



钢铁行业

报告原因 公布 收购铁矿股权
2009 年半年报

2009 年 7 月 30 日

市场数据：2009 年 7 月 30 日

收盘价(元)	12.71
一年内最高/最低(元)	14.49/3.29
市净率	3.69
总市值/流通市值(亿元)	94.21/51.63

基础数据：2009 年 06 月 30 日

总股本 (百万股)	741.22
实际流通 A 股(百万股)	406.21
每股净资产(元)	3.44
每股收益(元)	0.0073

数据来源：公司公告

分析师

刘俊清

0351-8686975

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

西宁特钢（600117）

谨慎推荐

钢铁盈利降低 向资源型企业发展

跟踪评级

公司研究

公司公布2009年度半年报：

2009 年 7 月 29 日，公司公布 2009 年度半年报显示，公司上半年营业收入 24.21 亿元，同比下降 34.90%；归属于上市公司股东的净利润达到 542.74 万元，同比下滑 97.85%，利润下降幅度环比有所增大，基本每股收益 0.0073 元，扣除非经常性损益后的净利润为-121.11 万元。

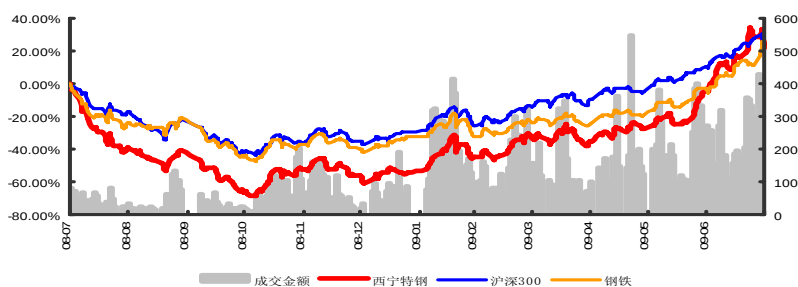
点评：

➤ **公司生产经营亏损。**根据公司公告，2009 年上半年扣除非经常性损益后的净利润为-121.11 万元，说明公司生产经营结果实际是亏损的。非经常损益中，政府补助 574.32 万元、债务重组收益 109.57 万元等，合计为 654.85 万元，公司勉强盈利。

➤ **受惠于政策拉动，特钢业务稳定。**根据公告，公司上半年共生产铁 52.47 万吨，比去年同期增长 9.1%；钢 62.29 万吨，比去年同期增长 5.82%；钢材 55.64 万吨，比去年同期增长 6.4%；铁精粉 17.45 万吨，比去年同期减少 66.94%；煤 37.5 万吨，比去年同期减少 48.81%；焦炭 35.88 万吨，比去年同期减少 5.28%。公司受惠于政策的拉动，特钢业务保持稳定并略有增长，上游原材料铁精粉和焦炭的产量大幅下降。

➤ **自产原材料的成本刚性导致公司营业利润下降。**公司钢铁生产所需原材料主要来自公司控股子公司，铁精粉来自甘肃肃北博伦、新疆哈密博伦等，开采成本约 300 元，矿区处于自治县，收取矿管费（大红山 130 元左右，白山泉略低）等，铁精粉的总成本近 500 元；炼焦煤来控股企业江仓能源等原材料生产企业，距离公司较远，运输成本较高，炼焦煤到厂家格较高，因此，公司钢铁生产存在成本刚性；上半年钢材产品价格又在低位运行，因此公司整体营业利润大幅度降低。下半年如果钢材价格继续上涨、公司煤炭运输铁路木里--柴达尔铁路开通的话，有利于公司提高营业利润。

➤ **收购子公司股权，成功控制铁矿、煤矿，向资源型综合经营企业转型。**自 2004 年起，公司就将产业链开始向前延伸，7 月 23 日公告，



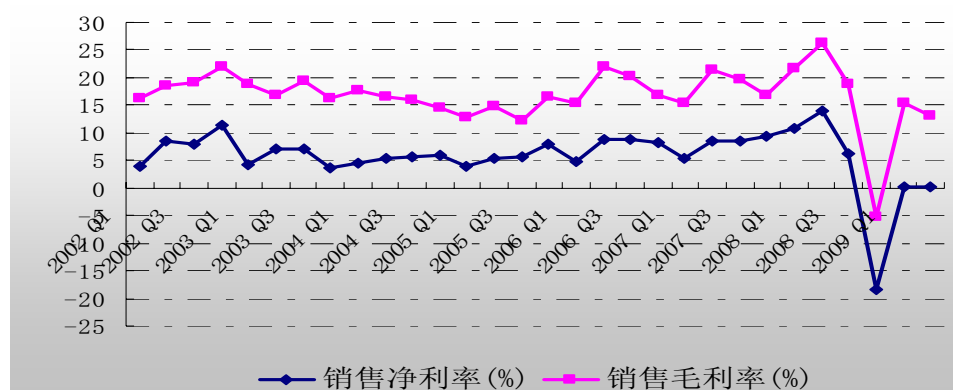


➤ 公司利用自有资金3.5亿元，收购长城实业持有的肃北博伦全部股权和哈密博伦29%的股权，继续扩大对资源的控制，收购完成后，公司持有肃北博伦70%股权，持有哈密博伦80%股权。控制的铁精粉权益产能近70万吨/年，产品即可自用又可外销；上半年西钢矿业完成对四座铁矿探矿权的收购，拥有铁精粉权益产能70万吨/年（到2011年达产）；实际控制的江仓能源在2011年产能见达到年产300万吨焦煤，远期目标年产500万吨；同时自备年产70万吨焦炭的焦炉生产设备等，综上所有因素，公司已经从单一的钢铁生产企业向资源性综合经营企业转型，所控制的资源未来可给企业带来长期较为稳定的收益。

➤ 融资方式单一导致企业负债比例较高，经营风险较大。如表1所示，公司2005年以来资产负债率从62%一直攀升，到2008年上升到70%以上，中报显示是72.18%，处于行业较高水平；在资本投入中，带息债务占比达68.87%；全部债务中，以短期借债为主，流动高负债占比达80%以上，说明公司融资方式单一、资本结构不尽合理。公司前期已经股东大会批准发行10亿元公司债，这将进一步增加公司负债比例。负债过高会给公司经营带来较大的不确定性。

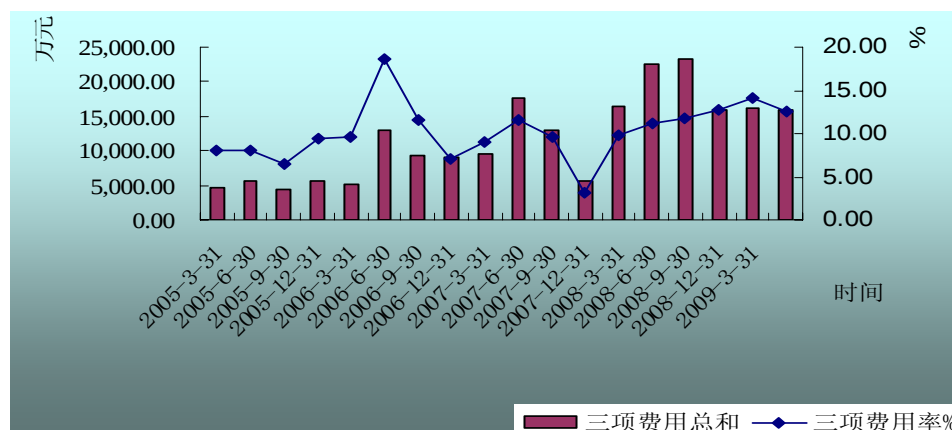
➤ 盈利预测和股票评级。我们对公司进行了盈利预测（见表2），预计公司2009、2010年每股收益分别为0.22元和0.33元，给予“中性”评级。

图1 2002年以来公司销售毛利率和净利润率的走势图



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图2 2006年以来公司三项费用及其增长变化



数据来源：wind 资讯，山西证券研究所

图 3 西宁特钢收购控股子公司股权后的持股情况

表 1: 公司近年来的资本结构

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 中	2008 年	2009 中
资产负债率 (%)	62.28	68.16	68.32	66.51	70.74	72.18
带息债务 / 全部投入资本 (%)	53.63	55.23	55.16	59.06	65.09	68.87
流动负债 / 负债合计 (%)	79.5	81.48	84.53	87.84	84.54	80.13

数据来源: 公司公告, 山西证券研究所

表 2 盈利预测表

单位: 百万元

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3,429.17	5,766.65	6,972.68	6,513.24	8,126.80
营业成本	2,804.23	4,702.96	5,761.74	5,478.81	6,806.82
营业税金及附加	22.37	48.75	50.25	45.59	56.89
营业费用	48.56	50.77	171.71	97.70	121.90
管理费用	172.67	175.31	243.27	211.68	284.44
财务费用	144.06	232.72	369.41	260.50	243.82
资产减值损失	-16.88	60.84	50.62	38.28	47.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.40	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	296.56	495.31	325.68	380.69	565.34
营业外收入	5.59	19.16	16.97	15.27	16.04
营业外支出	5.22	7.22	26.02	31.22	32.78
利润总额	296.94	507.26	316.63	364.74	548.59
所得税	33.37	33.47	-40.04	72.95	109.72
净利润	263.57	473.79	356.67	291.79	438.87
少数股东损益	49.68	173.65	339.08	127.66	192.01
归属于母公司净利润	213.89	300.14	17.60	164.13	246.87
EBITDA	440.63	990.95	1,023.17	707.10	888.25
EPS (元)	0.31	0.40	0.02	0.22	0.33

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行

的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。