

分析师： 刘元瑞、李兴 021- 63526167 liuyr@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021- 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

特钢保持稳健，资源彰显价值

事件描述

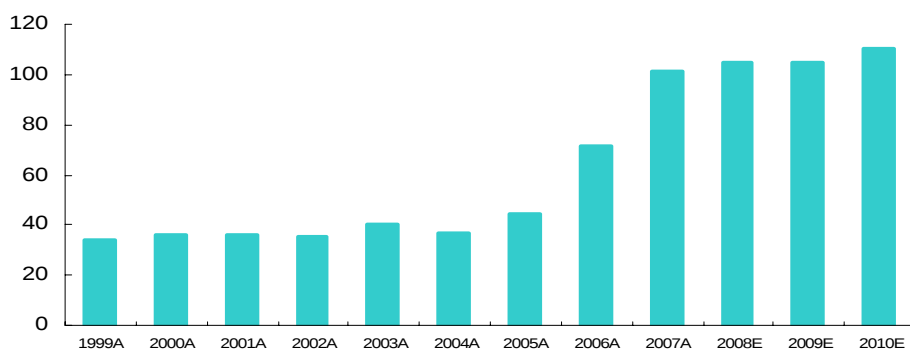
我们于近期去公司实地调研，与公司董事会秘书等进行了较为详细的沟通，并参观了公司特钢主要生产线。

事件评论

第一，特钢业务稳健为主，重点转向煤铁资源

目前公司的优特钢生产能力大概在 110 万吨左右，其中老线与新线分别为 55 万吨。老线主要依靠电炉炼钢。在新线两座 450m³ 高炉（具备年产 90 万吨铁水能力）投产后，目前公司铁矿石需求在每年 70-100 万吨，而废钢需求则下降至每年 20 万吨左右。从未来几年的生产规划上看，公司的两条特钢生产线均没有扩产计划，预计在未来一段时间内，公司的特钢产量都将保持在年产 105-110 万吨的水平。

图 1：公司特钢产量将基本保持稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司与其他钢铁公司最大的不同在于，自 2004 年起，公司有意识地参与了钢铁前端资源的投资开发。经过几年的经营，公司目前所能控制的铁矿及焦煤资源已相当可观。

- 铁矿：肃北和哈密目前拥有的年产 120 万吨铁精粉能力可以在增加部分洗选设备后提升至年产 150 万吨的水平；西钢矿业所属的四座铁矿预计在 2010 年实现年产 70 万吨铁精粉能力，未来将主要供给西宁特钢，确保公司炼钢资源；
- 煤矿：公司虽然并没有对江仓能源实现绝对控股，但由于公司是江仓能源的实际控制人，会计上也将合并报表，因此江仓能源焦煤资源贡献的收益将直接体现在公司的财务报表上。江仓能源在 2011 年有望实现年产 300 万吨

焦煤的目标，远期规划为 500 万吨焦煤的年生产能力。同时还拥有自己的焦化系统，能年产焦炭 70 万吨。从公司两座小高炉铁水量上粗略分析，自用焦炭预计在 30-40 万吨左右。

表 1: 公司控制的铁煤资源量

矿产名称	储量 (亿吨)	年生产能力	所属公司	公司实际控制比例	预计投产时间
大红山铁矿	1.03	70 万吨铁精粉	肃北博伦	51%	已达产
白山泉铁矿	0.47	50 万吨铁精粉	哈密博伦	51%	已达产
洪水河铁矿	0.08				
磁铁山铁矿	0.12	70 万吨铁精粉	西钢矿业	100%	2010 年
胜利铁矿	0.1				
大沙龙铁矿	1.2				
木里煤田江仓矿区	4.6	300 万吨焦煤	江仓能源	35% (实际控制人)	已投产

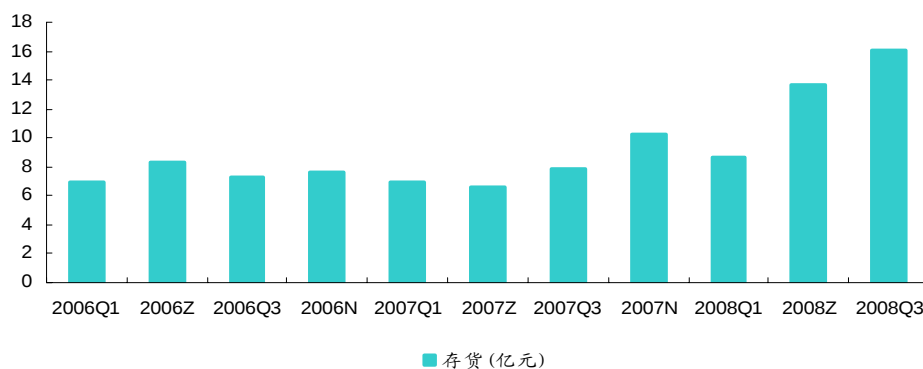
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，特钢业务存货跌价及资源矿区前期费用拖累公司近两年业绩

导致 2008 年公司年度出现亏损的主要原因在于以下两方面：

- 由于西钢矿业下属的四家矿山目前尚未投产，而肃北和哈密距离公司路途较远，因此，目前公司特钢生产所需铁矿石仍然主要依赖现货采购。地处西北受气候影响必须实施冬储的西宁特钢在 2008 年 4 季度受到了原材料跌价损失的严重影响。

图 2: 2008 年末面临大幅计提存货跌价准备



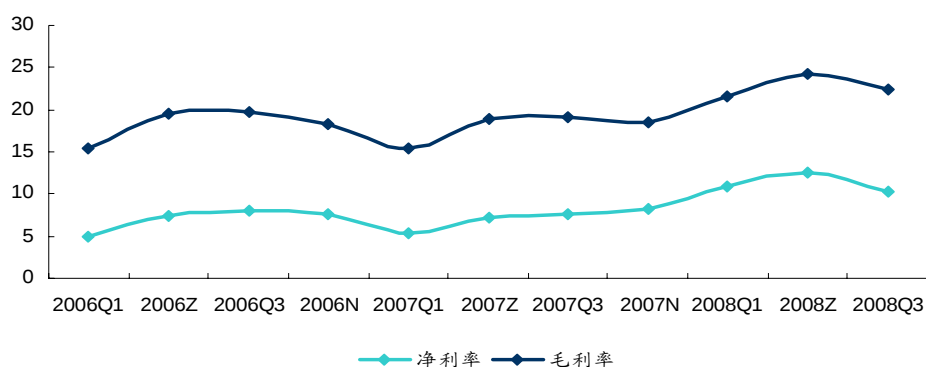
资料来源：Wind，长江证券研究部

据调研中了解，公司冬储期间铁矿石库存最高达到 30 万吨左右，目前一直在尽力消化库存，库存水平已经降至 15 万吨。从 3 季报披露的 16 亿元的存货水平上看，即便 2008 年度公司出现亏损，计提也未必非常充分。

- 由于资源储量丰富，工业基础却并不发达，西北地区的钢铁企业都拥有明显的成本优势。而钢材由于单价较高，运输半径较长，产品收入反倒没有太大的劣势。因此，西宁特钢的产品毛利率一直处于较高的水平，但净利率并不高，原因在于过去几年在资源方面持续扩张和投入使得公司面临非常大的财务压力。

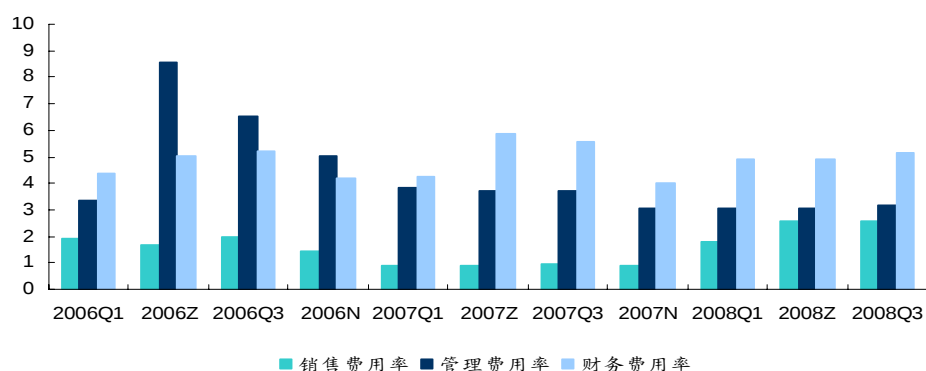
不仅如此，由于规模的扩大，肃北和哈密铁矿销售费用在 2008 年也出现了明显的上升。

图 3: 公司毛利率处于国内领先水平



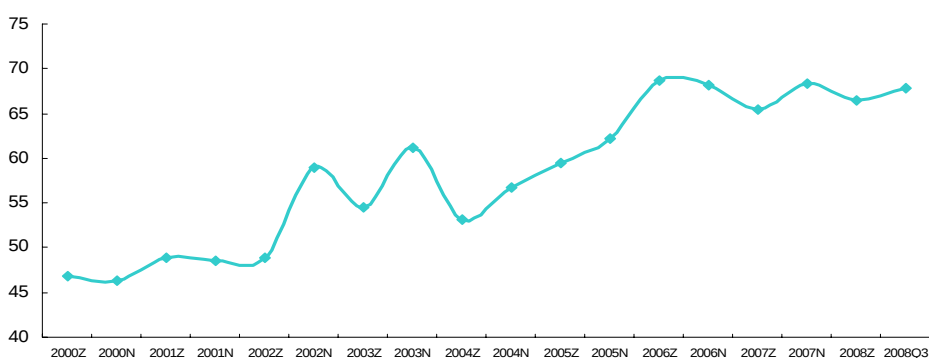
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 财务费用率持续居高不下



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 资产负债比持续上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三, 静待资源项目逐步达产实现盈利

如果我们剔除 2008 年 4 季度存货跌价准备的影响, 那么造成公司业绩压力的主要原因在于:

- 过快的扩张计划使得公司财务费用压力较大, 盈利增速放慢;
- 新投资项目投产慢于预期, 费用较大, 产生盈利尚需时日。

解决公司财务费用压力一是通过短期资本运作, 对高利率负债进行置换或牺牲股权降低负债; 二是等到公司投资项目达产产生明显盈利, 直接偿还负债以降低资产负债率。因此, 项目达产慢于预期可能是制约公司股价表现的最根本因

素。通过调研我们了解到，采矿权及开采技术能力是导致公司铁矿煤矿达产时间慢于预期的主要原因。

- 铁矿：除了哈密铁矿拥有采矿权之外，其他矿区均还在办理之中。目前了解到的进度是西钢矿业旗下的四座铁矿采矿权已经过了公示期，只待国土厅批准，而肃北铁矿的采矿权办理还尚需时日；
- 煤矿：木里煤田整个矿区 30 亿吨，由六家公司负责开采，其中江仓能源的资源控制量在 6.4 亿吨左右。当地政府为确保资源合理集中利用，一直在推动整合，但焦煤价格在过去几年的大幅上升使得整合变得非常困难。目前上报给国家发改委的方案是维持六家开采的现状不变，相信会很快有最终结论。

除了采矿权问题，冻土条件下煤矿矿井的开发技术问题也制约了前两年公司焦煤的产量。在目前技术问题得到突破的情况下，公司预计 2010 年中期能投产 180 万吨矿井，2010 年底投产 120 万吨矿井。2011 年有望实现 300 万吨年产焦煤能力。

表 2：预计公司产品产量（万吨）

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
特钢	96.92	71.12	101.5	105	105	105	105
铁矿石（公司自用 70 万吨）	0	23.1	61.6	75	120	150	220
预计实际销售铁矿石	0	23.1	61.6	75	120	150	150
焦煤（优先满足 70 万吨炼焦能力）	0	46.0	100.4	60	60	90	240
预计实际销售焦煤	0	0	40.4	0	0	30	180
焦炭	0	34.4	70.9	70	70	70	70

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，首次给予“中性”评级

西北地区资源价格偏低使得公司特钢业务毛利率较高的同时，也使得公司资源无法像东部地区一样暴利。因此，近期费用支出过大对公司盈利的影响必须重视。我们假设公司 2008 年计提 2 亿元左右减值准备，预计公司 2008 年 EPS 为 -0.10 元。

由于公司江仓能源煤田露天开采项目渐入尾声，为不影响矿井后续的开发，公司计划 2009 年保持 60 万吨产量不增长。按照公司规划，从产量上看，2009 年除了铁矿石有部分增长外，其他产品基本与 2008 年保持一致，因此，谨慎预计公司 2009 年 EPS 为 0.13 元。

由于短期内公司业绩还无法获得明显的提升，我们首次给予公司“中性”评级。我们认为，公司业绩将会在铁矿煤矿相继达产后出现明显改善，建议密切关注。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	5767	6486	6279	7055	货币资金	1237	649	628	705
营业成本	4703	5688	5344	5832	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1064	799	935	1223	应收账款	439	679	513	576
% 营业收入	18.4%	12.3%	14.9%	17.3%	存货	1030	1383	1145	1105
营业税金及附加	49	55	53	60	预付账款	283	451	317	346
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	51	175	126	141	流动资产合计	3382	3680	3105	3227
% 营业收入	0.9%	2.7%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	175	195	188	212	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	20	20	20	20
财务费用	233	303	403	388	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.0%	4.7%	6.4%	5.5%	固定资产合计	5309	7958	8156	8638
资产减值损失	61	215	-12	12	无形资产	261	248	236	224
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	16	16	16	16
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	18	32	0	1
营业利润	495	-144	176	411	其他非流动资产	161	161	161	161
% 营业收入	8.6%	-2.2%	2.8%	5.8%	资产总计	9167	12115	11694	12287
营业外收支	12	0	0	0	短期贷款	2090	3534	2306	2165
利润总额	507	-144	176	411	应付款项	1906	2388	2243	2447
% 营业收入	8.8%	-2.2%	2.8%	5.8%	预收账款	134	149	144	162
所得税费用	33	-22	21	49	应付职工薪酬	7	6	5	6
净利润	474	-122	155	361	应交税费	182	76	171	250
归属于母公司所有者的净利润	300.1	-72.0	93.5	217.6	其他流动负债	976	1200	1121	1225
少数股东损益	174	-50	62	144	流动负债合计	5294	7354	5991	6256
EPS (元/股)	0.40	-0.10	0.13	0.29	长期借款	319	1319	2119	2119
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	623	324	1887	1711	其他非流动负债	651	651	651	651
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	6263	9323	8761	9025
收回现金					归属于母公司	2539	2478	2557	2742
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	365	314	376	520
固定资产投资	-914	-3065	-1063	-1071	股东权益	2904	2792	2933	3262
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	9167	12115	11694	12287
投资活动现金流净额	-914	-3065	-1063	-1071	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2007A	2008E	2009E	2010E
股权融资	5	0	0	0	EPS	0.405	-0.097	0.126	0.294
银行贷款增加 (减少)	1026	2445	-428	-142	BVPS	3.43	3.34	3.45	3.70
筹资成本	176	-293	-417	-421	PE	15.61	-65.02	50.09	21.53
其他	-252	0	0	0	PEG	-1.54	6.40	-4.93	-2.12
筹资活动现金流净额	955	2152	-845	-563	PB	1.84	1.89	1.83	1.71
现金净流量	665	-589	-21	78	EV/EBITDA	5.86	15.37	5.90	5.90
					ROE	11.8%	-2.9%	3.7%	7.9%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。