钢铁：产品结构相似，盈利水平较为稳定

首先我们先对纽柯钢铁和华菱钢铁的产能和产销量进行对比：

纽柯钢铁钢材产能 2953.5 万吨，为短流程钢企代表。据公司 2022 年年报，纽柯钢铁拥有三个业务部门，分别是钢铁事业部、商品材事业部和原材料事业部，其中钢铁事业部钢材产能 2953.5 万吨。

华菱钢铁钢材产能约 2580 万吨，主要以长流程为主。据公司官网，华菱钢铁主要有 4 个子公司，包括华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢和 VAMA 汽车板公司，合计产能约 2580 万吨。

表 4：2022 年纽柯钢铁和华菱钢铁主要经营数据对比（万吨，%，元/吨）

公司	钢材产能	销量	生产工艺	板材占比	吨钢售价	吨钢税前利润	吨钢成本
纽柯钢铁	2953.5	1820	短流程为主	57%	9021	2690	6332
华菱钢铁	2580	2655	长流程为主	53%	5980	646	5334

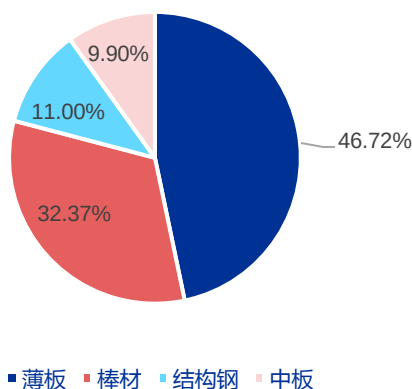
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

总的来看，目前纽柯钢铁的产能规模高于华菱钢铁，但由于纽柯钢铁部分钢材用于生产加工成钢铁制品，令纽柯钢铁的钢材销量要低于华菱钢铁。2022 年，纽柯钢铁钢材销量约 1820 万吨，低于华菱钢铁的 2655 万吨。

从后续产能增长的角度看，根据纽柯钢铁年报，目前在肯塔基州、印第安纳州和西弗吉尼亚州均有新建产能，后续总产能存在进一步扩张空间；而我国目前粗钢产能扩张严格受限，预计华菱钢铁未来产能的增长将主要依赖于并购扩张。

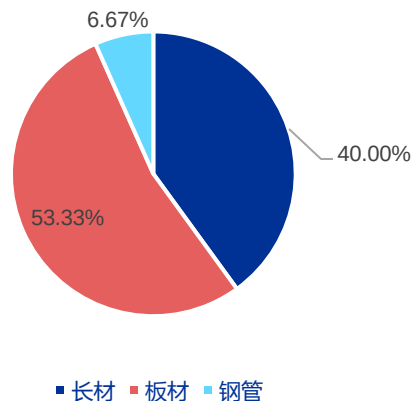
产品结构上二者较为相似，以 2022 年为例，纽柯钢铁板材占比约 57%，华菱钢铁板材占比约 53%，下游均以制造业为主。

图 16：纽柯钢铁产品结构（2022 年）



资料来源：纽柯钢铁公告，申万宏源研究

图 17：华菱钢铁产品结构（2022 年）



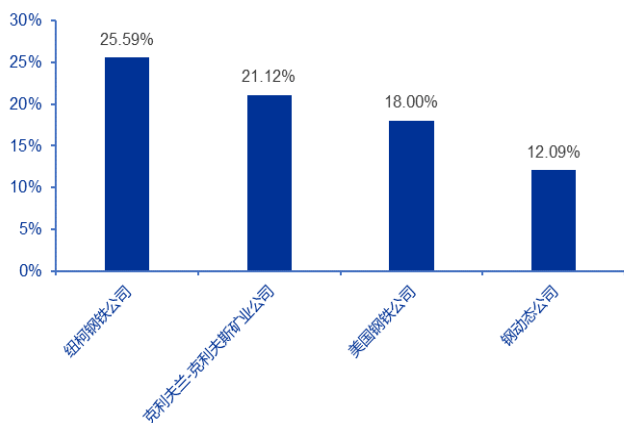
资料来源：华菱钢铁公告，申万宏源研究

产品结构相似的情况下，2022 年纽柯钢铁的吨钢售价和成本均明显高于华菱钢铁，吨钢利润也高于华菱钢铁。利润出现较大差异的原因较多：一方面，供给结构差异、市场关

税影响使得价格出现明显差异；另一方面，生产工艺的不同也导致成本出现差异，并最终使得利润端出现差异。

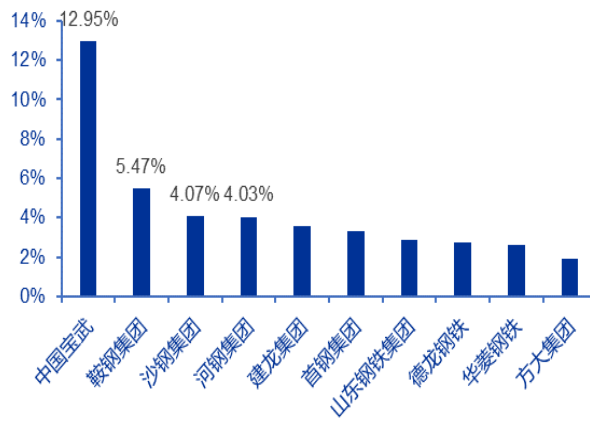
供给结构主要体现在行业集中度上。根据世界钢铁协会数据，2022 年美国钢铁行业 CR4 达到 76.8% 而中国钢铁行业 CR4 仅为 26.52%。中国钢铁行业的集中度远低于美国，导致在产业链中，中国钢铁企业议价能力较差。

图 18：2022 年美国钢铁企业市占率（%）



资料来源：世界钢铁协会，申万宏源研究

图 19：2022 年中国钢铁企业市占率（%）



资料来源：世界钢铁协会，申万宏源研究

美国贸易壁垒进一步限制供给弹性，扩大了中美钢铁市场的价差。美国钢材进口采用关税+配额的制度，根据美国《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，2018 年美国开始对进口钢铁制品征收 25% 从价关税。每年拥有进口配额的国家在限额内的进口钢材可以豁免此项关税，配额外的进口钢材和其余国家地区的进口钢材则需征收 25% 的高额关税。

根据美国海关官网文件，以 2024 年为例，拥有钢铁进口配额的国家和地区包括日本、英国、阿根廷、巴西、韩国、欧盟等，合计约 1205 万吨，按美国商务部公布 2023 年美国实际进口量 2557 万吨估算，约为美国总钢铁进口量的 47%。因此，诸如中国等地区的低成本钢铁难以流入美国市场，美国的钢材价格有独立的定价体系。

表 5：仅部分地区钢铁产品享受美国进口配额内的关税豁免

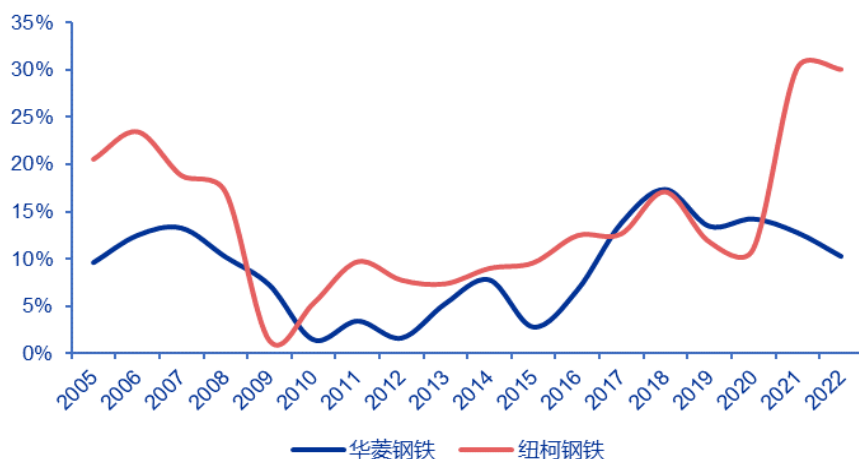
国家	钢铁进口配额
阿根廷	全年 18 万吨
巴西	全年 419 万吨
韩国	全年 263 万吨
欧盟	各国单独计算，合计全年 330 万吨
英国	全年 50 万吨
日本	全年 125 万吨
合计	1205 万吨

资料来源：美国海关，申万宏源研究

成本端的差异主要是因为生产工艺不同。美国废钢供给宽松，故纽柯主要采用短流程的电炉，主要原料为废钢；而中国废钢供给相对紧缺，故华菱主要采用长流程的高炉，主要采用铁矿石和焦煤作为原料。

不同的生产工艺下，原料自给率存在差异，进而导致成本管控能力差异。纽柯钢铁自有废钢回收和还原铁产能，成本管控能力相对较好；华菱钢铁则需要外部采购铁矿石和焦煤。不过由于铁矿石主要集中于必和必拓、力拓、淡水河谷、FMG 等四大矿山，焦煤也需从煤企采购，故而华菱钢铁对上游原料议价能力相对较弱。不过根据华菱钢铁官网，公司控股股东湖南钢铁集团通过投资澳大利亚第三大矿业公司 FMG，也拥有较为稳定的铁矿石资源保障渠道，境外铁矿石权益矿产量超过 2400 万吨/年，一定程度上也降低了对铁矿议价能力低的不利影响。

图 20：华菱钢铁和纽柯钢铁毛利率对比（%）



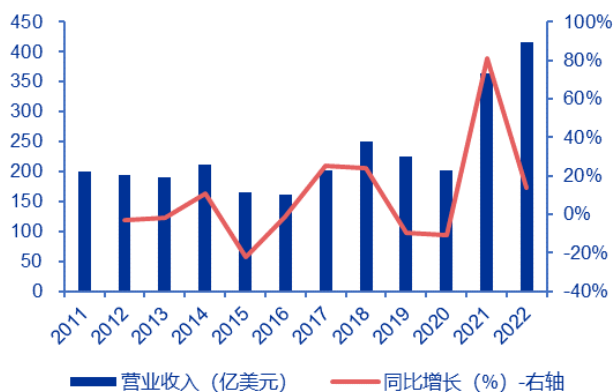
资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

故综合来看，贸易保护条例和行业集中度差异导致钢材议价能力有差异，同时原料自给率差异导致成本管控能力有差异，最终使得 2005-2022 年间，纽柯钢铁的毛利率多数时间高于华菱钢铁：期间纽柯钢铁平均毛利率约为 14.2%，高于华菱钢铁的 9.1%。

不过供给侧改革后华菱钢铁的经营管理能力得到大幅改善，2017-2022 年华菱钢铁平均毛利率约为 13.7%，已经接近纽柯钢铁发展较为成熟阶段（2005-2022）的平均毛利率水平。

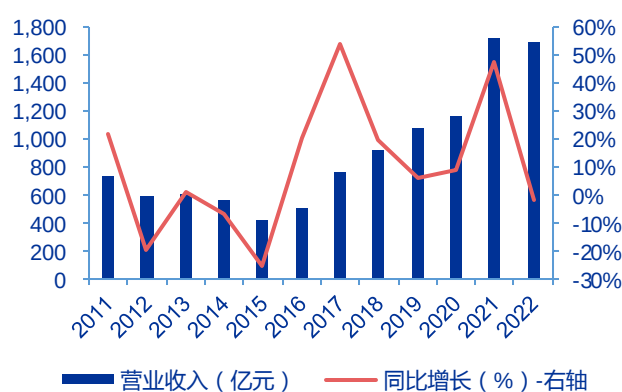
接下面我们来对比纽柯钢铁和华菱钢铁的历史业绩表现：

图 21：纽柯钢铁营收及同比



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 22：华菱钢铁营收及同比

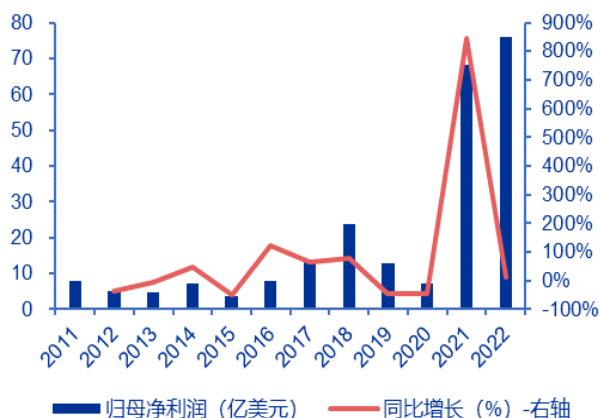


资料来源：wind，申万宏源研究

2011-2020 年，纽柯钢铁营收基本平稳，主要原因在于此阶段美国的钢铁市场格局较为稳定，公司自身钢铁产销量也基本稳定，2021 年后纽柯钢铁营收出现大幅增长，主要是通胀高企导致钢价大幅上涨所致；归母净利润方面也基本和营收同向变化，2021-2022 年受益于钢价上涨出现高增长。

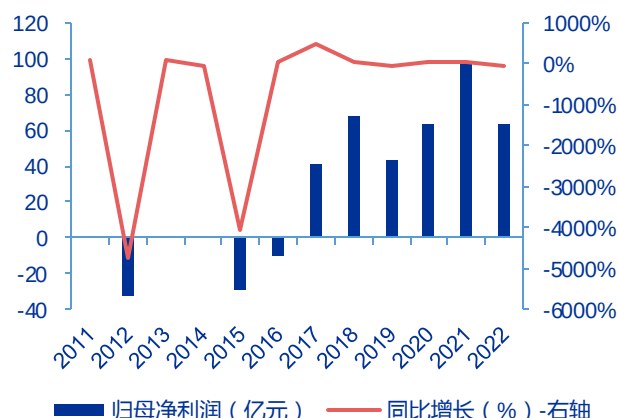
2011-2016 年，华菱钢铁整体营收稳定但利润较差，主要是因为行业竞争格局较差；2016 年后中国钢铁行业实行供给侧改革，受行业供需情况改善影响、叠加自身产量增长，华菱钢铁营收和归母净利润整体呈现稳定增长趋势，盈利稳定性较此前大幅提升。

图 23：纽柯钢铁归母净利润及同比



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

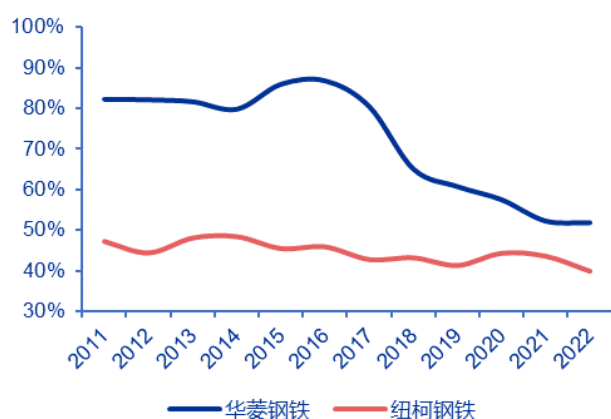
图 24：华菱钢铁归母净利润及同比



资料来源：wind，申万宏源研究

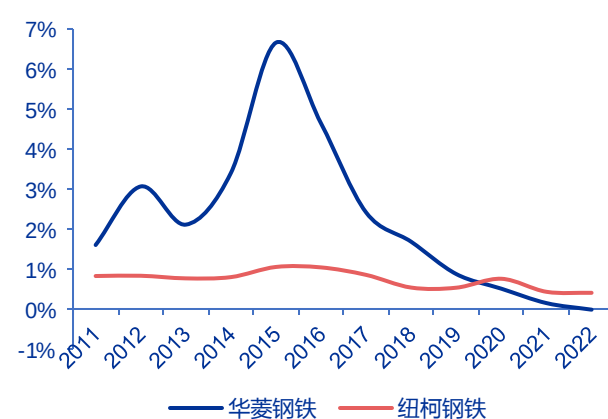
资产负债率方面，2011 至今纽柯钢铁和华菱钢铁均整体呈下降趋势，尤其华菱钢铁资产负债率在 2016 年中国钢铁行业供给侧改革后出现迅速下降；横向比较，纽柯钢铁资产负债率较低，2022 年约 40%，低于华菱钢铁的 52%。

图 25：纽柯钢铁和华菱钢铁资产负债率对比 (%)



资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

图 26：纽柯钢铁和华菱钢铁财务费用率对比 (%)



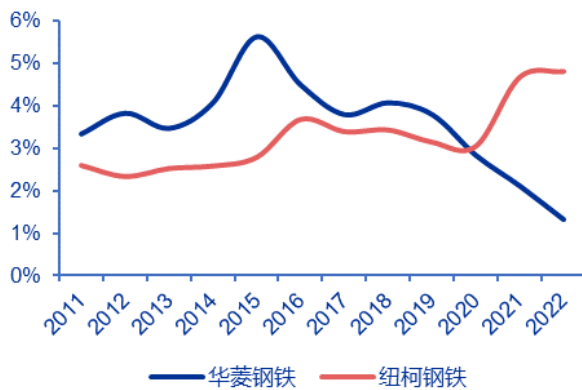
资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

纽柯钢铁较低的资产负债率令其财务费用率在 2011-2019 年期间有明显优势，不过随着近年华菱钢铁资产负债率的快速下降，2020-2022 年华菱钢铁的财务费用率已经低于纽柯钢铁。

在管理和销售费用率方面，2011 年以来，纽柯钢铁整体呈上升趋势，华菱钢铁则在 2015 年达到阶段高点后持续回落。2020-2022 年华菱钢铁管理和销售费用率已经低于纽柯钢铁。

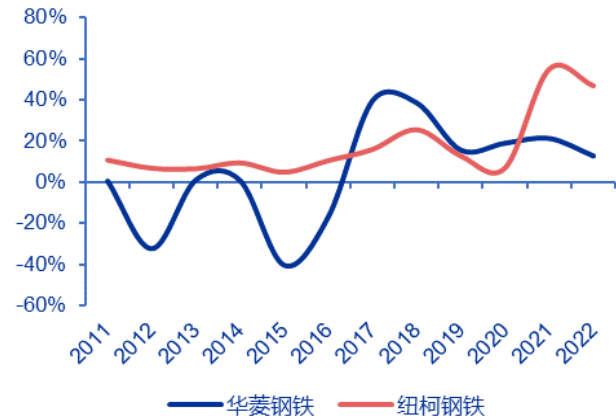
故整体来看，2020 年以来华菱钢铁对于财务费用、销售费用和管理费用的管控要优于纽柯钢铁。

图 27：纽柯和华菱钢铁管理和销售费用率对比（%）



资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

图 28：纽柯钢铁和华菱钢铁 ROE 对比（%）

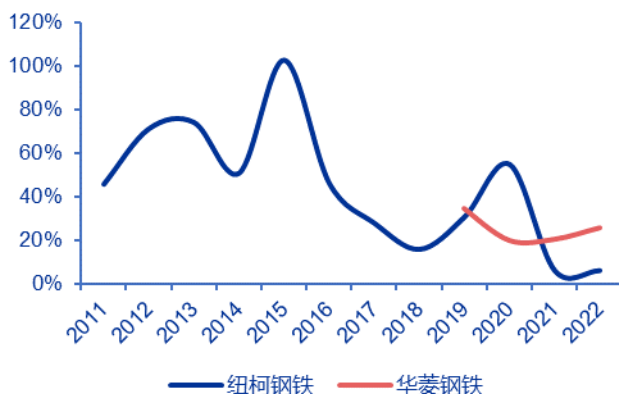


资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

Roe 方面，纽柯钢铁较为稳定，且 2011 年以来均为正，2017-2020 年低于华菱钢铁，2021-2022 年则高于华菱钢铁。

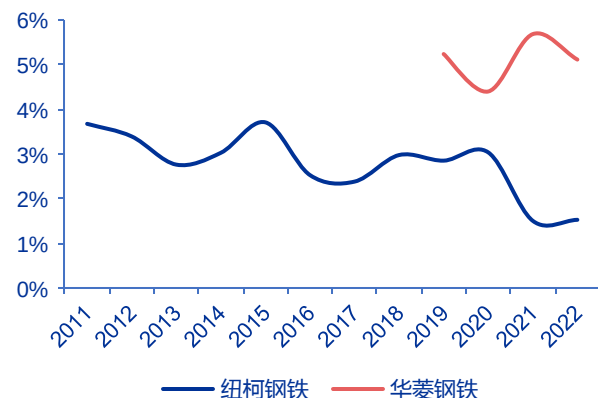
由于纽柯钢铁长期能够实现稳定盈利，2011 年至今均稳定进行分红；华菱钢铁则从 2019 年开始每年进行分红。按分红总额占当年归母净利润占比计算分红率，2011 年至今纽柯钢铁的平均分红率约 44.66%，华菱钢铁 2019 年至今的平均分红率约 25.43%；不过纽柯钢铁分红率波动较大，华菱钢铁在有分红的年份其分红率基本位于 20%-35% 区间。

图 29：纽柯钢铁和华菱钢铁分红率对比（%）



资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

图 30：纽柯钢铁和华菱钢铁股息率对比（%）



资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

按股息率=该年度每股分红/该年度最后一天市场收盘价计算历史股息率，2011-2022 年纽柯钢铁平均股息率约为 2.78%，华菱钢铁 2019-2022 年平均股息率约为 5.1%。仅计算存在分红年度，华菱钢铁的平均股息率要高于纽柯钢铁。

5. 盈利预测与估值

5.1 业务拆分和盈利预测

公司钢铁业务根据产品可以分为长材、板材和钢管，对此我们做如下假设：

销量：考虑到公司后续无大规模新增产能，预计 2023-2025 年产品销量整体稳定，预计 2023-2025 年长材销量维持 1034 万吨、板材销量维持 1460 万吨，钢管销量维持 177 万吨水平。

价格：2023 年原料价格回落导致钢价下行，故预计 2023 年公司长材和板材价格有明显回落，而后续随着汽车、造船等制造业需求逐渐企稳，预计 2024-2025 年价格将逐渐回升，预计 2023-2025 年长材价格为 3823/3853/3884 元/吨，板材价格为 5210/5242/5305 元/吨；钢管方面，由于下游主要是能源及电力领域，22 年以来始终维持高景气，预计 2023-2025 钢管价格为 7766/7844/7907 元/吨。

毛利率：考虑到不同钢材产品下游景气度有明显分化，我们对不同产品的毛利率做单独预测：长材方面和地产相关度较高，受地产低迷影响较大，预计盈利能力仍维持低位，不过未来趋势上随着原料下跌有一定回升，2023-2025 年毛利率分别为 4.6%/5.1%/5.5%；板材方面预计整体需求较为稳定，预计毛利率也基本持稳，2023-2025 年分别为 13.0%/13.4%/14.1%；钢管方面，考虑到能源投资处于高位，预计毛利率有望持续提升，2023-2025 年分别为 16.3%/17.5%/18.4%。

表 6：关键假设表（万吨，元/吨，%）

产品销量	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长材	1041	1060	1034	1034	1034
板材	1370	1416	1460	1460	1460
钢管	164	177	177	177	177
单位价格	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长材	4800	4314	3823	3853	3884
板材	5906	5738	5210	5242	5305
钢管	7214	7606	7766	7844	7907
毛利率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长材	10.2%	5.9%	4.6%	5.1%	5.5%
板材	16.8%	14.6%	13.0%	13.4%	14.1%
钢管	10.7%	13.6%	16.3%	17.5%	18.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据上述业务拆分假设及模型计算，受 23 年下半年铁矿价格高企影响，我们下调公司 2023 年归母净利润至 53.39 亿元（原预测为 56.04 亿元），但长期来看，我们看好制造业需求企稳和公司长期盈利的稳定性，故维持 2024-2025 年归母净利润预测不变，分别为 60.03、64.91 亿元，对应 PE 估值分别为 7 倍、6 倍和 6 倍。

5.2 估值对比分析与投资分析意见

考虑到当前我国钢铁行业发展已经较为成熟，产量产值与资产规模相关性较高，选取 PB 估值具备较好的参考意义；不过另一方面，钢铁作为典型的周期性行业，企业盈利能力受价格波动影响较大，选取 PE 估值也有一定参考意义。因此我们将从 PB 和 PE 估值两个角度，对比分析华菱钢铁和纽柯钢铁的历史估值变化，以对当前华菱钢铁的估值水平做出判断。

从 PB 估值角度，目前华菱钢铁估值明显低于纽柯钢铁，也处于历史相对低位。目前华菱钢铁和纽柯钢铁 PB 估值出现明显分化，根据 wind 及 Bloomberg 数据，当前华菱钢铁 PB 约 0.7 倍，远低于纽柯钢铁 2.2 倍的水平。

历史上看，近十年纽柯钢铁 PB 多数时间在 2 倍附近，平均值也为 2 倍左右。趋势上看，虽然纽柯钢铁 PB 估值水平较为稳定，但也受公司盈利和行业景气度影响，阶段性低点出现在 2020 年 3 月的 0.8 倍左右水平，彼时海外受疫情影响经济低迷，公司盈利同步回落。而此后，随着经济逐渐复苏，叠加美国流动性上升、通胀上行导致大宗商品涨价，2021-2023 年公司盈利大幅提升，纽柯钢铁 PB 估值也逐步恢复。

另一方面，华菱钢铁历史 PB 波动相对较大，近十年平均值约为 1.3 倍。整体上看，公司 PB 估值在 2014-2017 年持续上行，前半部分主要受益于宏观经济景气度恢复，后半部分主要因钢铁行业供给侧改革。2018 年后，随着钢铁限产预期减弱，公司 PB 估值持续下行，2020 年达到阶段性低点 0.8 倍附近。2021 年，碳中和政策下钢铁行业景气度向好，公司 PB 估值修复至 1.3 倍附近，但 2022 年起受地产需求下行影响，PB 估值逐步下降，阶段性低点在 2022 年 9 月降至 0.6 倍。

总体来看，目前市场对于华菱钢铁的 PB 估值水平仍停留在强周期行业的认知，尽管供给侧改革后，华菱钢铁自身经营能力逐渐加强，盈利波动性大幅降低，但 PB 估值仍主要随行业景气度波动为主，目前处于相对低位。

图 31：华菱钢铁和纽柯钢铁历史 PB 对比



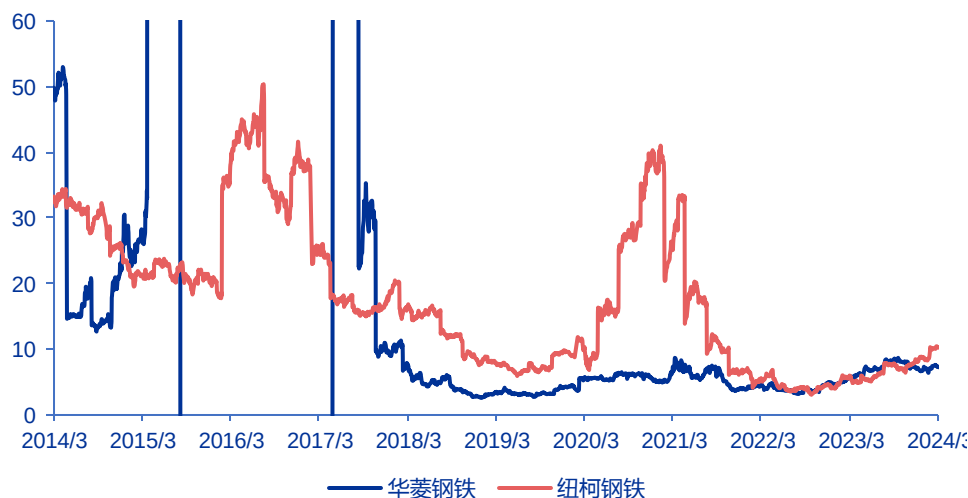
资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

从 PE 估值角度，目前华菱钢铁估值同样处于相对低位。根据 wind 及 Bloomberg 数据，当前华菱钢铁 PE 约 7 倍，低于纽柯钢铁 11 倍的水平。

历史上看，近十年纽柯钢铁 PE 主要在 10-40 倍区间波动。期间估值水平较高的时期主要在 2015Q4 和 2020 年，主要是因为当时行业景气较差、利润回落所致。2021 年以来，美国经济逐渐复苏、公司盈利大幅增长，估值水平持续下降，当前处于历史低位。

而华菱钢铁供给侧改革前后经营能力变化较大，尤其 2018 年以前盈利波动大导致历史 PE 波动相对较大。2018 年后，公司 PE 估值水平基本稳定在 5~10 倍区间。

图 32：华菱钢铁和纽柯钢铁历史 PE 对比



资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究

从行业和公司发展的角度看，在美国钢铁行业产量达峰、结构转型的过程中，纽柯钢铁通过发展电炉钢和工艺革新，维持了较好的成本控制和公司管理，在行业需求下行时保持较好的盈利，逆势扩张、市占率不断提高，逐渐成长为行业龙头。此过程中，盈利的稳定性赋予了纽柯钢铁 PB 估值的相对稳定。

而我国钢铁行业目前正处于地产需求回落、产能产量达峰的阶段，参考纽柯钢铁发展历史，行业压力较大的时候也正是市场集中度提升、优秀企业发展的良机。行业景气度低点往往是对优质企业的压力测试，此时能够实现稳定盈利的公司将具备较好的抗周期能力，也是公司股价实现超额收益的来源。

从 PB 估值角度看，在纽柯钢铁实现稳定盈利阶段，PB 估值水平基本稳定在 2 倍附近，即便有所波动，绝大多数时间内也高于 1 倍 PB；而在当前时间点，A 股优质钢铁标的如华菱钢铁、宝钢股份同样能够实现较为稳定的利润，但 PB 估值却普遍低于 1 倍，如华菱钢铁 PB 仅为 0.7 倍，显著低于美股钢铁公司平均水平。从 PE 估值角度，24-25 年，华菱钢铁 PE 分别为 6 倍和 6 倍，同样低于美股钢铁企业 PE 估值水平。因此，综合 PB 和 PE 两方面的因素，我们分析认为，当前节点华菱钢铁被相对低估，未来估值存在修复空间，维持“买入”评级。



表 7：A 股和美股钢铁行业重点公司估值表（元/股、美元/股、倍）

代码	名称	股价	EPS				PE				PB(LF)
		2024/3/4	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
600019.SH	宝钢股份	6.64	0.55	0.55	0.62	0.70	12	12	11	9	0.7
600282.SH	南钢股份	4.32	0.35	0.36	0.42	0.49	12	12	10	9	1.0
A 股行业平均							12	12	10	9	0.9
NUE.N	纽柯钢铁	190.70	28.79	18.00	13.09	12.94	7	11	15	15	2.2
CLF.N	克利夫兰-克利夫斯	21.08	2.55	0.78	1.66	1.97	8	27	13	11	1.3
STLD.O	钢铁动力	133.71	21.06	20.92	10.52	8.80	6	6	13	15	2.4
X.N	美国钢铁	47.40	9.95	4.73	3.18	3.70	5	10	15	13	0.9
美股行业平均							7	14	14	13	1.7
000932.SZ	华菱钢铁	5.57	0.92	0.77	0.87	0.94	6	7	6	6	0.7

资料来源：wind，Bloomberg，申万宏源研究（南钢股份、宝钢股份盈利预测来自于 wind 一致预期，华菱钢铁盈利预测根据申万预测，美股公司盈利预测来自于 Bloomberg，A 股公司股价和 EPS 单位为元/股，美股公司股价和 EPS 单位均为美元/股）

6 . 风险提示

- 1、下游制造业需求不及预期。公司下游以制造业为主，若对应下游需求不及预期，订单量萎缩，或将影响公司销量不及预期，进而影响公司业绩。
- 2、原料价格大幅上涨。公司需外部采购铁矿石和焦煤等原料，且原材料在钢铁成本中占比较高，若原料价格出现大幅上涨，或将造成成本上行风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	171,575	168,637	160,705	162,282	164,277
营业收入	171,176	168,099	160,308	161,838	163,818
营业总成本	160,032	160,200	153,882	154,807	155,825
营业成本	149,173	150,745	144,181	144,938	145,858
税金及附加	756	666	634	641	648
销售费用	407	461	482	487	444
管理费用	3,215	1,765	1,768	1,947	1,971
研发费用	6,078	6,441	6,138	6,167	6,243
财务费用	263	-18	554	497	530
其他收益	356	330	289	301	325
投资收益	133	147	67	156	167
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-10	-68	2	3	4
信用减值损失	5	-42	0	0	0
资产减值损失	-67	-88	59	16	18
资产处置收益	-8	-2	2	3	4
营业利润	11,950	8,714	7,264	8,156	8,818
营业外收支	-6	-40	3	4	6
利润总额	11,944	8,673	7,267	8,160	8,824
所得税	1,477	999	843	937	1,014
净利润	10,468	7,675	6,424	7,223	7,810
少数股东损益	788	1,296	1,085	1,220	1,319
归母净利润	9,680	6,379	5,339	6,003	6,491

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,468	7,675	6,424	7,223	7,810
加：折旧摊销减值	3,295	3,514	3,459	3,637	3,751
财务费用	237	95	554	497	530
非经营损失	-160	-129	-71	-162	-175
营运资本变动	-7,376	-1,746	-1,597	-3,953	118
其它	51	49	6,276	-222	-386
经营活动现金流	6,515	9,457	15,045	7,019	11,648
资本开支	4,563	6,094	2,232	1,531	1,199
其它投资现金流	-305	-7,832	-164	35	5
投资活动现金流	-4,868	-13,926	-2,396	-1,496	-1,194
吸收投资	0	1,248	0	0	0
负债净变化	-237	3,042	9,056	3,906	3,692
支付股利、利息	1,872	2,685	2,212	1,884	2,090
其它融资现金流	544	4,163	-36	-25	-16
融资活动现金流	-1,566	5,768	6,808	1,997	1,586
净现金流	191	1,535	19,457	7,520	12,040

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	50,041	58,334	69,585	77,722	90,509
现金及等价物	10,088	12,617	32,198	39,841	52,039
应收款项	18,330	16,965	15,988	16,206	16,343
存货净额	11,366	12,262	11,164	11,217	11,291
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10,258	16,489	10,235	10,457	10,836
长期投资	630	815	925	925	934



固定资产	50,938	55,741	54,461	52,346	49,783
无形资产及其他资产	4,950	4,800	4,796	4,792	4,788
资产总计	106,559	119,690	129,767	135,784	146,014
流动负债	53,629	49,997	49,632	46,273	46,740
短期借款	12,373	5,262	8,628	8,967	9,123
应付款项	20,254	28,104	24,373	20,675	20,986
其它流动负债	21,001	16,631	16,631	16,631	16,631
非流动负债	2,080	12,100	17,776	21,317	24,830
负债合计	55,709	62,097	67,408	67,591	71,571
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	13,836	13,979	13,979	13,979	13,979
其他综合收益	22	34	34	34	34
盈余公积	1,329	1,452	1,555	1,672	1,797
未分配利润	23,314	27,566	31,144	35,643	40,448
少数股东权益	5,441	7,653	8,738	9,958	11,277
股东权益	50,850	57,592	62,359	68,194	74,444
负债和股东权益合计	106,559	119,690	129,767	135,784	146,014

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.40	0.92	0.77	0.87	0.94
每股经营现金流	0.94	1.37	2.18	1.02	1.69
每股红利	-	0.29	0.24	0.20	0.23
每股净资产	6.57	7.23	7.76	8.43	9.14
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	19.4	12.3	12.2	13.1	14.7
ROE	21.3	12.8	10.0	10.3	10.3
毛利率	12.9	10.3	10.1	10.4	11.0
EBITDA Margin	9.0	7.1	7.1	7.6	8.0
EBIT Margin	7.1	5.1	4.9	5.3	5.7
营业总收入同比增长	47.2	-1.7	-4.7	1.0	1.2
归母净利润同比增长	51.4	-34.1	-16.3	12.4	8.1
资产负债率	52.3	51.9	51.9	49.8	49.0
净资产周转率	3.77	3.37	2.99	2.78	2.59
总资产周转率	1.61	1.40	1.24	1.19	1.12
有效税率	12.5	11.7	11.7	11.7	11.7
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	4.0	6.0	7.2	6.4	5.9
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/Sale	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.1	4.2	3.6	3.2	2.4
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909

资料来源：wind，申万宏源研究



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。