

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

特钢依旧，资源平淡，期待复苏

事件描述

西宁特钢今日公布 2009 年度报告, 公司 2009 年度实现营业收入 51.86 亿元, 同比下降 25.62%; 实现营业总额 8503.61 万元, 同比下降 71.25%; 归属于母公司净利润 3476.82 万元, 同比上涨 314.57%.; 实现 EPS0.05 元。

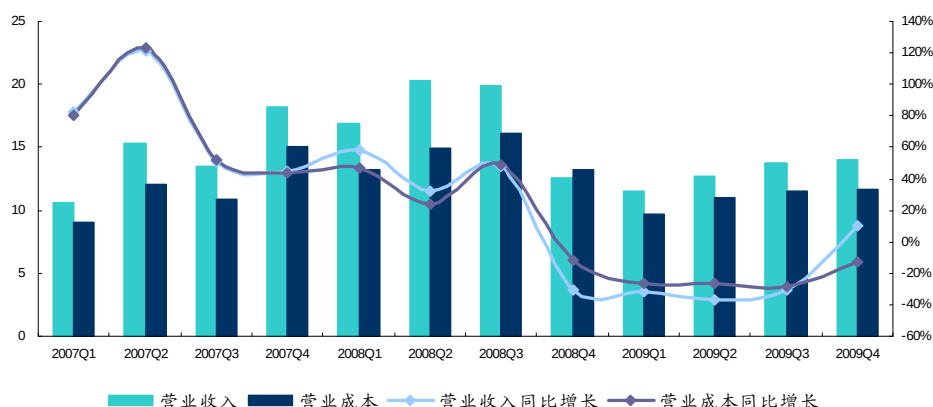
公司全年共生产铁109.54万吨, 比上年增长18.96% ; 钢126.72万吨, 比上年增长10.19%; 钢材113.85万吨, 比上年增长9.17%; 铁精粉70万吨, 比上年减少15.74%; 煤86.4万吨, 比上年增长32.98%; 焦炭72万吨, 比上年减少0.11%。

事件评论

第一，四季度主营收入较三季度小幅增长，主营利润持续回升

公司四季度主营收入较三季度小幅增长，在四季度国内特钢价格均值小幅低于三季度的情况下，公司四季度产量小幅增长是主营缓慢回升的主要原因。同时，四季度铁精矿价格的持续回升也应该对主营有所贡献。

图 1：四季度主营较三季度小幅增长，主营收入增长幅度大于主营成本



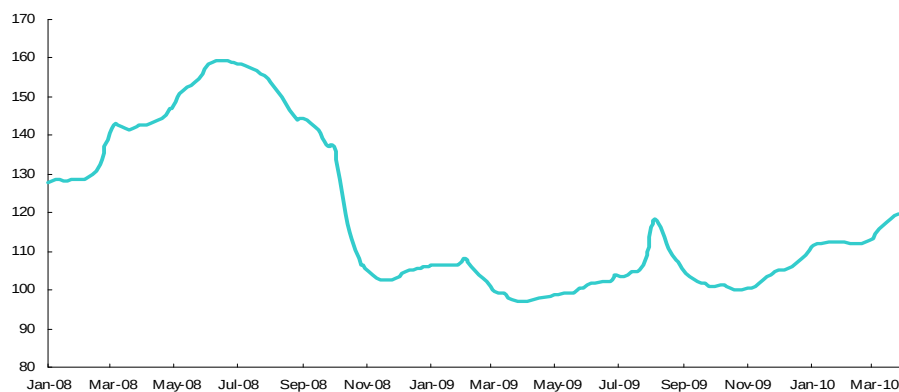
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：西宁特钢四季度生产钢铁总量较三季度小幅上涨



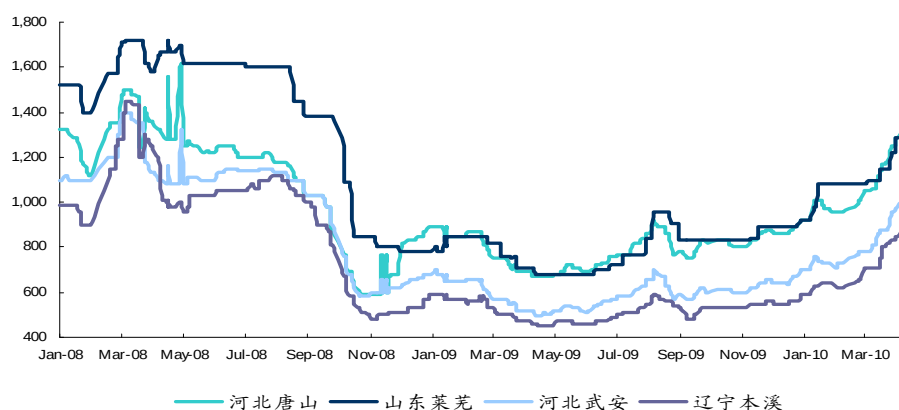
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：四季度 MySteel 特钢价格指数均值略低于三季度



资料来源：MySteel，长江证券研究部

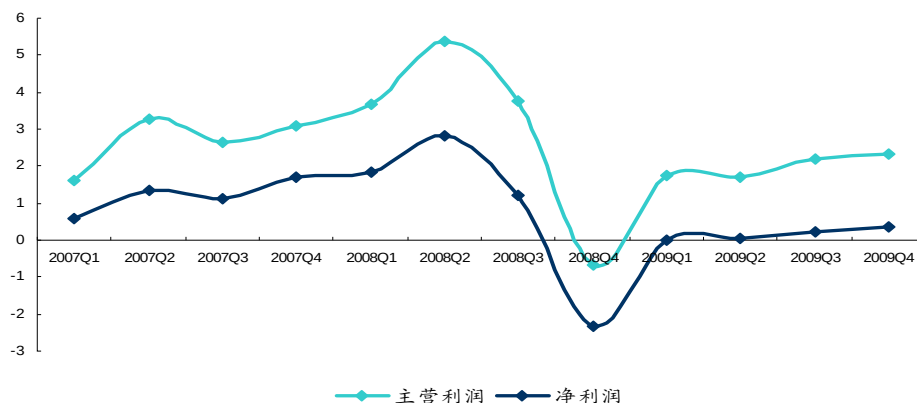
图 4：四季度国内主要城市铁矿石价格持续攀升，也使得主营上升



资料来源：MySteel，长江证券研究部

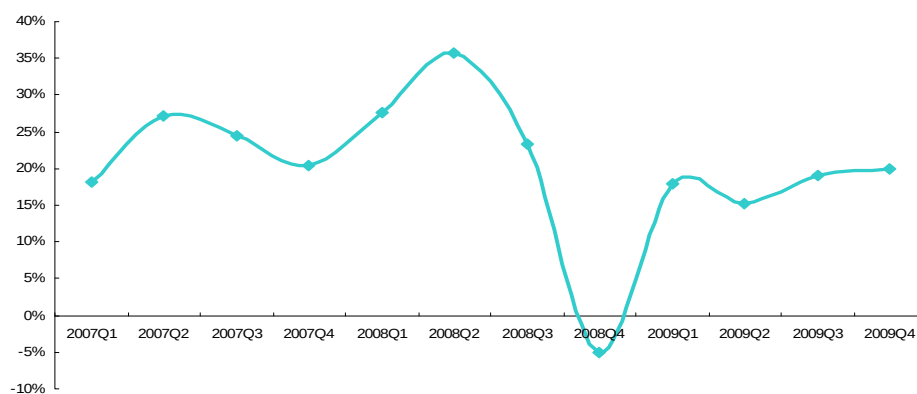
在四季度公司收入小幅提升的情况下，公司主营利润以及净利润较三季度也得到一定的回升，且主营利润的回升幅度略高于主营收入的上升幅度。不过在四季度营业外收入大幅高于三季度的情况下，使得四季度净利润绝对量仅较三季度小幅上升的主要原因在于四季度所得税费用的大幅提高。

图 5：四季度公司主营利润及净利润皆小幅回升



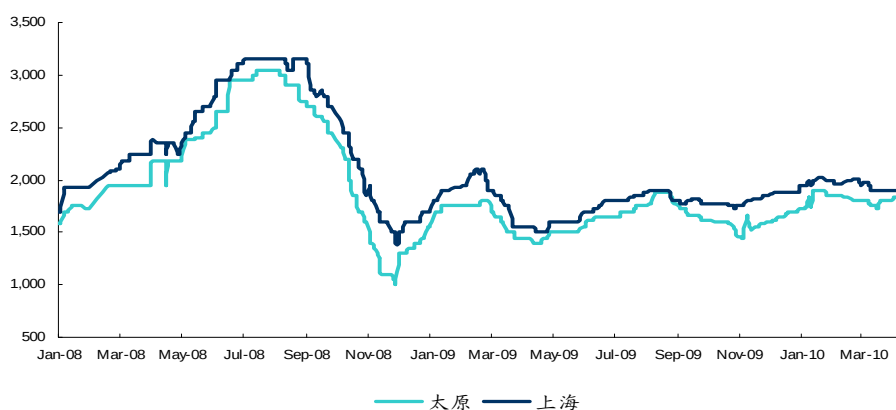
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：四季度销售毛利率较三季度仍小幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

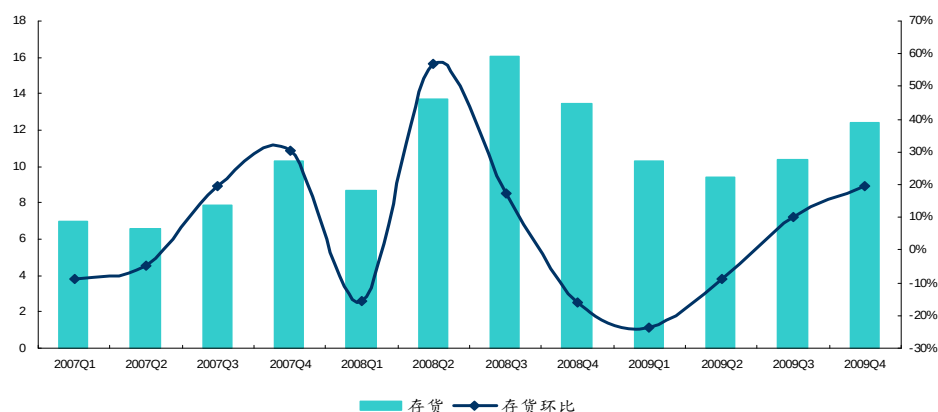
图 7：四季度国内主要城市二级冶金焦价格也缓慢回升



资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，公司存货余额环比持续回升，但低于去年同期

公司年末存货较三季度仍持续回升，但仍小幅低于去年同期。由于公司地处东北，冬储的需要使得存货上升也基本符合预期。从绝对水平上看公司存货也并不高，因此存货风险不大。

图 8：期末存货较三季度持续增长，略低于去年同期


资料来源：Wind，长江证券研究部

公司存货中原材料占比达到 69%，略高于行业其他公司。这依然还是冬储的影响。年初计提的原材料跌价准备年内基本实现转销。同时公司还对原材料以及库存商品等计提了约 0.1% 的存货跌价准备，总体来说影响不大。

表 1：公司存货基本为原材料和在产品

项目	期末余额（亿元）			期初余额（亿元）		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	854.63	0.67	854.96	1023.73	2.71	991.02
在产品	200.20	0.10	200.10	218.39	1.12	217.27
自制半成品	37.02	0.06	36.96	18.46	0.59	17.87
库存商品	145.18	0.49	144.69	119.51	4.32	115.19
发出商品	1.08		1.08	7.45		7.45
委托加工物资	0.35		0.35			
合计	1238.46	1.32	1237.15	1387.54	38.74	1348.80

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：存货跌价准备（百万）

存货种类	期初账面余额	本期计提额	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
原材料	32.71	0.67	-	32.71	0.67
在产品	1.12	0.10	-	1.12	0.10
自制半成品	0.59	0.06	-	0.59	0.06
库存商品	4.32	0.49	-	4.32	0.49
合计	38.74	1.32	-	38.74	1.32

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，毛利率大幅领先其他特钢企业，费用率侵蚀使得净利率较低

公司主营业务中钢铁行业毛利率基本与上年持平，但仍大幅高于其他相关企业。焦炭产品毛利率虽处于高位，但较去年同比大幅下滑。考虑到原煤还出现了亏损，整体来看煤炭业务依然还处于投产期。

表 3：主营业务分产品明细表

分产品	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入较上年	营业成本较上年	营业利润率较上
-----	------	------	-------	---------	---------	---------

	(百万)	(百万)	(%)	增减 (%)	增减 (%)	年增减 (%)
分行业						
钢铁行业	4172.94	3562.42	14.63	-27.99	-28.36	0.44
煤炭行业	889.65	698.16	21.52	-13.66	21.41	-22.66
分产品						
合结钢	2585.60	2318.32	10.34	-7.85	-14.63	7.12
碳结钢	1179.69	1106.93	6.17	-33.42	-39.14	8.82
焦碳	864.16	667.44	22.76	-14.65	17.27	-21.02
铁精粉	376.11	235.55	37.37	-56.91	-31.03	-23.51
滚珠钢	413.05	359.17	13.04	-34.67	-33.82	-1.12
不锈钢	261.00	212.86	18.45	-10.8	-14.22	3.25
合工钢	109.77	94.16	14.21	39.63	29.51	6.7
轴承钢				-100	-100	-1.12
石灰				-100	-100	-6.02
碳工钢	31.90	25.85	18.97	32.78	16.42	11.39
原煤	25.49	30.73	-20.55	42.43	419.12	-87.47
石灰石	29.97	17.36	42.09	76.12	28.7	21.34
弹簧钢	1.18	1.00	15.88	-46.19	-44.06	-3.2
模具钢				-100	-100	-0.29
生铁、铁水				-100	-100	-1.07
小计	5877.91	5069.37	13.76	-44.19	-45.62	2.28
产品之间内部抵消	-815.32	-808.78	0.8	-78	-78.57	2.65
合计	5062.59	4260.59	15.84	-25.83	-23.2	-2.88

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据公司披露的控股子公司盈利情况简单推算，2009年吨焦煤实现净利润在57元左右，而吨铁矿石净利润仅5元。在资源价格下跌的时候，公司资源投产初期面临的负担暴露无遗（我们这里仅仅是简单测算，并没有区分江仓能源的炼焦环节利润以及西钢矿业今年实现的产量）。好在资源价格在2010年出现了明显的复苏，随着达产的逐步进行，预计公司将逐步摆脱目前较低迷的局面。

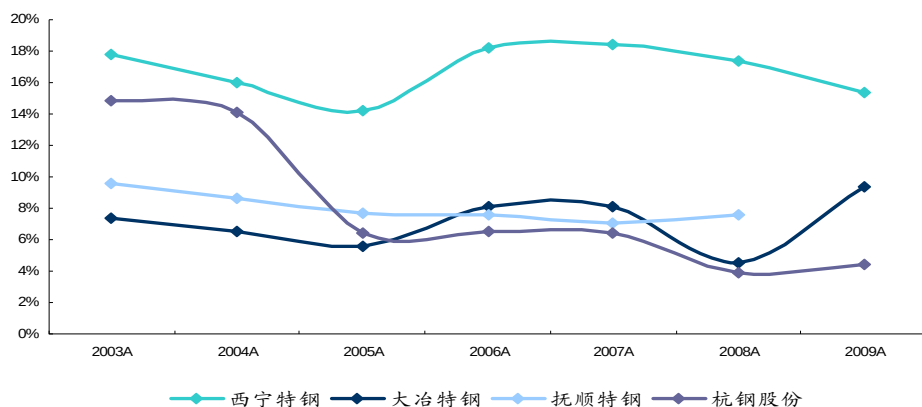
表 4：子公司吨产品净利统计

品种	子公司名称	09 年度吨产品净利润(元)	08 年度吨产品净利润(元)	07 年度吨产品净利润(元)
焦煤	江仓能源	56.98	392.33	190.83
	肃北博伦			
铁矿石	哈密博伦	5.21	428.03	163.29
	西钢矿业			

资料来源：公司公告，长江证券研究部

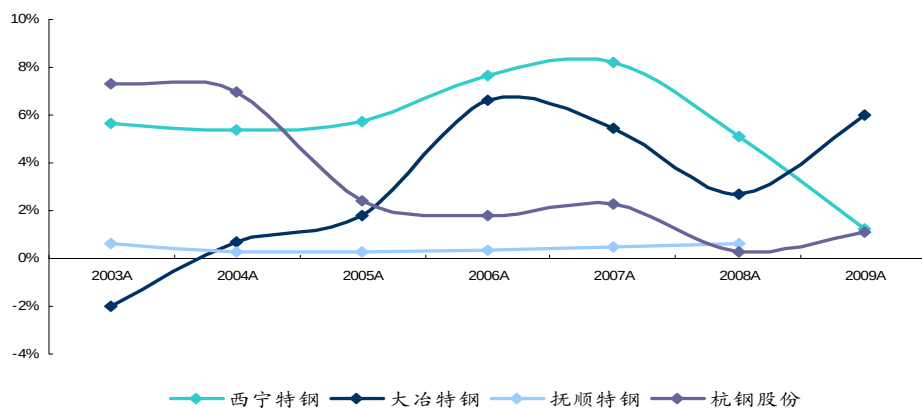
虽然公司毛利率大幅高于其他特钢企业，但由于其一贯高企的费用率，使得其净利率没有任何优势。

图 9：公司毛利率大幅高于其他特钢企业



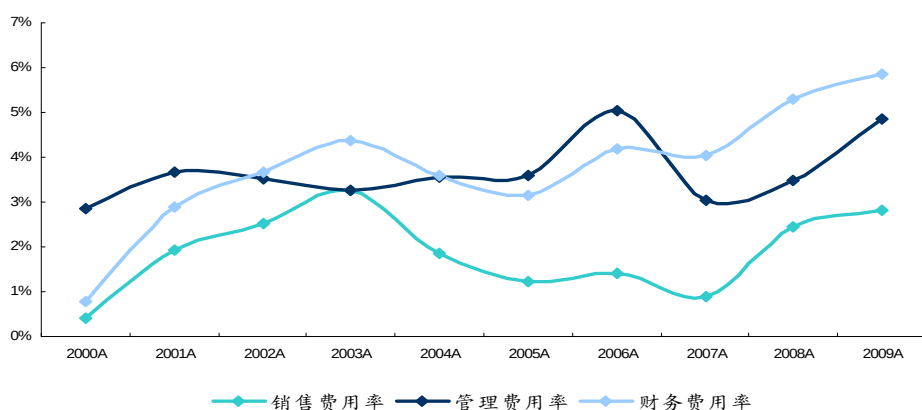
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：09 年公司净利率大幅下滑，费用率居高是主因



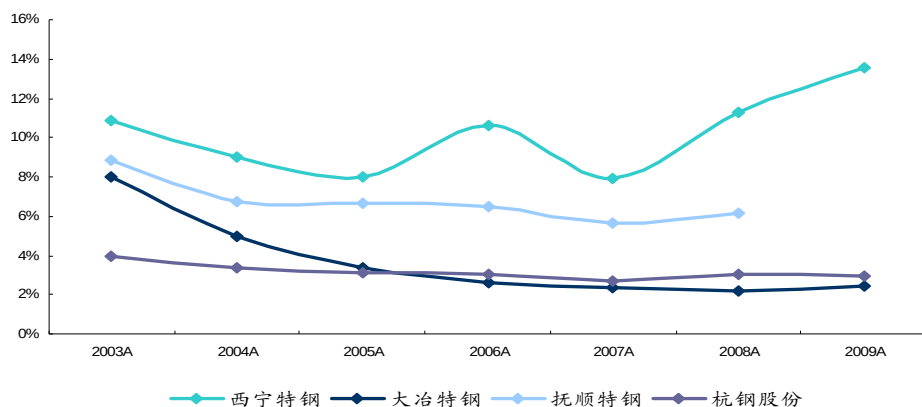
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：公司三项费用率持续攀升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

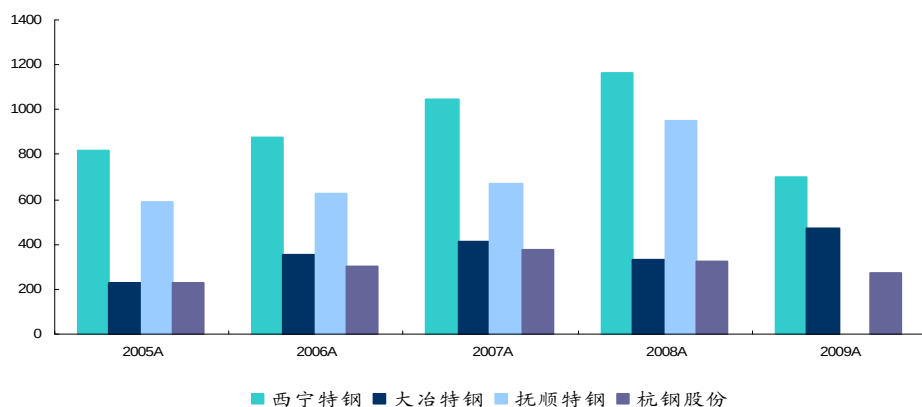
图 12: 西宁特钢三项费用率合计远高于其他特钢企业



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

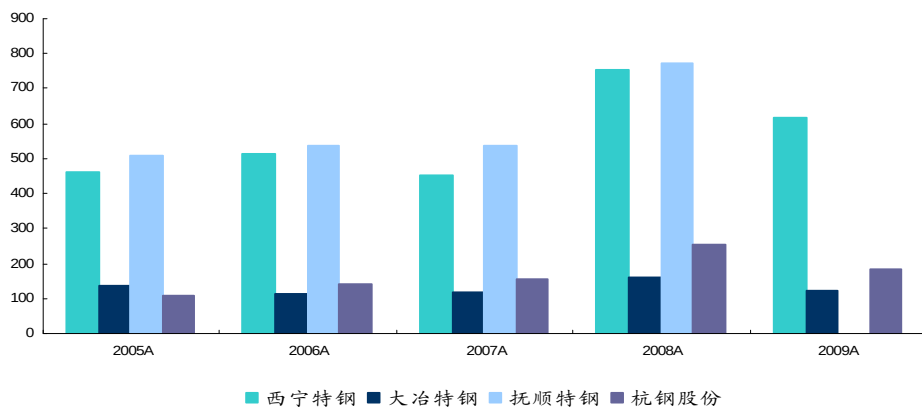
我们比较特钢行业几家典型公司的吨钢毛利、吨钢费用以及吨钢净利也可以发现, 西宁特钢虽然有着较高的吨钢毛利, 但居高不下的吨钢费用使得其吨钢净利已经处于行业较低水平。

图 13: 西宁特钢的吨钢毛利远远领先于其他吨钢行业



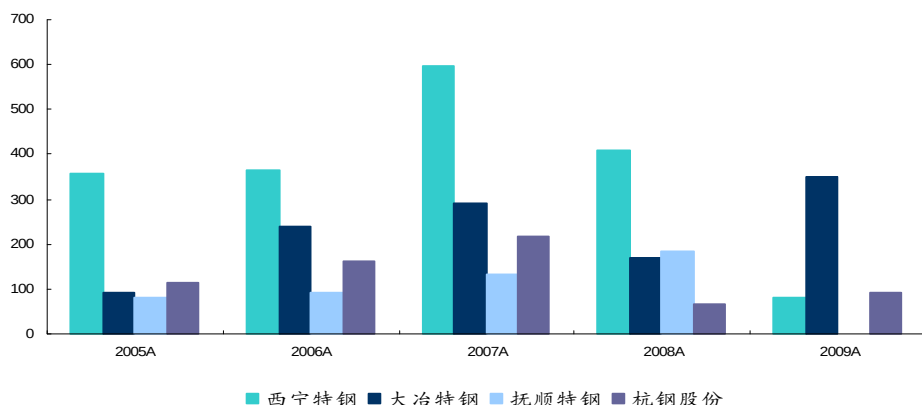
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 14: 西宁特钢的吨钢费用也大幅高于其他特钢企业



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 15: 公司 09 年吨钢净利已经处于行业较低水平

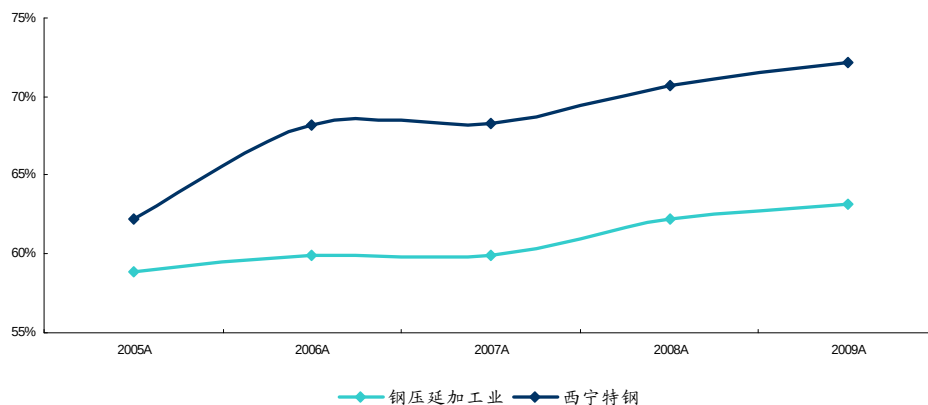


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 资产负债率持续增长, 风险与机遇并存

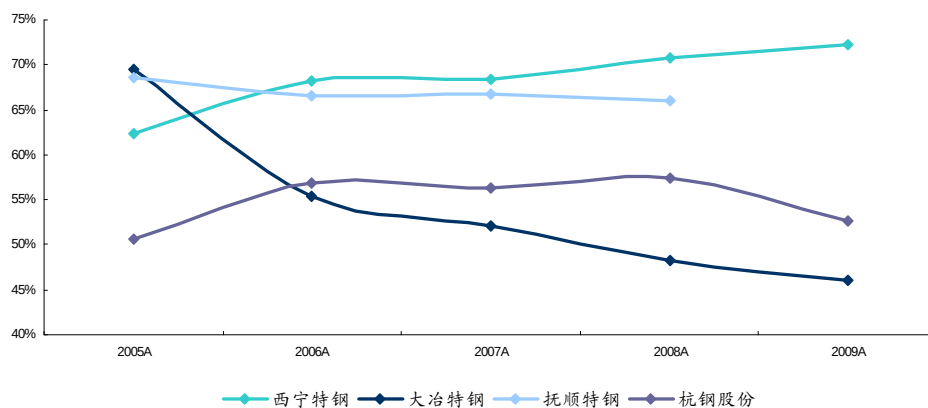
由于过去几年在资源方面持续扩张和投入使得公司面临非常大的财务压力。在公司目前资源还不能完全达产的情况下, 如何解决高负债成了公司目前的隐忧所在。公司 2009 年度资产负债率达到 72.18%, 高于行业平均水平, 同时, 也高于其他特钢类企业。

图 16: 公司资产负债率持续高于钢压延加工行业平均水平



资料来源: WIND, 长江证券研究部

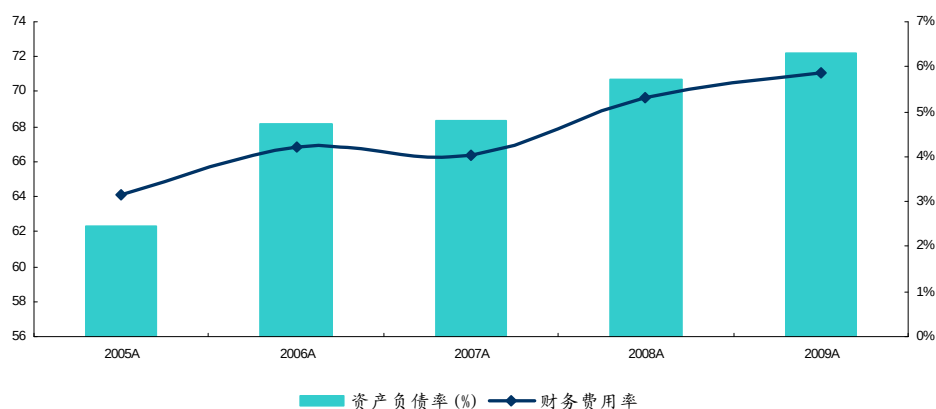
图 17: 公司资产负债率在特钢企业中也处于高位



资料来源：WIND，长江证券研究部

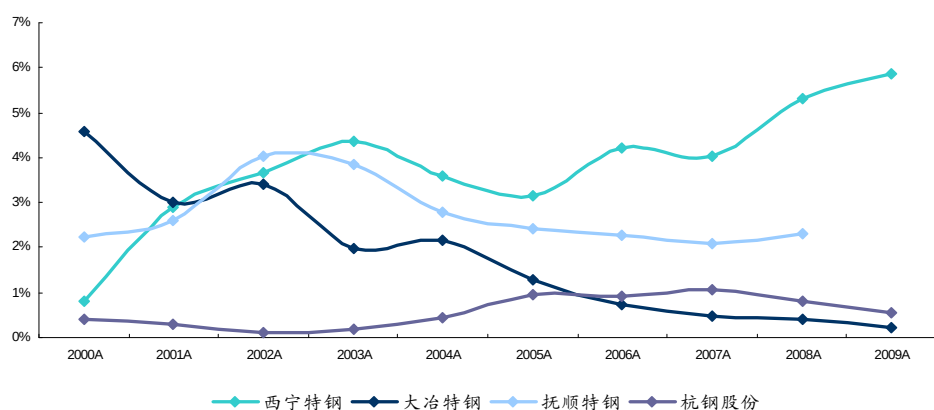
同时，较高的资产负债率也使得公司的财务费用率逐渐增加，公司的财务费用率水平已经远高于行业平均水平。

图 18：资产负债率的持续攀升也使得公司财务费用率逐渐上升



资料来源：WIND，长江证券研究部

图 19：西宁特钢的财务费用率远高于同行业其他公司

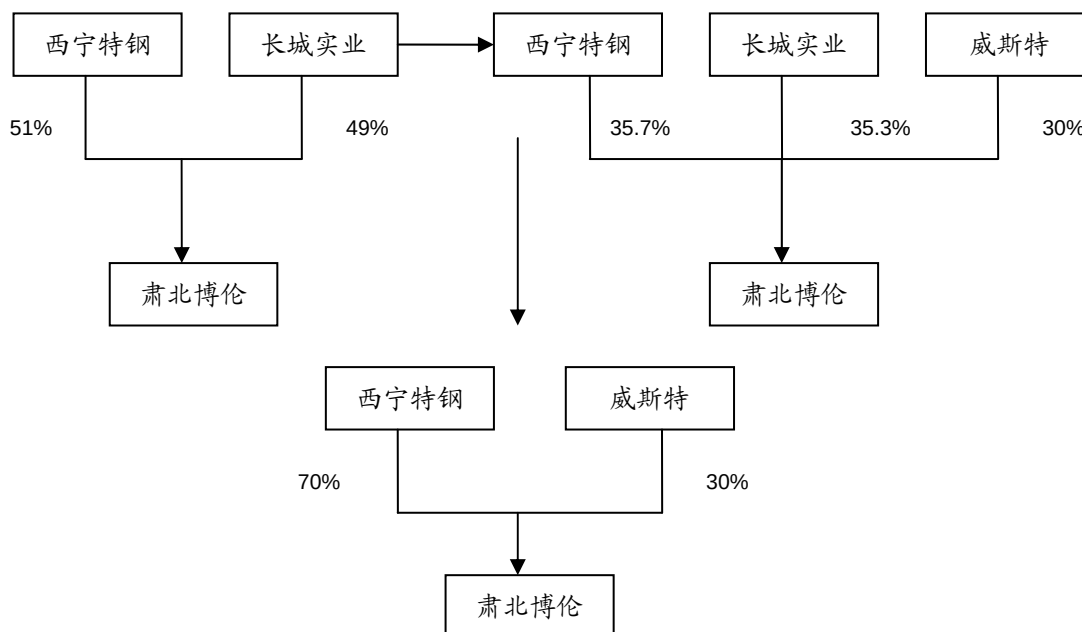


资料来源：WIND，长江证券研究部

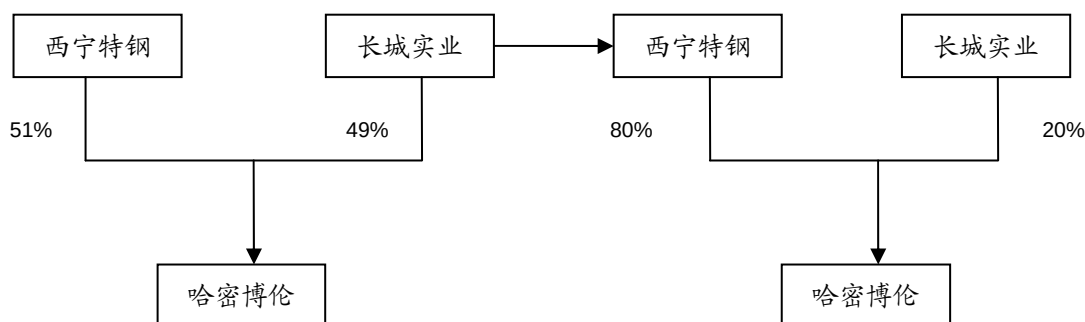
当然，虽然如此高的资产负债率对于公司后续以继续增加负债的方式获得资金是一个制约，但是高财务杠杆的经营方式使得公司盈利弹性更大。

第五，上游资源将成为公司未来业绩增长动力

公司在年中资源价格较低迷时成功收购威斯特矿业勘察有限公司持有的钒矿探矿权，同时增强对子公司肃北博伦及哈密博伦的控制。收购完成后，公司持有肃北博伦股权比例提高至70%，持有哈密博伦股权比例提高至80%。

图 20: 肃北博伦股权变化图


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 21: 哈密博伦股权变化图


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

绝对量上看, 公司此次收购增加的矿产控制量为铁矿石3200万吨原矿储量及15万吨左右 V_2O_5 储量。2011年后增加钒矿原矿产量为50万吨左右, 按照公司的持股比例, 属于公司权益的年产钒矿产量在35万吨左右。参考平均品位及选矿回收率估算, 公司实际控制的 V_2O_5 年产量为1350吨左右。

表 5: 注入钒矿的主要指标

储量 编码	保佑资源/储量		平均地 质品味 (%)	可信 度系 数	评估利用资源储量		综合 回采 率(%)	评估基准 日评估可 采储量	生产 规模	服务年 限(年)	评估取服务 年限(年)
	矿石量	V_2O_5			矿石量	V_2O_5					
332	1565.40	12.55	0.80	1.00	1565	12.55					
333	663.56	5.16	0.78	0.60	398.1	3.10					
334	766.76	4.97	0.65	0.00	0.00	0.00					
合计	2995.72	22.68	0.76		1963.54	15.65	85	1669.01	50	39.27	39年3个月

资料来源：公司公告，长江证券研究部

同时，如果我们按照肃北博伦年产70万吨铁精粉，哈密博伦年产50万吨铁精粉的生产能力估算，收购前公司实际控制的铁矿石年产量在60万吨左右，此次收购后增加西宁特钢年产铁矿能力为15万吨左右。假设吨铁矿净利在100元左右，那么收购股权为公司未来带来的净利增厚为1500万元。

表 6: 肃北和哈密控制的矿产资源

矿产名称	储量（亿吨）	年产能力	所属公司	公司实际控制比例	预计投产时间
大红山铁矿	1.03	70 万吨铁精粉	肃北博伦	70%	已达产
肃北七角井钒矿	0.17	1900 吨 V ₂ O ₅	肃北博伦	70%	已达产
白山泉铁矿	0.47	50 万吨铁精粉	哈密博伦	80%	已达产

资料来源：公司公告，长江证券研究部

如果按照公司披露的完全成本，吨V₂O₅的成本在5.5万元左右。以9万元的销售价格预测，注入的钒矿将给公司2011年、2012年带来的净利增厚分别为1500 万元、3000 万元。

表 7: 预计公司钒产品产量（万吨）

	2011	2012-2049
V ₂ O ₅ 产量（万吨）	0.1	0.19
采矿成本	1750	
选冶成本	3147.25	
管理费用	348.89	
财务费用	23.42	
营业费用	232	
总成本	5501.56	10626.11
吨 V ₂ O ₅ 成本	55015.6	55926.89

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在煤矿资源上，之前预计江仓能源2010年中期能投产180万吨矿井，2010年底投产120万吨矿井，2011年有望实现300万吨年产焦煤能力，远期规划为500万吨焦煤的年生产能力。不过看起来煤矿的投产不达预期。按照公司2010年产量计划安排，焦煤的产量下滑至60万吨，预示着180万吨矿井在2010年已经没有投产的可能。因此贡献盈利还有待时日。

表 8: 公司控制的铁煤资源量

矿产名称	储量（亿吨）	年产能力	所属公司	公司实际控制比例	预计投产时间
大红山铁矿	1.03	70 万吨铁精粉	肃北博伦	70%	已达产
肃北七角井钒矿	0.17	1900 吨 V ₂ O ₅	肃北博伦	70%	已达产
白山泉铁矿	0.47	50 万吨铁精粉	哈密博伦	80%	已达产
洪水河铁矿	0.08				
磁铁山铁矿	0.12	70 万吨铁精粉	西钢矿业	100%	2010 年
胜利铁矿	0.1				
大沙龙铁矿	1.2				
木里煤田江仓矿区	4.6	300 万吨焦煤	江仓能源	35%（实际控制人）	已投产

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 9: 预计公司产品产量（万吨）

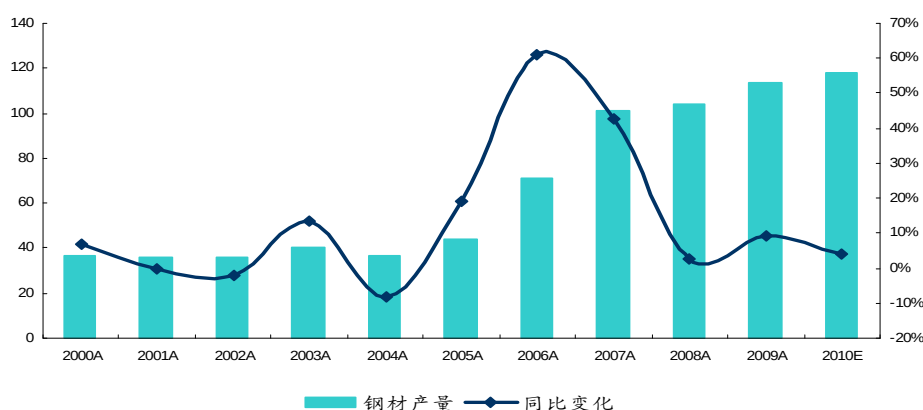
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
特钢	96.92	71.12	101.5	104.28	113.85	118.36	105

铁矿石（公司自用 70 万吨）	0	23.1	61.6	83.08	70	117	220
预计实际销售铁矿石量	0	23.1	61.6	83.08	70	117	150
焦煤（优先满足 70 万吨炼焦能力）	0	46	100.4	64.97	86.4	62	90
预计实际销售焦煤量	0	0	40.4	0	20	0	30
焦炭	0	34.4	70.9	72.08	72	70	70
五氧化二钒（V ₂ O ₅ ）							0.1

资料来源：公司公告，长江证券研究部

毫无疑问，由于钢铁部分产量基本保持稳定，公司未来最大的看点依然在资源控制上。铁矿石、矾和焦煤未来都将具有较大的产能释放能力。只是资源部分受制于资金和技术等诸多难题，达产速度慢于预期。

图 22：西宁特钢产量增长空间不大，资源将成为公司未来业绩增长动力



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第六，维持“谨慎推荐”评级

我们预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.25、0.42 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5186	6985	9048	10165	货币资金	920	699	905	1016
营业成本	4391	5697	7309	8195	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	795	1289	1739	1970	应收账款	391	527	683	767
% 营业收入	15.3%	18.5%	19.2%	19.4%	存货	1237	1546	1983	2224
营业税金及附加	40	54	70	78	预付账款	158	198	253	284
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	145	196	253	285	流动资产合计	2954	3319	4277	4800
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	252	342	443	498	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	长期股权投资	20	20	20	20
财务费用	304	238	216	194	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	3.4%	2.4%	1.9%	固定资产合计	6825	6899	6948	6878
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	551	524	497	473
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	55	0	0	0
营业利润	51	459	757	915	其他非流动资产	91	91	91	91
% 营业收入	1.0%	6.6%	8.4%	9.0%	资产总计	10496	10853	11833	12261
营业外收支	34	0	0	0	短期贷款	4007	3360	3025	2389
利润总额	85	459	757	915	应付款项	1220	1583	2031	2277
% 营业收入	1.6%	6.6%	8.4%	9.0%	预收账款	196	265	344	386
所得税费用	22	115	189	229	应付职工薪酬	4	6	7	8
净利润	63	344	567	686	应交税费	116	253	388	460
归属于母公司所有者的净利润	34.8	188.2	310.2	375.3	其他流动负债	346	464	595	667
少数股东损益	29	156	257	311	流动负债合计	5889	5930	6390	6187
EPS (元/股)	0.05	0.25	0.42	0.51	长期借款	1372	1372	1372	1372
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	179	1162	1295	1400	其他非流动负债	315	315	315	315
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	7577	7617	8077	7875
收回现金					归属于母公司	2438	2598	2862	3181
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	482	638	895	1206
固定资产投资	-653	-470	-490	-402	股东权益	2920	3236	3756	4387
其他	-349	0	0	0	负债及股东权益	10496	10853	11833	12261
投资活动现金流净额	-1003	-470	-490	-402	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.047	0.254	0.418	0.506
银行贷款增加 (减少)	1284	-647	-335	-636	BVPS	3.29	3.50	3.86	4.29
筹资成本	322	-267	-263	-250	PE	227.26	41.99	25.47	21.06
其他	-470	0	0	0	PEG	1.88	0.35	0.21	0.17
筹资活动现金流净额	1137	-913	-598	-886	PB	3.24	3.04	2.76	2.48
现金净流量	313	-221	206	112	EV/EBITDA	16.74	10.65	7.91	6.63
					ROE	1.4%	7.2%	10.8%	11.8%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。