



# Company Report: Xiwang Special Steel (01266 HK)

中文版

Sean Xiang 向宇豪

(86755) 2397 6725

公司报告: 西王特钢 (01266 HK)

Chinese version

xiangyuhao@gtjas.com

18 January 2018

## Substantial Revaluation Potential, Initiate with "Buy"

显著的价值重估潜力，首次覆盖予“买入”评级

- **Flat demand amid continuing tightening supply.** We expect steel demand to remain flat in 2018. A net decline in steel capacity will continue in 2018 but to a weaker magnitude compared to 2017, as we expect that a notable amount of BF/EAF steel capacity will enter the market and the utilization rate of this capacity type may continue to hike in 2018 given the high profit condition in the steel industry. We anticipate around 41mt steel capacity drop in 2018, but the influence on steel prices in 2018 may be partially offset by the impact brought by new EAF capacity in the slow season.
- **GP/t has continued to hike in 2018.** We see iron ore prices to decline moderately in 2018 given the continuing expanding supply capacity from leading global players. This sets the key rational for anticipating a continuing hike in GP/t with expectations of a higher steel price median in 2018.
- **We expect Xiwang's bottom line to accrete by 22.7% in 2018.** We view that tighter S-D conditions will continue to catalyze on domestic steel prices in 2018. With expectations of a moderate retracement in raw material costs in 2018, Xiwang's FY18 earnings is expected to be raised further.
- Our view: 1) Attractive valuation with a large valuation discount but with decent earnings condition compared to other HK listed steel names. 2) Further upside potential of earnings once rail steel capacity ramps up. 3) Strong FY17/FY18 earnings elasticity to justify an upside potential for Xiwang's valuation. **We derive Xiwang's TP of HK\$2.25 based on 0.70x FY18 PBR. We initiate our coverage with a "Buy" investment rating.**
- **在供给持续收缩的背景下需求持平。**我们预计整体上钢铁需求将在 2018 年持平。钢铁产能的净减少将在 2018 年延续但其幅度将相对 2017 年趋弱，源于我们预期在钢铁行业整体利润较高的背景下，部分高炉/电炉炼钢产能将进入市场并且这类产能的产能利用率可能将在 2018 年继续攀升。我们预计 2018 年粗钢实际总产能下滑 4,100 万吨，但这对 2018 年钢铁价格的影响将一部分地被新电弧炉产能淡季所带来的冲击所抵消。
- **吨毛利在 2018 年继续上扬。**我们认为 2018 年铁矿石价格由于国际龙头持续产能扩张的原因而温和下降。这也是基于较高的 2018 年钢铁价格中枢背景下预期吨毛利持续上扬的关键因素。
- **我们预计西王特钢的净利润将在 2018 年进一步地增厚 22.7%。**我们认为更加紧绷的供需状况将在 2018 年持续地催化国内的钢材价格。基于对 2018 年原材料价格温和回撤的预期，西王特钢 2018 财年的盈利估计将继续攀升。
- 我们认为西王特钢: 1)与香港同行上市公司相比在估值大幅折价，但同时却实现不俗的盈利的情况下使得其估值非常有吸引力。2)铁轨产品产能投产后盈利上浮的潜力。3)强劲的 2017 财年/2018 财年的盈利弹性，将佐证其估值具备一定上行空间。**基于 0.70 倍 2018 财年市净率，我们对西王特钢的目标价为 2.25 港元，首次覆盖给予“买入”的投资评级。**

Rating:

**Buy**

Initial

评级:

**买入** (首次覆盖)

6-18m TP目标价:

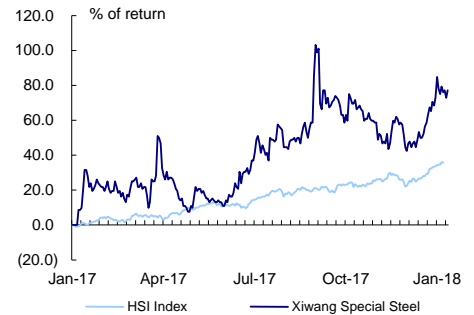
**HK\$2.25**

Share price 股价:

HK\$1.630

### Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	19.0	4.5	77.2
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	8.4	(7.5)	32.7
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	1.5	1.5	1.3

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2015A	6,752	169	0.085	(58.3)	15.7	1.966	0.7	0.000	0.0	4.4
2016A	7,567	333	0.166	95.3	8.6	2.004	0.7	0.000	0.0	8.3
2017F	11,937	845	0.417	151.7	3.3	2.379	0.6	0.125	9.0	18.7
2018F	12,603	1,037	0.492	17.9	2.8	2.750	0.5	0.147	10.6	19.2
2019F	14,323	1,413	0.670	36.3	2.1	3.273	0.4	0.201	14.5	22.2

Shares in issue (m) 总股数 (m)	2,110.0	Major shareholder 大股东	Xiwang Investment 69.7%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	3,438.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)	30.3
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	4,062.7	FY18 Net gearing (%) FY18 净负债/股东资金 (%)	77.7
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	1.960 / 0.830	FY18 Est. NAV (HK\$) FY18 每股估值 (港元)	2.7

Source: the Company, Guotai Junan International.

## 目录

<b>行业分析</b> .....	<b>3</b>
中国钢铁需求展望.....	3
中国钢铁供给展望.....	5
钢铁库存、价格及利润.....	7
<b>公司分析</b> .....	<b>9</b>
双生产流程.....	10
产品.....	10
未来发展.....	12
<b>财务分析</b> .....	<b>13</b>
收入.....	13
销售成本及毛利润.....	13
经营利润.....	16
财务费用及偿付能力.....	16
净利润及净利率.....	17
资产收益率和净资产收益率.....	18
钢铁销售均价及主要原材料价格变动的敏感性分析.....	18
<b>估值</b> .....	<b>19</b>
<b>财务报表及比率</b> .....	<b>21</b>

# 行业分析

## 中国钢铁需求展望

**房地产投资 - 整体稳健，但是高线和低线城市出现更大分化。**我们相信房地产去库存已经接近尾声，信贷紧缩将为低线城市的房屋交易造成最明显的影响（在边际层面上），因为大部分低线城市并不受限购政策影响。相反，虽然高线城市的房地产市场受到不同政策的限制，我们观察到：1) 近日，部分二线城市出现房屋限购温和放松的迹象 2) 可售面积仍然处于自2011年以来的最低水平，及 3) 因开发商自2016年下半年起在收购土地表现非常积极，从而使得土地储备充足。这些基本面促使我们相信，2018年在高线城市的新建筑面积/在建面积将保持在温和水平。总的来说，全国来看2018年房屋新开工面积可能持续减速，但基于在建房屋的庞大基数，我们预计房地产行业将贡献稳定的钢铁消费量。

图- 1: 国内累计房地产投资

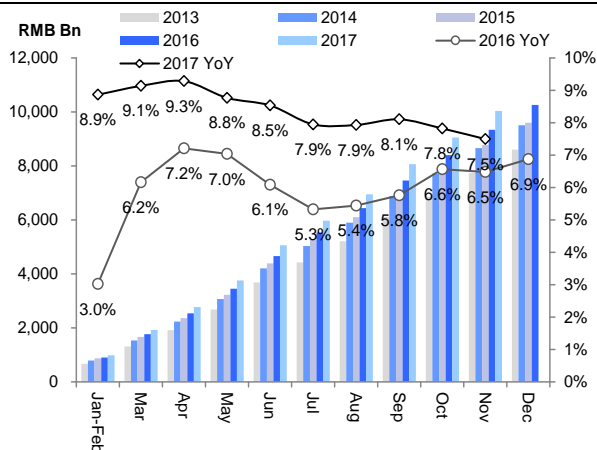
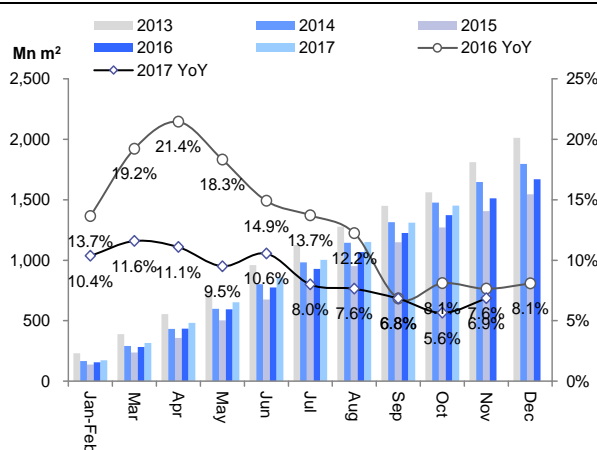


图- 2: 国内累计开发中新建筑面积

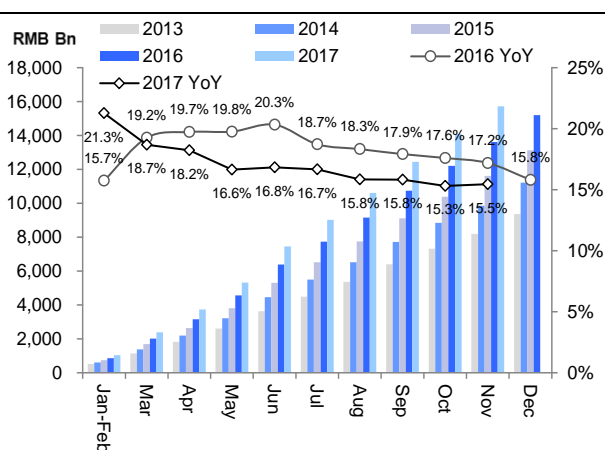


资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

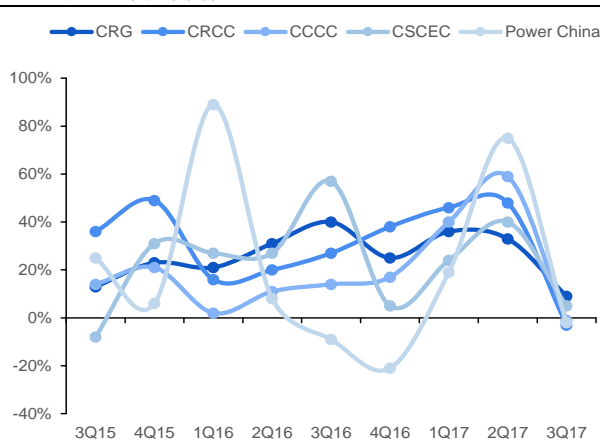
**基建投资 - 可能在2018年进一步减速。**2017年全国基建投资增速下滑，是由于：1) 总体信贷环境紧缩。以及 2) 政府的融资和开支管理日趋审慎。在2018年信贷环境并不预期放松的背景下，我们近日看到来自政府有意减少依赖传统固定资产投资的情况。我们视近日有关PPP项目的新规为更加具有质量及审慎地控制PPP项目的一种迹象。另外，我们也看到国内领先的承建商签署的新合约大幅下跌的显现，这巩固了我们对2018年基建投资持续下滑的看法。在此背景下，我们预计未来几年由基建带来的钢铁边际需求将主要来自未来几年有可预见的城市轨道交通投资项目，以及那些拥有大量重点工程项目的区域。

图- 3: 国内累计基建投资



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

图- 4: 与主要承建商新签合同



资料来源：公司、国泰君安国际。

**机械 - 替代需求由朱格拉周期所触发。**2017年在房地产投资增速和基建投资增速放缓的背景下，我们看到了非常强劲的工程机械销量。同样地在2017年我们也观察重卡的火爆销售，年内售出接近112万辆，刷新历史纪录。此外，年内我们观察到其他消费行业相关的机械，比如注塑机的强劲需求。我们认为，因为自从上一个采购周期（2009-2011年）已有9年左右的时间，叠加中国严格执行新的排放标准，我们相信中国已经踏入新的设备采购周期 - 朱格拉周期。基于大部分制造业相关行业的机械7-10年的生产周期，我们相信2018年朱格拉周期将持续为机械创造强劲需求，而我们预计2018年工程机械，尤其是挖掘机的销售量将进一步扩大。这意味2018年中国的钢板整体需求将继续提升。

图-5: 中国主要建筑机械类别的社会所有权区间

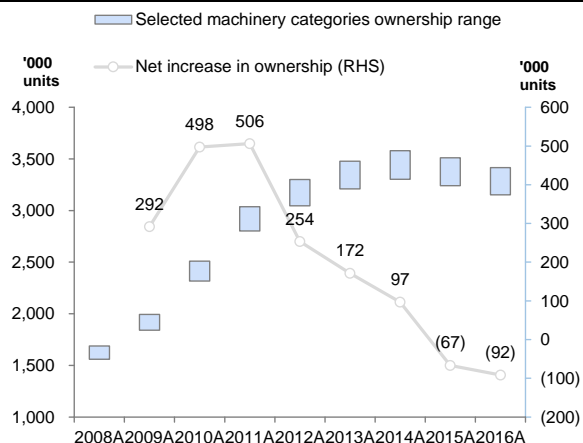
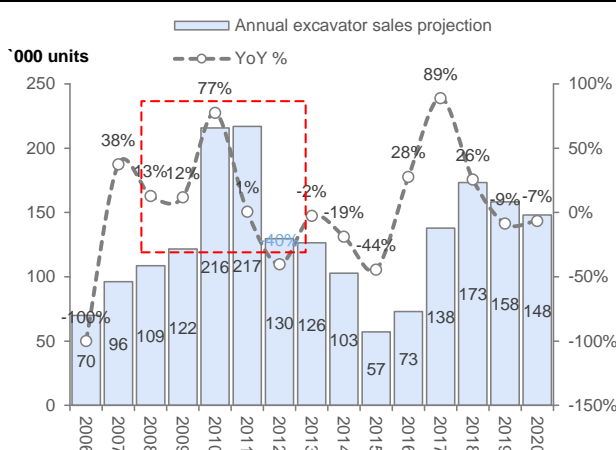


图-6: 中国挖掘机全年销售预测



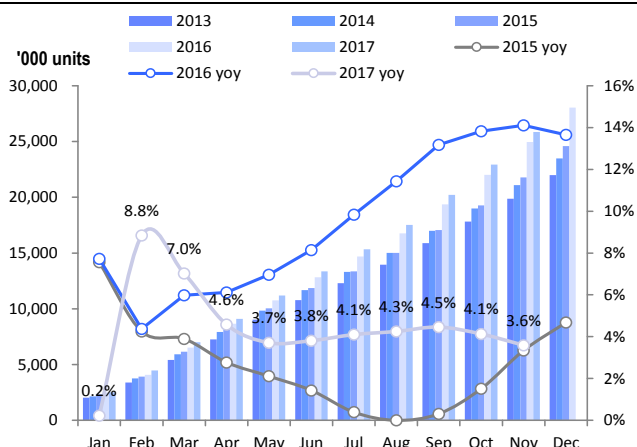
资料来源: 中国工程机械工业协会、中国统计局、国泰君安国际。

资料来源: 中国工程机械工业协会、国泰君安国际。

**汽车 - 2018年温和增长可期。**2017年11月, 国内汽车销售同比降0.7%, 乘用车销售持平, 商用车销售则同比增加5.7%。由于汽车购置税减免到期 (且因为2016年和2017年大部分汽车购买力可能被提前透支), 我们认为2018年未来整体汽车销售将继续放缓。可是, 随着中国政府对新能源汽车的促进推广以及中国的消费升级的趋势, 我们仍然预计2018年汽车销售增速温和, 可能同比增加约3%, 因此将为钢铁需求贡献温和增速。

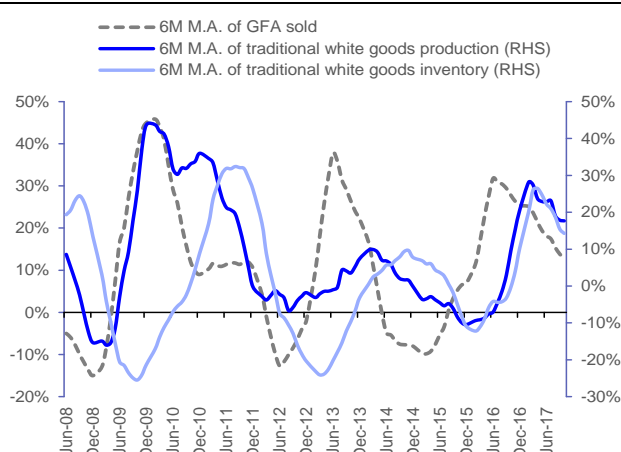
**家电 - 边际需求下跌。**鉴于全国房屋销售增速放缓的预期, 我们相信2018年家电销售持续温和地增长, 但增速减慢。这应该传导至生产端, 其中我们预计2018年家电生产将录得温和增长, 但增速正在递减。

图-7: 国内累计汽车销售



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

图-8: 国内家电生产及出售面积



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

**2018年整体钢铁消费持平。**根据我们对钢铁行业不同主要下游生产商的分析, 我们相信建筑相关的钢铁产品的需求在边际层面上可能面临一些压力, 由于房地产及基建投资增速可能减慢, 而建筑相关的钢铁占粗钢产量的50%-55%; 2018年整体粗钢消费增速可能相当有限。另外, 因为国内钢价持续走高, 国内钢铁产品在一定程度上已经失去出口竞争力。加上海外市场的贸易保护主义和反倾销政策, 2018年钢铁出口预期保持在低位。因此, 基于2018年的需求展望, 我们认为2018年粗钢消费将整体持平。

图-9: 月度粗钢表观消费量

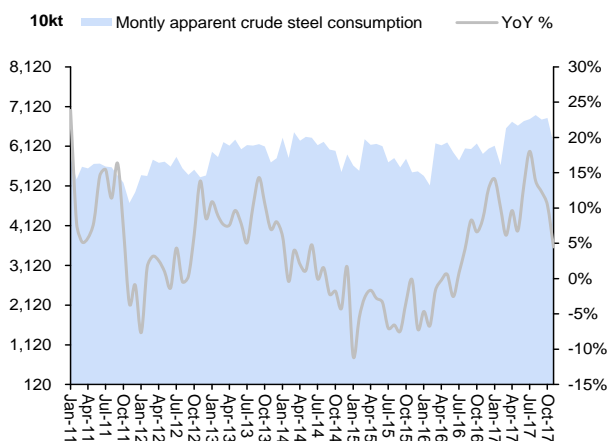
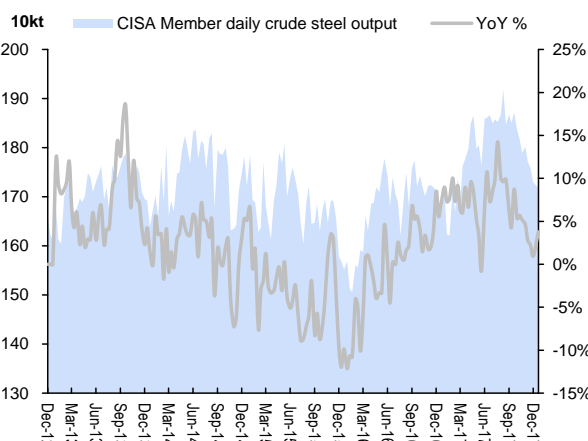


图-10: 中国钢铁工业协会成员钢铁厂的每日产量



资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

图-11: 中国月度累计粗钢产量

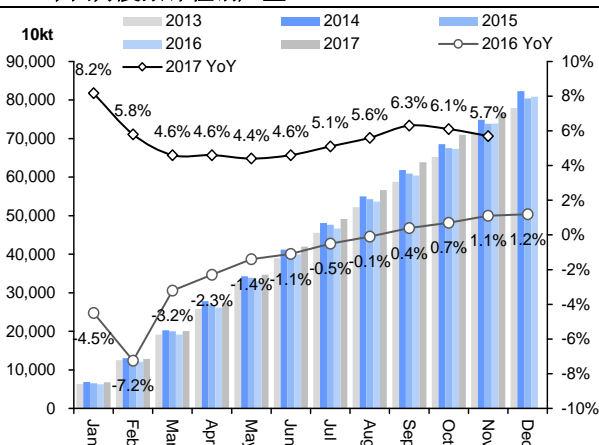
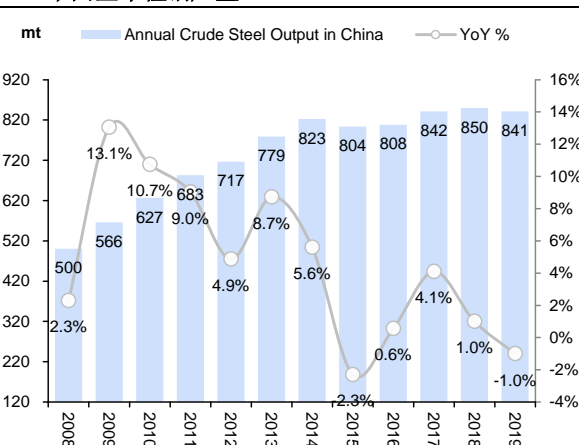


图-12: 中国全年粗钢产量



资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

## 中国钢铁供给前景

**国内钢铁去产能的进度快于预期。**在十三五规划期间，钢铁行业的供给侧改革的目标是淘汰1.40亿吨的钢铁产能。2016年，总共6,500万吨的粗钢产能遭受淘汰，此体量远大于年内的目标体量（4,500万吨），并且在2017年该势头得到延续，2017年上半年总共5,840万吨的粗钢产能被关停（再次超过4,500万吨的全年目标）。值得注意的是，2017年上半年约70%被关停的产能是运营中（“有效的”）的产能，而2016年大部分被淘汰的产能是已经被关停的钢铁厂。因此，自2017年起的产能削减实际上已经开始催化钢铁行业的供需机制，并且可以解释2017年内全国钢价中枢的上行。余下的1,700万吨目标产能预计在2018年遭受淘汰，2019年和2020年的焦点将会是行业重整和产能优化。不过，根据河北、江苏和山东的产能削减目标，仍有余下约3,000万吨的产能须要削减，因此在十三五规划期间实际淘汰的总产能可能大于预期。

表- 1: 国内粗钢产能及利用率

百万吨	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
年初全国名义粗钢产能	718	800	917	1,014	1,105	1,130	1,105	1,051	1,001
新增产能	82	116	97	100	55	5	11	10	13
削减产能				(9)	(30)	(30)	(65)	(60)	(30)
年末全国名义粗钢产能	800	916	1014	1105	1130	1105	1051	1001	984
同比 %		14.5%	10.7%	9.0%	2.3%	-2.2%	-4.9%	-4.8%	-1.7%
全国粗钢产量	627	683	717	779	823	804	808	842	850
同比 %		8.9%	5.0%	8.6%	5.6%	-2.3%	0.5%	4.2%	1.0%
产能利用率	78.4%	74.6%	70.7%	70.5%	72.8%	72.8%	76.9%	84.1%	86.4%

资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

**禁止地条钢所产生的影响。**截至2017年6月，中国27个省已经禁止不标准的钢铁产能，涉及超过600家钢铁企业及7,000万吨的粗钢产能，相当于中国全年粗钢产量的9%。值得注意的是，由中频炉产能生产的产量并未计算在全国粗钢产量，而由于被淘汰的体量将被标准的钢铁产能所供应，因此我们在2017年6月观察到全国粗钢产量突然上涨，这理论上应该提高钢铁产能利用率7%左右（根据2017年底的名义粗钢产能）。再者，因为废钢是地条钢生产的主要材料，淘汰此类产能将打破原来废钢平衡

的供需关系，导致 2017 年上半年废钢的价格显著下滑（25%左右）。然而，近日钢厂已经提高废钢投入以对冲因冬季停产引致的产量下降，加上 2017 年电弧炉钢铁产能加快复苏，废钢价格在 2017 年下半年上涨。

**在环保压力下，停产常态化。**2017年初，中国环保部宣布京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案。引进的措施包括，“26+2”地区在采暖期钢铁企业要减产，其中部分城市被要求限制高炉的产能利用率达50%。我们的估算显示，假如限产50%被严格实施，来自“26+2”地区的钢铁产量将减少3,900万吨，相当于全国粗钢产量的14.5%左右。我们认为，环保措施的常态化在产能清出方面将扮演正面角色，因为：1）短期而言，不符合更严格标准的钢铁企业将被禁止或被限制生产，这将间接提高它们的成本。2）中长期来看，环保措施将推升成本曲线及提升行业水平，继而强迫竞争力较弱的企业退出市场。

**表- 2: 受"26+2"地区停产影响的钢铁产量的评估**

百万 吨	铁产能	在 84%平均利用率下的 年化铁产量	在减产 50%下的 铁产能	在采暖期 粗钢减产
北京	0.0	0.0	0.0	0.0
天津	28.7	24.1	3.3	3.6
石家庄	6.3	5.3	0.7	0.8
唐山	132.1	111.0	15.0	16.5
邯郸	60.4	50.7	6.8	7.5
安阳	16.8	14.1	1.9	2.1
廊坊	4.1	3.4	0.5	0.5
保定	1.1	1.0	0.1	0.1
沧州	7.6	6.4	0.9	0.9
衡水	0.0	0.0	0.0	0.0
邢台	9.2	7.7	1.0	1.1
太原	11.5	9.6	1.3	1.4
阳泉	0.0	0.0	0.0	0.0
长治	7.5	6.3	0.9	0.9
晋城	5.2	4.4	0.6	0.6
济南	1.0	0.8	0.1	0.1
淄博	5.3	4.4	0.6	0.7
济宁	0.0	0.0	0.0	0.0
德州	4.4	3.7	0.5	0.5
聊城	2.4	2.0	0.3	0.3
滨州	8.2	6.9	0.9	1.0
菏泽	0.0	0.0	0.0	0.0
郑州	0.0	0.0	0.0	0.0
开封	0.0	0.0	0.0	0.0
鹤壁	0.0	0.0	0.0	0.0
新乡	0.0	0.0	0.0	0.0
焦作	0.0	0.0	0.0	0.0
濮阳	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>合计</b>	<b>311.7</b>	<b>261.9</b>	<b>35.3</b>	<b>38.9</b>

资料来源：中国统计局、中国发改委、Mysteel、国泰君安国际。

**新钢铁产能将加快产能置换。**虽然有很多规划中的钢铁产能，大部分这些新项目的投产要求产能置换率为1:1.25。总的来说，因为大部分被新产能置换的目标产能仍然运营中，未来新项目的生产将不会带来额外的制铁及制钢产能，但相反一旦那些项目投产，钢铁产能将出现净下跌。不过，因为热轧和冷轧生产线并不会受到此产能置换的影响，一些企业已将它们主要的产能由螺纹钢转移至冷轧或热轧的产能，因而我们预计2018年螺纹钢价格将继续保持在相当高的水平，而由于这些额外的产能，热轧和冷轧的价格可能受到一些压力。

**电弧炉钢铁生产复苏所带来的影响预计有限。**由于华北“26+2”城市的减产，企业投放更多废钢以减少50%的产能利用率限制所造成的影响。因此间接促进了废钢价格的快速增长，因而提高了电弧炉钢铁的生产成本。我们观察到目前每吨废钢成本高于模拟铁水成本约人民币300元，而电弧炉钢铁生产的每吨电力成本达到每吨人民币200元。值得注意的是，因为峰谷电费不同，因此电弧炉钢铁通常在晚上生产，这很自然导致该生产类型的产能利用率相对较低。考虑到其他成本比如石墨电极和其他合金，电弧炉钢铁的平均每吨成本高于长流程高炉钢铁生产人民币600-700元，这令它盈利能力的竞争力稍逊。根据Mysteel的渠道检查，预计2018年将有合计1,560万吨的电弧炉钢铁产能将恢复生产。考虑到电弧炉钢铁产能整体产能利用率可能提高，由电弧炉钢铁产能带来的实际新增产量有望超过1,500万吨。但是考虑到钢价强劲的季节性及盈利能力，我们相信由电弧炉复产产能带来的产量将有限。

**表- 3: 因为 2018 年新电弧炉钢铁产能带来的钢铁产量的估算**

地区	电弧炉数量 (单位)	全年产能 (百万吨)	状况	预计增产日期	2018 年加权平均生产时间	2018 年加权平均新电弧炉产能 (百万吨)
西北	2	1.6	新	2018 年	0.1	0.1
南部	1	1.0	新	2018 年	0.1	0.1
中部	2	1.3	在建中	2018 年	0.4	0.5
东部	6	6.1	完工但未开始生产	2018 年	0.7	4.1
西南	7	5.6	完工但未开始生产	2018 年	0.7	3.7
合计	18	15.6				8.5
目前电弧炉运营中产能 (百万吨)						96.0
2017 年平均产能利用率						50%
2018 年平均产能利用率						60%
提高产能利用率的新增产量 (百万吨)						9.6
来自其他来源的新电弧炉产能 (如产能升级等) (百万吨)						6.0
来自其他来源的新电弧炉加权平均产能 (百万吨)						3.0
基于 2018 年 60% 的产能利用率, 电弧炉钢铁产能带来的新增总产量 (百万吨)						16.5

资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

整体上, 我们预计季节性供需状况将维持紧绷, 但边际供给将挑战淡季的供需状况。根据我们对2018年产能变动的预测, 我们预计整体供需状况将呈季节性持续紧绷, 供应受制于环保停产和冬季错峰生产。不过, 我们相信潜在的高炉和电弧炉钢铁产能的复苏, 以及来自目前运营中产能的产能利用率提升, 都可能形成新的钢铁供应。根据2018年我们来自不同渠道的加权平均产能变动的预测, 我们预计2018年整体钢铁产能净减产4,100万吨左右。然而, 基于2018年下游需求持平的预期, 上述的边际供应可能主导淡季的供需机制, 从2018年全年的视角来看, 我们认为这可能将限制平均钢价中枢的升幅。

**表- 4: 2018 年钢铁产能净增加 / (削减) 的评估**

百万吨	FY18
2018 年产能削减	(30.0)
2018 年加权平均产能削减的时间	0.5
2018 年加权平均产能削减的产量	(15.0)
2018 年新钢铁产能	13.2
2018 年加权平均新产能的生产时间	0.5
2018 年加权平均新钢铁产能	6.6
2018 年新产能的产能置换	(15)
加权平均以上新钢铁产能置换旧产能的生产时间	0.8
加权平均新钢铁产能置换旧产能的产量	(11)
2018 年加权平均电弧炉新增产能	8.5
2018 年加权平均电弧炉产能升级的产量	3.0
2018 年加权平均高炉钢铁产能复产的产量	6.5
2018 年冬季错峰生产造成的影响 (假如冬季错峰生产在 2018 年第 4 季持续)	(39.0)
2018 年全国钢铁产量变动净额	(40.7)

资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

## 国内钢铁库存、价格及利润

钢铁的可储存性使得钢铁库存成为左右钢价的主要因素。由于行业的强周期本质和钢铁的生产流程, 供应并不如需求变动那样灵活, 供应通常落后需求变动。所以, 来自需求端的季节性和周期形成库存周期, 钢价在跟随此周期移动。我们观察到自2013年起平均社会钢铁库存已经进入下行通道, 钢铁厂库存也自2013年起攀升, 可能反映钢铁交易商看淡的预期 (因中国的固定资产投资减速)。然而, 伴随2016年起新的房地产周期叠加朱格拉周期, 我们预计下游钢铁行业需求温和上升。而叠加供给侧改革和钢铁行业的冬季错峰生产, 社会库存和钢铁厂库存均在2016年下跌, 并触发了此后的钢价上升。2017年因推行多项环保措施、在采暖期加强错峰生产以及钢铁行业持续削减产能, 该势头继续被放大, 行业内的供需关系变得更为紧绷。这可从社会钢铁库存和钢铁厂库存均处于自2013年起最低水平所观察到。基于2018年数项环保措施继续实行的预期以及钢铁行业进一步的削减产能, 我们相信此目前的库存环境可以在2018年得以保持 (低库存环境是支撑年内温和钢价的关键基本面)。

图-13: 社会钢铁库存

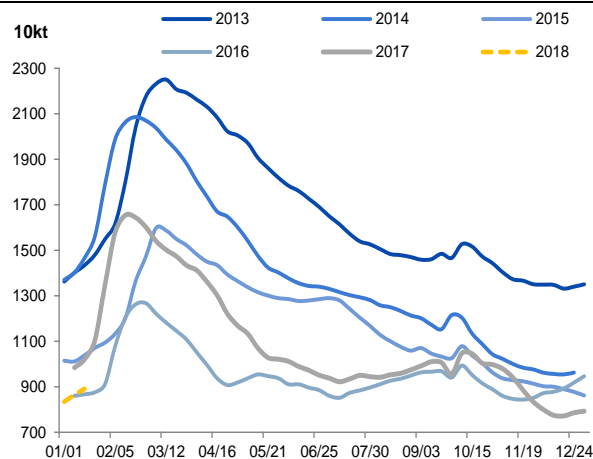
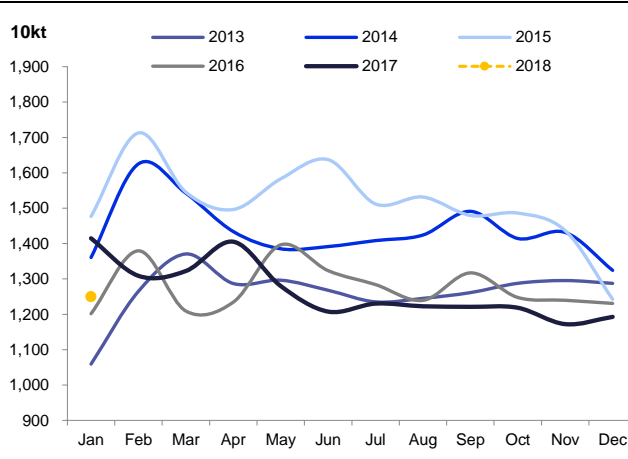


图-14: 钢铁厂库存 (中国钢铁工业协会成员)



资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

国内钢价正在接近2010年的高点。我们已经观察到2017年全年主要钢铁类型的价格升逾 30%。我们相信目前的钢铁定价环境由下列基本面共同塑造: 1) 供给侧改革导致的产能削减、淘汰地条钢钢铁产能和冬季停产。这些措施已大大有效地减少国内的钢铁产能。2) 在目前的宏观环境下, 不同渠道的低库存可能源于交易商和投资者较低的投机性库存。3) 受益于中国庞大的建筑工程及自2016年中开始的朱格拉周期所驱动的需求。我们大概相信这三个基本原则将持续催化2018年的钢价。所以, 与2017年比较, 我们预期2018年整体钢价温和地上升。不过, 因为大量电弧炉产能可能进入市场, 由可能大于预期的电弧炉产能复产带来的潜在影响值得关注。

图-15: 上海和北京热轧价格



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

图-16: 上海和北京冷轧价格



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

图-17: 上海和北京螺纹钢价格



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

图-18: 上海和北京中板价格



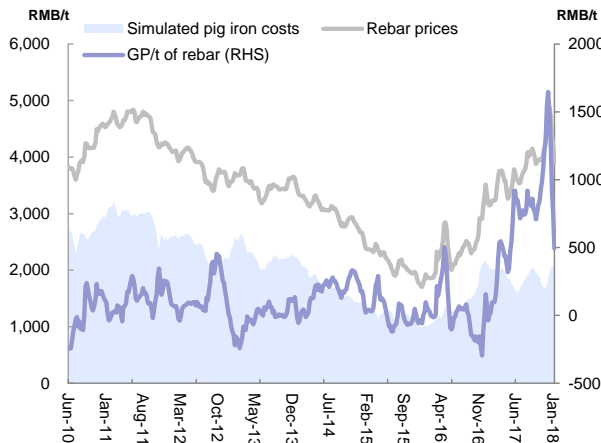
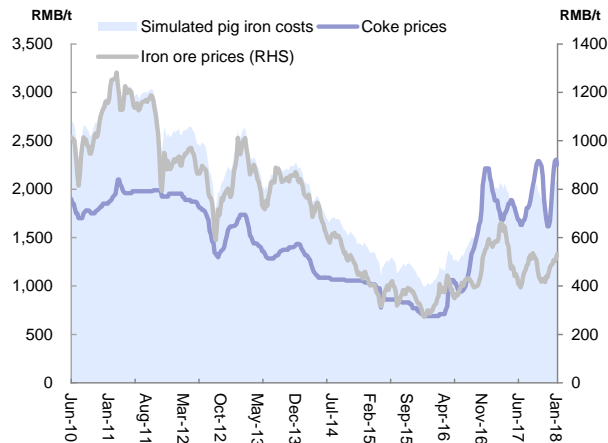
资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。



**2010 年以来录得最高的吨毛利。**我们对生铁成本的模拟显示，以螺纹钢作为代表，我们相信钢铁行业已经进入新的周期，行业公司的盈利显著提高，在螺纹钢价格与 2010 年价格水平相近的情况下，吨毛利却远高于 2010 年。此状况由下列两点所导致：1) 供给侧改革及环保措施推升钢价至 7 年新高。2) 全球铁矿石市场的持续产能扩张已经打击铁矿石价格。展望 2018 年，如果钢价可以保持在目前价格中枢，2018 年铁矿石产能进一步释放，但其中来吸收这些新的铁矿石产能的增量需求有限，可能令铁矿石价格受压，使得 2018 年长流程钢铁生产的材料成本下降。

图-19: 模拟国内生铁成本

图-20: 国内螺纹钢吨毛利



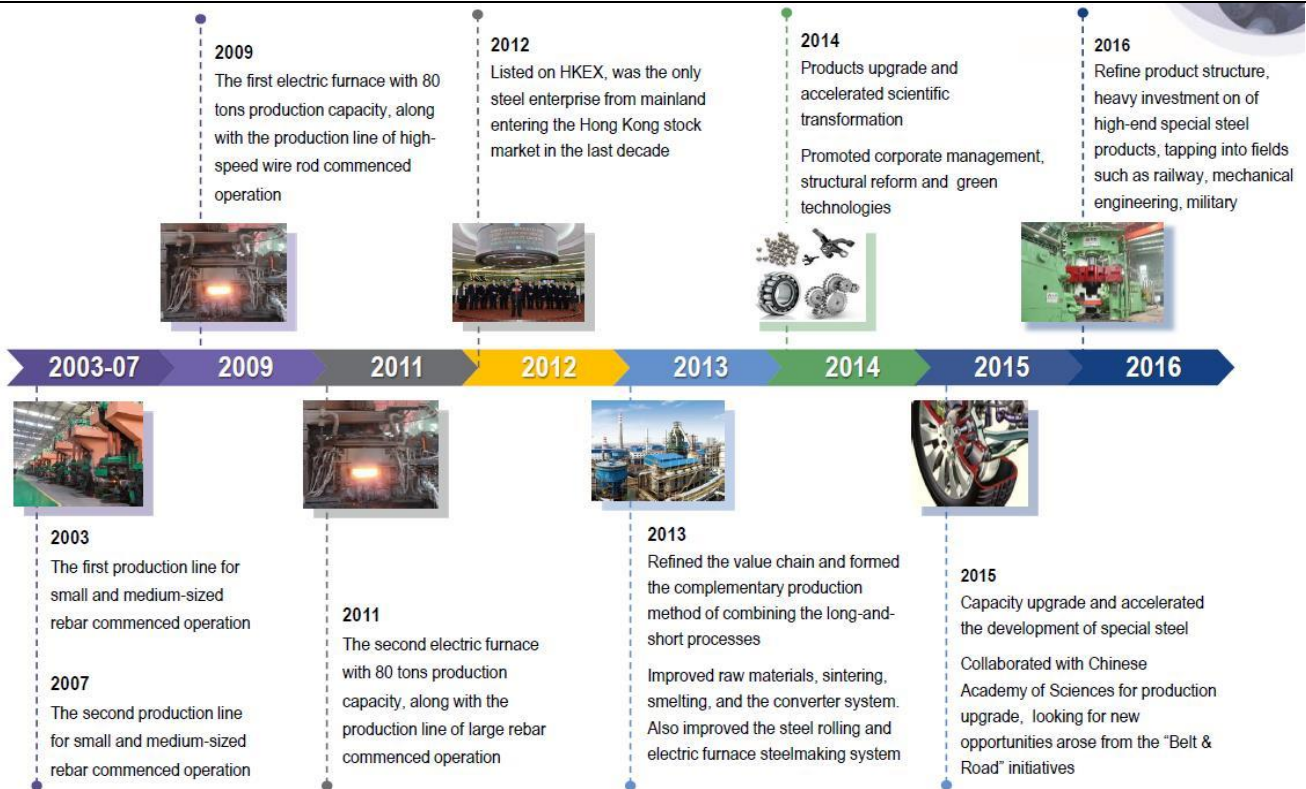
资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

### 公司分析

**西王特钢有限公司（“西王”或“公司”）**是一家位于山东省具规模的钢铁生产商。公司成立于 2003 年并于 2012 年在香港交易所的主板挂牌上市。西王生产的产品包括普通钢和特钢产品，被运用于不同领域。公司目前运营两套生产流程。1) 短流程使用废钢作为主要材料，通过电弧炉 以及 2) 长流程通过高炉将铁矿石转换成铁水。公司的高炉全年设计产能达到 210 万吨，电弧炉的全年设计产能达到 100 万吨。来自公司的转炉的产能达到 230 万吨，有三条冷热轧生产线和一条线材生产线，合计钢铁产品全年产能达到 300 万吨。

图-21: 西王特钢的企业里程碑

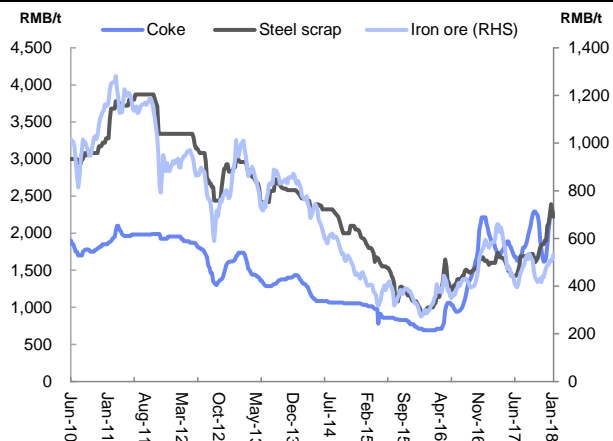


资料来源: 公司。

## 双生产流程

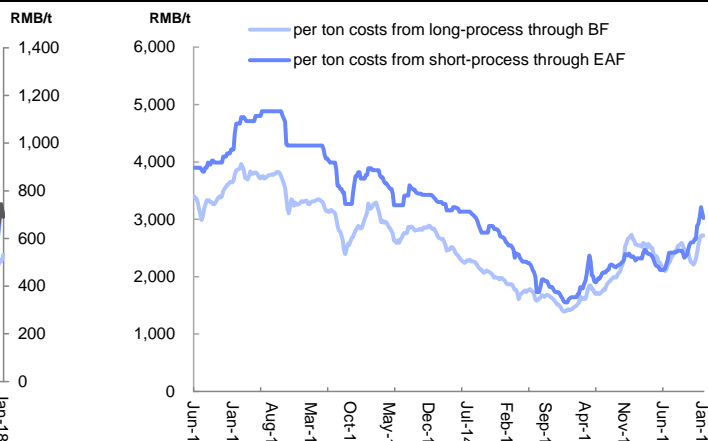
多样生产流程使得公司在原材料控制方面具备更大灵活性。透过不同的生产流程而调整产量，公司可以一定程度上减少其原材料成本。至于标准的长流程钢铁生产，铁矿石及焦煤为主要材料，短流程生产则通过电弧炉，废钢为主要材料。这即表明，若单位钢铁生产的废钢成本低于使用铁矿石及焦煤的每吨成本，更多使用短流程生产的钢铁生产，将提升公司的盈利能力，反之亦然。2012-2016年期间，透过为每个流程模拟生产成本，我们观察到通过高炉进行的长流程钢铁生产所产生的成本一般低于通过电弧炉进行的短流程钢铁生产所产生的成本。然而，由于自2016年下半年起，铁矿石及焦煤价格上涨，长流程钢铁生产的生产成本暂时超过短流程钢铁生产的成本。不过，由于11月开始的冬季错峰生产；废钢价格已被大幅推升，源于生产商投入更多废钢以对冲错峰生产的减产，令期内的两种生产流程的成本大致相同。我们相信双生产流程为公司提供更大的灵活性以对冲主要原材料的潜在提价且将有助于降低钢铁生产的生产成本。

图-22: 主要原材料价格



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

图-23: 通过两个生产程序的粗钢单位成本



资料来源：国泰君安国际。

## 产品

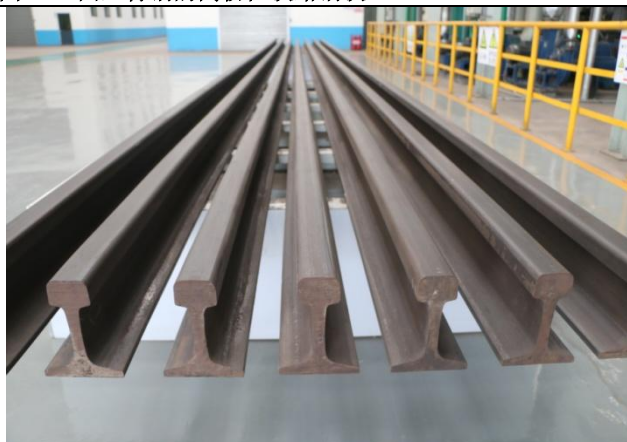
西王同时生产普通钢和特钢产品。公司的普通钢铁产品包括螺纹钢和线材，它们主要用作建筑及基建。西王生产的特钢产品包括优质的碳素结构钢、合金结构钢、轴承钢及焊钢，它们主要被用于造船、机械及汽车行业。另外，公司已获得其铁路钢铁产品的产品认证。公司是山东省第一家符合此认证的钢铁生产商，而且具备资格进行铁路钢铁生产及供应。

图-24: 西王特钢的钢铁产品

Ordinary steel			
	Products	Characteristics	End use
<ul style="list-style-type: none"> <li>High demand, high price volatility</li> <li>Demand rely on large projects such as infrastructure, real estate, high-speed railway and expressway</li> </ul>	<b>Wire rods</b> 	Mainly used as quality-building materials, equipped with characteristics such as earthquake resistance and anti-corrosion	 Real estate
	<b>Rebars</b> 		 Infrastructure and roads
<ul style="list-style-type: none"> <li>High value-added products catering high-end customers</li> <li>Covering a wide range of usage with new and high-end products, enjoying a more significant market growth</li> </ul>	<b>Quality carbon structural steel</b> 	High purity, strong mechanical attributes (such as flexion and extension strength)	 High-speed railway
	<b>Alloy structural steel</b> 	Can modify the chemical composition of alloy to achieve ideal attributes	 Automobile steel billet
	<b>Ingots</b> 	Purification, smelting and airtight pouring techniques, offering low-segregation and high-density ingots	 Metallurgical machinery
	<b>Forgings materials</b> 	Fast forging and repairing techniques, ensuring product consistency and quality	 Mechanical
			 Marine
			 Precision machinery
			 Wind power
			 Chemical and petroleum

资料来源：公司。

图-25: 西王特钢的高韧性铁路钢铁



资料来源: 公司。

图-26: 西王特钢的铁路车辆用连铸工艺LZ50车轴钢坯

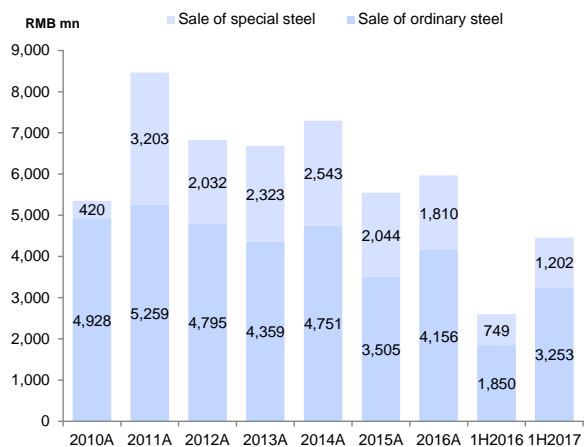


资料来源: 公司。

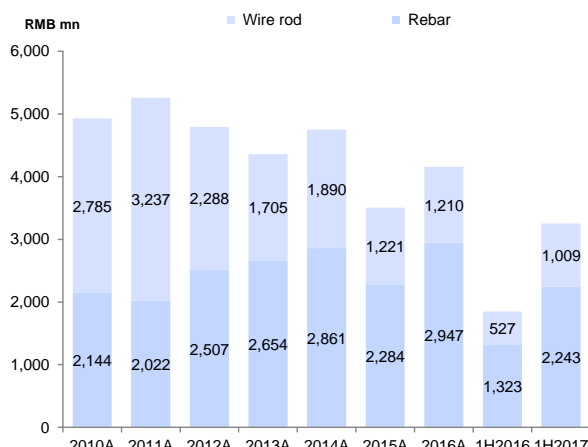
西王的普通钢和特钢分别大概相当于2016年钢铁产品销售收入的7:3比。螺纹钢及线材为公司的主要普通钢铁产品，合计占钢铁产品销售总收入的65%-70%左右。西王大部分的普通钢铁产品被用于大厦及桥梁的建设及基建项目。公司能够按照客户要求的规格生产不同大小的普通钢铁产品。特钢产品包括钢坯、螺纹钢和碳素结构钢的线材以及合金钢铁，合计占公司钢铁产品销售收入的30%-35%左右。优质的碳素结构钢产品包括不同横截面直径的钢坯。因此钢铁的纯度，它的力学性能较一般的碳素结构钢要好，比如扛弯曲强度和抗拉强度。合金结构钢铁是一种可被用于机械结构的合金钢铁。因为公司可以根据其钢铁产品的规模经济和下游需求的变动而灵活地调整其产能，因此我们看到自2016年起螺纹钢销售大幅上升，源于其高盈利能力和旺盛的需求为背景。

图-27: 西王特钢的钢铁产品的收入构成

图-28: 西王特钢的普通钢产品的收入构成



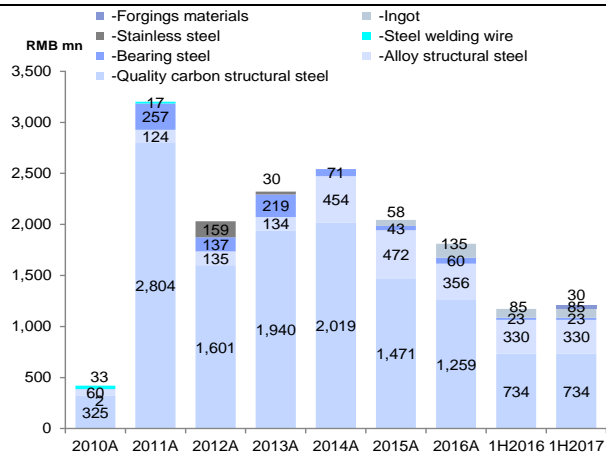
资料来源: 公司、国泰君安国际。



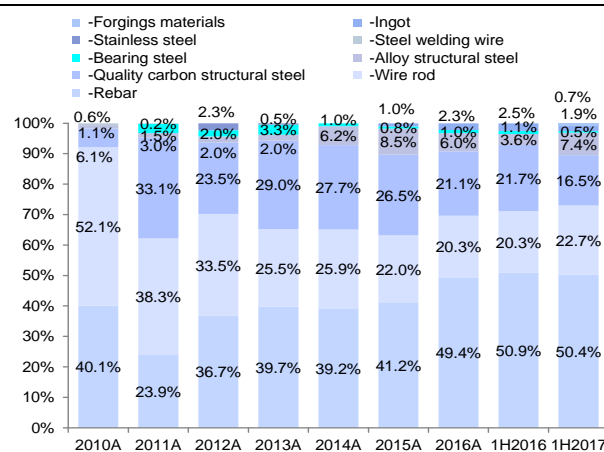
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-29: 西王特钢的特钢产品的收入构成

图-30: 西王特钢的钢铁产品的收入分布/构成



资料来源: 公司、国泰君安国际。

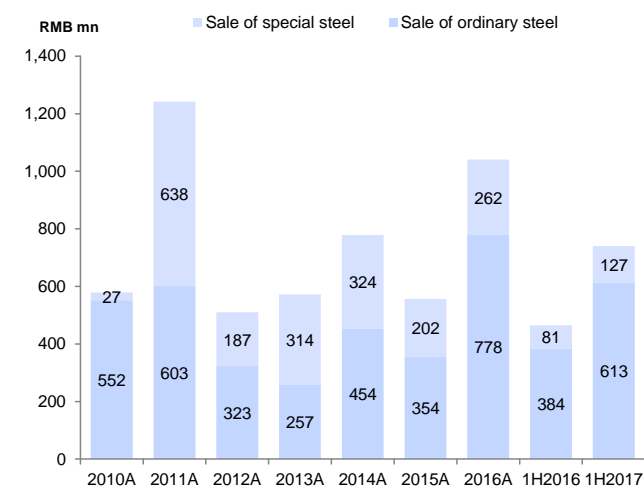


资料来源: 公司、国泰君安国际。

透过销售钢铁产品，公司的普通钢产品贡献大部分的毛利润。2011-2015 财年期间，来自普通钢和特钢产品的销售的毛利润贡献更加均衡，普通钢产品的销售量是公司的特钢产品销售金额的 2 至 3 倍。不过，由于中国普通钢产品的价格上涨，来自普通钢销售的毛利润贡献显著上升。此分别提高了公司 2016 年和 2017 年上半年普通钢销售的毛利率至 18.7% 和 18.8%，超过自 2011 年起特钢产品销售的毛利率。这是因为国内已经在 2016 年起进行钢铁去产能，使得普通钢价格对国内钢铁行业的供需状况的变动更具弹性。

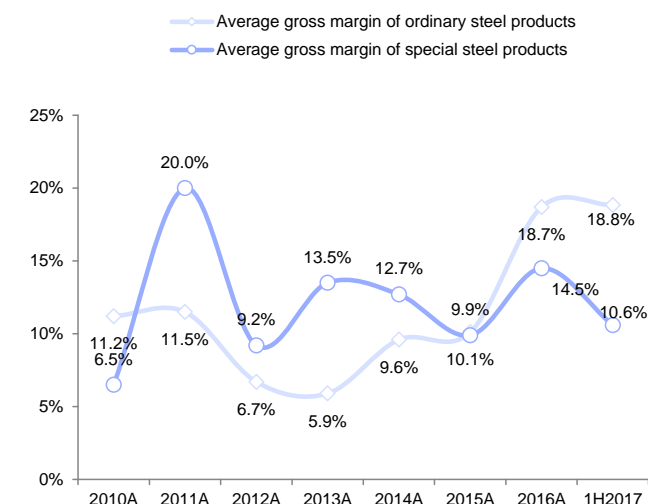
自 2013 年起，西王也从事大宗商品交易业务，主要是铁矿石、球团矿和焦煤。自 2013 年起设立大宗商品交易，该业务的增长迅速。2016 年和 2017 年上半年，商品交易业务达到公司总收入的 17.5%。但是由于其低毛利率，该业务仅分别贡献公司 2016 年和 2017 年上半年的毛利润的 1.9%/0.8%。此外，公司也销售钢铁生产的副产品，但来自该业务的收入和利润贡献对公司同期的收入及盈利并没有重大影响（少于 1%）。

图-31: 西王特钢的钢铁产品的毛利润



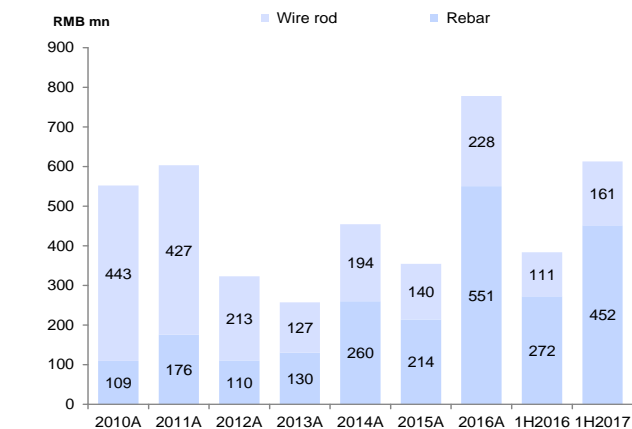
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-32: 西王特钢的钢铁产品的毛利率



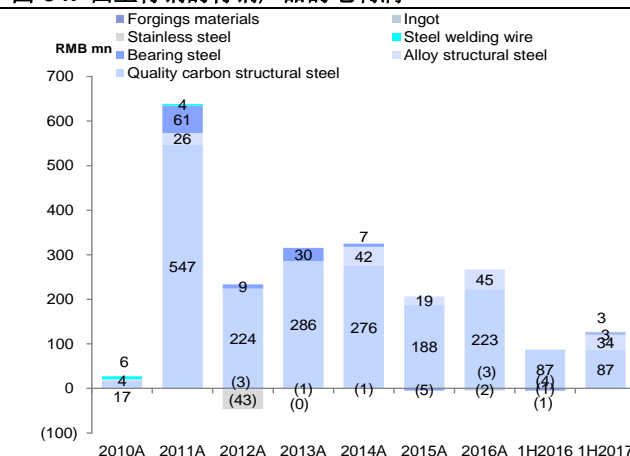
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-33: 西王特钢的普通钢产品的毛利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

图-34: 西王特钢的特钢产品的毛利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 未来发展

西王已经与中国科学院金属研究所建立战略框架。该框架协议旨在与中国科学院金属研究所进行长期研发合作，为高端钢铁的生产打造具示范作用的钢铁生产线。2017年5月，公司宣布已经接获相关部门对其铁路钢材产品的产品认证。公司目前正在扩大这些铁路钢材产品的产能，第一批的新产能有望在2018年下半年上市。我们相信该战略框架将使得公司在特钢方面开拓更多机遇，潜在地在钢铁产品装备更强大的研发能力以及带来更强劲的竞争力。

进军铁路钢铁产品市场。继获得铁路钢铁产品的产品认证证书后，西王展开人民币25.5亿元的新投资，为其铁路钢铁产品建立新的生产线，该生产线能够每年生产700,000吨的铁路钢铁、150,000吨的铁路钢坯和150,000吨的异形钢。项目的发展将分两期展开：第一期预计在2018年完工、第二期预计在2020年竣工。当项目的第一期完工，新生产线的每年设计产能有望达到300,000吨的铁路钢铁和150,000吨的铁路钢坯。我们相信该新产品类别将从2019年开始贡献显著的盈利。

公司与中国再生资源发展有限公司签署战略合作。2016年12月，公司与中国再生资源发展有限公司签署战略框架协议，探索在废钢再循环和营销的机遇。双方同意设立一家合营公司，中国再生资源发展将注入其报废车拆解企业到合营公司。我们相信双方之间的战略合作将促进废钢市场内的标准化和提升山东的市场效率。我们也相信新平台将使得西王实现废钢的自给自足，因而减少废钢采购的额外成本及确保相对稳定的废钢供应。

## 财务分析

### 收入

由于钢价的周期性变动，公司的收入展现强劲的周期性。2010-2016年期间，虽然公司的钢铁产品的产量录得11.3%的年复合增长率，公司同期收入增速显出强劲的波动性。这是由于钢铁行业的强周期本质以至于钢价所致。供需关系为定价设下基调，钢铁行业的去产能及不同环保措施的严格实施已明显改变了钢铁行业的供需关系。钢铁行业的供需关系目前变得更加平衡，钢铁生产商更高的平均产能利用率，加上更低的社会库存，使得钢价中枢上升。基于未来有限的新产能，我们相信2018年余下时间钢铁产量的净下降持续地催化钢铁市场的供需关系，所以我们预计钢价动力将持续到2018年。

**2018年产量预计保持持平，特钢是中长期的关键增长驱动力。**基于2018年房地产和基建投资增速放缓的前景，我们相信边际钢铁需求也将于2018年开始下跌。但是由于庞大在建的工程，整体钢铁需求不可能在2018年大幅下滑。另外，我们相信朱格拉周期将带来更多特钢需求，因为设备和机械的更新及升级可能刺激某类型的特钢需求。我们预计2018年西王的铁路钢铁产能的增产，将提升2019年其特钢产量约31%（根据2018年和2019年对特钢产量的预测）。我们预期公司2017-2019财年的钢铁总销量分别达到300百万吨/310百万吨/340百万吨。

我们预计公司2017-2019财年的收入分别达到人民币11,937百万元/12,603百万元/14,323百万元。我们预计公司2017-2019财年公司的螺纹钢和线材的销售均价分别达到人民币3,161元/人民币3,259元/人民币3,324元，相当于同比增长53.0%/3.1%/2.0%。我们相信国内钢铁市场的供需状况的持续改善，将普遍提高钢的价格中枢，这是2018财年销售均价温和上升3.1%的主因。值得注意的是，我们相信继公司在2019年铁路钢铁出货之后，公司钢铁的销售均价将会上调每吨人民币380元，这是基于预期不同的铁路钢铁产品的销售均价一般高于公司目前特钢产品人民币1,000至人民币2,000元。

表- 5: 西王特钢的收入预测

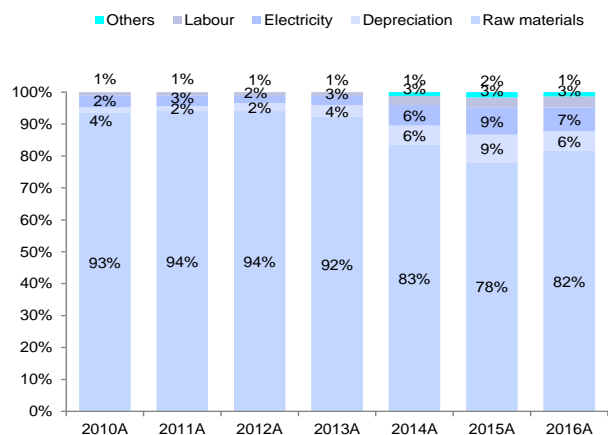
(人民币/吨)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>普通钢</b>										
螺纹钢	3,439	4,039	3,299	3,018	2,604	1,825	2,034	3,130	3,224	3,288
线材	3,790	4,389	3,645	3,241	2,794	2,028	2,150	3,192	3,295	3,359
平均销售价格	3,629	4,247	3,456	3,102	2,676	1,891	2,066	3,161	3,259	3,324
<b>特钢</b>										
优质碳素结构钢	3,605	4,474	3,863	3,564	3,038	2,270	2,247	3,286	3,450	3,519
合金结构钢	3,839	4,584	3,583	3,482	3,017	2,120	2,312	3,519	3,695	3,769
轴承钢	4,471	4,900	4,969	3,949	3,516	2,753	2,326	3,650	3,832	3,909
钢焊丝	3,884	4,450	0	0	0	0	0	0	0	0
不锈钢	0	0	10,200	8,749	1,906	0	0	0	0	0
钢锭	0	0	0	0	0	2,953	3,007	4,062	4,265	4,351
锻材	0	0	0	0	0	0	0	3,830	3,945	4,024
铁路钢铁										4,314
铁路钢坯										4,741
异形钢										4,314
平均销售价格	3,661	4,510	4,102	3,620	3,046	2,257	2,305	3,361	3,459	3,840
<b>销售量 ('000 吨)</b>										
普通钢	1,358	1,238	1,388	1,406	1,775	1,854	2,012	2,192	2,241	2,284
特钢	115	710	495	642	835	906	785	808	836	1,095
<b>总收入 (人民币/百万)</b>	<b>5,387</b>	<b>8,541</b>	<b>6,891</b>	<b>7,030</b>	<b>8,642</b>	<b>6,752</b>	<b>7,567</b>	<b>11,937</b>	<b>12,603</b>	<b>14,323</b>

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 销售成本及毛利润

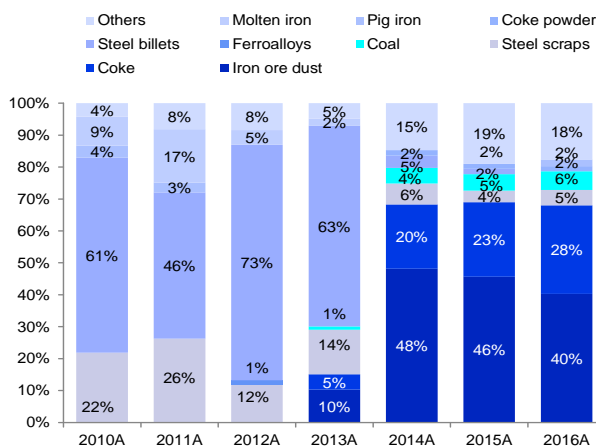
原材料成本占西王的销货成本最大占比。2010-2016财年，原材料成本占公司的销货成本的78%至94%。自2013年推出长流程产能后，折旧及电力成本大幅攀升，因此相比2014年前，原材料成本占相对小的比例。至于标准长流程生产，铁矿石和焦煤为驱动钢铁企业浮动成本变化的两大原材料，短流程生产通过电弧炉、废钢或钢坯为主要成本驱动力。因此，公司的原材料成本结构的过渡相当于自2013年长流程产能投产后其生产流程的过渡。

图-35: 西王特钢的钢铁生产的成本结构



资料来源: 公司、国泰君安国际。

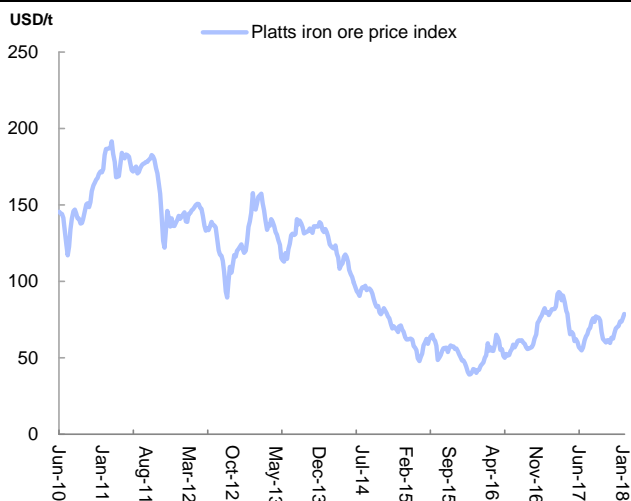
图-36: 西王特钢的钢铁生产的原材料成本结构



资料来源: 公司、国泰君安国际。

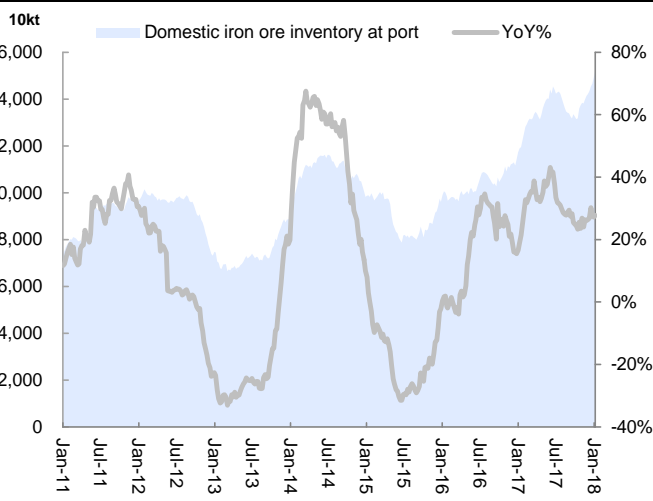
对进口铁矿石的高度依赖已经消化2017年的铁矿石供给高峰。继2016年起中国的钢铁行业实施供给侧改革以来，2017年产能利用率及行业盈利状况明显改善。2017年，由于对钢铁产品的下游需求不俗以及自2017年6月起去除感应炉钢铁产能，铁矿石的需求相当不俗，此支撑了铁矿石价格（尽管在2017年港口高库存的环境下）。由于限制生铁产能而出现冬季减产，以及目前中国高焦煤价格的环境下，钢铁企业使用更多高品位的铁矿石作为钢铁生产。因此，我们观察到2017年强劲的进口铁矿石需求，这也帮助消化了全球主要铁矿石供应商的持续产能扩张。

图-37: 普氏铁矿石价格指数



资料来源: 普氏钢铁市场、国泰君安国际。

图-38: 国内港口铁矿石

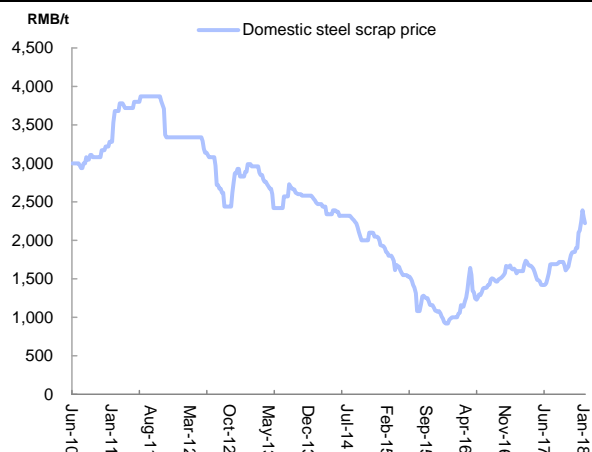


资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

由于持续的全球产能扩张，2018年铁矿石价格可能走低。虽然我们相信国内钢铁生产将继续高度依赖进口铁矿石，我们相信：1）伴随2018年5,000万吨新铁矿石产能的预期，铁矿石市场的供需关系将围绕较低的价格重新构建；2）2018年中国的钢铁边际需求预计将下跌；基于2018年国内固定资产投资增速较慢的预期背景下，将共同打击2018年的铁矿石价格，加上非常高的港口库存量，我们预期2018年铁矿石价格面临巨大的下行风险。但值得注意的是，我们相信：1）第一季为铁矿石出货量的淡季 2）2018年第一季后恢复生产将很可能推高2018年第一季的铁矿石价格。所以我们预计铁矿石价格下跌将于2018年下半年发生。

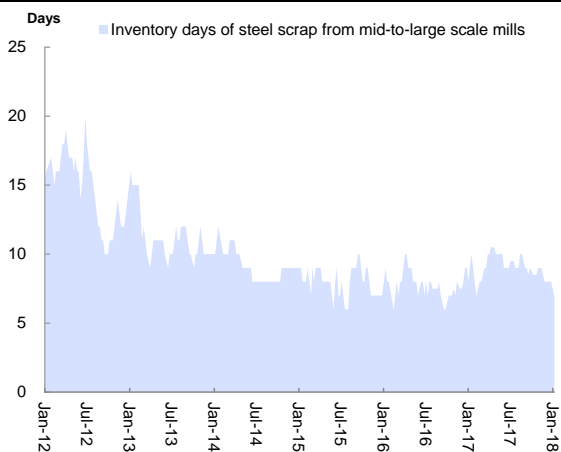
2018年废钢价格中枢将进一步攀升。受到地条钢产能在2017年6月关停的影响，由于废钢是该类钢铁产能的主要原材料，国内废钢的供需关系暂时被破坏。在废钢价格大幅下滑后，废钢的成本优势变得明显，所以钢铁厂开始提高废钢在钢铁生产的占比。在2017年第4季后，因为国内更多电弧炉产能已恢复生产，废钢的需求上涨。“26+2”地区的冬季限产后，废钢的需求在10月进一步扩大，源于钢厂进一步地提高了废钢的占比以生产更多钢铁。在低库存和废钢高需求的环境下，国内废钢价格上涨逾每吨人民币500元。踏入2018年，基于钢铁生产的高盈利，我们相信2018年1,560万吨的电弧炉产能的复产以及目前在产产能的产能利用率的提高，将共同为废钢带来增量需求。基于废钢有限的供应增长为背景，我们相信2018年废钢价格中枢将进一步攀升。因此，考虑到铁水和废钢之间的成本效益，我们预期利用长流程的钢铁厂可能减少它们的废钢投入，但这并不会改变废钢价格中枢的整体上行态势（因受到总体需求上升的贡献）。

图-39: 国内废钢价格



资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

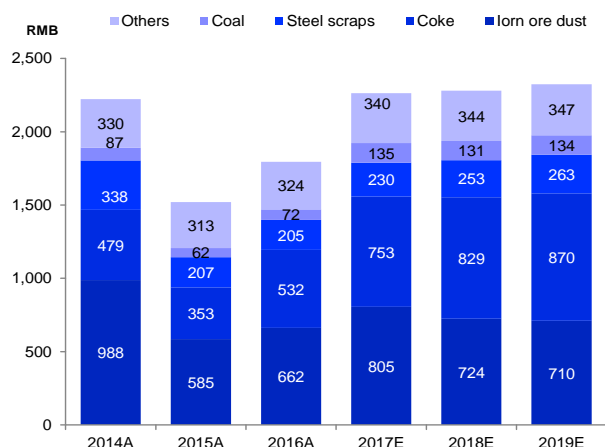
图-40: 中大型钢铁厂的废钢库存



资料来源: Mysteel、国泰君安国际。

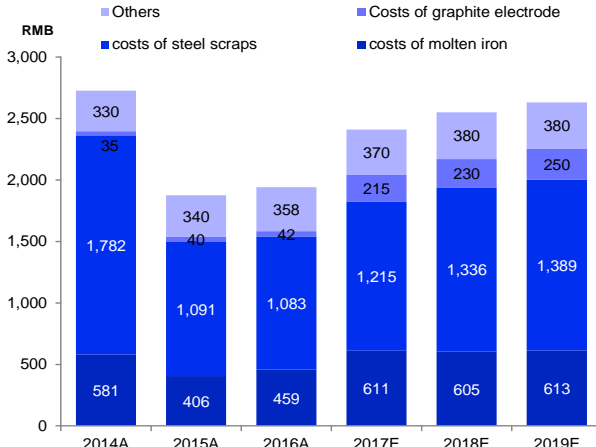
西王的毛利润和毛利率有望在2018财年进一步攀升。鉴于: 1) 钢铁市场的供需状况进一步改善, 驱动钢价中枢上扬, 及 2) 原材料成本下跌的预期, 主要因为铁矿石价格下滑 (在全球领先的铁矿石供应商持续产能扩张的背景下, 出现供应过剩状况), 我们预期公司的毛利润在2018财年进一步扩大。在我们对长流程和短流程钢坯的成本模拟下, 我们预计西王2017-2019财年钢铁产品的吨毛利分别为人民币629元/人民币692元/人民币768元。加上商品交易和副产品的毛利润, 我们预计公司2017-2019财年的毛利润分别达到人民币19.08亿元/21.50亿元/26.16亿元, 相当于2017-2019财年同比增长78.6%/12.7%/21.7%。对应期间的毛利率因此预计为16.0%/17.1%/18.3%。

图-41: 为公司通过高炉 (长流程) 钢铁生产的钢坯的模拟原材料成本



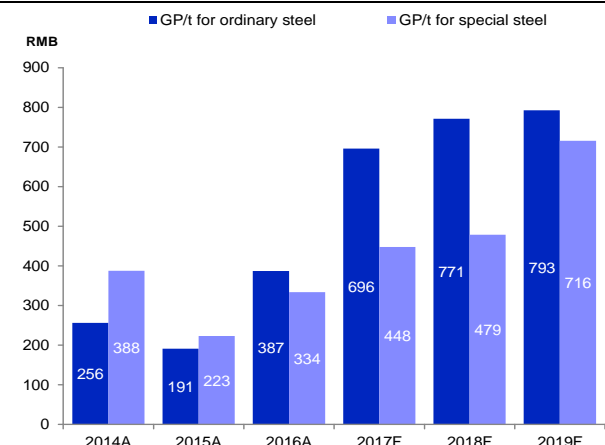
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-42: 为公司通过电弧炉 (短流程) 钢铁生产的钢坯的模拟原材料成本



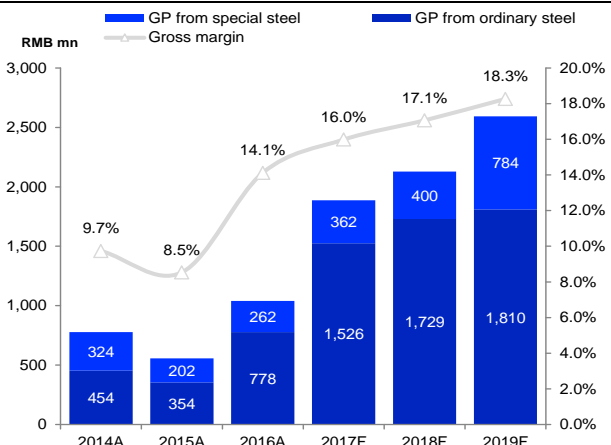
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-43: 公司的普通钢及特钢的吨毛利



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-44: 公司的普通钢及特钢的毛利润



资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-6: 西王特钢的钢铁生产的主要原材料的价格假设

人民币	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
铁矿粉	617	366	413	503	453	444
焦煤	1,122	825	1,245	1,507	1,658	1,740
废钢	2,252	1,379	1,369	1,536	1,689	1,757
煤炭	475	388	426	564	547	558
其他	5,517	4,663	5,204	6,004	6,184	6,369

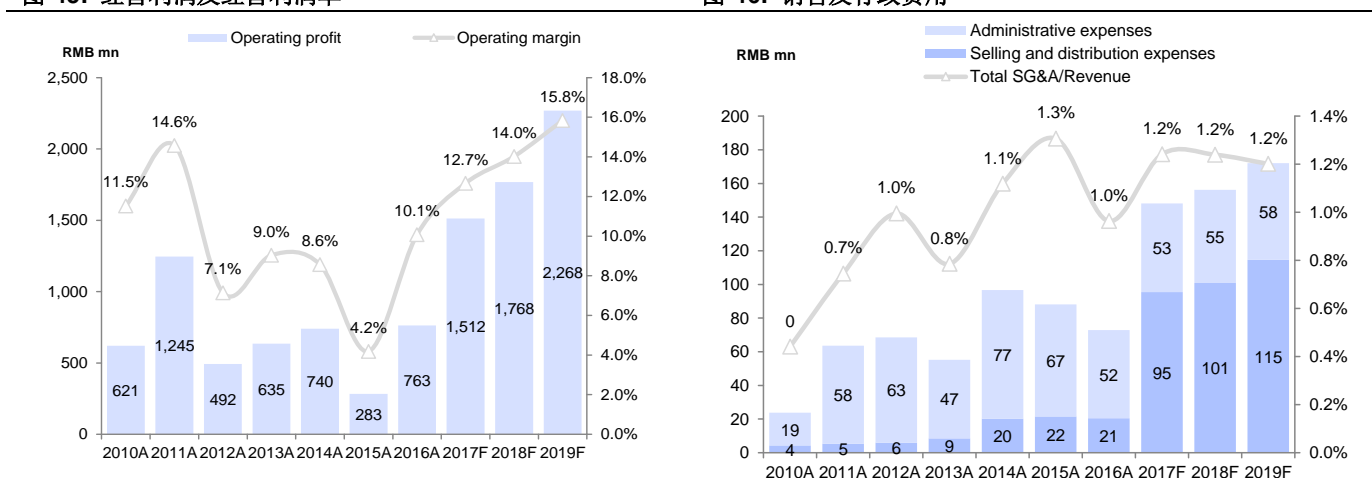
资料来源: 公司、国泰君安国际。

## 经营利润

经营利润有望由2016财年的人民币7.63亿元增至2019财年的人民币22.68亿元, 经营利润率则预计由2016财年的10.1%增至2019财年的15.8%, 主要受到2016-2019财年毛利润和毛利率所贡献, 这是源于更高的钢价中枢预期和相对稳定的原材料价格的展望。值得注意的是, 西王更改了物业的折旧政策, 由30年改为40年, 机械及设备的折旧由15年改为20年。该折旧政策已经导致每年的折旧下降, 且折旧政策与其他同业一致。另外, 由于2017财年交通运输成本大幅增加, 公司的销售费用预计大幅上涨。

图-45: 经营利润及经营利润率

图-46: 销售及行政费用



资料来源: 公司、国泰君安国际。

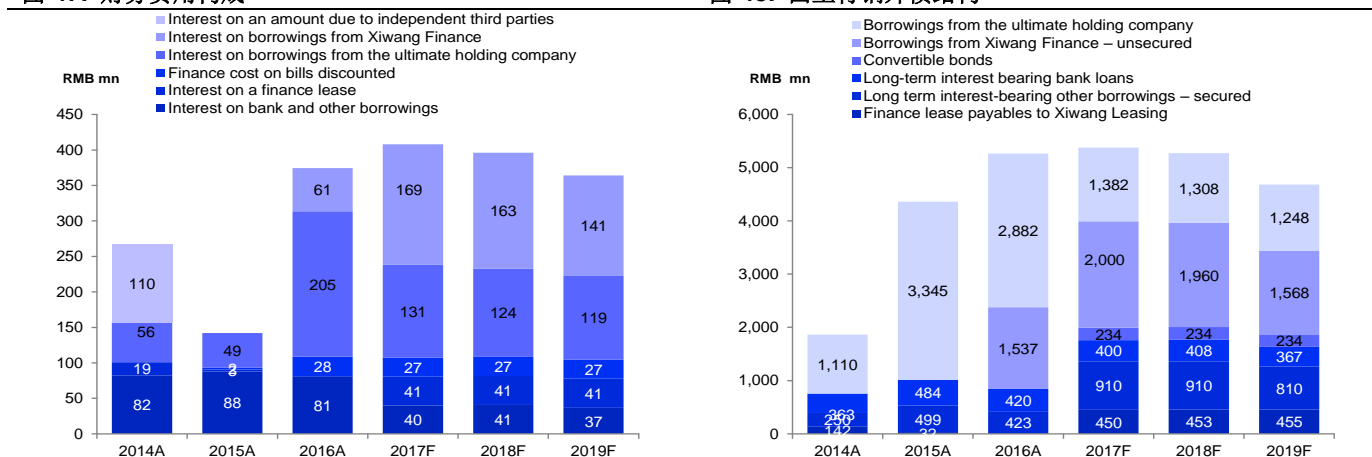
资料来源: 公司、国泰君安国际。

## 财务费用及偿付能力

源于目前强劲的行业基本面, 我们预计西王将减少其外债。西王的外债主要包括集团内各公司的借款、融资租赁和银行借款。2015年, 由于行业低迷, 西王须要向内部融资举债, 从而维持其运营和继续资本开支。基于行业基本面已经大幅改善, 我们预计西王在2017-2019财年逐步偿还部分外债, 如此将降低相应期间的财务费用。此举将令西王的净负债由2016年的120.0%降至2018年的77.7%, 及进一步下降至2019年的56.9%。

图-47: 财务费用构成

图-48: 西王特钢外债结构



资料来源: 公司、国泰君安国际。

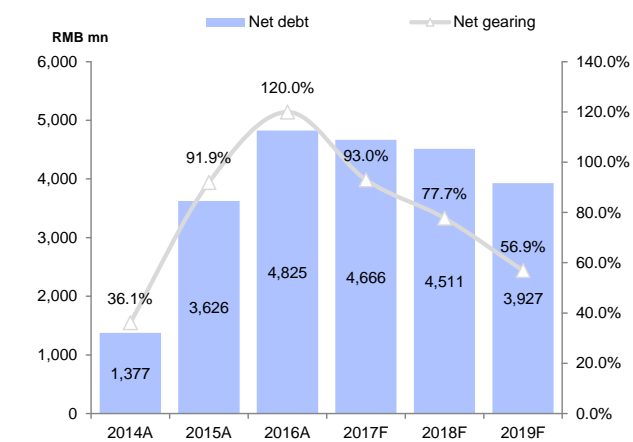
资料来源: 公司、国泰君安国际。



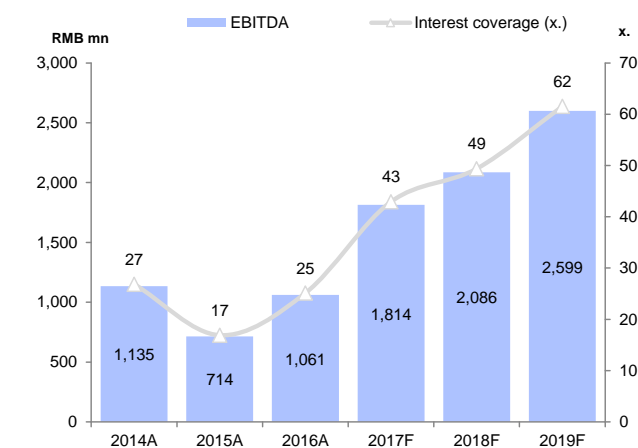
西王具备强劲的偿付能力，以抵御钢价的回撤。根据西王的 EBITDA，我们测试西王 2016 财年的利息覆盖率为 25 倍，将会进一步放大至 2017-2019 财年的 43 倍/49 倍/62 倍（基于 2017-2019 财年的盈利预测）。同时我们通过压力测试以评估公司在可能出现的极端市况下的偿付能力。测试显示，如果螺纹钢平均价格下跌 20%，公司的利息覆盖率将下滑 94% 左右至 2.8 倍（假设铁矿石价格保持不变）。我们相信铁价和钢价的走势将趋于一致，实际上能引发的财务压力的钢价回撤幅度将远超过 20%。该压力测试暗示，西王具备强大的安全边际，以抵御显著的钢价回撤。

图-49: 西王特钢的净负债比率

图-50: 西王特钢的利息覆盖



资料来源: 公司、国泰君安国际。



资料来源: 公司、国泰君安国际。

表- 7: 西王特钢 2018 年偿付能力的压力测试

利息覆盖率 (倍)	公司的螺纹钢价格变动									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
铁矿石价格变动	-20%	-73%	-49%	-26%	-2%	21%	45%	69%	92%	116%
	-15%	-78%	-55%	-31%	-8%	16%	40%	63%	87%	110%
	-10%	-84%	-60%	-36%	-13%	11%	34%	58%	81%	105%
	-5%	-89%	-65%	-42%	-18%	5%	29%	53%	76%	100%
	0%	-94%	-71%	-47%	-24%	0%	24%	47%	71%	94%
	5%	-100%	-76%	-53%	-29%	-5%	18%	42%	65%	89%
	10%	-105%	-81%	-58%	-34%	-11%	13%	36%	60%	84%
	15%	-110%	-87%	-63%	-40%	-16%	8%	31%	55%	78%
	20%	-116%	-92%	-69%	-45%	-21%	2%	26%	49%	73%

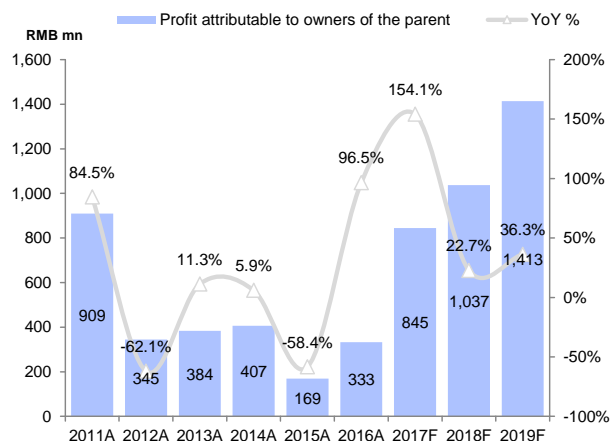
资料来源: 公司、国泰君安国际。

## 净利润及净利率

净利润有望从 2016 财年的人民币 3.33 亿元增长至 2017-2019 财年的人民币 8.45 亿元/10.37 亿元/14.13 亿元，分别相当于对应期间的同比增长 154.1%/22.7%/36.3%。此增长主要由 2017-2019 年钢价提高所贡献，因此导致毛利润及经营利润上升。另外，公司在 2018-2019 财年的去杠杆的预期也对此增长有贡献。根据净利润预测，2017-2019 财年的净利率分别为 7.1%/8.2%/9.9%。

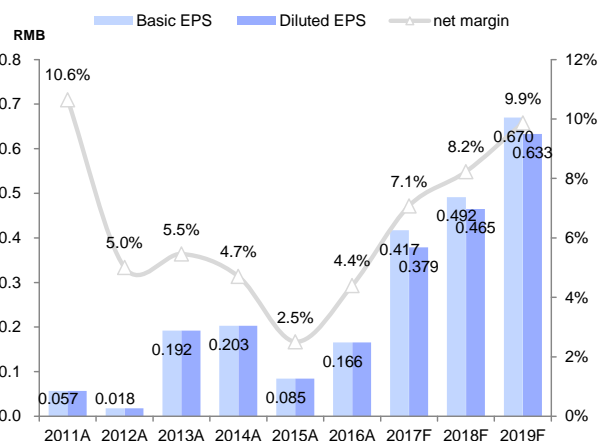
2017-2019 财年的基本每股盈利预计为人民币 0.417 元/0.492 元/0.670 元，分别上升 151.7%/17.9%/36.3%。值得注意的是，公司在 2017 年 9 月完成配售。配售之后，公司的发行在外股份达到 21.10 亿，相当于公司已扩大发行资本的 4.7% 左右。此外，公司在 2017 年 10 月发行总值 3,000 万美元的可转换债券，转换价格为每转换股份 1.91 港元。假如将可转换债券完全转换，最多 1.225 亿股转换股份将被发行，相当于公司现有已发行股本的 5.8% 左右。因此，西王 2017-2019 财年的基本每股盈利预计分别为人民币 0.417 元/0.492 元/0.670 元，2017-2019 财年的摊薄每股盈利预计分别为人民币 0.379 元/0.465 元/0.633 元。

图-51: 归属西王特钢股东净利润



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-52: 西王特钢净利率及每股盈利

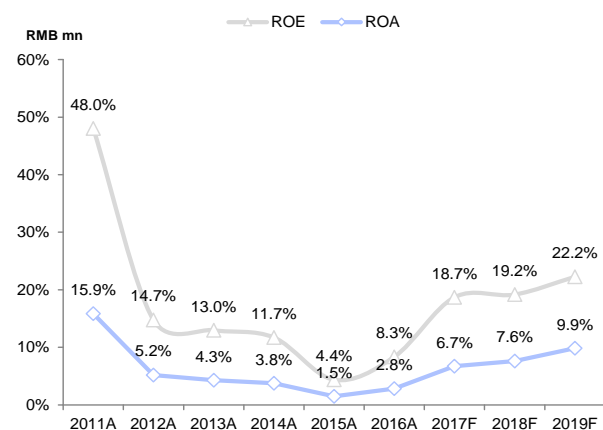


资料来源: 公司、国泰君安国际。

### 资产收益率和净资产收益率

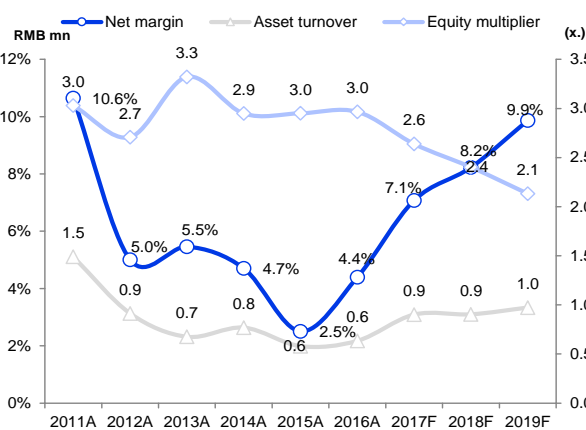
公司的资产收益率和净资产收益率将于2018年进一步改善。我们的盈利预测显示，西王的2017财年资产收益率和净资产收益率将分别攀升6.7%和18.7%，年内提高3.9个百分点和10.4个百分点。资产收益率和净资产收益率如此明显上涨，主要受到2017财年公司的钢铁产品高于平均的钢铁出货价格所驱动。基于钢铁行业供需状况进一步改善的预期，我们相信盈利改善动力将于2018财年继续，我们预期2018财年公司的资产收益率和净资产收益率分别为7.6%和19.2%。

图-53: 西王特钢的ROE 和ROA



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-54: 西王特钢的ROE杜邦分析法



资料来源: 公司、国泰君安国际。

### 钢铁销售均价及主要原材料价格变动的敏感性分析

因为钢铁生产商的盈利对于钢价和主要原材料价格的变动非常敏感，我们模拟了钢铁销售均价、出货量和主要原材料的潜在变动所造成的影响。基于螺纹钢占公司的出货量和盈利最大部分，而螺纹钢价格也对其他钢铁产品具有相当指标作用，我们以螺纹钢的销售均价和销售量作为此敏感性分析的参数。第一个分析（其他假设不变）评估螺纹钢的销售量和销售均价的共同变动所产生的潜在影响。第二个分析（余下的假设不变）度量公司于2018财年铁矿石和焦煤价格。结果显示，西王对于螺纹钢的销售均价变动有最强烈的敏感度（余下的假设不变）：2018财年螺纹钢销售均价假设出现3%/5%/10%的变动，将可能令2018财年的每股盈利分别增厚21%/35%/69%左右。

**表- 8: 公司的螺纹钢销售均价及出货量对 2018 年每股盈利的敏感性分析**

每股盈利的%变动 (人民币)	公司的螺纹钢销售均价变动									
	-15%	-10%	-5%	-3%	0%	3%	5%	10%	15%	
螺纹钢销售量变动	-15%	-10%	-5%	-3%	0%	3%	5%	10%	15%	
-15%	-109%	-77%	-45%	-33%	-13%	6%	19%	50%	82%	
-10%	-107%	-75%	-42%	-29%	-9%	11%	24%	57%	90%	
-5%	-106%	-72%	-38%	-25%	-4%	16%	29%	63%	97%	
-3%	-105%	-71%	-37%	-23%	-3%	18%	31%	66%	100%	
0%	-104%	-69%	-35%	-21%	0%	21%	35%	69%	104%	
3%	-103%	-68%	-32%	-18%	3%	24%	38%	73%	108%	
5%	-102%	-67%	-31%	-17%	4%	26%	40%	76%	111%	
10%	-100%	-64%	-27%	-13%	9%	31%	45%	82%	118%	
15%	-99%	-61%	-24%	-9%	13%	36%	51%	88%	125%	

资料来源: 国泰君安国际。

**表- 9: 铁矿石价格和焦煤价格变动对 2018 年每股盈利的敏感性分析**

每股盈利的%变动 (人民币)	铁矿石价格变动									
	-15%	-10%	-5%	-3%	0%	3%	5%	10%	15%	
焦煤价格变动	-15%	-10%	-5%	-3%	0%	3%	5%	10%	15%	
-15%	50%	43%	35%	32%	27%	22%	19%	11%	3%	
-10%	41%	34%	26%	23%	18%	13%	10%	2%	-6%	
-5%	33%	25%	17%	14%	9%	4%	1%	-7%	-15%	
-3%	29%	21%	13%	10%	5%	1%	-2%	-10%	-18%	
0%	24%	16%	8%	5%	0%	-5%	-8%	-16%	-24%	
3%	18%	10%	2%	-1%	-5%	-10%	-13%	-21%	-29%	
5%	15%	7%	-1%	-4%	-9%	-14%	-17%	-25%	-33%	
10%	6%	-2%	-10%	-13%	-18%	-23%	-26%	-34%	-41%	
15%	-3%	-11%	-19%	-22%	-27%	-32%	-35%	-43%	-50%	

资料来源: 国泰君安国际。

## 估值

公司的投资亮点包括: 1) 与其他香港上市钢铁同业比较, 公司的估值存在大折让, 估值吸引。此估值折让可能由于公司相对小的规模, 我们相信面临同质的宏观经济环境, 西王的不俗盈利和健康的财务状况以及公司过渡至高毛利的高端特钢产品将令公司享有较高的估值中枢。2) 提高铁路钢铁产品将明显增强西王2018财年后的收入和盈利。因为铁路钢铁产品一般较公司其他特钢产品高人民币1,000元至人民币2,000元, 我们相信从2019财年起铁路钢铁产品也将提升公司的盈利能力。3) 2017-2018财年盈利弹性将会非常强劲。近日西王宣布盈喜, 其2017财年的盈利有望达到人民币8.40亿元, 相当于同比增长逾150%。根据我们的盈利预测, 我们预期西王2018财年的盈利将同比上涨22.7%。

基于2.25港元的目标价, 我们给予“买入”投资评级。西王目前相当于0.6倍/0.5倍2017/2018年市净率, 远低于钢铁行业的加权平均1.0倍/0.9倍2017/2018财年市净率。西王公布公司计划支付其全年综合归属股东利润的30%作为股息, 基于近日公司发出的2017财年的盈喜, 我们预计西王派发的股息率可高达9.0%。因此, 受益于与其他香港上市钢铁同业比较不俗的盈利状况以及2017/2018财年强劲的盈利改善的预期, 我们预计西王的估值折让收窄存在巨大的空间。基于0.70倍的2018年市净率, 我们首次覆盖公司的目标价为2.25港元。根据最后收市价, 我们的目标价意味着38.0%的上行空间, 因此建议给予“买入”投资评级。

主要风险包括: 1) 2018年低于预期的钢铁需求摧毁目前的钢铁定价环境。2) 2018年强于预期的产能复苏, 为市场增添额外的钢铁供给。3) 2018年原材料价格上涨。4) 2018年有关减产变动的政策, 比如公司可能被要求在采暖期降低其产能利用率, 此举可能严重打击公司的盈利能力。

**表- 10: 香港上市钢铁生产商的盈利和利润率比率**

	股票		市值		每股盈利				毛利率				经营利润率			
	代码	货币	(港元百万)	2014A	2015A	2016A	1H2017	2014A	2015A	2016A	1H2017	2014A	2015A	2016A	1H2017	
西王特钢	01266 HK	RMB	3,439	0.203	0.085	0.166	0.154	10%	9%	14%	13%	8.2%	3.9%	9.9%	10.1%	
中国东方	00581 HK	RMB	19,776	0.020	(0.260)	0.250	0.548	5%	2%	10%	14%	3.0%	-0.8%	6.6%	12.0%	
马鞍山钢铁	00323 HK	RMB	37,893	0.029	(0.620)	0.160	0.213	6%	-1%	11%	10%	1.9%	-9.7%	3.7%	6.8%	
鞍钢股份	00347 HK	RMB	60,374	0.128	(0.635)	0.223	0.252	11%	6%	13%	10%	2.9%	-5.6%	4.3%	5.7%	
	股票		市值		净利率				ROA				ROE			
	代码	货币	(港元百万)	2014A	2015A	2016A	1H2017	2014A	2015A	2016A	1H2017	2014A	2015A	2016A	1H2017	
西王特钢	01266 HK	RMB	3,439	4.7%	2.5%	4.4%	5.5%	6.8%	2.5%	6.5%	9.4%	11.7%	4.4%	8.3%	14.8%	
中国东方	00581 HK	RMB	19,776	0.2%	-4.4%	2.0%	9.3%	2.7%	-2.4%	5.6%	12.4%	0.7%	-8.6%	8.1%	36.4%	
马鞍山钢铁	00323 HK	RMB	37,893	0.4%	-11.4%	2.6%	5.5%	2.6%	-5.6%	3.5%	4.1%	1.0%	-23.0%	6.4%	16.0%	
鞍钢股份	00347 HK	RMB	60,374	1.3%	-8.8%	2.8%	4.7%	3.1%	-2.8%	3.3%	2.8%	2.0%	-10.1%	3.7%	8.0%	

资料来源: 各公司、Bloomberg、国泰君安国际。

**表- 11: 同业比较**

公司	股票 代码	货币	最后 收市价	市盈率 (财年)				市净率 (财年)				ROE (%)	毛利率 (%)	股息收 益率 (%)	市值 港元百万
				16A	17F	18F	19F	16A	17F	18F	19F				
香港上市钢铁生产商															
西至特钢	1266 HK	HKD	1.63	8.4	4.8	4.1	2.8	0.7	0.5	0.4	0.4	14.6	16.4	9.0	3,439
中国东方集团	581 HK	HKD	5.42	18.5	3.7	4.6	4.5	1.5	1.2	1.1	1.0	22.4	14.1	6.3	19,776
马鞍山钢铁-H 股	323 HK	HKD	3.93	21.1	6.4	6.2	6.3	1.4	1.0	0.9	0.8	15.2	13.2	2.7	37,893
鞍钢股份-H 股	347 HK	HKD	8.19	31.4	9.8	9.2	9.1	1.2	1.0	0.9	0.9	9.8	13.8	3.1	60,374
简单平均				19.9	6.2	6.0	5.6	1.2	0.9	0.8	0.8	15.5	14.4	5.2	
加权平均				25.4	7.6	7.4	7.3	1.3	1.0	0.9	0.8	13.6	13.7	3.6	
中国上市钢铁生产商															
鞍钢股份-A 股	000898 CH	CNY	6.88	30.9	10.1	9.7	9.2	1.1	1.0	0.9	0.9	9.2	14.7	3.0	60,373
*ST 华菱-A 股	000932 CH	CNY	8.68	n.a.	6.6	6.3	6.2	4.2	2.6	1.9	1.4	28.5	14.1	n.a.	31,853
首钢股份-A 股	000959 CH	CNY	6.09	80.3	13.2	11.9	10.6	1.3	1.2	1.1	1.0	9.6	16.5	n.a.	39,199
宝钢股份-A 股	600019 CH	CNY	9.22	16.8	12.3	11.0	10.1	1.2	1.4	1.2	1.2	11.1	12.2	4.4	249,841
新钢股份-A 股	600782 CH	CNY	6.91	38.3	9.6	8.7	7.8	2.2	1.8	1.5	1.3	16.6	10.8	n.a.	26,813
韶钢松山-A 股	000717 CH	CNY	8.42	210.5	8.9	9.5	8.9	44.4	7.9	4.0	2.6	48.4	18.2	n.a.	24,791
简单平均				260.0	10.1	9.5	8.7	7.4	2.5	1.8	1.4	19.9	14.3	3.6	
加权平均				344.7	8.6	7.9	7.2	3.6	1.4	1.1	0.9	11.1	10.2	2.3	
全球上市钢铁生产商															
Arcelormittal	MT NA	EUR	29.97	17.8	9.2	10.6	10.2	1.1	1.1	1.0	0.9	9.3	11.5	1.2	292,394
Nucor Corp	NUE US	USD	69.26	27.9	19.4	14.5	14.1	2.8	2.6	2.3	2.1	16.8	14.5	2.2	172,168
United States Steel Corp	X US	USD	39.31	n.a.	21.6	13.3	11.5	3.0	2.4	1.9	1.6	17.6	13.8	0.7	53,788
Nippon Steel & Sumitomo Meta	5401 JP	JPY	2,881.00	18.2	19.5	12.5	11.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	13.0	2.2	192,516
简单平均				21.8	16.2	12.4	11.2	1.7	1.6	1.5	1.3	12.2	19.6	1.6	
加权平均				18.4	13.1	11.9	11.0	1.4	1.4	1.2	1.1	10.5	16.3	1.7	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

**财务报表及比率**

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Total revenue	6,752	7,567	11,937	12,603	14,323
Cost of sales	(6,175)	(6,498)	(10,029)	(10,453)	(11,707)
Gross profit	576	1,068	1,908	2,150	2,616
Other income and gains	25	22	28	53	109
Selling and distribution expenses	(22)	(21)	(95)	(101)	(115)
Administrative expenses	(67)	(52)	(53)	(55)	(58)
Other expenses	(20)	(2)	(12)	(11)	(10)
R&D expenses	(210)	(253)	(263)	(269)	(274)
Operating Profit	283	763	1,512	1,768	2,268
Finance costs	(91)	(336)	(367)	(357)	(328)
Profit Before Tax	192	427	1,145	1,411	1,940
Income Tax	(23)	(94)	(300)	(374)	(527)
Profit After Tax	169	333	845	1,037	1,413
Shareholders' Profit / Loss	169	333	845	1,037	1,413
Basic EPS	0.085	0.166	0.417	0.492	0.670
Diluted EPS	0.085	0.166	0.379	0.465	0.633

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
CFO					
Profit before tax:	192	427	1,145	1,411	1,940
Adjustments for:					
Finance costs	91	336	367	357	328
Interest income	(15)	(7)	(25)	(50)	(106)
Depreciation	480	347	348	368	383
Others	20	(4)	2	2	2
CF before WC changes	768	1,099	1,837	2,087	2,548
Changes in inventories	197	(385)	(258)	(177)	(281)
Changes in receivables	231	(78)	(65)	(19)	(51)
Changes in payables	(1,647)	209	180	4	244
Subtotal	(450)	845	1,694	1,896	2,459
Interest received	18	6	25	50	106
Interest of finance lease	(3)	0	0	0	0
Government grant received	0	1	0	0	0
PRC tax paid	(125)	(39)	(294)	(362)	(498)
Cash from Operating Activities	(560)	812	1,426	1,584	2,067
CFI					
Purchases of items of PP&E	(1,544)	(578)	(1,050)	(819)	(844)
Decrease in pledged deposits	284	128	(200)	(46)	23
Purchase of available-for-sale investment	(100)	0	0	0	0
Other investing activities	5	4	0	0	0
Cash from Investing Activities	(1,355)	(446)	(1,250)	(865)	(820)
CFF					
net changes in amount due to third parties	5,311	3,552	4,319	3,471	2,670
net changes in borrowings from ultimate holding company	2,186	(463)	(1,500)	(74)	(60)
Repayment of bank and other borrowings	(5,385)	(3,266)	(2,940)	(3,500)	(3,200)
Dividends paid	(30)	0	0	(254)	(311)
Issuance of convertible bonds	0	0	234	0	0
Interest paid	(29)	(344)	(367)	(357)	(328)
Other financing activities	24	0	151	0	0
Cash from Financing Activities	2,077	(522)	(102)	(714)	(1,229)
Net Changes in Cash	161	(156)	73	5	18
Cash at Beg of Year	127	272	102	176	180
Foreign exchange rate changes	(17)	(14)	0	0	0
Cash at End of Year	272	102	176	180	198

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Property, plant and equipment	9,733	9,915	10,617	11,069	11,529
Prepaid land lease payments	99	96	94	92	90
Available-for-sale investment	100	100	100	100	100
Deferred tax assets	6	5	19	21	19
Total Non-current Assets	9,938	10,117	10,830	11,281	11,738
Cash & Cash Equivalents	272	102	176	180	198
Inventories	659	1,051	1,308	1,485	1,766
Trade and bills receivables	61	129	164	173	196
Prepayments, deposits and other receivables	195	194	224	234	262
Derivative financial instruments	2	4	4	4	4
Income tax recoverable	50	0	0	0	0
Pledged deposits	462	335	535	581	558
Total Current Assets	1,702	1,813	2,410	2,656	2,983
Total Assets	11,640	11,930	13,240	13,938	14,721
Trade and bills payables	1,485	1,661	1,786	1,861	2,085
Receipts in advance, other payables and accruals	1,671	800	855	784	804
Interest-bearing bank and other borrowings	594	2,380	2,796	2,775	2,404
Borrowings from the ultimate holding company	2,186	1,482	0	0	0
Income tax payable	0	19	34	53	79
Other current liabilities	0	1	1	1	1
Total Current Liabilities	5,936	6,343	5,472	5,474	5,373
Interest-bearing bank and other borrowings	421	0	1,198	1,189	1,030
Borrowings from the ultimate holding company	1,159	1,400	1,382	1,308	1,248
Deferred tax liabilities	18	4	8	3	4
Other long term payable	161	161	161	161	161
Total Non-current Liabilities	1,759	1,565	2,750	2,661	2,444
Total Liabilities	7,695	7,908	8,221	8,136	7,817
Total Shareholders' Equity	3,945	4,022	5,018	5,802	6,904
Total Equity	3,945	4,022	5,018	5,802	6,904

财务比率					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Growth (%):					
Revenue	(21.9)	12.1	57.8	5.6	13.6
Gross profit	(31.5)	85.4	78.6	12.7	21.7
Operating profit	(61.8)	169.6	98.3	16.9	28.3
Net profit	(58.4)	96.5	154.1	22.7	36.3
Profitability (%):					
Gross margin	8.5	14.1	16.0	17.1	18.3
Operating margin	4.2	10.1	12.7	14.0	15.8
Net margin	2.5	4.4	7.1	8.2	9.9
ROA	1.5	2.8	6.7	7.6	9.9
ROE	4.4	8.3	18.7	19.2	22.2
Liquidity & Solvency					
Current Ratio (x)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Net gearing (%)	91.9	120.0	93.0	77.7	56.9
Interest coverage (x)	16.9	25.1	42.9	49.4	61.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除绿地博大绿泽(01253 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、广发明晟A国 (03156 HK)、华夏港股通小型股(03157 HK)、正荣地产(06158 HK)、华星控股有限公司(08237 HK)及广发明晟A国-R(CNY) (83156 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2018国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk