

西宁特钢 (600117)

资源战略收割期仍在望中

未评级

股价：RMB9.12

分析师

黄静

SAC 执业证书编号:S1000208120164
+755-82492060 huangjing@lhzq.com

联系人

刘晓

+755-82364269 liuxiao@lhzq.com

事件

我们于近期对西宁特钢进行实地调研，与公司高管就公司当前经营情况，西部地区钢铁行业形势，及公司未来发展规划进行了深入交流。

调研内容

公司业绩表现优于行业平均，但缺乏爆发弹性

成本推动行情下，钢铁业平均毛利低位徘徊

伴随着全球经济回暖趋势日益明显，但同时受制于以全球三大矿石生产商为代表的铁矿石企业对矿石价格管控能力的进一步提升，钢铁业自 2010 年初至今（2010/04/23）呈现出明显的成本推动行情。统计显示，铁矿石现货价格（不含税）自年初至今涨幅达到 340 元，42%；以 3mm 热轧为代表的钢材价格自年初至今涨幅达到 652 元，19%。钢材价格上涨创造的大部分利润被矿石商吞噬，钢材毛利仍在低位徘徊（图 1、2）。

但东西部钢企盈利分化明显

在东部钢企备受高成本原料困扰的同时，西部钢铁企业因享有：

- 1)、区域内钢材价格优势：西部各省份步入基建投资高峰期，区域内钢材需求旺盛，导致区域钢材售价较东部省份存在 200 元左右的溢价；
- 2)、区域内原材料成本优势：以矿石为代表的多种资源因运输不便而只能在区域内部消化，且由于区域内钢材产能不足且集中度高，钢铁企业相对具有更高的议价能力，其原材料采购成本远低于东部区域。

使西部钢铁企业随全国钢材价格上涨而不断调升出厂价格的同时，维持其原材料采购成本保持低位，其利润空间因而不断扩大（表 1）。

公司盈利亦好亦平淡

与其它西部钢企相似，西宁特钢同样具备随全国均价上扬的钢材价格及保持稳定的资源成本，其盈利状况自年初逐步改善，优于行业平均水平。

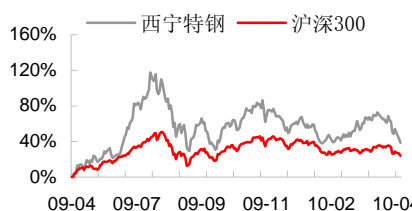
但其以特钢为主导的产品结构，及向产业链上方延伸的发展战略受制于西部当前以建材为主的基建需求，及较为宽裕的资源供应环境，使其业绩难以出现超越市场预期的爆发增长。

相关研究

基础数据

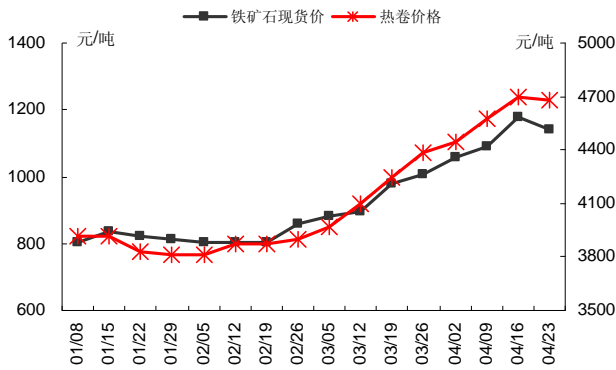
总股本（百万股）	741
流通 A 股（百万股）	741
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	6760

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



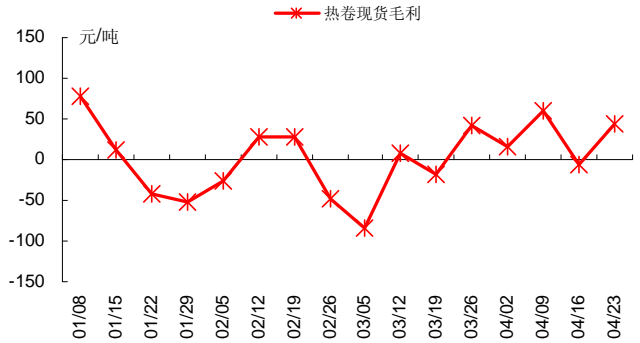
资料来源：华泰联合证券

图 1、钢材价格与铁矿石价格自年初至今变动对比



资料来源: Bloomberg, 百川资讯, 华泰联合证券研究所整理

图 2、依现货市场价格模拟测算的热轧毛利变动统计



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

表 1、各区域钢铁公司产成品、原料价格对比 (2010/04/23, 含税价)

		西特	八一	酒钢	凌钢	莱钢	河钢
钢材出厂价格	螺纹钢 Φ16-25mm	—	4820	4600	4440	4480	4700
原材料采购价格	铁精粉	800	800	800	1270	1220	1310
		(63%)	(63%)	(63%)	(66%)	(65%)	(66%)
	焦精煤	—	—	1030	1530	1580	1550

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

资源优势明显, 但难以转化为高业绩弹性

资源保有量丰裕

西宁特钢目前拥有铁精粉-焦煤-焦炭-钢材一体化业务, 是资源保有量最大, 产业链最为完整的钢铁上市公司, 表 2 列示了其各类资源存量:

表 2、西宁特钢各类资源储量、开采量统计

开采子公司	所属矿山	储量 (亿吨)	原矿 (煤) 产量 (万吨)	铁精粉产量 (万吨)	权益比例
肃北博伦矿业	甘肃肃北县	1.03	210	70	70%
	大红山七角井铁矿				
哈密博伦矿业	新疆哈密市	0.47	150	50	80%
	白山泉铁矿				
西钢矿业	青海省海西州	0.12	未投产	未投产	100%
	洪水河铁矿				
	青海省海北州	0.18	未投产	未投产	100%
	大沙龙铁矿				
	青海省海西州胜利	0.10	未投产	未投产	100%
	铁矿				
青海省海西州磁铁	0.12	未投产	未投产	100%	
山铁矿					

	青海省海西州木里				
江仓能源	煤田江仓矿区 3、4 井田	4.6	60	—	35%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 3、西宁特钢资源保有量居上市公司前列

	原矿产量 (万吨)	铁精粉产量 (万吨)	可采储量 (亿吨)	原矿品位 (%)	储量/产量 (开采年限)
西宁特钢	360	120	2.02	30-45%	41.67
酒钢宏兴	600	300	3.52	35.7%	58.67
金岭矿业	170	120	0.23	40-51%	13.44
凌钢股份	170	60	0.43	30-32%	25.29

数据来源：华泰联合证券研究所整理

但外销资源盈利平淡

➤ 铁精粉：经营模式产销两分

肃北博伦与哈密博伦是公司目前主要的铁精粉产地，基于运输便捷的考量，分别外销至酒钢与八一钢铁公司，而公司自用的铁精粉则主要自周边区域采购，未来西钢矿业所属矿山投产后铁精粉将补充自供。

公司铁精粉开采、洗选完全成本大约在 400 元左右，4 月下旬出厂含税价格为 680 元（近期有望进一步提升至 730 元左右），受制于西部区域资源供给相对宽裕的环境，其销售价格远低于全国均价，铁精粉当前外销净利在 100 元左右。

公司近期将加速西钢矿业下属矿山的开采进度，有望在明年实现 80 万吨原矿，20 万吨铁精粉的量产。公司未来 3 年内计划将西钢矿业铁精粉产能扩张至 70 万吨，将肃北博伦与哈密博伦两矿山总产能扩张至 150 万吨。

➤ 木里煤田：开采加速，但整体进度难超预期

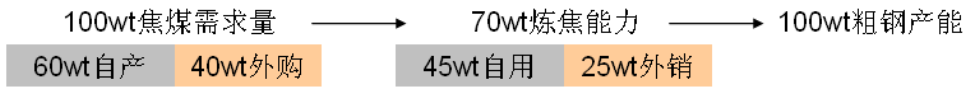
公司煤矿资源集中于子公司江仓能源所拥有的木里煤田江仓矿区 3、4 井田。2010 年前公司在木里煤田的开采以露天作业为主，随露天资源的逐步耗竭，公司规划投资建设井矿，转为地下开采。

但受制于高原冻土采矿技术障碍及采矿资格的审批，公司井矿建设迟缓，煤田开采进度一直迟滞于市场预期。近期随青海省政府直接介入木里煤田的开采整治，推动开采资质审批的加速进行，我们预计公司井矿建设 1 期工程将于年内如期完成，2011 年将实现 120 万吨量产，后续 180 万吨 2 期工程有望于 2012 年完工。

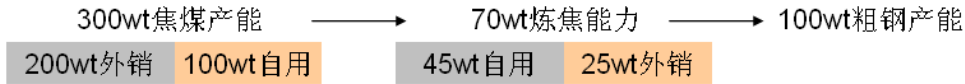
公司当前开采焦煤主要满足自身炼焦需求，未来随焦煤开采量提升至自身 100 万吨需求量之上部分将开拓外销渠道消化。公司当前保有 70 万吨炼焦能力，除主要满足自身炼铁用焦炭需求外，部分剩余焦炭主要外销至酒钢，目前吨焦炭净利润在 200-300 元。图概括了现阶段及未来公司焦炭产业链的产销情况。

图 3、公司现阶段及未来焦炭产业链产销情况

现阶段公司焦炭产业链产销情况

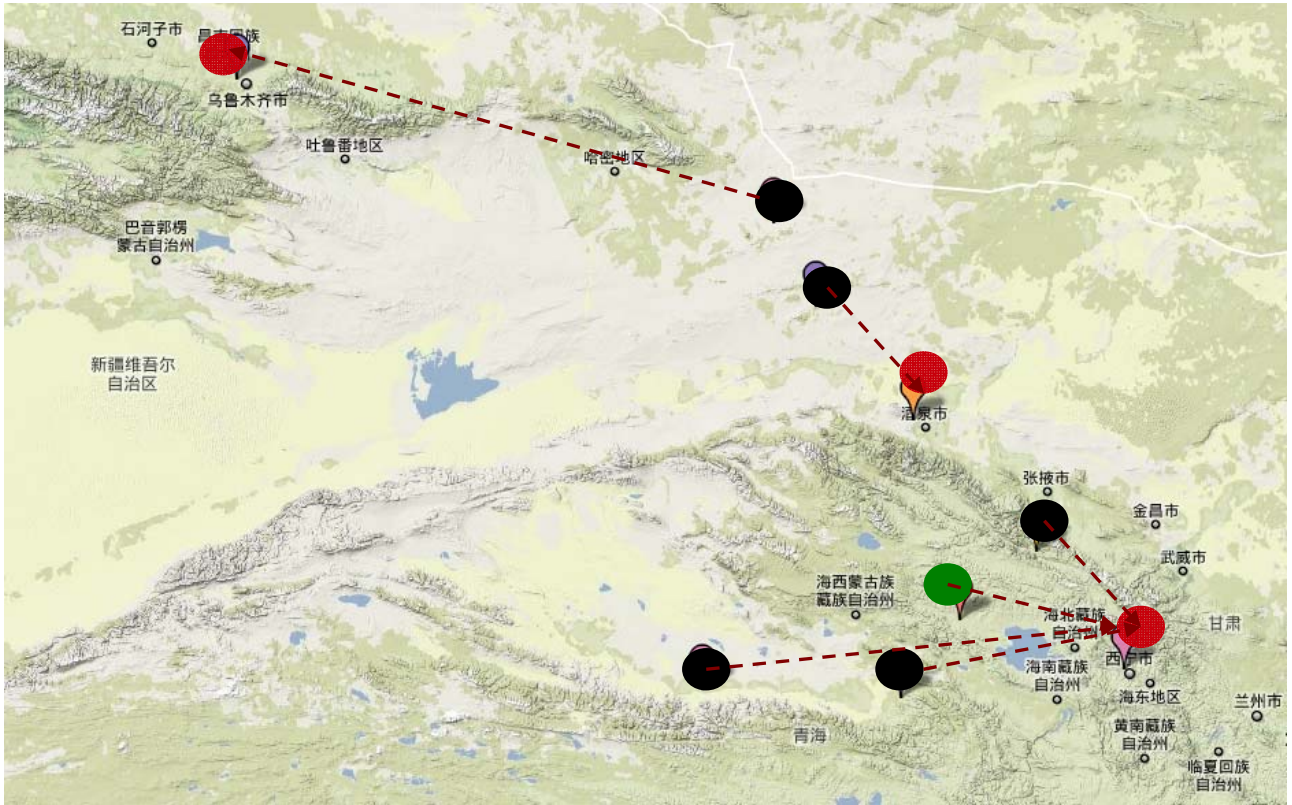


公司焦炭产业链未来产销展望



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 4、公司资源产品销售网络概况



注：褐色线 — 销售对象，红圈 — 钢铁生产基地，黑圈 — 铁矿山，绿圈 — 煤田

资料来源：华泰联合证券研究所整理

资源战略的收割期尚在望中。

受制于西部地区资源供给相对充足，资源售价低于东部区域的地域局限，公司现阶段吨矿销售利润低于当地依靠外部采购产出的吨钢材利润。我们认为其资源优势更多体现在钢价萎靡阶段保证其利润稳定，却无法充分捕捉当前西部区域的业绩增长机遇。

公司未来发展着眼于沿产业链上移，致力于钢铁业相关矿产资源的收购与开发。但公司资源产出盈利空间的扩张，还需伴随西部钢铁产能建设的逐步展开与区域内资源供应由相对充裕向相对紧缺的转变。

盈利预测与投资分析

公司面向加工制造业的特钢产品构成与西部地区当前以基建用长材为主的钢材需求存在一定错位，使公司的特钢产品以碳结钢、合结钢等较低端品种主导，在产量扩张或产品结构升级方面近阶段都难有突破。

受制于产成品的扩张瓶颈，公司未来的发展重点仍将向资源上游延伸，但其资源产量的进一步释放及区域内资源价值的提升都尚需时日。我们预计公司近阶段仍将维持优异但略显平淡的业绩表现，2010-2011年EPS分别为0.27、0.39元。我们将持续关注公司的资源收购、开采进度及西部地区钢铁产能扩张对区域内资源价值的提升，以判断公司业绩可能的拐点。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com