

钢铁行业

西宁特钢 (600117)

公司研究报告

评级: 买入 (维持)

首次评级 买入

收盘价 (元)

9.27

目标价 (元)

铁精粉价格主导公司业绩

市场数据

52周最高/最低(元)

市净率

总股本(百万)

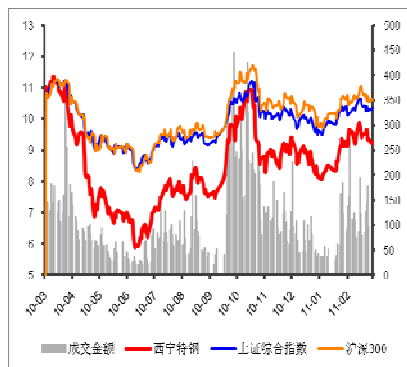
流通A股(百万)

流通B股/H股(百万)

总市值(百万元)

流通A股市值(百万元)

相对股价表现



相关研究

钢铁行业研究小组

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

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

事件:

1、西宁特钢公布2010年年报, 年报显示, 公司实现营业收入70.5亿元, 同比增长35.97%, 利润总额4.16亿元, 同比增长389.63%, 归属于上市公司股东的净利润2.33亿元, 对应每股收益0.31元, 同比增长520%。

2、我们与公司方就年报相关内容进行了电话沟通。

评论:

铁精粉产量增幅巨大: 公司全年共生产铁111.7万吨, 比上年增长1.9%; 钢137.3万吨, 比上年增长8.37%; 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%, 下半年铁精粉产量增加更为明显。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%。钒矿石5000吨, 未有五氧化二钒产品。原煤产量下降主要原因在于表面开采逐渐转为地下开采, 地下开采矿井工程正在进程之中。

四季度业绩贡献大: 公司前三季度实现营业收入51.6亿元, 第四季度实现营业收入18.87亿元, 与前三季度相比, 环比并无明显增长, 但**四季度贡献业绩每股0.13元**, 主要原因为四季度毛利率大幅上升, 达到23%, 表面上看是特钢价格大幅上涨所致, 但由于四季度钢材价格上涨的主导因素为成本大幅上升, 业绩增长的主导因素是**四季度铁精粉价格持续上涨伴随产量增长**, 另外部分由特钢部分品种销售情况良好所贡献。

资源优势明显: 公司近期将拥有**铁精粉产能140万吨**, 钢材生产所需精粉180万吨, 目前只有肃北博伦矿业的大红山铁矿和哈密博伦矿业的白山泉铁矿达产, 随着西钢矿业的胜利铁矿、磁铁山铁矿和洪水河铁矿的陆续投产, 今年产量可能达140万吨; 公司持有木里煤田江仓矿区35%的股权, 江仓能源煤炭资源丰富, 储量达46000万吨, 未来煤炭产量扩张潜力极大。公司目前焦炭产能70万吨, 公司消耗焦炭大部分, 其余外卖。肃北博伦七脚井钒矿保有储量为3000万吨, 可采储量为1669万吨, 2010年10月份投产, 一期原矿产能50万吨, 五氧化二钒产能1000吨, 二期再增2000吨产能。

公司费用率居高不下: 公司高费用率状况一直未能得到有效改善, 费用主要来源为财务费用(资产负债率高达74%)、运距导致的高销售费用和高管理费用。管理费用率或有下降空间。

估值与投资建议: 虽然铁矿石价格大幅上涨的可能性在降低, 但未来公司资源产能尤其是煤炭产能的增加将大幅提高公司盈利能力。

由于预期11年铁精粉均价同比大幅上涨, 预计公司11-12年每股收益为0.52元

和0.57元，对应市盈率分别为18、16倍。维持“买入”评级。

表1：盈利预测与估值

单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6972.68	5186.26	7051.94	7611.19	8396.84
增长率(%)	20.91%	-25.62%	35.97%	7.93%	10.32%
归属母公司股东净利润	17.60	34.77	233.12	388.64	421.70
增长率(%)	-94.14%	97.58%	570.51%	66.71%	8.50%
每股收益(EPS)	0.02	0.05	0.31	0.52	0.57
销售毛利率	17.37%	15.33%	19.51%	22.00%	21.50%
销售净利率	5.12%	1.22%	4.66%	7.20%	7.08%
净资产收益率(ROE)	0.69%	1.43%	9.13%	13.50%	13.04%
市盈率(P/E)	385.42	195.07	29.09	17.45	16.08
市净率(P/B)	2.66	2.78	2.66	2.36	2.10

表2：公司矿产资源一览

	矿区	储量(万吨)	设计原矿/煤 (万吨)	精粉产能	品位
肃北博伦(70%)	大红山七角井	10300	210	70	38.00%
	七角井钒矿	3000	50	0.1	
哈密博伦	白山泉	4700	150	50	31.00%
西钢矿业	海西洪水河	1200		17	30-45%
	海西胜利	180		13	35-48%
	海西磁铁山	3500		20	30-40%
	海北大沙龙	1800		20	30-40%
江仓煤矿(35%)	木里煤田	46000	50		

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6972.68	5186.26	7051.94	7611.19	8396.84
减：营业成本	5761.74	4391.29	5676.21	5936.73	6591.52
营业税金及附加	50.25	39.87	48.03	51.84	57.19
营业费用	171.71	145.25	201.78	217.79	240.27
管理费用	243.27	251.54	309.47	334.01	368.49
财务费用	369.41	304.15	373.32	392.58	412.34
资产减值损失	50.62	3.94	24.05	30.00	24.00
加：投资收益	0.00	0.80	1.20	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	325.68	51.00	420.27	648.24	703.04
加：其他非经营损益	-9.05	34.03	-3.91	-3.91	-3.91
利润总额	316.63	85.04	416.36	644.33	699.13
减：所得税	-40.04	21.64	87.84	96.65	104.87
净利润	356.67	63.39	328.52	547.68	594.26
减：少数股东损益	339.08	28.63	95.40	159.04	172.56
归属母公司股东净利润	17.60	34.77	233.12	388.64	421.70
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	713.45	838.44	945.74	76.11	499.87
应收和预付款项	1171.86	797.19	1149.37	1221.27	1396.74
存货	1348.80	1237.15	1111.99	1612.57	1412.50
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6418.71	6803.31	7304.60	6340.50	5382.41
无形资产和开发支出	318.50	551.20	1095.67	977.59	859.52
其他非流动资产	137.73	112.73	99.72	58.52	17.32
资产总计	10129.06	10360.01	11727.09	10306.57	9588.36
短期借款	2919.55	3750.34	3588.00	546.99	0.00
应付和预收款项	2794.43	1746.47	1555.57	2690.17	1991.73
长期借款	845.50	1372.05	1463.42	1463.42	1463.42
其他负债	558.04	571.54	2013.42	2013.42	2013.42
负债合计	7117.52	7440.40	8620.41	6714.00	5468.57

股本	741.22	741.22	741.22	741.22	741.22
资本公积	934.01	752.38	706.59	706.59	706.59
留存收益	871.81	944.34	1105.01	1431.87	1786.53
归属母公司股东权益	2547.04	2437.94	2552.82	2879.68	3234.33
少数股东权益	464.50	481.67	553.86	712.90	885.46
股东权益合计	3011.54	2919.61	3106.68	3592.58	4119.79
负债和股东权益合计	10129.06	10360.01	11727.09	10306.57	9588.36
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	487.68	219.00	196.65	2419.07	1133.45
投资性现金净流量	-922.66	-1002.51	-657.55	-3.32	-3.32
筹资性现金净流量	53.46	1136.60	842.70	-3285.37	-706.37
现金流量净额	-381.52	353.08	381.79	-869.63	423.76

财务分析与估值指标

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收益率					
毛利率	17.37%	15.33%	19.51%	22.00%	21.50%
三费/销售收入	11.25%	13.52%	12.54%	12.41%	12.16%
EBIT/销售收入	8.87%	6.74%	10.53%	10.86%	9.43%
EBITDA/销售收入	15.35%	17.10%	18.26%	25.23%	22.45%
销售净利率	5.12%	1.22%	4.66%	7.20%	7.08%
资产获利率					
ROE	0.69%	1.43%	9.13%	13.50%	13.04%
ROA	6.11%	3.37%	6.33%	8.02%	8.25%
ROIC	13.95%	4.23%	8.39%	9.70%	12.07%
增长率					
销售收入增长率	20.91%	-25.62%	35.97%	7.93%	10.32%
EBIT 增长率	-10.65%	-43.50%	112.40%	11.40%	-4.29%
EBITDA 增长率	2.29%	-17.17%	45.22%	49.14%	-1.85%
净利润增长率	-24.72%	-82.23%	418.21%	66.71%	8.50%
总资产增长率	12.95%	2.28%	13.20%	-12.11%	-6.97%
股东权益增长率	0.32%	-4.28%	4.71%	12.80%	12.32%
经营营运资本增长率	45.67%	117.28%	-1363.99%	-52.82%	42.34%
资本结构					
资产负债率	70.27%	71.82%	73.51%	65.14%	57.03%
投资资本/总资产	60.55%	70.03%	62.10%	54.36%	53.89%
带息债务/总负债	52.90%	68.85%	58.60%	29.94%	26.76%
流动比率	0.54	0.50	0.46	0.57	0.87
速动比率	0.31	0.28	0.30	0.26	0.50
资产管理效率					
总资产周转率	0.69	0.50	0.60	0.74	0.88

固定资产周转率	1.27	0.93	1.12	1.20	1.56
应收账款周转率	6.61	8.62	8.31	7.06	8.02
存货周转率	4.27	3.55	5.10	3.68	4.67
业绩和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
EBIT	618.50	349.47	742.29	826.91	791.46
EBITDA	1070.50	886.69	1287.61	1920.28	1884.83
NOPLAT	589.86	259.24	608.88	706.20	676.07
净利润	17.60	34.77	233.12	388.64	421.70
EPS	0.024	0.047	0.315	0.524	0.569
BPS	3.436	3.289	3.444	3.885	4.364
PE	385.42	195.07	29.09	17.45	16.08
PEG	2.13	1.50	N/A	N/A	N/A
PB	2.66	2.78	2.66	2.36	2.10
PS	0.97	1.31	0.96	0.89	0.81
PCF	13.91	30.97	34.49	2.80	5.98
EV/EBIT	16.76	33.19	15.51	11.50	11.01
EV/EBITDA	9.69	13.08	8.94	4.95	4.62
EV/NOPLAT	17.58	44.75	18.91	13.46	12.89
EV/IC	1.69	1.60	1.58	1.70	1.69
ROIC-WACC	13.95%	4.23%	8.39%	7.67%	10.43%

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。