

评级：强烈推荐（维持）

钢铁行业

公司研究报告

第一创业研究所

张文丰 S1080210100005

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

西宁特钢（600117）10 年年报点评

——成长性源于资源板块规模持续扩张

事件：

西宁特钢（600117）公布 2010 年年报：1、全年共生产钢材 126.6 万吨，比上年增长 11.2%；铁精粉 120.6 万吨，比上年增长 71.9%；原煤 60.2 万吨，比上年下降 26.5%；焦炭 66.8 万吨，比上年下降 8.6%。2、实现主营业务收入 70.52 亿元，比上年增长 35.97%；实现利润总额 41635.81 万元，比上年增长 389.63%；归属于母公司的净利润 23312.34 万元，同比增长 570.51%。3、公司生产经营目标为：铁 110 万吨，钢 138 万吨，钢材 127.8 万吨，铁精粉 117 万吨，煤 40 万吨，焦炭 70 万吨。4、拟定本期不进行利润分配，也不进行资本公积金转增股本，剩余未分配利润结转下一年度。

点评：

● **业绩增长超五倍，大幅受益产品价格提高** 年报显示，公司 2010 年实现主营业务收入 70.52 亿元，比上年增长 35.97%；实现利润总额 41635.81 万元，比上年增长 389.63%；归属于母公司的净利润 23312.34 万元，同比增长 570.51%；实现 EPS 0.31 元，同比增长 520%。公司业绩大幅增长略超市场预期，其增长一方面在于特钢价格同比提升幅度大，且毛利率略有回升，另一方面则来源于资源价格与产量的大幅提高。

表 1 特钢业务相关指标变动情况

特钢	2009	2010	变动率
产销量	1138500	1266000	11.20%
主营业务收入	4,582,186,522.48	5,974,205,228.18	30.38%
主营业务成本	4,118,294,805.22	5,317,555,635.49	29.12%
吨钢售价	4,024.76	4,718.96	17.25%
吨钢成本	3,617.30	4,200.28	16.12%
吨钢毛利	407.46	518.68	27.30%
毛利率	10.12%	10.99%	0.87%

资料来源：公司年报，第一创业证券

表 2 资源业务相关指标变动情况

资源业务	2009	2010	变动率
铁矿石产量	700000	1206000	72.29%
焦炭产量	720000	668000	-7.22%
主营业务收入	1,295,727,512.61	1,836,665,188	41.75%
主营业务成本	951,071,379.00	1,137,046,201	19.55%
资源毛利率	26.60%	38.09%	1.53%%
吨焦售价	1200.22	1526.21	27.16%
吨焦成本	926.99	1144.12	23.42%
吨焦毛利	273.23	382.09	39.84%

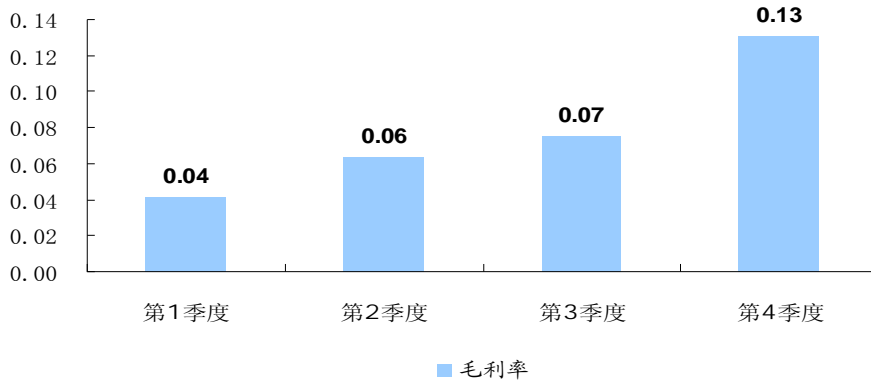


毛利率	22.76%	25.04%	9.97%
吨矿售价	537.30	651.84	21.32%
吨矿成本	336.50	296.40	-11.92%
吨矿毛利	200.80	355.43	77.01%
铁矿毛利率	37.37%	54.53%	17.16%

资料来源：公司年报，第一创业证券

- **四季度毛利率提升明显，业绩贡献近四成** 分季度来看，公司四季度业绩环比大幅85.7%，这较大程度上超于市场预期。对比其季度盈利指标情况来看，四季度综合毛利率上升4.9个百分点，这主要是资源产品价格四季度依然处于明显上升态势，不过其销售费用和财务费用集中提取也抵消了业绩释放的程度，第四季度比前三季度期间费率提高0.74个百分点。

图 1 公司第四季度业绩环比大幅提高



资料来源：公司年报，第一创业证券

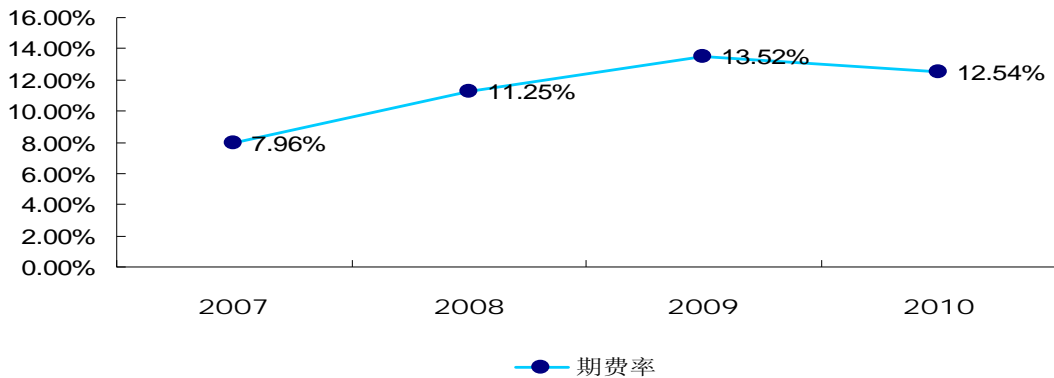
表 3 公司四季度业绩增长源于毛利率提升

项目	第四季度	前三季度平均	变动率
营业收入	1,887,184,042.88	1,721,584,286.87	9.62%
营业成本	1,451,284,019.01	1,408,309,340.82	3.05%
毛利率	23.10%	18.20%	4.90%
销售费用	60,488,145.78	47,098,498.05	28.43%
管理费用	80,805,204.25	76,220,544.14	6.01%
财务费用	105,669,847.58	89,217,167.22	18.44%
合计	246,963,197.61	212,536,209.41	16.20%
期间费用率	13.09%	12.35%	0.74%

资料来源：公司年报，第一创业证券

- **公司费用下降空间巨大** 公司2010年期间费用同比增长近26%，这主要是由于人工工资增加、无形资产摊销增加、安全基金增加所致，另外也有公司本部及子公司销售量大幅增加导致运费、矿管费增加的因素。公司费用比率偏高一直受到市场质疑，09年费用率达到13.52%，远低于同类特钢类企业，不过2010年费用率有小幅下降。我们认为，公司目前投资和技改项目较多，公司业务整合还需要假以时日，随着公司新项目投产和稳定，销售渠道逐步巩固，其降费空间依然巨大。

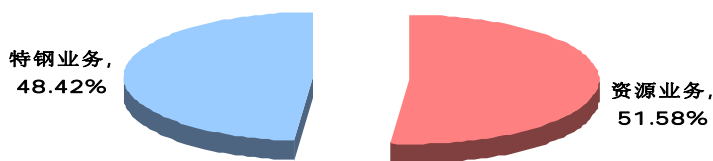
图 2 公司全年期间费用率有所下降



资料来源：公司年报，第一创业证券

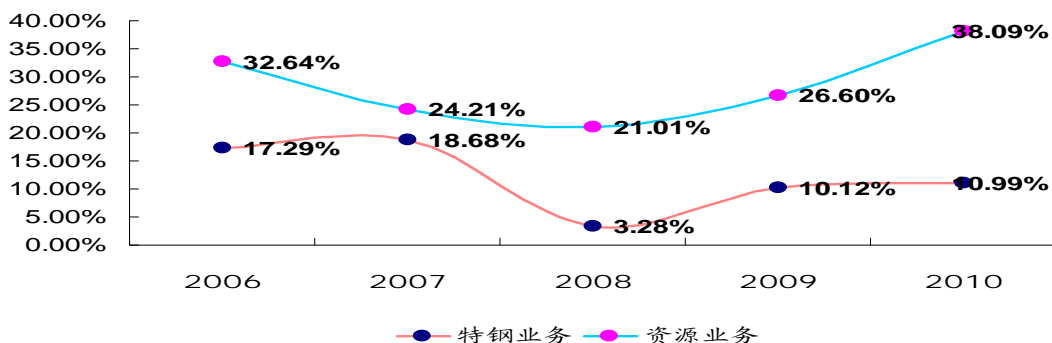
- **特钢与资源板块双轮驱动** 公司资源板块已成为业绩的主要来源，资源性企业特质非常明显。2010年资源业务贡献毛利为51.58%。公司子公司哈密博伦和肃北博伦全年共产铁精粉120.6万吨，同比增七成，且其吨矿毛利大幅增长77%，贡献利润8434万，占公司净利的36%；江仓能源焦炭产量略有下降，但吨焦毛利也上升显著，贡献利润3781万元，占公司净利的16%。此外，公司特钢盈利能力也有小幅改善，其毛利率为10.99%。我们认为，钢铁“十二五”规划把特钢放在了重要位置，中国工业化发展阶段也决定了特钢的发展空间远大于普钢，公司特钢盈利将大大受益于行业的增长，我们坚定看好公司资源加特钢的发展优势。

图3 资源业务毛利占据半壁江山



资料来源：公司年报，第一创业证券

图4 资源盈利继续大幅提升，特钢毛利小幅改善



资料来源：公司年报，第一创业证券

- **未来主要关注资源投资项目的进展** 公司未来产能增长主要来自于资源品种，其2011年资本性支出主要投向江仓能源的娘姆特矿区项目、120万吨/年洗煤厂，肃北博伦的七角井钒及铁矿补充勘查、七角井铁矿深部开采、七角井铁矿采矿、冶炼，哈密博伦的白山泉铁矿二期和西钢矿业的洪水河铁矿矿山建设、磁铁山铁矿矿山建设、新增资源勘查等。公司目前拥有铁矿资源储量1.859亿吨，钒矿2523万吨，未来有望形成200万吨铁精粉、1000吨五氧化二钒和120万吨原煤产能，以确保其业绩的持续增长。



- **维持“强烈推荐”的投资评级** 我们预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.46 和 0.61 元，同比分别增长 47.12%和 34.51%。鉴于公司资源性特征明显，且其资源品规模还将持续提升，具有较强的成长性，维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

表 4 公司盈利预测简表

项目	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,051,936,903.50	7,576,144,325.05	8,273,685,441.70
YOY(%)	35.97%	7.43%	9.21%
营业成本	5,676,212,041.47	5,988,951,903.68	6,379,617,343.01
利润总额	416,358,164.13	635,184,247.18	854,407,839.69
净利润	233,123,441.81	338,053,201.77	454,726,808.96
每股收益	0.310	0.456	0.613
YOY(%)	520.00%	47.12%	34.51%
PE	29.52	20.06	14.91

资料来源：公司年报，第一创业证券

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120