证券研究报告

公司研究——事项点评

西宁特钢（600117.sh）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：增持，2015.4.20

范海波 CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮 箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 63081085
邮 箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号：S1500514080001
联系电话：+86 10 6308 0936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理
联系电话：+86 10 63081273
邮箱：wangwei2@cindasc.com

相关研究
《钢铁主业依然困难 房地产助力扭亏》2015.4

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

一带一路上的特钢企业 转型升级拉开序幕

非公开增发方案点评

2015 年 5 月 19 日

事件：西宁特钢公布 2015 年非公开发行方案，拟非公开发行不超过 11.04 亿股，发行价格 5.76 元，募集资金总额不超过 63.58 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。本次非公开发行尚需青海省国资委、公司股东大会、证监会三方批准。

点评：

- **财务压力加大，非公开增发有利于改善盈利。**2013 年公司曾筹划非公开发行，但是受到资本市场和钢铁行业变化的影响，以失败告终；2014 年 7 月公司再次筹划非公开发行补充流动资金，无奈再次失败。由于公司转型升级项目的推进，资金需求压力大，资产负债率持续增加，2015 年一季度资产负债率 85.34%，财务费用率 10.22%，公司预计全年资金需求 11.98 亿元。由于钢铁行业属于银行限贷对象，过高的资产负债率和主业盈利惨淡限制了公司债务融资可能性，因此推出非公开增发符合预期。我们认为，如果本次发行能够成功，将降低财务费用，对盈利能力改善明显。
- **推出员工持股计划，利益捆绑激励核心人才。**本次非公开发行股票的发行对象为青海发展投资、上海穆昭、青海机电、青海物资产业、青海汽车运输、国华人寿、贵州中科、邓建宇、新疆泰达、西宁特钢第一期员工持股计划，员工持股计划认购不超过 389.9 万股。我们认为，该计划有利于提高公司治理水平，调动员工积极性，为公司长远的发展做好铺垫。
- **主业基本面无明显改观，转型升级在进行。**受到钢铁行业产能过剩的影响，公司主业曾出现亏损。为了防止连续两年亏损，公司于去年四季度增加房地产板块。但是由于行业基本面无明显改观，今年一季度公司再次亏损，因此转型升级势在必行。我们认为本次非公开发行将有利于公司“一业为主 多元协同”战略的实施，为后续转型腾出时间。
- **青海省国资委下属特钢企业，一带一路提振特钢需求。**本次发行后，西钢集团持股比例降至 20.03%，仍为公司的控股股东，青海省国资委仍为公司实际控制人。作为中国四大特钢集团之一和西北地区唯一军用特钢供货方，公司一直为航天军工、铁路、核电项目提供原料，一带一路的实施有利于带动周边国家对特钢的需求。
- **盈利预测及评级：**由于本次非公开发行的实施尚存不确定性，我们不进行盈利预测调整，预计公司 15-17 年 EPS 0.08 元、0. 13 元、0. 16 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**中国经济增长放缓，特钢产品下游需求放缓；钢材价格持续低位运行；铁矿石、焦炭等原材料价格大幅上涨；海外国家反倾销调查影响特钢产品出口；银行抽贷导致资金压力继续加大；非公开发行失败。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	7,032.34	7,314.39	7,148.50	7,478.98	8,600.83
增长率 YoY %	2.34%	4.01%	-2.27%	4.62%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	-71.23	41.58	61.02	97.53	121.21
增长率 YoY%	-326.19%	-158.38%	46.75%	59.83%	24.28%
毛利率%	17.54%	20.26%	19.70%	20.70%	20.03%
净资产收益率 ROE%	-2.49%	1.51%	2.01%	2.85%	3.44%
每股收益 EPS(元)	-0.10	0.06	0.08	0.13	0.16
市盈率 P/E(倍)	/	146	100	62	50
市净率 P/B(倍)	2.16	2.26	1.81	1.76	1.70

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2015 年 5 月 19 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,835.43	5,501.10	4,932.21	4,689.78	5,309.72
货币资金	861.14	1,919.72	2,080.27	1,743.71	1,941.79
应收票据	137.18	126.34	131.46	137.54	158.17
应收帐款	211.40	821.76	509.01	532.54	612.42
预付账款	251.47	183.94	214.98	222.11	257.61
存货	1,326.21	2,184.02	1,731.17	1,788.56	2,074.41
其他	48.02	265.32	265.32	265.32	265.32
非流动资产	14,566.72	17,186.16	18,402.22	18,764.65	19,128.15
长期投资	51.50	31.50	31.50	31.50	31.50
固定资产	9,045.73	9,207.87	11,893.01	15,335.19	15,592.55
无形资产	1,140.14	1,166.50	1,188.65	1,208.59	1,227.62
其他	4,329.36	6,780.28	5,289.06	2,189.36	2,276.48
资产总计	17,402.15	22,687.25	23,334.43	23,454.43	24,437.87
流动负债	11,391.97	14,672.06	13,401.75	13,152.46	13,925.52
短期借款	6,200.00	5,747.00	6,247.00	5,847.00	5,847.00
应付账款	2,182.28	2,865.85	2,490.40	2,572.96	2,984.17
其他	3,009.69	6,059.22	4,664.35	4,732.50	5,094.34
非流动负债	2,424.91	4,516.34	5,716.34	5,916.34	5,916.34
长期借款	345.00	848.00	1,848.00	2,048.00	2,048.00
其他	2,079.91	3,668.34	3,868.34	3,868.34	3,868.34
负债合计	13,816.88	19,188.41	19,118.09	19,068.81	19,841.86
少数股东权益	769.93	802.93	847.82	919.58	1,008.76
归属母公司股东权益	2,815.35	2,695.92	3,368.51	3,466.04	3,587.25
负债和股东权益	17402.15	22687.25	23334.43	23454.43	24437.87

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,032.34	7,314.39	7,148.50	7,478.98	8,600.83
同比	2.34%	4.01%	-2.27%	4.62%	15.00%
归属母公司净利润	-71.23	41.58	61.02	97.53	121.21
同比	-326.19%	-158.38%	46.75%	59.83%	24.28%
毛利率	17.54%	20.26%	19.70%	20.70%	20.03%
ROE	-2.49%	1.51%	2.01%	2.85%	3.44%
每股收益(元)	-0.10	0.06	0.08	0.13	0.16
P/E	/	146	100	62	50
P/B	2.16	2.26	1.81	1.76	1.70
EV/EBITDA	13.44	10.76	11.36	9.30	8.47

利润表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,032.34	7,314.39	7,148.50	7,478.98	8,600.83
营业成本	5,798.82	5,832.32	5,740.21	5,930.51	6,878.32
营业税金及附加	40.21	147.53	144.18	114.82	159.66
营业费用	231.68	210.77	205.99	225.81	251.78
管理费用	372.41	353.01	361.69	378.48	428.51
财务费用	512.40	605.99	556.89	597.05	605.31
资产减值损失	47.13	112.47	43.51	55.84	73.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.40	2.40	1.47	1.29	0.92
营业利润	32.09	54.70	97.50	177.77	204.28
营业外收入	35.37	168.93	78.35	85.78	103.47
营业外支出	69.65	9.25	34.63	37.84	27.24
利润总额	-2.18	214.38	141.22	225.71	280.51
所得税	35.77	142.21	35.30	56.43	70.13
净利润	-37.95	72.18	105.91	169.29	210.38
少数股东损益	33.28	30.59	44.90	71.76	89.18
归属母公司净利润	-71.23	41.58	61.02	97.53	121.21
EBITDA	1,162.62	1,472.06	1,543.83	1,864.50	2,047.57
EPS	-0.10	0.06	0.08	0.13	0.16

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-184.12	-105.34	486.33	1,884.67	2,334.27
净利润	-37.95	72.18	105.91	169.29	210.38
折旧摊销	649.73	661.51	778.93	969.05	1,103.46
财务费用	515.07	596.17	623.68	669.73	663.59
投资损失	-2.40	-2.40	-1.47	-1.29	-0.92
营运资金变动	-1,405.27	-1,516.90	-1,084.39	0.75	277.33
其它	96.70	84.11	63.66	77.15	80.42
投资活动现金流	-830.96	-635.73	-1,402.10	-1,351.50	-1,472.59
资本支出	-800.29	-638.13	-1,403.56	-1,352.78	-1,473.51
长期投资	2.40	2.40	1.47	1.29	0.92
其他	-33.07	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,030.72	742.75	1,076.32	-869.73	-663.59
吸收投资	0.00	7.60	0.00	0.00	0.00
借款	640.37	-187.71	1,700.00	-200.00	0.00
支付利息或股息	601.62	650.58	623.68	669.73	663.59
现金净增加额	15.64	1.68	160.55	-336.55	198.08

有色金属与钢铁小组简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，3 年证券从业经验。

丁士涛，有色/钢铁行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

王伟，澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，现从事有色金属行业研究助理工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117.SH	西部资源	600139.SH	荣华实业	600311.SH	江西铜业	600362.SH	中金黄金	600489.SH	方大炭素	600516.SH
山东黄金	600547.SH	厦门钨业	600549.SH	刚泰控股	600687.SH	盛屯矿业	600711.SH	赤峰黄金	600988.SH	中国铝业	601600.SH
西部矿业	601168.SH	紫金矿业	601899.SH	洛阳钼业	603993.SH	兴业矿业	000426.SZ	盛达矿业	000603.SZ	焦作万方	000612.SZ
新兴铸管	000778.SZ	云南铜业	000878.SZ	安泰科技	000969 .SZ	中科三环	000970.SZ	银泰资源	000975.SZ	闽东电力	000993.SZ
中捷股份	002021.SZ	东方锆业	002167.SZ	恒邦股份	002237.SZ	章源钨业	002378.SZ	江海股份	002484.SZ	钢研高纳	300034.SZ

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。