

金属, 采矿, 制品/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 2.37

当前价格: 2.00

2019.07.16

酒钢宏兴 (600307)

## 甘肃龙头钢企, 降本增效助力业绩增长

## ——酒钢宏兴首次覆盖报告

 鲍雁辛 (分析师)	 李鹏飞 (研究助理)	 魏雨迪 (研究助理)
0755-23976830	010-59312799	021-38674763
baoyanxin@gtjas.com	lipengfei@gtjas.com	weiyudi@gtjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880117090041	S0880117120039

## 本报告导读:

基建加速回暖, 2019年钢材需求保持强势。公司系甘肃省龙头钢企, 铁矿资源优势助力公司进一步推进成本管控, 公司业绩有望持续增长。首次覆盖, 给予“增持”评级。投资要点:

首次覆盖, 给予“增持”评级。公司是甘肃省龙头钢铁企业, 我们预测 2019-2021 年 EPS 分别为 0.04、0.05、0.06 元, 参考同类公司估值, 给予公司 2019 年 PB 1.40X 进行估值, 对应目标价 2.37 元, 给予公司“增持”评级。汽车销量有望企稳, 板材需求或逐渐回暖。6 月汽车销售数据有所回暖, 叠加经销商库存持续去化, 汽车销量或已触底。我们认为随着国家对汽车刺激政策的出台以及国六排放年内落地, 汽车需求有望企稳回暖。家电需求年内预期保持平稳, 板材需求将随着汽车回暖而逐渐回升。

基建有望加速回暖, 钢材需求或仍保持相对强势。中央发文允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金, 实际上放松了之前债务性资金不得作为项目资本金的要求, 利于放大地方财政的撬动效应、加快重点基建项目推进速度, 基建有望加速回暖, 进一步提振钢铁需求。在目前的钢企高产能利用率的背景下, 钢价易涨难跌。

铁矿资源优势凸显, 公司业绩有望持续释放。公司铁矿资源丰富, 铁矿自给率居行业前列。公司拥有镜铁山矿桦树沟矿区、镜铁山矿黑沟矿区、石灰石矿及白云岩矿等四座矿山, 铁矿储量达 3.5 亿吨; 公司近年自有铁矿的采选规模稳定, 2018 年完成铁矿石出货量 866.07 万吨, 铁矿自给率达 58%, 居行业前列。在铁矿大周期进入上行阶段的背景下, 公司铁矿资源优势凸显, 将助力公司进一步进行成本管控, 公司业绩有望迎来持续增长。

风险提示: 宏观经济加速下行; 供给上升超预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,987	45,431	46,482	47,192	47,828
(+/-)%	17%	11%	2%	2%	1%
经营利润 (EBIT)	1,575	1,931	1,042	1,078	1,120
(+/-)%	-33%	23%	-46%	4%	4%
净利润 (归母)	421	1,093	248	286	363
(+/-)%	411%	159%	-77%	15%	27%
每股净收益 (元)	0.07	0.17	0.04	0.05	0.06
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	3.8%	4.3%	2.2%	2.3%	2.3%
净资产收益率 (%)	4.4%	10.4%	2.3%	2.6%	3.2%
投入资本回报率 (%)	5.9%	7.5%	4.2%	4.4%	4.9%
EV/EBITDA	12.57	8.42	11.56	10.93	10.01
市盈率	30.78	11.87	52.30	45.39	35.67
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 交易数据

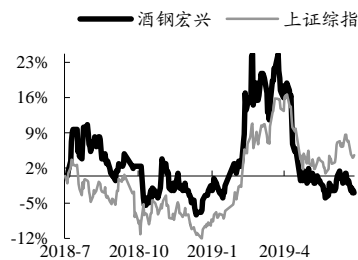
52 周内股价区间 (元)	1.82-2.63
总市值 (百万元)	12,527
总股本/流通 A 股 (百万股)	6,263/6,263
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	28.75
日均成交值 (百万元)	61.30

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,589
每股净资产	1.69
市净率	1.2
净负债率	139.12%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.02	0.00
Q2	0.07	0.01
Q3	0.08	0.02
Q4	0.00	0.01
全年	0.17	0.04

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-16%	-3%
相对指数			

模型更新时间: 2019.07.16

股票研究

原材料  
金属, 采矿, 制品

酒钢宏兴 (600307)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 2.37

当前价格: 2.00

2019.07.15

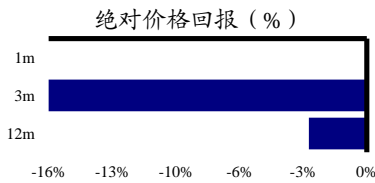
公司网址

www.jisco.cn/structure/hongxinggufen.h

公司简介

公司是一家致力于打造西北地区精品板材和优质建材生产基地, 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。

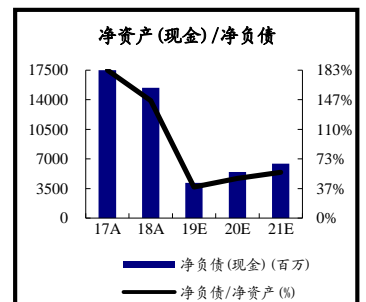
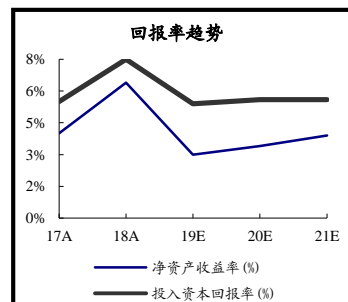
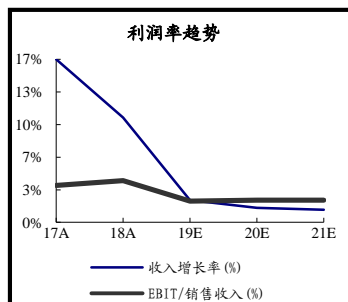
公司目前形成了集采矿、选矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢、热轧、冷轧以及不锈钢生产, 具备现代化生产工艺流程, 并有完备的动力能源系统、销售物流系统等配套资源的完整钢铁生产一体化产业链条。



52 周价格范围 1.82-2.63  
市值 (百万) 12,527

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	40,987	45,431	46,482	47,192	47,828
营业成本	35,850	40,416	42,157	42,847	43,356
税金及附加	253	284	279	274	268
销售费用	1,476	1,668	1,847	1,830	1,904
管理费用	1,034	739	723	724	724
EBIT	1,575	1,931	1,042	1,078	1,120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	-6	0	0	0
财务费用	524	937	920	916	877
营业利润	561	1,111	251	291	372
所得税	0	19	12	14	17
少数股东损益	-76	6	1	1	2
归母净利润	421	1,093	248	286	363
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	3,162	4,544	2,080	2,160	2,190
其他流动资产	8,313	7,465	7,662	7,873	9,051
长期投资	365	375	375	375	375
固定资产合计	23,485	22,112	21,355	20,287	19,207
无形及其他资产	4,535	5,282	4,924	5,168	5,012
资产合计	39,861	39,778	36,397	35,863	35,836
流动负债	27,337	27,907	17,584	16,763	16,371
非流动负债	2,978	1,287	7,980	7,980	7,980
股东权益	9,547	10,584	10,833	11,120	11,485
投入资本(IC)	26,529	25,311	23,832	23,180	21,937
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1576	1898	994	1027	1071
折旧与摊销	1,251	1,313	1,257	1,268	1,279
流动资金增量	89	-406	-353	171	-7
资本支出	-609	-517	-118	-421	-20
自由现金流	2,306	2,288	1,780	2,046	2,323
经营现金流	2,033	3,574	2,913	2,148	2,355
投资现金流	-1,009	-517	-118	-421	-20
融资现金流	-1,788	-1,758	-5,259	-1,648	-2,305
现金流净增加额	-764	1,299	-2,464	80	30
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	16.8%	10.8%	2.3%	1.5%	1.3%
EBIT 增长率	-33.3%	22.6%	-46.1%	3.5%	3.9%
净利润增长率	411.0%	159.4%	-77.3%	15.2%	27.2%
利润率					
毛利率	12.5%	11.0%	9.3%	9.2%	9.4%
EBIT 率	3.8%	4.3%	2.2%	2.3%	2.3%
归母净利润率	1.0%	2.4%	0.5%	0.6%	0.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	4.4%	10.4%	2.3%	2.6%	3.2%
总资产收益率(ROA)	1.1%	2.7%	0.7%	0.8%	1.0%
投入资本回报率(ROIC)	5.9%	7.5%	4.2%	4.4%	4.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	51	55	50	50	58
应收账款周转天数	10	6	6	6	6
总资产周转天数	346	320	299	279	274
净利润现金含量	482.6%	327.1%	1175.1%	752.1%	647.9%
资本支出/收入	1.5%	1.1%	0.3%	0.9%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.0%	73.4%	70.2%	69.0%	68.0%
净负债率	183.3%	145.6%	126.2%	114.5%	96.8%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	30.78	11.87	52.30	45.39	35.67
PB	1.87	1.14	1.20	1.17	1.13
EV/EBITDA	12.57	8.42	11.56	10.93	10.01
P/S	0.32	0.29	0.28	0.27	0.27
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



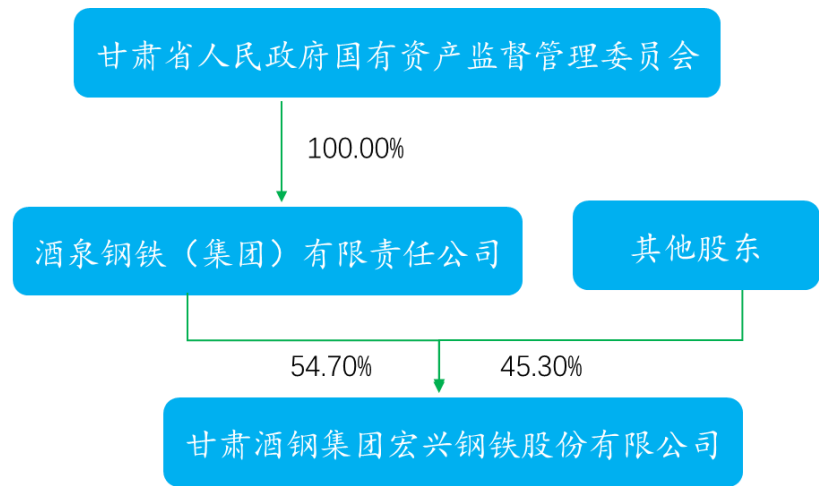
## 目录

1. 酒钢宏兴：甘肃省龙头钢企 .....	4
2. 基建投资加速回暖，汽车家电逐渐企稳 .....	6
2.1. 专项债配套落地，基建或加速回暖 .....	6
2.2. 库存去化叠加销售数据有所回暖，国六替换有望进一步提振需求，汽车周期进入企稳阶段 .....	7
2.3. 家电需求平稳，板材需求有望逐渐回升 .....	9
3. 降本增效持续推进，公司业绩有望持续释放 .....	11
3.1. 公司产量迅速上升，2018 年创近三年新高 .....	11
3.2. 铁矿资源优势凸显，公司业绩有望持续增长 .....	12
4. 首次覆盖：给予“增持”评级 .....	13
5. 风险提示 .....	15
5.1. 宏观经济加速下行 .....	15
5.2. 供给上行超预期 .....	15

## 1. 酒钢宏兴：甘肃省龙头钢企

酒钢宏兴于1999年4月19日由酒泉钢铁集团有限责任公司作为主发起人，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，注册资本为人民币52,800万元。2000年12月20日，公司在上海证券交易所上市交易。公司控股股东为酒泉钢铁集团有限责任公司，持有公司54.79%的股份，为公司第一大股东，实际控制人则为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 公司实控人为甘肃省国资委



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

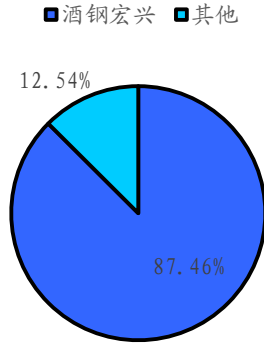
公司是甘肃省龙头钢企，产品可分为线棒材、板带材、不锈钢三种类型。公司是西北地区精品板材和优质建材生产基地，其产品结构丰富，现有碳钢、不锈钢、金属复合板及钛材加工四种生产体系，细分产品有高速线材、棒材、中厚板材、热轧卷板、冷轧卷板、镀锌板及不锈钢板带材等，在西北地区乃至全国钢铁行业具备较强的综合竞争力。目前公司拥有生铁产能900万吨、粗钢产能1000万吨、钢材产能1000万吨。2018年全年公司共计生产粗钢701.8万吨，占甘肃省粗钢产量的87.46%，公司区域龙头地位稳固。

表1 2018年公司以线棒材、板带材为主要产品

产品种类	生产量（万吨）
线棒材	364.20
板带材	241.08
不锈钢	85.63

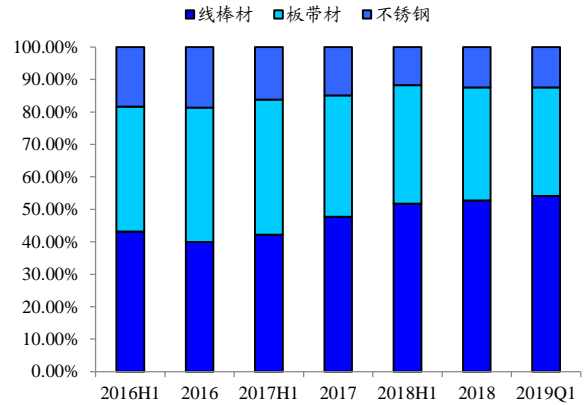
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2 公司钢材产量省内占比达 87.5%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

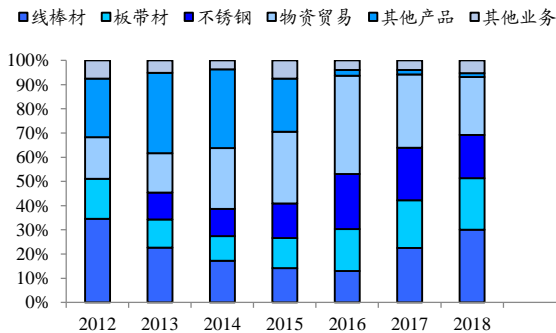
图 3 公司长材产品产量占比较高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

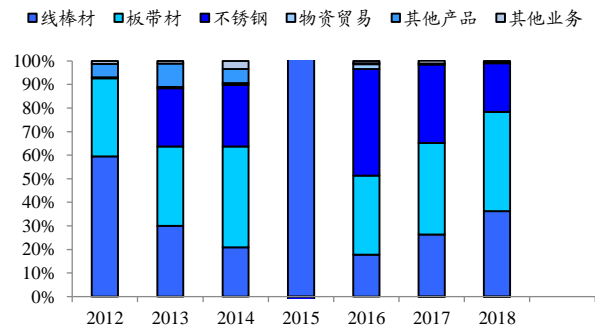
钢材产品为公司主要营收来源，其中板带材贡献公司主要毛利。2018 年公司钢材产品中线材、板带材和不锈钢的营业收入占比分别为 30.00%、21.41% 和 17.76%，毛利润占比分别为 36.24%、42.17% 和 20.59%，营收占比较 2017 年同比分别增长 7.44%、1.72%、-3.85%。2018 年公司线材景气度逐渐提升，其毛利占比从 2017 年的 26.27% 提升至 36.24%，成为公司主要的盈利增长点。

图 3 钢材业务为公司营收的主要来源



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

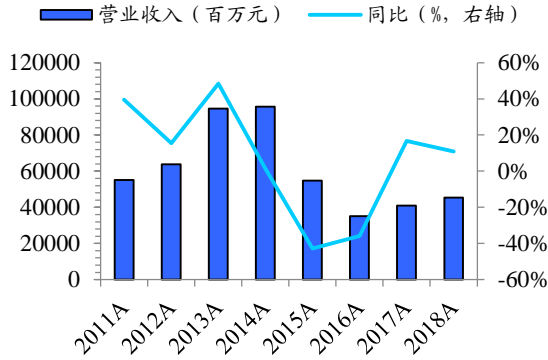
图 4 板带材贡献公司主要毛利



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

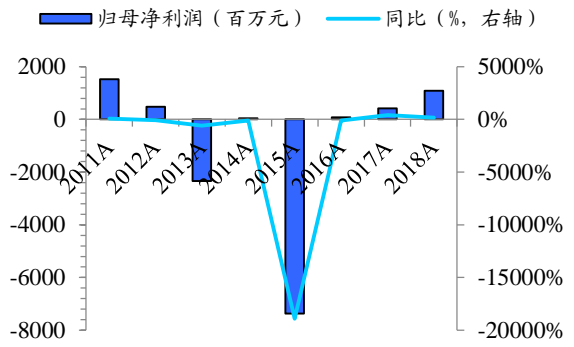
公司营业收入稳中有升，2018 年公司业绩创历史新高。近年来，伴随着供给侧改革不断深入以及下游需求回暖，公司盈利能力持续回升。2018 年公司全年实现生铁、粗钢、钢材产量 606.8 万吨、701.8 万吨、690.9 万吨，同比分别增长 35.99%、35.61%、14.67%。全年实现营业收入 454.31 亿元，同比增长 10.84%；归属上市公司股东净利润 10.93 亿元，同比增长 159.44%。

图4 公司营收 2015年后逐年回升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图5 公司归母净利润 2015年后稳步攀升



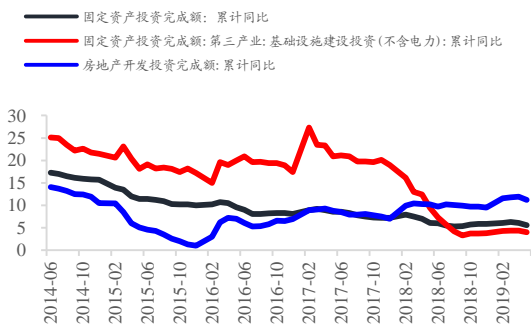
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 基建投资加速回暖，汽车家电逐渐企稳

### 2.1. 专项债配套落地，基建或加速回暖

经济下行压力渐增，基建投资逐步加码。2018年以来，随着房地产投资增速放缓和基建投资增速的下行，我国固定资产投资增速逐渐下行。而由于三四线城市房价挤出效应的显现，我国社会消费品零售总额增速走低，投资和消费拖累经济下行，这一压力在中美贸易争端发生之后逐渐增大。为了对冲经济下行的压力，我国基建投资力度逐渐加大，2018年专项债发行加快且2019年地方政府一般债务新增额度5800亿元、专项债新增8100亿元，并提前于1月下发；轨道交通投资力度明显增大，2018年铁路投资达到8028亿且2019年更多铁路项目计划开工，全国铁路项目正加速推进。

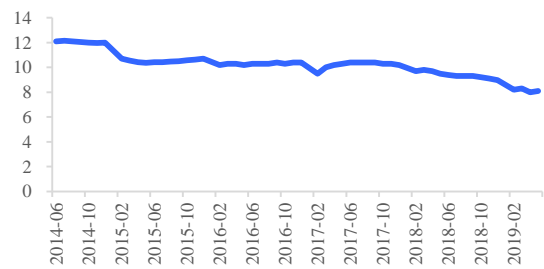
图6 基建投资带动固定资产投资下行



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图7 社会消费品零售额增速下行

社会消费品零售总额: 累计同比 (%)



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

专项债配套落地或拉动基建投资，基建或加速回暖。2019年6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提到部分专项债作为资本金使用，超出市场预期。《通知》允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持。我们认为专项债可作为部分项目资本金，实际上放松了之前债务性资金不得作为项目资本金的要求，意味着符合条件的重点项目可组合采取专项债叠加市场化融资方式融资，利于放大地方财政的撬动效应、加快重点基建项目推进速度。根据国君宏观团队观点，2019年剩余的1.3万亿专项债中，可用于资本金的金额大

约为 0.15 万亿~0.26 万亿。进而，2019 年剩余的专项债预计能撬动 0.75 万亿~1.3 万亿的基建固定资产投资，拉动基建投资增速 4.2~7.3 个点。

表 2 基建重大项目密集批复

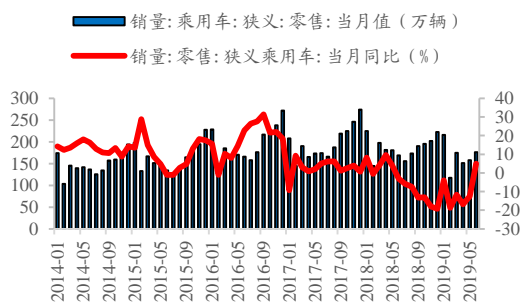
时间	批复项目	金额（亿元）
2018 年 10 月 8 日	新建上海经苏州至湖州铁路	367.95
2018 年 10 月 19 日	新建重庆至黔江铁路	535
2018 年 11 月 13 日	新疆乌鲁木齐机场改扩建工程	421.14
2018 年 11 月 19 日	新建山东菏泽民用机场	18.23
2018 年 11 月 21 日	重庆市城市轨道交通第三期	455.7
2018 年 11 月 26 日	调整杭州市城市轨道交通第三期建设	1986.46
2018 年 11 月 28 日	调整济南市城市轨道交通第一期建设	466.5
2018 年 11 月 30 日	长春市城市轨道交通第三期	711.37
2018 年 12 月 11 日	上海市轨道交通第三期建设	2983.48
2018 年 12 月 13 日	广西北部湾经济区域铁路建设项目	517
2018 年 12 月 17 日	新建西安至延安铁路	551.6
2018 年 12 月 25 日	武汉市城市轨道交通第四期	1469.07
2018 年 12 月 26 日	江苏省沿江城市群城际铁路建设	2317

数据来源：国家发改委，国泰君安证券研究

## 2.2. 库存去化叠加销售数据有所回暖，国六替换有望进一步提振需求，汽车周期进入企稳阶段

6 月乘用车销售数据有所回暖。2019 年 5 月，汽车销量累计同比下降 12.95%，增速较 4 月份略微下降 0.83 个百分点，汽车销售数据下滑幅度收窄。2019 年 6 月，汽车乘用车销量当月同比增速为 4.3%，增速较 5 月份回升 17.4 个百分点，乘用车销量回升态势明显。

图 8 6 月乘用车销量同比增速大幅回升



数据来源：乘联会，国泰君安证券研究

图 9 19 年 2 月以来汽车销量增速有所回暖

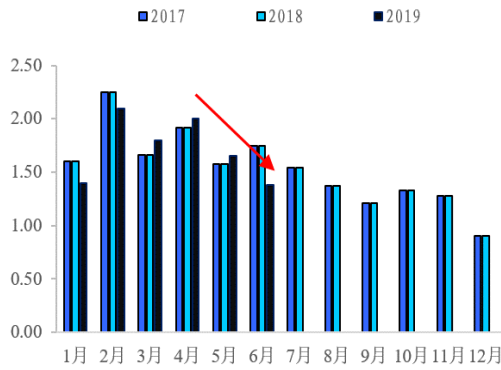


数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

库存持续去化叠加国五国六更换提振需求，汽车周期进入企稳回升阶段。6 月经销商库存系数为 1.38，较 5 月份下降 16.4%，库存持续去化。6 月份经销商库存预警指数为 50.4%，较 5 月份下降 3.6 个百分点，主要是受国五车型去库存需求，终端折扣提升影响。从汽车销售的三年周期来看，汽车销售增速目前已处于底部阶段，或在 3 季度看到回升。从政策端来看，各地国六排放标准的实施日期在 2019 年 7 月 1 日，国六标准实施后，持币待购的购买者将逐渐恢复消费，我们认为随着国家对汽车刺激政策的出台，叠加国六排放年内落地，我国汽车行业有望企稳回暖，

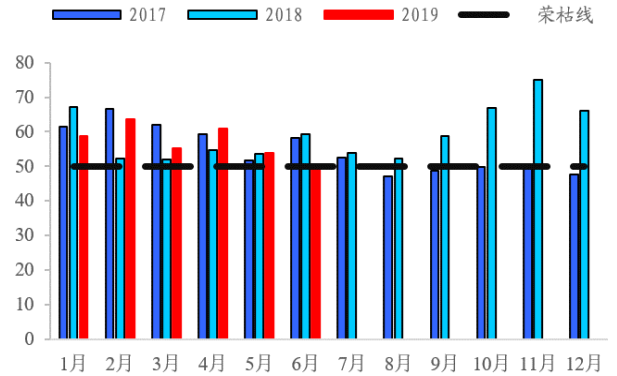
汽车周期进入筑底阶段。

图 10 经销商库存系数持续下降



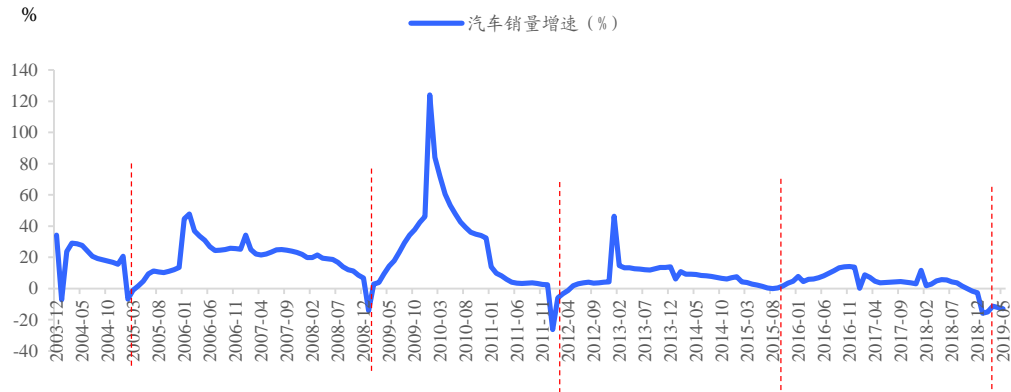
数据来源：中国汽车流通协会，国泰君安证券研究

图 11 5月以来经销商库存预警指数降低



数据来源：中国汽车流通协会，国泰君安证券研究

图 12 我国汽车销售周期约为 3 年



数据来源：中汽协，国泰君安证券研究

表 3: 各地国六标准实施时间集中在 2019 年 7 月 1 日

省市	国六实施时间	政策
北京	2019 年 7 月 1 日	燃气车、公交环卫行业实重柴油国六 b
	2020 年 7 月 1 日	其余车辆实行国六 其余车辆实行国六 其余车辆实行国六 其余车辆实行国六 b
上海	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车提前实施国六 b, 国五和六 a 全部禁售 全
	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车、燃气实行国六; 过渡期 1 个月
河南	2020 年 7 月 1 日	公交、邮政环卫行业重柴油车实国六 a
	2021 年 7 月 1 日	重柴油车实行国六 a
广东 (不含州、深圳)	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六 b
海南	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六
广州	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六 b, 过渡期 2 个
天津	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六 b
山东	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六, 禁售非“国六”轻型汽车
	2023 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六 b
河北	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六
杭州	2019 年 7 月 1 日	轻型汽车实行国六



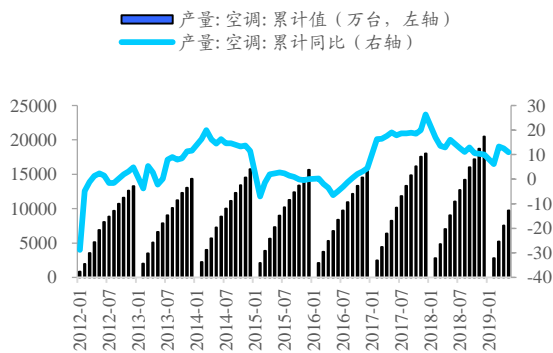
深圳	2019年7月1日	汽油车施行国六b
	2018年11月1日	柴油车施行国六b
南京	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
陕西	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
山西	2019年7月1日	8个市区轻型汽车实行国六
云南	2020年7月1日	轻型汽车实行国六
成都	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
安徽	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
江苏	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
四川	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
浙江	2019年7月1日	轻型汽车实行国六
重庆	2019年7月1日	轻型汽车实行国六

数据来源：各地方政府，国泰君安证券研究

### 2.3. 家电需求平稳，板材需求有望逐渐回升

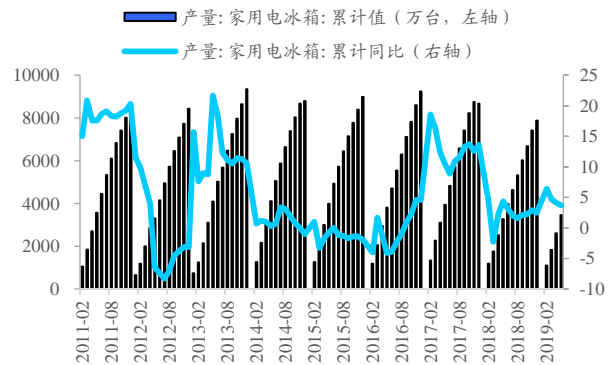
**家电需求保持平稳，板材需求有望回升。**2019年来，我国家电产量整体仍然保持平稳，部分产品如家用洗衣机产量持续上升。2019年1-5月，空调产量累计同比增速为11.00%，增速较4月份下降1.5个百分点；家用电冰箱产量累计值同比上升3.7%，较4月份下降0.4个百分点；家用洗衣机产量累计值同比上升6.9%，较4月份上升3个百分点；彩电产量累计同比增长5.3%，较4月份累计同比增速下降1.7个百分点。我们观察到房地产新开工增速较高而房地产竣工增速上升不明显，我们认为这种背离不会持续，竣工增速将逐渐向新开工增速靠拢。而家电产品做为房地产后周期消费品，随着竣工增速的回升，其下游需求将稳步上升，而板材的整体需求将随着汽车家电的企稳回暖逐渐回升。

图 13 19年2月以来空调产量增速回暖



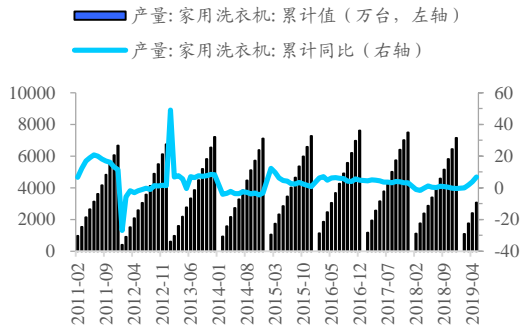
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 14 2019年1-5月电冰箱产量增速企稳



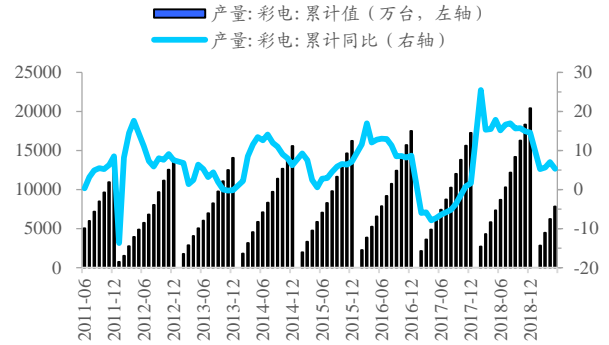
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 15 2019 年 1-5 月洗衣机产量增速持续上升



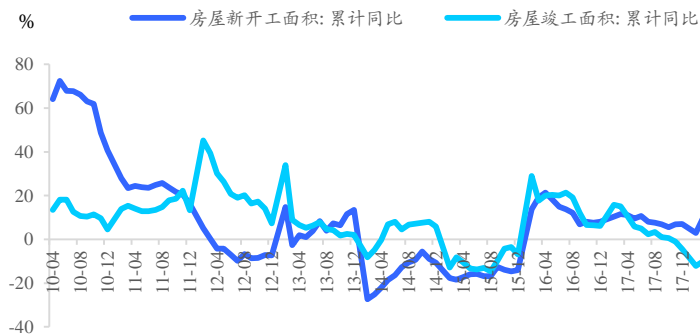
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 16 2019 年 1-5 月彩电产量回升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 17 房地产竣工增速将逐渐向新开工增速回归



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

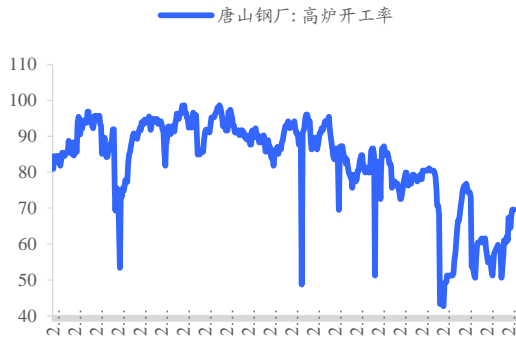
**钢铁需求不悲观，钢价易涨难跌。**前期市场对“基建补短板”主要担忧在于宏观政策转向，以及国内的财政政策的空间。本次专项债新规落地叠加“六个稳”的重提不但将在一定程度上改善市场的悲观预期，并且将给予“基建补短板”更大的空间。我们认为在宏观政策宽松的背景下，基建或加速回暖，进一步提振钢铁需求。在目前的钢企高产能利用率的背景下，板材需求的企稳与基建的回暖将使钢价将易涨难跌。

图 18 全国电炉开工率处于往年最高水平（单位：%）



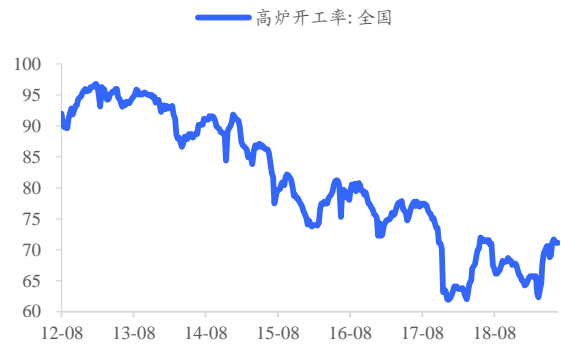
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19 唐山高炉开工率迅速上升 (单位: %)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 20 全国高炉开工率迅速上升 (单位: %)



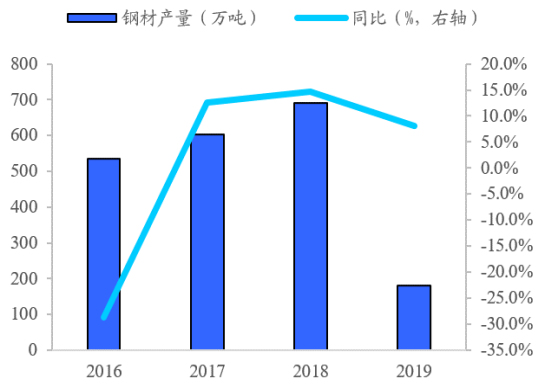
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 3. 降本增效持续推进, 公司业绩有望持续释放

#### 3.1. 公司产量迅速上升, 2018 年创近三年新高

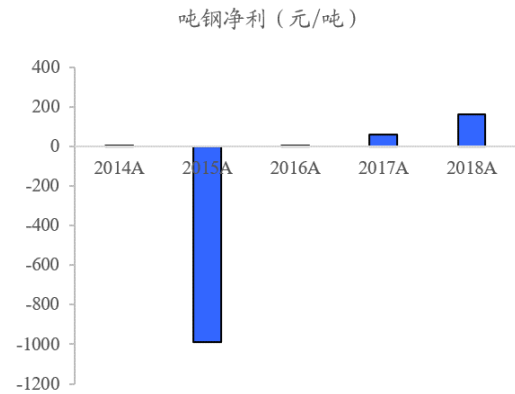
2019 年一季度, 公司钢材产量达 181.51 万吨, 公司产量持续上升。随着钢铁行业供给侧改革持续推进及下游需求持续回暖, 共计拥有 260 万吨粗钢产能的榆钢子公司已恢复生产, 公司钢材产量近年持续攀升, 2019Q1 公司钢材产量创三年来单季最好水平。2018 年公司钢材产量 690.91 万吨, 创公司 2016 年来最好水平。

图 21 公司钢材产量稳步上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

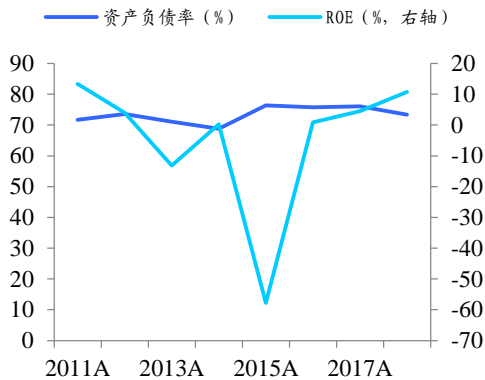
图 22 公司 2018 年吨钢净利创近年新高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

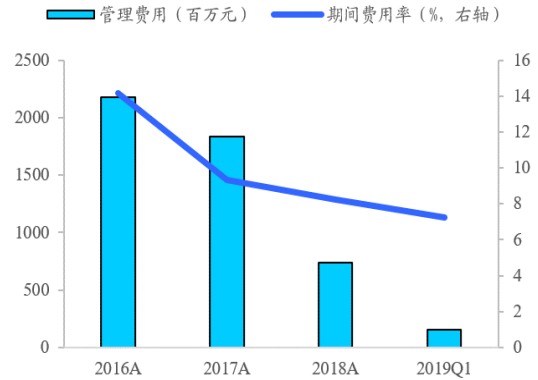
资产负债率稳步下行, 期间费用率持续下降。受益于盈利能力持续回升, 公司资产负债率稳步下降, 由 2017 年的 76.05% 下降到 2018 年的 73.39%; ROE 由 2017 年的 4.5% 提升至 2018 年 10.77%。另一方面, 公司持续推进低成本战略, 不断降本增效, 在确保产能充分发挥的同时各类费用管控水平得到持续优化, 整体运营质量明显改善, 公司期间费用率 (包括研发费用) 由 2016 年的 14.15% 稳步降低至 2019 年一季度的 7.25%。

图 23 公司资产负债率稳步下降



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 24 公司期间费用持续下行

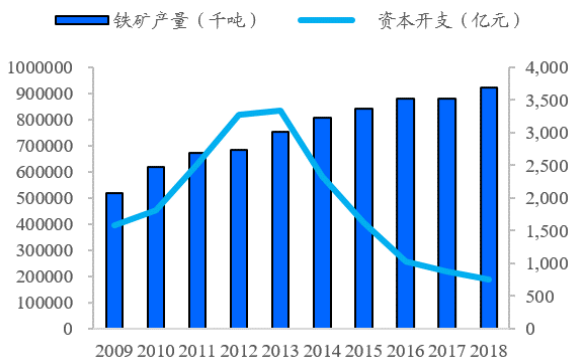


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3.2. 铁矿资源优势凸显, 公司业绩有望持续增长

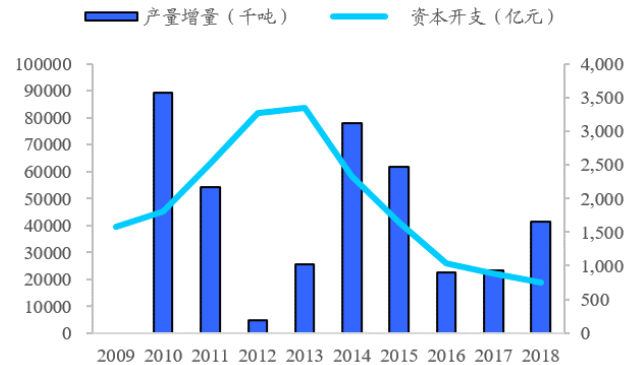
四大矿山资本开支下行, 产量增量已过顶峰。我们观察到 2012-2013 年四大矿山资本支出达到高峰期, 主要源于四大矿山前期的超高利润, 必和必拓用于矿山建设的资本支出达到 1400 亿元。而通过 2-3 年的建设, 新增的矿山逐步投产, 矿山产能快速释放叠加全球铁矿石消费放缓, 铁矿石供给持续过剩, 矿价中枢不断下移。铁矿价格走低导致四大矿山资本开支逐渐放缓, 2014 年开始四大矿山的资本支出开始大幅下滑, 必和必拓已经由最高的 1400 亿下滑至不足 400 亿元。资本支出的下降令铁矿石新增产能下降, 铁矿供给过剩的局面将得到缓解。

图 25 四大矿山资本支出于 2013 年后迅速下降



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 26 四大矿山资本支出顶峰领先产量增量顶峰两年



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

铁矿供需缺口难弥补, 矿价易涨难跌。铁矿产能扩张周期结束, 四大矿山纷纷下调 2019 年产量指引, 而需求端以中国为首的亚洲生铁产量仍保持一定增长, 我们认为 2019 年铁矿供需缺口已转负, 并且在天气因素及溃坝事件的双重催化下, 矿价将长期保持高位。

表 4:全球铁矿石供给扩张周期提前结束

生铁产量(百万吨)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E(事故前)	2019E(事故后)	2020E	2021E
中国	590	640	664	711	714	691	702	714	771	778	834	860	885
同比	8.5%	8.5%	3.8%	7.1%	0.4%	-3.2%	1.6%	1.7%	8.5%	0.9%	8.16%	3.12%	2.91%
印度	40	44	48	51	55	58	64	67	71	75	76	80	83
同比	5.3%	10.0%	9.1%	6.0%	7.8%	5.5%	10.3%	4.7%	6.0%	5.6%	7.04%	5.26%	3.75%
越南	0.5	0.6	0.65	0.65	1.4	1.7	2.6	4.3	6.9	11.4	9	11	13
同比	78.60%	20.00%	8.30%	0.00%	115.40%	21.40%	52.90%	65.40%	60.5%	65.2%	30.43%	22.22%	18.18%
全球	1034	1104	1123	1207	1185	1158	1167	1180	1247	1263	1301	1327	1354
同比	10.80%	6.80%	1.70%	7.50%	-1.80%	-2.30%	0.80%	1.10%	5.7%	1.3%	5.34%	2.00%	2.03%
增量	101	70	19	84	-22	-27	9	13	67	16	66	26	27
铁矿需求	1825	1949	1982	2131	2092	2044	2060	2083	2201	2229	2282	2328	2375

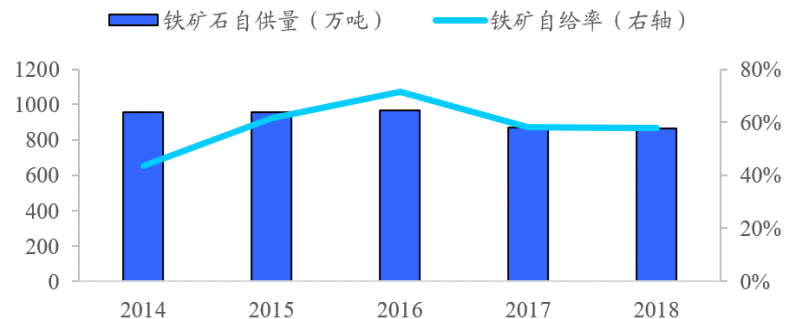
  

铁矿产量(百万吨)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E(事故前)	2019E(事故后)	2020E	2021E
四大矿山	654	710	799	860	993	1077	1112	1134	1173	1192	1093	1131	1154
同比	17.80%	8.60%	12.50%	7.60%	15.50%	8.50%	3.20%	2.00%	3.4%	1.6%	-6.34%	3.48%	2.03%
全球	1874	1958	1904	2002	2077	2030	2116	2163	2212	2254	2189	2262	2319
同比	17.80%	4.50%	-2.80%	5.10%	3.70%	-2.30%	4.20%	2.20%	2.3%	1.9%	-1.04%	3.34%	2.52%
增量	283	84	-54	98	75	-47	86	47	49	42	-23.02	73.02	57
供需缺口	49	9	-78	-129	-15	-14	56	80	11	25	-93	-66	-56

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**铁矿资源优势凸显，公司业绩有望持续释放。**公司铁矿资源丰富，铁矿自给率居行业前列。公司拥有镜铁山矿桦树沟矿区、镜铁山矿黑沟矿区、石灰石矿及白云岩矿等四座矿山，铁矿储量达 3.5 亿吨；公司近年自有铁矿的采选规模稳定，2018 年完成铁矿石出货量 866.07 万吨，铁矿自给率达 58%，居行业前列。在铁矿大周期进入上行阶段的背景下，公司铁矿资源优势凸显，将助力公司进一步推进成本管控战略，降本增效，公司业绩有望迎来持续增长。

图 27 公司铁矿石自给率达 58%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

#### 4. 首次覆盖：给予“增持”评级

盈利预测的关键假设：

1) 宏观经济平稳运行，需求整体平稳，钢价不出现大幅下跌。

## 2) 公司产量及销售稳定。

表 5: 分产品预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>板带材 (百万元)</b>	8072	9727	10169	10460	10671
营收同比	32.23%	20.51%	4.55%	2.87%	2.01%
销量 (万吨)	215	245	253	258	260
吨钢售价 (元)	3759	3966	4026	4060	4100
售价同比	36.73%	5.50%	1.50%	0.85%	1.00%
营业成本	6070	7612	7840	7997	8077
吨钢毛利 (元)	932	862	922	956	997
毛利率 (%)	24.80%	21.74%	22.90%	23.55%	24.31%
<b>线棒材 (百万元)</b>	9244	13628	14248	14656	14951
营收同比	103.00%	47.42%	4.55%	2.87%	2.01%
销量 (万吨)	275	373	384	392	396
吨钢售价 (元)	3367	3651	3706	3737	3774
售价同比	49.51%	8.43%	1.50%	0.85%	1.00%
营业成本	7895	11811	12165	12408	12532
吨钢毛利 (元)	492	487	542	573	610
毛利率 (%)	14.60%	13.34%	14.62%	15.34%	16.17%
<b>不锈钢 (百万元)</b>	8857	8070	8437	8679	8853
营收同比	10.93%	-8.89%	4.55%	2.87%	2.01%
销量 (万吨)	93	84	86	88	89
吨钢售价 (元)	9541	9651	9796	9879	9978
售价同比	16.24%	1.15%	1.50%	0.85%	1.00%
营业成本	7147	7037	7248	7393	7467
吨钢毛利 (元)	1842	1235	1380	1463	1562
毛利率	19.30%	12.80%	14.09%	14.81%	15.65%

数据来源: 国泰君安证券研究

按照假设, 我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 2.48、2.86、3.63 亿元, 对应 EPS 分别为 0.04、0.05、0.06 元。公司是甘肃省龙头钢企, 产品主要以线棒材和板带材为主, 根据公司的产品品种和规模, 我们选取沙钢股份、山东钢铁、重庆钢铁作为可比公司, 应用相对估值法 (PB) 及绝对估值法进行估值:

**1.PB 估值法:** 可比公司 2019 年 PB 平均值为 1.89 倍, 由于公司为区域龙头, 公司业务更接近山东钢铁, 给予公司 1.4X 进行估值。公司 2019Q2 BPS 为 1.69 元, 对应每股价值 2.37 元。

表 6: 可比公司估值表

	EPS	PE	PB
--	-----	----	----

证券代码	公司	股价	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002075.SZ	沙钢股份	8.05	0.54	0.59	0.61	14.91	13.64	13.20	3.99
600022.SH	山东钢铁	1.67	0.22	0.25	0.26	7.59	6.68	6.42	0.81
601005.SH	重庆钢铁	2.01	0.14	0.15	0.16	14.36	13.40	12.56	0.89
<b>平均值</b>		3.91	0.30	0.33	0.34	12.29	11.24	10.73	1.89

注：盈利预测采用 WIND 一致预期，股价取自 2019 年 07 月 05 日收盘价

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2) 绝对估值法 (FCFF 估值)：公司目前经营情况良好，后期伴随着公司降本增效持续推进，公司盈利能力有望进一步提升。假设公司平均资本成本 (WACC) 为 7.53%，计算得公司每股股价为 2.46 元。

**表 7：绝对估值假设**

指标	数值
行业 Beta	1.03
无风险利率	4.20%
风险溢价	7.35%
永续增长率	3%
股票 Beta	1.02
债务利率	5.5%
债务总额 (亿元)	233.62
股本价值 (亿元)	129.65
股价	2.07
资产贴现率	11.70%
WACC	7.53%

数据来源：国泰君安证券研究

综合两种估值方法，结合谨慎性原则，选择两种估值法中的较低估值，对应公司目标价 2.37 元。受益于公司降本增效持续推进及铁矿资源优势凸显，公司业绩有望持续增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

### 5.1. 宏观经济加速下行

今年以来，宏观经济运行状况良好，但若宏观经济加速下行，钢铁的需求下降将压制钢价的上涨。

### 5.2. 供给上行超预期

2019 年钢铁供给偏强。若供给持续上升，将对钢材供需格局造成负面影响，压制钢价上涨。

## 公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。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。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1.投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2.投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		