

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

特钢稳定，长期依赖资源逐步达产与费用控制

事件描述

今日我们走访了西宁特钢，与公司董事会秘书及证券事务代表进行了深入的交流。

事件评论

第一，公司资源情况变化不大，主要是西钢矿业的铁精粉产量可能低于预期

公司目前所拥有的资源主要包括铁矿、煤矿以及钒矿。

表 1：公司所拥有的资源情况一览

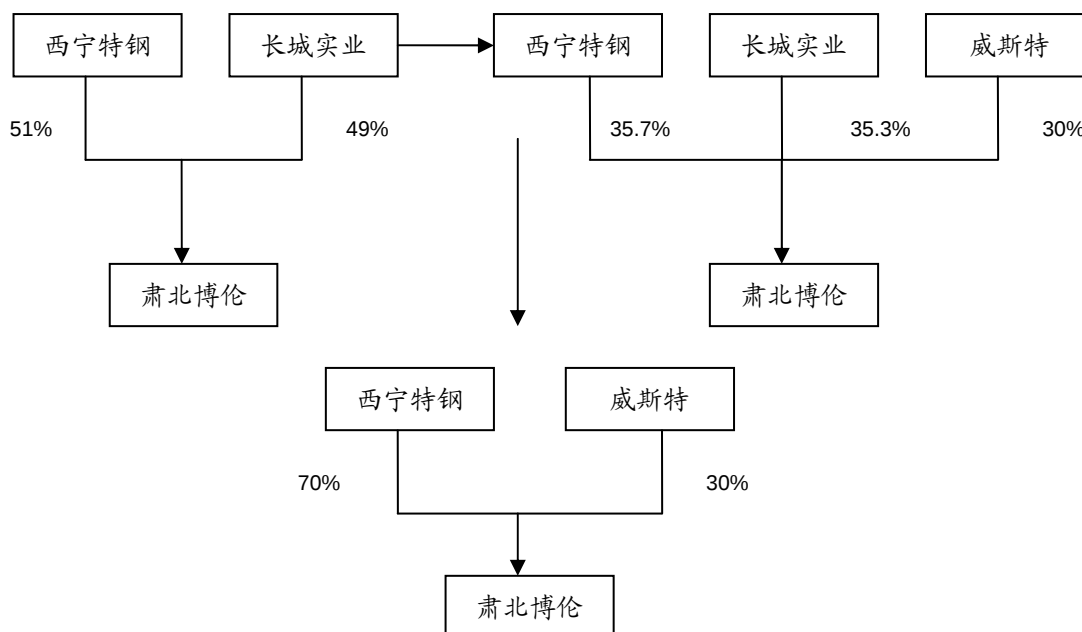
矿产名称	储量（亿吨）	年产能力	所属公司	公司实际控制比例	预计投产时间
大红山铁矿	1.03	70 万吨铁精粉	肃北博伦	70%	铁矿已达产，钒矿一期年底投产
肃北七角井钒矿	0.17	1900 吨五氧化二钒			
白山泉铁矿	0.47	50 万吨铁精粉	哈密博伦	100%	已达产
洪水河铁矿	0.08	50 万吨铁精粉	西钢矿业	100%	胜利铁矿刚投产，洪水河 2010 年底投产，磁铁
磁铁山铁矿	0.12				山 2011 年 10 月
胜利铁矿	0.1				投产
大沙龙铁矿	1.2（可能无法达到）				
木里煤田江仓矿区	4.6	300 万吨焦煤	江仓能源	35%（实际控制人）	2010 年底投产 180 万吨矿井

资料来源：公司公告，长江证券研究部

✓ 铁矿：肃北博伦+哈密博伦+西钢矿业

甘肃肃北博伦：公司目前持股比例为 70%，设计产能为年产 70 万吨铁精粉。

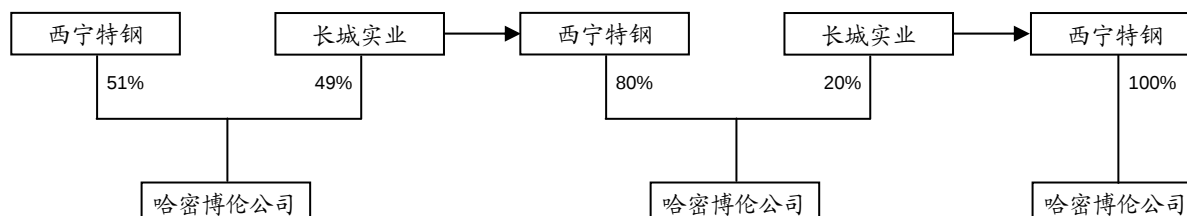
图 1: 肃北博伦股权变化图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

新疆哈密博伦：公司目前持股比例为 100%，设计产能为年产 50 万吨铁精粉。

图 2: 哈密博伦股权变化图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

西钢矿业：西钢矿业为省内矿山，目前公司对其持股比例为 100%，主要包括胜利铁矿、洪水河铁矿、磁铁山铁矿以及大沙龙铁矿。

目前胜利铁矿已投产，预计洪水河铁矿将于年底投产，磁铁山铁矿于 2011 年 10 月份投产，不过之前探明储量达 1.2 亿吨的大沙龙铁矿因储量可能低于预期目前暂无明确投产计划。

随着胜利铁矿、洪水河铁矿以及磁铁山铁矿的逐步达产，未来将新增 50 万吨铁精粉的生产能力。

综合来看，公司拥有的省外铁矿主要为肃北博伦与哈密博伦，产能为 120 万吨，目前基本满产，因区域限制主要销售给八钢酒钢而并不自用；随着省内铁矿的逐步达产，未来将新增 50 万吨铁精粉的生产能力，这部分基本全部供给股份公司使用。

✓ **煤矿：**江仓能源一期 180 万吨，二期 120 万吨

煤矿方面目前最乐观的预期是能够年底投产一期 180 万吨矿井，公司方面表示如果投产顺利将于明年继续投产二期 120 万吨矿井。

目前公司的煤矿主要是瘦焦煤，初步预计包括费用在内的完全成本接近 600 元/吨，目前市场价（车板价）在 800-900 元/吨左右。

目前公司焦化厂有生产 70 万吨焦炭的生产能力，不过考虑到配比的问题，焦煤直接供给给焦化厂的量大约在每年 70 万吨左右，其余部分公司将直接外卖。

✓ 钒矿：肃北博伦钒矿一期 1000 吨，二期 3000 吨，储量约 1700 万吨

公司计划一期开采五氧化二钒 1000 吨/年，年底投产，如果投产顺利将投产二期，二期将达到 3000 吨/年的生产能力。

粗略估算公司目前五氧化二钒的成本在 5.5 万元/吨，结合目前约 9 万元/吨的市场价来看，1000 万吨产能如果顺利达产将直接贡献盈利 3500 万元。

第二，特钢产能稳定，暂无扩产计划，短期技术含量高的老线盈利好于新线

公司目前拥有 110 万吨铁，130 万吨钢以及 120 万吨材的生产能力。

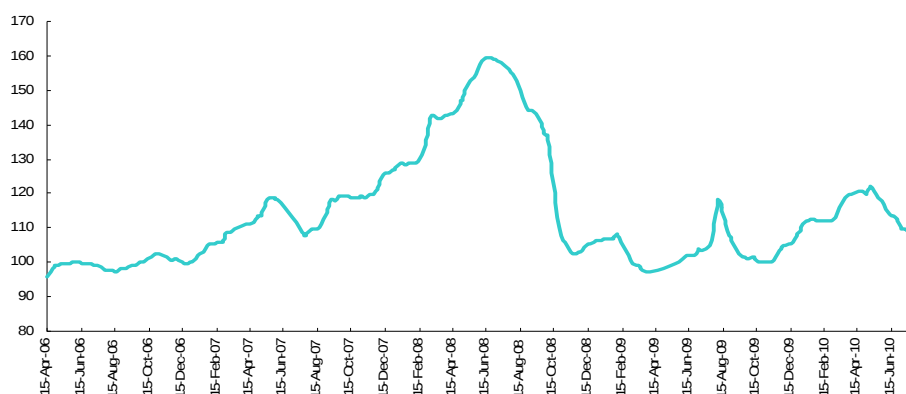
✓ 炼铁：新线 2 座 450m³ 的小高炉，高炉系数稳定在 3.6 左右，生产能力约 100-110 万吨/年；

✓ 炼钢：老线 60 万吨，新线 70-80 万吨，目前炼钢能力略有富余；

✓ 轧材：目前主要包括老线 50 万吨与新线 70 万吨，合计 120 万吨左右。

目前老线 50 万吨产能主要是以汽车、工程机械用钢为主特钢，技术含量相对更高，因此也在自 6 月份开始的降价中享有更高溢价而降幅偏小，而新线 70 万吨产能主要是以合金含量较低的优钢为主，由于降价幅度相对较大而在 7 月份仅能勉强实现盈亏平衡。

图 3：国内特钢价格 6 月份开始逐步下降

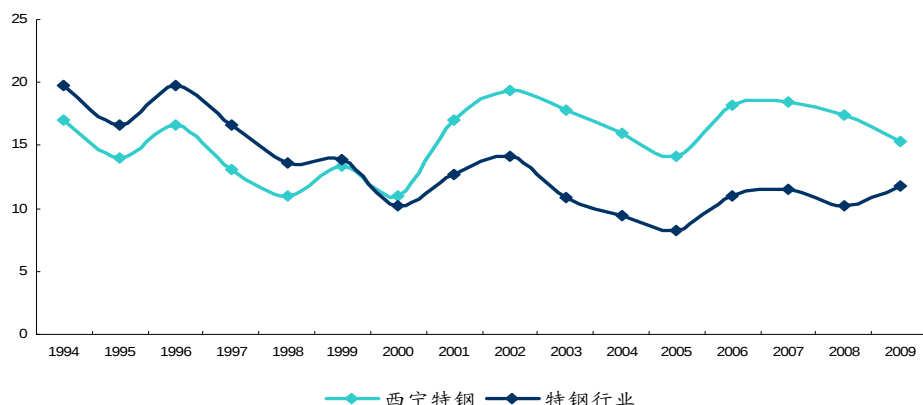


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第三，费用水平较高侵蚀盈利，长期公司致力于降低费用

公司历年盈利能力都要强于行业平均水平，从西宁特钢与特钢行业的毛利率水平对比来看，公司明显要占优势。

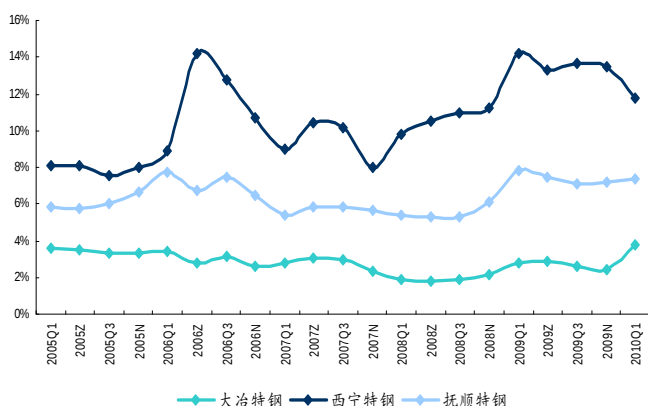
图 4：西宁特钢的毛利率水平远高于行业均值



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

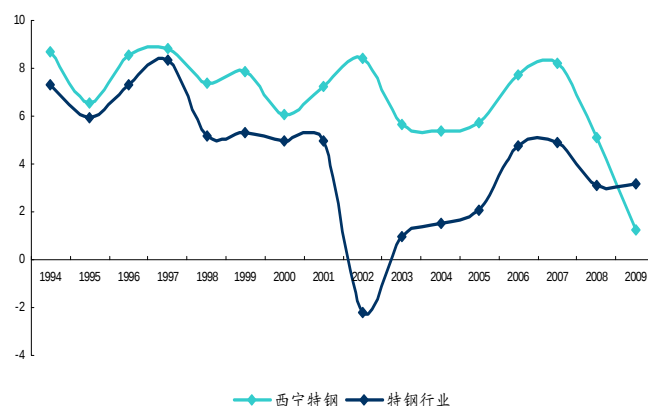
不过在公司费用水平远高于行业内其他公司的情况下，公司销售净利率针对行业的优势在逐步缩小，其中 2009 年公司毛利率高于行业较大幅度的情况下，净利率还出现了低于行业的情况。

图 5：公司费用水平远高于行业内其他特钢公司



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：公司销售净利率相对行业的优势在逐步缩小

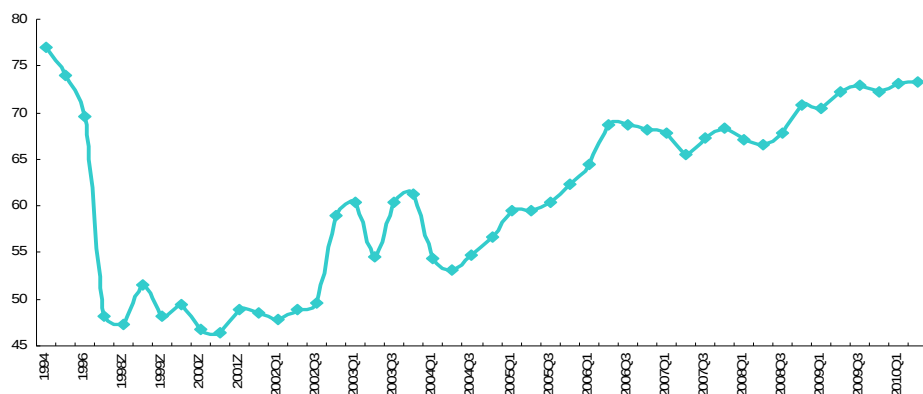


资料来源：Wind，长江证券研究部

费用率过高是公司历史上一贯存在的问题，不过这也与公司的客观条件及发展战略有一定关系。

- ✓ 销售费用过高：由于公司地理位置的原因，公司销售费用水平偏高主要是运费过高所致；
- ✓ 管理费用过高：更多是由于子公司分散，以及如前期开发类似矿管费等都进管理费所致；
- ✓ 财务费用过高：主要是资产负债率过高所致，不过基于长期经营战略的考虑，公司虽然会在配股成功后归还部分贷款，但短期可能并不会大幅降低资产负债率，财务费用的控制可能将是一个相对长期的过程。

图 7：公司资产负债率过高，2010 年中报披露达到 73.20%



资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

虽然公司致力于布局上游资源，但考虑到资源产能的逐步释放是一个相对长期的过程，暂时维持对公司之前的盈利预测。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.21 和 0.35 元，维持对公司“谨慎推荐”的评级。

表 2：预计公司产品产量（万吨）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
特钢	96.92	71.12	101.5	104.28	113.85	118.36	120
铁矿石（公司自用 50 万吨）	0	23.1	61.6	83.08	70	117	150
预计实际销售铁矿石量	0	23.1	61.6	83.08	70	117	120
焦煤（优先满足 70 万吨炼焦能力）	0	46	100.4	64.97	86.4	62	120
预计实际销售焦煤量	0	0	40.4	0	20	0	50
焦炭	0	34.4	70.9	72.08	72	70	70
五氧化二钒（V ₂ O ₅ ）							0.1

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5186	6028	6524	7553	货币资金	920	603	652	755
营业成本	4391	4873	5110	5937	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	795	1155	1414	1616	应收账款	391	456	493	571
% 营业收入	15.3%	19.2%	21.7%	21.4%	存货	1237	1375	1442	1675
营业税金及附加	40	46	50	58	预付账款	158	174	182	212
% 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	145	169	183	211	流动资产合计	2954	2897	3083	3576
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	252	295	320	370	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	长期股权投资	20	20	20	20
财务费用	304	246	228	205	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	4.1%	3.5%	2.7%	固定资产合计	6803	7057	6966	6856
资产减值损失	4	16	9	19	无形资产	551	524	497	473
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	55	4	2	5
营业利润	51	383	624	751	其他非流动资产	113	113	113	113
% 营业收入	1.0%	6.3%	9.6%	9.9%	资产总计	10496	10614	10681	11042
营业外收支	34	0	0	0	短期贷款	4007	3699	3200	2689
利润总额	85	383	624	751	应付款项	1220	1354	1420	1649
% 营业收入	1.6%	6.3%	9.6%	9.9%	预收账款	196	229	248	287
所得税费用	22	96	156	188	应付职工薪酬	4	5	5	6
净利润	63	287	468	563	应交税费	116	71	103	123
归属于母公司所有者					其他流动负债	346	386	406	472
的净利润	34.8	158.1	257.5	310.2	流动负债合计	5889	5744	5382	5226
少数股东损益	29	129	210	253	长期借款	1372	1372	1372	1372
EPS（元/股）	0.05	0.21	0.35	0.42	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	315	315	315	315
经营活动现金流净额	179	921	1181	1241	负债合计	7577	7431	7069	6913
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	2438	2572	2791	3055
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	482	611	821	1074
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2920	3183	3612	4129
固定资产投资	-653	-660	-365	-376	负债及股东权益	10496	10614	10681	11042
其他	-349	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1003	-660	-365	-376		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.047	0.213	0.347	0.418
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.29	3.47	3.77	4.12
银行贷款增加（减少）	1284	-308	-499	-511	PE	163.09	35.88	22.02	18.28
筹资成本	322	-270	-267	-252	PEG	1.52	0.33	0.21	0.17
其他	-470	0	0	0	PB	2.33	2.20	2.03	1.86
筹资活动现金流净额	1137	-578	-766	-763	EV/EBITDA	13.72	9.54	7.19	6.12
现金净流量	313	-317	50	103	ROE	1.4%	6.1%	9.2%	10.2%

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 3 年。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。