

西王特钢 (1266.HK) 深度报告

电弧炉、转炉双系统集成，提质降本打造高端特钢制造商

西王特钢：电弧炉、转炉双系统集成钢铁制造商，转型升级打造山东特钢制造龙头

西王特钢是中国山东省领先高端特钢生产商，拥有西王集团所有制钢业务，主要资产包括从事特种钢生产业务的全资子公司山东西王特钢以及从事贸易的荣成贸易有限公司及西王国际贸易（青岛）有限公司。截至 2015 年年底，公司非执行董事王勇为公司的实际控制人。

截至 2015 年年底，公司拥有电弧炉及转炉总设计炼钢年产能约 330 万吨，轧线总设计年产能 300 万吨，以及高炉及烧结炉总设计年产能 210 万吨及 370 万吨。公司目前拥有两套生产流程：(1)以废钢作为原材料，通过电弧炉产钢；(2)以铁矿石在烧结炉转化成烧结料后经高炉生产铁水，再由转炉制成钢。

一、普钢：电弧炉、转炉双流程灵活调控成本，携手中再生、战略合作中科院与宝信软件再助降本

公司目前具备电弧炉流程与高炉-转炉流程为核心的产能结构，公司借势于多生产流程搭建的产能结构，得以通过灵活控制原材料比例来最小化成本。母公司西王集团与中再生合资成立中再生西王能源有限公司，欲培养其成为山东省最大的废钢回收加工企业、全国废钢加工综合利用龙头企业。公司有望借助于该平台实现废钢内部自给，实现废钢自产自销；公司与中科院金属研究所、上海宝信软件分别签署战略合作协议，进军智能制造领域，有望享受国家支持智能制造相关政策带来的红利，并大力降低公司人力资源成本。

公司积极促进公司生产降本增效，且其成效明显。根据公司年报，公司普通钢业务在 2015 年和 2016 年上半年达到 10.11% 和 20.74%，远高于行业平均水平。

二、特钢：乘时乘势建设特钢产能，优化产品组合以提供有效供给

公司的发展战略为通过增加高附加值特钢产品的产量来改善产品结构，根据行情和需求灵活调整生产决策，从而增加销售收益并提升利润率。公司特钢营业收入占钢材总营业收入的比重由 2010 年的 7.85% 大幅增加至 2011 年的 37.85%，2012-2015 年均保持在 29% 以上。公司在 2015 年年报中提到，将在三年以内将较高毛利率的特钢销售收入比例提升到 60%，未来特钢产品产销量将进一步增加。

三、盈利预测与投资建议：公司借势于多生产流程搭建的产能结构，通过灵活控制原材料比例来最小化成本，此外，西王集团与中再生合资打造废钢加工业龙头促原料降本，公司与中科院与宝信软件达成战略合作进军智能制造领域，公司降本增效行动立足行业前沿。此外，公司通过增加高附加值特钢产品的产量来改善产品组合，根据行情和需求灵活调整生产决策，预计未来公司的特钢产品产销量将进一步增加。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.19 元、0.22 元、0.27 元，对应于 H 股 2016 年 12 月 27 日收盘价(0.85 元港币，汇率 0.89512)，2016-2018 年 PE 为 4.01X、3.43X 和 2.80X，对应于最新的 PB 仅为 0.38X，建议关注。

四、风险提示

H 股与 A 股市场风格不同风险；宏观经济大幅下滑风险；原材料供应商依赖度较高、价格大幅提升风险；市场扩张进程不达预期；产品组合与市场需求匹配度低于预期；汇率风险。

盈利预测：

币种 (人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,641,517	6,751,643	6,874,115	7,298,600	7,895,950
增长率(%)	22.9%	-21.9%	1.8%	6.2%	8.2%
EBITDA(百万元)	1,113,945	745,290	1,153,768	1,277,803	1,435,259
净利润(百万元)	406,604	169,224	381,203	444,838	545,157
增长率(%)	5.9%	-58.4%	125.3%	16.7%	22.6%
EPS (元/股)	0.2033	0.0843	0.1900	0.2217	0.2717
市盈率 (P/E)	4.70	12.28	4.01	3.43	2.80
市净率 (P/B)	0.50	0.53	0.34	0.30	0.27
EV/EBITDA	2.28	3.79	2.12	1.88	1.64

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

0.85 港元

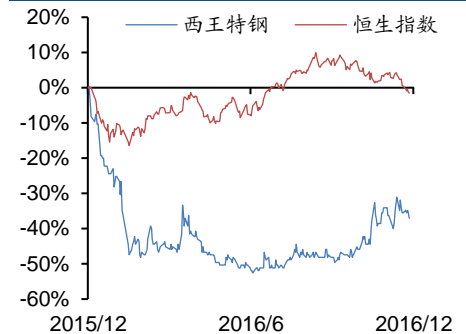
报告日期

2016-12-28

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,007/502
流通 H 股市值(百万港元)	1,706
每股净资产(人民币元)	1.92
资产负债率(%)	66.80
一年内最高/最低(港元)	1.36/0.64

相对市场表现



分析师：李莎 S0260513080002



020-87574792



lisha@gf.com.cn

相关研究：

联系人：陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

西王特钢：电弧炉、转炉双系统集成钢铁制造商，转型升级打造山东特钢制造龙头	5
(一) 历史沿革：承接西王集团制钢业务，王勇为公司实际控制人	5
(二) 业务结构：依托电弧炉与转炉双流程集成优势实施灵活产品组合策略，产品结构优胜劣汰助公司效益持续优化	6
一、普钢：电弧炉、转炉双流程灵活调控成本，携手中再生、战略合作中科院与宝信软件再助降本	9
(一) 审时度势：转型电弧炉转炉双流程集成钢铁制造商，灵活“变脸”控制原材料成本，中频炉关停风袭来再添成本优势	9
(二) 再乘东风：集团携手中再生拓废钢加工再促原料降本，战略合作中科院与宝信软件涉足智能制造引领人力资源降本浪潮	18
(三) 业绩体现：降本增效措施效果显著，普钢产品毛利远超行业均值	20
二、特钢：乘时乘势建设特钢产能，优化产品组合以提供有效供给	21
(一) 产品与结构：成功转型特钢制造商，特钢产量稳步提升、种类组合持续优化	21
(二) 技术与研发：联袂多家科研单位携手打造高端产能，合作宝信软件提升生产流程的自动化及智能化水平	23
(三) 政策与需求：行业政策重点支持特钢发展，公司产品下游需求有望持续放量	25
三、财务分析：业绩触底回升，降本、优化结构夯实业绩基础、增大盈利提升潜力	29
(一) 盈利能力：钢铁行业低迷导致业绩下滑，2015年盈利跌至谷底	29
(二) 营运能力：钢铁行业供需改善叠加特钢业务比重增加有望提升运营能力	30
(三) 偿债能力：近年固定资产投资导致偿债能力下降，背后大股东担保稳定公司信用	32
(四) 现金流量：2015年大幅下降，2016 第二季度显著改善	32
四、盈利预测与投资建议：电弧炉、转炉双系统集成，提质降本打造高端特钢制造商 ..	34
五、风险提示	34

图表索引

图 1: 西王特钢主要资产梳理	5
图 2: 西王特钢股权结构梳理	6
图 3: 西王特钢产能结构发展时间轴	9
图 4: 2011-2015Q2 期间公司总产能利用率及分阶段产能利用率	11
图 5: 2012-2016 铁矿石及废钢价格走势	13
图 6: 2012-2016 焦煤及电力价格走势	13
图 7: 电弧炉炼钢流程及高炉-转炉炼钢流程吨钢成本测算结果	14
图 8: “双流程”、电弧炉炼钢流程、高炉-转炉炼钢流程吨钢成本测算结果(单条生产线)	15
图 9: “双流程”、电弧炉炼钢流程、高炉-转炉炼钢流程吨钢成本测算结果(多条生产线)	16
图 10: 2011-2016H 公司普钢产品营收及毛利(单位: 亿元)	20
图 11: 2011-2016H 公司普钢产品毛利率远高于行业平均	20
图 12: 2011-2015 年西王特钢的特钢销量占比高于 26%	22
图 13: 2011-2015 年西王特钢的特钢营收占比高于 29%	22
图 14: 2011-2014 年西王特钢的特钢毛利率高于普钢	23
图 15: 2011-2016H 西王特钢特钢结构持续调整(单位: 吨)	23
图 16: 我国汽车产量增长迅速	27
图 17: 西王特钢基本 EPS 变动情况	30
图 18: 西王特钢 ROE 和 ROA 变动情况	30
图 19: 西王特钢销售毛利率、销售净利率、营业利润率变化情况	30
图 20: 西王特钢销售费用率、管理费用率和财务费用变动情况	30
图 21: 西王特钢存货周转率变动情况	31
图 22: 西王特钢应收账款周转率变动情况	31
图 23: 西王特钢流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率变动情况	31
图 24: 西王特钢资产负债率变化情况	32
图 25: 西王特钢流动比率和速动比率变化情况	32
图 26: 西王特钢经营活动产生现金流量净额/质量的变动情况	33
表 1: 西王特钢主要产品梳理	7
表 2: 西王特钢生产设备梳理	7

表 3: 西王特钢 2012-2016H 各产品营业收入 (单位: 万元)	8
表 4: 西王特钢 2012-2016H 各产品营业利润及历年毛利率情况 (营业利润单位: 万元)	8
表 5: 相较于转炉炼钢, 电炉炼钢更适合高丰富度的钢材品种的生产流程.....	10
表 6: 各工序主要输入原料与输出产品汇总	12
表 7: 高炉-转炉炼钢和电炉炼钢所需原材料及能源汇总.....	12
表 8: 西王特钢主要特钢产品概况.....	22
表 9: 2011-2016 年西王特钢的重点合作项目	24
表 10: 《中国制造 2025》中直接与钢铁相关的内容	26

西王特钢：电弧炉、转炉双系统集成钢铁制造商，转型升级打造山东特钢制造龙头

（一）历史沿革：承接西王集团制钢业务，王勇为公司实际控制人

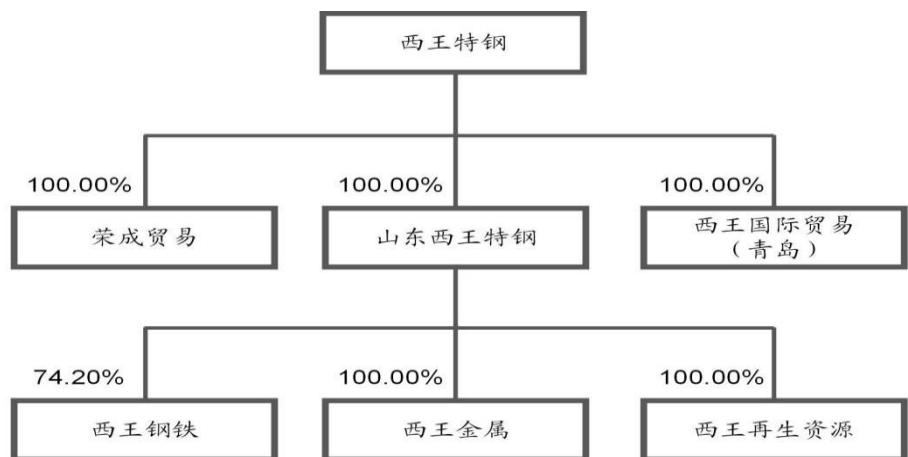
西王特钢有限公司(1266.HK)是中国山东省领先高端特钢生产商。公司于2003年创立，并于2012年2月23日在香港联合交易所有限公司（港交所）主板上市。公司生产基地在中国山东省滨州市邹平县西王工业园，拥有由炼铁、炼钢到二次冶金、连铸及轧钢的一体化生产流程。

西王特钢有限公司的业务始创建于西王集团（通过其全资附属公司山东西王投资）、王勇先生与若干个人投资者在2003年12月31日成立西王钢铁之时，西王钢铁于2004年6月开始以其第一条棒材轧制线制造普通钢产品。于2006年8月15日，西王金属（原西王沙渥拉）向山东西王投资、王勇先生及其他投资者收购西王钢铁的全部股本权益，是时，西王金属由阿飞亚西王国际与西王投资各持有其88.3%与11.7%之股权，其实际控制人为阿飞亚西王国际的大股东AFIA International。

2007年8月6日，西王特钢有限公司注册为西王投资的全资子公司，并于2009年3月12日受让阿飞亚西王国际与西王投资公司持有的西王金属的全部股本权益，成为西王金属的唯一股东。此时，西王金属已受让西王集团所有钢铁相关业务，并将其食用油业务转让予西王食品，并于2009年6月26日，其所有非制钢业务（主要是其于2008年1月25日受让的原归属西王钢结构的钢结构建筑业务）转让予西王钢结构。至此，西王特钢拥有西王集团所有制钢业务，其主要资产包括主要从事特种钢生产业务的全资子公司山东西王特钢，该公司旗下拥有西王钢铁、西王金属以及主要从事废钢、废铁、废机械、生铁、铁水、金属材料及有色金属买卖业务的西王再生资源。此后，西王特钢分别于2012年11月9日及2013年6月24日在香港及中国内地注册了全资子公司荣成贸易有限公司及西王国际贸易（青岛）有限公司。

根据公司2015年年报，截至2015年12月31日，公司主要资产如下图所示。

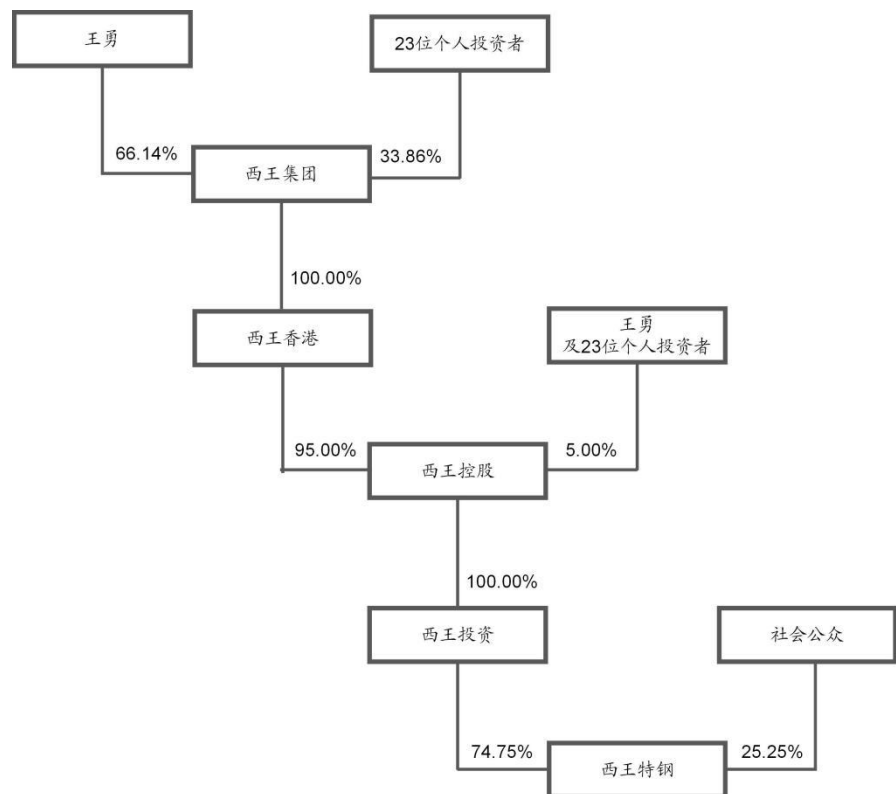
图1：西王特钢主要资产梳理



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

接着我们来分析公司的股权结构，根据公司2015年年报，截至2015年12月31日，西王特钢74.75%的股权由西王控股的全资子公司——西王投资持有，另25.25%的股权由社会公众所持有。西王控股95.00%的股权由西王香港持有，另5.00%的股权由王勇（系公司非执行董事）及其他23位个人投资者所持有。西王香港为西王集团之全资子公司，而王勇与其他23位个人投资者分别持有西王集团66.14%与33.86%的股权，且该23名个人投资者习惯根据王勇先生的指示行使西王集团股东的投票权，因此，王勇视为拥有西王集团所持西王特钢所有股权。综上，截至2015年12月31日，公司非执行董事王勇为公司的实际控制人。此外，公司非执行董事主席王棣与执行董事孙新虎分别直接持有公司0.20%及0.02%的股权。

图2：西王特钢股权结构梳理



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）业务结构：依托电弧炉与转炉双流程集成优势实施灵活产品组合策略，产品结构优胜劣汰助公司效益持续优化

西王特钢有限公司是以电弧炉为基础的集成钢铁制造商，并逐渐转型成为山东省领先特钢制造商。公司产品包括主要用于建筑及基建项目的普钢以及用于汽车、造船、化工及石油化工、机械及设备领域的特钢。截至2015年12月31日，公司拥有电弧炉及转炉总设计炼钢年产能约330万吨，轧线总设计年产能为300万吨，以及高炉及烧结炉总设计年产能210万吨及370万吨。公司目前拥有两套生产流程：(1)以废钢作为原材料，通过电弧炉产钢；(2)以铁矿石在烧结炉转化成烧结料后经高炉生产铁水，再由转炉制成钢。

表 1: 西王特钢主要产品梳理

产品	介绍
棒材	主要用于建筑以及基建项目，棒材横切面直径介于 12 毫米至 32 毫米
线材	生产带肋及光圆线材，两者的横切面直径介于 6 毫米至 12 毫米。线材用于制造线圈、弹簧、电子及精密机器部件
优质碳素结构钢	包括棒材及线材，横切面直径介于 5.5 毫米至 350 毫米。优质碳素结构钢的碳含量低于 0.8%，所含硫、磷及非金属含量低于普通碳素结构钢。由于纯度较高，优质碳素结构钢力学性能（例如屈伸强度及拉伸强度）由于普通碳素结构钢，主要用于机械加工及设备制造
合金结构钢	主要用于机械。所生产的合金结构钢添加了锰、矽、镍、铬及钼以改变合金结构钢的化学成分，从而达到理想的钢性能。合金结构钢包括棒材，横切面直径介于 5.5 毫米至 350 毫米
轴承钢	所生产的轴承钢棒及轴承钢线的横切面直径介于 5.5 毫米至 60 毫米，纯度相当高，因而结构较普通钢强，用于制造汽车业的滚筒或滚珠轴承
钢锭	所生产钢锭主要用于交通运输、能源电力、石油化工、海洋工程、航空航天及武器装备等行业。产品包括宽厚板坯、圆锭、方锭、棱锭及空心锭等

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: 西王特钢生产设备梳理

设备	数量	年设计产能	功能介绍
烧结炉	一座	370 万吨	为两座高炉提供烧结料
高炉	两座	105 万吨	将铁矿石转化为烧结料后生产铁水及生铁，分别供电弧炉及转化炉炼钢
转化炉	两座（转化炉 I 及转化炉 II）	115 万吨	将废钢、铁水和生铁等原材料转化成钢水，再铸造成普通钢坯以及特钢钢坯
电弧炉	两座（电弧炉 I 及电弧炉 II）	50 万吨	将废钢、铁水和生铁等原材料转化成为钢水，再煮造成普通钢坯以及特钢钢坯；普通钢坯轧成棒材以及线材等普通钢铲平；特钢钢坯则轧成优质碳素结构钢、合金结构钢以及轴承钢等特钢产品
棒材轧线	两条（棒材线 I 及棒材线 II）	50 万吨	棒材线 I 以及棒材线 II 制造中小型钢棒材，包括棒材、优质碳素结构钢以及合金结构钢
线材轧线	一条	60 万吨	该线材轧线制造线材状的钢产品，包括线材、优质碳素结构钢、轴承钢以及不锈钢
大型棒材轧线	一条（即棒材线 III）	50 万吨	棒材线 III 制造大型特钢棒材，包括优质碳素结构钢、合金结构钢、轴承钢以及不锈钢

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司依托于电弧炉营运集成轧制线带来的灵活性优势，实行灵活的产品组合策略，即逐渐提升高附加值特钢产品在产品组合中所占的比例，并及时压缩亏损产品的比例。

如表 3、4 所示，自 2012 年上市以来，公司在保证棒材、线材等普钢品种营收稳定的前提下，**逐渐扩大优质碳素结构钢及合金结构钢等高附加值特钢品种的生产**，

高附加值特钢品种对公司的利润贡献逐步提高，公司提高特钢产能以改善产品组合的业务策略成效逐渐显现。与此同时，公司及时压减或除去产品组合中不能产生效益的“冗赘”部分。2012年公司所生产的不锈钢所产生亏损高达4318万元，公司便在2013年迅速压减不锈钢在产品组合中的占比，使得不锈钢总营收由2012年的15876万元锐减至2013年的3032万元，并于2015年正式将持续亏损的不锈钢从产品组合中去除。公司灵活的产品组合策略使得公司得以保持高效益的产品结构，从而在行业景气下行的情况下将公司毛利率维持于较高水平。

表 3: 西王特钢 2012-2016H 各产品营业收入 (单位: 万元)

	2016H	2015	2014	2013	2012
棒材	132237	228403	286134	265431	250713
线材	52730	122137	188961	170507	228768
优质碳素结构钢	56442	147080	201865	193957	160138
合金结构钢	9241	47246	45374	13395	13478
轴承钢	2759	4288	7062	21896	13670
不锈钢	0	0	16	3032	15876
钢锭	6473	5774	0	0	0
副产品销售	11491	24269	26114	22660	6463
商品贸易	62015	95967	108626	12099	0

数据来源: 公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

表 4: 西王特钢 2012-2016H 各产品营业利润及历年毛利率情况 (营业利润单位: 万元)

	2016H	2015	2014	2013	2012
棒材	27249	21409	25681	13006	11031
线材	11107	14021	19450	12788	21275
优质碳素结构钢	8710	18777	27595	28512	22419
合金结构钢	-143	1891	4109	-80	-323
轴承钢	-354	-489	700	2956	930
不锈钢	0	0	-107	-21	-4318
钢锭	-85	0	0	0	0
副产品销售	97	1566	3996	0	0
商品贸易	795	456	2326	351	0
产品整体毛利率	14.21%	8.54%	9.74%	9.24%	7.74%

数据来源: 公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

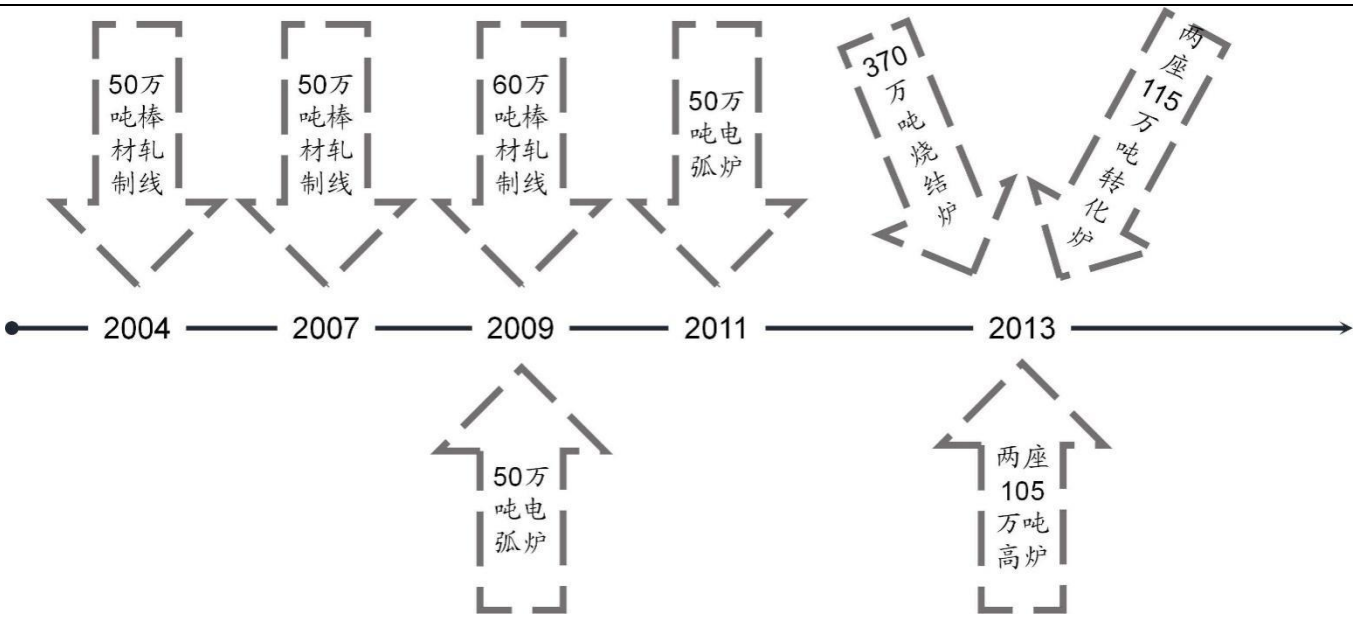
一、普钢：电弧炉、转炉双流程灵活调控成本，携手中再生、战略合作中科院与宝信软件再助降本

(一) 审时度势：转型电弧炉转炉双流程集成钢铁制造商，灵活“变脸”控制原材料成本，中频炉关停风袭来再添成本优势

1 山东省最大电弧炉集成钢铁制造商，引入转炉生产线构建灵活产能组合

西王特钢产能结构的形成始于2004年西王钢铁兴建的第一条年设计产能50万吨的棒材轧制线。此后，西王钢铁与西王特钢分别于2007年8月与2009年9月建成了年设计产能为50万吨的棒材轧制线与年设计产能为60万吨的线材轧制线，形成了公司现有的钢材生产线结构。

图3：西王特钢产能结构发展时间轴



数据来源：公司年报、《网上预览资料集》、广发证券发展研究中心

2009年9月，公司第一座电弧炉（年设计产能为50万吨）正式投产，标志公司自给钢坯能力的正式形成。此后，公司于2011年1月又新增了一条年设计产能为50万吨的电弧炉，自此，公司拥有山东省最大的设计电弧炉产能。

根据公司2012年2月6日发布的《网上预览资料集》，公司的两座电弧炉是山东省仅有的两座每批产量高达80吨的大容积电弧炉，而是年山东省共19座电弧炉中，仅有6座能达到每批70吨的生产能力，而剩下的13座电弧炉中，有11座批产量仅为30吨，属于国家强制要求退出的产能。相对于大容积电弧炉，小容积电弧炉无法配置有效的二次精炼手段；装备水平难以提高，影响了成分和温度的精确控制；且出钢量小，炉间成分波动范围大。更为重要的是，小容积电弧炉消耗高、生产成本低。因此，公司拥有的两座大容积电弧炉使得在山东省稳居电弧炉集成

生产商龙头地位，省内同行对公司构成竞争威胁较小，公司具有突出的竞争优势。

公司以电弧炉为基础的集成生产工艺可进行小批量熔炼并精确控制熔炼温度及成分，从而使得公司得以根据客户对于具体规格的要求，通过调配特定的化学成分来为特定的特钢产品量身定制特种钢坯。借助于该优势，公司在2010年7月成功试制特种钢坯，从而开始将特钢引入公司的产品组合，为公司转型成为山东省领先特钢制造商奠定了基础。以电弧炉为基础的生产工艺是公司有效改进产品组合和增加优质及高附加值特钢产品的销售比例的重要基础。

表 5: 相较于转炉炼钢，电炉炼钢更适合高丰富度的钢材品种的生产流程

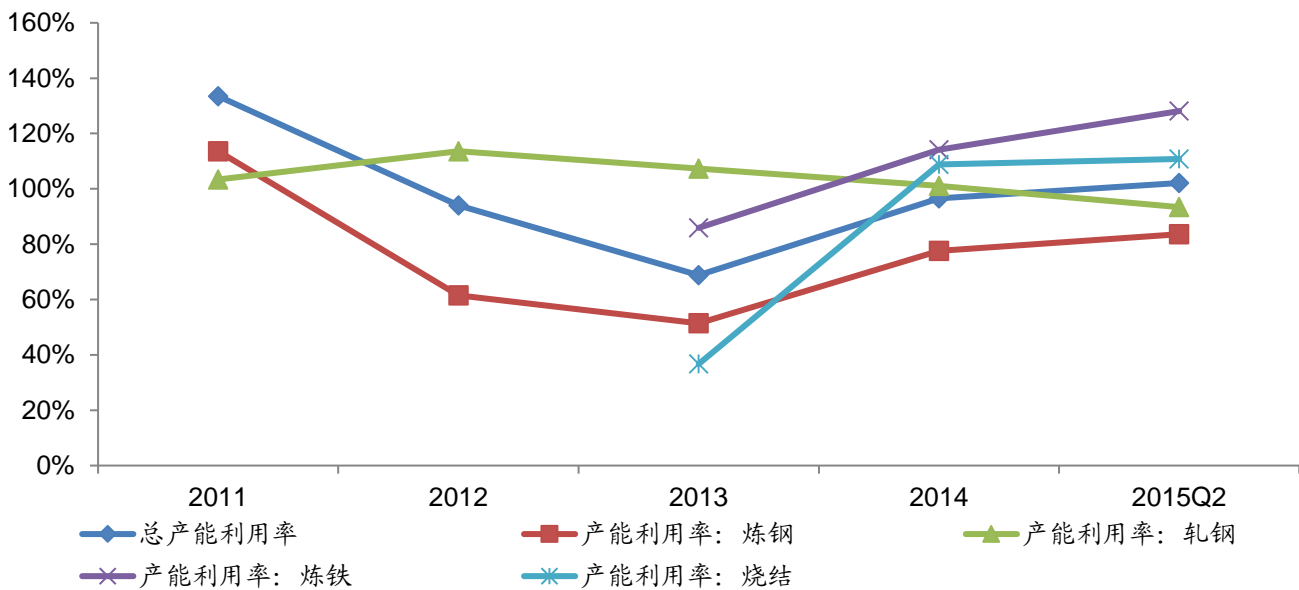
电炉炼钢	转炉炼钢
电炉炼钢配以 LF/VD 二次精炼生产特殊钢的优势在于使用化学性质为中性的电弧作为热源，冶炼过程中加热与化学反应相互独立，从而保证了工艺的灵活性。又由于允许加入较多数量的合金，因而在生产高合金钢方面具有更明显的优势。 电炉炼钢工艺适合于生产小批量、多品种、合金含量较高的钢种。	氧气转炉炼钢配以 RH 二次精炼的工序优势，在于极高的生产速率和优异的纯净度，因而适于低碳/超低碳、低残余元素的钢种，尤其是批量很大、合金含量较低的钢种。
电弧加热炉料时，产生的物理热大部分被包围在炉料中，且带走的热损失少，所以 热效率比转炉炼钢法高，适宜炼合金工具钢、难熔钨铁等高熔点合金。	转炉冶炼是采用化学热和物理热，富裕热量只能熔化 10~15%的废钢或合金，故不适宜冶炼高合金钢，尤其不适宜炼合金工具钢、难熔钨铁等高熔点合金。

数据来源：《转炉炼钢和电炉炼钢的优缺点比较分析》、广发证券发展研究中心

但与此同时，根据《转炉炼钢和电炉炼钢的优缺点比较分析》，电弧炉冶炼周期长，生产效率较低，且其工艺不适合生产含氮量较低的钢及低合金钢。为提高公司生产效率，并进一步提高公司产品组合及原材料选择的灵活性，公司于**2013年增添了两台高炉，两台转换炉及一台烧结炉，每台高炉和转换炉的设计产能分别为105万吨和115万吨。**其中一台高炉，一台转换炉及烧结炉于2013年后期开始正常运作，余下一台高炉及一台转换炉亦于2013年后期开始试产阶段。**至此，公司正式形成以电弧炉和转炉为基础的两套钢坯生产流程。**

依托于转炉的生产线的引入有效提高了公司的生产效率，助力公司降本增益。如下图所示，公司总产能利用率自2011年开始逐步下滑，而2014年公司新的生产线正式全部投产之后，公司的总产能利用率逆转下降趋势逐年提高。分项来看，新引入的炼铁和烧结的产能利用率逐步稳居各细分生产阶段产能利用率之首，引入了转炉的炼钢阶段2014年及2015年第二季度的产能利用率亦高于2012年水平。

图4：2011-2015Q2期间公司总产能利用率及分阶段产能利用率



数据来源：公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

注：由于公司2015年年报及2016年半年报均未披露产能利用率相关数据，因此本图仅更新至2015年中报数据。

2 借力“双流程”，生产模式灵活切换助公司有效规避原材料价格风险

经历了2004年以来的业务发展，公司目前形成了以两套生产流程为核心的产能结构：(1)以废钢作为原材料，通过电弧炉产钢；(2)以铁矿石在烧结炉转化成烧结料后经高炉生产铁水，再由转炉制成钢。

多生产流程搭建的产能结构使得公司在原材料控制上更加灵活，能够依据原材料价格选择各生产设备的生产比例，从而达到最小化原材料成本的目的。在当前铁矿石、焦炭价格快速上涨的背景下，公司的产能组合使得公司能够最大化规避部分原材料价格上涨带来的“非系统性风险”，对于企业控制生产成本、锁定盈利空间具有更加突出的价值。

下文，我们将构建一个典型的“双流程”生产模式，通过测算不同模式下的吨钢成本并进行比较，来具体阐述这一“双流程”模式为企业控制原材料成本带来的优势。

2.1 数据说明

首先，我们依据我的钢铁网在2016年12月14日发布的《浅析钢铁工业调整升级规划（二）---环保能耗指标解读》中计算的各生产流程每产出一吨产成品所需的主要原材料，列示如下。此外，我们参照浙江省质量技术监督局2011年发布的《吨钢可比能耗限额和电炉钢冶炼电耗限额及计算方法》，取其中先进电炉炼钢（非不锈钢）的额定吨钢能耗，计算出电弧炉炼钢吨钢所需的电力为280千瓦时。

表 6: 各工序主要输入原料与输出产品汇总

工序	输入原料							输出 (1吨产品)
	铁矿石 (吨)	球团矿/烧 结矿/石灰 石(吨)	铁水(吨)	废钢(吨)	煤/焦煤 (吨)	焦炭(吨)	电 (kw.h)	
烧结	0.95							烧结矿
球团	1.15				0.01			球团矿
炼焦					1.25			焦炭
高炉		1.5			0.06	0.415		铁水
转炉炼钢	0.003	0.022	0.85	0.212				板坯/方坯
电炉炼钢				1.13			280	板坯/方坯

数据来源: 我的钢铁网、浙江省质量技术监督局、广发证券发展研究中心

在转炉炼钢、电炉炼钢两个生产流程中, 球团矿、烧结矿、铁水分别可以从烧结、球团和高炉炼铁中获得, 而高炉炼铁所需的球团矿、烧结矿、焦炭分别可以从烧结、球团和炼焦中获得。我们按照各流程所需要的比例进行分布统计, 最终计算出转炉炼钢和电炉炼钢所需要的主要原材料及能源如下表所示。

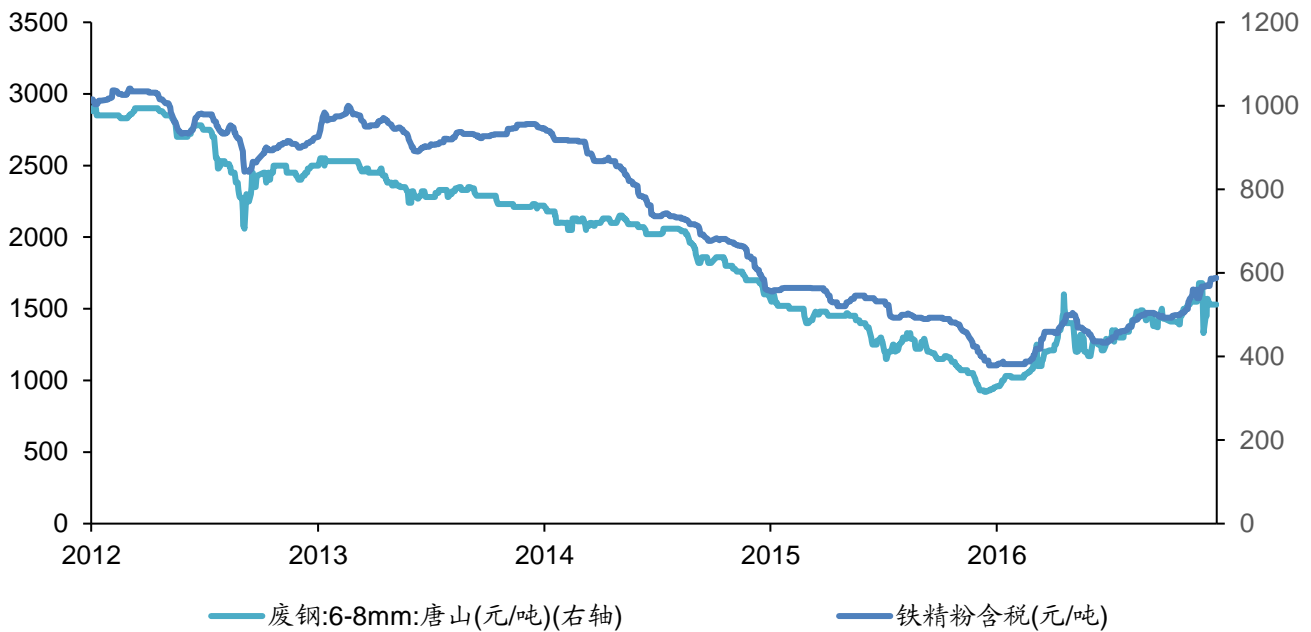
表 7: 高炉-转炉炼钢和电炉炼钢所需原材料及能源汇总

工序	输入原料				输出 (1吨产品)
	铁矿石(吨)	废钢(吨)	煤/焦煤(吨)	电 (kw.h)	
转炉炼钢	1.3649	0.2120	0.4919		板坯/方坯
电炉炼钢		1.1300		280	板坯/方坯

数据来源: 我的钢铁网、浙江省质量技术监督局、广发证券发展研究中心

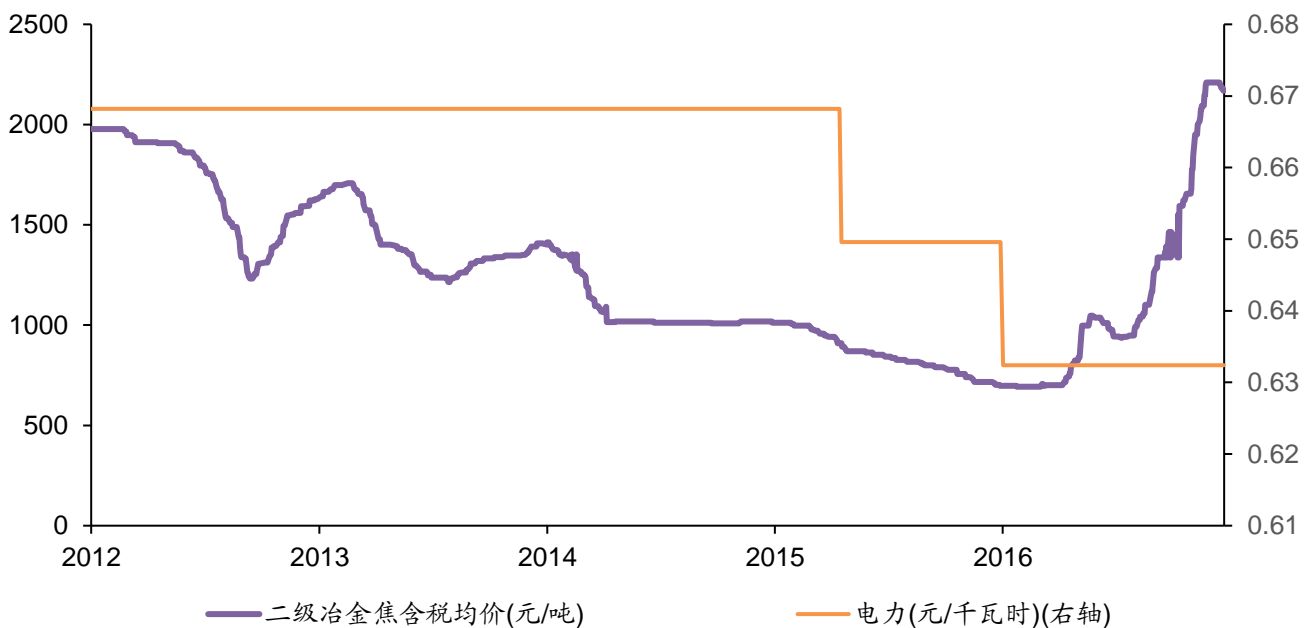
在标准的炼钢过程中, 铁矿石与废钢分别是电炉炼钢流程与高炉-转炉炼钢流程的主要原材料, 而焦煤与电力则分别是这两个流程的主要能量来源。我们分别取铁精粉含税均价、二级冶金焦含税均价、6-8mm唐山废钢价格以及山东省滨州市(西王特钢所在地区)大工业用电的单位电价作为上述四种原材料, 即铁矿石、焦煤、废钢以及电力的单位价格, 并将其价格报告于下图(均为日度数据, 数据期间为2012年1月4日到2016年12月23日)。观察图形可知, 从原材料来看, 铁矿石价格远低于废钢价格, 但是在过去几年中, 铁矿石价格的下跌幅度小于废钢而上涨幅度大于废钢, 铁矿石相对于废钢的价格优势逐渐减弱。而从能源来看, 随着核电等新能源发电方式的推广以及电力体制改革的推进, 电力单位成本持续处于下降区间, 而焦煤价格在2016年之前同样处于下行区间, 但自2016年下半年以来, 焦煤价格急剧飙涨, 由年中的600元左右的价位迅速攀升至年末1400左右的价位, 上涨幅度超过100%。

图5: 2012-2016铁矿石及废钢价格走势



数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

图6: 2012-2016焦煤及电力价格走势

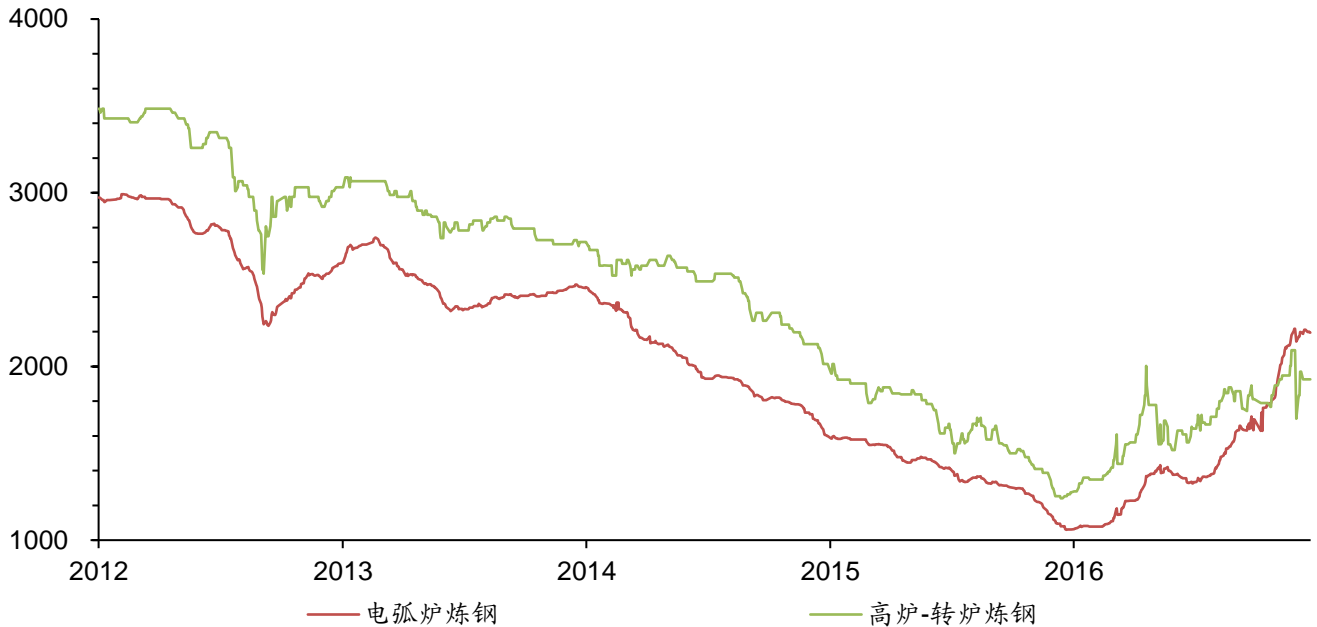


数据来源: 我的钢铁网、国家电网、广发证券发展研究中心

在此基础上,我们计算电弧炉炼钢流程与高炉-转炉炼钢流程的吨钢成本如下图。如图中所示,2012-2016年期间,高炉-转炉炼钢流程的吨钢成本普遍低于电弧炉炼钢,这主要是电弧炉炼钢所使用的废钢价格较高所致。可见,公司2013年新建的高炉-转炉生产线有效降低了公司的吨钢成本,从而拓宽了公司的盈利空间。但2016年下半年以来,随着铁矿石价格的强势上行与焦煤价格的猛涨,高炉-转

炉炼钢的吨钢成本逐渐超过电弧炉炼钢。此时，公司拥有的电弧炉生产线的成本优势更加突出，能够有效帮助公司规避铁矿石和焦煤价格上涨带来的原材料价格风险。

图7：电弧炉炼钢流程及高炉-转炉炼钢流程吨钢成本测算结果



数据来源：我的钢铁网、浙江省质量技术监督局、国家电网、广发证券发展研究中心

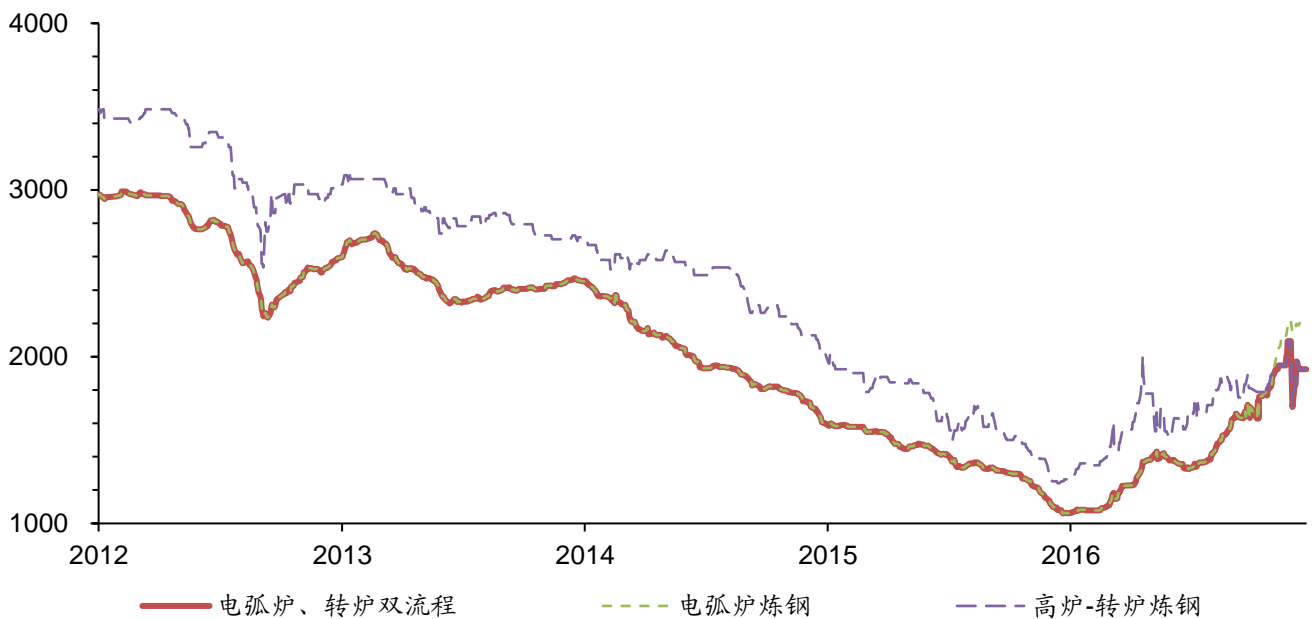
2.2 “双流程”的构建及测算结果说明

我们假设钢厂同时拥有两条年设计产能为100万吨的炼钢生产线，分别为电弧炉炼钢生产线与高炉-转炉炼钢生产线。我们分两种情况来讨论“双流程”模式为公司控制成本带来的优势。

(1) 第一种情况：公司的生产目标小于单一生产线产能

如果公司某一年的生产计划小于单一生产线的产能100万吨，或者其中某一条生产线的吨钢成本远高于吨钢价格从而不能为公司带来利润，则公司可能仅使用一条生产线进行生产。在此情况下，公司将根据原材料价格，使用吨钢成本较低的生产线进行生产。此时，公司的吨钢成本在每一时点将等于当时不同流程工艺所能取得的最低吨钢成本。

图8: “双流程”、电弧炉炼钢流程、高炉-转炉炼钢流程吨钢成本测算结果(单条生产线)



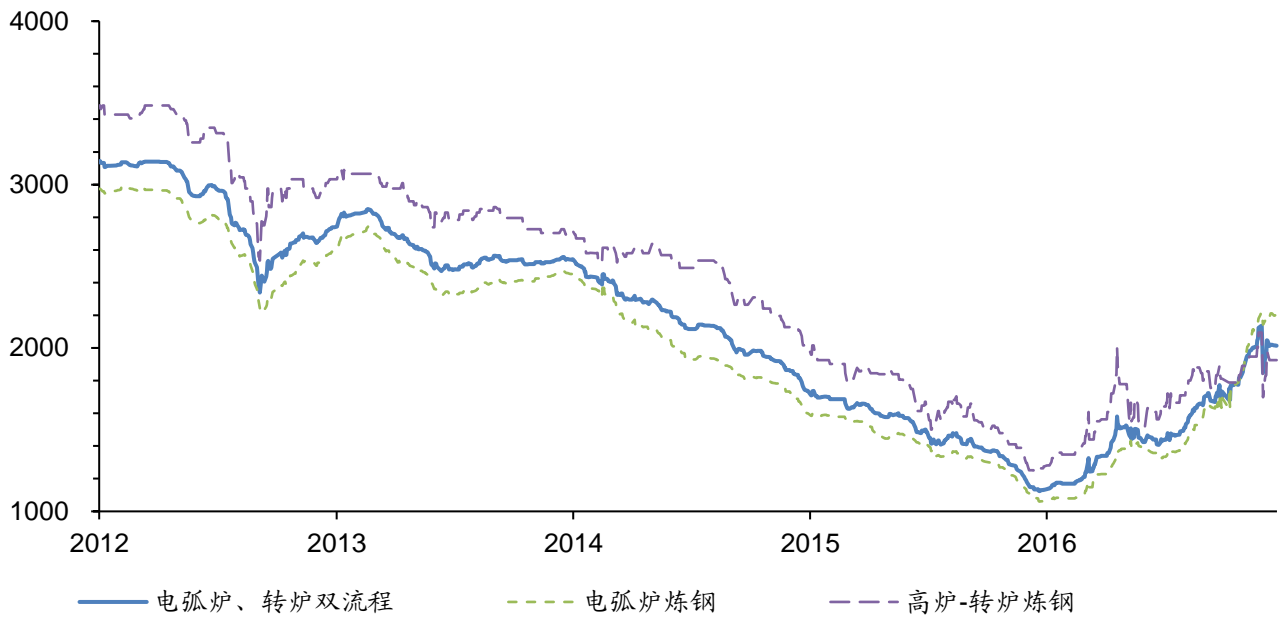
数据来源: 我的钢铁网、浙江省质量技术监督局、国家电网、广发证券发展研究中心

在此基础上,我们计算企业2016年起到2016年12月26日所付出的总炼钢成本为9.54亿元,而单纯使用电弧炉炼钢流程和单纯使用高炉-转炉炼钢流程的总炼钢成本分别为11.00亿元和9.74亿元,“双流程”模式使得公司相对于单流程生产模式额外获得1.46亿元和0.20亿元的利润。

(2) 第二种情况: 公司的生产目标大于单一生产线产能

在大多数情况下,公司出于竭尽利用资本以实现最大化利润的目的,不可能使一条生产线闲置(除非该生产线无法为公司带来任何收益)。在此情况下,公司将动用所有生产线进行生产。我们考虑公司某一年的生产目标为150万吨。在此情况下,公司将使用吨钢成本较低的生产线生产100万吨的钢铁,而使用吨钢成本较高的生产线生产50万吨的钢铁。

图9：“双流程”、电弧炉炼钢流程、高炉-转炉炼钢流程吨钢成本测算结果（多条生产线）



数据来源：我的钢铁网、浙江省质量技术监督局、国家电网、广发证券发展研究中心

在此基础上，我们计算企业2016年起到2016年12月26日所付出的总炼钢成本为15.14亿元，而年产能为150万吨的电弧炉炼钢流程和高炉-转炉炼钢流程的总炼钢成本分别为16.50和14.61万吨。虽然此时“双流程”总炼钢成本高于高炉-转炉炼钢流程的总炼钢成本，但我们需要注意到，2016年下半年以来高炉-转炉炼钢流程的炼钢成本明显上升，“双流程”有效地规避了这一成本上升带来的风险，而此时纯粹依赖于高炉-转炉炼钢流程的钢厂则被迫承受铁矿石和焦煤价格快速上涨带来的所有损失。由于公司不具备预知能力，不可能在年初准确地判断未来哪一种流程的炼钢成本更低（以准确地选择建设某一种产能），因此，在未来原材料价格仍以震荡为主的背景下，“双流程”能有效地帮助公司规避部分原材料价格上升带来的风险，有效地控制公司的原材料成本。

2 “地条钢”整治行动来袭，违规电炉产能肃清助原材料降本更上一层楼

2016年11月14日，工信部发布《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》（以下简称“钢铁行业‘十三五’规划”或“《规划》”），提出：2016年全面关停并拆除400立方米及以下炼铁高炉（符合《铸造生铁用企业认定规范条件》的铸造高炉除外），30吨及以下炼钢转炉、30吨及以下电炉（高合金钢电炉除外）等落后生产设备；全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能。

我们曾在2016年12月26日发布的《供给侧结构性改革系列报告之十六：党中央国务院严肃查处两起钢企违法违规事件确保政令畅通、令行禁止，看好供给侧改革投资机会》中指出，当前钢铁行业去产能不仅态度更坚决、规划更具体，且其惩罚力度更加严厉、措施更加具体。具体而言：

（1）对于钢企：钢铁行业去产能不仅态度更坚决、规划更具体，其惩罚力度更加严厉、措施具体，处理处罚包括且不限于行政拘留、限产停产整治；

(2) **对于地方政府等相关机构**: 对机构推行去产能和淘汰落后产能工作进行强有力的追责, 打破地方“保护圈”, 一方面纠正上有政策、下有对策、弄虚作假等问题, 另一方面倒逼政府等相关机构积极落实去产能进程;

(3) **对于行业**: 通过对江苏华达钢铁有限公司和河北安丰钢铁有限公司违法违规行为两起事件的查处, 发挥负面典型警示教育作用, 确保去产能和淘汰落后产能工作顺利推进。

山东省是“地条钢”生产的重灾区, 根据我的钢铁网统计数据, 山东省“地条钢”中频炉产能约为**1610万吨**, 因而对于中频炉、工频炉违规产能的整顿排查山东省首当其冲。继2016年11月24日到27日工信部牵头, 国务院有关部分组成的调查组在江苏连云港、宿迁、徐州三地调查之后, 山东省政府自**11月28日**开始要求省内中频炉钢厂开始检修停产, 主要从安全、质量、环保等各方面要求各钢厂自查。本次行动涉及山东省内近**20家**中频炉钢厂, 主要集中在山东鲁西区域, 以山东聊城、德州、东营、**滨州**等城市为主。据我的钢铁网统计, **此次行动将影响3.5万吨/天的中频炉产量**。

2016年12月24日, 山东省政府召开进一步排查整治“地条钢”专项督查动员会, 副省长张务锋出席并讲话。张务锋指出, 排查整治“地条钢”等违法违规行为是一项严肃的政治任务, **要求各地**:

(1) **坚持全覆盖、零容忍, 对涉钢企业进行拉网式检查**, 依法从严从速查处违法违规行为;

(2) **要严防钢铁去产能“边减边增”, 决不允许打折扣、搞变通**;

(3) **一经确认要立即拆除设备、清理厂房**, 坚决防止“死灰复燃”;

(4) **要严格落实属地责任, 对虚报、瞒报、漏报或工作不及时、处置不力的, 严肃追究相关人员责任**;

(5) **各督查组要加强明察暗访, 直插一线、摸准实情, 防止走过场、走形式, 确保排查整治取得实效**。

而在此之前, 江苏省已于2016年12月13日完成**63所**“地条钢”生产企业整顿关停工作, 所有“地条钢”违法生产企业全部按彻底断电断水、彻底捣毁生产设备、彻底清理厂房、彻底没收生产原材料、彻底没收产品“五个彻底”要求整治到位。

从政府表态及江苏省的整治行动先例可见, 本次“地条钢”整治行动力度空前, 山东省有望大规模关停违规中频炉、工频炉设备, 实现“地条钢”产能的全面退出。而正如我们前文提到的, 废钢行业的主要下游是回炉炼钢, 而**以废钢为原材料的炼钢工艺主要基于中频炉、工频炉、电弧炉等生产设备, 因而中频炉等大量下游产能的退出将导致短期内废钢需求大幅缩减, 从而促使废钢价格进一步下行**。因此, 我们认为, 生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能的彻底退出不仅有利于整治市场乱象, 而且将实质性减少公司在原料市场面临的同业竞争, 提高公司在成本端的议价能力, 从而助力公司原材料层面的降本增效更上一层楼。

(二) 再乘东风：集团携手中再生拓废钢加工再促原料降本，战略合作中科院与宝信软件涉足智能制造引领人力资源降本浪潮

1 西王集团携手中再生打造山东省废钢加工龙头企业，废钢供应链优化增强公司原材料供应保障

中国再生资源开发有限公司（以下简称“中再生”）是经国务院批准，国家工商行政管理局登记注册，于1989年5月在北京成立的中华全国供销合作总社投资控股的我国最大的专业性再生资源回收企业。根据中再生官网，废钢铁回收加工利用是公司主营业务之一，公司在全国多地拥有27家废钢经营分子公司及40多个废钢加工配送中心。根据西王特钢于2012年2月6日发布的《网上预览资料集》，中再生是公司主要废钢供应商之一，与公司建立有长期战略合作伙伴关系。

12月17日，西王集团与中国再生资源开发公司在北京签署战略合作协议，双方同意成立合资公司，强强联合共同打造全国废钢加工综合利用龙头企业，致力于推进废钢行业的标准化、规范化。根据合作协议，西王集团与中国再生资源公司在废钢领域建立战略合作，将共同出资成立合资公司——中再生西王资源有限公司。该合资公司定位为建立满足山东废钢市场的废钢资源化回收和利用网络平台，形成在该领域集废钢资源回收利用、市场营销及线上线下平台服务于一体的现代化企业。中国再生资源开发公司将发挥资源、技术、装备等优势，西王将发挥民营企业灵活体制优势、市场优势、资金优势，使合资公司迅速发展壮大，争取在3-5年内具备上市条件，成为山东省最大的废钢回收加工企业、全国废钢加工综合利用龙头企业。中再生公司计划将旗下报废汽车拆解企业吸收到双方设立的合资公司内。

2016年11月14日工信部发布的《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》(钢铁行业“十三五”规划)中明确指出，要注重以废钢为原料的短流程电炉炼钢的发展机遇，绿色改造升级，发展节能环保工艺，加快钢铁行业资源能源回收利用产业发展。当前国内废钢行业乱象丛生，废钢循环利用加工体系尚不完善，废钢资源回收网络体系建设亟待增码。据中国再生资源回收利用协会会长管爱国在第五届中国金属循环应用国际研讨会上介绍，我国废钢利用率仅为19.9%，远低于世界平均水平的48.3%，废钢资源利用的低效或是我国废钢价格高企的重要原因。随着钢铁行业“十三五”规划的推进，废钢回收体系网络的建设与废钢市场效率的优化将有望提高废钢的有效供应，促使废钢价格回归合理水平。

中再生西王资源有限公司着眼于建立高效的废钢回收利用网络体系，致力于推进废钢行业的标准化、规范化。我们可以预期，随着该区域性废钢回收利用平台的发展，公司所处废钢市场效率将有望得到切实提高，公司废钢资源保障能力也将再度强化，废钢成本有望切实降低。不仅如此，公司有望借助于该平台实现废钢内部自给，实现废钢自产自销，从而减少流通过程带来的额外成本，为公司培育新的利润增长点。

2 与中科院、宝信软件达成战略合作协议，乘风中国制造2025与钢铁行业“十三五”规划进军智能制造领域助公司降本增效再登高峰

2014年11月14日，西王特钢与中科院金属研究所签订《西王特钢公司与中

院金属研究所全面战略合作协议》。按照协议要求，双方将共同致力于打造一条清洁智能化制备高端装备用特殊钢示范生产线。

2016年2月25日，公司与上海宝信软件有限公司签署战略合作协议，联手推动西王特钢的智能化升级。根据合作协议，西王特钢与宝信软件将组成联合研究小组，对西王特钢进行全面及深入的实地调研，完成管理升级、工艺装备技术升级与智能化制造升级三方面的发展规划和技术方案，并初步确定西王特钢智能化制造的发展蓝图。公司预计在3月底前完成企业管控、供应链业务、制造和设备业务、能源及自动化、IT技术等五方面的规划，并于4月正式实施。

智能制造是我国制造强国战略的一个重要组分。2015年5月8日国务院发布的《中国制造2025》中首次将智能制造确定为两化深度融合的主攻方向。《中国制造2025》提出，要推进制造过程智能化，在重点领域试点建设智能工厂/数字化车间，加快人机智能交互、工业机器人、智能物流管理、增材制造等技术和装备在生产过程中的应用，促进制造工艺的仿真优化、数字化控制、状态信息实时监测和自适应控制。

钢铁工业“十三五”规划进一步具体订立了智能制造在钢铁领域的发展目标。《规划》提出，（1）夯实智能制造基础，加快推进钢铁制造信息化、自动化，支持有条件的钢铁企业建立大数据平台，开展钢铁行业企业两化融合管理体系贯标和评定工作推进钢铁智能制造标准化工作。（2）全面推进智能制造，在全行业推进智能制造新模式行动，重点培育4种智能制造新模式的试点示范，鼓励优势企业探索搭建钢铁工业互联网平台，支持有条件的钢铁企业满足客户个性化需求，鼓励优势钢铁企业建设关键装备智能检测体系，总结试点示范经验和模式，提出钢铁智能制造路线图。特别的，到2020年，钢铁智能制造示范试点由2家增加到10家；主业劳动生产率由当前的514吨钢/人·年提高到1000以上；综合集成大型企业比例、管控集成大型企业比例、产供销集成大型企业比例分别提高11个百分点、13个百分点、7个百分点到33%、29%和50%。

目前，中国人口结构已经开始呈现老龄化趋势，劳动年龄人口逐渐减少，中国就业研究所所长曾湘泉在2016年11月19日举行的“2016年中国劳动经济学会年会”上预计，2016年劳动年龄人口继续下降，近5年累计减少的数量约为2000万。与此同时，中国社科院人口与劳动经济研究所所长张车伟表示，随着大学的持续扩招，劳动力的素质和结构已经发生了根本变化，劳动力市场也难以大量提供传统制造业所需的简单劳动力。因此，劳动力成本的提高不可避免，钢铁等传统工业产业亟需加快推进技术替代劳动，智能车间的加快普及具有其必要性。公司与中科院、宝信软件强强联合进军智能制造领域，进一步提高西王特钢生产流程的自动化及智能化水平，不仅有望助力公司成为钢铁行业智能制造的踏浪儿，享受国家支持智能制造相关政策带来的红利，而且将帮助公司适应未来适龄劳动人口减少的必然趋势，有效降低公司人力资源成本。

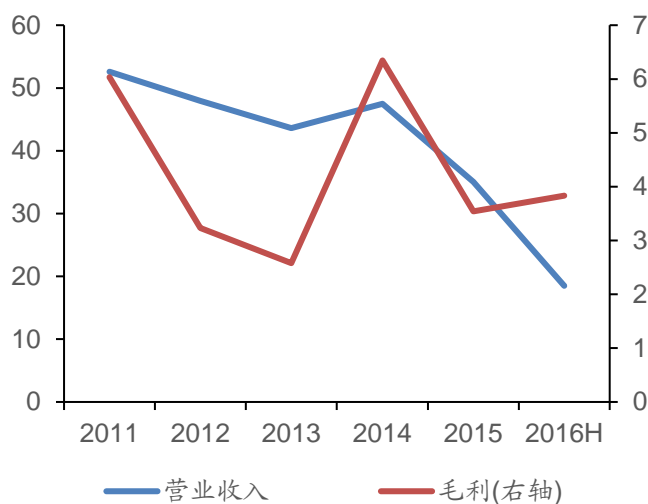
(三) 业绩体现：降本增效措施效果显著，普钢产品毛利远超行业均值

接着我们通过分析公司普钢板块的业绩表现来分析公司的“降本增效”的效果。

从普钢产品创造营业收入和毛利来看，2011-2016H，除2014年小幅上升以外，公司的普钢产品营业收入持续下行，但普钢产品创造的毛利变化趋势并非一路下行，而是波动变化，2016年上半年普钢产品创造的毛利已经超过2015年全年毛利总额，可见公司降本增效成果显著。

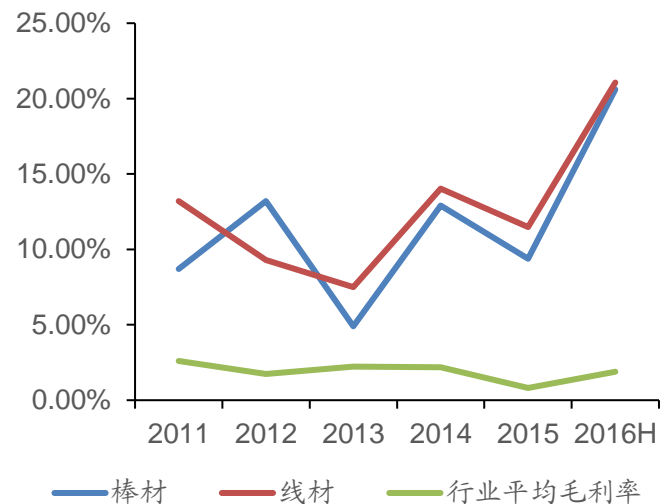
从普钢产品的毛利率与行业对比来看，2011-2016H，公司的两种普钢产品棒材和线材的毛利率显著高于钢铁行业平均水平，2015年，棒材和线材的毛利率达9.37%和11.48%，远高于行业平均毛利率0.81%；2016年上半年，棒材和线材的毛利率达20.61%和21.06%，远高于行业平均毛利率1.88%。整体来看，公司的降本增效措施显著提升了普钢产品的盈利能力。

图10: 2011-2016H公司普钢产品营收及毛利 (单位: 亿元)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图11: 2011-2016H公司普钢产品毛利率远高于行业平均



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

本章总结：

在钢市整体行情尚不明朗，普钢价格走势不甚乐观的背景下，公司审时度势灵活调整自身的生产战略，并积极寻求战略协作机会，积极促进公司生产降本增效。具体而言：

(1) 经历了2004年以来的业务发展，公司目前形成了以两套生产流程，即电弧炉流程与高炉-转炉流程为核心的产能结构。在当前铁矿石、焦煤等原料价格震荡上升、未来走势不甚明朗的背景下，公司借势于多生

产流程搭建的产能结构，得以通过灵活控制原材料比例来最小化成本，从而能够有效规避部分原材料价格上涨带来的“非系统性风险”。此外，史上最严“地条钢”整治行动来袭，山东省作为“地条钢”重灾区有望实现中频炉、工频炉产能的大批量退出。短流程产能的大量退出可能促使废钢价格短期内大幅下降，从而将进一步降低公司电弧炉流程的原材料成本。

(2) 公司与中再生、中科院与宝信软件达成战略合作，降本增效行动立足行业前沿。一方面，母公司西王集团与中国最大专业性再生资源回收企业中再生合资成立中再生西王能源有限公司，欲培养其成为山东省最大的废钢回收加工企业、全国废钢加工综合利用龙头企业。公司有望借助于该平台实现废钢内部自给，实现废钢自产自销，从而减少流通过程带来的额外成本。另一方面，公司与中科院金属研究所、上海宝信软件有限公司分别签署战略合作协议，乘风中国制造2025与钢铁“十三五”规划进军智能制造领域，有望享受国家支持智能制造相关政策带来的红利，并大力降低公司人力资源成本。

公司积极促进公司生产降本增效，且其成效明显。根据公司年报，公司普通钢中的棒材和线材毛利率在2016年上半年分别达到20.61%和21.06%，远高于行业平均毛利率1.88%。

二、特钢：乘时乘势建设特钢产能，优化产品组合以提供有效供给

(一) 产品与结构：成功转型特钢制造商，特钢产量稳步提升、种类组合持续优化

西王特钢的特钢产品主要包括优质碳素结构钢、合金结构钢、轴承钢及钢锭：

(1) 优质碳素结构钢：包括棒材及线材，其碳含量低于0.8%，所含硫、磷及非金属含量低于普通碳素结构钢，由于纯度较高，优质碳素结构钢力学性能（例如屈伸强度及拉伸强度）由于普通碳素结构钢，主要用于建筑和基建行业；**(2) 合金结构钢：**包括棒材，其所含合金主要有锰、矽、镍、铬及钼等，主要用于机械行业；**(3) 轴承钢：**纯度相当高，结构较普通钢材强，主要用于制造汽车业的滚筒或滚珠轴承；

(4) **钢锭**: 包括宽厚板坯、圆锭、方锭、梭锭及空心锭等, 可用于交通运输、能源电力、石油化工、海洋工程、航天航空及武器装备等行业。

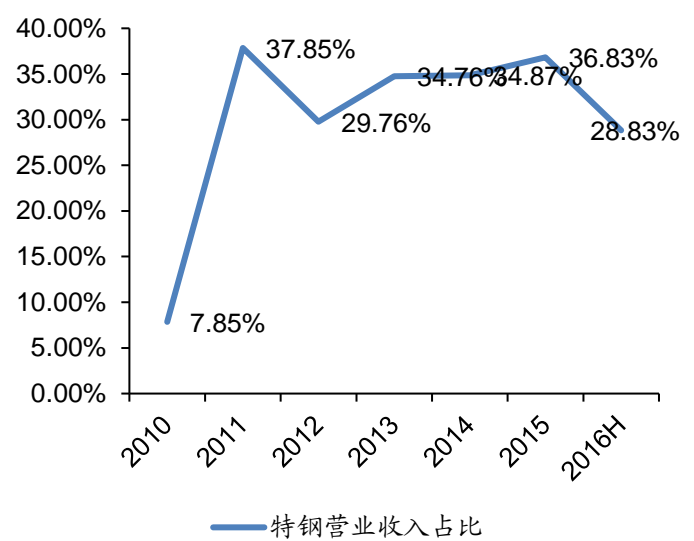
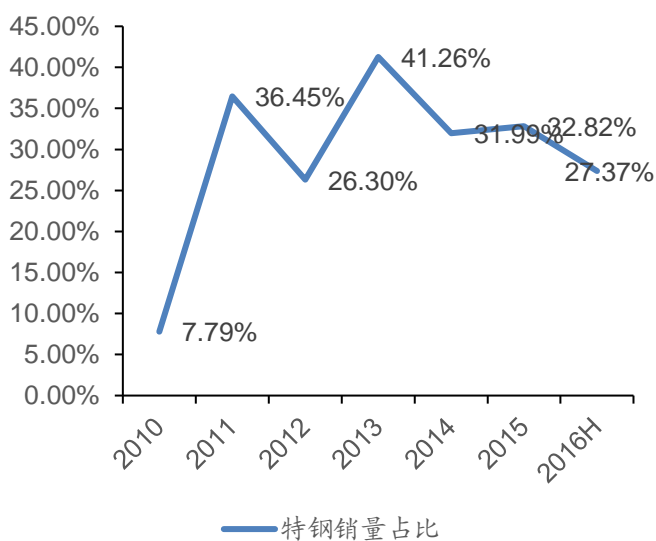
表8: 西王特钢主要特钢产品概况

产品名称	特点	规格	应用领域
优质碳素结构钢	碳含量低于 0.8%, 所含硫、磷及非金属含量低于普通碳素结构钢	棒材及线材: 横切面直径介乎 5.5 毫米至 350 毫米	建筑及基建
合金结构钢	添加锰、矽、镍、铬及钼以改变合金结构钢的化学成分	棒材: 横切面直径介乎 5.5 毫米至 350 毫米	机械
轴承钢	纯度相当高, 结构和质量较普通钢强	轴承钢棒及轴承钢线: 横切面直径介乎 5.5 毫米至 60 毫米	汽车
钢锭	--	宽厚板坯、圆锭、方锭、梭锭及空心锭等: 规格从 3 吨到 80 吨	交通运输、能源电力、石油化工等

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

自2009年第一座电弧炉投产开始, 公司迅速扩大特钢产品的产量, 并由纯普通钢生产商逐渐过渡为专注于特种钢生产的钢铁制造商。根据西王特钢招股说明书, 公司第一座电弧炉于2009年7月投产, 第二座电弧炉于2011年1月投产, 两座电弧炉年设计产能均为50万吨, 总产能为100万吨。电弧炉营运使得公司可以进行小批量熔炼及准确控制炼钢温度及成分, 丰富产品组合, 并生产优质及高附加值的特钢产品。根据公司年报, 公司的特钢销量占钢材总销量的比重由2010年的7.79%大幅增加至2011年的36.45%, 2012-2015年均保持在26%以上。此外, 特钢营业收入占钢材总营业收入的比重由2010年的7.85%大幅增加至2011年的37.85%, 2012-2015年均保持在29%以上。

图12: 2011-2015年西王特钢的特钢销量占比高于26% 图13: 2011-2015年西王特钢的特钢营收占比高于29%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

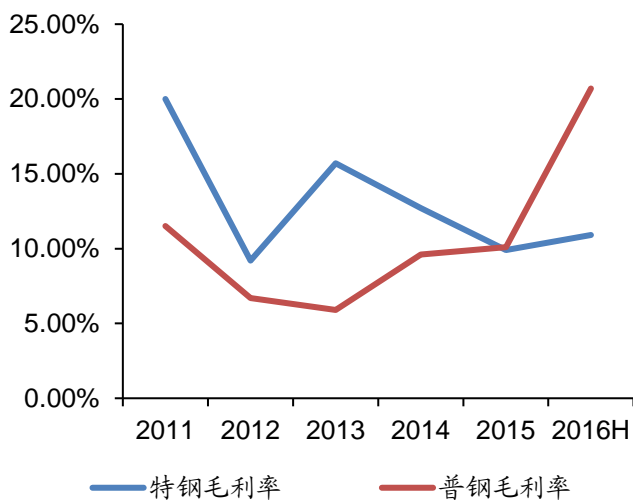
公司的发展战略为通过增加高附加值特钢产品的产量来改善产品组合，根据行情和需求灵活调整生产决策，从而增加销售收益并提升利润率。

(1) 从产品盈利能力来看，2011-2014年公司的特钢产品毛利率持续高于普钢毛利率，显示出特钢产品的整体盈利能力较强，2015年-2016年上半年，公司的普钢产品毛利率高于特钢产品毛利率，原因主要是山东省内轨道建设、高铁、高速公路等重点工程开工率较高，政府对重点工程投资大、工期紧、工程进度提前，对普通钢材需求提升，普钢毛利率较高，相较而言，特钢市场需求稳定，因此毛利率波动较小。

(2) 从特钢产品结构来看，2011年以来，公司依托灵活的生产流程，根据市场供需变化，持续调整产品结构，其中优质碳素结构钢一直是公司的主要特钢品种，合金结构钢和轴承钢的产量波动较大，焊接用盘条钢自2012年以后停产，2012-2014年不锈钢产量迅速减少，2014年以后不锈钢停产，钢锭自2015年开始生产，目前产量已经超过轴承钢，位居第三。

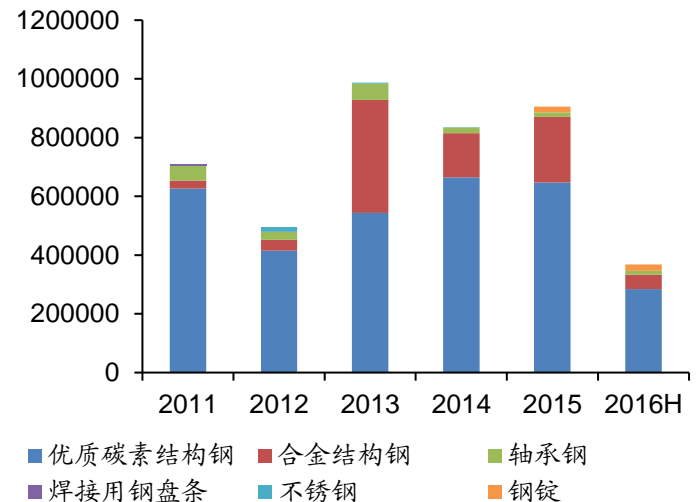
公司在2015年年报中提到，将在三年以内将较高毛利率的特钢销售收入比例提升到60%，因此预计未来公司的特钢产品产销量将进一步增加。

图14: 2011-2014年西王特钢的特钢毛利率高于普钢



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图15: 2011-2016H西王特钢特钢结构持续调整 (单位: 吨)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 技术与研发: 联袂多家科研单位携手打造高端产能, 合作宝信软件提升生产流程的自动化及智能化水平

如前所述, 公司的发展战略为逐步提升高附加值特钢产品占比, 并通过灵活调整生产计划, 获取最大收益, 因此公司非常重视特钢产品研发以及生产流程升级。根据公告及官网资料, 公司近年来与洛阳轴承研究所、中科院金属所、宝信软件等多家单位合作, 联手打造轴承钢研究中心、高端特钢深加工生产线等多个项目。

2014年7月, 公司旗下全资子公司山东西王特钢有限公司与洛阳轴承研究所

限公司签订为期5年的技术合作协议，建立“轴承钢研发中心”，预计轴承钢年产量将达50万吨以上。洛阳轴承研究所有限公司是中國轴承行业唯一部属国家一类大型科研院所及轴承行业技术研究、开发、咨询和服务中心，同时也是轴承钢国家标准的主要起草单位，对轴承钢的检测和材料的研究应用具有权威性。根据合作协议，山东西王将提供生产条件，洛阳轴承研究所将提供权威检测、相关技术支持及轴承钢市场推广，预期5年内，西王特钢主要生产的高品质GCr15轴承钢指标将达到瑞典SKF及美国TMK标准，年产量将达50万吨以上，建成江北最大的高端轴承钢材料生产基地，以满足未来市场对轴承钢的需求，提升公司的经济效益。

2014年11月，公司旗下全资子公司山东西王特钢有限公司与中国科学院金属研究所订立战略合作协议，联手打造具备30万吨产能的高端特钢精深加工生产线，瞄准军工、海工、轴承钢等高端产品市场。中科院金属所被定位为中国材料科学及工程研究的基地，主要研究项目集中于高性能金属材料、新型无机非金属材料 and 先进复合材料等并注重科技成果的转化及产业化。按照合作协议，公司与中科院金属所联合建立高端装备用钢清洁智能装备示范线及开发制造高端转备用钢技术，相关产品主要瞄准高端工具钢、模具钢、轴承钢、海工钢、轮轴钢、军工钢等高端装备用特殊钢，预计项目投产后高端装备用特钢年产量将达30万吨。根据西王特钢官网新闻所述，国家级科研单位很少与民营企业展开如此全面的合作，西王特钢这次与中科院的合作首次把清洁智能化引入钢铁行业，并集成中科院金属研究所的十大高品质特殊钢装备技术，以及研发优质钢锭型、实现高端装备用高品质特殊装备及其产品的精深加工，填补了国内空白。

2016年2月，公司与上海宝信软件股份有限公司签署战略合作协议，联手推动公司的智能化升级，本次合作将进一步提高公司生产流程的自动化及智能化水平，从而提升公司的整体竞争力。宝信软件系宝钢股份控股、宝钢集团实际控制的软件企业，其产品与服务遍及钢铁、有色金属、装备制造、医药、金融等多个行业，在企业信息化、过程自动化和城市信息化等领域占有领先优势。根据合作协议，公司将与宝信软件成立联合研究小组，对公司进行全面及深入的实地调研，完成管理升级、工艺装备技术升级与智能化制造升级三方面的发展规划和技术方案，并初步确定公司特钢智能化制造的发展蓝图。公司通过本次合作，将全面提高生产流程自动化及智能化，有效降低公司的生产成本，提升公司的盈利水平。而工艺装备的升级，有助于提升高端特钢产品品质、优化生产工艺及丰富产品组合，将有助于凸显公整体优势，以巩固公司在山东省钢铁市场的领导地位。

表9：2011-2016年西王特钢的重点合作项目

合作单位名称	项目内容	项目收益
洛阳轴承研究所	签订为期5年的技术合作协议，建立“轴承钢研发中心”，山东西王将提供生产条件，洛阳轴承研究所将提供权威检测、相关技术支持及轴承钢市场推广	西王特钢主要生产的高品质GCr15轴承钢指标将达到瑞典SKF及美国TMK标准，年产量将达50万吨以上，建成江北最大的高端轴承钢材料生产基地，以满足未来市场对轴承钢的需求，提升公司的经济效益
中科院金属所	联合建立高端装备用钢清洁智能装备示范线及开发制造高端转备用钢技术，相关产品主要瞄准高端工具钢、模具钢、轴承钢、海工钢、轮轴钢、军工钢等高端装备用特殊钢	预计项目投产后高端装备用特钢年产量将达30万吨，该项目将研发优质钢锭型、实现高端装备用高品质特殊装备及其产品的精深加工，填补国内空白

宝信软件	成立联合研究小组，对公司进行全面及深入的实地调研，完成 管理升级、工艺装备技术升级与智能化制造升级 三方面的发展规划和技术方案，并初步确定公司特钢智能化制造的发展蓝图	将全面提高生产流程自动化及智能化， 有效降低公司的生产成本，提升公司的盈利水平 ；提升高端特钢产品品质、优化生产工艺及丰富产品组合，将有助于凸显公整体优势，以 巩固公司在山东省钢铁市场的领导地位
------	--	---

数据来源：公司年报、公司官网、广发证券发展研究中心

（三）政策与需求：行业政策重点支持特钢发展，公司产品下游需求有望持续放量

1 多重政策助力特钢行业腾飞

1.1 《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》——为特钢带来双重红利

2016年11月14日，工信部发布《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》（以下简称“《规划》”）。《规划》指出：（1）**推动服务型制造，支持企业重点推进高技术船舶、海洋工程装备、先进轨道交通、电力、航空航天、机械等领域重大技术装备**所需高端钢材品种的研发和产业化，全面确立以用户为中心的产品理念和服务意识，推进钢铁企业由制造商向服务商转变。（2）**提升质量水平**，树立以稳定为核心的质量意识，通过提升技术，利用信息化、智能化手段和装备提高钢铁产品实物质量稳定性。（3）**加强品牌建设**，建立以质量为中心的品牌体系。支持钢铁企业夯实品牌发展基础，开展质量标杆活动，加大品牌培育力度。

我们在2016年8月26日发布的《供给侧结构性改革系列报告之六：去哪些产能-中小型长材钢企、环渤海区域钢企去产能压力较大》中指出，我国特钢产业基数低，特钢产量占比较低，根据中钢协数据，粗钢总产量8.04亿吨，特钢产量1.20亿吨，特钢产量占比仅为14.93%，比日本约低7%；另一方面，我国对特钢需求强劲，我国自产特钢在产量和结构上不能完全自给。同时，我国特钢产能结构呈现低端化，高端特钢市场的国内供给仍然空缺。因此，**能否推动产能由普钢向特钢转化，特钢产能结构由低端向高端化将决定企业能否迅速抢占新的市场空间。**

我们认为，在政府推动优特钢发展的情况下，研发、生产优特钢的企业将享受**双重红利**：一方面，高端钢拥有庞大的市场需求，而国内高端钢供给目前十分有限，企业有望在部分高端钢品种市场享受寡头垄断甚至垄断定价权；另一方面，政府将着力扶持拥有高端产品研发、生产实力的钢企，企业在政府补贴等方面将享受**优先待遇**，同时，在政府推动高端设备核心部件国产化的背景下，企业作为**供应商**，在核电站等高端设备核心部件供应的竞标过程中将更大概率斩获订单。

1.2 《中国制造2025》——释放终端需求

国务院于2015年5月8日公布了《中国制造2025》，该文件是中国强化高端制造业、建设制造业强国的“三个十年战略”中第一个十年规划的行动纲领。《中国制造2025》提出发展目标：**到2020年，基本实现工业化，制造业大国地位进一步巩固，制造业信息化水平大幅提升。掌握一批重点领域关键核心技术，优势领域竞争力进一步增强，产品质量有较大提高。制造业数字化、网络化、智能化取得明显进展。**

重点行业单位工业增加值能耗、物耗及污染物排放明显下降。

《中国制造2025》指出，各世界强国及中国的发展史已经证明，没有强大的制造业，就没有国家和民族的强盛。改革开放以来，我国制造业飞速发展，支撑了我国世界大国地位，但是与世界先进水平相比，我国制造业仍然存在缺乏自主创新、产业结构水平不高等问题。我国面临的转型升级和跨越发展的任务紧迫而艰巨，国家在接下来的十年中会加大高端制造业的投入和支持。

相较普钢而言，特钢具有多重优越性能、产品附加值更高，在钢铁行业里面属于高端子行业，其用途主要是制造航空航天、机械、家电、核电与船舶等下游产业的关键高端零部件。因此高端制造业的快速发展的过程中，我们预计特钢将更多地承担能源装备、国防加工、高新技术产业等关键产业转型升级的重任，终端需求将持续释放。

表 10: 《中国制造 2025》中直接与钢铁相关的内容

相关主题	具体内容
全面推行绿色制造	加快制造业绿色改造升级。全面推进钢铁、有色、化工、建材、轻工、印染等传统制造业绿色改造，大力研发推广余热余压回收、水循环利用、重金属污染减量化、有毒有害原料替代、废渣资源化、脱硫脱硝除尘等绿色工艺技术装备，加快应用清洁高效铸造、锻压、焊接、表面处理、切削等加工工艺，实现绿色生产。
深入推进制造业结构调整	支持重点行业、高端产品、关键环节进行技术改造，引导企业采用先进适用技术，优化产品结构，全面提升设计、制造、工艺、管理水平，促进钢铁、石化、工程机械、轻工、纺织等产业向价值链高端发展。
进一步扩大制造业对外开放	进一步放宽市场准入，修订钢铁、化工、船舶等产业政策，支持制造业企业通过委托开发、专利授权、众包众创等方式引进先进技术和高端人才，推动利用外资由重点引进技术、资金、设备向合资合作开发、对外并购及引进领军人才转变。

数据来源：中国制造《2025》、广发证券发展研究中心

1.3 供给侧结构性改革——促进钢企转型升级

2015年11月10日习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上提出：在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高体系质量和效率，增强经济持续增长动力，首次提出“供给侧结构性改革”概念。2015年12月，中央经济工作会议强调抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大重点任务，加之近期中央财经领导小组第十二次会议专讨供给侧结构性改革方案。现阶段，供给侧结构性改革已成为宏观经济“最热词汇”之一，并出台了一系列配套政策积极推进，我国的供给侧结构性改革将步入实质性落地阶段。

供给侧结构性改革强调“减量提质”，对于制造业而言，落后产能将加速出清，同时优质产能将逐步增加。由于特钢拥有强度高、韧性大、耐腐蚀、耐磨损等诸多优越性能，且产品附加值较高，我们预计，在供给侧结构性改革的推动下，钢铁行业本身将会更多地发展特钢，以实现行业本身的转型升级；此外，汽车、机械、军工等下游行业的转型升级将会显著提升对特钢的需求。

2 公司特钢产品对应下游行业需求有望持续放量

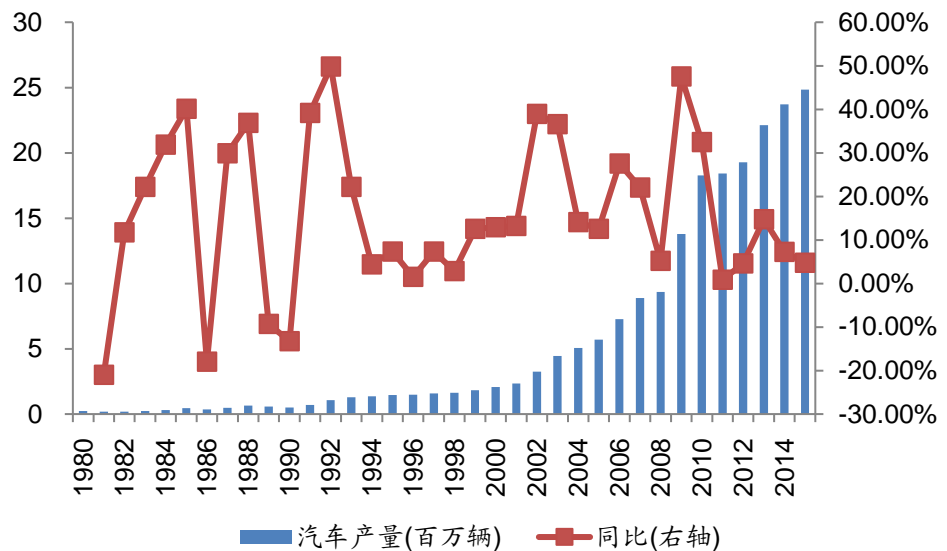
根据公司年报，公司的特钢产品应用下游主要包括汽车、基建、高铁等领域，因此我们接下来将重点分析这些领域的发展前景，以研究公司特钢产品需求的变化趋势。

2.1 汽车——汽车的普及将带动特钢需求的持续放量

近年来，我国汽车工业发展迅速，汽车产量增长迅速，由1980年的22万辆汽车增长为2015年度的24.84万辆，34年间年复合增长率达到14.88%。但与发达国家相比，我国汽车保有量较低，后续需求有望持续放量。据《2015年国民经济和社会发展统计公报》显示，2015年末全国民用汽车保有量达到17228万辆(包括三轮汽车和低速货车955万辆)；国家统计局数据显示，我国2015年总人口达到13.75亿人，根据这两个数据可计算得到2015年我国汽车的千人保有量达到125.29辆/千人，远远低于成熟市场国家(根据世界银行提供的数据，德国、法国、日本、英国和美国在2011年汽车千人保有量分别达到530.96、482.17、454.86、453.70和403.27辆)。

伴随国民经济的发展、居民生活水平及购买力的提高，我国汽车新增及替换需求将持续放量，中国汽车市场需求长期稳健增长趋势不变。作为特钢行业的主要下游之一，汽车行业需求的持续放量将持续推动特钢产业的发展。

图16：我国汽车产量增长迅速



数据来源：中国汽车工业协会、广发证券发展研究中心

2.2 基建——经济下行压力下，基建仍为稳增长重点，投资将保持稳定增长

“十三五”期间，政府目标是经济年均增速保持在6.5%以上，经济下行压力下，财政政策与货币政策将持续助力稳增长，基建投资仍是稳增长重点。在2016年政府工作报告中，李克强总理强调：

A. 2016年启动“十三五”重大规划项目：完成铁路投资8000亿元以上、公路投资1.65万亿元，再开工20项重大水利工程，建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等重大项目，中央预算内投资增加到5000亿元；

B. 开工建设城市地下综合管廊2000公里以上；

C. 加强重大基础设施建设，到2020年，高铁营业里程达到3万公里、覆盖80%以上的大城市，新建改建高速公路通车里程约3万公里；

D. 加大农村基础设施建设力度，新建改建农村公路20万公里。

E. 实施脱贫攻坚工程。今年要完成1000万以上农村贫困人口脱贫任务，其中易地搬迁脱贫200万人以上，继续推进贫困农户危房改造。中央财政扶贫资金增长43.4%。

2016年10月24日，财政部PPP中心发布《全国PPP综合信息平台项目库第4期季报》：截至2016年9月末，财政部两批示范项目232个，总投资额7,866.3亿元，其中执行阶段项目128个，总投资额3,456亿元，落地率达58.2%。与6月末相比，第一批示范项目落地率没有变化，第二批示范项目落地呈加速趋势。财政部第三批PPP示范项目共有516个，投资总额逾1.17万亿元，相较于第二批示范项目，项目数量翻番，投资额增加逾八成。发改委密集批复多地城市轨道交通规划，至2020年投资超万亿，预计后期基建投资仍将持续增长。

2.3 高铁——高铁国内建设提速，将拉动特钢需求

“十三五”接力继续推动我国高铁建设。“十二五”规划铁路建设投资2.8万亿元，实际累计投资高达3.47万亿元。国内以“四横四纵”为主骨架的高速铁路网已经全部开工建设，多处城际铁路项目也已经正在规划，根据十三五规划，“十三五”期间全国新建铁路不低于2.3万公里，总投资不低于2.8万亿元。随着国民经济的发展，国内铁路建设将持续提速，由于人们的消费水平大幅提高，对出行的交通工具选择将逐步高端化，我们预计高铁里程将不断增长。

高速铁路用钢主要分为三种，分别是机车用钢、铁路基建用钢以及铁路客运车站用钢。铁路基建和客运车站主要是采用普钢进行建设，相对而言，机车用钢涉及较多的特钢。从机车来看，目前机车车身主要使用质量较轻、性能优越的铝合金，机车的车轮、车轴等关键零部件则主要使用特钢。随着高铁里程的持续建设，特钢需求有望持续提升。

本章总结：

公司的发展战略为通过增加高附加值特钢产品的产量来改善产品结构，根据行情和需求灵活调整生产决策，从而增加销售收益并提升利润率。自2009年第一座电弧炉投产开始，公司迅速扩大特钢产品的产量，并由纯普通钢生产商逐渐过渡为专注于特种钢生产的钢铁制造商。此外，特钢营业收入占钢材总营业收入的比重由2010年的7.85%大幅增加至2011年的37.85%，2012-2015年均保持在29%以上。公司在2015年年报中提到，将在三年以内将较高毛利率的特钢销售收入比例提升到60%，因此预计未

来公司的特钢产品产销量将进一步增加。

公司非常重视特钢产品研发以及生产流程升级。根据公告及官网资料，公司近年来与洛阳轴承研究所、中科院金属所、宝信软件等多家单位合作，联手打造轴承钢研究中心、高端特钢深加工生产线等多个项目。一方面，公司产品结构将持续升级，另一方面，公司的整体生产效率、管理效率也将持续改善。

从公司特钢产品的发展前景来看，一方面钢铁十三五规划、中国制造2025以及供给侧结构性改革等多重政策将支持特钢行业的发展，另一方面，公司特钢产品对应的主要下游如汽车、基建、高铁等行业发展前景较广，未来对特钢的需求有望持续提升。整体而言，公司的特钢产品有望迎来需求蓝海。

三、财务分析：业绩触底回升，降本、优化结构夯实业绩基础、增大盈利提升潜力

（一）盈利能力：钢铁行业低迷导致业绩下滑，2015年盈利跌至谷底

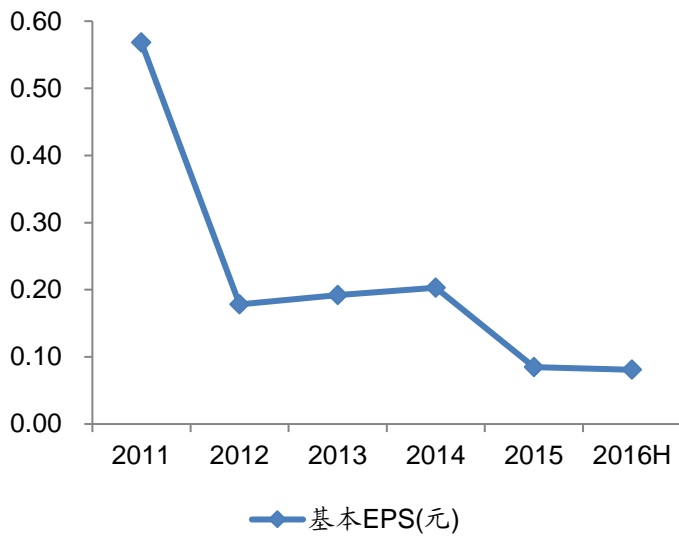
西王特钢的盈利情况受宏观经济环境影响和内部产品结构调整而波动。2012年，受累全球经济未见明朗、中国经济增速放缓，房地产、基建等钢铁下游生产领域需求走弱，导致钢材市场疲软，钢价大幅下跌且持续低迷，公司的钢铁主业较2011年出现大幅下降。2013年，中央政府提倡的城镇化政策与多个相关产业，刺激钢材需求，钢铁行业市场环境较2012年相对向好，公司业绩有所好转。2014年，钢铁行业进行整合重组，将不合规的公司淘汰，使行业健康发展，同时，集团的发展策略为提高特钢比例，公司盈利状况略微好转。2015年，市场行情急剧变化，钢价降价明显高于原料、燃料降价，且“剪刀差”逐月扩大，导致公司整体业绩下滑。2016年以来，钢价经历“过山车式”剧烈波动，钢材产品盈利好转，加上山东省内重点工程开工率高，政府对重点工程工程进度提前，对建材需求量提升，从而拉动了普钢市场，2016年二季度公司业绩明显改善。

2016年二季度，公司的基本EPS为0.08元，较2015年全年持平；净资产收益率为8.31%，较2015年上升3.95%；销售毛利率为14.21%，较2015年上升5.67%。

2014年，西王特钢大力进行固定资产投资，使得公司成本结构发生改变，且集团的发展策略为提高特钢比例，集团重视发展高端特钢产品，以图更佳汇报，发展

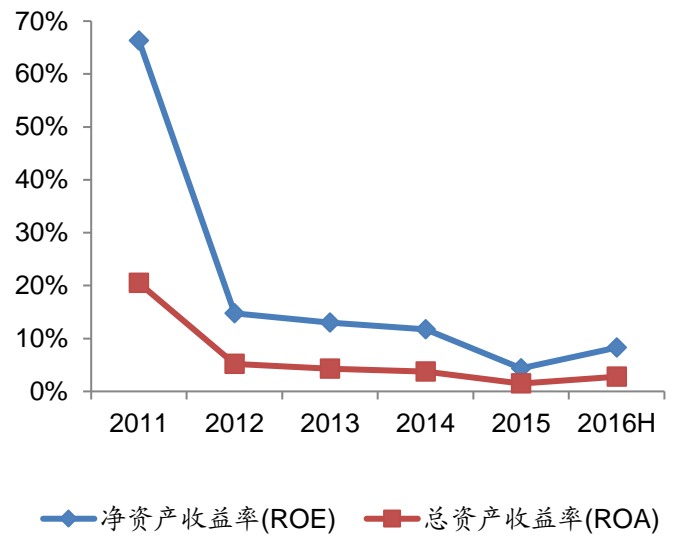
合时合适之策略以适应市场需求，公司经营能力将持续增强，业绩水平大幅改善可期。

图17: 西王特钢基本EPS变动情况



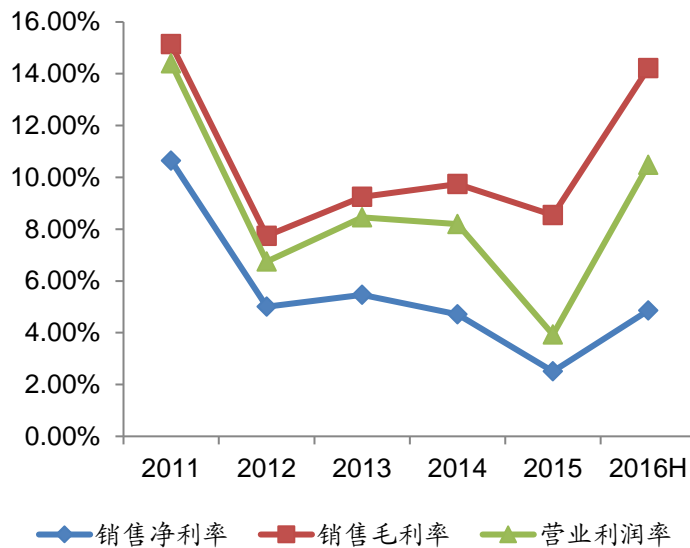
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 西王特钢ROE和ROA变动情况



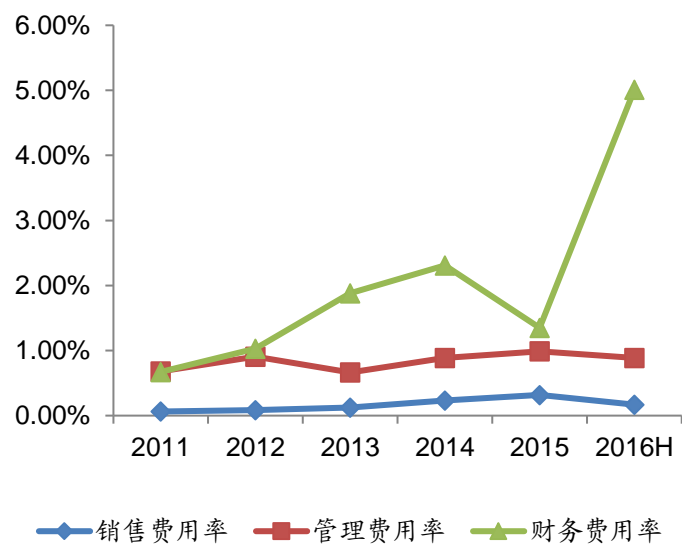
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 西王特钢销售毛利率、销售净利率、营业利润率变化情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图20: 西王特钢销售费用率、管理费用率和财务费用变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 营运能力: 钢铁行业供需改善叠加特钢业务比重增加有望提升运营能力

2011-2014年, 受益于降本增效的精细化管理, 公司营运能力持续改善, 但在

2015年供需矛盾大幅恶化的背景下，公司营运能力有所下降。2012-2015年，公司存货周转率分别为12.78次、8.58次、8.77次、8.11次，呈下降趋势，主要是行业需求低迷、存货销售放缓所致。2013年，公司应收账款周转率持续上升，主要是由于公司显著加强管理，提高了资金使用效率；2014-2015年，受累于宏观经济下行压力不断加大、终端钢需持续疲软，公司资金周转压力陡增，因此应收账款周转率连续两年下降。2011-2015年，公司总资产周转率分别为1.92次、1.04次、0.78次、0.80次和0.59次，仅在2014年微幅上升，其他年份均下降。

2016年，供给侧改革持续推进，钢铁行业供需情况将有所改善，公司钢铁主业营运情况或将好转，特钢业务比重的增加，也有望提高公司运营效率。

图21: 西王特钢存货周转率变动情况

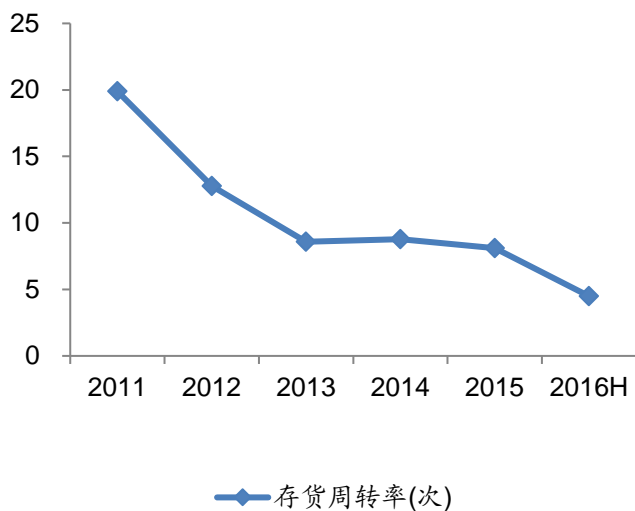
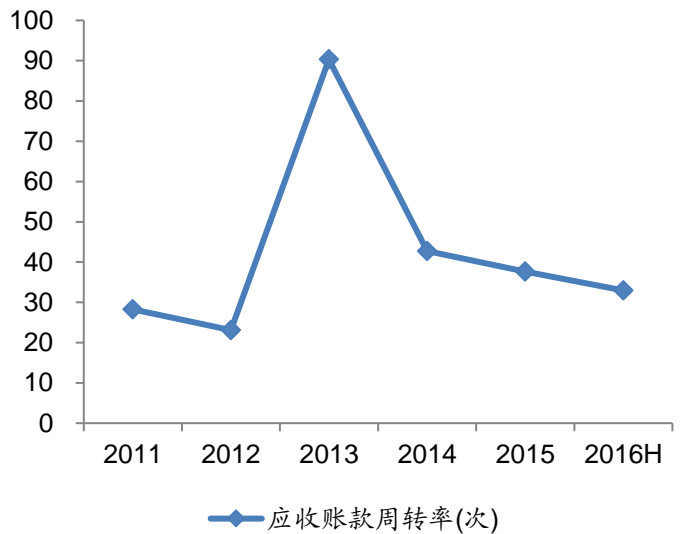


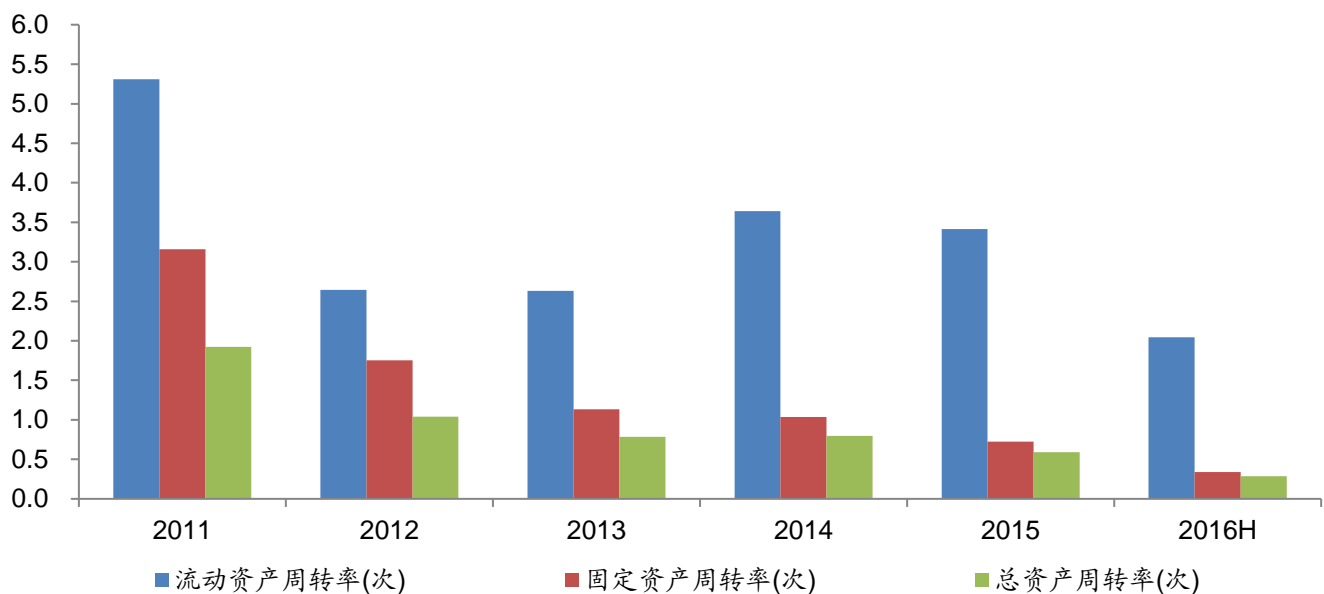
图22: 西王特钢应收账款周转率变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图23: 西王特钢流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

（三）偿债能力：近年固定资产投资导致偿债能力下降，背后大股东担保稳定公司信用

近年来，公司大力进行固定资产投资，导致公司流动比率和速动比率持续下降。2013年，公司大幅借入流动负债，主要用于建造高炉、烧结炉以及转化炉，导致公司资产负债率大幅攀升至69.89%；2014年，投资设备成功投产，公司偿还负债，资产负债率下降至66.08%。2013年由于大幅借入流动负债，且投资规模较大，因此公司流动比率和速动比率自2013年以来持续下降。

西王集团有限公司作为西王特钢的母公司，将持续为西王特钢股份提供多方面的资金支持，具有很强的增信作用。截至2016年3月，西王集团有限公司控股子公司中包括3家上市公司，分别是西王置业、西王食品以及西王特钢。集团公司随着贸易规模的不断扩大以及钢铁加工优势的逐步释放，能够持续为集团公司提供稳定的收入和利润来源，偿债能力较强。

图24：西王特钢资产负债率变化情况

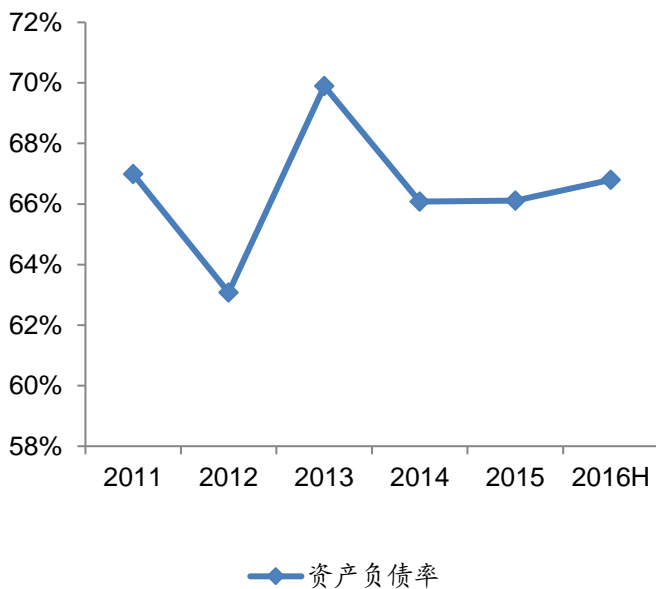
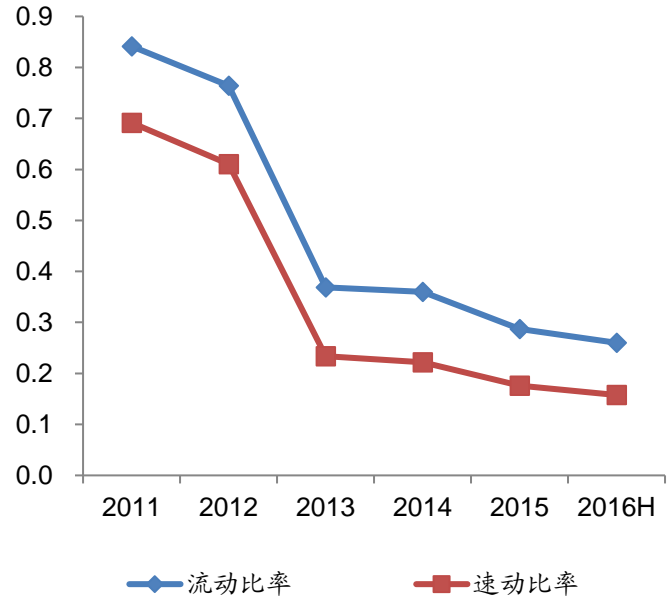


图25：西王特钢流动比率和速动比率变化情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

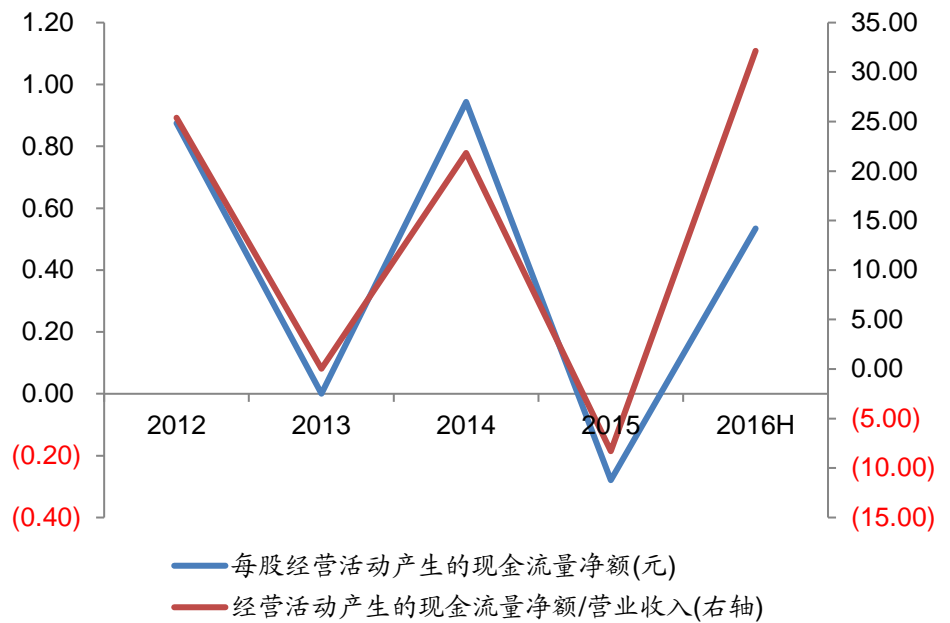
（四）现金流量：2015年大幅下降，2016第二季度显著改善

2015年受累于钢铁行业低迷，公司现金情况大幅恶化，2016年二季度得益于钢市短暂回暖，公司现金流量显著改善。2012-2014年，每股经营活动产生的现金流量净额分别为0.88元、0.00元和0.94元；同期，经营活动产生的现金流量净额/营业收入分别为25.40、0.02和21.84。2015年，现金流量指标大幅恶化，每股经营活动产生的现金流量净额降至-0.28元，而经营活动产生的现金流量净额/营业收入则降至-8.30。2014年现金流量情况大幅改善，主要得益于公司加强应付款项的管理；2015年，现金流量明显恶化，主要受累于宏观经济增速下滑、钢铁行业效益低至阶段性

谷底。2016年一季度，钢铁行业供需错配带来钢价大幅上涨，钢企业经营状况显著好转，因此公司现金流量改善明显。

随着供给侧改革持续推进，钢铁行业供给端将显著优化，预计2016年公司现金流量情况将有所好转。

图26: 西王特钢经营活动产生现金流量净额/质量的变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

本章总结:

以2011年-2015年的数据对西王特钢的财务状况进行分析,我们发现西王特钢的盈利情况受宏观经济环境影响和内部产品结构调整而波动。

2012年,受累于宏观经济增速放缓、钢铁行业低迷,公司盈利恶化;

2013-2014年,中央政府提倡的城镇化政策与多个相关产业,刺激钢材需求,同时集团的发展策略为提高特钢比例,公司盈利状况略微好转;

2015年,钢铁行业情况大幅恶化,因此公司盈利再度下滑。2011-2014年,受益于降本增效的精细化管理,公司营运能力持续改善,但在2015年供需矛盾大幅恶化的背景下,公司营运能力有所下降。

近年来,公司大力进行固定资产投入,导致公司流动比率和速动比率持续下降。2015年受累于钢铁行业低迷,公司现金情况大幅恶化。

总体而言,西王特钢财务表现不尽如人意,但是随着公司特钢业务比重的增加,主业经营业绩或有显著改善。

四、盈利预测与投资建议：电弧炉、转炉双系统集成，提质降本打造高端特钢制造商

公司借势于多生产流程搭建的产能结构，通过灵活控制原材料比例来最小化成本，在当前原料价格震荡上升的背景下能够有效规避部分原材料价格上涨带来的“非系统性风险”。不仅如此，西王集团与中再生合资打造废钢加工业龙头促原料降本，公司与中科院与宝信软件达成战略合作进军智能制造领域促人力资源降本，公司降本增效行动立足行业前沿。

公司通过增加高附加值特钢产品的产量来改善产品组合，根据行情和需求灵活调整生产决策，预计未来公司的特钢产品产销量将进一步增加。公司非常重视特钢产品研发以及生产流程升级，近年来与多方合作联手打造高尖端项目，促使公司产品结构转型升级。未来汽车、基建、高铁等行业发展前景较广，公司的特钢产品有望迎来需求蓝海。

预计2016-2018年EPS为0.19元、0.22元、0.27元，对应于H股2016年12月27日收盘价(0.85元港币，汇率0.89512)，2016-2018年PE为4.01X、3.43X和2.80X，对应于最新的PB仅为0.38X，建议关注。

五、风险提示

1. H股与A股市场风格不同风险；
2. 宏观经济大幅下滑风险；
3. 原材料供应商依赖度较高、价格大幅提升风险；
4. 市场扩张进程不达预期；
5. 产品组合与市场需求匹配度低于预期；
6. 汇率风险。

资产负债表 单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
非流动资产	8,982,4	9,937,6	10,208,	10,496,	10,770,
固定资产	8,875,4	9,733,3	10,004,	10,291,	10,566,
权益性投资	0	0	0	0	0
长期投资	0	100,00	100,00	100,00	100,00
商誉及无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	106,98	104,32	103,54	104,97	104,36
流动资产	2,254,4	1,702,2	1,923,7	2,104,9	2,303,9
存货	863,15	659,36	684,34	719,03	768,86
应收及预付	517,97	306,80	376,66	399,92	432,65
短期投资	0	2,159	3,122	2,159	2,159
现金及现金等价	127,06	271,76	312,05	322,56	338,07
其他流动资产	746,22	462,16	547,55	661,26	762,21
资产总计	11,236,	11,639,	12,132,	12,601,	13,074,
流动负债	6,266,0	5,935,7	6,070,0	5,903,0	5,659,1
短期借款	725,10	593,55	902,89	803,95	734,07
应付及预收	2,430,7	1,499,2	1,480,1	1,469,7	1,388,7
其他流动负债	3,110,2	3,842,9	3,686,9	3,629,3	3,536,3
流动净资产	-4,011,	-4,233,	-4,146,	-3,798,	-3,355,
总资产减流动负	4,970,8	5,704,1	6,062,2	6,697,9	7,415,3
非流动负债	1,159,4	1,759,1	1,624,3	1,677,6	1,711,8
长期借款	29,977	420,83	327,35	394,08	428,65
其他非流动负债	1,129,4	1,338,3	1,297,0	1,283,5	1,283,1
负债总计	7,425,4	7,694,9	7,694,3	7,580,7	7,370,9
总资产减总负债	3,811,3	3,944,9	4,437,8	5,020,3	5,703,5
普通股股本	955,83	962,94	962,94	962,94	962,94
储备	2,851,7	2,990,5	3,501,1	4,083,1	4,764,9
其他权益	3,825	-8,576	-26,273	-25,780	-24,374
归属母公司权益	3,811,	3,944,	4,437,	5,020,	5,703,
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,811,	3,944,	4,437,	5,020,	5,703,

现金流量表 单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1,887,3	-560,21	893,11	1,023,7	1,084,8
净利润	406,60	169,22	381,20	444,83	545,15
折旧摊销	405,26	480,05	530,72	572,24	615,98
营运资本变动	829,30	-1,218,	-97,008	-77,404	-176,57
其他	246,22	8,974	78,187	84,055	100,25
投资活动现金流	-1,489,	-1,355,	-616,15	-664,52	-696,41
资本支出	-1,861,	-1,544,	-802,35	-858,43	-891,01
投资活动	0	-100,00	-175	-469	613
其他	372,66	288,96	186,37	194,38	193,99
筹资活动现金流	-363,69	2,076,9	-236,66	-348,70	-372,89
债务融资	718,86	941,63	-290,83	-4,296	-58,865
股权融资	0	6,012	0	0	0
股利派发	-30,000	-30,000	-40,133	-40,133	-40,133
其他	834,80	1,844,6	94,301	-304,27	-273,89
现金净增加额	33,751	144,69	40,293	10,510	15,511
期初现金余额	93,316	127,06	271,76	312,05	322,56
期末现金余额	127,06	271,76	312,05	322,56	338,07
	7	4	7	7	8

利润表 单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,641,51	6,751,6	6,874,1	7,298,6	7,895,9
营业成本	7,800,19	6,175,3	5,947,2	6,248,7	6,681,7
毛利	841,319	576,30	926,84	1,049,8	1,214,1
其他经营收入	171	1,481	5,532	6,078	7,800
营业开支	132,806	312,55	309,33	350,33	402,69
EBIT	708,684	265,23	623,04	705,55	819,27
利息净损益	-173,224	-76,283	-186,37	-194,38	-193,99
非经营性损益	0	-5,956	2,400	0	0
非经常项目损益	4,990	8,779	5,884	5,673	5,782
税前利润	540,450	191,77	433,18	505,49	619,49
所得税	133,846	22,551	51,982	60,660	74,340
少数股东损益	0	0	0	0	0
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
净利润	406,604	169,22	381,20	444,83	545,15
优先股利及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利	406,604	169,22	381,20	444,83	545,15
综合收益	408,793	156,82	381,20	444,83	545,15
EBITDA	1,113,94	745,29	1,153,7	1,277,8	1,435,2
EPS(稀释)(元)	0.2033	0.0843	0.1900	0.2217	0.2717

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	22.9%	-21.9%	1.8%	6.2%	8.2%
营业利润增长	19.2%	-62.6%	134.9%	13.2%	16.1%
归属母公司净利润增	5.9%	-58.4%	125.3%	16.7%	22.6%
获利能力(%)					
毛利率	9.7%	8.5%	13.5%	14.4%	15.4%
净利率	4.7%	2.5%	5.5%	6.1%	6.9%
ROE	13.6	13.4	21.6	23.7	10.7%
ROIC	12.0%	5.1%	10.4%	10.7%	11.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	66.08%	66.11%	63.42%	60.16%	56.38%
净负债比率(%)	16.48%	18.77%	20.62%	17.40%	14.42%
流动比率	0.36	0.29	0.32	0.36	0.41
速动比率	0.22	0.18	0.20	0.23	0.27
营运能力					
总资产周转率(%)	79.85%	59.03%	57.83%	59.02%	61.51%
应收账款周转率	42.75	37.63	45.63	45.63	45.63
存货周转率	8.77	8.11	8.69	8.69	8.69
每股指标(元)(人民币)					
每股收益	0.2033	0.0843	0.1900	0.2217	0.2717
每股经营现金流	0.94	-0.28	0.45	0.51	0.54
每股净资产	1.91	1.97	2.21	2.50	2.84
估值比率					
P/E	4.70	12.28	4.01	3.43	2.80
P/B	0.50	0.53	0.34	0.30	0.27
EV/EBITDA	2.28	3.79	2.12	1.88	1.64

广发钢铁行业研究小组

- 李莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程专业硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富最佳分析师钢铁行业第四名（团队）。
- 陈潇：研究助理，中山大学数量经济学专业硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，电话 020-87571273。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。