

# 西宁特钢 (600117.SH) 钢铁行业

评级：买入 首次评级

公司点评

杨件  
分析师 SAC 执业编号：S1130514080005  
(8621)60230236  
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎  
联系人  
(8621)60937020  
niwy@gjzq.com.cn

## 定增、员工持股改善负债，为中长期发展保驾护航

### 事件

- 公司 5 月 19 日发布公告，拟向青海发展投资、上海穆昭、青海机电、青海物资产业、国华人寿等 10 位对象非公开发行股票，发行数量不超过 11.04 亿股、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。同时针对内部不超过 169 位员工制定员工持股计划，资金规模不超过 2245.8240 万元，股票来源为认购本公司非公开发行的 A 股股票，股票总数量为 389.9 万股。公司股票于 2015 年 5 月 19 日复牌。

### 评论

- **定增改善负债、补充现金流**
  - ✓ 公司 2015Q1 资产负债率已高达 82.4%，在业内处于前列，而随着 2015 年末前期转型项目逐步投产，将承担更多折旧及费用，压力较大。此次募集的 63.58 亿元计划全部用于偿还银行贷款，将有效改善公司财务情况、补充流动资金，本次增发可为公司减少利息费用 4.2 亿元，新增净利润 3.6 亿元，效果较为明显。
- **本次定增及员工持股方案的若干亮点**
  - ✓ 本次非公开发行锁定期为 3 年，彰显公司对中长期发展的信心。本次非公开发行对象如青海发展投资、青海机电、青海物资产业等实际控制人均为青海省国资委，将为公司中长期发展保驾护航。
  - ✓ 本次员工持股计划股票总量 389.9 万股，比例与同行南钢股份基本相当。员工持股将使得各方形成利益共同体，提升员工凝聚力、激励力度并发挥其积极性和自主性，提升公司整体竞争力、改善经营情况。
  - ✓ 引入国华人寿。本次非公开增发引入资本实力强大、资本运作经验丰富的国华人寿，给资本市场以想象空间；
  - ✓ 本次方案中特别提到：“公司是国防军工、航空航天、铁路、核电等重大项目的材料供应方或合作方（西北唯一军工用特殊钢材供货方），所提供产品在神州飞船、运载火箭、航空母舰中均有突出的贡献。特别是在近年国家倡导和鼓励的高端装备、军工、高速铁路、高档轿车等领域”。此前，公司董事长也曾公开表示，公司产品在新能源汽车、军工行业应用较广。我们认为公司作为西北地区特钢龙头，本身特钢技术储备丰富、实力强大，在未来中国制造业升级的大背景下，公司将充分受益，主业前景可期。
- **关注后续转型发展。**在钢铁行业转型/改革，以及公司经营业绩不佳的背景下，未来公司谋求转型升级值得期待。我们判断，除本次增发融资及员工持股外，未来不排除实施进一步转型、改革措施及其他资本运作的可能，建议重点关注。
- **具备示范效应，关注钢企第二波大面积转型潮。**公司作为高负债、低盈利、现金流紧张的钢铁企业代表，本次方案具备一定示范效应。
  - ✓ 我们自 2014 年 6 月份推荐钢铁股至今，多次强调转型、改革是本轮钢铁牛市的第二条主线，挖掘沙钢、韶钢、南钢、八一、大冶等牛股，并于近期提示钢铁股可能进入第二波大面积转型潮。
  - ✓ 如我们一贯分析，钢铁股转型的主线之一即为上述高负债、低盈利的企业，类似的公司还包括重钢、酒钢、凌钢、八一、韶钢、甚至方大特钢（高负债）等，上述也是第二批转型中值得关注的公司。我们逻辑分析及调研，上述公司大部分存在转型动力。本次公司的方案将为上述企业提供借鉴。建议密切关注。

### 投资建议

- 预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.07、0.08、0.09 元。虽然估值较高，但考虑到补涨及本次增发方案的亮点，仍给予“买入”评级。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,871</b>	<b>7,032</b>	<b>7,314</b>	<b>7,519</b>	<b>7,692</b>	<b>7,810</b>
增长率		2.3%	4.0%	2.8%	2.3%	1.5%
主营业务成本	-5,650	-5,799	-5,832	-6,457	-6,657	-6,799
<b>%销售收入</b>	<b>82.2%</b>	<b>82.5%</b>	<b>79.7%</b>	<b>85.9%</b>	<b>86.6%</b>	<b>87.1%</b>
毛利	1,221	1,234	1,482	1,062	1,035	1,011
%销售收入	17.8%	17.5%	20.3%	14.1%	13.5%	13.0%
营业税金及附加	-45	-40	-148	-150	-154	-156
%销售收入	0.7%	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-272	-232	-211	-218	-223	-226
%销售收入	4.0%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	-347	-372	-353	-361	-369	-375
%销售收入	5.1%	5.3%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>556</b>	<b>589</b>	<b>771</b>	<b>332</b>	<b>288</b>	<b>254</b>
%销售收入	8.1%	8.4%	10.5%	4.4%	3.8%	3.2%
财务费用	-462	-512	-606	-371	-321	-273
%销售收入	6.7%	7.3%	8.3%	4.9%	4.2%	3.5%
资产减值损失	-3	-47	-112	-5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	3	3	3
<b>%税前利润</b>	<b>1.6%</b>	<b>-109.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>
营业利润	93	32	55	-42	-30	-17
%利润率	1.4%	0.5%	0.7%	n.a	n.a	n.a
营业外收支	33	-34	160	150	150	150
税前利润	127	-2	214	108	120	133
利润率	1.8%	n.a	2.9%	1.4%	1.6%	1.7%
所得税	-35	-36	-142	-27	-30	-33
所得税率	27.2%	n.a	66.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	92	-38	72	81	90	100
少数股东损益	61	33	31	30	30	30
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>31</b>	<b>-71</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>70</b>
净利率	0.5%	n.a	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	92	-38	72	81	90	100
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	542	697	774	844	821	804
非经营收益	468	562	565	350	212	169
营运资金变动	-1,279	-1,405	-1,517	876	180	127
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-177</b>	<b>-184</b>	<b>-105</b>	<b>2,151</b>	<b>1,303</b>	<b>1,200</b>
资本开支	-731	-800	-638	323	-39	10
投资	0	-32	0	-1	0	0
其他	2	1	2	3	3	3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-728</b>	<b>-831</b>	<b>-636</b>	<b>324</b>	<b>-37</b>	<b>13</b>
股权募资	0	0	8	0	0	0
债权募资	723	1,140	608	-1,984	-702	-590
其他	-422	-110	127	-412	-364	-322
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>301</b>	<b>1,031</b>	<b>743</b>	<b>-2,396</b>	<b>-1,067</b>	<b>-912</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-605</b>	<b>16</b>	<b>2</b>	<b>80</b>	<b>200</b>	<b>300</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	640	861	1,920	2,000	2,200	2,500
应收款项	353	384	1,166	907	928	942
存货	1,118	1,326	2,184	1,946	2,006	2,049
其他流动资产	150	264	232	215	222	226
流动资产	2,262	2,835	5,501	5,068	5,356	5,718
%总资产	15.2%	16.3%	24.2%	24.0%	25.7%	27.9%
长期投资	20	58	63	64	63	63
固定资产	11,237	12,981	15,380	15,028	14,546	14,008
%总资产	75.5%	74.6%	67.8%	71.1%	69.9%	68.3%
无形资产	1,305	1,191	1,216	989	840	715
非流动资产	12,630	14,567	17,186	16,083	15,451	14,788
%总资产	84.8%	83.7%	75.8%	76.0%	74.3%	72.1%
<b>资产总计</b>	<b>14,892</b>	<b>17,402</b>	<b>22,687</b>	<b>21,152</b>	<b>20,807</b>	<b>20,505</b>
短期借款	5,691	7,282	6,194	5,004	4,302	3,710
应付款项	2,438	3,927	8,022	8,538	8,799	8,982
其他流动负债	237	182	456	307	314	319
流动负债	8,366	11,392	14,672	13,849	13,415	13,012
%总资产	56.2%	65.5%	64.7%	65.5%	64.5%	63.5%
长期贷款	1,161	345	848	848	848	849
其他长期负债	1,712	2,080	3,506	2,713	2,713	2,713
<b>负债</b>	<b>11,239</b>	<b>13,817</b>	<b>19,026</b>	<b>17,410</b>	<b>16,975</b>	<b>16,574</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,897</b>	<b>2,815</b>	<b>2,858</b>	<b>2,909</b>	<b>2,969</b>	<b>3,039</b>
少数股东权益	757	770	803	833	863	893
<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,892</b>	<b>17,402</b>	<b>22,687</b>	<b>21,152</b>	<b>20,807</b>	<b>20,505</b>

**比率分析**

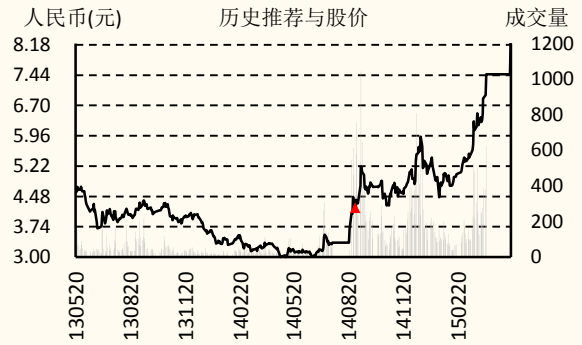
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.042	-0.096	0.056	0.069	0.081	0.094
每股净资产	3.908	3.798	3.856	3.925	4.006	4.100
每股经营现金净流	-0.239	-0.248	-0.142	2.903	1.758	1.619
每股股利	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	1.09%	-2.53%	1.45%	1.76%	2.02%	2.29%
总资产收益率	0.21%	-0.41%	0.18%	0.24%	0.29%	0.34%
投入资本收益率	3.40%	78.01%	1.93%	2.03%	1.85%	1.70%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-16.29%	2.34%	4.01%	2.80%	2.30%	1.53%
EBIT增长率	-48.52%	5.92%	30.81%	-56.88%	-13.21%	-12.00%
净利润增长率	-90.28%	N/A	N/A	22.87%	17.21%	16.34%
总资产增长率	11.15%	16.85%	30.37%	-6.77%	-1.63%	-1.45%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	7.1	8.7	25.8	26.0	26.0	26.0
存货周转天数	71.3	76.9	109.8	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	81.7	119.1	158.0	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	442.8	469.5	459.5	425.1	388.8	355.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	208.76%	242.18%	214.01%	175.42%	147.76%	121.37%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
资产负债率	75.47%	79.40%	83.86%	82.31%	81.58%	80.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-09-01	增持	4.28	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD