

特钢主业平稳，煤炭矿石毛利率下滑

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_vj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511100005

特此鸣谢

杨件 (8621) 2025 2605 (yangjian_zb@chinastock.com.cn)

曹阳 (8621) 2025 7805 (caoyang_vj@chinastock.com.cn) 对本报告的编制提供信息

1. 事件

公司发布2012年度中期报告：上半年实现主营业务收入36.09亿元，比去年同期下降14.55%；实现利润总额1.3亿元，比去年同期下降68.03%；归属于母公司的净利润0.58亿元，比去年同期下降74.87%，对应基本每股收益0.08元。

2. 我们的分析与判断

（一）毛利率小幅下滑，费用率明显上升

报告期内营业收入、净利润与去年同期相比分别下降14.55%、74.87%，净利润率由去年同期的5.4%下降到1.6%。主要原因为上半年公司毛利率下滑2.1%，同时三项费用率增加4.3%：

表1 西宁特钢季度累计财务数据

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
营业收入	1644.43	3437.89	5164.75	7051.94	2052.80	4326.11	6220.56	8207.99	1709.62	3734.54
同比增速	43.3%	42.0%	36.2%	36.0%	24.8%	25.8%	20.4%	16.4%	-16.7%	-13.7%
毛利率	17.3%	17.2%	18.2%	19.5%	20.8%	20.9%	21.5%	20.6%	18.0%	18.8%
费用率	11.8%	11.6%	12.3%	12.5%	11.0%	10.9%	11.7%	12.3%	16.4%	15.2%
所得税率	17.0%	19.3%	23.3%	21.1%	15.9%	19.1%	19.5%	19.8%	44.4%	20.9%
净利润	30.23	77.20	132.78	233.12	107.25	232.12	321.48	324.03	-16.87	58.34
同比增速	932.1%	1322.5%	644.3%	570.5%	254.7%	200.7%	142.1%	39.0%	-115.7%	-74.9%
净利润率	1.8%	2.2%	2.6%	3.3%	5.2%	5.4%	5.2%	3.9%	-1.0%	1.6%
EPS	0.04	0.10	0.18	0.31	0.14	0.31	0.43	0.44	-0.02	0.08

资料来源：WIND资讯，公司公告，中国银河证券研究部

（二）特钢业务收入小幅下滑，毛利率基本稳定

报告期内生产铁66.4万吨，比去年同期增长15.1%；钢73.77万吨，比去年同期增长0.7%；钢材68.73万吨，比去年同期增长1.85%；铁精粉69.87万吨，比去年同期增长3.9%；焦炭38.68万吨，比去年同期增长4.51%。

特钢实现毛利3.43亿元，毛利率10.67%，相比去年同期基本稳定；煤炭实现毛利1.01亿元，毛利率17.68%，毛利率大幅下滑11.71个百分点；铁精粉实现毛利2.30亿元，毛利率49.21%，毛利率下滑9.15%。在特钢业务中合结钢占比较大，营收占比62.78%。

表 2 主要产品产量 (单位: 万吨)

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012H
铁	92.08	109.54	111.7	114.62	66.4
钢	115	126.72	137.3	139.49	73.77
材	104.28	113.85	126.6	130.08	68.73
铁精粉	83.08	70	120.6	136.22	69.87
石灰石			70.2	39.03	-
原煤	64.97	86.4	60.2	51.23	-
焦炭	72.08	72	66.8	71.94	38.68

资料来源: 上市公司公告, WIND 资讯, 中国银河证券研究部

公司目前拥有 110 万吨铁, 150 万吨钢以及 120 万吨钢材的生产能力, 根据公司发展规划, 现有生产线经过升级、改造, 远期将形成 200 万吨特钢的生产规模。随着增发项目轧机技改的完成, 公司特钢业务盈利能力将得到进一步提升:

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

(三) 资源释放是盈利保障, 短期煤价、矿价负面影响较大

公司资源储量丰富, 目前探明的铁精粉资源储量为 2.16 亿吨, 煤炭资源储量 6.4 亿吨。现有铁精粉产能 170 万吨, 预计 2013 年全面达产; 原煤一期 120 万吨已经见煤, 井下开采将逐渐全面代替露天开采, 到 2015 年末形成原煤产能 240 万吨。

表 4 西宁特钢铁矿和煤矿资源储量及产能

资源	子公司	股权比例	矿区	储量 (万吨)	产能 (万吨)	规划
铁矿	肃北博伦	70%	大红山七角井矿	10300	70	达产
	哈密博伦	100%	白山泉铁矿	4700	50	达产
	都兰西钢矿业	100%	海西洪水河铁矿	1200	20	10 年底投产, 预计今年达产
	都兰西钢矿业	100%	海西胜利铁矿	180		11 年 4 月投产, 预计 20 万吨原矿直接外售
	格尔木西钢矿业	100%	海西磁铁山铁矿	3500	30	11 年 10 月投产, 预计 13 年达产
	湟中西钢矿业	100%	海北大沙龙铁矿	1800		未投产
煤矿	江仓能源	35%	木里煤田江仓矿区	64000	300 (一期 120)	2015 年形成原煤产能 240 万吨

资料来源: WIND 资讯, 公司公告, 中国银河证券研究部

今年随着洪水河铁矿达产以及磁铁山铁矿投产释放产量, 我们预计公司铁精粉产能相比 2011 年将增加 20 万吨以上, 但考虑到矿价低位运行, 不排除公司限产的可能性。

3. 投资建议

公司是西北地区最大的特钢生产企业之一，自身资源优势不断增强，未来产品结构和层次将不断优化，我们预测2012-2014年EPS为0.22元、0.45元、0.57元，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

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