

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

特钢稳健，原料价格上涨贡献明显利润

事件描述

西宁特钢今日公布 2010 年中期报告，公司上半年实现主营业务收入 34.38 亿元，同比增长 42%；实现利润总额 1.43 亿元，同比增长 1858.76%；归属于母公司所有者净利润 7,720.22 万元，同比增长 1322.45%，上半年共实现 EPS 为 0.10 元，其中 2 季度实现 EPS 为 0.06 元。

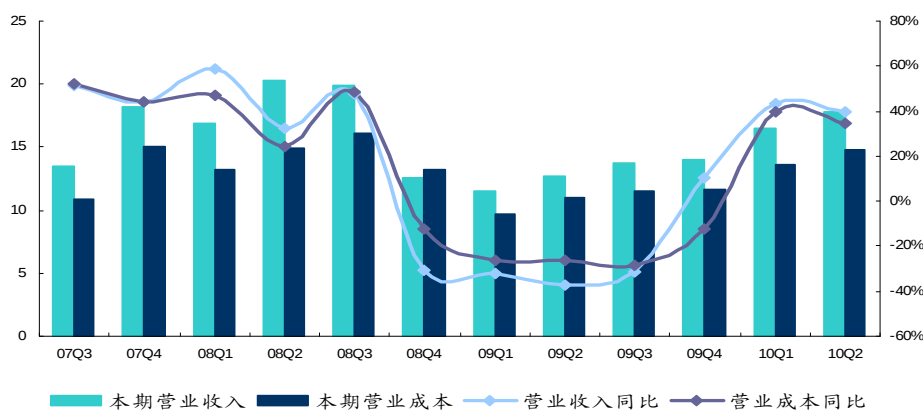
2010 年上半年公司共生产铁 57.4 万吨，同比增长 9.57%；钢 69.5 万吨，同比增长 11.51%；材 64.1 万吨，同比增长 15.25%；铁精粉 56.5 万吨，同比增长 223.78%；原煤 11.1 万吨，同比下降 70.4%；焦炭 31.5 万吨，同比下降 12.2%。

事件评论

第一，2 季度主营环比改善并不明显

公司 2 季度主营收入和主营成本环比 1 季度略有增长，但同比增速略有下滑。

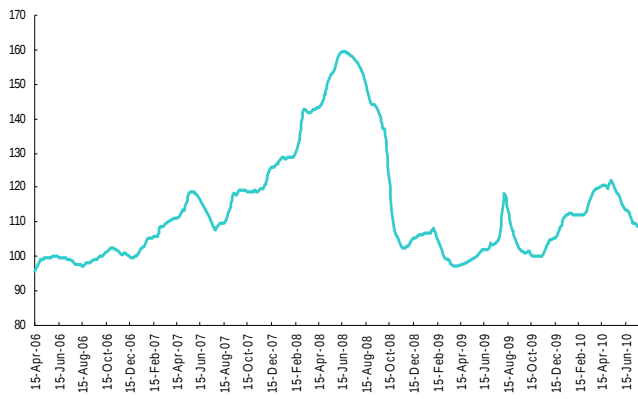
图 1：2 季度公司主营环比略有增长，但同比略有下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

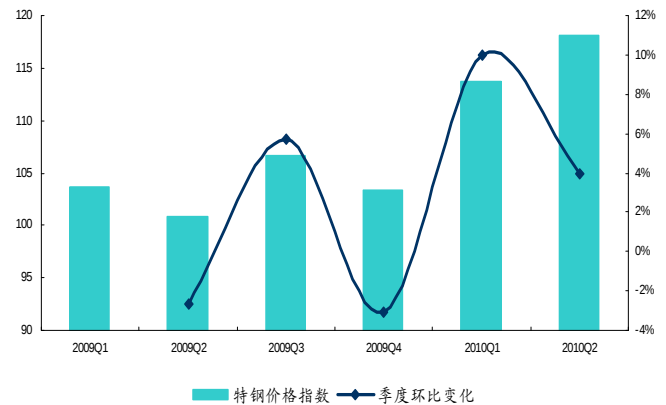
从公司特钢业务来看，虽然 2 季度国内特钢价格指数先升后降，但季度均价 2 季度环比 1 季度仍有一定程度的提高。

图 2：2 季度国内特钢价格指数先升后降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

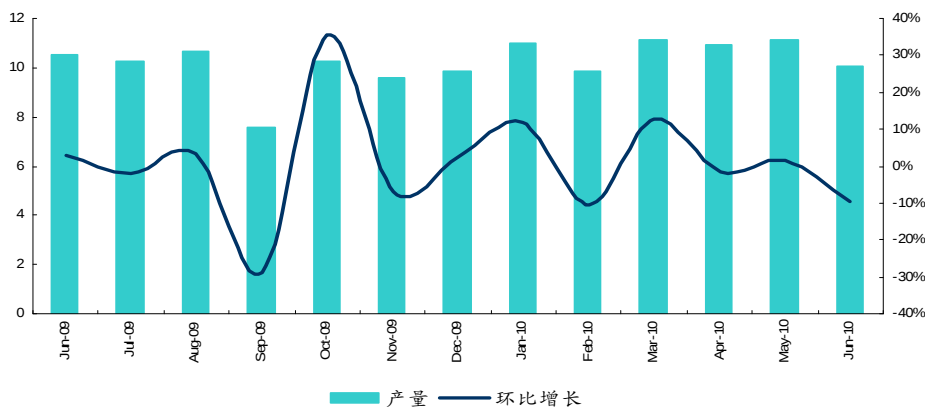
图 3：2 季度特钢均价环比 1 季度仍有上涨



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

从公司产能情况来看，较为稳定的产能使得公司 2 季度产量并无明显增长，因此看起来 2 季度特钢业务对主营增长的贡献主要来自价格的环比改善。

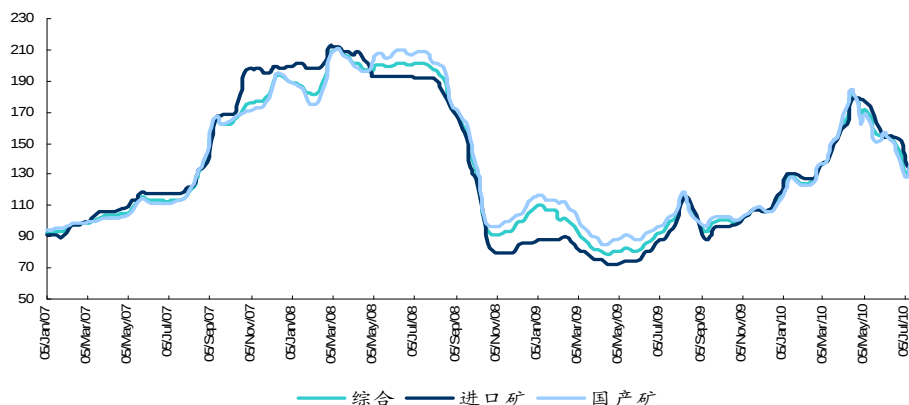
图 4：2 季度公司产量基本持平，产能基本稳定



资料来源：钢之家，长江证券研究部

成本方面，虽然公司本身拥有一部分铁矿产能，但总产能的不足依然使得公司承受了部分 2 季度矿石上涨所带来的成本增加。

图 5：2 季度矿石价格上涨幅度较大，公司也承受了部分矿石压力



资料来源：钢之家，长江证券研究部

第二，特钢业务 2 季度受制于全行业低迷，铁精粉与原煤盈利能力在 2 季度较好

从分产品盈利能力来看，上半年合结钢与碳结钢营业利润率依然维持在较低的水平，而盈利相对较好的品种主要为弹簧钢、滚珠钢及不锈钢。相应高附加值的产品表现更为稳定。

受益于 2 季度国内原料价格的上涨，同时产量逐步恢复正常，公司铁精粉营业利润率达到 49.31%，营业收入也同比大幅增长 371%。原煤盈利能力虽然较强，但产量回落明显。看样子矿井的达产速度依然缓慢。

表 1：主营业务分产品明细表

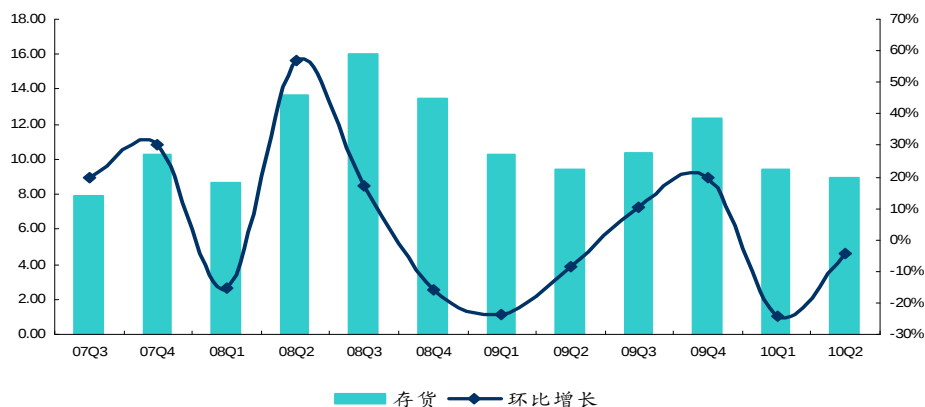
分行业或分产品	营业收入 (百万)	营业成本 (百万)	营业利润率 (%)	营业收入比上 年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	营业利润率比 上年增减 (%)
分行业						
钢铁冶炼加工	3367.93	2882.40	14.42	26.87	20.54	4.49
煤炭行业	488.61	383.16	21.58	14.27	13.66	0.42
产品之间内部抵消	-510.18	-510.18	0.00	-29.19	-29.19	
合计	3346.36	2755.37	17.66	41.70	37.24	2.67
分产品						
碳工钢	9.12	6.88	24.55	-6.65	-8.70	1.69
合结钢	1322.51	1203.18	9.02	22.66	23.31	0.48
碳结钢	984.15	934.55	5.04	45.99	47.87	1.21
弹簧钢	0.74	0.55	25.85	-26.83	-27.61	0.80
滚珠钢	380.73	289.03	24.09	32.31	29.91	1.40
不锈钢	214.87	183.02	14.82	79.48	85.43	2.73
合工钢	97.21	84.64	12.93	194.47	202.87	2.41
铁精粉	338.92	171.79	49.31	371.71	214.29	25.39
铁矿石	4.66	1.05	77.42			
焦炭	431.14	383.11	11.14	16.63	33.14	-11.02
焦油	24.23		100.00	96.34		
原煤	15.01	7.70	48.70	7.16	-13.12	207.74
粗苯	13.65		100.00	116.40		
煤气	13.33		100.00	-7.72		
硫铵	1.09		100.00	-8.27		
石灰石	15.01	7.70	48.70	7.16	-13.12	11.97
小计	3856.54	3265.55	15.32	25.12	19.69	3.84
产品之间内部抵消	-510.18	-510.18	0.00	-29.19	-29.19	
合计	3346.36	2755.37	17.66	41.70	37.24	2.67

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，2 季度库存基本持平，费用水平较高对公司盈利能力造成侵蚀

从存货水平来看，相对 1 季度小幅下降，基本维持在较为稳定的水平上。其中大部分为原材料。在公司产能较为稳定的基础上维持对存货水平的严格控制也体现了公司较为谨慎的经营态度。

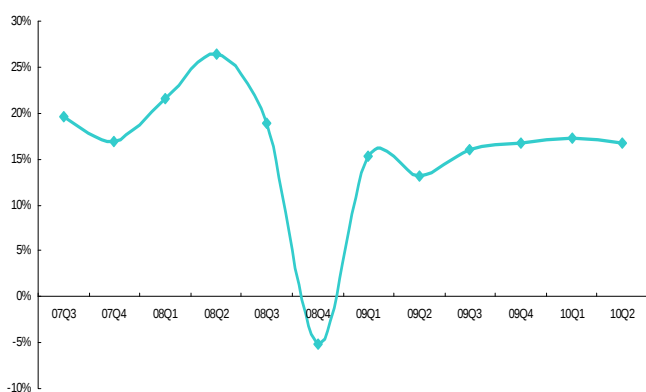
图 6：2 季度存货水平环比 1 季度小幅下降，基本持平



资料来源：Wind，长江证券研究部

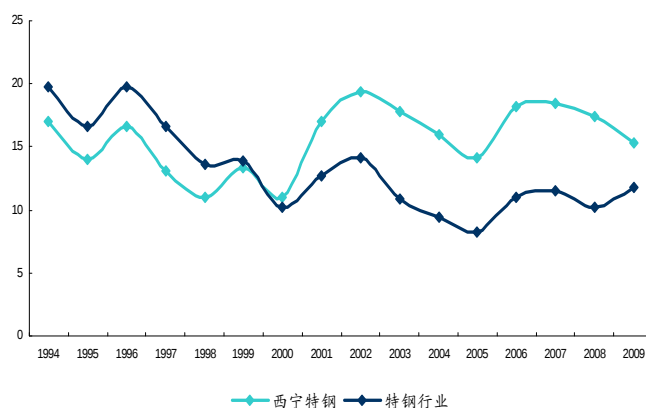
从毛利率来看，2 季度环比 1 季度基本持平，公司盈利能力相对特钢行业平均水平仍有较大优势。

图 7：公司毛利率维持稳定



资料来源：Wind，长江证券研究部

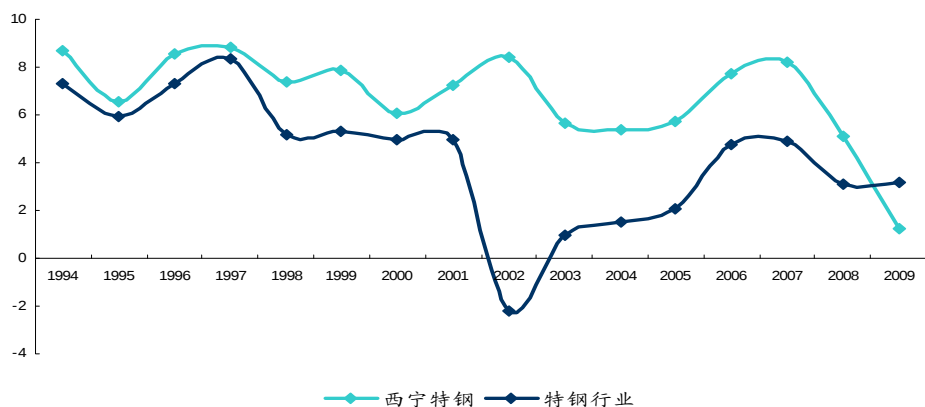
图 8：历来公司盈利能力都要强于行业平均水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

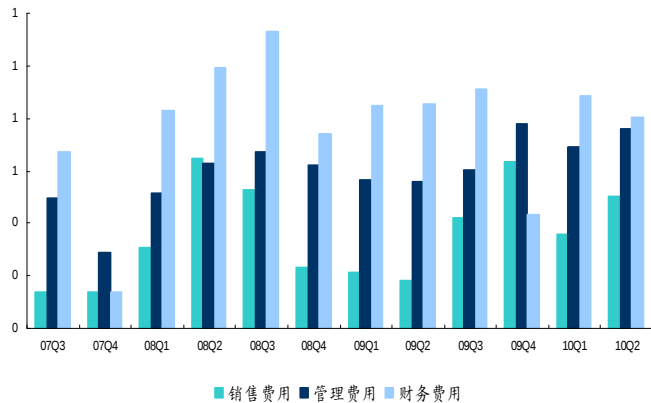
只是历来公司偏高的费用水平对盈利侵蚀较大，不过从 2 季度的费用水平来看，环比 1 季度也基本持平，未来公司在费用方面的控制将成为公司业绩提升的一块重要动力。

图 9：费用过高导致公司净利率相对行业优势并不明显



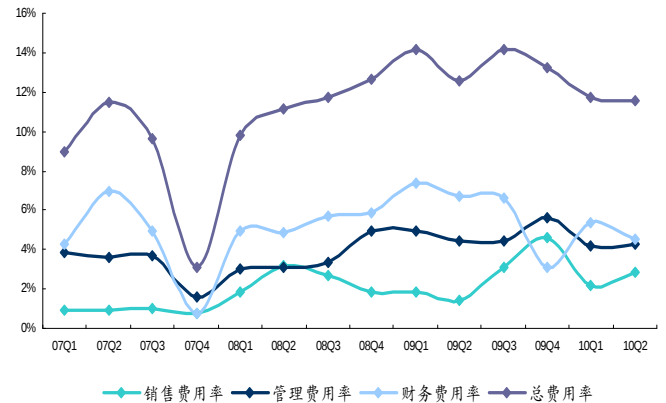
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10: 公司费用水平历来较高



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 11: 2 季度费用水平环比 1 季度基本持平

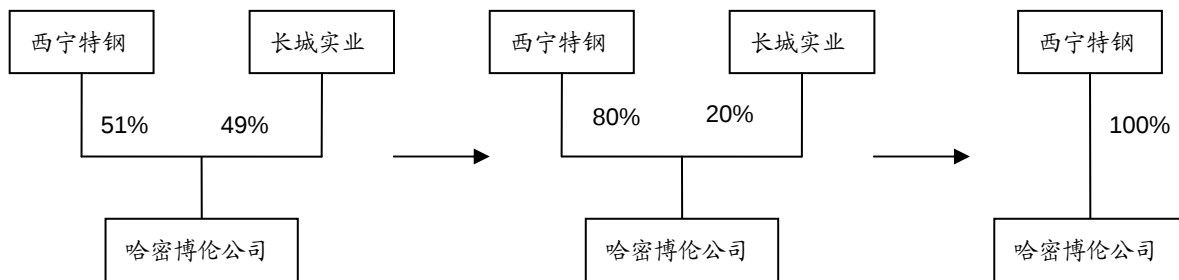


资料来源: Wind, 长江证券研究部

第四，收购哈密博伦 20% 股权，继续扩大上游资源控制

2010 年 7 月 15 日，公司与哈密博伦另一股东长城实业签订了《哈密博伦股权转让协议》，将以现金 6900 万元收购长城实业所持有的哈密博伦 20% 的股权，收购完成后哈密博伦将演变为公司全资子公司。

图 12: 完成本次收购之后，哈密博伦将演变为本公司的全资子公司



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

另一方面，西钢矿业下属的四座矿山也将于 2010 年全面投产，预计能实现年产铁精粉 70 万吨，这四座铁矿将主要供给西宁特钢，由于公司目前产量所需铁矿在 150-170 万吨左右，则西钢矿业若能在 2010 年实现顺利投产则可供应公司三分之一左右的铁矿原料，这会在确保公司炼钢资源的同时大大降低原料成本。

表 2: 本次收购后公司实际控制的铁煤资源

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	100%	已达产
肃北七角井钼矿	0.17	1900 吨五氧化二钼	肃北博伦	100%	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	30 万吨焦煤	江仓能源	35% (实际控制人)	已投产

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

焦煤方面，公司持有江仓能源35%的股权而成为江仓能源实际控制人。而江仓能源的原煤产量能否实现跨越式增长是公司未来的主要看点之一。

表 3: 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_2O_5)							0.1

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

我们维持对公司前期的盈利预测，预计公司2010、2011年EPS分别为0.21和0.35元，维持对公司的“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	6028	6524	7553	货币资金	920	603	652	755
营业成本	4391	4873	5110	5937	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	795	1155	1414	1616	应收账款	391	456	493	571
% 营业收入	15.3%	19.2%	21.7%	21.4%	存货	1237	1375	1442	1675
营业税金及附加	40	46	50	58	预付账款	158	174	182	212
% 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	169	183	211	流动资产合计	2954	2897	3083	3576
% 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	295	320	370	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	246	228	205	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	4.1%	3.5%	2.7%	固定资产合计	6803	7057	6966	6856
资产减值损失	4	16	9	19	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	4	2	5
营业利润	51	383	624	751	其他非流动资产	113	113	113	113
% 营业收入	1.0%	6.3%	9.6%	9.9%	资产总计	10496	10614	10681	11042
营业外收支	34	0	0	0	短期贷款	4007	3699	3200	2689
利润总额	85	383	624	751	应付款项	1220	1354	1420	1649
% 营业收入	1.6%	6.3%	9.6%	9.9%	预收账款	196	229	248	287
所得税费用	22	96	156	188	应付职工薪酬	4	5	5	6
净利润	63	287	468	563	应交税费	116	71	103	123
归属于母公司所有者					其他流动负债	346	386	406	472
的净利润	34.8	158.1	257.5	310.2	流动负债合计	5889	5744	5382	5226
少数股东损益	29	129	210	253	长期借款	1372	1372	1372	1372
EPS (元/股)	0.05	0.21	0.35	0.42	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	315	315	315	315
经营活动现金流净额	179	921	1181	1241	负债合计	7577	7431	7069	6913
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	2438	2572	2791	3055
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	482	611	821	1074
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2920	3183	3612	4129
固定资产投资	-653	-660	-365	-376	负债及股东权益	10496	10614	10681	11042
其他	-349	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1003	-660	-365	-376		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.047	0.213	0.347	0.418
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.29	3.47	3.77	4.12
银行贷款增加 (减少)	1284	-308	-499	-511	PE	162.88	35.83	21.99	18.26
筹资成本	322	-270	-267	-252	PEG	1.52	0.33	0.20	0.17
其他	-470	0	0	0	PB	2.32	2.20	2.03	1.85
筹资活动现金流净额	1137	-578	-766	-763	EV/EBITDA	13.71	9.53	7.18	6.12
现金净流量	313	-317	50	103	ROE	1.4%	6.1%	9.2%	10.2%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。