

# 增发项目带来盈利改善空间可观，短期暂无影响

西宁特钢 (600117.SH)

**谨慎推荐** 维持评级

胡皓 钢铁行业分析师 电话: (8621) 2025 2665 邮箱: [huhao\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:huhao_yj@chinastock.com.cn) 执业证书编号: S0130511100005

特此鸣谢

曹阳 (8621) 2025 7805 ([caoyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:caoyang_yj@chinastock.com.cn))

对本报告的编制提供信息

## 1. 事件

公司发布非公开发行股票预案等 7 则公告，拟以不低于 4.82 元/股非公开发行不超过 42116.18 万股，合计募集资金约 20.3 亿元，其中大股东西钢集团出资 5 亿元。募集资金拟用于大、小棒线轧机升级改造项目、偿还银行贷款。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 募集资金投向轧机技改、偿还银行借款

公司本次增发拟投向大棒线、小棒线轧钢技术升级改造项目，以及偿还银行借款，具体投资如下：

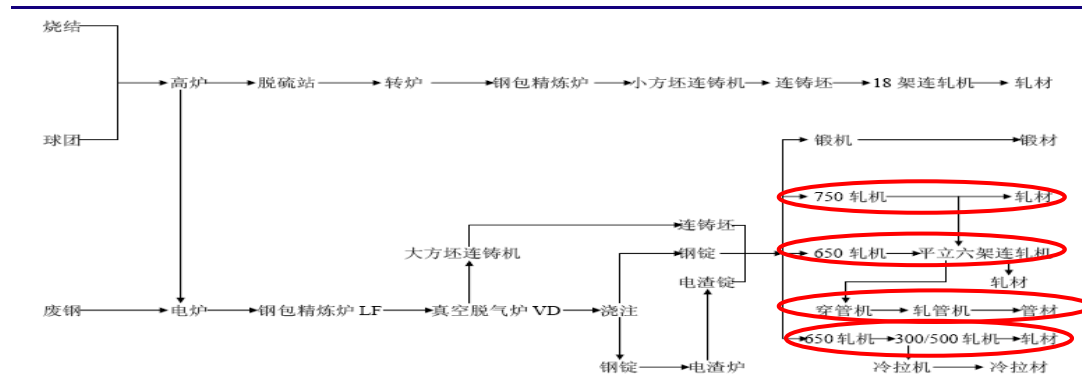
表 1 西宁特钢募投项目一览

| 投资项目                | 总投资额 (万元) | 募集资金拟投入额 (万元) |
|---------------------|-----------|---------------|
| 1 西宁特钢大棒线轧钢技术升级改造项目 | 85,294.93 | 85,000.00     |
| 2 西宁特钢小棒线轧钢技术升级改造项目 | 83,182.90 | 83,000.00     |
| 3 偿还银行贷款            |           | 35,000.00     |
| 合计                  |           | 203,000.00    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

其中两个项目均针对轧钢环节进行全面技改，包括主轧、精整等工序在内进行升级改造。需要淘汰现有落后产能 105 万吨，下图为需要淘汰的现有轧材产能：

图 1 西宁特钢拟淘汰的落后工序



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从上图可以看出，本次技改基本将轧机系统全部更新，从产能上看也如此（现有 120 万吨钢材产能，更新 105 万吨）。本次拟新建产能情况总结如下：

**表 2 新建轧机产能情况一览**

| 项目名称          | 年产能   | 品种                   |
|---------------|-------|----------------------|
| 大棒线轧钢技术升级改造项目 | 70 万吨 | 以碳素结构钢和合金工具钢为主，占 89% |
| 小棒线轧钢技术升级改造项目 | 35 万吨 | 合金结构钢和轴承钢，占 72%      |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）吨钢净利大幅提高，主要受益吨钢售价上升

上述两个技改项目将于 2012 年 8 月开工建设，2014 年底全部完成。大、小棒技改项目将采用逐步改造替换的方式进行，不影响公司的正常经营活动。根据公司增发预案中的数据，我们对公司本次新建轧机项目盈利情况进行了预测：

**表 3 新建轧机产能盈利数据**

| 投资项目    | 年产能（万吨） | 年产量（万吨） | 公司预计收入 | 公司预计净利润  | 吨钢收入    | 吨钢净利   | 净利率    |
|---------|---------|---------|--------|----------|---------|--------|--------|
| 大棒线轧钢技改 | 70      | 75.83   | 378580 | 15570.65 | 4992.26 | 205.33 | 4.11%  |
| 小棒线轧钢技改 | 35      | 37.92   | 270231 | 28390.28 | 7126.98 | 748.75 | 10.51% |
| 合计      | 105     | 113.75  | 648811 | 43960.93 | 5703.83 | 386.47 | 6.78%  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

相对于原有设备，轧机产能并未增加，盈利提升的主要逻辑为：

1) 产品结构改变，中高端品种占比提高，项目建成后可使得公司中高端品种产能由现有的 30 万吨达到 100 万吨，其中主要投向碳结钢、合结钢、轴承钢等品种；建成后使得吨钢售价提升 453.73 元。

2) 除了募投项目带来净利增幅以外，公司偿还银行借款之后，按照加权利率计算，每年可节约财务费用 2492.8 万元，折算后相当于吨钢净利增加 15.34 元。

3) 新建轧机、厂房投产后，将使得吨钢折旧增加，按照我们的估算吨钢折旧预计增加 17.79 元。

4) 此外，品种升级带来的生产成本增加应还包括原料成本（如合金元素的添加等），按照公司预计的净利增幅和上述前三个因素的差值，我们测算该项成本增加约 7.64 元。这与公司产品结构的调整主要是规格、工艺改进，冶炼环节改变不大的基本面情况也是吻合的。

按照公司增发计划，完成发行后预计股本将达到 11.62 亿股，按照增发后股本可增厚 EPS 约 0.36 元，相对 2011 年 EPS0.44 元（按照原有股本）增幅为 81.82%。

## 3. 投资建议

公司是西北地区最大的特钢生产企业之一，自身资源优势不断加强，募投项目带来的盈利改善空间巨大，且按照公司规划，自身产能也将逐步扩张。考虑到公司轧机技改拟今年 8 月启动，2014 年底完成，暂不考虑其对业绩的影响。按照现有股本，我们预测 2012-2014 年 EPS 为 0.30 元、0.45 元、0.57 元，对应目前股价则 PE 为 17、11、9 倍，维持谨慎推荐评级。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**胡皓，钢铁行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn