

2021年07月23日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001  
13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

wangqy@dwzq.com.cn

## 高弹性、长板材兼顾的区域龙头 买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	81,614	97,937	102,834	105,405
同比（%）	4.3%	20.0%	5.0%	2.5%
归母净利润（百万元）	1,983	7,560	8,005	6,952
同比（%）	75.7%	281.3%	5.9%	-13.1%
每股收益（元/股）	0.26	0.98	1.04	0.90
P/E（倍）	19.23	5.04	4.76	5.48

### 投资要点

- **马钢股份：长板材兼顾的区域龙头。**马钢是我国特大型钢铁联合企业之一，安徽省最大的工业企业，主要经营长材板材及轮轴特钢。2019年与宝武合并重组，成为其下设子公司。2020年公司长、板材产量比例接近1:1；公司H型钢、特钢车轮轴业务引领全国。
- **钢铁行业：供需向好，成本下降逻辑有望兑现。**2021年上半年，钢价最高点已突破6000元/吨，吨钢毛利回到历史次高水平。我们认为，钢铁行业三大逻辑：需求（制造业）向好，限产持续、成本下降逻辑仍未改变。需求方面，汽车缺芯、家电成本压力问题正逐步缓和，带来生产订单回暖；供给方面，碳中和大背景下，我们认为限产持续仍为大概率，随着下半年冬季到来有望迎更严厉环保限产措施；成本端，考虑2021H2开始高利润刺激下海外非主流矿山扩产叠加国内焦炭企业逐步复产，成本端有望走弱，我们测算钢铁行业吨钢毛利有望提升至800-1000元。
- **华东长材龙头，剑指4000万吨。**马钢产品种类归纳可为“三种四系”，2020年87%收入来源于长材板材。华东地区为主要销售地区，2020年销量占比高达84%。公司还与多家海外铁矿公司签署合作协议，确保了稳定的进口铁矿石供应。此外，公司还以参股的形式在河南和山东建立了两个焦炭生产基地。2021年2月3日，公司党委书记丁毅宣布，到“十四五”末，力争实现粗钢规模4000万吨。
- **高业绩弹性，盈利高增可期。**公司吨钢市值仅为1651元，处于行业较低水平；2020Q4至2021Q1吨钢净利环比增长258%，增幅居于行业前列。我们认为，在未来成本下降逻辑开始兑现，行业平均盈利持续上升的情况下，公司将充分释放业绩弹性，迎来利润高增。
- **加入宝武集团，发挥协同效应。**2019年9月19日，中国宝武与马钢集团重组实施协议正式签约，马钢集团成为中国宝武控股子公司。加入宝武集团后，公司的运营效率显著提升，2020年三费率由2019年的8.08%下降到了4.08%。生产方面，公司的多项指标创下纪录。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，2021/22/23年，公司营收分别为979.4/1028.3/1054.0亿元，增速分别为20.0%/5.0%/2.5%。我们预计公司2021/22/23年归母净利润分别为75.6/80.05/69.65亿元，对应增速分别为281.3%/5.9%/-13%；对应PE分别为5.0x/4.8x/5.5x，低于行业可比公司。考虑公司下游新制造业需求回升，公司作为低估值钢铁优质企业将充分受益，故首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游汽车、家电、建筑等制造业需求回复速度不及预期；进口铁矿石比例高，矿石保障存在风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.95
一年最低/最高价	2.52/4.95
市净率(倍)	1.25
流通A股市值(百万元)	29540.37

### 基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	60.44
总股本(百万股)	7700.68
流通A股(百万股)	5967.75

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 马钢股份:长板材兼顾的区域龙头</b> .....	<b>4</b>
1.1. 安徽钢铁龙头,“江南一枝花” .....	4
1.2. 长板材兼顾,特钢车轮轴独步全国 .....	4
1.3. 国资委实际控制,并入中国宝武集团 .....	5
<b>2. 钢铁行业:供需向好,成本下降逻辑有望兑现</b> .....	<b>6</b>
2.1. 上半场回顾:表现亮眼,价利双升 .....	6
2.2. 需求上行、限产持续、成本下跌三大逻辑仍未改变! .....	7
2.2.1. 逻辑 1:需求上升,汽车、家电订单有望回暖 .....	7
2.2.2. 逻辑 2:碳中和下,限产仍为大概率 .....	9
2.2.3. 逻辑 3:铁矿、焦炭供给恢复,成本下降逻辑有望下半年兑现 .....	10
2.3. 下半场预期:业绩持续改善,静待估值提升 .....	11
<b>3. 高业绩弹性,立足华东</b> .....	<b>12</b>
3.1. “三种四系”,均衡发展 .....	12
3.2. 立足华东市场,尽享区位优势 .....	13
3.3. 原材料深入布局,矿、焦“两手抓” .....	14
3.4. 吨钢市值低,有望充分释放业绩弹性 .....	16
<b>4. 加入宝武集团,发挥协同效应</b> .....	<b>17</b>
4.1. 加入宝武集团,管理明显改善 .....	17
4.2. 发挥协同效应,提高生产水平 .....	19
<b>5. 盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>21</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

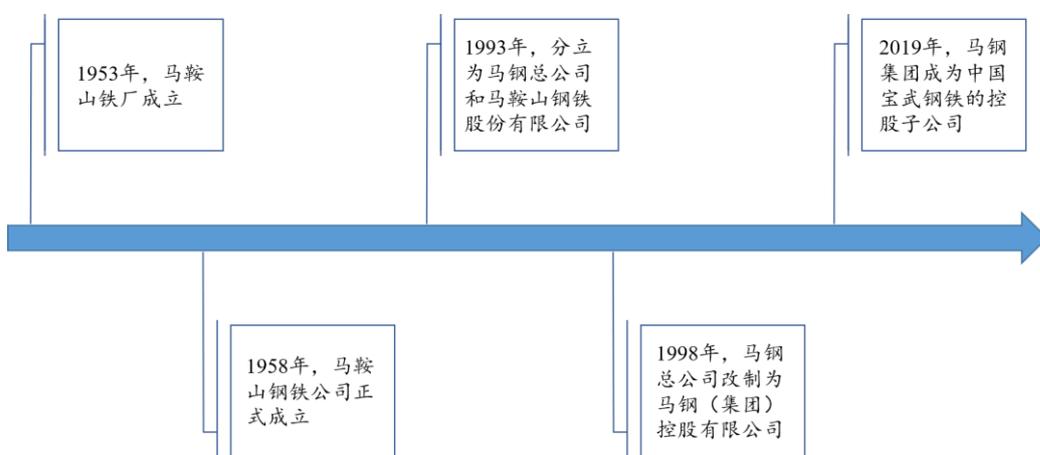
图 1: 马钢股份发展简图.....	4
图 2: 公司长板材产量结构均衡 (2020 年).....	5
图 3: 马钢股份股权结构图 (2021 年 7 月 23 日).....	6
图 4: 钢价处于历史高位 (元/吨).....	7
图 5: 2020H1 成本滞后毛利居于历史中高水平 (元/吨).....	7
图 6: 钢铁行业供需平衡表.....	7
图 7: 汽车产销数据景气持续.....	8
图 8: 家电产量回暖.....	8
图 9: 房产开发投资增速放缓.....	8
图 10: 铁矿石价格突破 200 美元/吨.....	10
图 11: 我国矿山成本较高.....	10
图 12: 非主流矿山 2020-2021 扩产近 6000 万吨/年.....	11
图 13: 主流品类吨钢毛利水平 (单位: 元/吨).....	11
图 14: 华东汽车销量同比增长强劲.....	14
图 15: 华东家电市场 (洗衣机、电冰箱) 快速恢复.....	14
图 16: 公司三费率波动下降.....	18
图 17: 公司管理费用率波动下降.....	18
图 18: 公司的资产负债率波动下降.....	18
图 19: 全球最大的炼铁智控中心.....	20
表 1: 2021 年部委、地方关于钢铁限产政策.....	9
表 2: 钢铁行业毛利变化测算.....	12
表 3: 公司主要产品及应用领域.....	13
表 4: 马钢国内铁矿资源情况 (2019 年).....	15
表 5: 马钢主要的参股控股公司.....	15
表 6: 钢铁行业主要上市公司吨钢指标分析 (2021 年 7 月 23 日).....	16
表 7: 公司并入宝武集团历程.....	17
表 8: 宝武对马钢产品结构优化规划.....	19
表 9: 2020 年公司科研创新成果丰富.....	20
表 10: 公司分业务营收毛利拆分 (亿元).....	21
表 11: 公司可比公司估值 (2021 年 7 月 23 日).....	22

## 1. 马钢股份:长板材兼顾的区域龙头

### 1.1. 安徽钢铁龙头，“江南一枝花”

马钢股份（600808）全称马鞍山钢铁股份有限公司，是我国特大型钢铁联合企业之一，安徽省最大的钢铁企业，位于长江之滨，地理位置优越，交通快捷便利，素有“江南一枝花”的美誉。马钢的前身是成立于1953年的马鞍山铁厂；1958年马鞍山钢铁马钢股份成立；1993年成功实施股份制改制；2019年9月19日，中国宝武与马钢集团重组实施协议正式签约，马钢集团成为中国宝武控股子公司，中国宝武持有马钢集团51%股权，安徽省国资委持有马钢集团49%股权。在63年发展中，马钢已经形成了铁、钢、材800万吨配套生产规模，总资产近300亿元。公司拥有世界先进水平的冷热轧薄板生产线、高速线材生产线、我国最先进的热轧大H型钢生产线和亚洲最大的车轮轮箍专业生产厂，按国际标准组织生产的钢材产品达到钢材产品总量的80%，产品出口到48个国家和地区。

图 1: 马钢股份发展简图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

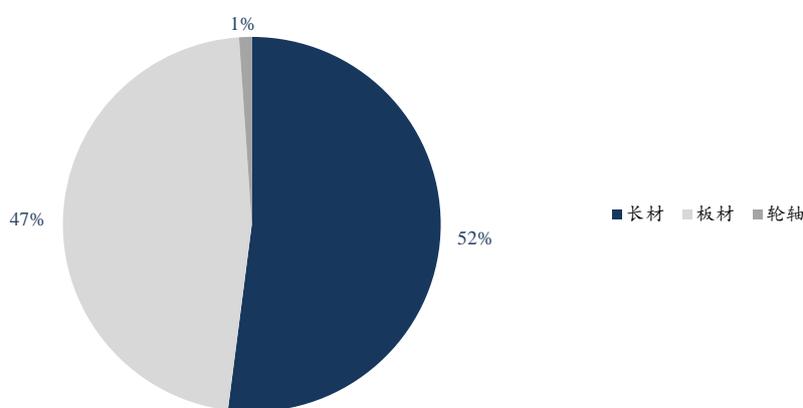
### 1.2. 长板材兼顾，特钢车轮轴独步全国

马钢股份主营业务为钢铁产品的生产和销售，2020年钢材销售额占比达到93%，是中国最大钢铁生产和销售商之一，生产过程主要有炼铁、炼钢、轧钢等。马钢主要产品是钢材，可分为板材、长材和轮轴三大类。依托三项主要业务，形成了独具特色的“板、型、线、轮”产品结构。

**板材系列齐全，依托周边产业侧重汽车家电。**马钢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，汽车板通过通用全球一级工程认证。

**拥有型材和线棒双长材。**马钢拥有世界先进水平的线材轧机装备和技术，产品品种、规格齐全。市场竞争力位于国内前列，广泛应用于民用建筑、工业、国防各个领域。同时马钢热轧 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。

图 2：公司长板材产量结构均衡（2020 年）



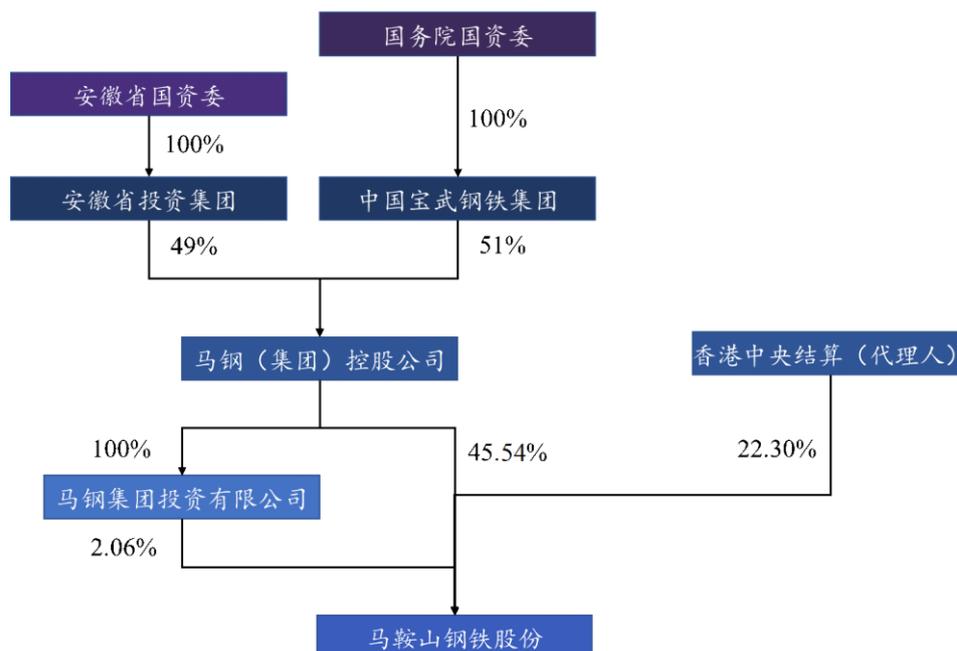
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**特钢车轮轴独步全国。**主要包括火车轮、车轴及环件。马钢发挥装备优势，健全特钢终端产品体系，打造差异化、专业化竞争力，构建精品特钢产品体系。具备年产 10 万吨高速车轴钢生产线，2020 年国内市场份额已达 60% 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。同时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。

### 1.3. 国资委实际控制，并入中国宝武集团

马钢股份的控股大股东是马钢（集团）控股有限马钢股份，持有 45.54% 的股份，系直接控股股东，安徽省国资委为上市马钢股份实际控制人。在 2019 年安徽国资委无偿划转马钢集团 51% 股份给予宝武集团，马钢集团的直接控股股东地位不变，中国宝武钢铁成为马钢股份间接控股股东，国务院国资委成为实际控制人。

图 3: 马钢股份股权结构图 (2021 年 7 月 23 日)



数据来源：马钢股份官网、东吴证券研究所

马钢股份在发展过程中不断成立和收购相关的企业，实现业务范围拓展，创新和建设能力整合以及多元化发展。截至 2020 年末，马钢股份参控股企业高达 48 家，业务涉及钢铁产业链上下游以及贸易等。

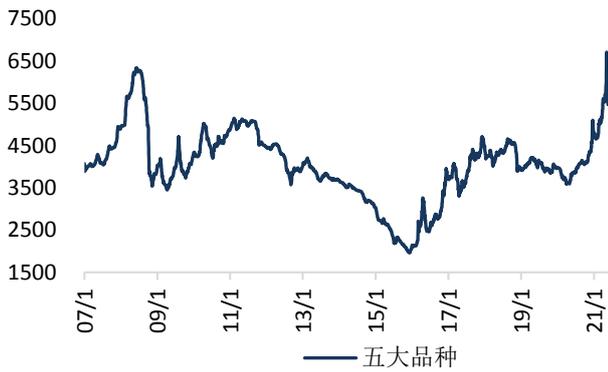
## 2. 钢铁行业：供需向好，成本下降逻辑有望兑现

### 2.1. 上半场回顾：表现亮眼，价利双升

2020 年钢铁高举高打，即使疫情影响，全年钢铁行业价格、产量仍然高位运行，反应行业需求大幅超预期。成本阶段性强势，全年钢铁利润微降，但结构分化，板材类公司同比增速较高。

2020H1 钢价突破 6000 元/吨，铁矿石价格突破 220 美金/吨，创历史新高，吨钢毛利回到历史次高水平。

图 4: 钢价处于历史高位 (元/吨)



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

图 5: 2020H1 成本滞后毛利居于历史中高水平 (元/吨)



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

## 2.2. 需求上行、限产持续、成本下跌三大逻辑仍未改变!

### 2.2.1. 逻辑 1: 需求上升, 汽车、家电订单有望回暖

2021 年钢铁行业我们预计供需好转, 产能利用率小幅抬升至 90.2%, 且随着成本后续有望相对转弱, 钢铁行业盈利有望同比增加。

- 1) 钢铁无新审批产能, 但考虑到产能置换的延后, 我们预计仍有部分钢铁产能投放, 21 年净增规模在 400 万吨左右, 同比增 0.3%。
- 2) 随着制造业复苏叠加出口回升, 我们预计 2021 年粗钢总需求增长 8.1%。其中国内钢铁需求同比增长 3.9%; 国外需求高增至 6000 万吨, 同比增长 234%。

图 6: 钢铁行业供需平衡表

钢铁供需平衡	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021E
国内需求 (万吨)	67,312	73,366	75,997	79,898	81,962	78,494	80,313	84,422	88,234	92,580	96,841	100,649
YOY	15.4%	9.0%	3.6%	5.1%	2.6%	-4.2%	2.3%	5.1%	4.5%	4.9%	4.6%	3.9%
外部需求 (万吨)	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,100	5,800	1,794	6,000
YOY	-1969.7%	28.2%	28.4%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-10.0%	-4.9%	-69.1%	234.4%
粗钢总需求 (万吨)	70,154	77,009	80,674	84,978	89,858	88,053	89,728	91,201	94,334	98,380	98,635	106,649
YOY	15.2%	9.5%	4.6%	5.3%	5.7%	-2.0%	1.9%	1.6%	3.4%	4.3%	0.3%	8.1%
库存变化 (万吨)	-128	-222	500	1,292	1,403	-1,175	844	1,321	-359	2,220	6,965	1,000
YOY	-103.1%	74.2%	-324.9%	158.4%	8.6%	-183.8%	-171.8%	56.5%	-127.1%	-718.8%	213.7%	-85.6%
粗钢实际总产量 (亿吨)	70,026	76,787	81,206	86,270	91,261	86,878	90,572	92,522	93,975	100,600	105,600	107,649
YOY	12.5%	9.7%	5.8%	6.2%	5.8%	-4.8%	4.3%	2.2%	1.6%	7.0%	5.0%	1.9%
粗钢总有效产能 (亿吨)	8.63	9.63	10.65	11.37	11.72	11.61	10.84	9.95	10.11	11.20	11.90	11.94
YOY	9.0%	11.6%	10.7%	6.7%	3.1%	-0.9%	-6.7%	-8.2%	1.7%	10.7%	6.3%	0.3%
产能利用率 (含表外)	81.2%	79.8%	76.2%	75.9%	77.8%	74.8%	83.6%	93.0%	92.9%	89.8%	88.7%	90.2%

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

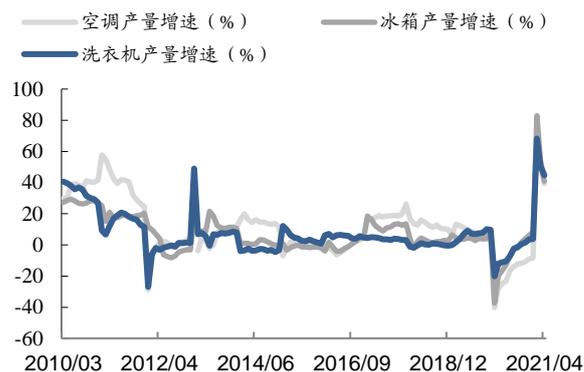
**制造业周期上行。**1) **汽车制造触底回升。**2020年4月复工复产以来,经济回暖使消费者信心恢复叠加中央、地方两级政府出台“汽车下乡”政策,汽车产销迎来两旺。2020年下半年以来汽车产销量降幅逐步收窄,我们预计21年同比增速大幅转正;2) **家电制造逐步回暖。**2020年6月以来,家电产量逐步回暖。全球经济复苏、中国家电下乡等带来家电消费上升,我们预计21年维持高速增长态势。

图 7: 汽车产销数据景气持续



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 家电产量回暖



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**建筑业基本平稳。**1) 基建增速持续放缓,政策支持力度欠缺且资金到位速度偏慢,我们预计 21 年需求小幅走弱;2) 房地产投资继续回升,先行指标均有回暖,市场利率下行对房地产投资有利,但政策方面仍然不够友好,银行体系资金进入房地产行业有所下滑,但考虑到先行指标改善,我们预计 21 年实际需求尚可。

图 9: 房产开发投资增速放缓



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

### 2.2.2. 逻辑 2: 碳中和下, 限产仍为大概率

2020 年 9 月 22 日, 习总书记郑重宣布, 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。

实现钢铁行业碳中和的一大有效途径便是压缩钢铁产量。2021 年 1 月 26 日, 工信部发言人表示: “进一步促进钢铁产量的压减, 逐步建立以碳排放、污染物排放、能耗总量为依据的存量约束机制, 研究制定相关工作方案, 确保 2021 年全面实现钢铁产量同比的下降”。据此我们推断, 低排放、低能耗的企业将会获得更宽松的钢铁产量限制。

各地限产措施频出。6 月 3 日, 宁夏中卫发布《关于对部分高耗能企业实施限产通知》, 要求现有“两高”生产企业(涉及钢铁、铁合金等行业), 6 月份限产 30%、7-12 月份根据能耗双控目标剩余总量再限产 30%; 6 月 3 日, 江苏徐州发布通知将于 6 月 4 日紧急召开钢铁行业生产情况调查会, 落实年度钢铁行业供给侧结构性改革任务。

表 1: 2021 年部委、地方关于钢铁限产政策

发布时间	部门	名称	相关内容
2021 年 1 月	生态环境部	《碳排放权交易管理办法(试行)》	计划将钢铁、水泥、化工等行业纳入碳排放权交易市场。
2021 年 1 月	工信部		钢铁压减产量是我国完成碳达峰、碳中和目标任务的重要举措, 工信部将从四方面促进钢铁产量压减。
2021 年 2 月	唐山市	《关于启动重污染天气 II 级应急响应通知》	23 家大钢厂停产限产, 热轧企业停产, 冷轧企业停止公路运输, 高炉铸造企业按级别限产减排。
2021 年 3 月	唐山市	《钢铁行业企业限产减排措施的通知》	要求在 3 月 20 日起至年底, 对全市全流程钢铁企业按照 30-50% 的减排比例执行限产措施。
2021 年 4 月	发改委、工信部		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 年 4 月	邯郸市	《2021 年二季度重点行业生产调控方案》	视全市空气质量和气象条件情况适时调整限产比例。
2021 年 5 月	发改委	《关于钢铁冶炼项目备案管理的意见》	严格钢铁冶炼项目备案管理, 规范建设钢铁冶炼项目, 强化钢铁项目备案事中事后监管, 以巩固化解钢铁过剩产能成果, 推进钢

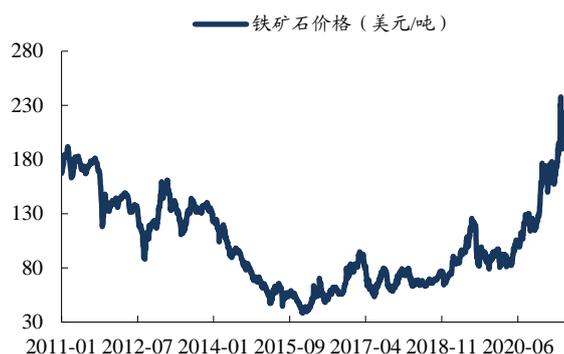
2021年5月	工信部	《钢铁行业产能置换实施办法》	铁产业结构调整推动钢铁行业实现碳达峰、碳中和。 严格置换要求:大气污染防治重点区域置换比例不低于 1.5:1, 其他地区置换比例不低于 1.25:1。
2021年6月	国务院	全国深化“放管服”改革着力培育和激发市场主体活力电视电话会议	李克强总理提出:进一步为市场主体放权赋能,减少不当干预
2021年6月	宁夏中卫	《关于对部分高耗能企业实施限产通知》	要求现有“两高”生产企业(涉及钢铁、铁合金等行业),6月份限产30%、7-12月份根据能耗双控目标剩余总量再限产30%。
2021年6月	江苏徐州	钢铁行业生产情况调查会	落实年度钢铁行业供给侧结构性改革任务,要求今年全年粗钢产量不超去年的大方向

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所整理

### 2.2.3. 逻辑3: 铁矿、焦炭供给恢复, 成本下降逻辑有望下半年兑现

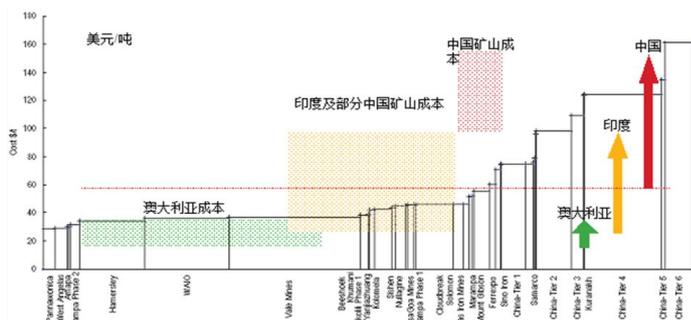
由于供需错配, 铁矿价格暴涨。我们测算得矿价 150 美元/吨以上时, 全球 90% 矿山盈利; 矿价涨至 200 美元/吨以上时, 全球 100% 矿山盈利。

图 10: 铁矿石价格突破 200 美元/吨



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 11: 我国矿山成本较高



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

2021 年全球铁矿石产能增量主要为矿价上涨后刺激非主流矿扩产; 我们预计全球矿山的新增产能近 6000 万吨。国内放开可再生资源进口资质, 叠加废钢自然回收量小幅回升, 我们预计 2021 年我国废钢供应量增加 2000 万吨。

图 12: 非主流矿山 2020-2021 扩产近 6000 万吨/年

年份	地区	公司	项目	投产时间	品种	品位	产能 (万吨)
2020	澳大利亚	Nathan River Resources	Roper Bar iron ore project	2020.10	可直发粉/块	60.10%	150
	巴西	ERG	BAMIN	2020.12	可直发粉矿&精粉	65.00%	200
	澳大利亚	Mineral Resources	Parker Range iron ore Project	2021 1H	粉矿	56.40%	420
	澳大利亚	Mineral Resources	Wonmunna Iron Ore	2021 1H	粉矿	56.50%	500
	澳大利亚	Mineral Resources	Marillana (MRI 50%)	2021 2H	粉矿	60.50%	2000
2021	澳大利亚	Fe Limited	Yarram Iron	2021 Q2	粉矿	60-62%	100
	澳大利亚	Fenix Resources	Iron Ridge mine	2021.02	可直发铁矿	63-64%	125
	澳大利亚	GWR Group	Wiluna West Iron Ore Project	2021.01	可直发粉矿	60.70%	100
	澳大利亚	Strike Resources	Paulsens East iron ore project	2021 1H	可直发铁矿	62.00%	150
	巴西	Cadence矿业公司	Amapá iron ore mine	2021	精粉/球团	62-65%	530
	秘鲁	Strike Resources	Apurimac Iron Ore	2021 Q2	粉矿	57.30%	2000
	总量 (四大矿之外)						6275

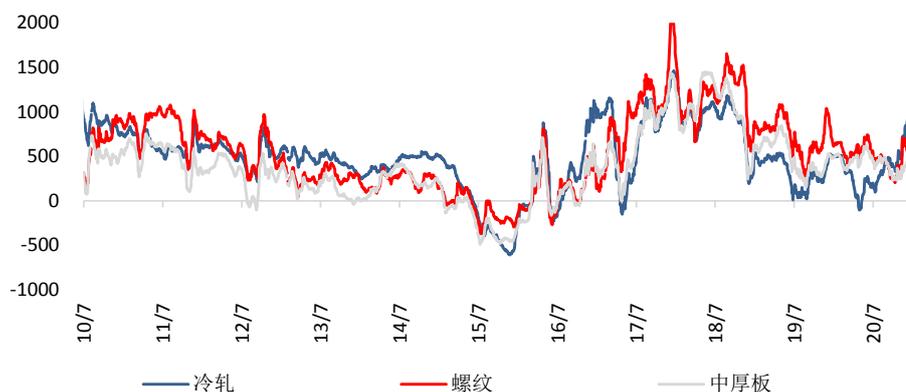
数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

因此我们认为, 在 2021Q3 原材料供给增加的情况下, 全行业炼钢成本有望显著下降, 为钢厂提高利润空间。

### 2.3. 下半场预期: 业绩持续改善, 静待估值提升

根据高频数据跟踪, 2021 年 Q1、Q2 钢铁行业吨钢毛利分别为 600、1300 元/吨。我们认为, 反映到钢铁上市公司中报业绩上, 2021Q2 环比 Q1 将有大幅上升。

图 13: 主流品类吨钢毛利水平 (单位: 元/吨)



数据来源: mysteel, wind, 东吴证券研究所测算

根据跟踪的高频数据, 2021 年 7 月下旬, 五大品种平均吨钢毛利近 1000 元/吨; 2021 年 7 月 23 日进口铁矿、焦炭价格分别为 1123 元、2779 元/吨。考虑我们前文所述, 高利润刺激下, 海外矿山供给恢复, 铁矿价格走弱; 2021H2 山东各地焦炭企业复产, 焦炭供应恢复将有望拉低焦炭价格。现我们对原材料价格下跌带来钢铁吨钢毛利空间增厚

进行测算:

假设: 1) 进口铁矿和焦炭价格下降幅度一致; 2) 钢价相对成本下跌 50%。因此我们可得, 在原材料成本下跌 5%-50%时, 钢铁吨钢毛利将提升 94-938 元/吨。

表 2: 钢铁行业毛利变化测算

原材料成本波动幅度	铁矿石价格变动 (元/吨)	焦炭价格变动 (元/吨)	成本下降合计 (元/ 吨)	现价跌 幅 (元/ 吨)	利润增 厚 (元/ 吨)
-5%	-74	-140	188	94	94
-10%	-147	-280	375	188	188
-20%	-294	-560	750	375	375
-30%	-441	-840	1126	563	563
-40%	-588	-1120	1501	750	750
-50%	-735	-1400	1876	938	938

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所测算

考虑海外铁矿和国内山东等地焦炭实际复产节奏, 我们给出 2021 年下半年钢铁原材料成本跌幅在 10%-20%之间, 因此将带来 188-375 元的吨钢毛利增厚空间; 即我们认为, 2021H2 钢铁行业吨钢毛利将维持在 800-1000 元。

### 3. 高业绩弹性, 立足华东

#### 3.1. “三种四系”, 均衡发展

**马钢产品结构成为竞争优势。**以出厂种类划分, 马钢钢材产品主要分为三个部分, 长材、板材和轮轴。2020 年马钢长材板材分别占钢材总产量 52.01%和 46.88%, 为马钢主营业务。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。马钢进行产品结构化变置, 逐渐降低长材板材收入占比。

**汽车板与家电板为板材主要方向。**板材主要包括热轧薄板、冷轧薄板、镀锌板及彩涂板。马钢家电板每年为家电制造行业提供超过 300 万吨优质钢材。马钢已具备低中高牌号无取向硅钢产品全覆盖的生产能力和制造水平, 中高牌号产品比例较高。

**长材 H 钢行业头筹。**长材主要包括型钢和线棒材。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。2021 年 4 月 15 日, 重型 H 型钢极限规格 H1109 × 461 × 21 × 40.5mm 在马钢批量试制成功, 实现亚洲首发。该产品在马钢的试制成功和批量生产, 打破了国外钢厂对该产品规格的垄断, 填补了国内市场空白。同时国内首条重

型 H 型钢生产线建成投产。项目总投资人民币 16.5 亿元，年产能 80 万吨，已开发 9 个系列 20 余个规格新产品。

**轮轴及特钢为未来关注对象。**轮轴为马钢吨钢利润最高的产品，2020 年轮轴吨钢利润超过 1600 元。轮轴主要包括火车轮、车轴及环件，广泛应用于铁路运输、港口机械、石油化工、航空航天等诸多领域。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。马钢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，其中高铁及重载车辆用车轴钢已形成了具备自主知识产权的成套工艺技术并替代进口，车轴用钢产品占据国内市场份额 60% 以上。高端石油钻铤钻杆用热轧圆钢，国内市场占有率超过 44%，经加工的终端产品畅销韩国、德国、澳大利亚等众多海外国家。

表 3: 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	建筑、汽车、桥梁、机械等行业及石油输送方面
	冷轧薄板	高档轻工、家电类产品及中、高档汽车部件制作
	镀锌板	汽车板、家电板、高档建筑板及包装、容器等行业用板
	彩涂板	建筑内外用、家电及钢窗等方面
长材	H 型钢	建筑、钢结构、机械制造及石油钻井平台、铁路建设
	普通中型钢	建筑桁架、机械制造及船用结构钢件
	高速线材	建筑、紧固件制作、钢绞线钢丝及弹簧钢丝
	热轧带肋钢筋	主要用于建筑方面
轮轴	火车轮、车轴及环件	铁路运输、港口机械、石油化工、航空航天等诸多领域
特钢	连铸圆坯、连铸方坯、热轧圆钢、热轧方坯等	主要用于轨道交通、能源、汽车零部件、高端制造四大领域

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3.2. 立足华东市场，尽享区位优势

马钢位于安徽省东部风景秀丽的马鞍山境内，具有临江近海，紧靠经济发达的长江三角洲的优越地理位置。航空、公路、铁路、水路交通便捷。

**市场定位于华东地区，尤其依靠安徽发展。**马钢市场主体在华东地区，主要为江浙沪皖四省。得益于华东地区经济的快速恢复和发展，在 2020 年马钢在华东地区收入占比超过 80%。安徽是中国主要家电生产基地之一，并且连续享受的国家政策，马钢作为安徽省内龙头钢企，2020 年收入中在安徽省的收入占比达到 46%，强力抬升马钢营业总

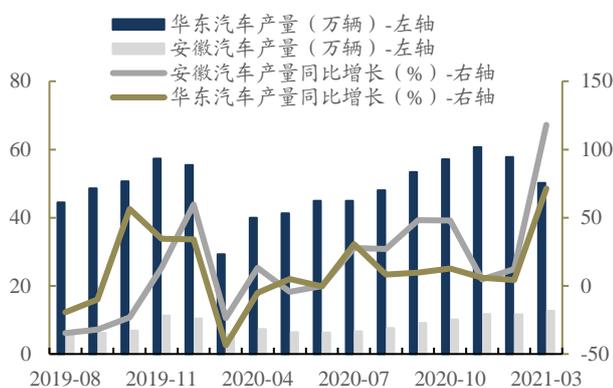
收入。

**华东市场持续向好，2021年马钢将继续享受经济福利。**在2021年3月份，华东地区与安徽省汽车产量同比增长创历史新高，分别达到71.44%和118.17%，汽车市场需求弹性较大，今年行情乐观，对汽车板材需求旺盛。家电行业一直为安徽制造业主要支柱力量，与钢铁行业关联度较大的洗衣机与电冰箱产业上，市场需求在疫情过后触底反弹，同比增长率维持在10%左右。

**项目发展定位不再局限于安徽省。**公司钢铁产业拥有马钢股份公司本部、长江钢铁、合肥公司、瓦顿公司四大钢铁生产基地。2020年10月，公司向全资子公司马钢瓦顿增资20,000,000欧元，折合人民币157,524,000元。优特钢新产线建设是马钢抢抓长三角区域加快打造改革开放新高地机遇采取的重要举措之一。根据中国宝武安徽区域马鞍山总部的定位，按照“跳出马钢看马钢、跳出马钢发展马钢”的思路，马钢积极构建协同发展格局和加快推进一体化发展进程。

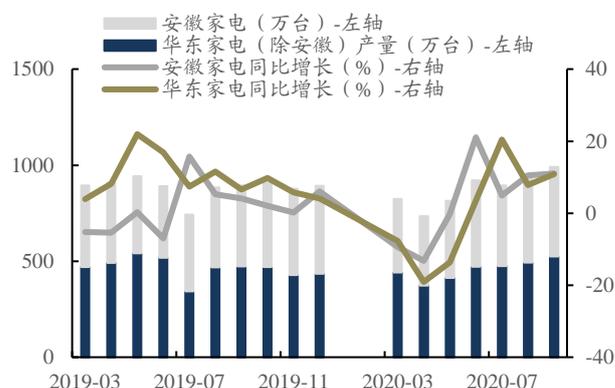
**加快与长三角多产业融合进度。**在公司2021年规划中提出，马钢需统筹推进以钢铁产业为基础，轨道交通、金属资源回收加工综合利用、冶金装备制造、设备远程运维、特种冶金材料、装配式建筑、矿产资源、长三角数据中心协同发展的“1+8”产业布局马钢加强与中国宝武长三角区域内子公司的规划协同、产业协同、产品协同，并协同建设特种冶金材料新基地及相关产线，充分发挥区域总部功能。

图 14: 华东汽车销量同比增长强劲



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 15: 华东家电市场（洗衣机、电冰箱）快速恢复



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

### 3.3. 原材料深入布局，矿、焦“两手抓”

**集团拥有国内多家铁矿，资源丰富。**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，2019年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。

表 4: 马钢国内铁矿资源情况 (2019 年)

矿产名称	预计保有储量 (万吨)	产能情况 (万吨)
凹山铁矿	1372	600
东山铁矿	465	50
姑山铁矿	7759	100
长龙山铁矿	137	50
和睦山铁矿	2092	110
高村铁矿	16944	500
罗河铁矿	36800	300
白香山铁矿	14991	200
和尚桥铁矿	6682	300
张庄铁矿	18495	500
钟久铁矿	6453	200

数据来源：马钢集团债券 2019 年度跟踪评级报告，东吴证券研究所

**原下属废钢企业整顿，回收量提高。**原下属子公司马钢废钢，2020 年进行资产重组，更名为欧冶链金再生资源有限公司，马钢集团控股 18.31%，其主要业务废旧金属回收、加工、销售，合作新设立欧冶工业品公司，保证废钢来源与销售。同时马钢控股子公司长江钢铁废钢销售及处理业务继续保持。在 2020 年，马钢废钢回收利用达到 267 万吨，相比上年增加 10%，冶炼成本相较下降 1.33 亿元，且收购价格相较国内平均价格偏低。

**参股多家焦炭生产基地。**目前马钢股份与淮北矿业股份有限公司、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、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、澳大利亚必和必拓等多家公司建立了煤炭战略伙伴关系。此外，公司还以参股的形式在河南和山东建立了两个焦炭生产基地。

表 5: 马钢主要的参股控股公司

公司名称	持股比例	主营业务
安徽长江钢铁股份有限公司	55%	黑色金属冶炼、螺纹钢、元钢、型钢、角钢、异型钢、线材及棒材生产销售、铁矿石、铁矿粉、废钢销售及进出口经营业务

马钢(合肥)钢铁有限责任公司	71%	黑色金属冶炼及其压延加工与产品、副产品销售; 焦炭及煤焦化产品、动力生产及销售, 钢铁产品延伸加工、金属制品生产及销售
马钢瓦顿股份有限公司	100%	设计, 制造, 加工, 投入商品生产, 维修及修理所有用于铁路运输, 城市运输及机械工业的产品和设备
河南金马能源股份有限公司	26.89%	焦炭、煤焦油、粗苯、硫酸铵、焦炉煤气生产销售; 焦炉煤气发电、热力生产
欧冶链金再生资源有限公司	18.31%	废旧金属回收、加工、销售
盛隆化工有限公司	31.99%	焦炭、硫酸铵、煤焦化工类产品(不含其他危险化学品)生产销售; 机械设备的维修、加工(不含特种设备)

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 3.4. 吨钢市值低, 有望充分释放业绩弹性

公司吨钢市值较低, 仅为 1651 元, 在钢铁上市公司中处于较低水平; 在 2020Q4 至 2021Q1 钢铁行业盈利环比大幅改善的情况下, 公司吨钢净利从 83 元上升至 296 元, 环比高达 258%, 居于行业前列。

表 6: 钢铁行业主要上市公司吨钢指标分析 (2021 年 7 月 23 日)

代码	名称	市值 (亿元)	2020 年产 量(万吨)	吨钢市值 (元)	2020Q4 吨钢 净利(元)	2021Q1 吨钢 净利(元)	环比改善 幅度
601003.SH	柳钢股份	172	1530	1122	133	212	59%
000709.SZ	河钢股份	286	2510	1138	68	82	20%
600022.SH	山东钢铁	230	1627	1413	73	206	182%
000717.SZ	韶钢松山	116	802	1448	179	213	19%
600231.SH	凌钢股份	90	581	1541	153	169	11%
600808.SH	马钢股份	346	2097	1651	83	296	258%
000898.SZ	鞍钢股份	461	2648	1740	144	242	67%
600581.SH	八一钢铁	114	625	1820	10	106	1005%
000761.SZ	本钢板材	192	1031	1865	11	268	2401%
002110.SZ	三钢闽光	215	1137	1891	205	322	58%
000932.SZ	华菱钢铁	516	2678	1927	223	293	32%

600282.SH	南钢股份	236	1158	2037	306	354	16%
600307.SH	酒钢宏兴	171	674	2537	79	253	222%
600782.SH	新钢股份	247	938	2635	83	388	370%
000778.SZ	新兴铸管	163	545	2995	275	335	22%
601005.SH	重庆钢铁	246	712	3460	137	666	388%
600019.SH	宝钢股份	1802	4500	4003	421	456	8%
600126.SH	杭钢股份	179	437	4104	314	325	3%
000959.SZ	首钢股份	475	849	5599	140	234	67%
600010.SH	包钢股份	1226	1561	7855	71	184	160%

数据来源：wind，东吴证券研究所

在钢铁行业需求持续景气，供给天花板显现，且成本有望下降的大背景下，钢铁行业平均毛利有望进一步提高；公司作为高业绩弹性企业，有望充分收益行业盈利改善，迎来业绩高速增长。

## 4. 加入宝武集团，发挥协同效应

### 4.1. 加入宝武集团，管理明显改善

2019年9月19日，中国宝武与马钢集团重组实施协议正式签约，马钢集团成为中国宝武控股子公司，中国宝武持有马钢集团51%股权，安徽省国资委持有马钢集团49%股权。

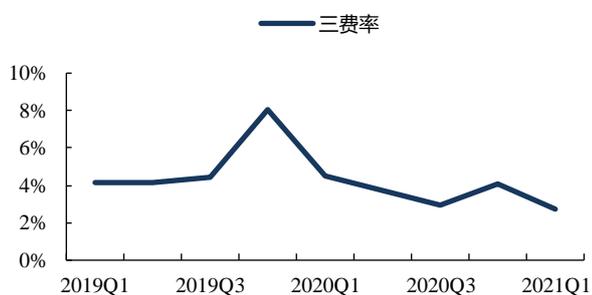
表 7：公司并入宝武集团历程

时间	参与方	协议或公告	实际控制人是否变更
2019年5月28日	安徽省国资委	安徽省国资委审议同意本次收购事项	否
2019年5月30日	宝武集团	中国宝武董事会对本次收购作出决议，同意本次收购事项	否
2019年5月31日	安徽省国资委，宝武集团	安徽省国资委与中国宝武签署了《安徽省人民政府国有资产监督管理委员会和中国宝武钢铁集团有限公司关于马钢（集团）控股有限公司股权无偿划转之协议》	否
2019年7月8日	宝武集团，中国证监会	中国宝武向中国证监会提交了豁免要约收购申请文件，并于2019年7月11日获得受理	否
2019年9月19日	宝武集团，马钢集团	中国宝武与马钢集团重组实施协议正式签约，马钢集团成为中国宝武控股子公司	是

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

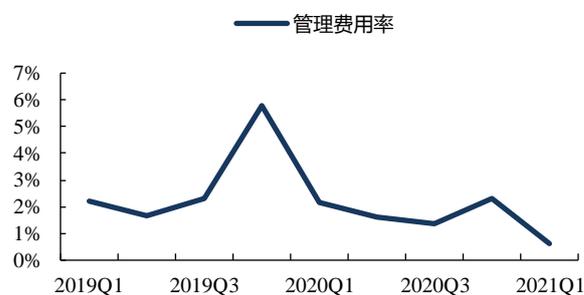
加入宝武集团后，公司的管理得到改善，运营效率显著提升。截至2020年12月31日，公司在职员工总人数由2019年的26219人减少到22145，下降了15.54%，人均产钢量提升190吨/人。公司本科及以上学历的员工占比由18.42%上升到了19.78%，其中博士学历的员工占比由2.88%上升到了3.37%，带动公司的三费率，尤其是管理费用率，显著下降。

图 16: 公司三费率波动下降



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

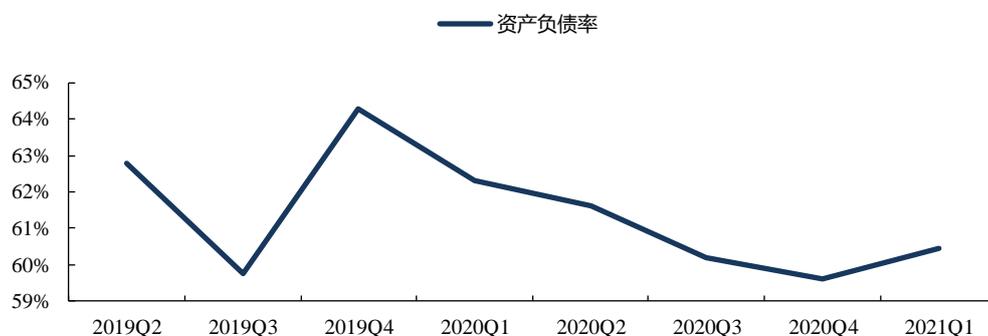
图 17: 公司管理费用率波动下降



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

资本结构方面，2020年度的资产负债率由2019年度的64.27%下降到了59.60%，期间有波动，但总体也得到了改善。

图 18: 公司的资产负债率波动下降



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**信息化集中管理效果显著。**2020 年末与 2019 年相比，集中化指数提升 28.3 个百分点，达到 67.7%；无人化指数提升 10.3 个百分点，达到 47.6%；远程化指数提升 12 个百分点，达到 12%；服务上线指数提升 65 个百分点，达到 98.3%。2020 年底，设备远程运维平台在宝之云马鞍山基地部署投运，冷轧总厂、四钢轧总厂主生产线共 442 个关键设备接入该平台，远程化指数实现“零”突破，达到 12%。

#### 4.2. 发挥协同效应，提高生产水平

**宝武助力马钢产业新规划。**规划有效承接，马钢规划纳入中国宝武规划体系，明确了马钢新定位，编制了新一轮产品产线规划。

表 8: 宝武对马钢产品结构优化规划

优化产品方向	具体内容
轮轴系列	轮轴系列产品为马钢原有的优势产品。重组后，宝武将其作为标志性品牌，做强做优做大轨道交通产品，使马钢成为世界一流的轨道交通零部件制造商和技术集成商。
H 型钢	武将继续加大对其扶持力度，加强对马钢重型、异型、功能型型材产品技术和市场开发，通过宝武加工中心网点布局的优势，实现产业链延伸。保证 H 型钢行业领先地位。
长材	优化长材产线布局，继续降低马钢长材等产品的生产成本，巩固区域差异化优势。
板材	依托中国宝武人才、技术、市场等优势，提升马钢板材竞争力，进一步优化板材品种结构，使板材盈利能力大幅提升

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在宝武与公司的努力下，公司的多项生产指标都创下了纪录。2021 年 3 月公司本部的综合铁钢比由 2020 年的 0.883 降至 0.828，创新低。2021 年 1-4 月，马钢高炉喷煤比为 147.68kg/t，其中 2 号、4 号以及 B 号高炉前 4 个月累计喷煤比已达到 150kg/t，在创下今年最好水平的同时，为实现降本和公司的稳产、高产提供了有力支撑。

图 19: 全球最大的炼铁智控中心



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**宝武信息平台管理助力最大炼铁管理平台。**马钢股份按照“四个一律”的要求加快智慧制造战略落地，结合宝武经验，以区域集中管控、现场智能装备应用、无人化作业场景等为重点，通过云计算、物联网、大数据、5G、AI 等新技术应用，将传统冶炼单元转型为装上“智慧芯”的钢铁自动化制造单元。马钢打造的智控中心可对马钢铁区生产线进行全面集控，覆盖 6 座高炉、6 台烧结机、4 条焦化生产线、1 台带式焙烧机和 1 座原料场等 18 个生产工序，服务产能达 1450 万吨，涉及厂区面积 13.5 平方公里炼铁智控中心，是钢铁行业最大规模、产线最多、集成度最高的智慧集控项目。

**协同创新引领向前。**中国宝武中央研究院马钢技术中心于 2020 年 6 月正式挂牌成立，标志马钢技术中心正式融入中国宝武科技创新体系。拥有国家认定的企业技术中心和 CNAS 认证资格的检验技术研究所、工信部“工业产品（车轮、H 型钢）质量控制和技术评价实验室”，建有博士后科研工作站，建立“轨道交通关键零部件先进制造技术国家地方联合工程研究中心”。中国宝武系统内研发资源共享，快速提升公司技术创新效率。

表 9: 2020 年公司科研创新成果丰富

创新领域	具体内容
专利与技术秘密申报	2020 年公司申请国家知识产权局的专利 576 件（其中发明专利 344 件），授权专利 331 件（其中发明专利 100 件）。截至 2020 年末，公司

共有有效专利 1,677 件，其中发明 723 件，获国家、省专利奖 6 项，获美、日、欧授权 4 项。

## 科技论文投稿

在“第二十二届全国炼钢学术会议”“第十二届锌及锌合金镀层钢板国际会议”等学术交流会、《钢铁研究学报》《钢铁》《炼钢》《轧钢》等期刊上投稿 70 余篇，实际发表论文 50 余篇。

## 标准制修订

制定国家标准 1 项《GB/T3653.7-2020 硼铁 硫含量的测定红外线吸收法》和行业标准 8 项，主持在研国家标准 3 项、行业标准 12 项，特别是《重型 H 型钢》《高强钢筋技术应用规范》，为重型 H 型钢产品和高强钢筋生产、推广、销售和使用提供了依据；制修订企业标准 10 项，其中制定企业标准 8 项、修订企业标准 2 项。

## 科技成果申报

积极推进各类科技成果奖项申报工作，共组织申报并成功获奖有 6 项科技进步奖，其中安徽省科技进步奖 4 项，冶金科学技术奖 2 项。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 制造业需求好转，钢铁行业受益：汽车制造需求复苏，家电产量逐步回升，建筑业需求趋稳，钢铁行业景气度提升。
- 2) 公司作为华东长板材行业龙头，将受益地区经济发展高景气。
- 3) 我们认为公司各项产品 2021 年价格显著上涨，2022/23 年平稳增长，各项业务收入将迎持续增长。

表 10: 公司分业务营收毛利拆分 (亿元)

		2020A	2021E	2022E	2023E
长材	收入	340.7	425.8	448.0	459.2
	YOY	4.14%	25.00%	5.20%	2.50%
	毛利	29.3	44.7	46.1	45.9
	YOY	-23.58%	52.62%	3.20%	-0.49%
	毛利率	8.60%	10.50%	10.30%	10.00%
板材	收入	359.4	406.1	426.4	437.1
	YOY	6.99%	13.00%	5.00%	2.50%
	毛利	36.9	48.7	49.0	50.3

	YOY	89.59%	32.16%	0.63%	2.50%
	毛利率	10.26%	12.00%	11.50%	11.50%
轮轴	收入	20.6	23.6	24.8	25.6
	YOY	-28.29%	15.00%	5.00%	3.00%
	毛利	3.4	4.3	4.2	4.3
	YOY	18.49%	25.15%	-0.83%	3.00%
	毛利率	16.54%	18.00%	17.00%	17.00%
其他	收入	95.5	123.8	129.1	132.2
	YOY	8.62%	29.58%	4.31%	2.40%
	毛利	10.2	54.6	60.0	57.1
	YOY	-2.72%	434.17%	9.90%	-4.90%
	毛利率	10.70%	44.10%	46.46%	43.14%
合计	收入	816.1	979.4	1028.3	1054.0
	YOY	4.34%	20.00%	5.00%	2.50%
	毛利	79.8	152.3	159.4	157.6
	YOY	15.48%	90.87%	4.66%	-1.14%
	毛利率	9.78%	15.55%	15.50%	14.95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

我们预计，2021/22/23 年，公司营收分别为 979.4/1028.3/1054.0 亿元，增速分别为 20.0%/5.0%/2.5%。我们预计公司 2021/22/23 年归母净利分别为 75.6/80.05/69.65 亿元，对应增速分别为 281.3%/5.9%/-13%；对应 PE 分别为 5.0x/4.8x/5.5x，低于可比公司估值。考虑公司下游制造业需求回升，公司作为高弹性、低估值钢铁优质企业将充分受益，故首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11: 公司可比公司估值 (2021 年 7 月 23 日)

证券代码	股价 (元)	P/E			EPS (元)			
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
太钢不锈	SZ.000825	10.19	7.60	7.38	7.33	1.3	1.4	1.4
柳钢股份	SH.601003	6.70	4.16	3.99	3.79	1.6	1.7	1.8
首钢股份	SZ.000959	7.11	9.00	8.67	5.88	0.8	0.8	1.2
新钢股份	SH.600782	7.75	7.05	5.96	5.17	1.1	1.3	1.5
均值			6.95	6.50	5.54	1.2	1.3	1.5

马钢股份	SH.600808	4.95	5.04	4.76	5.47	1.0	1.0	0.9
------	-----------	------	------	------	------	-----	-----	-----

数据来源：wind，东吴证券研究所；非加粗部分来自 wind 一致预测，其余为东吴证券研究所测算

## 6. 风险提示

### 1) 制造业需求恢复速度不及预期。

汽车方面，目前汽车处于产销两旺时期，整体需求处于底部回升状态，但不排除后续需求低于预期。家电方面，海外疫情反复，海外订单下滑将对家电出口造成较大影响。建筑业方面，基建增速放缓，缺乏政策支持，可能导致未来需求不及预期。

### 2) 矿石保障存在风险。

公司铁矿石供应来源包括国内采购和国外进口，2020 年公司国外进口铁矿石占总供应量约 74.4%，进口铁矿石价格会较大的影响公司生产成本。考虑到海外反复疫情影响，不排除后续进口铁矿石价格上涨，压缩公司利润空间。

马钢股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>37,537</b>	<b>59,534</b>	<b>60,794</b>	<b>66,642</b>	<b>营业收入</b>	<b>81,614</b>	<b>97,937</b>	<b>102,834</b>	<b>105,405</b>
现金	5,346	21,865	25,790	28,707	减:营业成本	73,635	82,708	86,895	89,647
应收账款	1,044	740	1,469	609	营业税金及附加	537	832	832	806
存货	10,900	14,118	11,913	15,073	营业费用	1,010	1,097	1,255	1,263
其他流动资产	20,247	22,810	21,623	22,252	管理费用	3,330	2,223	2,098	3,297
<b>非流动资产</b>	<b>43,174</b>	<b>45,390</b>	<b>47,435</b>	<b>49,403</b>	研发费用	1,813	832	843	1,311
长期股权投资	3,694	4,376	5,070	5,735	财务费用	554	579	315	113
固定资产	29,565	31,874	34,105	36,369	资产减值损失	-771	0	0	0
在建工程	6,980	6,312	5,469	4,583	加:投资净收益	534	779	804	733
无形资产	1,881	1,813	1,757	1,692	其他收益	87	157	137	125
其他非流动资产	1,054	1,015	1,034	1,025	资产处置收益	589	177	265	238
<b>资产总计</b>	<b>80,711</b>	<b>104,924</b>	<b>108,230</b>	<b>116,044</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,867</b>	<b>11,595</b>	<b>12,623</b>	<b>11,351</b>
<b>流动负债</b>	<b>43,197</b>	<b>58,853</b>	<b>53,704</b>	<b>54,046</b>	加:营业外净收支	214	248	271	300
短期借款	12,585	12,732	12,659	12,696	<b>利润总额</b>	<b>3,081</b>	<b>11,843</b>	<b>12,894</b>	<b>11,650</b>
应付账款	10,910	16,551	12,242	17,493	减:所得税费用	503	2,035	2,361	2,249
其他流动负债	19,702	29,569	28,803	23,857	少数股东损益	595	2,247	2,527	2,449
<b>非流动负债</b>	<b>4,903</b>	<b>4,654</b>	<b>3,895</b>	<b>3,297</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,983</b>	<b>7,560</b>	<b>8,005</b>	<b>6,952</b>
长期借款	3,536	3,002	2,386	1,717	EBIT	3,917	12,310	13,037	11,669
其他非流动负债	1,366	1,651	1,509	1,580	EBITDA	7,055	15,342	16,575	15,759
<b>负债合计</b>	<b>48,100</b>	<b>63,507</b>	<b>57,599</b>	<b>57,343</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	4,225	6,472	9,000	11,448	每股收益(元)	0.26	0.98	1.04	0.90
归属母公司股东权益	28,386	34,945	41,631	47,253	每股净资产(元)	3.69	4.54	5.41	6.14
<b>负债和股东权益</b>	<b>80,711</b>	<b>104,924</b>	<b>108,230</b>	<b>116,044</b>	发行在外股份(百万股)	7701	7701	7701	7701
					ROIC(%)	9.0%	42.5%	42.2%	35.2%
					ROE(%)	7.9%	23.7%	20.8%	16.0%
					毛利率(%)	9.8%	15.6%	15.5%	15.0%
					销售净利率(%)	2.4%	7.7%	7.8%	6.6%
					资产负债率(%)	59.6%	60.5%	53.2%	49.4%
					收入增长率(%)	4.3%	20.0%	5.0%	2.5%
					净利润增长率(%)	50.4%	280.4%	7.4%	-10.7%
					P/E	19.23	5.04	4.76	5.48
					P/B	1.34	1.09	0.92	0.81
					EV/EBITDA	7.80	2.53	2.21	2.26

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

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

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

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

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>