

## 业绩已探底，回升诚可期

### —西宁特钢一季报简评

# 西宁特钢

## 600117

#### 季报点评

报告期内，公司实现营业收入17.10亿元，同比下降16.72%；营业利润3.74亿元，同比下降28.08%；归属于母公司所有者净利润-1687.4万元，同比下降115.73%；基本每股收益-0.023元，低于市场预期。公司的主要产品为合金结构钢、碳素结构钢、铁精粉、其他特殊钢以及原煤和焦炭，其中合金结构钢、碳素结构钢和铁精粉业务的营收占比超过83.4%。

**需求疲软导致公司营收下降。**特钢主要下游机械和汽车行业第一季度产量数据较为悲观，特钢的需求量和价格由于需求疲软而有所下降，公司主要产品的价格和销量均有所下降，因此营业收入下降较大。受到主要产品价格下降影响，公司毛利率同比下降2.84个百分点至17.98%，从而导致营业利润大幅下降。

**期间费用率上升导致公司净利润大幅下降。**公司在2011年发行了10亿元的公司债，债务融资规模上升导致公司的财务费用率同比上升3.32个百分点至8.19%，期间费用率同比上升5.44个百分点至16.43%。期间费用率的上升导致公司的净利润下降幅度高于营业利润降幅。

**公司未来的主要看点来自于矿产业务。**公司目前拥有焦煤储量6亿吨，未来公司规划的焦煤产能为500万吨。铁矿储量2.17亿吨，铁精粉目前产能为120万吨左右。短期来看，胜利铁矿已转固，洪水河矿和大沙龙铁矿均有部分资产转固，我们推测2012年公司的铁矿石产能将有所扩大。中期，钒矿项目也在持续进行中，预计在十二五期间氧化钒的产能可以达到1万吨。长期上看，公司2011年末分别与青海第三地质矿产勘查院和第四地质勘查院出资设立青海西钢野马泉矿业有限责任公司和它温查汉西矿业开发有限公司，开始勘查当地资源，预计将于5-7年后形成产能。

**特钢项目放量也将增强公司的盈利能力。**公司目前拥有铁水产能110万吨，钢材产能120万吨。新建的1080立方米高炉已在2011年年底建成，与之配套的炼钢及轧钢系统也将于2012年建成，届时公司的铁水和钢材产能将分别达到180万吨和200万吨。

**公司目前处于业绩低点。**第一季度公司新建钢铁项目和铁矿石项目均未放量，叠加市场疲软的因素，公司盈利性处于低点。从三月的机械及汽车产量数据上看，下游需求已经开始回暖，第二季度公司的盈利性可能随之上升，配合钢材及铁矿石的放量，公司的盈利能力或将有所提高。

维持

增持

分析师：鲍庆

投资咨询执业证书编号：

S0630511010013

联系方式：

bq@longone.com.cn

联系人：孙亮

021-50586660-8612

日期

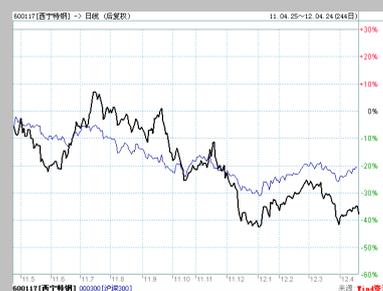
分析：2012年4月23日

发布：2012年4月24日

价格

当前市价：7.09元

股价表现



公司估值

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.44	0.34	0.45	0.63
PE	16.2	21.1	15.8	11.3
PB	1.8	1.7	1.5	1.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

**盈利预测:** 由于公司一季度业绩不达预期, 我们下调了公司的盈利预测。我们预测公司在 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.45 元和 0.63 元, 对应 4 月 23 日收盘价 7.09 元, 公司的动态 P/E 分别为 21 倍、15.8 倍和 11.3 倍。虽然公司第一季度的业绩不达预期, 但考虑到公司具有一定的成长性, 铁矿石与钢铁业务年内可能放量, 仍然维持“增持”评级。

**风险提示:** 铁矿石价格大幅下跌的风险, 项目(矿山)建设速度不达预期。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(万元)	518,626	705,194	820,799	756,882	888,129	986,277
增长率	-25.6%	36.0%	16.4%	-7.8%	17.3%	11.1%
营业利润(万元)	5,100	42,027	58,276	47,967	63,820	89,086
增长率	-84.3%	724.0%	38.7%	-17.7%	33.1%	39.6%
净利润(万元)	3477	23312	32403	24940	33208	46345
增长率	97.6%	570.5%	39.0%	-23.0%	33.2%	39.6%
每股净资产(元)	3.29	3.44	3.86	4.20	4.65	5.27
每股收益(元)	0.05	0.31	0.44	0.34	0.45	0.63
市盈率(P/E)	151.2	22.5	16.2	21.1	15.8	11.3
市净率(P/B)	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	15.3	9.5	8.5	13.2	10.6	8.1
息率(%)	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 东海证券预测

利润表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>518626</b>	<b>705194</b>	<b>820799</b>	<b>756882</b>	<b>888129</b>	<b>986277</b>
营业成本	439129	567621	651630	618447	730017	803125
营业税金及附加	3987	4803	6200	5298	6217	6904
销售费用	14525	20178	24438	21647	25400	28208
管理费用	25154	30947	30476	27248	31973	35013
财务费用	30415	37332	45888	36475	31302	24542
投资收益	80	120	200	200	600	600
资产减值及公允价值变动	394	2405	4091	0	0	0
其他收入	(789)	(4810)	(8183)	0	(0)	(0)
营业利润	5100	42027	58276	47967	63820	89086
营业外净收支	3403	(391)	2615	0	50	50
<b>利润总额</b>	<b>8504</b>	<b>41636</b>	<b>60892</b>	<b>47967</b>	<b>63870</b>	<b>89136</b>
所得税费用	2164	8784	12044	10073	13413	18718
少数股东损益	2863	9540	16445	12954	17249	24073
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3477</b>	<b>23312</b>	<b>32403</b>	<b>24940</b>	<b>33208</b>	<b>46345</b>
增长率	97.6%	570.5%	39.0%	-23.0%	33.2%	39.6%

现金流量表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	3477	23312	32403	24940	33208	46345
资产减值准备	(4667)	2011	1686	(4091)	0	0
折旧摊销	38330	41332	50161	77443	90689	101912
公允价值变动损失	(394)	(2405)	(4091)	0	0	0
财务费用	30415	37332	45888	36475	31302	24542
营运资本变动	(55402)	62961	71411	3408	6537	3583
其它	7530	7529	14758	17046	17249	24073
<b>经营活动现金流</b>	<b>(11127)</b>	<b>134741</b>	<b>166328</b>	<b>118745</b>	<b>147684</b>	<b>175912</b>
资本开支	(71327)	(93657)	(231749)	(34369)	(35791)	(39673)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(71327)</b>	<b>(93657)</b>	<b>(231749)</b>	<b>(34369)</b>	<b>(35791)</b>	<b>(39773)</b>
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	52655	9137	(21442)	0	0	0
支付股利、利息	(3706)	0	0	0	0	0
其它融资现金流	<b>(5136)</b>	<b>(34011)</b>	<b>127188</b>	<b>(70756)</b>	<b>(96909)</b>	<b>(119658)</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>92762</b>	<b>(15736)</b>	<b>84303</b>	<b>(70756)</b>	<b>(96909)</b>	<b>(119658)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>10308</b>	<b>25348</b>	<b>18882</b>	<b>13621</b>	<b>14983</b>	<b>16481</b>
货币资金的期初余额	81670	91978	117326	136208	149829	164812
货币资金的期末余额	91978	117326	136208	149829	164812	181293
企业自由现金流	0	94040	1207	113034	136107	155114
权益自由现金流	0	0	106952	13463	14469	16068

资产负债表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	91978	117326	136208	149829	164812	181293
应收款项	63931	87298	38363	41473	48665	54043
存货净额	123715	111199	109048	91164	107623	117982
其他流动资产	15787	27639	25550	15138	17763	19726
<b>流动资产合计</b>	<b>295411</b>	<b>343462</b>	<b>309170</b>	<b>297603</b>	<b>338862</b>	<b>373043</b>
固定资产	680331	730460	909757	874365	823057	764408
无形资产及其他	55120	109567	107706	104116	100526	96935
投资性房地产	16771	14123	12407	12407	12407	12407
长期股权投资	2000	2000	2000	2000	2000	2100
<b>资产总计</b>	<b>1049633</b>	<b>1199612</b>	<b>1341040</b>	<b>1290490</b>	<b>1276851</b>	<b>1248893</b>
短期借款及交易性金融负债	400671	441800	542232	471477	374567	254910
应付款项	122022	118040	138385	115633	135629	148684
其他流动负债	66257	164420	65724	70788	83604	91732
<b>流动负债合计</b>	<b>588950</b>	<b>724260</b>	<b>746341</b>	<b>657898</b>	<b>593801</b>	<b>495326</b>
长期借款及应付债券	137205	146342	124900	124900	124900	124900
其他长期负债	31517	18342	111527	111527	111527	111627
<b>长期负债合计</b>	<b>168722</b>	<b>164684</b>	<b>236427</b>	<b>236427</b>	<b>236427</b>	<b>236527</b>

负债合计	757672	888944	982768	894324	830227	731853
少数股东权益	48167	55386	71891	84845	102094	126167
股东权益	243794	255282	286381	311321	344529	390874
负债和股东权益总计	1049633	1199612	1341040	1290490	1276851	1248893
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
每股收益	0.05	0.31	0.44	0.34	0.45	0.63
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.29	3.44	3.86	4.20	4.65	5.27
ROS	1%	3%	4%	3%	4%	5%
ROE	1%	9%	11%	8%	10%	12%
毛利率	15%	20%	21%	18%	18%	19%
EBIT Margin	7%	12%	14%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	14%	18%	20%	21%	21%	22%
收入增长	-26%	36%	16%	-8%	17%	11%
净利润增长	98%	571%	39%	-23%	33%	40%
资产负债率	77%	79%	79%	76%	73%	69%
息率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	151.2	22.5	16.2	21.1	15.8	11.3
P/B	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	15.3	9.5	8.5	13.2	10.6	8.1

资料来源：公司资料，东海证券预测

**作者简介**

**鲍庆:** 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 3 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897