

买入 维持

西宁特钢（600117）

2011 年 8 月 3 日

业绩大幅增长 资源潜力明显

钢铁行业高级分析师：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850207120452
liuyq@htsec.com
021-23219391

8 月 2 日收盘价 10.81 元，6 个月目标价 15 元

近期,我们对公司进行了调研,现结合调研情况以及公司中报信息给出如下点评。

公司业绩符合预告披露情况，二季度业绩同比增长 166%，环比增长 16.43%。6 月 28 日，公司预计公司 2011 年上半年归属于母公司所有者的净利润为 20000 万元-25000 万元，较去年同期增长 159%-224%，每股收益为 0.267 元-0.337 元。公司中报披露，上半年实际盈利 23212 万元，同比增长 200.66%，每股收益 0.313 元。单季度看，一季度公司盈利 10725 万元，二季度环比一季度增长 16.43%，但同比去年二季度大幅增长 166%。

上半年资源性产品产量盈利能力大幅增长，钢材加工产品盈利能力小幅增长，但由于钢材加工产品收入占比较大，因此实际上贡献了绝大部分的利润增长。上半年生产铁 57.7 万吨，比上年同期增长 0.52%；钢 73.26 万吨，比上年同期增长 5.47%；钢材 67.48 万吨，比上年同期增长 5.24%；生产铁精粉 67.42 万吨，比上年同期增长 19.33%；生产石灰石 35.68 万吨，比上年同期增长 22.9%；生产原煤 27.78 万吨，比上年同期增长 150.88%；焦炭 37 万吨，比上年同期增长 17.64%；上半年实现营业总收入 432610.53 万元，比去年同期增长 25.84%；实现利润总额 40586.59 万元，比去年同期增长 184.28%；归属于母公司的净利润 23211.55 万元，比去年同期增长 200.66%。

表 1 2011 年上半年公司分行业和分产品收入和盈利情况

分行业或产品	收入（亿元）	成本（亿元）	营业利润率	收入增减	成本增减	营业利润率增减
分行业						
钢铁行业	41.63	34.52	17.08%	23.61%	19.77%	增加 2.66 个百分点
煤炭行业	6.01	4.24	29.38%	22.90%	10.68%	增加 7.80 个百分点
内部抵消	-5.40	-5.35	0.95%	5.82%	4.81%	增加 0.95 个百分点
合计	42.24	33.41	20.89%	26.22%	21.27%	增加 3.23 个百分点
分产品						
合结钢	23.22	21.71	6.48%	75.55%	80.46%	减少 2.54 个百分点
碳结钢	7.61	7.47	1.83%	-22.65%	-20.03%	减少 3.21 个百分点
滚珠钢	2.98	1.80	39.59%	-21.79%	-37.76%	增加 15.50 个百分点
不锈钢	1.69	0.77	54.69%	-21.40%	-58.19%	增加 39.87 个百分点
合工钢	0.62	0.35	43.46%	-36.65%	-58.86%	增加 30.53 个百分点
碳工钢	0.22	0.20	5.29%	136.75%	197.18%	减少 19.26 个百分点
弹簧钢	0.03	0.02	20.54%	267.94%	294.26%	减少 5.31 个百分点
铁精粉	5.04	2.09	58.51%	48.78%	21.79%	增加 9.20 个百分点
铁矿石	0.07	0.02	75.68%	43.55%	54.60%	减少 1.74 个百分点
石灰石	0.17	0.09	47.02%	10.77%	14.39%	减少 1.68 个百分点
原煤	0.12	0.05	60.37%	122.50%	9686.15%	减少 38.73 个百分点
焦炭	5.12	4.20	18.00%	18.65%	9.50%	增加 6.86 个百分点
小计	47.64	38.76	18.63%	23.52%	18.70%	增加 3.31 个百分点
内部抵消	-5.40	-5.35	0.95%	5.82%	4.81%	增加 0.95 个百分点
合计	42.24	33.41	20.89%	26.22%	21.27%	增加 3.23 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

部分特钢产品盈利能力大幅提高，但公司主流钢材产品盈利能力出现下降（表 1）。公司钢材产品以中档居多，在公司披露的 7 种特钢产品中，四种，即合结钢、碳结钢、碳工钢和弹簧钢盈利能力同比下降，这四种产品中合结钢和碳结钢是公司主流产品，占全部收入的 73%；另外三种产品滚珠钢、不锈钢和合工钢盈利能力和收入均大幅增长，但其总收入只占全部收入的 13%不到。但从整体看，钢铁产品盈利能力仍在提升。

公司传统主力市场消化能力仍然偏弱，西部开发尚未给公司带来较多的实质性利好。上半年公司销售收入中，出口很少，估计不到 1000 吨。其中增长最快的是东北，几乎翻番，但总量不到 4%，估计只有 3 万吨不到。公司的传统主力市场西南和西北，占全部收入的 50%，增速较低，只有 10%，而公司上半年总收入增长 26%。如果考虑到公司钢材产量的增速，和铁精粉以及焦煤的高速增长，公司在西部钢材产品的销售量应该是负增长或者几乎没有增长，这显示西部地区工业活动仍然弱于公司产量增长，西部开发尚未为公司带来较多的实质性利好。

公司部分子公司所得税率仍按 15% 缴纳。江仓能源自 2004 年度至 2008 年度免征企业所得税、2009 年至 2012 年度减按 15% 的税率征收企业所得税；西钢矿业、哈密博伦、肃北博伦按 25% 税率缴纳企业所得税；根据《关于深入实施西部大开发战略政策意见的实施细则的通知》（青办发[2010]66 号）文件的内容 2011 年公司继续执行 15% 的优惠政策，有关税务主管部门的批复正在办理之中。2011 年度，公司除所得税之外的其他主要税种税率及税收优惠没有发生变化。

公司钢材产量有一定增长。公司 2010 年铁、钢、材产量分别为 112 万吨、137 万吨、127 万吨，预计今年铁 150 万吨，明年 180 万吨，后年可以达到 200 万吨，产量增加主要来自升级改造，具体产品要根据市场定夺。

煤矿井供工程进展正常，可能明年底投产或者后年上半年投产。公司持有江仓能源 35% 的股权，江仓能源是木里煤田的矿区之一。木里煤田隶属青海省海西州天峻县和刚察县，主要以焦煤为主，还有少量肥煤、不粘煤、弱粘煤等，总储量在 33 亿吨。主要矿区有江仓矿区、聚乎更矿区、弧山矿区、哆嗦公玛矿区、瓦乎寺矿区。江仓矿是优质焦煤矿，总储量 6.4 亿吨，其中可采储量 4.6 亿吨。目前江仓矿区属于露天开采，但露天开采量逐步下降，虽然今年上半年煤炭 27.78 万吨，同比增长 151%，但去年 60.2 万吨的产量已经比前年下降 26.5%，估计今年焦煤产量为 70 万吨左右，明年可能会有所萎缩。正是如此，所以从 2007 年开始，公司就着手进行井供工程的建设，根据中报，截止今年 6 月 30 日，井供工程预算投资 8.54 亿元，已经实际投入资金占预算资金的 31%，由于是高海拔矿井，冻土地带，一年中工作时间较短，世界首例，因此资金投入较大，估计 1 号矿井将在明年底或者后年初投产。1 号井设计产能 120 万吨，但实际产量可达 150 万吨。公司所产焦煤自用，再外购一些其他品种的焦煤进行配煤炼焦，所产焦炭自用。目前焦煤都是汽车运输到厂。

公司钒矿已经于去年 10 月投产。公司钒矿控股 70%，已于 2010 年 10 月份投产，当年采矿 5000 吨，只有偏钒酸铵产品，尚未有五氧化二钒，预计到“十二五”末可达到年产五氧化二钒 5000 吨的能力，位居市场前列。预计今年偏钒酸铵产量 800 吨左右，明年可以达到 1000 吨以上。产品稳定市场较好的情况下，明年可能会启动二期 2000 吨产线。目前偏钒酸铵不含税价格在 7000-7200 之间（折精钒 98%），但国内大部分偏钒酸铵的成本也在 7 万元左右，因此实际上国内偏钒酸铵的竞争较为激烈。这与国家对“两高一资”产品的政策有关，去年 7 月 15 日，国家一次性取消了 406 中商品的出口退税，其中就包括钒制品，偏钒酸铵是五氧化二钒的原料。今年 1-6 月，五氧化二钒的出口增速已降为 8% 不到，而去年上半年出口量同比增速为 154%。因此我们认为，公司偏钒酸铵在投产初期可能会面临一些困难，但由于有原料优势，情况可能稍微好些。

表 2 子公司资源情况（亿吨、万吨、公里）

矿产名称	可采储量	股权	权益储量	总产量	权益产量	品位（%）	子公司	属地	距西宁
大红山铁矿	1.03	70%	0.72	70	49	38	肃北博伦	肃北县	1300
白山泉铁矿	0.47	100%	0.47	50	50	31	哈密博伦	哈密	1300
大沙龙铁矿	1.20	100%	1.20	难选		30-40	西钢矿业	祁连县	550
胜利铁矿	0.03	100%	0.03	买原矿		35-48	西钢矿业	都兰县	600
洪水河铁矿	0.08	100%	0.08	20	20	30-50	西钢矿业	都兰县	600
磁铁山铁矿	0.12	100%	0.12	10	10	30-50	西钢矿业	格尔木	800
江仓矿区	4.60	35%	1.61	50	17.5		青海江仓能源	天峻县	360
七角井钒矿	0.17	70%	0.12	0.19	0.133		肃北博伦		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

铁精粉产量有明显增长。公司目前有三个铁矿公司，分别是控股 70%的肃北博伦、全资子公司哈密博伦和西钢矿业。其中肃北博伦的大红山铁矿和哈密博伦的白山泉铁矿石成熟矿区（表 2），2010 年铁精粉产量 120.6 万吨，随着西钢矿业的胜利铁矿、磁铁山铁矿和洪水河铁矿的陆续投产，2011 年铁精粉产量可达 140 万吨左右，明年可以达到 160 万吨，增长明显。7 月份，哈密地区一般品位的铁精粉 880 元左右（含税），按照可参照成本估计净利润为 200 元/吨附近。此外，媒体报道青海省在完成省内矿产资源普查后，将交给西钢集团三个矿进行开采，根据同业竞争原则，将来可能将有公司开发。这三个矿包括野马泉、它温察汗西、LM 沙丘三个矿区，总储量约一亿吨，其中它温察汗西是多金属矿种，估算磁铁矿矿石储量 4560 万吨（其中 332 为 2800 万吨；333 为 1735 万吨，333 级低品位磁铁矿矿石量为 25 万吨），平均品位 34.38%；铜 16000 吨（品位 0.68%）；伴生铜 600 吨（伴生品位 0.37%）。钼 1200 吨（品位 0.07%）；伴生钼 5 吨（伴生品位 0.029%）。金 0.3 吨（品位 2.82g/T）；伴生金 6.1 吨（伴生品位 0.17g/T）。锌 6050 吨（品位 3.44%），伴生锌 410 吨（伴生品位 0.79%）。铅 1400 吨（品位 4.12%）。伴生银 72 吨（伴生品位 58.07 g/T）。这些矿所处的区域较为偏僻，冬季长，可施工时间 7 个月左右，根据国内矿产粗勘、详勘、核保、招拍挂、可行性报告、建设、环评安评等流程，我们估计即使现在着手，要出矿也可能在三年甚至四年之后了，但作为资源，仍是有许多期待之处，尤其是媒体披露的多金属矿种。

宝钢收购预期。此外，媒体亦有报道，宝钢继续西进有收购西钢集团的可能。我们此前亦有相关分析报告。我们认为从宝钢集团的战略出发，公司有众多诱人之处。宝钢收购除了抢占市场之外，资源也是重要考量。此外，根据宝钢收购八一钢铁后的大力支持，一旦宝钢收购西钢集团，也会带来产能扩大、技术支持、平台支持等利好。

公司有融资需求。2007 年 11 月，公司增发 2 亿股方案失效，主要是江仓能源煤矿产权不完备。时隔四年，中报显示公司负债率已经提高到近 74%，负债 77.172 亿元，其中流动负债 58.24 亿元，流动负债比例较高。此外，公司后续投入仍较大，因此公司上月发行 10 亿元公司债，其中 6 亿元用于偿还银行债务，其余补充流动资金。

业绩预测和投资评级。我们的预测相对简单（表 3），我们认为矿石价格将会下跌，但在明年才会有比较明显的体现，期间有波动，此外，特钢行业盈利比较稳定。根据前面我们对公司钢材产量、煤炭（焦炭）产量、铁精粉产量和偏钒酸铵产量、价格和盈利情况的分析，我们简单假设今明两年盈利能力均保持不变，其次我们假设公司各项费用率略有下降，所得税率不变，煤炭自用，铁精粉自用和外销比例不变。由于偏钒酸铵成本不清楚，这里只假设今明两年盈亏平衡。由于公司有较多资源并未成比例开采，因此储量仍有一定价值，如果采用储量市值法，公司定价将更为乐观。综合比较，我们维持公司“买入”评级，6 个月目标价为 15 元，对应的 2012 年市盈率为 20 倍。

表 3 盈利预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入(万元)	697268	518626	705194	1013033	1181464
营业总成本(万元)	664699	513605	663287	943345	1098820
营业成本(万元)	576174	439129	567621	817209	955681
税金及附加(万元)	5025	3987	4803	6585	7089
销售费用(万元)	17171	14525	20178	28365	31900
管理费用(万元)	24327	25154	30947	43560	49621
财务费用(万元)	36941	30415	37332	48626	55529
资产减值损失(万元)	5062	394	2405	1000	1000
其他经营收益(万元)	0	80	120	100	100
投资净收益(万元)	0	80	120	100	100
营业利润(万元)	32568	5100	42027	69688	82644
加：营业外收入(万元)	1697	4259	2779	0	0
减：营业外支出(万元)	2602	856	3170	0	0
利润总额(万元)	31663	8504	41636	69688	82644
减：所得税(万元)	-4004	2164	8784	14634	17355
所有者净利润(万元)	1760	3477	23312	45037	54772
每股收益(元)	0.02	0.05	0.31	0.61	0.74

资料来源：公司公告，海通证券研究所

风险提示。三季度钢铁行业供给压力大；矿石有下跌风险；公司新矿和宝钢收购不确定时间。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）、酒钢宏兴（600307）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。