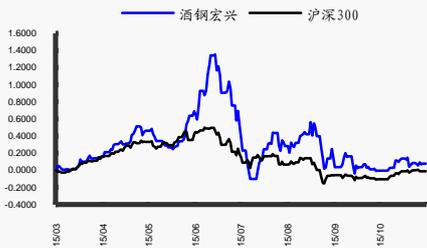


研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 13751190552 tanq@ghzq.com.cn
 联系人：傅鸿浩 S0350115080013
 15802035600 fuhh@ghzq.com.cn

持续亏损，转型进军核电乏燃料后处理领域前景广阔——酒钢宏兴（600307）点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
酒钢宏兴	8.6	-15.8	27.1
沪深300	10.3	5.1	41.2

市场数据

2015/11/1

当前价格(元)	4.31
52周价格区间(元)	3.08-9.78
总市值(百万)	26995.07
流通市值(百万)	26995.07
总股本(万股)	626335.74
流通股(万股)	626335.74
日均成交额(百万)	1037.96
近一月换手(%)	53.91

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

1、公司发布2015年三季报：前三季度实现营业收入432.95亿元(-46.86%)，实现归母净利润-35.27亿元(同期亏损1.36亿元)，EPS -0.56元。

点评：

1、销量和价格同时下降，三季报延续亏损态势，亟待转型。

受前三季度钢铁行业低迷，价格大幅下跌，公司收缩贸易业务影响，公司收入和成本均大幅下降。利润大幅亏损具体原因是：1) 钢铁行业整体产能过剩，价格下跌，西北区域供需矛盾尤其严重；2) 公司地理位置距原料及产品销售市场较远，运输成本较高；3) 人民币贬值带来较大汇兑损失。

2、公司携手中核集团，享受百亿级的核电乏燃料后处理市场启动红利。

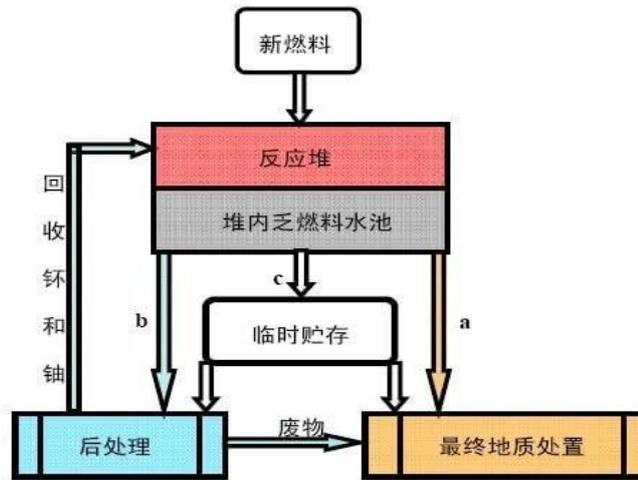
1) 目前国际乏燃料大多采用临时湿式贮存再进入闭式循环的后处理方式

核燃料经过缓慢裂变反应后，卸出乏燃料。但乏燃料相对于核燃料重量变化并不大，百万千瓦压水堆核电站一年需核燃料约30吨，产生乏燃料约18.8吨，其中有高达96%的铀未经反应，具有强放射性。在送往处置库之前，乏燃料暂时贮存在核电站含硼水池中循环冷却并控制其反应性。

目前国际通行的乏燃料处理方式有两种：第一，美国为代表的“一次通过”开放核燃料循环方式，乏燃料经过冷却、包装后作为废物送到深地质层处置或长期贮存；第二，我国和英法采用闭式循环，乏燃料在核电站乏燃料水池中贮存5-8年后，运至后处理厂进行后处理。在后处理环节，乏燃料被切成小块，扔进酸里溶解，提取出有用的铀和钚重新作为燃料循环使用，

剩下的废液交由玻璃固化厂进行固化，再装进特制的废物罐中，运送到永久性处置场封存。

图 1、核燃料循环示意图



资料来源：搜狐、国海证券研究所

全球现有商用乏燃料后处理能力为 4760 吨/年，相当于全球每年卸出乏燃料量的 43%。法国拥有规模最大、工艺最成熟、技术最先进的商业乏燃料后处理及再循环产业。阿海珐公司已建成处理能力 1600 吨/年的乏燃料后处理厂。

2) 我国将迎来乏燃料后处理需求高峰，后处理市场可达百亿级，乏燃料处理基金可提供资金保障。

我国乏燃料后处理能力较弱，但推广后处理迫在眉睫。目前，我国运营核电机组中，大亚湾核电站实现了部分乏燃料运输到甘肃离堆贮存，其余核电站乏燃料大多临时贮存在堆内水池，未做离堆贮存或后处理。大亚湾、田湾等多个机组乏燃料池已接近饱和，若不做离堆处理，将面临停堆风险。

此外，我国核电实行“压水堆-快堆-聚变堆”三步走战略，后处理环节提取的钚是快堆的重要燃料，因此，后处理也是发展快堆技术的重要环节。

我国现有运营核电装机装机 2414 万千瓦，加上 2015 年新投产机组，按每台百万机组年产 18.8 吨乏燃料计算，2015 年产生乏燃料超 500 吨，加上 2015 年前暂时贮存在堆内和堆外水池内的乏燃料，累计需处理的乏燃料将达 3000 吨以上。至 2020 年规划运营机组 5800 万千瓦，当年产生乏燃料将达 1100 吨以上，若乏燃料一直未处理，累计需处理乏燃料近 9000 吨。

国际原子能机构测算的后处理费用 800-1000 美元/公斤，我们据此测算，2015 年前未处理的乏燃料后处理市场空间 130-165

亿元人民币，加上 2015 年当年产生的乏燃料的 25-35 亿元人民币后处理市场，2015 年累计需处理的乏燃料市场空间达 155-200 亿元人民币。2020 年当年产生的乏燃料市场空间 60-75 亿元人民币，若乏燃料一直未做后处理，至 2020 年累计市场空间将达 500-600 亿元。

乏燃料处理资金已部分就绪。《核电站乏燃料处理处置基金征收使用管理暂行办法》显示，自 2010 年 10 月 1 日起投入商运满五年的压水堆核电机组按实际上网电量 0.026 元/千瓦时提取并上交乏燃料处理处置基金。目前已征收约百亿，使用率不足 5%，将作为后处理推广后的重要资金来源。

3) 中核集团和甘肃将在乏燃料处理中扮演主要角色，中核龙瑞为主要实施单位。

中核集团是国内核燃料循环专营供应商，旗下中核清源为唯一一家具有运输乏燃料资质的公司，负责将核电站的乏燃料运输到乏燃料离堆贮存接收地甘肃的 404 厂。国内唯一一座动力堆乏燃料后处理试验工厂就建在位于甘肃的中核 404 厂，已取得热调试成功。

在中核集团 2012 年底发布的“龙腾 2020”科技创新计划中，具有自主知识产权的 200 吨大型商用乏燃料后处理示范工程被纳入首批 8 个科技创新示范工程之中。同时，中核加强对外合作，中法合作建设的处理能力 800 吨/年的中国核循环项目由中核集团负责建设，将于 2020 年开工，2030 年建成。

甘肃将成为主要的核燃料后处理基地。甘肃省委已制定《“丝绸之路经济带”甘肃段建设总体方案》，明确“将利用中亚丰富铀矿资源，加快发展核电、核燃料生产、后处理以及核技术应用等产业，努力把甘肃建成国内最大的铀储备、转化、浓缩及后处理基地”的实施目标。除当前的乏燃料离堆贮存池位于甘肃外，根据《甘肃日报》报道，2015 年 7 月 2 日，聚焦核燃料循环后处理产业的中核集团甘肃核技术产业园启动建设。而中核龙瑞由中核集团 2015 年在甘肃注册成立，承担我国第一个核燃料循环产业示范项目及中核甘肃核技术产业园的建设管理工作。

4) 公司与中核龙瑞签署合作协议，提供设备、原料、物流服务，提升业绩，并已公告明确实施战略调整，拟进入核电产业。

公司 2015 年 8 月 29 日公告，与中核龙瑞签署合作协议，双方共同在“中核甘肃核技术产业园”范围内开展合作，包括技术服务、产业开发等方面，必要时双方成立合资公司。公司按工程需要及自身能力提供工程建设配套、设备制造及大宗原材料供应服务。

核循环后处理和运输环节派生出巨大设备、材料需求。后处理环节需要大量的不锈钢、耐蚀合金材料类的特钢，但对设备的选材和设计非常严格，对防辐射、耐腐蚀要求较高。

根据国防科工局组织编写的《核电站乏燃料处理处置基金 2011~2020 年使用规划（专家咨询稿）》，2016 年前后全国乏燃料年总运输量将增加到 600 组左右，在“十三五”期间，全国核电站所需外运的乏燃料总数将超过 3000 组，约为“十二五”期间的 5 倍多，运输需求急剧增加。与此对应，我国目前每年乏燃料的运输能力，仅为 104 组/年。

我国还不具备将生产乏燃料运输到处理地的特制的运输容器的能力，现今使用的为从美国采购的 NAC-STC 型（两台）和 Hi-star 60 型商业压水堆乏燃料运输容器，单台容量分别为 26 组、12 组，每台高达 6000 万美金，国产替代需求强烈。此外，乏燃料处理后形成 mox 燃料，对设备的抗辐射要求更高。

我们认为，核电乏燃料后处理和运输环节具有较高技术壁垒，部分设备国产化程度低，公司若可提供符合工程需求的设备和原材料，参与后处理产业链可获得较高比例的市场占有率，在一定程度上提升业绩。另外，公司已公告明确正在实施结构调整战略，拟进入核产业及核电产业。

4、地方国企改革提速，公司国企改革预期加强。

近期地方国企改革提速，据甘肃日报报道，控股股东酒钢集团制定经营管理体制改革试点方案，提出通过健全规范法人治理结构、实行分级授权管理、提升科技创新能力、构建形成适应市场竞争新要求的经营管理体制机制，推动集团公司迅速扭亏止损。

方案出台标志着集团改革步伐加快，公司主业亏损严重，具有实施转型的必要性，可能成为集团加快改革的重点。

5、“买入”评级。不考虑转型核电产业链的贡献，我们预计公司 2015-2017 年 EPS -0.72 元，-0.72 元，-0.71 元。我们认为公司亏损情况在股价中已基本得到反映，我们看好公司通过转型进入核电乏燃料后处理产业链给业绩可能带来的较大改善，以及公司后期在核电方面进一步战略布局的预期，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6、风险提示：大盘系统性风险；项目合作进度不及预期；核电安全风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	95753	56339	54743	53360
增长率(%)	1%	-41%	-3%	-3%
净利润 (百万元)	39	(4530)	(4483)	(4451)
增长率(%)	-	-	-	-
摊薄每股收益 (元)	0.01	-0.72	-0.72	-0.71
ROE(%)	0.24%	-37.67%	-59.46%	-144.18%

表 1、公司盈利预测

证券代码:	600307.sh				股票价格:	4.31	投资评级:	买入		日期:	2015/11/1
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	0%	-38%	-59%	-144%	EPS	0.01	-0.72	-0.72	-0.71		
毛利率	7%	1%	1%	1%	BVPS	2.62	1.90	1.18	0.47		
期间费率	7%	9%	10%	10%	估值						
销售净利率	0%	-8%	-8%	-8%	P/E	689.82	-5.96	-6.02	-6.06		
成长能力					P/B	1.65	2.27	3.65	9.18		
收入增长率	1%	-41%	-3%	-3%	P/S	0.28	0.48	0.49	0.51		
利润增长率	-102%	-11676%	-1%	-1%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	1.80	1.23	1.33	1.46	营业收入	95753	56339	54743	53360		
应收账款周转率	63.88	63.88	63.88	63.88	营业成本	88682	55650	54072	52709		
存货周转率	10.92	10.92	10.92	10.92	营业税金及附加	173	102	99	97		
偿债能力					销售费用	2425	1427	1386	1351		
资产负债率	69%	74%	82%	92%	管理费用	3180	1871	1818	1772		
流动比	0.70	0.54	0.41	0.28	财务费用	1395	1896	1927	1958		
速动比	0.44	0.35	0.23	0.11	其他费用/(-收入)	95	32	32	32		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	(7)	(4574)	(4527)	(4495)		
现金及现金等价物	11724	8858	5433	2016	营业外净收支	43	43	43	43		
应收款项	1499	882	857	835	利润总额	36	(4531)	(4484)	(4452)		
存货净额	8120	5105	4960	4835	所得税费用	14	1	1	1		
其他流动资产	376	221	215	209	净利润	22	(4532)	(4485)	(4453)		
流动资产合计	21719	15066	11464	7896	少数股东损益	(17)	(2)	(2)	(2)		
固定资产	25329	25125	24627	24248	归属于母公司净利润	39	(4530)	(4483)	(4451)		
在建工程	1555	1055	855	555	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	3203	3203	2883	2562	经营活动现金流	6747	3303	(2960)	(3020)		
长期股权投资	442	442	442	442	净利润	22	(4532)	(4485)	(4453)		
资产总计	53146	45788	41169	36601	少数股东权益	(17)	(2)	(2)	(2)		
短期借款	19349	19349	19349	19349	折旧摊销	980	1225	1218	1168		
应付款项	6894	4334	4211	4105	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	645	379	369	359	营运资金变动	5761	6612	310	268		
其他流动负债	4076	4076	4076	4076	投资活动现金流	(778)	705	697	680		
流动负债合计	30965	28139	28006	27890	资本支出	(321)	705	697	680		
长期借款及应付债券	5346	5346	5346	5346	长期投资	218	0	0	0		
其他长期负债	277	277	277	277	其他	(675)	0	0	0		
长期负债合计	5623	5623	5623	5623	筹资活动现金流	(8835)	(0)	(0)	(0)		
负债合计	36588	33762	33629	33513	债务融资	(5957)	0	0	0		
股本	6263	6263	6263	6263	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	16558	12026	7540	3087	其它	(2878)	(0)	(0)	(0)		
负债和股东权益总计	53146	45788	41169	36601	现金净增加额	(2866)	4008	(2263)	(2340)		

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备与新能源小组及公用事业环保小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，1年证券行业研究经验，2015年进入国海证券，主要负责新能源汽车、工控、储能细分行业研究。

【分析师承诺】

谭倩：本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。