

证券研究报告

公司研究——年报点评

西宁特钢（600117.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2015.10.30

范海波 CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮箱：fanhaiibo@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 63080936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
执业编号：S1500515070001
联系电话：+86 10 63081273
邮箱：wangwei2@cindasc.com

李沁 研究助理
联系电话：+86 10 63081286
邮箱：liqin@cindasc.com

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
邮编：100031

15 年钢铁行业发展艰难 16 年钢市有望转好

2016 年 4 月 29 日

事件：2016 年 4 月 29 日西宁特钢发布 15 年年报，公司实现营业收入 60.53 亿元，同比下降 17.24%；归属于上市公司股东的净利润-16.19 亿元；基本每股收益-2.18 元，低于我们的预期。

点评：

- **钢铁行业发展艰难 公司业绩亏损。**2015 年，国内大中型钢铁企业主营业务巨亏，国内钢铁市场需求萎靡、价格暴跌，钢材价格创历史新低，钢铁行业总体发展异常艰难。粗钢产量出现了 30 多年以来首次同比下降（-2.3%），国内特钢价格全年同比下跌 23.65%。与此同时，上游矿山、煤炭焦化等行业受到进口矿价冲击和钢铁产能过剩的影响，价格也一路下滑，业绩转亏。公司主要生产钢材、铁精粉和焦炭三大产品，在钢铁全产业链不景气的情况下，15 年公司业绩出现亏损，净利润-16.19 亿元。钢材产业终端需求低迷导致公司产品量价齐跌，铁矿石和焦炭全年价格分别同比下降 36%和 19%、国内特钢价格同比下跌 23%；公司钢铁板块毛利率下跌最多，同比减少 21.32 个百分点，煤炭板块和矿石采选板块也分别同比减少 2.94 个百分点和 13.08 个百分点。
- **16 年钢铁逐渐回暖 特钢主业结构升级。**西宁特钢地处“一带一路”重要地段，有着独特的地域优势，公司技改工程完工后将带来产品结构的升级。另外，16 年一季度钢产量同比大幅下降，钢坯库存相比去年下降幅度接近 22%，日均钢产量也几乎没有增加，对供应过剩的钢铁市场形成一定的利好。同时，铁矿石、废钢、焦炭等原材料价格也均维持涨势，铁矿石和螺纹钢现货价格在一季度分别同比上涨了 25.67%和 53.29%。钢价成本支撑较足，钢市信心好转，公司积极推进特钢主业结构升级，随着国家供给侧改革和“去产能”的不断深入，公司静待行业基本面好转。
- **下调增发规模 资产负债率上升。**公司 13、14 年的定增方案失败，给公司带来较大的资金需求压力，16 年 1 月公司再度下调增发规模，募资总额再度下降。根据公司 15 年 5 月发布的方案，公司原计划向青海发展投资、上海穆昭投资、西宁特钢第一期持股员工等合计发行 11 亿股，募集资金 63.6 亿元，全部用于偿还银行贷款（其中中国人寿认购不超过 1 亿股，认购资金不超过 5.76 亿元），但从原参与认购的贵州中科贰号的退出再到国华人寿的退出，使公司定增规模由原来的 10 亿股下调为 9.04 亿股，最新募资总额不超过 52 元。公司定增还贷项目尚未完成，公司资产负债率不断上升，截至 15 年底，资产负债率增至 92.84%，同比上升 8.26 个百分点，同时公司产业结构的升级加大了工程建设、煤矿、矿山的投入，增加了负债，公司业绩亏损净资产减少，资产负债率上升。另外，公司 14 年 10 月收购西钢置业公司，由于 15 年仍处于房屋建设阶段，可售房源不足，导致房地产开发板块收入和盈利大幅下滑，房地产板块营业收入同比下降

88.43%，毛利率同比减少 6.11 个百分点。

- **盈利预测及评级：**我们看好 16 年供给侧改革和“去产能”的不断深入对钢铁行业的利好，我们预计公司 16-18 年 EPS0.05 元、0.07 元、0.09 元，鉴于公司正处于转型升级期和拥有从“煤炭-铁矿石-钢铁”的一体化布局，维持公司“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。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,314.39	6,053.35	6,443.05	6,657.37	7,655.98
增长率 YoY %	4.01%	-17.24%	6.44%	3.33%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	41.58	-1,618.94	34.00	51.05	68.04
增长率 YoY%	-158.38%	/	-102.10%	50.15%	33.28%
毛利率%	20.26%	-1.72%	19.85%	20.01%	19.85%
净资产收益率 ROE%	1.51%	-85.94%	2.41%	2.88%	3.71%
每股收益 EPS(元)	0.06	-2.18	0.05	0.07	0.09
市盈率 P/E(倍)	133	/	163	108	81
市净率 P/B(倍)	2.05	5.16	3.16	3.07	2.96

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,501.10	6,488.92	5,872.12	5,570.94	6,213.39
货币资金	1,919.72	3,323.42	2,802.85	2,414.80	2,629.94
应收票据	126.34	112.49	115.51	119.35	137.26
应收账款	821.76	589.81	675.82	698.30	803.05
预付账款	183.94	178.80	156.41	161.29	185.86
存货	2,184.02	1,945.54	1,782.67	1,838.34	2,118.42
其他	265.32	338.86	338.86	338.86	338.86
非流动资产	17,186.16	18,891.24	20,092.55	20,458.50	20,852.17
长期投资	31.50	31.54	31.54	31.54	31.54
固定资产	9,207.87	9,478.29	12,404.12	16,104.49	16,431.13
无形资产	1,166.50	1,114.63	1,075.12	1,036.94	998.75
其他	6,780.28	8,266.78	6,581.78	3,285.53	3,390.75
资产总计	22,687.25	25,380.16	25,964.68	26,029.44	27,065.56
流动负债	14,672.06	19,055.11	17,763.11	17,576.82	18,544.90
短期借款	5,747.00	6,972.15	7,472.15	7,072.15	7,072.15
应付账款	2,865.85	3,020.95	2,535.46	2,614.63	3,012.99
其他	6,059.22	9,062.01	7,755.50	7,890.04	8,459.76
非流动负债	4,516.34	4,506.81	5,706.81	5,906.81	5,906.81
长期借款	848.00	849.00	1,849.00	2,049.00	2,049.00
其他	3,668.34	3,657.81	3,857.81	3,857.81	3,857.81
负债合计	19,188.41	23,561.92	23,469.92	23,483.64	24,451.71
少数股东权益	802.93	746.37	746.37	746.37	746.37
归属母公司股东权益	2,695.92	1,071.87	1,748.39	1,799.44	1,867.48
负债和股东权益	22687.25	25380.16	25964.68	26029.44	27065.56

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,314.39	6,053.35	6,443.05	6,657.37	7,655.98
同比	4.01%	-17.24%	6.44%	3.33%	15.00%
归属母公司净利润	41.58	-1,618.94	34.00	51.05	68.04
同比	-158.38%	-3993.42%	-102.10%	50.15%	33.28%
毛利率	20.26%	-1.72%	19.85%	20.01%	19.85%
ROE	1.51%	-85.94%	2.41%	2.88%	3.71%
每股收益(元)	0.06	-2.18	0.05	0.07	0.09
P/E	133	/	163	108	81
P/B	2.05	5.16	3.16	3.07	2.96
EV/EBITDA	10.38	-26.79	14.00	11.60	10.50

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,314.39	6,053.35	6,443.05	6,657.37	7,655.98
营业成本	5,832.32	6,157.51	5,163.95	5,325.20	6,136.53
营业税金及附加	147.53	23.66	128.86	97.81	76.56
营业费用	210.77	241.65	257.21	241.12	267.96
管理费用	353.01	351.01	341.92	332.87	382.80
财务费用	605.99	591.93	422.29	497.74	534.88
资产减值损失	112.47	435.22	119.06	153.50	199.43
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	2.44	0.80	0.27	0.36
营业利润	54.70	-1,745.20	10.56	9.40	58.18
营业外收入	168.93	25.96	68.31	80.16	58.13
营业外支出	9.25	21.71	33.54	21.50	25.58
利润总额	214.38	-1,740.94	45.33	68.07	90.72
所得税	142.21	-65.44	11.33	17.02	22.68
净利润	72.18	-1,675.50	34.00	51.05	68.04
少数股东损益	30.59	-56.56	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	41.58	-1,618.94	34.00	51.05	68.04
EBITDA	1,472.06	-612.94	1,293.70	1,544.92	1,705.89
EPS (摊薄)	0.06	-2.18	0.05	0.07	0.09

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-105.34	-1,195.87	-412.29	1,636.33	2,197.82
净利润	72.18	-1,675.50	34.00	51.05	68.04
折旧摊销	661.51	709.69	814.72	1,011.92	1,154.40
财务费用	596.17	418.32	433.65	464.93	460.76
投资损失	-2.40	-2.40	-0.80	-0.27	-0.36
营运资金变动	-1,516.90	-1,031.68	-1,814.83	-26.65	341.34
其它	84.11	385.71	120.97	135.35	173.63
投资活动现金流	-635.73	-575.98	-1,374.63	-1,359.45	-1,521.92
资本支出	-638.13	-519.01	-1,375.43	-1,359.72	-1,522.27
长期投资	2.40	2.40	0.80	0.27	0.36
其他	0.00	-59.37	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	742.75	1,807.93	1,266.35	-664.93	-460.76
吸收投资	7.60	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-187.71	4,775.76	1,700.00	-200.00	0.00
支付利息或股息	650.58	729.10	433.65	464.93	460.76
现金净增加额	1.68	36.08	-520.57	-388.05	215.14

研究团队简介

范海波，CFA，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，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。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，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。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，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

李沁，有色金属行业研究助理。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1 年财务会计工作经验。2015 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@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	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。