

西宁特钢(600117.sh)

业绩超预期，资源盈利贡献日益增加

冯刚勇 分析师

电话: 020-87555888-804

eMail: fgy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010009

2010年业绩超预期，有释放业绩迹象

2010年公司实现主营收入70.52亿元，同比增35.97%；利润总额4.16亿元，同比增389.63%；归属于母公司的净利润23312.34万元，同比增570.51%。2010年公司基本每股收益0.31元，超出我们之前0.27元的预期。

- 1、**主业盈利能力明显增强。**特钢主业毛利率达18.72%，同比提高4.09个百分点；铁精粉毛利率同比提高17.16个百分点；焦炭毛利率提高2.28个百分点。
- 2、**期间费率有所降低，但依然偏高。**2010年期间费用率为12.54%，同比降低0.98个百分点，但费用率基本处于行业中的最高水平。
- 3、**2010Q4开始释放业绩。**公司其中2010Q4EPS达0.13元，已经出现释放业绩的迹象。我们认为公司配股方案的顺利推进，需要释放利好以求资本市场认可，主要途径为业绩的正常释放和资源的持续收购与整合。

资源盈利贡献日益增加

2010年公司铁精粉毛利355元/吨，焦炭毛利382元/吨。铁矿石和焦炭以25.61%的收入比重，贡献了49.71%的利润。今后随着铁精粉和煤焦的进一步扩产，盈利贡献占比将会更大，资源也将成为公司最重要的利润来源。

公司配股只欠东风

江仓能源的采矿证尚未得到国土资源部的正式批准，这成为了公司配股方案推进的主要障碍。目前审核工作正在进行，我们判断年内获批问题不大。届时公司配股方案将水到渠成。

投资建议

我们预测2011~2013年EPS分别为：0.45元、0.60元、0.75元，当前股价9.15元，维持“买入”评级，12个月内目标价14元。

风险提示：江仓能源采矿证审批有不确定性；资源价格下跌风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,186.26	7,051.94	7,566.60	8,434.50	9,634.50
增长率(%)	-25.62%	35.97%	7.30%	11.47%	14.23%
EBITDA(百万元)	772.49	1,203.00	1,394.50	1,594.10	1,754.08
净利润(百万元)	34.77	233.12	333.55	518.85	630.04
增长率(%)	97.58%	570.51%	43.08%	55.55%	21.43%
每股收益(元)	0.047	0.315	0.45	0.70	0.85
市盈率	223.67	28.01	20.33	13.07	10.76
市净率	3.19	2.56	2.41	1.66	1.45
BV/EBITDA	16.46	9.80	8.13	6.43	5.87

数据来源: 西宁特殊钢股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	9.15
目标价格(元)	14.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	0.88%	-2.14%	-16.14%
沪深300	1.88%	0.23%	-2.41%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

741.22/741.22

主要股东:

西宁特殊钢集团有限责任公司

主要股东持股比例

49.87%

财务比率

ROE	9.13%
ROA	7.02%
资产负债率	74.10%
每股净资产(元)	3.44

2010年年报数据

2010 年业绩超预期，有释放业绩迹象

2010年公司共产铁111.7 万吨，同比增长1.9%；钢137.3 万吨，同比增长8.37%；钢材126.6 万吨，同比增长11.2%；铁矿石417.8 万吨；钒矿石5000 吨；铁精粉120.6 万吨，同比大幅增长71.9%；石灰石70.2万吨，同比增长29.3%；原煤60.2 万吨，同比下降26.5%；焦炭66.8 万吨，同比下降8.6%。

报告期内公司实现主营业务收入70.52 亿元，同比增长35.97%；实现利润总额4.16亿元，同比增长389.63%；归属于母公司的净利润23312.34 万元，同比增长570.51%。

2010年公司基本每股收益0.31元，超出我们之前0.27元的预期。

1、主业盈利能力明显增强。2010年特钢主业毛利率达18.72%，同比提高4.09个百分点；铁精粉毛利率同比提高17.16个百分点；焦炭毛利率提高2.28个百分点。

2、期间费率有所降低，但依然偏高。2010年期间费用率为12.54%，同比降低0.98个百分点，但费用率基本处于行业中的最高水平。

3、2010Q4开始释放业绩。公司其中2010Q4EPS达0.13元，已经出现释放业绩的迹象。我们认为公司配股方案的顺利推进，需要释放利好以求资本市场认可，主要途径为业绩的正常释放和资源的持续收购与整合。

图 1：公司单季度每股收益变动情况（单位：元）

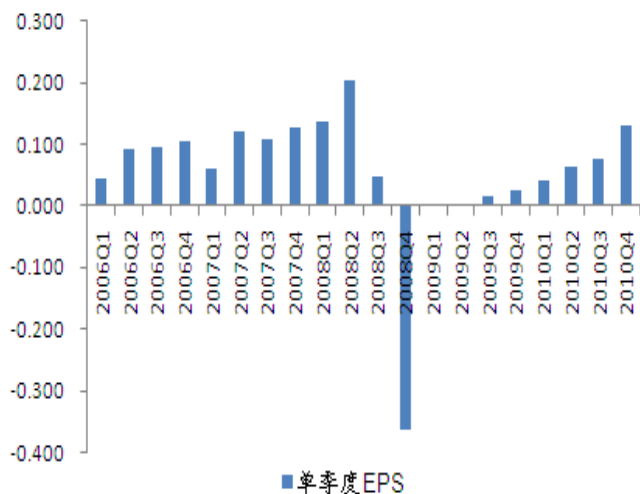
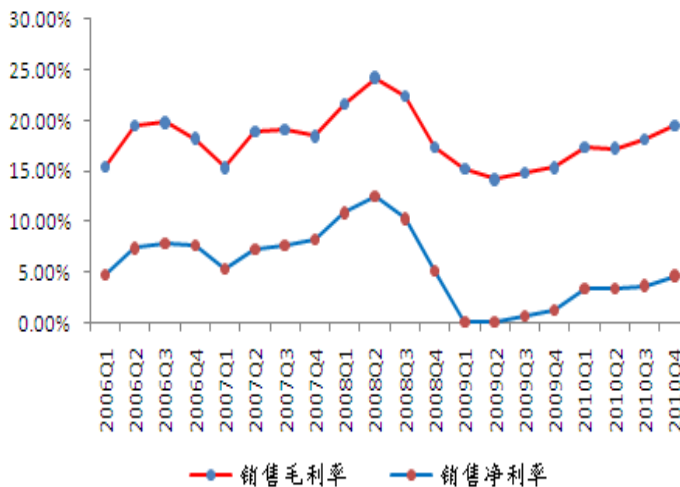


图 2：公司销售毛利率和销售净利率变动情况



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

资源盈利贡献日益增加

2010年公司铁精粉产量120.6万吨，精粉毛利355元/吨；产焦炭66.8万吨，毛利382元/吨。铁矿石和焦炭以25.61%的收入比重，贡献了49.71%的利润。今后随着铁精粉和煤焦的进一步扩产，盈利贡献占比将会更大，资源也将成为公司最重要的利润来源。

表 1：公司主营业务按产品分布情况（单位：元）

	收入占比	利润占比	毛利率
合结钢	51.28%	27.35%	10.40%
碳结钢	19.10%	8.69%	8.88%
不锈钢	4.76%	4.68%	19.19%
滚珠钢	7.24%	5.06%	13.63%
合工钢	1.63%	1.41%	16.94%
碳工钢	0.69%	0.52%	14.69%
弹簧钢	0.02%	0.02%	23.31%
铁精粉	11.15%	31.16%	8.98%
焦炭	14.46%	18.55%	3.59%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

公司配股只欠东风

江仓能源的采矿证尚未得到国土资源部的正式批准，这成为了公司配股方案推进的主要障碍。目前审核工作正在进行，我们判断年内获批问题不大。届时公司配股方案将水到渠成。

投资建议

西宁特钢是向上游资源延伸的典型企业，是业内仅次于金岭矿。未来将持续在资源领域扩张，配股方案有望在年内完成，业绩增长很可能超预期，具有良好的投资价值。我们预测2011~2013年EPS分别为：0.45元、0.60元、0.75元，当前股价9.15元，维持“买入”评级，12个月内目标价14元。

风险提示

公司主要风险在于：江仓能源采矿证审批有不确定性；资源价格下跌风险。

广发钢铁行业研究小组

冯刚勇，分析师，中国科学技术大学 MBA，具备多年大型钢厂生产、技术管理经验，2008 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

西宁特钢(600117.sh)_季报点评	冯刚勇	2010-10-20
西宁特钢(600117.sh)_公司调研简报	冯刚勇	2010-08-01

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。