

冶炼业务稳定，资源决定成长

增 持

——西宁特钢（600117）2010年中报点评——

内容摘要:

- 西宁特钢（600117）2010年上半年业绩公告显示公司业绩同比大幅增长：实现营业收入34.38亿元，实现营业利润1.52亿元，归属于上市公司股东净利润7720万元；每股收益0.1042元，同比增长1327%。
- 公司上半年完成粗钢计划产量的53%，下半年由于安排大规模检修项目，产量将略低于上半年，预计全年可基本完成计划产量；公司主要钢材产品以特钢和螺纹钢为主，毛利率相对稳定。
- 公司未来发展战略以着力扩大资源控制力为目标，未来将形成铁精粉、焦煤、钒矿共同构成的资源开发模式。铁精粉目前形成实际生产能力为70万吨/年，计划最终形成220万吨年生产能力；焦煤目前年生产能力为70万吨/年，在完全转入井下开采后，计划在2015年达到年产能500万吨；钒矿项目目前仍在设计建设期，计划2011年中期投产，设计产能年生产五氧化二钒1900吨。
- 预计10年-12年EPS分别为0.19元、0.45元和0.66元，目前对应市盈率为40（X）。公司未来发展战略明确，资源储量丰富，但大部分仍在建设期中，主要利润在2012年后可得到陆续释放。目前市场估值水平相对合理，基于公司充沛的资源储量及发展预期，给予公司“增持”评级。

研究员

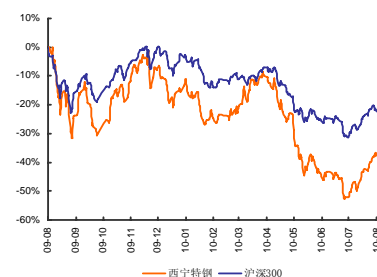
王剑辉
执业证号：S1250200010075
电话：010-57631186
邮箱：wjhui@swsc.com.cn

刘喆
执业证号：S1250109060934
电话：010-57631181
邮箱：liuzhe@swsc.com.cn

市场数据

总市值（百万元）	5788.92
流通市值（百万元）	5788.92
总股本（百万股）	741.22
流通股本（百万股）	741.22
52周最高价/最低价（元）	12.66/5.65
十大流通股股东（%）	61.68
股东户数	105988

最近52周相对市场表现



资料来源：西南证券研发中心

事件

2010年上半年公司实现营业收入 34.38 亿元，同比增长 41.99%；实现营业利润 1.52 亿元，同比增长 6463.46%；归属于上市公司股东净利润 7720 万元，同比增长 1322.45%；每股收益 0.1042 元，同比增长 1327%。

报告期内公司生产生铁 57.4 万吨，同比增长 9.57%；粗钢 69.5 万吨，同比增长 11.51%；钢材 64.1 万吨，同比增长 15.25%；铁精粉 56.5 万吨，同比增长 223.78%；原煤 11.1 万吨同比减少 70.4%；焦炭 31.5 万吨，同比减少 12.2%。

点评

- **上半年产量增长，下半年增速放缓。**公司计划 2010 年生产粗钢 129.6 万吨，上半年完成计划产量的 53%，由于设备满负荷高速运转，部分设备运行已存在隐患，公司计划于 2010 年 6 月 25 日至 8 月 31 日陆续安排大规模检修项目，预计影响产量 10.7 万吨，全年基本可完成计划产量。
- **冶炼毛利率维持稳定。**按产品划分营业收入，主要冶金业务（合结钢、碳结钢、滚珠钢、不锈钢、合工钢、碳工钢、弹簧钢）营业收入为 30.09 亿元，同比增长 36.57%；营业成本为 27.01 亿元，同比增长 37.49%。毛利率由 12.13% 降至 11.38%，基本维持稳定。公司所生产主要品种为特钢产品中的低端品种，加之地处西北地区，当地需求量有限，产品以外销为主，销售费用较高，在产品结构升级和盈利能力上提升空间有限。公司未来发展战略也以维持现有钢铁产能，加大资源控制力为主要目标。
- **铁精粉构成公司重要利润来源之一。**公司上半年铁精粉采选业务实现营业利润 1.67 亿元，占全部营业收入的 28.27%；吨精粉销售价格为 600 元，毛利率为 49.31%。公司 7 月 15 日宣布将以现金 6900 万元收购长城实业所持有的哈密伯伦 20% 的股权，收购完成后哈密伯伦将成为公司的全资子公司。公司目前铁精粉年生产能力为 120 万吨，在增加肃北伯伦和哈密伯伦部分洗选设备后年铁精粉生产能力可达到 150 万吨，其中公司所持有的权益部分约为 99 万吨。西钢矿业所属洪水河铁矿等四座铁矿设计铁精粉年生产能力 70 万吨，10 年下半年洪水河铁矿 20 万吨采选设备将投入生产。

表 1: 公司铁矿石资源储量及产量

所属子公司	权益比例	矿区名称	储量(亿吨)	权益储量	铁精粉设计产能(万吨)	权益产量
肃北伯伦矿业公司	70%	大红山七角井铁矿	1.03	0.721	70	49
哈密伯伦矿业公司	100%	白山泉铁矿	0.47	0.47	50	50
西钢矿业	100%	洪水河铁矿	0.12	0.12		
		大沙龙铁矿	0.18	0.18		
		胜利铁矿	0.018	0.018		
		磁铁山铁矿	0.35	0.35		
		小计		0.668		70
合计				1.859		169

资料来源：公司资料

- **焦煤开采转向地下过程中。**公司控股江仓能源 35% 股权，具备木里煤田矿区三井、四井的探矿权，焦煤储量 4.6 亿吨，目前正在由地上开采转向地下开采。未来 5 年内设计产能计划达到 500 万吨/年，乐观预期 2010 年年底可建设完成 180 万吨产能，2013 年可达到 360 万吨/年，2015 年达到 500 万吨/年。公司计划 10 年生产原煤 62 万吨，由于采矿证问题，上半年实际生产 11.1 万吨，目前生产已恢复，预计全年产量低于此前计划。
- **三费率过高制约公司业绩增长。**公司期间费用率历来较高，2010 年上半年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.51%、4.22% 和 4.91%，综合期间费用率为 11.64%，三费相加占到毛利的 67.08%。销售费用较高由于公司地处西北，主要客户集中于沿海地区导致运费较高；管理费用较高由于公司子公司分散，员工人数偏多造成；财务费用率过高主要由于公司债务比例较高。中报显示，公司资产负债率高达 73.2%，其中短期借款占负债总额的 45.2%，公司拟通过配股方式募集资金 20.73 亿元，其中 7 亿元用于偿还银行贷款及补充流动资金，配股成功后改善负债结构形成一定正面影响，但短期内难以大幅降低资产负债率，财务费用仍将维持在较高水平。
- **主要业绩在 2011 年后逐步释放。**公司未来务主要集中于钢材、铁精粉、焦煤、钒矿几大部分：钢材生产已进入稳定阶段；铁精粉生产随着西钢矿业下属四座矿区陆续投产年产能最终可达到 230 万吨/年；焦煤开采在正式转为井下后，除满足自身 70 万吨/年焦炭生产需要外全部外销，是公司未来重点发展业务之一；公司控股子公司肃北伯伦下属七角井钒矿保有储量 2295.72 万吨，五氧化二钒资源量 22.68 万吨，目前正在建设施工中，计划 2011 年中期投产，设计产能年产原矿 50 万吨、五氧化二钒 1900 吨，公司权益产量 1330 吨。
- **风险提示。**铁矿石采选业务是公司现阶段重要赢利点之一，公司经营业绩对铁矿石价格敏感性较高，矿价向下波动将对公司盈利能力产生负面影响；焦煤开采涉及采矿证及井下开采技术困难等问题，存在较大的不确定性；公司主要经营业绩释放在 2012 年之后。
- **盈利预测及评级。**公司由于采矿证问题焦煤产量低于预期，我们下调 10 年盈利预测，预计 10 年-12 年 EPS 分别为 0.19 元、0.45 元和 0.66 元，目前对应市盈率为 40 (X)。公司未来发展战略明确，资源储量丰富，但大部分仍在建设期中，主要利润在 2012 年后可得到陆续释放。目前市场估值水平相对合理，基于未来业绩增长预期，给予公司“增持”评级。

表 2: 盈利预测简表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	518,625.51	707,758.82	847,758.45	955,242.52
增长率(YOY)	-25.62%	36.47%	19.78%	12.68%
营业利润 (万元)	5,100.25	28,882.52	57,136.37	84,387.75
增长率(YOY)	-84.34%	466.30%	97.82%	47.70%
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	3,476.82	14,154.99	33,135.13	48,765.06
增长率(YOY)	97.6%	307.1%	134.1%	47.2%
毛利率	15.3%	16.3%	18.7%	20.5%
净利率	0.67%	2.00%	3.91%	5.10%
每股收益 (元)	0.05	0.19	0.45	0.66

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>