

酒钢宏兴 (600307)

西北龙头钢企，凤凰涅槃在即

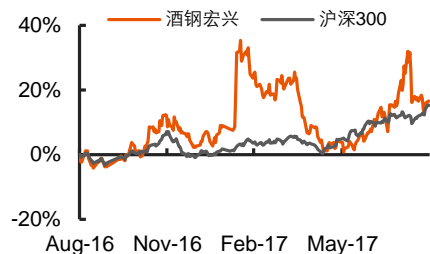
推荐 (首次)

现价: 3.21 元

主要数据

行业	钢铁
公司网址	www.jisco.cn/structure/hongxi nggufen.htm
大股东/持股	酒钢集团/54.79%
实际控制人/持股	甘肃省国有资产监督管理委员会/68.09%
总股本(百万股)	6,263
流通 A 股(百万股)	6,263
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	201.05
流通 A 股市值(亿元)	201.05
每股净资产(元)	1.52
资产负债率(%)	74.10

行情走势图



证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-56834015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

李军 一般从业资格编号
S1060117050091
010-56800119
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **公司是西北地区龙头钢企，综合实力强劲：**公司是我国西北地区龙头钢铁企业，产品涵盖了碳钢及不锈钢两大类，拥有从采矿、选矿、烧结、焦化、到炼铁、炼钢、热轧、冷轧等完整配套的碳钢和不锈钢现代化工艺装备，产品结构丰富，在西北地区乃至全国钢铁行业都具备较强的综合竞争力。
- **区位优势独特，区域市场龙头地位稳固：**由于独特的地理位置和市场条件，在行业大规模去产能和淘汰落后产能后，西北市场结算价格高于全国水平。在“一带一路”战略背景下，西北地区迎来了大规模固定资产投资热潮，持续推进基础设施建设，有效带动当地钢材消费。公司深植西北市场，在当地影响力深远，公司主要产品价格已成为当地市场价格的风向标，区域龙头地位无可替代。
- **资源丰富，低成本优势明显：**公司位于资源丰富地带，具有丰富的自有铁矿石资源和周边矿石、煤炭资源，同时自有铁矿石成本低，铁矿石自给率也逐年提高。周边铁合金、废钢等生产辅料供应充足，同时用电成本很低，综合生产成本位居行业先进水平，低成本优势明显。
- **多措并举增效益，业绩持续改善可期：**在经历了 2015 年的大幅亏损后，公司采取多项措施提升公司效益。随着行业景气度不断提升，公司适时恢复榆钢产能，并通过调坯轧材方式盘活翼钢资产，将明显提升后期业绩；同时不断优化业务结构，提升高毛利产品的产出占比；采取多种措施降费增效，2017 年上半年，公司销售期间费用率同比下降 1.92%；期间费用总额同比下降 9.65%，增利近 2.5 亿元；开展风险抵押金制度，充分调动干部职工的积极性和创效活力。在这些措施和钢价回升的共同作用下，在经历 2015 年大幅亏损 73.8 亿元后，2016 年公司实现盈利 6.7 亿元，同比扭亏为盈；2017 年上半年实现利润 3.5 亿元，同比进一步增长 21.44%。
- **盈利预测与投资建议：**随着环保限产等因素影响，行业供需仍将保持相对紧平衡状态，钢材价格有望保持当前较高水平，公司利润空间有望进一步扩大；公司榆钢基地 9 月复产，按照目前行业平均 80%产能利用率水平和兰州螺纹钢(20mm HRB400)8 月平均价格 4200 元计算，可以给公司下半

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	54,777	35,094	40,358	44,394	45,060
YoY(%)	-42.8	-35.9	15.0	10.0	1.5
净利润(百万元)	-7364	82	934	1,273	1,512
YoY(%)	-18917.2	-101.1	1,033.2	36.3	18.8
毛利率(%)	-0.5	17.4	14.5	15.2	15.9
净利率(%)	-13.4	0.2	2.3	2.9	3.4
ROE(%)	-80.9	0.2	8.5	10.3	10.9
EPS(摊薄/元)	-1.18	0.01	0.15	0.20	0.24
P/E(倍)	-2.7	243.9	21.5	15.8	13.3
P/B(倍)	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6

年带来近 6.8 亿元毛利（按公司上半年棒材毛利率 23.32%计），有效抵减榆钢基地目前亏损状态。同时，公司开展的各项降本增效措施力度大，公司利润情况也有望得到进一步改善。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 9.3 亿、12.7 亿和 15.1 亿元，EPS 分别为 0.15 元、0.20 元和 0.24 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

- **风险提示：**环保限产执行效果不及预期；钢材需求大幅下降；利率持续上行。

正文目录

一、公司是西北地区龙头钢企，综合实力强劲	5
二、区位优势独特，区域市场龙头地位稳固	6
2.1 西北地区是我国钢材价格高地	6
2.2 西北地区固定资产投资增速强劲，钢材需求稳中有升	6
2.3 深植西北市场，区域龙头钢企地位稳固	7
三、资源丰富，低成本优势明显	8
3.1 矿石资源禀赋突出	8
3.2 铁矿自给率逐年上升，自有铁矿成本低	9
3.3 综合资源成本优势明显	9
四、多措并举增效益，业绩持续改善可期	10
4.1 以效益优先，追求效益与规模相适应	10
4.2 以效益为准绳，优化业务结构	12
4.3 严控费用支出，降费增效空间大	13
4.4 加大研发投入，延伸高附加值产品产业链，推动科技创效	14
4.5 开展风险抵押金制度，激发干部职工创效积极性	15
五、盈利预测与评级	15
六、风险提示	15

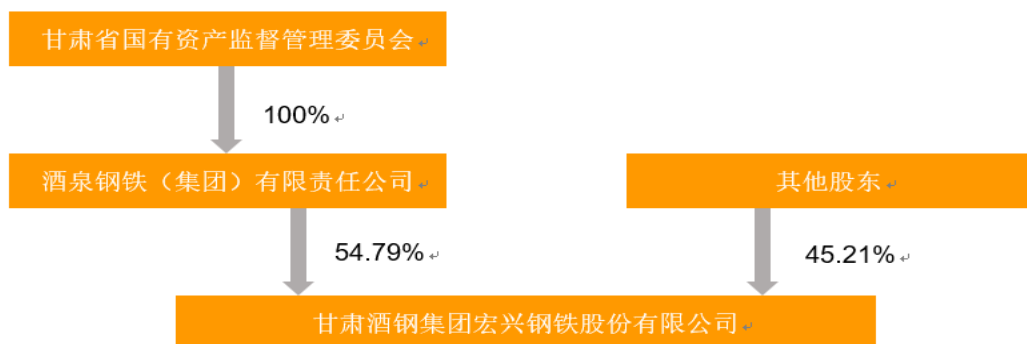
图表目录

图表 1	酒钢宏兴股权结构	5
图表 2	公司产能分布示意图	5
图表 3	西北地区钢材结算价格高于其他区域（元/吨）	6
图表 4	兰州螺纹钢价格高于全国平均水平	6
图表 5	西北五省固定资产投资增速仍十分强劲	7
图表 6	西北钢材消费量预测表（万吨）	7
图表 7	2016 年公司营业收入和毛利率分地区构成	8
图表 8	公司自有矿石资源情况（万吨）	8
图表 9	酒钢宏兴铁矿石供应来源（吨）	9
图表 10	公司不同供应来源的铁矿石支出成本	9
图表 11	各地区炼焦煤平均价格（元/吨）	10
图表 12	各地区用电价格（元/千千瓦时）	10
图表 13	钢材价格从 2011 年开始波动下行	11
图表 14	公司产品产量从 2013 年开始逐渐下降	11
图表 15	公司主要业务板块毛利情况	12
图表 16	2017 上半年公司钢铁产品毛利率情况	12
图表 17	2017 上半年公司主要钢材品种规模情况	13
图表 18	公司销售毛利率大部分时间高于行业平均水平	13
图表 19	公司销售净利率大部分时间低于行业平均水平	13
图表 20	公司与 A 股主要钢铁企业销售期间费用率比较表（%）	13
图表 21	公司采取的主要降费措施和成效	14
图表 22	公司近三年研发支出排名行业上市公司前列	14

一、公司是西北地区龙头钢企，综合实力强劲

甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司（以下简称“酒钢宏兴”）是 1999 年 4 月由酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢集团”）作为主发起人，联合兰州铁路局、甘肃省电力公司、金川有色金属公司、西北永新化工股份有限公司等五家发起人以发起方式设立的股份有限公司，2000 年 12 月公司获准在上海证券交易所上市交易。公司控股股东系酒钢集团，酒钢集团是甘肃省国有资产监督管理委员会全资拥有的国有独资公司。酒钢集团现已形成钢铁、有色、能源、装备制造、现代农业等多元化产业发展格局，是中国 500 家最大工业企业之一。

图表1 酒钢宏兴股权结构

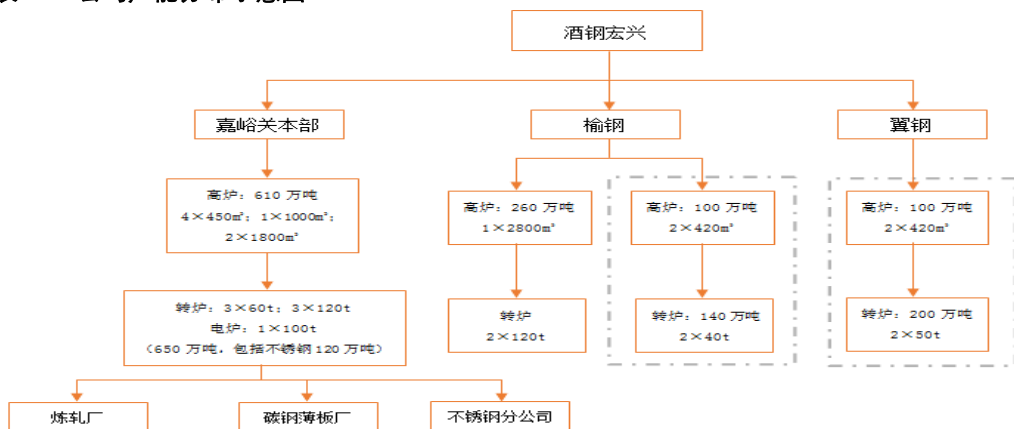


资料来源：公司公告，平安证券研究所

酒钢宏兴拥有本部、酒钢集团榆中钢铁有限责任公司（以下简称“榆钢”）、酒钢集团翼城钢铁有限责任公司（以下简称“翼钢”）三大钢铁生产基地。截止到 2017 年上半年，已具备年产 800 万吨铁、860 万吨钢、1000 万吨材（其中不锈钢 120 万吨）的综合生产能力，是西北地区最大的碳钢和不锈钢生产基地。

酒钢宏兴产品涵盖碳钢及不锈钢两大系列，最终产品主要有高速线材、棒材、中厚板材、卷板、不锈钢产品等，拥有从采矿、选矿、烧结、焦化、到炼铁、炼钢、热轧、冷轧等完整配套的碳钢和不锈钢现代化工艺装备，以及与之配套的能源动力系统、销售物流系统等资产，形成了一条完整的钢铁生产一体化产业链条，是西北地区实力强劲、装备优良、影响力深远的综合型钢铁企业。

图表2 公司产能分布示意图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

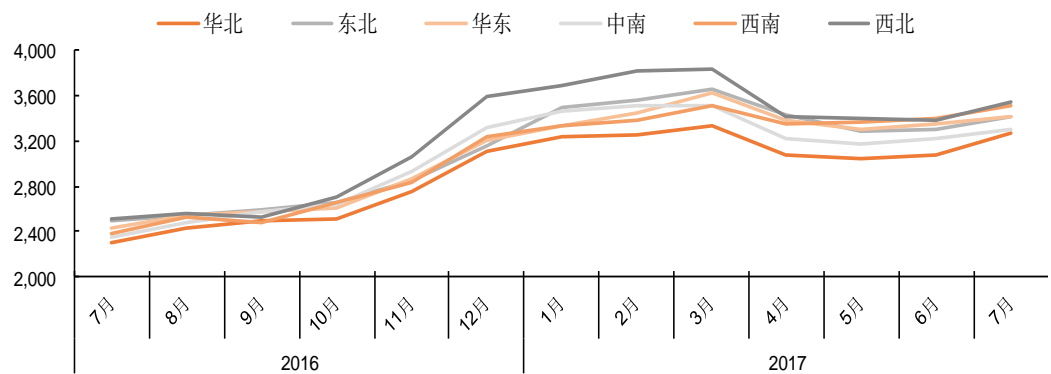
注：虚线部分为已去产能或已纳入去产能计划

二、区位优势独特，区域市场龙头地位稳固

2.1 西北地区是我国钢材价格高地

由于西北地区地域广阔，域外钢材产品进入的运输成本较高而难有竞争力。因此，本区域的钢材产品消费需求主要由本地钢铁企业来供应和满足。随着钢铁行业去产能逐步深入和打击“地条钢”，西北地区众多落后钢铁产能得到淘汰和处理，整个区域市场恢复到供需基本平衡状态，钢材结算价格也是不断回升，逐渐成为全国钢材结算价格高地。

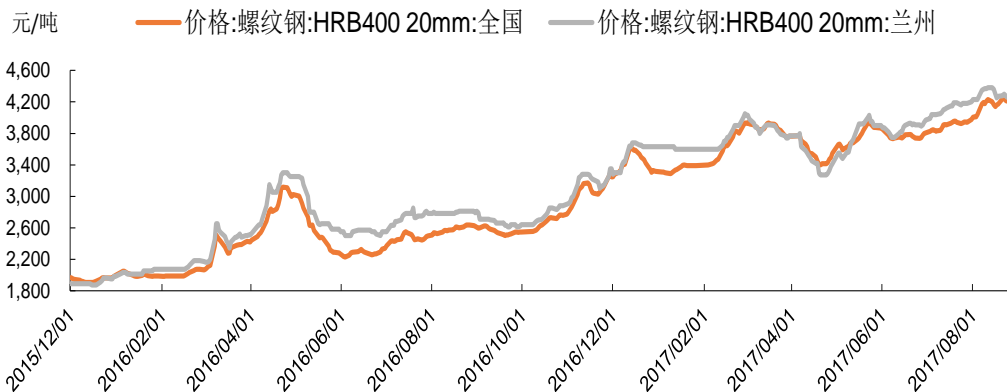
图表3 西北地区钢材结算价格高于其他区域（元/吨）



资料来源：中钢协，平安证券研究所

拿螺纹钢为例，兰州地区螺纹钢价格高于全国平均水平。2017年1-7月，兰州地区20mm螺纹钢平均价为3789.51元/吨，比全国平均水平3701.13元/吨高出88.38元/吨，幅度2.39%。

图表4 兰州螺纹钢价格高于全国平均水平

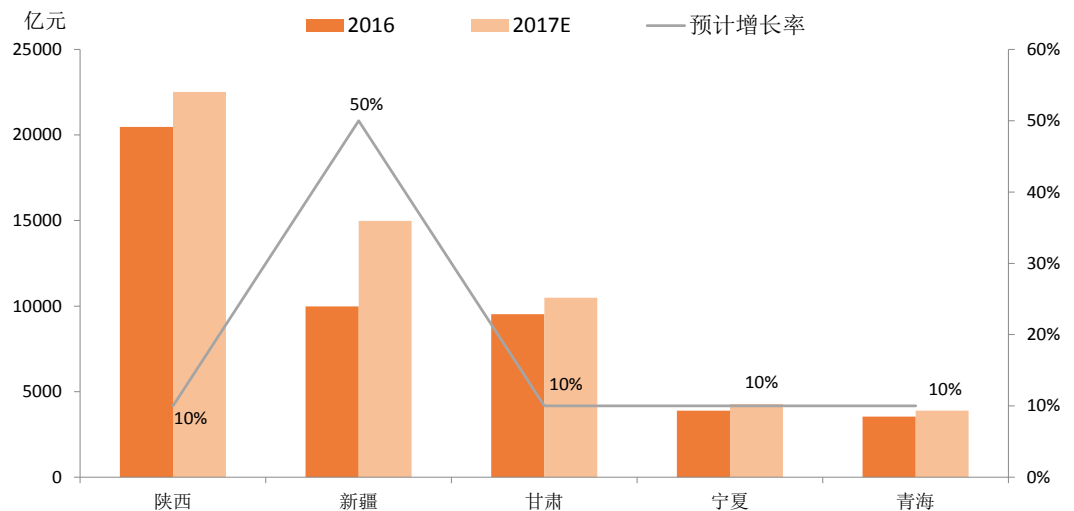


资料来源：中钢协，平安证券研究所

2.2 西北地区固定资产投资增速强劲，钢材需求稳中有升

“一带一路”战略为我国西北地区经济发展提供了千载难逢的历史机遇。在此背景下，西北地区也迎来了固定资产投资浪潮。2016年西北五省（陕西、新疆、甘肃、宁夏、青海）固定资产投资总额为4.74万亿元，而根据西北五省2017年政府工作报告固定资产投资目标显示，2017年西北五省的固定资产投资总额将达到约5.61万亿元，增长18.35%，增速仍十分强劲。

图表5 西北五省固定资产投资增速仍十分强劲



资料来源：各省2017年政府工作报告，平安证券研究所

西北地区大规模的固定资产投资将有效带动西北市场钢材需求，促进钢材消费增长。根据《新疆维吾尔自治区钢铁工业“十三五”发展规划》对未来三年钢材市场消费预测结果显示，到2020年西北五省钢材年消费量预计达到4433万吨，年平均增长率约为2.89%。

图表6 西北钢材消费量预测表 (万吨)

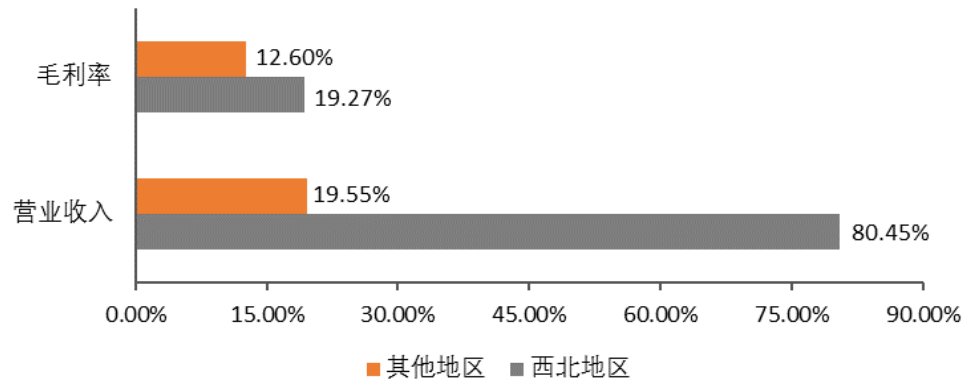
省份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
新疆	1160	1215	1250	1300	1320
陕西	1310	1355	1430	1455	1460
甘肃	1122	1132	1166	1191	1202
宁夏	203	216	232	248	261
青海	160	172	171	178	190
合计	3955	4090	4249	4372	4433

资料来源：新疆维吾尔自治区钢铁工业“十三五”发展规划，平安证券研究所

2.3 深植西北市场，区域龙头钢企地位稳固

西北地区独特的地理位置决定了东部钢材由于高运输成本难以具有比较优势，因此西北地区钢材市场相对独立，市场竞争主要是域内钢企之间的竞争，酒钢宏兴作为西北地区最大的综合性钢铁企业，在当地拥有较高的市场占有率。2016年，酒钢宏兴的长材产品价格完全主导甘肃青海市场，热轧、冷轧和镀锌产品西北销量同比分别提升6.86%、16.7%、7.42%。2016年公司营业收入有80.45%份额来自西北地区，其西北地区的毛利率也高于其他地区，区域竞争力十分强劲。

图表7 2016年公司营业收入和毛利率分地区构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

与此同时，地方政府也对公司进行了大力支持。甘肃省人民政府《甘肃省工业领域去产能去库存降成本实施方案》中明确指出，支持酒钢集团榆钢公司开展基础用钢向结构用钢转型的试点示范，加快推广应用钢结构建筑，支持省内棚户区改造、易地扶贫搬迁、公共基础设施等领域优先选用钢结构建筑；支持酒钢集团加强不锈钢品牌建设，通过战略合作，进入核电、军工、航天航空、船舶制造等领域的终端产品市场。背靠政府的大力支持，以及自身强大的综合实力，区域龙头地位进一步巩固。

三、资源丰富，低成本优势明显

3.1 矿石资源禀赋突出

公司自有铁矿石资源储备丰富，拥有镜铁山矿桦树沟矿区（铁、铜矿）、镜铁山矿黑沟矿区（铁矿）、石灰石矿及白云岩矿等四座矿山，铁矿储量达 3.5 亿吨。矿区紧邻嘉峪关本部，运输便利。

图表8 公司自有矿石资源情况（万吨）

矿区名称	地点	资源类型	资源储量	可采储量	平均品味
镜铁山矿桦树沟矿区	肃南裕固族自治县祁丰区桦树沟	铁矿	27581.01	21367.97	35.71%
		铜矿	663.26	467.8	2.22%
镜铁山矿黑沟矿区	肃南裕固族自治县祁丰区黑沟	铁矿	14629.82	13865.61	35.65%
石灰石矿	肃南裕固族自治县祁丰区西沟	石灰石	20455.59	16638.36	
白云岩矿	肃南裕固族自治县祁丰区夹皮沟	白云岩矿	5876.93	4537.04	21.07%

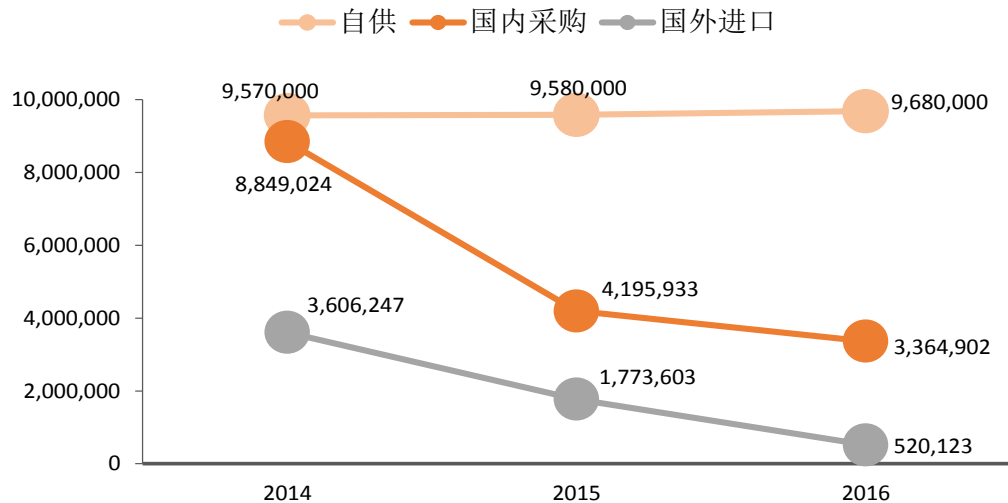
资料来源：公司公告，平安证券研究所

除自备矿山外，公司周边地区铁矿石资源也较为丰富，能够充分利用。公司周边拥有肃北柳沟峡原矿、镜铁山周边矿、哈密酸性球团矿以及黑鹰山矿等，可保证公司稳定的铁矿石供应。同时公司也从蒙古、哈萨克斯坦等国就近补充部分矿石资源，并与周边国家多个矿山签有稳定的长期采购协议，价格相对稳定。目前，公司已经形成“自有矿资源为主，进口矿为辅，公司周边矿石资源为有力补充”的铁矿石采购格局。

3.2 铁矿自给率逐年上升，自有铁矿成本低

近年来，公司稳步推进自有铁矿的采选规模，铁矿石自给率逐年提升，由 2014 年 43.54% 自给率上升到 2016 年的 71.36%。铁矿自给率不断提升，降低了公司的生产成本。

图表9 酒钢宏兴铁矿石供应来源（吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司自有的镜铁山矿由于大规模开采和露天开采难度低等因素，矿石开采成本较低。据调研了解到，公司镜铁山矿区铁矿石从开采到入炉完全成本在 370—380 元/吨，处于行业较低水平。从公司近三年购矿支出金额来看，尽管自供铁矿产量逐年增加，但支出金额一直维持在较低的水平。相比于外购矿，公司自有矿成本优势明显。

图表10 公司不同供应来源的铁矿石支出成本

铁矿石供应来源	2014		2015		2016	
	供应量 (万吨)	支出金额 (亿元)	供应量 (万吨)	支出金额 (亿元)	供应量 (万吨)	支出金额 (亿元)
自供	957.00	7.66	958.00	7.19	968.00	7.21
国内采购	884.90	68.72	419.59	27.63	336.49	16.10
国外进口	360.62	28.54	177.36	9.99	52.01	2.25

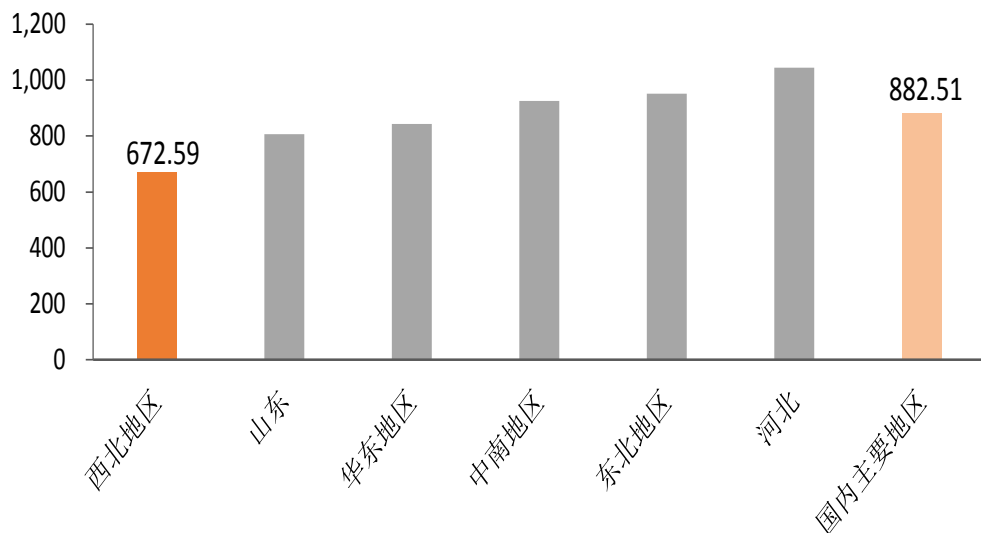
资料来源：公司公告，平安证券研究所

未来公司拟通过建设粉矿悬浮磁化焙烧技术改造项目，大幅提高公司资源利用率。预计项目建成后公司自有矿综合精矿品位将由 52.81% 提高到 59.5%；铁回收率由 72.64% 提高到 81.85%；尾矿品位由 20.29% 降低到 13.87%。资源利用率提高将有效降低炼铁成本，进一步巩固公司的低成本优势。

3.3 综合资源成本优势明显

除了铁矿石资源外，公司在煤炭、电力等资源方面都具有明显的优势，这些优势是独有且可持续的，例如公司在炼焦煤等非金属辅料资源年采购中的长协矿占比约为 70%，公司煤炭供应主要以神华集团所属的宁夏、内蒙几家公司和潞安集团新疆公司的资源为主供应渠道，同时以新疆、宁夏等地的地方资源做为补充，而西北地区炼焦煤平均价格是全国最低的。

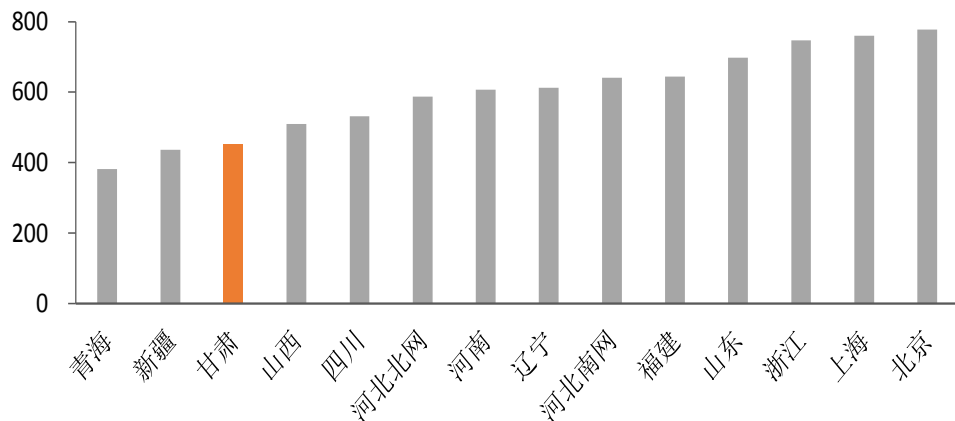
图表11 各地区炼焦煤平均价格（元/吨）



资料来源: wind, 平安证券研究所

公司电力成本也较低，一方面是由于整个西部地区用电成本普遍低于全国其他地区；另一方面，公司有自备电厂，有效降低了用电成本。

图表12 各地区用电价格（元/千千瓦时）



资料来源: wind, 平安证券研究所

此外，受西北冶金企业相对较少、运输能力限制等因素影响，原材料市场供应相对比较独立、供给充足，其中金属炉料中的铁原矿可供给比例为 120%，球团矿可供给比例为 200%，其它铁精矿、废钢、生铁、铁合金、硅锰合金可供给比例均在 100%以上，这些资源优势都将支持公司长期获得相对其他竞争对手的成本优势和综合竞争力。

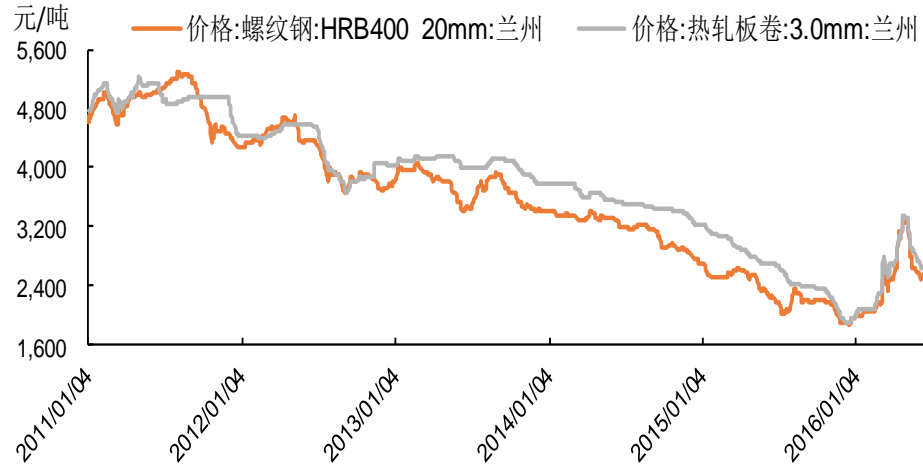
四、多措并举增效益，业绩持续改善可期

4.1 以效益优先，追求效益与规模相适应

由于市场供需格局的恶化，钢材价格从 2011 年开始逐渐波动下行，到 2015 年达到历史极低值，以

至于钢铁企业生产出现倒挂，钢材成本高过钢材价格，行业陷入的“生产的越多亏损越多”不利局面。

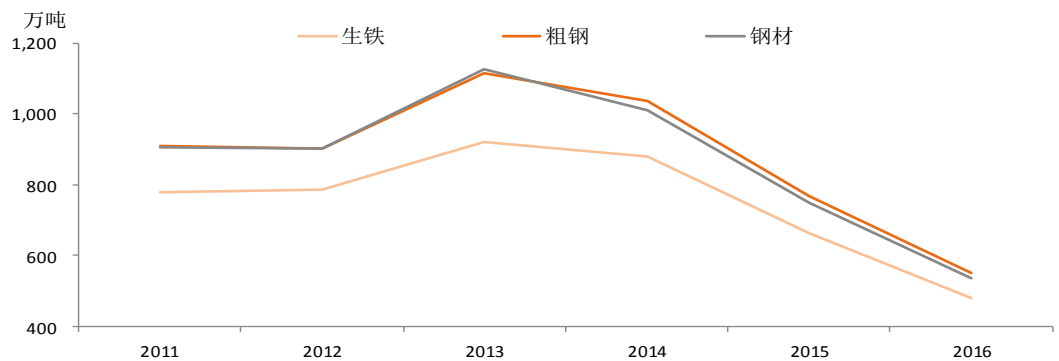
图表13 钢材价格从 2011 年开始波动下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

为了应对行业这种不利局面，公司以效益优先为原则，适度控制生产规模，不盲目扩产。

图表14 公司产品产量从 2013 年开始逐渐下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

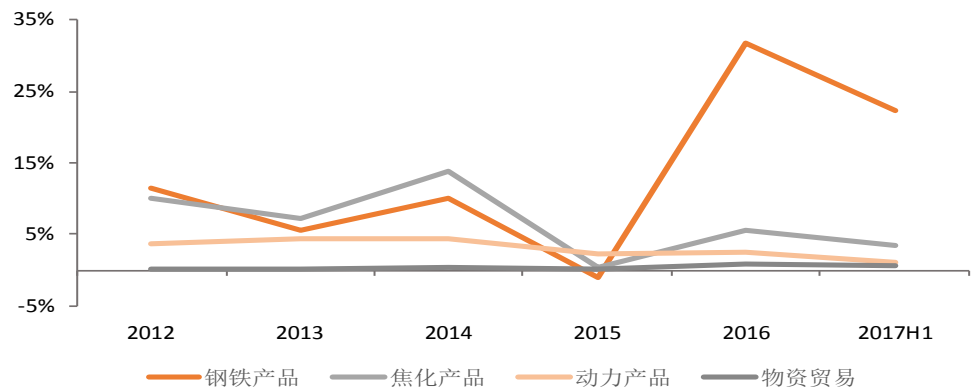
随着 2016 年钢材市场逐步转暖，钢材价格出现合理回升。进入 2017 年，钢铁行业继续回暖，各类钢材毛利水平不断得到修复。公司审时度势，计划逐步恢复处于停产中的榆钢生产基地，并盘活翼钢有效资产。榆钢现有二期建设的 2800m³ 高炉一座，年产能 260 万吨，以及 2 座 120t 转炉和对应的棒材、线材、H 型钢生产线。1 号焦炉已于 2017 年 4 月成功复产点火，高炉计划在今年 9 月份复产。2017 年上半年，榆钢实现营业收入 1.31 亿元，同比增加 95.5%；净利润-2.22 亿元，亏损同比减少 13.3%。榆钢地理位置优越，靠近消费市场，交通便利，若能顺利复产，将有效实现减亏，提升公司整体效益。

翼钢炼钢环节已被纳入到山西省去产能计划，现在还剩有完整的建材轧钢生产线。为了盘活翼钢闲置的轧材生产线，公司通过在当地采购钢坯，利用现有的轧材生产线进行生产和销售螺纹钢和线材，盘活了闲置资产。上半年翼钢实现收入 3226 万元，净亏损额 4218 万元，亏损额度同比大幅下降。

4.2 以效益为准绳，优化业务结构

公司现有四大块业务结构，分别是钢铁、焦化、动力和物资贸易。从四类业务的毛利率水平来看，钢铁产品是公司核心利润来源，但是受近几年钢铁市场变动影响，其毛利率出现了大幅波动；公司焦化产品和动力产品的毛利率近几年呈现下滑趋势；公司物资贸易业务虽然营收规模大，但是毛利率非常低。

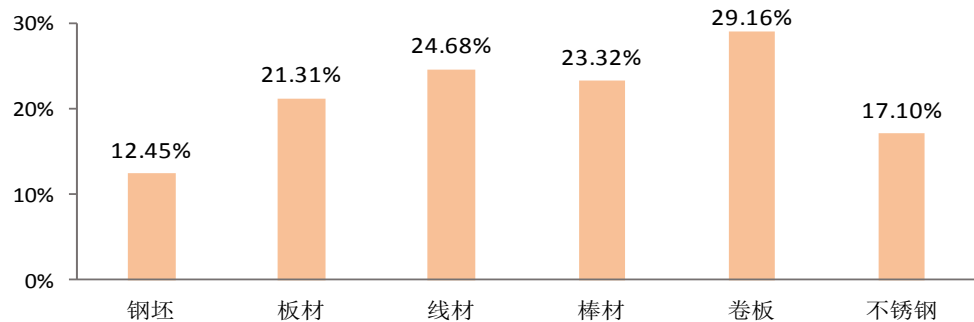
图表15 公司主要业务板块毛利情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

2016年以来，钢材价格企稳回升，公司钢铁产品毛利情况也出现明显好转。2017年上半年卷板毛利率达到了29.16%，板材、线材、棒材毛利率也都在21%以上，不锈钢毛利率也达到了17.10%。

图表16 2017上半年公司钢铁产品毛利率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

在这种背景下，公司及时调整业务结构，大力压缩物资贸易规模，积极向钢铁主业倾斜。在组织钢铁产品生产过程中，通过充分利用产品效益测算模型来确定产品结构调整方向，统筹配置有限的铁水资源，让铁水资源向效益好品种倾斜。今年上半年，针对公司板卷品种毛利较高的特点，公司适当增加板卷品种铁水资源配置，增加板卷产品产量，压缩毛利相对较低的不锈钢产品规模，实现了品种结构最优和产品效益最优化。

图表17 2017上半年公司主要钢材品种规模情况

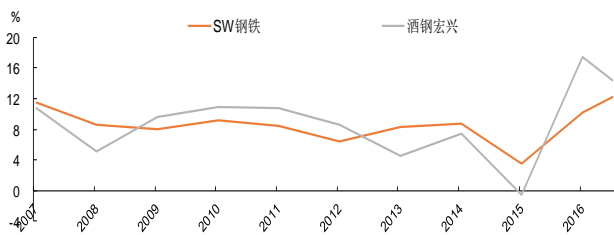
主要产品	产量(万吨)		销量(万吨)		销售收入(亿元)		
	2017上半年	2016上半年	2017上半年	2016上半年	2017上半年	2016上半年	增幅
板带材	110.50	110.80	109.50	109.60	44.50	31.40	41.72%
棒线材	112.40	124.10	109.10	129.70	40.40	32.00	26.25%
不锈钢	43.20	52.60	44.30	52.00	47.90	45.20	5.97%
合计	266.10	287.50	262.90	291.30	132.80	108.60	22.28%

资料来源: wind, 平安证券研究所

4.3 严控费用支出, 降费增效空间大

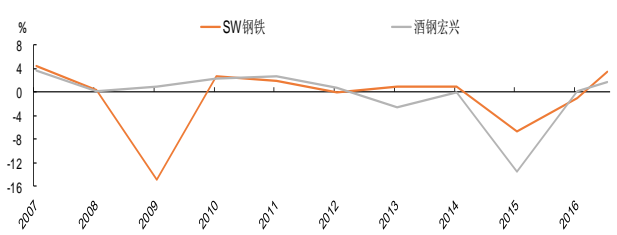
公司销售毛利率水平较高, 但由于期间费用长期居高不下, 销售净利率较低, 导致公司常出现“增收不增利”的现象。

图表18 公司销售毛利率大部分时间高于行业平均水平



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 公司销售净利率大部分时间低于行业平均水平



资料来源: wind, 平安证券研究所

与行业其它钢铁企业相比, 公司销售期间费用率基本位居行业前列, 大大拖累了公司业绩。

图表20 公司与 A 股主要钢铁企业销售期间费用率比较表 (%)

证券代码	证券简称	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
600307.SH	酒钢宏兴	7.56	7.34	7.67	6.68	7.31	11.82	14.15
600581.SH	八一钢铁	6.97	6.08	6.26	7.22	10.32	12.17	11.23
000709.SZ	河钢股份	5.86	6.90	8.12	8.50	10.02	12.46	11.13
000932.SZ	*ST华菱	5.42	4.94	6.90	5.58	7.48	12.31	9.16
000959.SZ	首钢股份	3.42	5.62	6.19	6.72	7.75	9.99	9.11
600010.SH	包钢股份	4.08	4.76	5.90	6.17	7.54	9.42	9.05
000761.SZ	本钢板材	7.89	6.91	5.68	5.55	5.99	9.29	8.71
000898.SZ	鞍钢股份	6.83	7.03	8.01	8.27	7.21	10.36	8.36
600282.SH	南钢股份	5.60	5.32	6.94	7.84	8.09	10.00	8.22
600569.SH	安阳钢铁	5.70	5.26	7.76	6.47	7.52	9.38	8.16
600808.SH	马钢股份	3.35	2.96	4.29	3.94	5.13	6.62	6.77
600019.SH	宝钢股份	3.91	4.77	5.01	4.38	5.56	7.22	6.49
000717.SZ	韶钢松山	3.81	3.87	5.22	3.20	4.92	9.88	5.73
600231.SH	凌钢股份	4.38	3.98	5.50	6.24	8.08	8.78	5.62
000778.SZ	新兴铸管	4.27	3.95	3.80	4.44	4.73	5.57	4.83
600126.SH	杭钢股份	2.81	2.72	3.49	3.11	3.73	4.44	4.35
600022.SH	山东钢铁	3.86	7.08	5.22	4.33	6.29	7.42	4.22
600782.SH	新钢股份	4.43	3.90	4.42	4.17	5.60	5.01	4.01
601003.SH	柳钢股份	3.77	3.89	4.35	4.21	4.94	7.17	3.88
002110.SZ	三钢闽光	2.63	2.84	3.16	2.90	2.59	3.57	3.00

资料来源: wind, 平安证券研究所

公司期间费用高企既有运距远运费高、不锈钢生产工艺复杂程度高等客观原因，也有公司费用控制措施不得力等主观因素。因此，在经历了 2015 年的巨额亏损后，公司采取多种措施降费增效，成绩显著。2017 年上半年，公司销售期间费用率 11.91%，同比下降 1.92%；期间费用总额同比下降 9.65%，增利近 2.5 亿元。

图表21 公司采取的主要降费措施和成效

序号	采取的措施	效果
1	简政放权，重新修订《专业管理考核细则》。公司级的考核条款由原来的 147 条调整为 9 条(重点管控利润、成本、费用和产量指标)，其他指标都属各单位内部考核权责。并将所有单位按照职责划分为利润中心、成本中心、费用中心，分别考核，促使各考核单位抓住重点，由专注生产向关注效益转变。	吨铁成本同比降幅近 30%，首次步入全国先进水平
2	提高劳动生产率。产能下降后，公司将富余正式员工安排顶替原外包的业务岗位，如：后勤服务类业务、检修外委业务、分厂内运输业务等，降低人工费用和提高劳动生产率。	节约费用近8000万元
3	加大周边市场销售力度，扩大周边市场销售占比，减少运费支出。如在兰州、西安、成都等市场，增配不锈钢销售力量，近距离市场不锈钢销量大幅提高。	每吨产品运费节省近200元
4	主动通过充分竞争、代储采购、大包采购等形式，最大限度降低采购费用。	2016年设备材料可比项采购价格综合降幅超过 8%。
5	实施票据池等多种管理手段，提高资金管控筹划能力和利用效率。	2016年全年减少带息负债规模50亿元，减少利息支出7.18亿元

资料来源：中国冶金报，公司公告，平安证券研究所

4.4 加大研发投入，延伸高附加值产品产业链，推动科技创效

酒钢宏兴非常重视科研投入，历年研发支出均排行业上市公司前 7 名，2014—2016 年累计研发支出 32.51 亿元。

图表22 公司近三年研发支出排名行业上市公司前列

排名	2014年		2015年		2016年	
	企业名称	研发支出(亿元)	企业名称	研发支出(亿元)	企业名称	研发支出(亿元)
1	宝钢股份	39.31	宝钢股份	34.49	宝钢股份	36.62
2	本钢板材	25.51	*ST华菱	15.40	太钢不锈	20.17
3	太钢不锈	22.94	本钢板材	15.32	*ST华菱	16.58
4	鞍钢股份	20.79	太钢不锈	15.20	本钢板材	14.37
5	河钢股份	17.43	鞍钢股份	13.31	本钢板材B	14.37
6	酒钢宏兴	12.41	河钢股份	12.40	河钢股份	14.13
7	三钢闽光	6.80	酒钢宏兴	9.69	酒钢宏兴	10.41
8	安阳钢铁	6.41	新兴铸管	8.40	鞍钢股份	10.02
9	*ST重钢	4.64	南钢股份	7.03	新兴铸管	8.92
10	包钢股份	3.52	马钢股份	6.72	南钢股份	8.02

资料来源：wind，平安证券研究所

公司组织各单位积极开展技术攻关，推动科技创效，并加速创新成果转化应用，延伸和拓展高附加值产品产业链。大力推进和提升冷轧高强度系列化产品、超纯铁素体不锈钢、双相不锈钢等高附加值产品创效能力。

2016年,碳钢高强度汽车板等产品在西南市场实现稳定供货,镀锌部分产品成功进入华为高端通信柜体行业;不锈钢2205双相钢已应用到环保、石油化工等领域,400系多个品种成为集装箱、汽车尾气管、建筑装饰等龙头企业稳定供货商,刀具不锈钢成功供货于阳江十八子等知名企业。

2017年上半年,公司共计启动实施了科技重大专项立项11项,研究项目立项18项,新产品开发项目立项24项,技术改进项目立项52项。开发研制出了具有酒钢特色的304L焊丝钢产品,成功研发了供苹果316Li产品,这对于延伸和拓展公司高附加值产品产业链方面发挥了重要作用。

4.5 开展风险抵押金制度,激发干部职工创效积极性

在现有国有企业经营体制下,开展员工持股制度还有诸多困难,不易实施。为了最大限度激发干部职工创效积极性,从2016年开始,公司对中层领导干部执行数十万元至百万元的风险抵押金制度。原中层干部年薪由基本薪酬和绩效薪酬构成,实行风险抵押金制度后,中层干部绩效薪酬取消,收入由基本薪酬和风险抵押金收益构成。如果实现经营目标,公司给予考核人风险抵押金等额风险激励;如果未实现经营目标,风险抵押金归公司所有。同时,对基层员工实行绩效工资制度,薪资和公司效益挂钩。这些措施充分调动了公司干部职工的积极性和创效活力,公司业绩逐年增长。在公司2015年大幅亏损73.8亿元后,2016年实现利润6.7亿元,同比扭亏为盈;2017年上半年实现利润3.46亿元,同比增长21.44%。

五、 盈利预测与评级

受钢铁行业供给侧改革不断深入推进,行业景气度不断提升,钢材价格合理回归。下半年,随着环保限产等因素影响,行业供需仍然保持相对紧平衡状态,钢材价格有望保持目前水平,公司利润空间有望进一步增长;公司榆钢基地9月复产,按照目前行业平均80%产能利用率水平和兰州20mm HRB400螺纹钢8月平均价格4200元计算,可以给公司下半年带来近6.8亿元毛利(按公司上半年棒材毛利率23.32%计),有效抵减榆钢基地目前亏损状态。同时,公司开展的各项降本增效措施力度大,公司利润情况也有望得到进一步改善。我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为9.3亿、12.7亿和15.1亿元,EPS分别为0.15元、0.20元和0.24元,首次覆盖给予公司“推荐”评级。

六、 风险提示

环保限产执行效果不及预期;钢材需求大幅下降;利率持续上行。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	8824	9346	9729	11496
现金	2924	3260	2660	4473
应收账款	343	391	497	404
其他应收款	96	58	111	61
预付账款	280	405	348	416
存货	3349	3415	3964	3464
其他流动资产	1833	1817	2148	2678
非流动资产	29010	29981	30438	29400
长期投资	368	326	283	240
固定资产	24810	25837	26353	25414
无形资产	3120	3085	3069	3053
其他非流动资产	711	733	733	694
资产总计	37834	39327	40166	40896
流动负债	26159	27054	27113	27076
短期借款	18510	19249	18908	18798
应付账款	3669	3445	3725	3854
其他流动负债	3980	4360	4480	4424
非流动负债	2493	2242	1865	1258
长期借款	2040	1789	1412	805
其他非流动负债	453	453	453	453
负债合计	28652	29296	28978	28333
少数股东权益	26	-59	-175	-312
股本	6263	6263	6263	6263
资本公积	6867	6867	6867	6867
留存收益	-4061	-3212	-2055	-680
归属母公司股东权益	9156	10090	11363	12875
负债和股东权益	37834	39327	40166	40896

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4347	3345	3123	4109
净利润	22	849	1157	1374
折旧摊销	1272	1264	1357	1409
财务费用	1433	1155	1209	1207
投资损失	42	0	0	0
营运资金变动	624	77	-600	119
其他经营现金流	954	0	0	0
投资活动现金流	-333	-2235	-1814	-371
资本支出	334	1014	500	-995
长期投资	0	43	43	43
其他投资现金流	1	-1178	-1271	-1323
筹资活动现金流	-3045	-774	-1909	-1925
短期借款	-15	739	-341	-110
长期借款	-819	-251	-377	-608
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2210	-1262	-1191	-1207
现金净增加额	419	336	-600	1813

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	35094	40358	44394	45060
营业成本	28977	34506	37646	37895
营业税金及附加	222	176	237	218
营业费用	1351	1504	1682	1693
管理费用	2182	1828	2146	2348
财务费用	1433	1155	1209	1207
资产减值损失	325	242	222	203
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-42	0	0	0
营业利润	563	947	1253	1495
营业外收入	194	81	93	105
营业外支出	84	84	31	38
利润总额	672	999	1315	1562
所得税	651	150	158	187
净利润	22	849	1157	1374
少数股东损益	-61	-85	-116	-137
归属母公司净利润	82	934	1273	1512
EBITDA	3113	3377	3792	4043
EPS (元)	0.01	0.15	0.20	0.24

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	-35.9	15.0	10.0	1.5
营业利润(%)	107.6	68.3	32.4	19.3
归属于母公司净利润(%)	-101.1	1033.2	36.3	18.8
获利能力				
毛利率(%)	17.4	14.5	15.2	15.9
净利率(%)	0.2	2.3	2.9	3.4
ROE(%)	0.2	8.5	10.3	10.9
ROIC(%)	0.2	5.6	6.6	7.0
偿债能力				
资产负债率(%)	75.7	74.5	72.1	69.3
净负债比率(%)	198.0	181.7	162.0	124.1
流动比率	0.3	0.3	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	53.7	110.0	100.0	100.0
应付账款周转率	7.3	9.7	10.5	10.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.15	0.20	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.53	0.50	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.46	1.61	1.81	2.06
估值比率				
P/E	243.9	21.5	15.8	13.3
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.4	11.4	10.1	8.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033