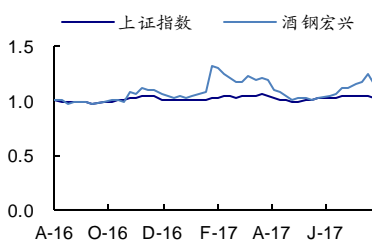


证券研究报告—深度报告
黑色金属
钢铁 II
酒钢宏兴(600307)
增持

合理估值: 3.6 元 昨收盘: 3.14 元

2017年08月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	6,263/6,263
总市值/流通(百万元)	19,667/19,667
上证综指/深圳成指	3,237/10,520
12个月最高/最低(元)	3.76/2.55

相关研究报告:

《酒钢宏兴-600307-2010年半年报点评:上半年业绩表现未体现成本优势》——2010-08-23
 《酒钢宏兴09年年报点评:成本优势难抵负面预期》——2010-04-28
 《酒钢宏兴09年三季报点评:股本增加,摊薄业绩》——2009-11-02
 《酒钢宏兴中报点评:资产注入助业绩增长》——2009-09-01
 《期待整体上市完善产业链》——2009-04-28

联系人: 王海涛

 电话: 010-88005311
 E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

 电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

首次覆盖
雄关楼堞倚矿起,降费注资均可期
● “一带一路”带动西北钢材消费,化解过剩产能有保有压

甘肃地处丝绸之路经济带黄金段和国家向西开放的战略高地,在“一带一路”战略指引下,持续推进基础设施建设,可有效带动当地钢材消费。为响应供给侧改革,甘肃省已压退生铁产能160万吨、粗钢产能144万吨,清除中(工)频炉产能192.5万吨。化解过程有保有压,大力推进产品转型升级。

● 碳钢、不锈钢均衡发展

酒钢宏兴拥有嘉峪关、翼城、榆中三大生产基地,可年产1000万吨钢材(其中不锈钢120万吨)。2017年上半年钢材价格显著提升,公司卷板、线材、棒材、板材、不锈钢销售毛利率水平分别为29.16%、24.68%、23.32%、21.31%、17.10%,发展均衡。

● 具备资源、区位优势

酒钢宏兴地处交通要道、资源集中地带,具备丰富的自有铁矿石资源和周边矿石、煤炭资源,区位优势明显。自供铁矿石成本低,自备电发电成本低,综合导致酒钢宏兴铁水成本较沿海地区低50-100元/吨左右。酒钢宏兴自有铁矿比例较高,公司地理位置具有很强的战略优势。

● 吨钢三费改善空间大

酒钢宏兴的吨钢费用在钢铁上市公司中处于较高的水平,下降空间较大。公司计划通过加强周边市场消费,降低销售费用;在化解僵尸产能的过程中分流安置部分员工,降低职工薪酬;逐步恢复榆钢产能,降低吨钢管理费用;降低资产负债率,改善财务费用。

● 优质盈利资产有望给上市公司注入新活力

酒钢集团除在酒钢宏兴内的钢铁板块外,还有电解铝、电力能源等优质盈利资产,是典型的“大集团小公司”。在降杠杆的大背景下,集团电解铝、电力能源板块优质盈利资产有望注入上市公司,通过资产整合化解财务压力。

● 风险提示

钢材需求大幅下降。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	35,094	40,948	43,826	43,277
(+/-%)	-35.9%	16.7%	7.0%	-1.3%
净利润(百万元)	82	892	1401	1541
(+/-%)	-101.1%	981.9%	57.1%	10.0%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.14	0.22	0.25
EBIT Margin	6.7%	5.4%	6.4%	6.8%
净资产收益率(ROE)	0.9%	10.2%	15.6%	16.6%
市盈率(PE)	238.6	22.1	14.0	12.8
EV/EBITDA	13.3	13.9	11.8	10.9
市净率(PB)	2.15	2.26	2.19	2.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

受供给侧改革影响,产能的有效去化带动了钢材价格大幅回升。2017年1-7月,西北地区 MySpic 综合钢价指数平均同比增长 47.09%,钢价的大幅提升促使了公司利润显著增加。预计 17/18/19 年,酒钢宏兴归属于母公司净利润分别为 8.92 亿元、14.01 亿元和 15.41 亿元,折合每股盈利分别为 0.14/0.22/0.25 元。目前公司股价 3.14 元(8月14日),对应动态市盈率分别为 22.1/14.0/12.8,鉴于 2013 年来,剔除亏损季度,酒钢宏兴 PE(TTM)均高于 30 倍,且目前申万钢铁板块市盈率中值为 22.12,按 25 倍 PE 测算,公司的合理价格在 3.6 元左右,暂时给予增持评级。

核心假设或逻辑

(1) 钢材价格假设:受供需关系改善影响,钢材价格保持高位震荡,2017 年 1-7 月,酒钢 2.0mm 304/2B 冷轧不锈钢卷北京市场平均价、兰州 20mm HRB400 螺纹钢、兰州 2.75mm 热轧板卷、兰州 1.0mm 冷轧板卷平均价格分别较去年同期上涨了 20.25%、50.01%、36.84%、37.97%。预计 17 年线棒材、板带材、不锈钢价格分别增长 50%、30%、15%。

(2) 钢材销量假设:公司产品涵盖了碳钢及不锈钢两大类,包括线材、棒材、中厚板、热轧板、冷轧薄板、镀锌板、不锈钢热轧及冷轧等多种产品,受近年来翼钢、榆钢停产影响,碳钢产量出现下滑,17 年 9 月份,榆钢产能有望恢复。预计 17 年棒线材、板带材、不锈钢销量分别增长 8%、0%、0%。

与市场预期的差异之处

2017 年钢材价格大幅升高,后期受环保检查趋严等多方面因素影响,预期供需关系改善的状态会继续保持,钢材价格保持高位,受益于此公司盈利将大幅提升。此外,公司吨钢三费下降空间大,公司现也已陆续开展各项降费措施,后期公司利润改善可期。

股价变化的催化因素

公司股价变化的催化因素主要有以下四方面:

- (1) 钢材市场价格的变动。随着钢材价格的上升,公司可获得较大利润空间。
- (2) 榆钢产能的逐步恢复。去产能后榆钢保留有 2800m³高炉一座,年产能 260 万吨,榆钢若按计划在下半年逐步复产,将有效实现公司减亏。
- (3) 吨钢三费降低。目前,公司吨钢三费水平较高,侵蚀了大量利润,具有较大的下降空间,随着公司采取系列措施,降底各项费用,将改善公司利润情况。
- (4) 优质盈利资产注入可期。公司有降低资产负债率的需求,酒钢集团电解铝、电力能源等优质盈利资产若注入,会为上市公司带来新活力。

核心假设或逻辑的主要风险

钢材需求大幅下降。

内容目录

甘肃：供给改善，钢价提升	5
经济增速整体放缓	5
“一带一路”带动甘肃省基建项目	6
西北地区钢材消费稳中有升	7
化解过剩产能有保有压	8
受去产能影响，企业产量下降	9
钢材价格大幅提升	9
酒钢宏兴：碳钢、不锈钢均衡发展	10
1000 万吨钢材产能	11
营收下降趋势停止	12
榆钢产能 9 月恢复生产，翼钢调坯轧材减亏	13
占据战略地理位置	13
资源优势显著	14
矿石资源丰富	14
自有铁矿供应成本低	15
生产成本较低	16
普钢毛利大幅提升	17
不锈钢景气回升	18
不锈钢生产设备先进	19
产业升级持续进行	19
不锈钢市场环境改善	20
吨钢三费改善空间大	21
毛利率高，净利率处于行业中等水平	21
三费水平偏高	22
去杠杆势在必行	24
集团内有大量优质盈利资产	24
优质资产有望给上市公司带来活力	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

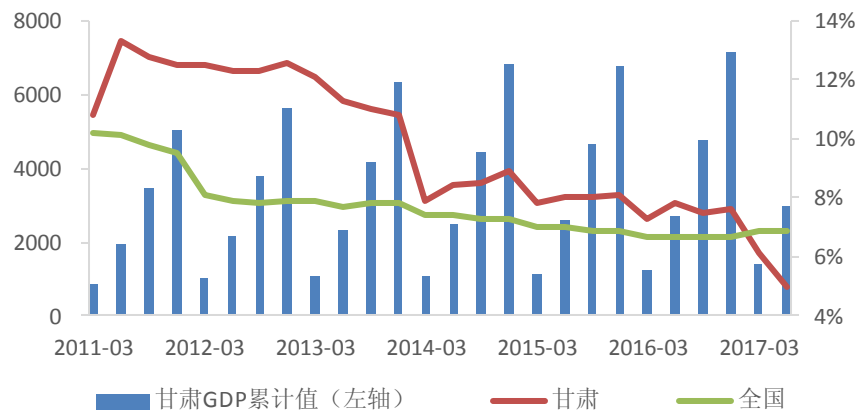
图 1: GDP 累计值及累计同比情况 (亿元)	5
图 2: 工业增加值及累计同比情况 (亿元)	5
图 3: 规模以上轻、重工业增加值及占比 (亿元)	5
图 4: 固定资产投资完成额累计同比 (%)	6
图 5: 甘肃省房地产开发投资完成额 (亿元、%)	6
图 6: 西北地区固定资产投资情况 (亿元)	7
图 7: 甘肃省生铁、粗钢、钢材产量 (万吨)	9
图 8: 酒钢冷轧不锈钢卷北京市场价 (元/吨)	10
图 9: 兰州地区钢材价格 (元/吨)	10
图 10: 兰州、乌鲁木齐与全国螺纹钢价格对比 (元/吨)	10
图 11: 酒钢宏兴股权关系图	11
图 12: 生产工艺流程及产能示意图	12
图 13: 分产品营业收入 (亿元)	13
图 14: 甘肃省黑色金属矿产分布情况	15
图 15: 铁矿石供应情况 (万吨)	15
图 16: 酒钢宏兴铁矿石供应平均价格 (元/吨)	16
图 17: 原料滞后一个月模拟沿海钢铁企业铁水成本情况 (元/吨)	17
图 18: 分产品毛利率水平 (%)	17
图 19: 原料滞后一个月模拟钢铁企业螺纹钢和热卷吨钢毛利情况 (元/吨)	18
图 20: 不锈钢板块毛利情况 (亿元)	18
图 21: 不锈钢分公司工艺流程	19
图 22: 我国不锈钢粗钢产量 (万吨)	20
图 23: 佛山、无锡地区不锈钢库存情况 (万吨)	20
图 24: 不锈钢消费量 (千吨)	21
图 25: 酒钢不锈钢材天津价格 (元/吨)	21
图 26: 酒钢宏兴与钢铁行业销售毛利率比较 (%)	22
图 27: 酒钢宏兴与钢铁行业 ROE 比较 (%)	22
图 28: 酒钢宏兴与钢铁行业 ROA 比较 (%)	22
图 29: 酒钢宏兴吨钢三费情况 (元/吨)	23
表 1: 西北及中亚地区钢材消费量预测表 (万吨)	7
表 2: 2016 年甘肃省钢铁行业化解过剩产能情况 (万吨)	8
表 3: 甘肃省取缔“地条钢”企业情况	8
表 4: 酒钢不锈钢卷及兰州地区不同品种钢材平均价 (元/吨)	9
表 5: 2016、2017 上半年经营情况	13
表 6: 矿石资源情况 (万吨)	14
表 7: 2016 年钢铁企业吨钢三费情况	22

甘肃：供给改善，钢价提升

经济增速整体放缓

近年来，甘肃省经济增长整体平稳，GDP 同比增速快于全国水平。但 2017 年来，情况发生了改变，1-6 月甘肃省实现国内生产总值 2993.02 亿元，同比增长 5.0%，增速弱于 6.9% 的全国水平。

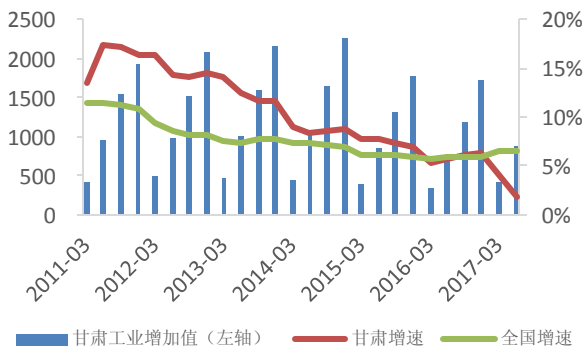
图 1: GDP 累计值及累计同比情况 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

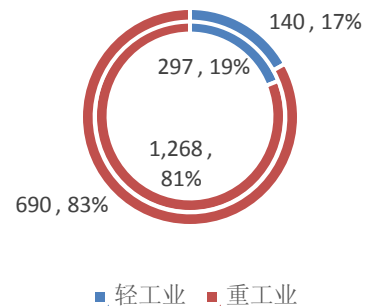
甘肃省 GDP 增速放缓主要体现在工业增速的放缓。2017 年 1-6 月，甘肃省工业增加值 887.18 亿元，同比增长 1.9%，远低于 6.5% 的同期全国水平。甘肃省工业产业结构相对单一，以重工业为主，轻、重工业占比接近 1: 4。其中，钢铁、水泥、电解铝等供给侧改革下重点去产能的行业则是甘肃省国民经济的重要基础产业。

图 2: 工业增加值及累计同比情况 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

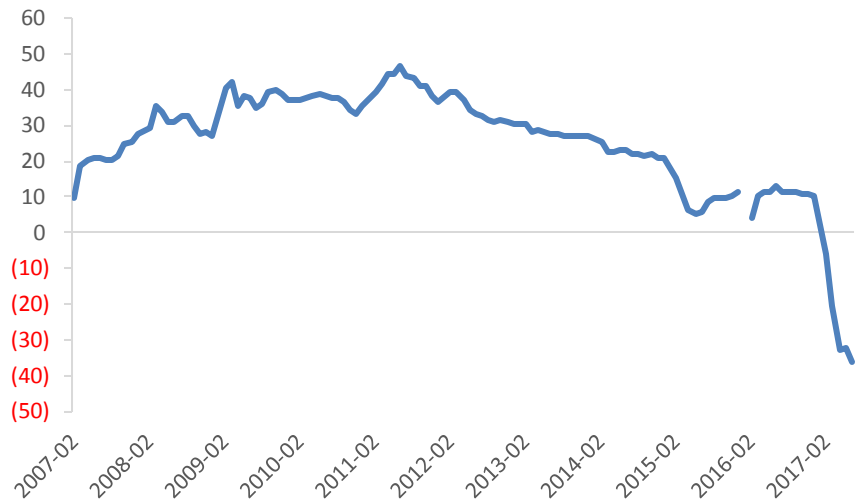
图 3: 规模以上轻、重工业增加值及占比 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理
备注: 内圈为 2016 年占比, 外圈为 2017 年上半年占比

今年来 GDP 增速的放缓可从固定资产投资中窥见一斑。2017 年来，甘肃省固定资产投资十年来首次出现负增长。1-6 月，累计投资 2814.60 亿元，同比降低 36.3%。同期，全国仅辽宁省 (-31.4%) 和甘肃省出现负增长。固定资产投资的疲弱会在一定程度上抑制当地市场上的钢材需求。

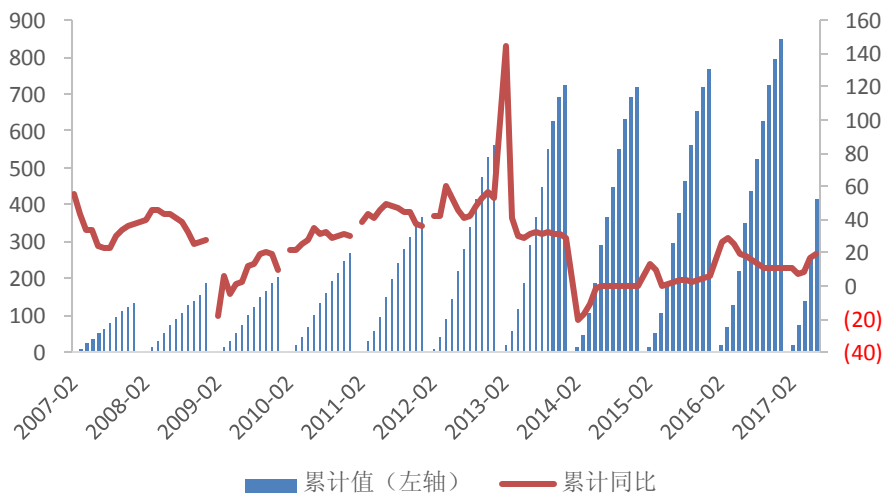
图 4: 固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

与固定资产投资大幅下降对应的是房地产开发投资完成额的显著增加。2017年1-6月, 甘肃省房地产开发投资完成额 415.9 亿元, 同比增加 18.7%, 高于全国 8.5% 的同比增长水平, 有效带动钢材需求。但上半年甘肃省房屋新开工面积 1110.4 万平方米, 同比降低 10.0%; 商品房销售面积 663.79 万平方米, 同比增加 1.0%, 对后期钢材需求增长的刺激较为有限。

图 5: 甘肃省房地产开发投资完成额 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

“一带一路”带动甘肃省基建项目

甘肃地处丝绸之路的黄金地段, 陇西段与河西段贯穿全境, 占路上丝绸之路中国境内长度的二分之一。依托区位、资源等优势, 甘肃省“十三五”规划提出加快实施“13685”战略(即一大构想: 围绕“打造丝绸之路经济带甘肃黄金段”构想; 三大平台: 推进以兰州新区为重点的向西开放经济平台、以丝绸之路(敦煌)国际文化博览会和华夏文明传承创新区为重点的文化交流合作平台、以

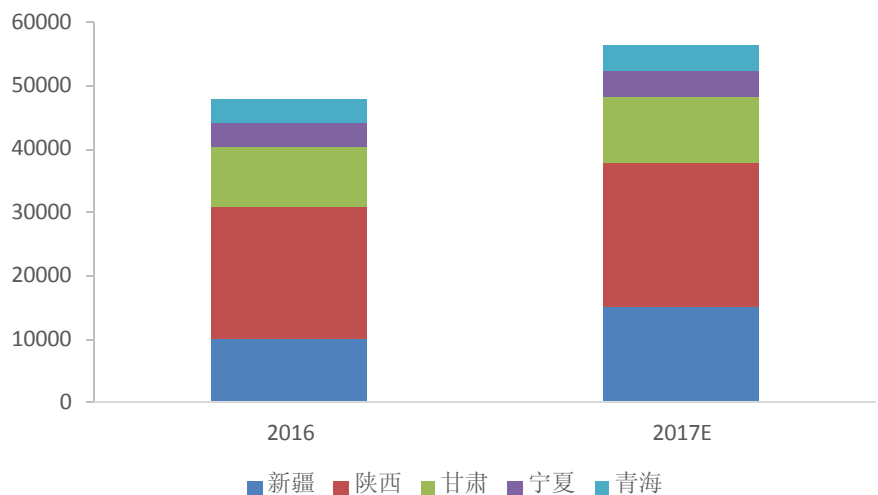
中国兰州投资贸易洽谈会为重点的经济贸易合作平台三大战略平台建设；六大窗口：依托我国在沿线国家建立的产业园区和境外经贸合作区，积极建设面向六大国际经济走廊多国为重点的经贸合作与人文交流的对外窗口；八大节点城市：进一步提升兰(州)白(银)、平(凉)庆(阳)、天水、定西、金(昌)武(威)、张掖、酒(泉)嘉(峪关)、敦煌等重要节点城市的支撑能力；五大重点工程：确定了基础设施互联互通、经贸产业合作、人文交流、生态建设、金融创新支持等五个方面的重大工程建设任务。)，全方位、多层次和宽领域推动向西开放，以互联互通为基础，加快交通和能源大通道建设；以兰州新区为核心，点面结合推动开放型经济承载平台建设；以优势特色产业为依托，着眼提高产业支撑和产业融合；以境外合作园区和重点产业为抓手，建立全方位的经贸合作机制，将甘肃打造成为丝绸之路经济带黄金段和国家向西开放的战略高地。

在“一带一路”大战略下，甘肃省将继续加强基础设施建设。截至 2016 年 12 月初，甘肃省发改委已会同相关部门集中向全社会推介了交通、水利、市政、公共服务、资源环境和生态保护等 5 大领域 PPP 项目 413 个，总投资 4422 亿元，其中有 62 个 PPP 项目签约，总投资 875 亿元，完成审批、核准、备案等前期工作项目 229 个，开工项目 54 个。这一系列的 PPP 项目的逐步落地，将有效带动当地钢材消费。

西北地区钢材消费稳中有升

在“一带一路”的战略背景下，西北地区迎来固定资产投资浪潮。按照各省 2016 年固定资产投资实际情况及 2017 年固定资产投资目标测算，西北五省 2017 年固定资产投资将达 5.63 万亿。

图 6: 西北地区固定资产投资情况 (亿元)



资料来源:各省 2017 年政府工作报告, Wind, 国信证券经济研究所整理

大规模的固定资产投资将带动西北市场的钢材消费。《新疆维吾尔自治区钢铁工业“十三五”发展规划》测算，2017 年西北五省钢材消费量预计达 4090 万吨，到 2020 年，将达到 4433 万吨。

表 1: 西北及中亚地区钢材消费量预测表 (万吨)

省份	2016	2017	2018	2019	2020
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
西北合计	3955	4090	4248	4372	4433
中亚五国	560	570	665	690	735
合计	4515	4660	4913	5062	5168

资料来源:新疆钢铁行业十三五规划,国信证券经济研究所整理

化解过剩产能有保有压

截止 2015 年,甘肃省共有钢铁企业 9 户,生铁产能 1220 万吨,粗钢产能 1475 万吨,钢材产能 1560 万吨。《甘肃省工业领域去产能去库存降成本实施方案》指出,要用 3 到 5 年时间,淘汰酒钢集团翼钢公司所有生产设施及产能,淘汰酒钢集团榆钢公司一期生产设施及产能,合计压减生铁产能 200 万吨,粗钢产能 300 万吨。

2016 年,甘肃省提前完成全年化解钢铁过剩产能任务,8 月,完成压退生铁产能 160 万吨,粗钢产能 144 万吨。

表 2: 2016 年甘肃省钢铁行业化解过剩产能情况(万吨)

公司名称	关停设备	生铁产能	粗钢产能
酒钢集团榆中钢铁公司	2 × 420m ³ 高炉; 2 × 40t 转炉	100	140
金昌铁业(集团)有限责任公司	1 × 520m ³ 高炉	60	
甘肃大昌鑫金属工业有限责任公司	2 × 30t 电弧炉		4
合计		160	144

资料来源:甘肃省发改委,国信证券经济研究所整理

截止 2017 年 6 月 30 日,甘肃省完成省内 15 家“地条钢”企业主体设备、变压器、除尘罩、操作平台及轨道的彻底拆除,清除产能合计 192.5 万吨。中(工)频炉的去化有效改善当地长材市场格局,带动螺纹钢价格上涨。

表 3: 甘肃省取缔“地条钢”企业情况

企业名称	所在地	中(工)频炉装备和产能		
		吨位(吨)	套数(套)	产能(万吨)
东乡县天福型材有限公司	临夏州东乡县	10	6 套	5
甘肃陇滇钢铁有限公司	临夏州和政县	5	18 台	20
广河县洮鑫金属制品有限公司	临夏州广河县	2	5 套	10
甘肃荣鑫金属制品有限公司	临夏州广河县	7.5	6 台	10
嘉峪关原晟金属制品厂	嘉峪关市峪泉镇	3	1 套	3
嘉峪关市华北经贸有限公司	嘉峪关市嘉北工业园区	5	3 套	10
武威九龙钢结构制造有限公司	武威市凉州区	10	3 套	30
武威金安特钢有限公司	武威市凉州区	10	4 套	30
定西恒升金属制品有限公司	定西市安定区	15	3 套	0.2
张掖市辰金鹿钢材销售有限责任公司	张掖市甘州区	5	6 台	3
		10	3 台	
甘肃新天际钢铁热轧有限公司	白银市高新技术产业园	40	4 套	60
甘肃弘鑫铸造有限公司	陇南市徽县	10	3 套	1
武威市闽航冶金有限责任公司	武威市天祝县	8	3 套(6 台)	8(合金铸件)
张掖市甘州区鑫源金属制品厂	张掖市甘州区	0.5	3 台	0.3
张掖市临泽长河金属制品有限公司	张掖市临泽县	1.5	2 台	2
合计				192.5

资料来源:甘肃省人民政府,国信证券经济研究所整理

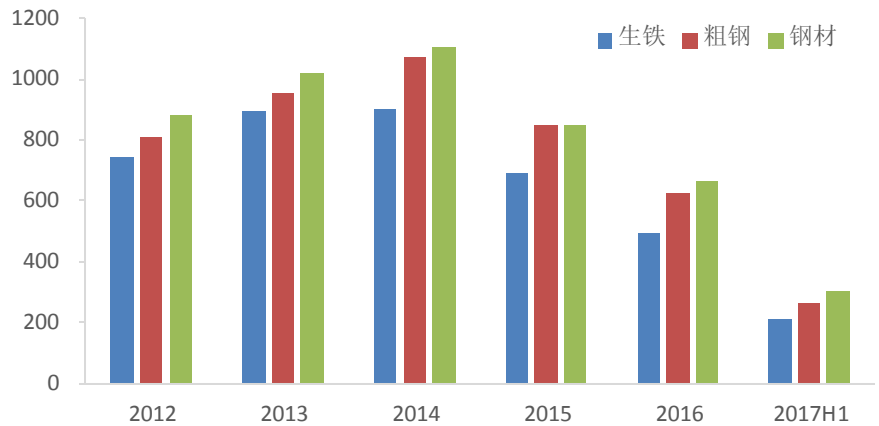
去产能的过程中,在压退落后产能之外,甘肃省同时大力推进产品转型升级,

实施质量强省战略，推动产品向产业链价值链中高端迈进，提高供给质量和核心竞争力。甘肃省政府提出要对酒钢集团榆钢公司二期产线实施转型升级发展，提升产品质量及高档产品供给；推动省建投、酒钢西部重工、八冶、二十一冶等重点建筑企业建立产学研用一体化产业联盟，培育一批钢结构生产龙头企业；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。

受去产能影响，企业产量下降

2015 年开始，甘肃省生铁、粗钢、钢材产量开始出现不同程度的下滑。2016 年生铁、粗钢、钢材产量较 2014 年分别下降 45.0%、41.5%、39.9%。2017 年上半年，生铁、粗钢、钢材产量较 2016 年同期下降 17.25%、21.82%、13.33%。产量下降是供给侧改革和企业主动停产共同作用的结果。

图 7: 甘肃省生铁、粗钢、钢材产量 (万吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

2014 年以来，受整体经济下行态势影响，甘肃省部分企业钢材销售价格与成本严重倒挂，为了减少亏损，企业开始主动停产。酒钢集团榆中钢铁有限责任公司一期工程 100 万吨产能分别于 2014 年和 2015 年初全部关停，二期 260 万吨产能分别于 2015 年 9 月和 2016 年 2 月底停产进行维护性检修。酒钢集团翼城钢铁有限责任公司自 2015 年起各项生产工序陆续停产，2016 年持续处于全面停产状态，目前，翼钢已开始生产，通过外购钢坯，进行轧钢后销售螺纹钢和线材产品

钢材价格大幅提升

2017 年，受供给侧改革利好影响，钢材价格出现显著回升。1-7 月，酒钢 2.0mm 304/2B 冷轧不锈钢卷北京市场均价、兰州 20mm HRB400 螺纹钢、兰州 2.75mm 热轧板卷、兰州 1.0mm 冷轧板卷平均价格分别较去年同期上涨了 20.25%、50.01%、36.84%、37.97%。

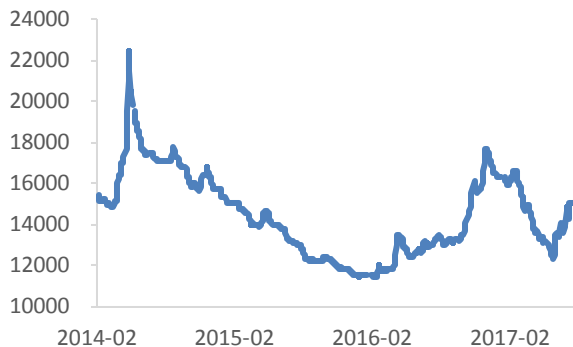
表 4: 酒钢不锈钢卷及兰州地区不同品种钢材均价 (元/吨)

时间段	2.0mm 冷轧不锈钢卷	20mm 螺纹钢	2.75mm 热轧板卷	1.0mm 冷轧板卷
2014	16811.52	3170.60	3500.00	4145.56
2015	13426.01	2299.24	2604.50	3234.78

2016	13212.05	2731.72	3047.23	3292.88
2016年1-7月	12218.53	2532.08	2795.94	3024.10
2017年1-7月	14693.15	3798.50	3825.93	4172.21

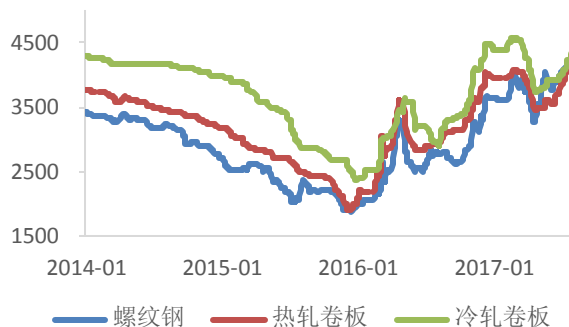
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 酒钢冷轧不锈钢卷北京市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 兰州地区钢材价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近年来, 兰州地区螺纹钢价格高于全国平均水平, 也高于同在西部地区的乌鲁木齐地区价格。2017年1-7月, 兰州地区、乌鲁木齐地区和全国 20mm 螺纹钢平均价分别为 3798.50、3597.55 和 3707.43 元/吨。

图 10: 兰州、乌鲁木齐与全国螺纹钢价格对比 (元/吨)

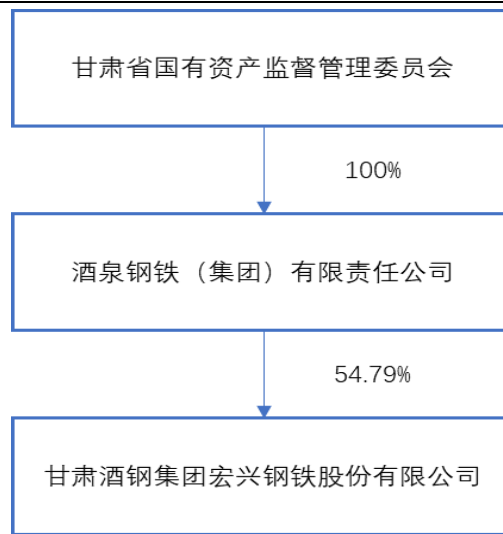


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

酒钢宏兴: 碳钢、不锈钢均衡发展

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共五家发起人以发起方式设立的股份有限公司。

图 11: 酒钢宏兴股权关系图



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

1000 万吨钢材产能

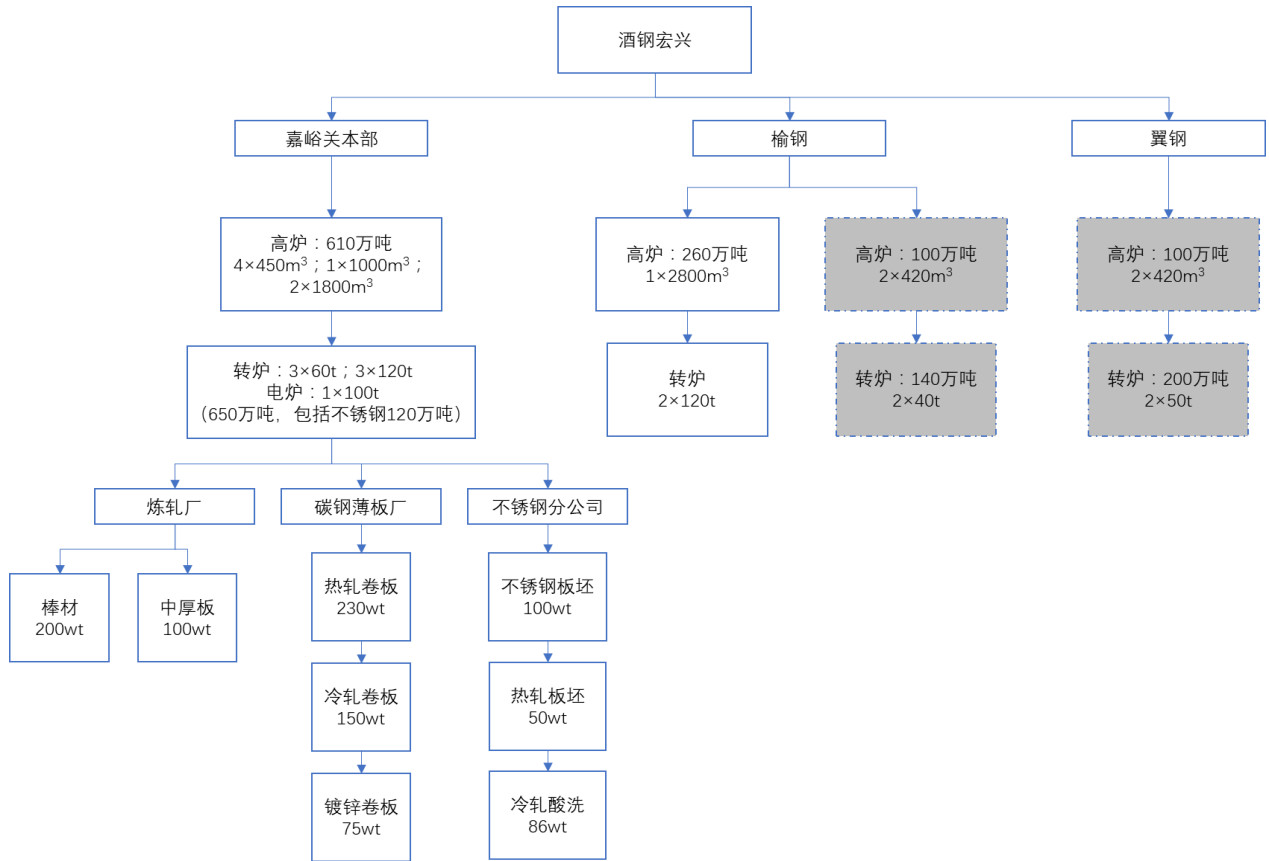
酒钢宏兴拥有本部、酒钢集团榆中钢铁有限责任公司（以下简称“榆钢”）、酒钢集团翼城钢铁有限责任公司（以下简称“翼钢”）三大钢铁生产基地，主要从事钢铁及其压延产品的生产和销售。

2012 年通过非公开发行股票募集资金收购酒钢集团天风不锈钢有限公司（以下简称“不锈钢公司”）100%股权。酒钢宏兴的产品类型由碳钢扩展至不锈钢，公司的抗风险能力、市场竞争力都得到了进一步的提升。

目前，酒钢宏兴拥有采矿、选矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢、热轧、冷轧、不锈钢生产等一整套具备现代化生产工艺流程的钢铁资产，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。

酒钢宏兴产品涵盖了碳钢及不锈钢两大类，包括线材、棒材、中厚板、热轧板、冷轧薄板、镀锌板、不锈钢热轧及冷轧等多种产品，产品结构丰富，在西北地区乃至全国钢铁行业具备较强的综合竞争力。截止 2017 年 6 月，酒钢宏兴已形成年产 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。

图 12: 生产工艺流程及产能示意图



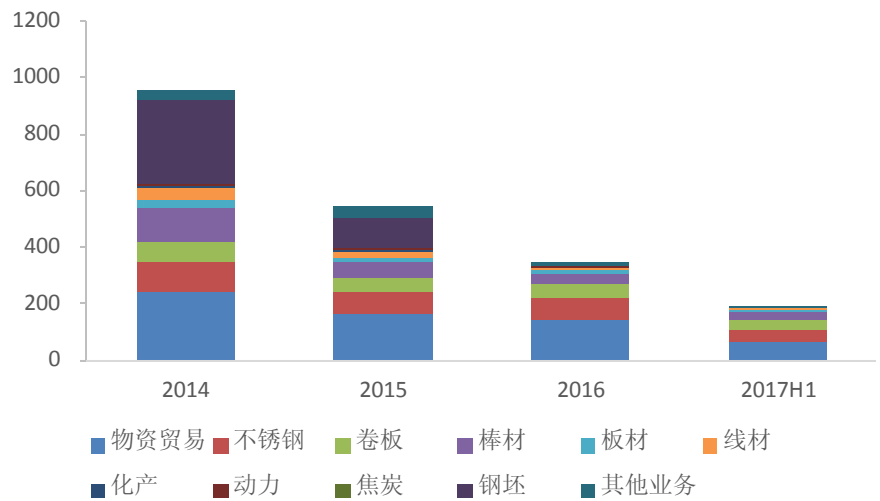
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理
备注:标灰部分为已去产能或计划去产能

营收下降趋势停止

近年来,受钢材销售价格下降影响,公司成本出现严重倒挂,部分产线陆续停产,钢材产量出现下滑。2014/15/16年钢材产量分别为1012、750、536万吨,其中碳钢产量分别为897、652、436万吨,16年钢材产量相较14年高点近乎腰斩。

受产品及价格的综合影响,酒钢宏兴营业收入呈现大幅下降趋势,2016年全年营业收入350.94亿元,较2014年下降63.3%,若剔除掉物资贸易板块影响,降幅达70.9%。

图 13: 分产品营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但随着钢材价格企稳回升, 2017年上半年, 公司钢材产量 266.1 万吨, 较 2016 年同期下降 7.4%, 实现销售收入 132.8 亿元, 同比上涨 21.5%。

表 5: 2016、2017 上半年经营情况

主要产 品	生产量(万吨)		销售量(万吨)		平均含税售价(元/吨)		销售收入(亿元)	
	2017H1	2016H1	2017H1	2016H1	2017H1	2016H1	2017H1	2016H1
板带材	110.5	110.8	109.5	109.6	4063.0	2866.9	44.5	31.4
线棒材	112.4	124.1	109.1	129.7	3699.3	2520.2	40.4	32.7
不锈钢	43.2	52.6	44.3	52.0	10810.8	8701.1	47.9	45.2
合计	266.1	287.5	262.9	291.3			132.8	109.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

榆钢产能 9 月恢复生产, 翼钢调坯轧材减亏

随着各类钢材毛利水平的修复, 下半年榆钢公司产能计划逐步恢复。其中, 榆钢 1 号焦炉已于 2017 年 4 月成功复产点火。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%。榆钢原具备年产 360 万吨生铁、400 万吨转炉钢、150 万吨热轧带肋钢筋、220 万吨高速线材的生产能力。去产能后, 保留有榆钢二期 2800m³ 高炉, 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。榆钢靠近陇海铁路, 交通便利, 今年若能顺利复产, 将有效实现减亏。

翼钢也已经开始生产, 通过外购钢坯, 进行轧钢后销售螺纹钢和线材产品, 实现了减亏。上半年翼钢实现收入 3226 万元, 净亏损额 4218 万元, 亏损额度大幅减小。

占据战略地理位置

酒钢宏兴地处交通要道与资源集中地带, 区位优势明显。甘肃省地处欧亚大陆桥的核心通道, 地形狭长, 是古丝绸之路的咽喉要道, 更是现代连接国家中部、东部沿海地区和西部新疆地区、乃至中亚国家的重要通道。同时, 考虑到东部钢材若运到西北地区将产生较高的运输费用, 西北钢材市场相对独立, 酒钢宏兴在当地的市场占有率较高。

酒钢宏兴地处内陆，周边原料资源充沛，具有较高的战略位置优势。目前，国际环境复杂，中印边境局势更加紧张。印度边防部队非法越界进入中国领土并强力中断中国修路工作已近 2 个月，因印方迟迟不肯撤兵，双方军队仍在紧张对峙。此外，朝鲜局势紧张，我国海军部队将在黄海海域组织重大军事活动，美国 9 月 1 日前禁止公民去朝鲜旅游。中国海军部队也持续进行备战准备，8 月 5 日到 8 日期间将在青岛至连云港以东海域组织重大军事活动。如果发生规模性战争，中国铁矿石进口会受到限制，届时内陆具有铁矿石资源的钢铁企业将会受益。酒钢宏兴自有铁矿比例较高，产品几乎覆盖了所有产品，具有很强的战略意义。

资源优势显著

丰富的自有资源及周边资源为酒钢宏兴的低成本战略提供了强有力的支撑。随着酒钢宏兴生铁产量下降，企业的铁矿石自供比例的不不断提升，

矿石资源丰富

酒钢宏兴具备丰富的铁矿石资源储备。公司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，即使出现海路封锁等极端情况，公司依旧可以保障铁矿的基本供应。

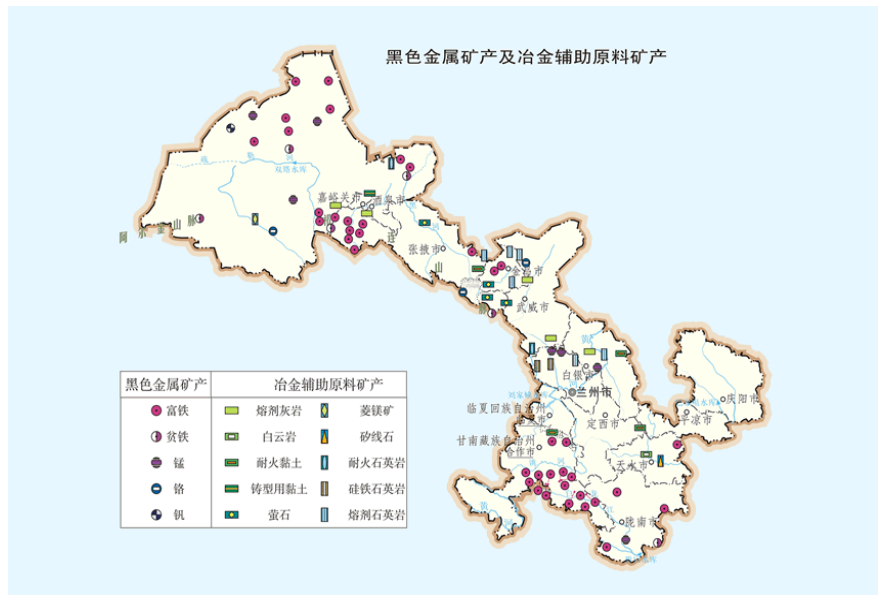
表 6: 矿石资源情况 (万吨)

矿区	地点	矿产类型	资源储量	可采储量	平均品位	年产能
镜铁山矿桦树沟矿区	肃南裕固族自治县祁丰区桦树沟（距嘉峪关市铁路里程 78 公里）	铁矿	27581.01	21367.97	35.71%	300
		铜矿	663.26	467.8	2.22%	12
镜铁山矿黑沟矿区	省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		120
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，国信证券经济研究所整理

周边矿产资源丰富。酒钢宏兴周边地区有肃北柳沟峡、肃南镜铁山、黑鹰山铁矿等多个矿区，可保证酒钢宏兴有稳定的铁矿石资源供应。煤炭供应主要来源于神华集团下属的宁夏、内蒙几家公司和潞安集团新疆公司，集中在宁夏大武口矿、内蒙乌海矿、青海木里江仓矿等国内矿山。

图 14: 甘肃省黑色金属矿产分布情况

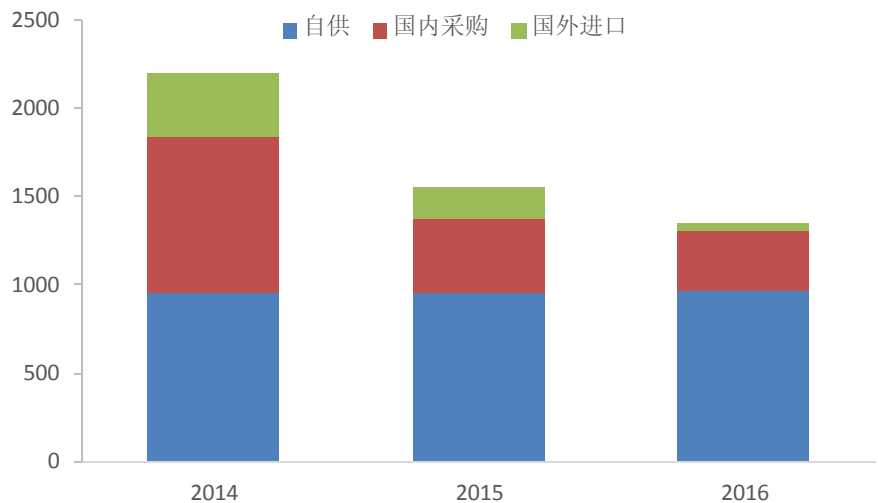


资料来源:甘肃省人民政府

资源利用率预期改善。酒钢宏兴通过建设粉矿悬浮磁化焙烧技术改造工程项目,拟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%。资源利用率的提高将有效降低炼铁成本。

铁矿自给率逐年上升。近年来,酒钢宏兴自有铁矿的采选规模稳步提升,2016 年完成铁矿石产量 968 万吨,自给率高达 74.5%。酒钢宏兴自供矿使用比例的提升大大降低了企业的生产成本。

图 15: 铁矿石供应情况(万吨)



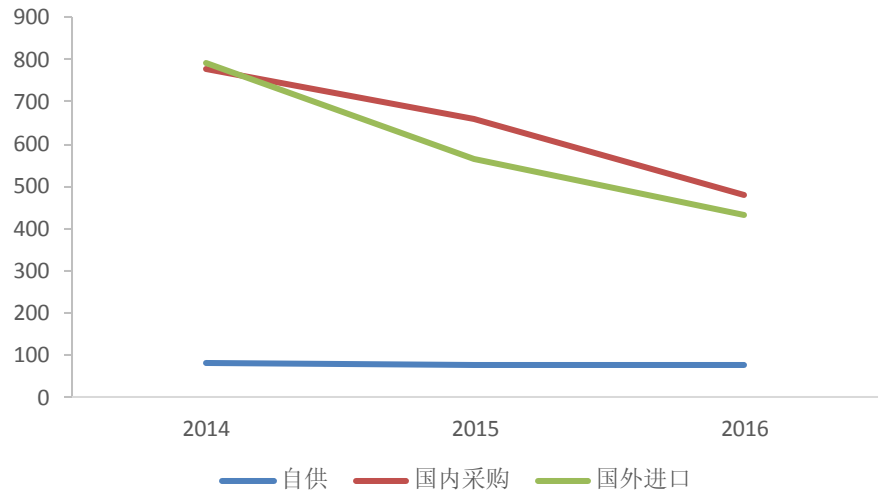
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

自有铁矿供应成本低

按照铁矿石供应链和支出金额测算酒钢宏兴各渠道铁矿石供应年平均价格,

2016年自供铁矿石平均价格为74.5元/吨，远低于国内采购价和国外进口价。且自供价格长期保持在75-80元/吨的较低水平。

图 16: 酒钢宏兴铁矿石供应平均价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

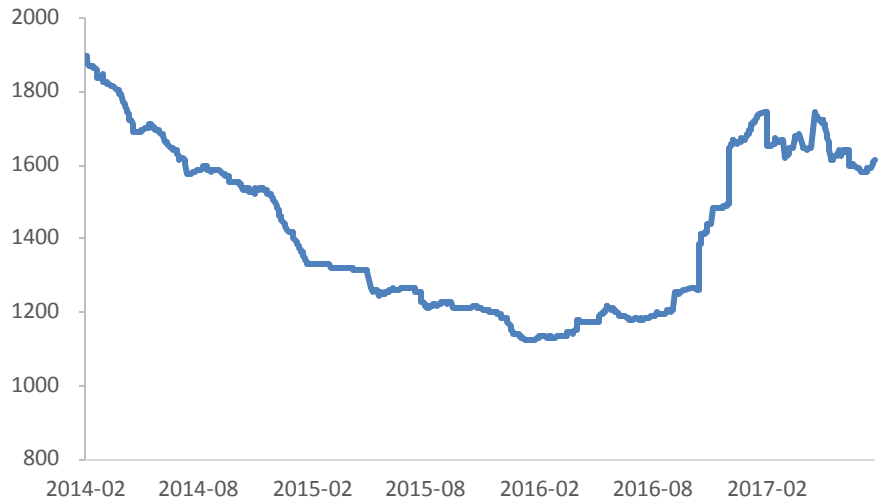
酒钢宏兴自有矿成本低主要有两方面原因。一是, 开采难度较低, 镜铁山矿黑沟矿区属山坡露天矿, 露天开采于 2002 年 8 月投产。二是, 矿区规模较大, 镜铁山矿是全国最大的黑色冶金坑采矿山, 主要含铁矿为镜铁矿、菱铁矿、褐铁矿, 较大的规模使每吨矿石的开采成本相应摊薄。

2016 年, 酒钢宏兴成立全资子公司甘肃镜铁山矿业有限公司和甘肃西沟矿业有限公司。通过把镜铁山矿、镜铁山矿黑沟矿区、白云岩矿、西沟矿的现有账面净资产、劳动力以及部分公司负债划转至新成立公司, 进一步提高公司对周边矿产资源整合利用效率, 增强矿山专业化管理水平和快速反应能力, 强化监管主体责任和属地监管要求。

生产成本较低

酒钢宏兴除了自产铁矿石成本较低外, 因为公司有自备电厂, 且自备电比例达 100%, 所以公司生产成本较低。按照自产铁矿成本、当地焦炭价格和自备电成本测算, 酒钢宏兴铁水成本较河北沿海地区低 50-100 元/吨左右。

图 17: 原料滞后一个月模拟沿海钢铁企业铁水成本情况 (元/吨)

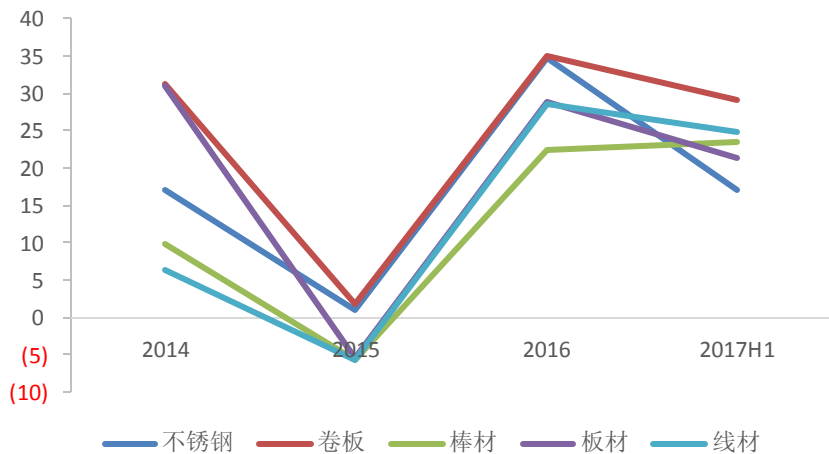


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

普钢毛利大幅提升

2017 年上半年, 酒钢宏兴产品毛利率保持较高水平, 但同比略有下降。钢铁产品营业成本上涨幅度 39.09% 大于营业收入 26.07% 的涨幅。卷板、线材、棒材、板材、不锈钢销售毛利率水平较为均衡, 分别为 29.16%、24.68%、23.32%、21.31%、17.10%。

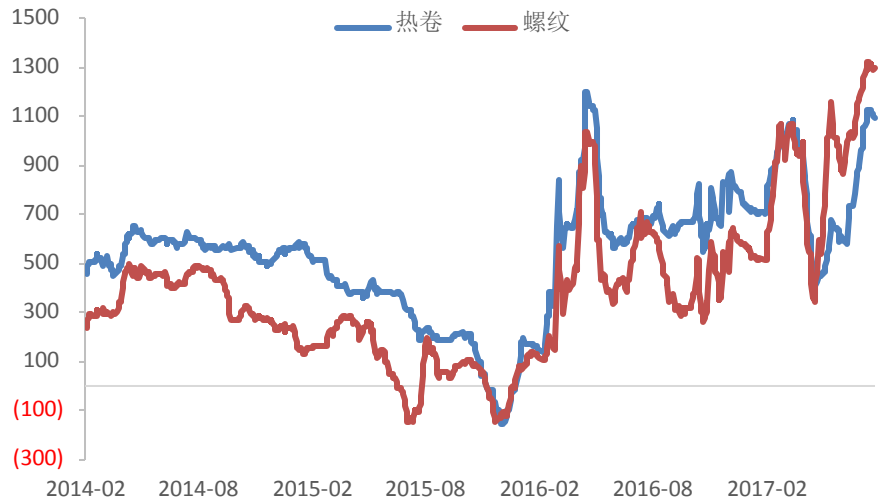
图 18: 分产品毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着供给侧改革的持续以及环保政策的趋严, 2017 年 1-7 月, 兰州 20mm HRB400 螺纹钢、兰州 2.75mm 热轧板卷平均价格已较去年同期分别上涨了 50.01%、36.84%。预期 2017 年酒钢宏兴普钢产品毛利率可达 30%。模拟原料滞后一个月钢材吨钢毛利润情况如下:

图 19: 原料滞后一个月模拟钢铁企业螺纹钢和热卷吨钢毛利情况 (元/吨)



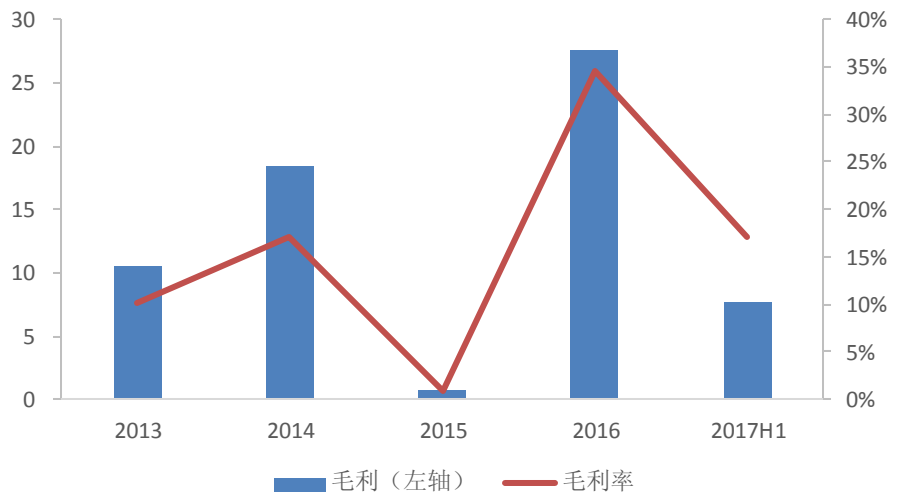
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

不锈钢景气回升

不锈钢分公司位于甘肃省嘉峪关本部冶金厂区内, 其前身为天风不锈钢公司。生产线包括炼钢生产线、热轧生产线、冷轧生产线, 年生产规模为不锈钢板坯 101 万吨、热轧板坯 50 万吨、冷轧酸洗产品 86 万吨。主要产品品种有奥氏体、铁素体、马氏体不锈钢及其他不锈钢品种。

2017 年上半年, 酒钢宏兴不锈钢生产量 43.21 万吨, 营业收入 45.27 亿元, 占公司总营收 23.42%, 实现毛利 7.74 亿元, 占总毛利的 27.82%。

图 20: 不锈钢板块毛利情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

不锈钢生产设备先进

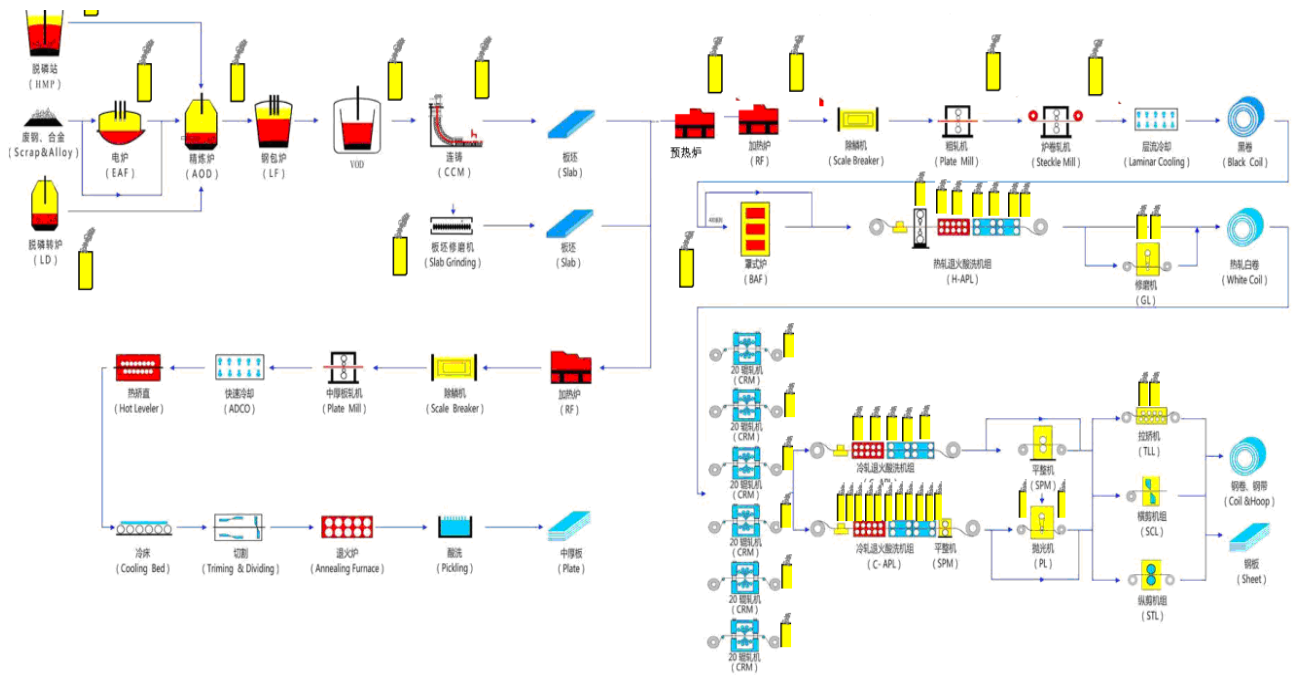
不锈钢炼钢厂采用了以铁水为主要原料的电炉 + AOD 转炉两步法的不锈钢冶炼工艺，通过引进关键技术和设备，国内配套的方式建成一套不锈钢冶炼、连铸生产线。主要装备有：600 吨混铁炉一座、铁水脱磷站一套、100 吨交流电弧炉一套、110 吨 AOD 转炉一套、110 吨钢包精炼炉一套、R9m 直弧型连铸机一套、板坯修磨设备 2 套、各类烘烤器 15 套、天车 9 台、以及其他辅助设备和配套的电气控制设施。

不锈钢热轧分厂通过引进关键技术和设备、国内配套建成一套炉卷轧机生产线。主要配备有步进梁式加热炉、粗除磷机、立辊轧机、粗轧机、炉卷轧机、层流冷却装置、地下卷取机、14 台天车等设备。

不锈钢冷轧分厂生产规模 53 万吨，其中包括 35 万吨热轧酸洗 NO.1 卷、VKS 卷（经过轧机的 NO.1 卷）和 18 万吨冷轧产品，冷轧产品包括 17 万吨冷轧酸洗 2D、2B 卷，1 万吨 NO.3、NO.4、HL 表面冷轧产品。主要工艺设备主要包括：热带退火酸洗机组（带一架在线 Z 型轧机）、六条 20 辊可逆冷轧机组、两条冷带退火酸洗机组、平整机组、修磨和抛光机组、三条切边和分卷机组以及其他辅助系统和配套的电气控制设施。

目前，不锈钢分公司还计划建设一条铬钢酸洗线，建成后可年产 40 万吨铬钢白卷。该项目将进一步提升酒钢宏兴在不锈钢市场上的竞争力。

图 21：不锈钢分公司工艺流程



资料来源：《不锈钢分公司环境信息公开报告》

产业升级持续进行

酒钢宏兴持续推进科技创新，提升不锈钢产品附加值，在超纯铁素体不锈钢、双相不锈钢及复合材料等高端产品已取得了可喜成绩。309S 不锈钢产品研发、SUS436L 超纯铁素体不锈钢产品开发等项目获得了 2016 年度甘肃省冶金有色

工业科技进步一等奖。

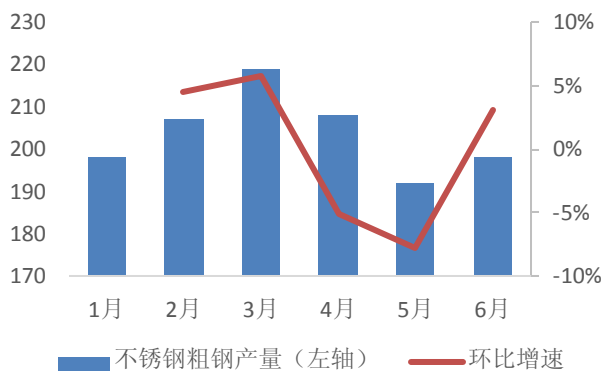
2017 年来，酒钢宏兴股份公司炼轧厂中板作业区生产线两块 $8 \times 2050\text{mm}$ 和 $9 \times 2050\text{mm}$ 规格不锈钢中板顺利下线；含钛不锈钢冶炼技术达到国内领先水平，且进入批量生产阶段；SUS410L 不锈钢实现向知名企业供货。不锈钢分公司还组建了 EVI 项目团队，走访了富士康、美的集团、中集集团、中核集团、康力电梯、浙富控股、重庆海特、永基钢铁等，并与多家企业签订了研发、供货合同和技术协议。通过在客户产品研发阶段先期介入，倒逼不锈钢产品结构的调整和质量、服务的升级，进而达到产品质量、服务档次的提升及企业竞争实力增强的目的。

同时，政府也在大力支持酒钢集团加强不锈钢品牌建设，力争实现通过战略合作，进入核电、军工、航天航空、船舶制造等领域的终端产品市场。

不锈钢市场环境改善

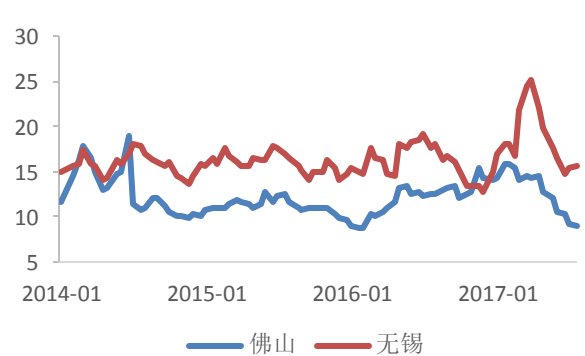
产量下降，库存低位。近年来，我国不锈钢产能、产量快速攀升，2016 年我国不锈钢粗钢产量达 2493.8 万吨，相较 2006 年增长了 370.6%。2017 年上半年我国不锈钢粗钢产量为 1222 万吨，单月产量在 3 月出现高点，达 219 万吨。在 3、4 月库存出现高位后，随着产量供给的下降，佛山、无锡地区的库存均快速消化，目前已恢复到较低水平。

图 22: 我国不锈钢粗钢产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

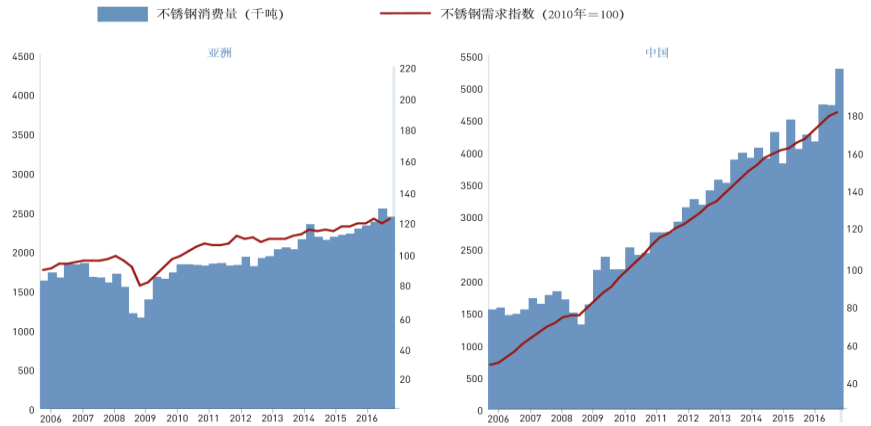
图 23: 佛山、无锡地区不锈钢库存情况 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

制造业复苏，下游需求上升。近年来，中国不锈钢消费量呈现快速上升趋势，相较十年前水平已翻数倍。不同于普钢主要应用于建筑业，不锈钢主要应用于制造业。2017 年，我国制造业 PMI 保持高于 51 水平，总体走势平稳，去年同期则在 50 水平左右波动，PMI 在 6 月出现最高值 51.7。制造业企业景气预期指数一、二季度分别达 134.0、130.4，较去年同期分别高 19.6、18.1 个点。

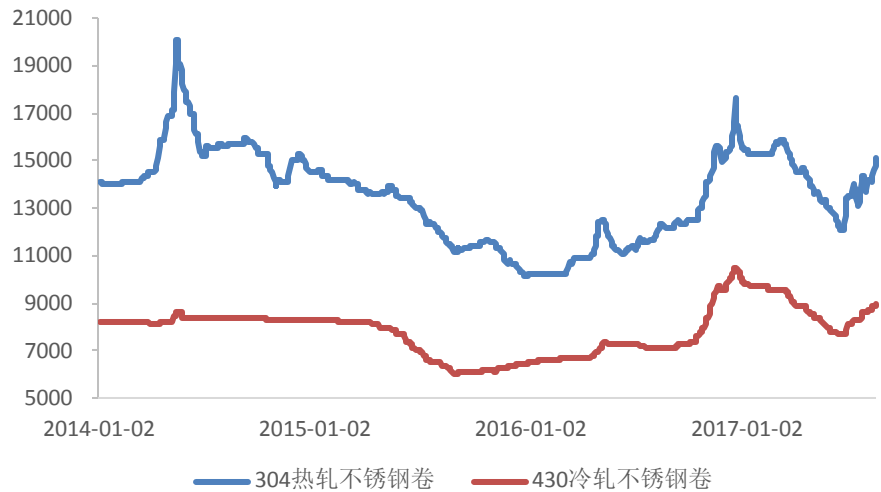
图 24: 不锈钢消费量 (千吨)



资料来源:国际不锈钢论坛 (ISSF)

价格大幅回升。酒钢不锈钢材价格自今年初以来持续下降，3.0*1500mm 304/No.1 热轧不锈钢卷在天津 6 月中旬最低达到 12050 元/吨，2.0*1219mm 430/2B 冷轧不锈钢卷在天津 6 月中旬最低达到 7700 元/吨。目前，不锈钢材价格经历了一波低谷后已开始强势反弹回升，截止 8 月 9 日，304/No.1 热轧不锈钢卷 15100 元/吨，较低点上涨 25.3%，430/2B 冷轧不锈钢卷 8950 元/吨，较低点上涨 16.2%。价格的上涨带来酒钢宏兴不锈钢板块利润空间的放大。

图 25: 酒钢不锈钢材天津价格 (元/吨)



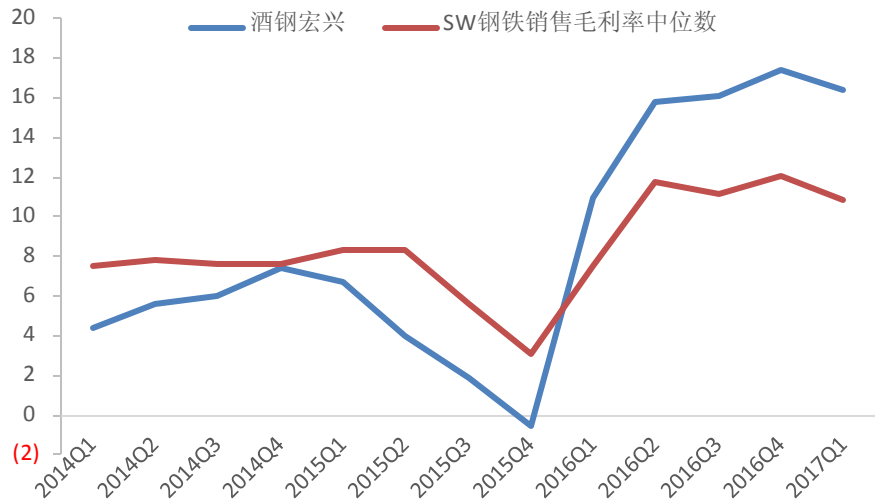
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

吨钢三费改善空间大

毛利率高，净利率处于行业中等水平

酒钢宏兴毛利率水平较高，近年来除 2015 年外，其销售毛利率均高于 SW 钢铁中位数水平。2017 年 1 季度，销售毛利率高达 16.42%，高出中位数水平 5.62 个点。

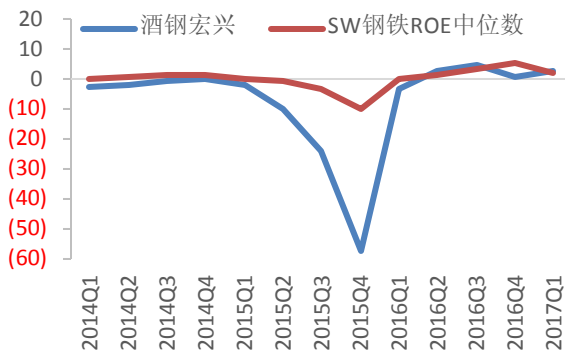
图 26: 酒钢宏兴与钢铁行业销售毛利率比较 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

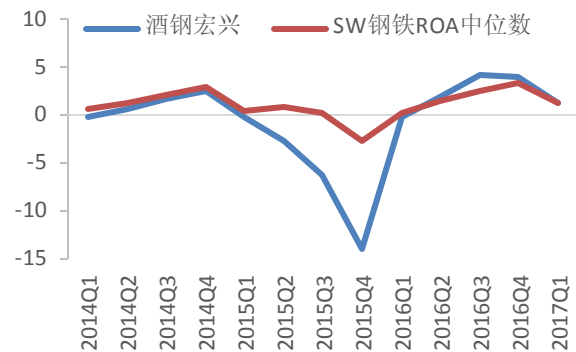
但除 2015 年外, 酒钢宏兴 ROE、ROA 均基本与 SW 钢铁中位数水平相当。2017 年 1 季度, 酒钢宏兴 ROE 为 2.38%, ROA 为 1.22%。

图 27: 酒钢宏兴与钢铁行业 ROE 比较 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 酒钢宏兴与钢铁行业 ROA 比较 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三费水平偏高

酒钢宏兴的吨钢费用在钢铁上市公司中处于极高的水平。2016 年, 其吨钢三费合计高达 927.4 元/吨, 吨钢销售费用、吨钢管理费用、吨钢财务费用均较高, 下降空间较大。一般来说, 不锈钢的生产、销售和吨钢对应固定资产均大大高于普钢, 因此有其特殊性。

表 7: 2016 年钢铁企业吨钢三费情况

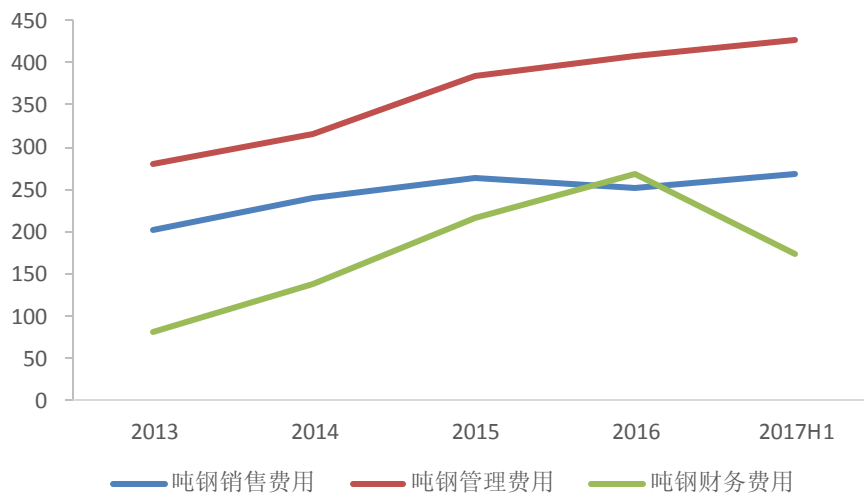
证券简称	产量, 万吨	吨钢销售费用, 元/吨	吨钢管理费用, 元/吨	吨钢财务费用, 元/吨	吨钢三费合计, 元/吨
抚顺特钢	47.1	184.1	770.2	750.8	1,705.1
*ST 重钢	233.0	46.8	721.4	509.7	1,277.9
酒钢宏兴	535.5	252.3	407.4	267.7	927.4
西宁特钢	124.8	161.6	300.2	444.3	906.2
太钢不锈	962.4	158.9	262.5	168.1	589.5
首钢股份	652.0	147.6	154.3	282.8	584.7

新兴铸管	493.0	206.9	131.7	172.0	510.6
宝钢股份	2374	95.5	319.6	92.1	507.2
*ST华菱	1,488.6	59.4	91.4	155.6	306.3
河钢股份	2,786.0	29.1	125.6	143.2	297.9
八一钢铁	397.0	109.1	86.9	83.7	279.7
山东钢铁	780.0	42.4	144.5	84.3	271.1
本钢板材	949.7	95.1	73.8	101.9	270.8
鞍钢股份	1,985.7	97.1	81.9	64.8	243.7
大冶特钢	172.6	78.2	168.0	-5.8	240.4
南钢股份	832.8	51.1	104.8	82.8	238.7
马钢股份	1,374.0	50.6	129.6	57.8	237.9
凌钢股份	352.7	67.9	52.9	109.6	230.4
包钢股份	1,230.3	115.8	52.5	59.8	228.1
安阳钢铁	808.7	30.8	87.2	104.5	222.5
方大特钢	359.6	28.5	163.0	25.4	216.9
杭钢股份	438.4	3.6	149.7	41.6	194.9
柳钢股份	545.0	7.5	64.3	117.8	189.6
韶钢松山	497.6	22.1	23.9	114.8	160.8
新钢股份	837.5	33.7	55.4	56.9	146.0
沙钢股份	306.9	34.8	60.7	-0.7	94.8
三钢闽光	618.1	11.3	33.8	23.5	68.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算（吨钢销售费用=销售费用/产量，其他计算方法一致，其中原始数据均来自于wind和公司公告）

酒钢宏兴吨钢三费持续处于高位，2017年上半年，吨钢销售费用 267.0 元/吨，与 2016 年基本持平；吨钢管理费用 425.6 元/吨，呈现上升趋势；吨钢财务费用 172.6 元/吨，较 2016 年下降 35.5%，主要原因是 2016 年出现了较多的汇兑损失。

图 29：酒钢宏兴吨钢三费情况（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

酒钢宏兴可通过多个维度的措施降低吨钢三费水平，实现利润总额的提高。

1) 销售费用方面

2016 年销售费用 13.51 亿元，吨钢销售费用 252.3 元/吨。其中，运费支出 12.65 亿元，占销售收入的 93.6%，吨钢运费高达 236.0 元/吨。酒钢宏兴处于我国西部内陆地区，且当地消费市场相对较小，钢材的运输费用远高于沿海地区，对公司造成较严重拖累。同在西部的八一钢铁，2016 年的吨钢销售费用 109 元/吨，吨钢运费则仅有 87.8 元/吨。未来，通过丰富销售渠道，以及加强公司在周边市场的竞争力，促进周边市场销售，公司运费有望降低。

2) 管理费用方面

管理费用中占比最大部分是技术开发费，接近一半。除此以外，2016年发生停工损失 1.01 亿元，职工薪酬 4.87 亿元。目前，榆钢、翼钢均处于停工状态，但为了维持这部分资产，导致持续发生巨额无效支出。公司下一步计划在化解僵尸产能的过程中顺利分流安置部分员工，降低职工薪酬，榆钢的顺利复产，也将进一步改善吨钢管理费用情况。

3) 财务费用方面

财务费用上主要支出是利息支出和汇兑损失，2016年分别为 9.17 亿元和 5.49 亿元。2016年底公司资产负债率 75.73%，截止 2017年 6月底下降到 74.10%。未来，通过加大还债力度，不断降低资产负债率，并增加承兑汇票的使用，消除票据资金闲置等方式，可降低利息支出。另外，通过系列外汇保值手段，调整负债结构，降低外币贷款产生的汇兑损失，进而降低财务费用。

去杠杆势在必行

截止 2017年 1季度，酒钢集团资产负债率为 74.31%，酒钢宏兴资产负债率为 74.79%，“高杠杆”造成了企业巨大的财务负担。而在今年初，中钢协负责人曾明确表示要经过 3-5 年的努力，将钢铁行业的平均资产负债率降到 60%以下，其中大多数企业的资产负债率处在 60%以下的优质区间。

集团内有大量优质盈利资产

酒钢集团与酒钢宏兴的关系是典型的大集团小公司。2017年 1季度，酒钢集团总资产 1093.9 亿元，同期酒钢宏兴总资产 373.6 亿元，占比 34.2%。

酒钢集团资产主要涵盖了钢铁、电解铝、电力能源等板块，拥有酒钢宏兴，甘肃东兴铝业有限责任公司（以下简称“东兴铝业”），嘉峪关宏晟电热有限责任公司（以下简称“宏晟电热”）等 30 家全资子公司、21 家控股子公司。

钢铁板块，拥有嘉峪关、翼城、榆中三个生产基地，具备年产 1000 万吨钢（其中不锈钢 120 万吨）的生产能力。酒钢宏兴于 2000 年 12 月在上海证券交易所上市交易，2009 年 9 月通过向酒钢集团非公开发行股票购买其持有的本部钢铁主业铁前系统、碳钢轧钢系统、辅助系统的相关资产以及榆中钢铁公司 100% 股权，形成了完整配套的生产线。2013 年完成不锈钢资产收购，现已形成工艺配套完整，碳钢、不锈钢并举的钢铁产业链。

电解铝板块，已形成年产电解铝 175 万吨的生产能力，跨入国内大型铝企业第五位。东兴铝业是甘肃省最大的铝冶炼企业，主营电解合金铝，现有总资产近 90 亿元，员工 4000 余人。公司下辖嘉峪关分公司、陇西分公司、兰州分公司和兰州建华金属加工厂四个分公司，拥有 240KA、400KA、500KA 三条大型电解合金铝生产线。公司借助当地优质的煤炭资源，建设了 3000 兆瓦的发电机组，发电成本仅 0.2 元/度左右。其吨铝直流电单耗控制在 12462kwh 以下，环境保护净化效率达 99%，人均实物劳动生产率 457 吨，多项指标都创造了国际领先水平。2016 年，东兴铝业公司全年完成产品产量 142.58 万吨，实现盈利 15.86 亿元，产品产量、盈利水平均实现历史性突破。

电力能源板块，已形成 3360 兆瓦的自备火电装机容量。酒泉钢铁（集团）有限责任公司能源中心（以下简称“能源中心”）是一个跨产权经营的专业化中心，按照产权所属法人单位划分，管辖有宏晟电热、宏兴股份、东兴铝业以及酒钢集团部分资产。能源中心下辖 4 个职能办公室、5 个分厂、12 个作业区、127

个生产班组，生产运营机构设置发电一分厂、发电二分厂、发电三分厂、供电分厂、动力分厂 5 个分厂。目前，公司 5000 大卡动力煤到厂含税价仅 300 元左右。同时，由于企业电解铝电力消费较大，企业电力设备运行小时数在 7500-8000 小时，发电成本在 0.2 元/kWh 左右，具有很强的竞争优势。宏晟电热是符合国家电力产业政策集热电联产，冶金余压、余热、煤气回收利用为一体的综合发电厂，2014 年其总资产规模为 156.87 亿元，资产负债率为 41.91%。

优质资产有望给上市公司带来活力

2016 年国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》指出，通过推进兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资，积极稳妥降低企业杠杆率，助推供给侧结构性改革，助推国有企业改革深化，助推经济转型升级和优化布局，为经济长期持续健康发展夯实基础。业内预计“钢铁、煤炭行业基本完成去产能任务后，重点将转向布局调整和重组，去杠杆将成为下一步供给侧结构性改革的重点，补短板也有望获得实质性进展”。

今年初国资委主任肖亚庆表示，2017 年在混合所有制改革上要进一步推动。甘肃省在《关于进一步深化省属企业公司制股份制改革的意见》曾提出到 2020 年底，省级经营性国有资产的证券化率超过 50%。鉴于集团资产注入上市公司方式具有实施较快，门槛较低的优势，通过非公开发行股份购买资产实现优质资产注入已成为很多具有大集团小公司特征的企业的首选。

通过将优质盈利资产注入，酒钢集团可实现资本结构的优化，国企资产的盘活，资产负债水平的降低。同时，优质的资产注入也可改善酒钢宏兴的业绩情况。

目前，酒钢集团只有钢铁板块在上市公司酒钢宏兴内，是典型的“大集团小公司”，且酒钢宏兴为集团唯一国内主板上市平台。因此，我们认为在“三去一降一补”的整体思路下，集团将电解铝、电力能源等优质盈利资产注入上市公司进行资产整合，化解财务压力是可以期待的。

风险提示

钢材需求大幅下降。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2924	2701	2812	2756	营业收入	35094	40948	43826	43277
应收款项	1718	1614	1727	1706	营业成本	28977	34717	36712	36302
存货净额	3349	2881	3049	3012	营业税金及附加	222	205	219	216
其他流动资产	834	458	2191	2164	销售费用	1351	1474	1578	1558
流动资产合计	8824	7654	9780	9638	管理费用	2182	2341	2500	2253
固定资产	25160	23956	22721	21464	财务费用	1433	932	934	898
无形资产及其他	3120	3031	2942	2853	投资收益	(42)	0	0	0
投资性房地产	362	362	362	362	资产减值及公允价值变动	(325)	(282)	(282)	(282)
长期股权投资	368	368	368	368	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	37834	35370	36172	34684	营业利润	563	996	1602	1768
短期借款及交易性金融负债	19065	18830	19056	17344	营业外净收支	110	65	65	65
应付款项	6135	4582	4849	4790	利润总额	672	1061	1667	1834
其他流动负债	959	661	700	688	所得税费用	651	265	417	458
流动负债合计	26159	24074	24606	22823	少数股东损益	(61)	(96)	(151)	(166)
长期借款及应付债券	2040	2040	2040	2040	归属于母公司净利润	82	892	1401	1541
其他长期负债	453	473	493	513					
长期负债合计	2493	2513	2533	2553	现金流量表 (百万元)				
负债合计	28652	26586	27138	25375	净利润	82	892	1401	1541
少数股东权益	26	74	44	10	资产减值准备	(187)	(4)	(8)	(11)
股东权益	9156	8710	8991	9299	折旧摊销	1270	1115	1150	1175
负债和股东权益总计	37834	35370	36172	34684	公允价值变动损失	325	282	282	282
					财务费用	1433	932	934	898
关键财务与估值指标					营运资本变动	544	(888)	(1696)	24
每股收益	0.01	0.14	0.22	0.25	其它	802	52	(22)	(22)
每股红利	0.15	0.21	0.18	0.20	经营活动现金流	2835	1449	1107	2988
每股净资产	1.46	1.39	1.44	1.48	资本开支	402	(100)	(100)	(100)
ROIC	0%	6%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	1%	10%	16%	17%	投资活动现金流	444	(100)	(100)	(100)
毛利率	17%	15%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	6%	7%	负债净变化	(819)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(917)	(1338)	(1121)	(1233)
收入增长	-36%	17%	7%	-1%	其它融资现金流	639	(235)	226	(1711)
净利润增长率	-101%	982%	57%	10%	融资活动现金流	(2834)	(1572)	(895)	(2944)
资产负债率	76%	75%	75%	73%	现金净变动	446	(223)	112	(56)
息率	4.7%	6.8%	5.7%	6.3%	货币资金的期初余额	2478	2924	2701	2812
P/E	238.6	22.1	14.0	12.8	货币资金的期末余额	2924	2701	2812	2756
P/B	2.1	2.3	2.2	2.1	企业自由现金流	2292	1785	1467	3310
EV/EBITDA	13.3	13.9	11.8	10.9	权益自由现金流	2111	851	992	925

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	胡家杰 13902452709 hujiajie@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		