

2011年06月23日

钢铁

证券研究报告—调研深度报告

收盘价(元): 9.78

西宁特钢(600117)

特钢和资源业务—双轮驱动业绩高增长

投资评级: A--买入(上调)

能源材料组: 余宝山

执业证书编号: S0890510120006

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

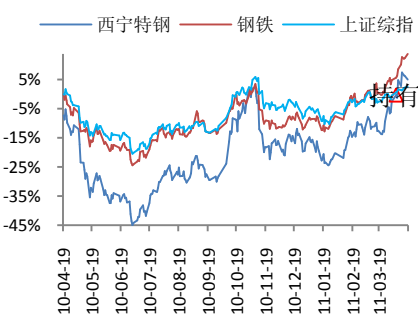
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	74121.93
流通 A 股/B 股(万股)	74121.93/0.00
资产负债率(%)	74.10
每股净资产(元)	3.44
市净率(倍)	3.24
净资产收益率(加权)	9.19
12 个月内最高/最低价	11.93/5.65

股价走势图



相关研究报告

1 《转型上游资源 步入业绩增长期》, 2011.04.28

◎投资要点:

◆**铁矿产能扩张。**公司铁矿石业务由其控股子公司肃北博伦、哈密博伦和西钢矿业经营。肃北博伦、哈密博伦 2010 年实现满产, 共产铁精粉 120.6 万吨。后续增长主要在西钢矿业, 拥有四座铁矿矿山, 其中胜利铁矿、磁铁山铁矿和洪水河铁矿年产能 50 万吨铁精粉将陆续投产, 11 年计划定 20 万吨铁精粉生产任务。大沙龙矿山为未来业绩提供增量空间。

◆**煤炭资源开发力度加大。**公司持有木里煤田江仓矿区 35% 的股权, 为实际控制人, 目前拥有焦煤和焦炭产能分别为 120 万吨和 70 万吨, 由于矿井建设难度高以及煤矿采矿权证也尚未办全, 公司目前尚停留在露天开采, 露天煤所限, 生产原煤近年逐年下滑, 今年计划 40 万吨煤。两条井下生产线 $120 \times 2 = 240$ 万吨的产能, 预计年底一条线开采, 明年总体达 150 万吨。

◆**钒矿采选值得期待。**目前工序只涉及到偏钒酸铵, 今年计划生产 1000 吨, 预计贡献 2000 万元利润。首期达产将形成年产钒矿石 50 万吨、V2O5 产品 1000 吨的生产能力。到 2015 年将年产 100 万吨钒矿石、5000 吨 V2O5。

◆**产品结构优化 成本优势凸显。**得益于周边低廉的资源价格, 2010 年总体上公司综合毛利率达 19.66%, 但期间费用率较高, 占销售比高达 12%。近年费用率呈现下降的趋势。将通过股权融资有望降低财务费用。

◆**特钢业务加速发展 受益于西部市场** 特钢作为机械、汽车、铁路等装备制造重要材料, 未来需求潜力将远超目前渐进饱和的普碳钢。公司地处西北内地, 外地钢厂受资源和运输成本限制, 进入难度大。西部地区得到国家政策的大力倾斜, 特别是灾后重建以及铁路、油气管道等基础设施投资的加大, 区域市场对于特钢的需求将稳步扩大。公司特钢产能将扩产到 200 万吨。

◆**盈利预测:** 根据公司业务规划, 我们重新预测公司 11-13 年 EPS 将实现 0.57 元、0.76、0.96 元, 目前股价对应 PE 为 17.15、12.91、10.15 倍, 综合参考铁矿和煤炭资源类估值水平, 上调为“买入”评级。

◎风险提示:

矿产资源开采、投产及采矿权证获批的进度的不确定性。
宏观政策进一步紧缩导致的市场风险。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	5186.26	7051.94	2052.80	8462.32	10577.91	12164.59
同比增速(%)	-25.62	35.97	8.78	20.00	25.00	15.00
净利润(百万)	34.77	233.12	107.25	422.66	561.37	714.34
同比增速(%)	314.42	570.51	6.88	81.30	32.82	27.25
毛利率(%)	15.33	19.51	20.82	21.00	21.40	21.60
每股盈利(元)	0.05	0.31	0.14	0.57	0.76	0.96
ROE(%)	2.17	10.57	3.29	16.09	17.61	18.30
PE(倍)	0.00	0.00		17.15	12.91	10.15

正文目录

1. 公司概况	3
1.1. 公司简介	3
1.2. 股权关系和控制人及关联产业	3
2. 现有设备和产能状况及展望	4
2.1. 特钢业务板块	4
2.2. 资源业务板块	5
3. 公司经营业务向好发展	6
3.1. 资源板块异军突起	6
3.2. 产品结构优化 成本优势凸显	7
3.3. 期间费用率有望下降	8
4. 特钢业务将受益于行业和区域的双重发展机遇	9
4.1. 工业化进度推动特钢行业的发展	9
4.2. 特钢发展势头好于普钢 十二五期间将进一步凸显	9
4.3. 产品下游需求形势看好 特钢盈利能力走强	10
4.4. 区域市场优势将逐步显现	11
4.5. 产能进一步扩张	12
5. 资源板块是公司发展的助推器	12
5.2.1. 肃北博伦	15
5.2.2. 哈密博伦	15
5.2.3. 西钢矿业	16

图表目录

图 1 经营业务产量情况 (万吨)	5
图 2 分产品收入构成 (2010 年)	6
图 3 分产品利润贡献构成 (2010 年)	6
图 4 历年分产品销售利润率变动图 (%)	7
图 5 公司主要钢材产品的营业收入	7
图 6 毛利率和净利率指标走势图	8
图 7 期间费用和毛利率走势图	8
图 8 世界各国特钢占本国钢产量比重	9
图 9 我国优特钢产量及预测	10
图 10 主要城市齿轮钢(20CrMoΦ50)价格	11
图 11 主要城市轴承钢(50mm,热)价格	11
图 12 主要城市铁精粉价格 (元/吨)	12
图 13 主要城市焦煤、焦炭价格 (元/吨)	12
图 14 西钢各年煤产量 (万吨)	14
图 15 偏钒酸铵价格	17
图 16 主要城市轴承钢(50mm,热)价格	17
表 1 公司钢铁现有核心生产线设备及产能状况	4
表 2 公司资源现有核心生产线设备及产能状况	6
表 3 2010 年主要控股子公司情况及业绩	13
表 4 公司资源现有核心生产线设备及产能状况	13

1.公司概况

1.1.公司简介

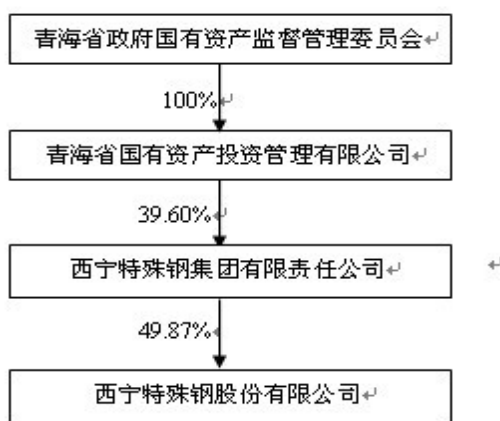
西宁特殊钢股份有限公司前身为原冶金部于 1964 年 9 月筹建的西宁钢厂，1969 年 10 月正式投产。1996 年 2 月，西宁钢厂改制为国有独资公司—西宁特殊钢集团有限责任公司。1997 年 7 月，经青海省经济体制改革委员会“青体改[1997]第 039 号”文件批准，由西宁特殊钢集团有限责任公司为主要发起人，联合青海创业集团有限公司、青海铝厂、兰州碳素有限公司、吉林碳素股份有限公司、冶金工业部包头钢铁设计研究院、吉林铁合金厂共同发起，采取社会募集方式设立西宁特殊钢股份有限公司。

西宁特殊钢股份有限公司主营业务为特殊钢冶炼及压延、机械设备制造、来料加工、副产品出售；科技咨询服务、技术协作等。发行人是西北地区最大的特殊钢生产企业，在我国 15 家特钢企业中排名第 4，也是中国大型电渣钢生产基地之一。发行人具有年产铁 100 万吨、特殊钢 120 万吨、钢材 110 万吨、焦煤 120 万吨、焦炭 70 万吨、采选铁矿 360 万吨、铁精粉 120 万吨的综合生产能力，主要产品有碳素结构钢、碳素工具钢、合金结构钢、合金工具钢、轴承钢、弹簧钢、不锈钢、高工钢等八大类特殊钢。

公司近几年来先后开发了 40 多种新产品，创出并保持了 17 个国、部、省级优质产品，在市场上享有盛誉。产品广泛用于国防军工、民用机械、煤矿、石油、航空航天等重要领域。主要产品合结钢市场占有率为 1.65%，合工钢为 10.6%，滚珠钢为 2.39%，弹簧钢为 0.3%，碳工钢为 16.41%，不锈钢为 2.02%。

1.2.股权关系和控制人及关联产业

公司控股股东是西宁特殊钢集团有限责任公司。实际控制人是青海省政府国有资产监督管理委员会。公司控股关系图：



（资料来源：公司公告，华宝证券研究所）

西钢集团位于青海省西宁市城北区，是省属最大的国有工业企业。目前西钢集团自身无实体产业和生产经营活动，实质上属于资产管理机构，主要通过投资控股子公司---西钢股份公司的生产经营活动获得投资收益。2009 年末集团公司合并报表资产总额为 117.04 亿元，负债总额 74.04 亿元，销售收入总额为 51.87 亿元，利润总额为 8,782 万元。2010

年6月末公司合并报表资产总额达到124.46亿元，负债总额为80.47亿元，销售收入为34.38亿元，利润总额为14,937万元。

西钢集团股东持股情况：

序号	股东名称	投资比例	投资金额
1	青海省国有资产投资管理有限公司	39.60%	110,450
2	西部矿业股份有限公司	39.44%	110,000
3	中国华融资产管理公司	19.79%	55,200
4	中国建设银行股份有限公司青海省分行	1.17%	3,250
	合计	100%	278,900

2. 现有设备和产能状况及展望

历经多年发展，已由单纯的特殊钢生产企业转变为资源生产综合型企业，经营范围包括特钢冶炼、铁矿和煤矿开采，形成特钢和资源两大产业板块，并已初具规模。目前铁矿、煤矿的发展空间和盈利空间迅速扩大，在给公司增加经济效益的同时，也极大地增强了公司的市场竞争能力。

2.1. 特钢业务板块

公司具有年产铁100万吨、特殊钢120万吨、钢材110万吨的综合生产能力，可生产包括碳素结构钢、碳素工具钢、合金结构钢、合金工具钢、高速工具钢、轴承钢、弹簧钢、不锈钢等八大类特殊钢及建筑钢材的锻材、热轧材、热轧管材、冷轧（拔）钢管共1438个规格436个牌号特殊钢材及部分高温合金钢。其中，电渣钢生产能力4万吨；27SiMn煤矿用液压支柱管市场占有率在70%以上，排行业第一位；G20铁路渗碳轴承钢市场占有率55%以上，排同行业第一位；铁路轴承四级精度冷拔材为国内独家生产，并且有16项产品获得全国冶金产品实物质量金杯奖，以上产品占生产总量的70%。

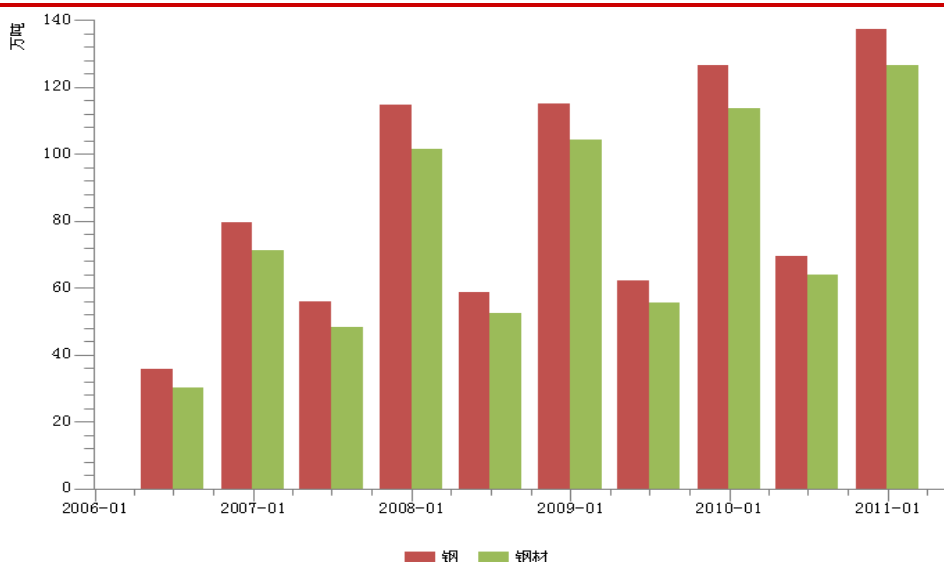
表1 公司钢铁现有核心生产线设备及产能状况

工序	设备	设计产能	品种
炼铁厂	2×450M3 高炉	100 万吨	铁水
炼钢厂	65 吨氧气顶吹转炉 1 台 60 吨 Consteel 电弧炉 1 台 65 吨钢包精炼炉 1 台 65 吨 VD 炉 6 台 五机五流小方坯连铸机 1 套 三机三流大方坯合金钢连铸机 1 套	120 万吨	钢坯
轧钢厂	全连续无扭棒材轧机组 18 架 750/650 无扭半连轧机组 1 台(套) 热轧无缝钢管 Φ100 Φ114/机组各 1 台(套) 20MN 快锻机 1 台(套)	110 万吨	各种轧材

资料来源：公司调研，华宝证券研究所

公司主要生产设备均为 2000 年后从国外引进的，其中核心生产设备目前处于国内一流水平，符合国家相关产业和环保政策。2009 年，国发[2009]38 号文件中提出要在 2011 年底前，坚决淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉。目前，发行人的生产设备均符合要求。2010 年 8 月 5 日，中国工业和信息化部工产业【2010】第 111 号文向社会公告 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单，该名单不涉及发行人现有产能。公司属于国家产业支持的特钢子行业，可预见的未来期限不会涉及淘汰产能。

图 1 经营业务产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司目前轧钢等钢材制造产能大于前段高炉等产能，存在长期不匹配的矛盾，公司目前正着手解决该矛盾，由于目前国家对新增产量的审核较严，但可以新产能置换落后产能的方式进行，尤其对提高环保指标、重点发展区域等仍然有延伸的空间。

公司规划：在已有特钢冶炼规模基础上，着手实施工艺流程、技术装备和环保设施等升级、改造、配套、挖潜工作，形成 200 万吨特钢的生产规模，节能减排指标完全符合《国家钢铁行业生产经营规范条件》。我们认为公司产能将在十二五初中期有较大的提升。

根据《青海省钢铁工业发展指导意见》，至 2015 青海省铁、钢、材产量将分别达到 450、500、450 万吨，不锈钢超过 100 万吨。形成西宁和海西两个钢铁生产基地。西宁主要为军工和机械制造提供优特钢，兼顾周边普钢需求；海西的格尔木钢铁工业园主要生产线材、大中型型材；甘河工业园将形成百万吨不锈钢产能规模。

2.2. 资源业务板块

在开发特钢产品的同时，公司还实施了“纵向一体化”战略，向上游产业延伸，先后控股两家铁矿公司、参股一家煤矿公司，拥有 30,000 万吨铁矿资源，64,000 万吨焦煤资源，已具备年采铁矿 360 万吨、年产 120 万吨铁精粉、年采 120 万吨焦煤、年产 70 万吨焦炭的生产能力，极大地增强了对原料市场的适应能力，增加了利润来源，进一步增强了核心竞争力。

表 2 公司资源现有核心生产线设备及产能状况

项目	设备	设计产能	品种
煤	风选洗煤机 2(套)	120 万吨	铁水
焦炭	132m ³ 烧结机 1 台,56 孔捣固式焦炉 2 台(套)	70 万吨	钢坯
铁精粉	MQGG2700*4000 湿式格子型球磨机		
	MQYG2700*4000 球磨机	110 万吨	各种轧材
	MQYG-2700*4000 湿式溢流型球磨机等配套设备 30 台(套)		

资料来源：公司调研，华宝证券研究所

公司铁矿石业务由其控股子公司经营，分别是肃北博伦、哈密博伦和西钢矿业。其中肃北博伦、哈密博伦已经达产，短期内不会投资新的固定资产，西钢矿业则将有新的设备投入。公司的焦煤(炭)业务由其控股子公司青海江仓能源发展有限责任公司经营，今后将投资新的生产设备。

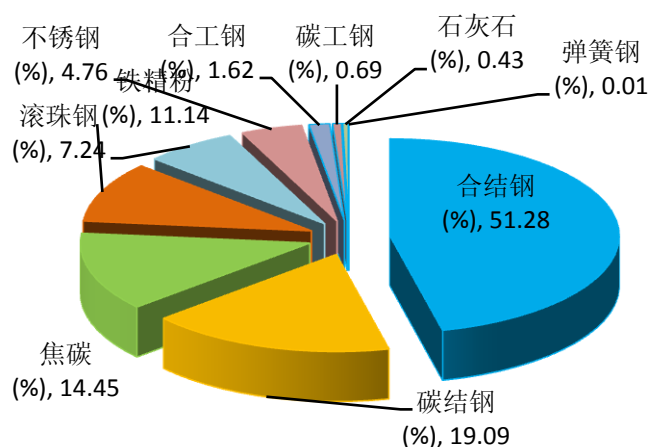
资源板块将在第四章中作进一步的详细分析。

3.公司经营业务向好发展

3.1.资源板块异军突起

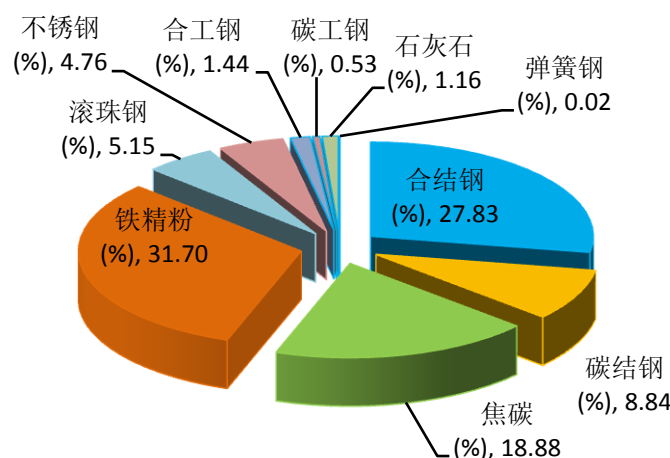
2010 年全年共生产铁 111.7 万吨，比上年增长 1.9%；钢 137.3 万吨，比上年增长 8.37%；钢材 126.6 万吨，比上年增长 11.29%；铁矿石 417.8 万吨，钒矿石 5000 吨，铁精粉 120.6 万吨，比上年增长 71.9%；石灰石 70.2 万吨，比上年增长 29.3%；原煤 60.2 万吨，比上年下降 26.5%；焦炭 66.8 万吨，比上年下降 8.6%。实现主营业务收入 70.52 亿元，比上年增长 35.97%；实现利润总额 41635.81 万元，比上年增长 389.63%；归属于母公司的净利润 23312.34 万元，同比增长 570.51%。

图 2 分产品收入构成（2010 年）



资料来源：公司年报，华宝证券研究所

图 3 分产品利润贡献构成（2010 年）



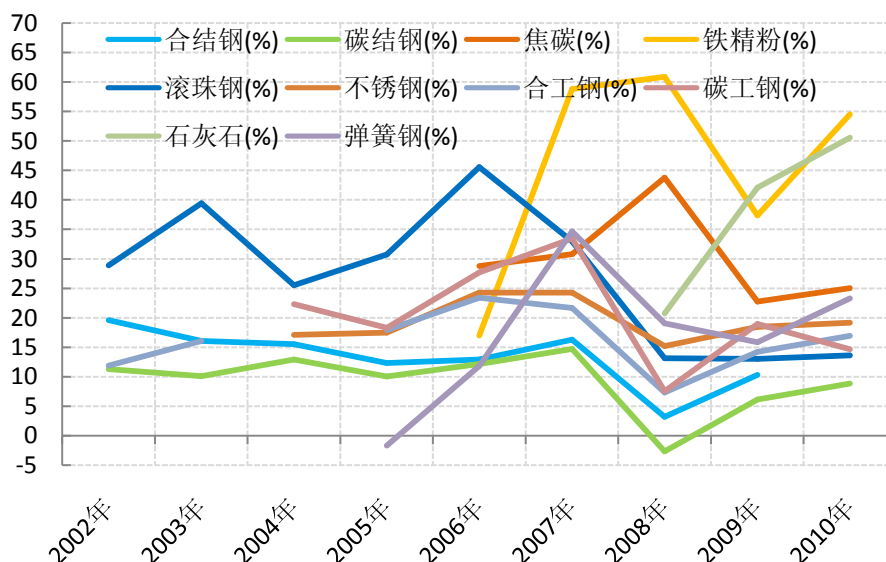
资料来源：公司年报，华宝证券研究所

10 年业绩大幅增长主要由于铁精粉生产的大幅扩张，公司焦炭、铁精粉贡献利润很大，由于铁矿石价格大幅上涨，铁精粉毛利率接近 50%。其次是受益于钢铁产品价格上涨是行业盈利空间扩大；以上数据折算吨钢售价 5136 元/吨，吨钢成本 4134 元/吨，吨钢毛利

约 1000 元，较 09 年分别上升 1040 元/吨、670 元/吨和 375 元/吨左右。另外，公司产品结构优化提升毛利率，公司主要产品合结钢和碳结钢等营业收入都有较大幅度的提高，同比增长 39.87%和 14.15%；毛利率较高的滚珠钢和不锈钢也分别增长 23.69%和 28.64%。

由于产品之间的毛利率相差悬殊，致使利润贡献度与收入占比不匹配，如铁精粉的毛利率高达 54.5%。我们可以通过观察历年来各产品的销售毛利率变动来判断趋势。

图 4 历年分产品销售利润率变动图（%）

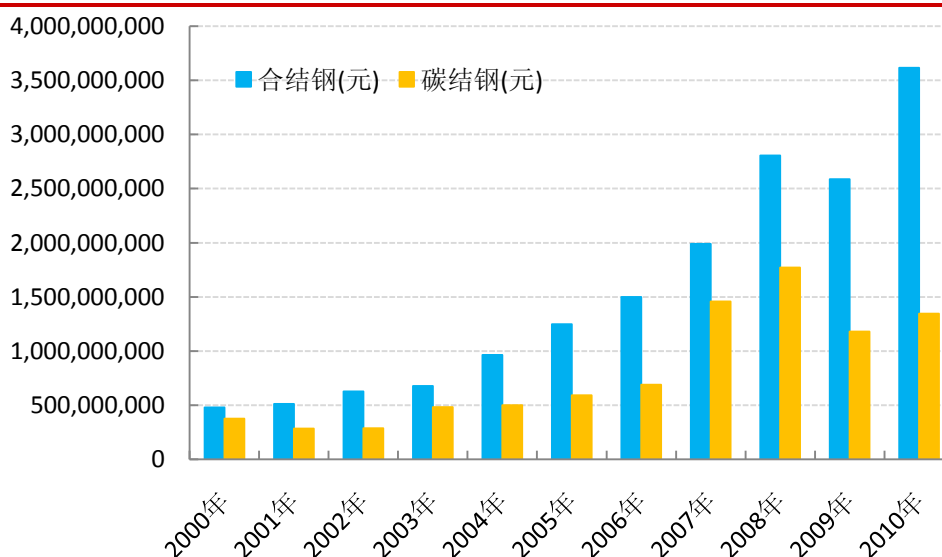


资料来源：公司公告，华宝证券研究所

3.2. 产品结构优化 成本优势凸显

□ 公司钢材产品主要是低合金结构钢和碳结钢，少量滚珠钢、弹簧钢，品种结构较为普通。公司主要产品合结钢和碳结钢等营业收入都有较大幅度的提高，10 年同比增长 39.87%和 14.15%。得益于周边低廉的资源价格，总体上公司钢铁业务毛利率较高，高达 18.4%。

图 5 公司主要钢材产品的营业收入



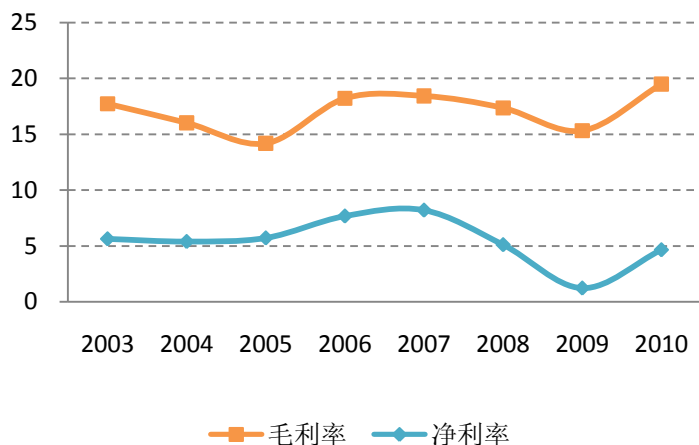
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司执行就近采购原则，积极调整区域结构和供应商结构，加大了西藏地区资源开发，青藏地区采购铁精粉比例达 78.18%。2007 年、2008 年、2009 年主要原材料铁精粉的平均采购价格分别为 691 元/吨、1,171 元/吨、671 元/吨，均处于同行较低水平。

年报披露, 2011 年公司生产经营目标为: 铁 110 万吨, 钢 138 万吨, 钢材 127.8 万吨, 铁精粉 117 万吨, 煤 40 万吨, 焦炭 70 万吨。我们认为钢铁业务 11 年基本与 10 年相当。

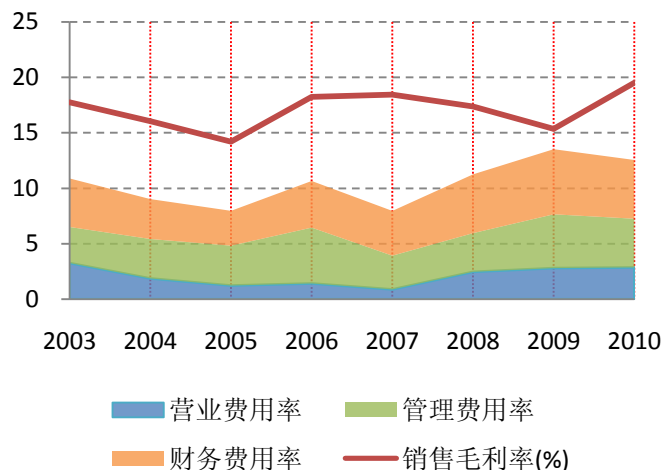
3.3. 期间费用率有望下降

图 6 毛利率和净利率指标走势图



资料来源: 公司年报, 华宝证券研究所

图 7 期间费用和毛利率走势图



资料来源: 公司年报, 华宝证券研究所

近几年公司毛利率在钢铁行业相对较高, 但净利率却较低, 主要三大期间费用较高, 管理费用和财务费用占比很大, 尤其是后者, 影响了公司的业绩。2010 年三费占销售比高达 12%, 尤其是财务费用率和管理费用率分别达 5.29%、4.39%, 导致净利润率平平。由于产品基本不涉及建材, 其西部的区域优势难以体现, 且增加了运输成本, 这也是公司销售费用率一直高居不下的原因之一。我们同时看到, 公司加强管理控制, 近年费用率呈现下降的趋势, 未来随着费用率的有效控制, 业绩有望大幅提升。

公司财务费用较高, 财务费用率 10 年达 5.3%, 蚕食了销售毛利率的很大一块。由于前期项目开发需要大量投入, 特别是公司在矿产资源开发及股权收购方面投资较大, 因此公司的负债率较高。2009 年末, 公司资产负债率 72.18%, 较 2008 年末增加 1.44%。2010 年底资产负债率达 74.1%, 较 09 年又增加 1.92%。公司流动负债占负债比例较高, 10 年末达 81.47%。公司一定程度上通过短期融资券的发行来满足营运资金需求。

2011 年公司本部技改支出计划为 80000 万元, 主要投资项目有环保升级项目、节能减排项目、高炉易地大修等。江仓能源公司计划投资 20000 万元, 主要投资项目有娘姆特矿区项目、120 万吨/年洗煤厂等。肃北博伦公司计划投资 38000 万元, 主要投资项目有七角井钒及铁矿补充勘查、七角井铁矿深部开采、七角井钒矿采矿、冶炼等。哈密博伦公司计划投资 9835 万元, 主要投资项目有白山泉铁矿二期等。西钢矿业公司计划投资 13310 万元, 主要投资项目有洪水河铁矿矿山建设、磁铁山铁矿矿山建设、新增资源勘查等。结合公司为了在资源项目上的投资, 我们认为公司今后或将选择增发股票的方式来降低负债压力, 从而降低财务费用。

关注公司配股项目:

2010 年 4 月 26 日召开董事会四届二十二次会议, 审议通过了《关于公司 2010 年度配股方案的议案》: 该次配股拟按照每 10 股不超过 3 股的比例向全体股东配售。以公司截至 2010 年 12 月 31 日总股本 741,219,252 股为基数测算, 预计可配股份数量不超过 222,365,775 股。募集资金投资额为 20.73 亿元。以上议案尚需股东大会审议批准,

目前本公司仍在开展申请配股的相关准备工作。募集资金主要将用于青海省都兰县洪水河铁矿采选、循环经济园区建设、肃北博伦铁矿技改、肃北博伦钒矿采选等项目。

4.特钢业务将受益于行业和区域的双重发展机遇

2011 年是“十二五”开局之年，也将迎来我国特钢发展战略机遇期。作为国家后备战略生产基地和西部大开发的重点区域，西部地区得到国家政策的大力倾斜，特别是灾后重建以及铁路、油气管道等基础设施投资的加大，带动了机械制造及相关行业的复苏，区域市场对于特钢的需求稳步扩大，为公司提供了良好的市场前景。

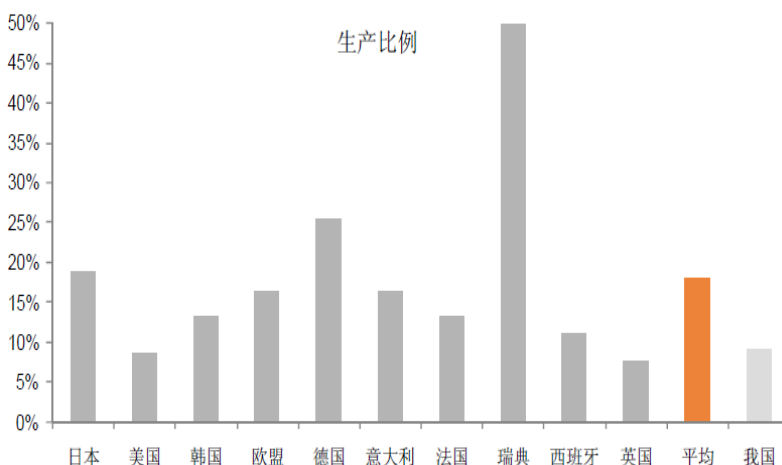
4.1.工业化进度推动特钢行业的发展

特殊钢是重大装备制造和国家重点工程建设所需的关键材料，其主要应用于动力机械、能源装备、化工装备、海洋工程设施等方面，代表了一个国家的工业化发展水平，高端特钢同时也是装备制造业腾飞的基石。

世界特钢生产主要集中在日本、美国、德国、法国、意大利、瑞典等国家，这些国家的特钢产量约占全球特钢产量的 70%和全球贸易量的 90%以上。其中，日本、德国和瑞典是特钢产业总体水平最高的国家，占全球贸易量的 50%以上。

相比较发达国的特殊钢，我国特钢产能集中在中低端层次。在“十一五”期间，我国特钢比例基本徘徊在 14%-15%，合金钢比例基本徘徊在 4%-5%，在特钢总量中，普通质量的非合金钢（普钢）约占 30%、优质非合金钢、中低合金钢（优钢）约占 40%、特殊质量的非合金钢、合金钢（特钢）约占 30%（其中特殊质量的合金钢只占 18%，不锈钢只占 7%，特种合金所占比例不到 1%），也就是说，最能体现特殊钢本质的钢种只占特钢总量的 1/4，我国特钢不特十分明显。因此提升特钢高附加的空间巨大。“十二五”特钢发展思路和结构性转型不再停留在数量、规模和速度上，将会加快转变发展方式，重视品种、质量、专业、技术。

图 8 世界各国特钢占本国钢产量比重



资料来源：国际钢铁协会，华宝证券研究所

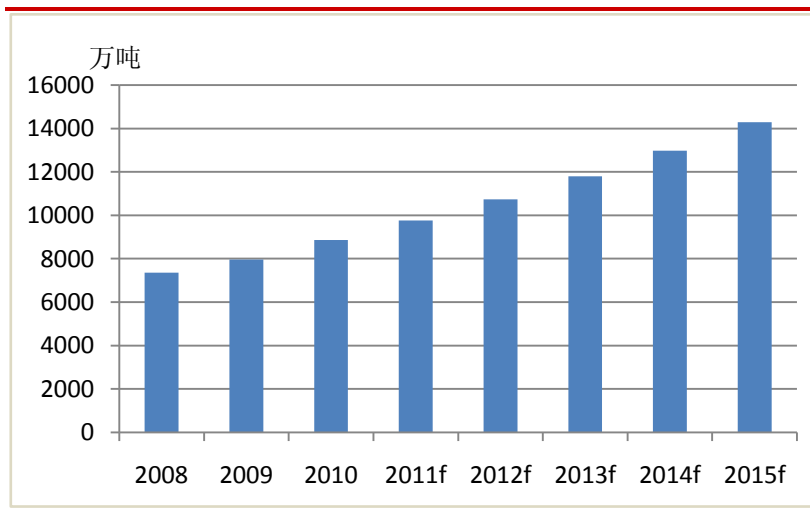
4.2.特钢发展势头好于普钢 十二五期间将进一步凸显

“十一五”时期，在国家发展政策引导下、在市场拉动下，中国特殊钢进入良性增长期，产量稳步上升，产能理性增长，工艺装备有效提升，品种结构进一步优化，技术创新和新产品研发力度加大，产品质量不断提高，高附加值品种自给率上升，为特钢行业把握“十二五”市场机遇打下基础。2010年是“十一五”收官之年，全国粗钢产量6.2665亿吨(占全球粗钢产量14.136亿吨的44.33%)，同比增长9.26%，我国特钢市场形势好于普钢，粗钢同比增长11.27%，钢材同比增长13.66%。

与机械工业相适应，2010年1-12月全国特殊质量合金钢材与机械工业同步增长。1-12月特钢协成员特殊质量合金钢材增长406万吨，同比增长31.38%；其中：合金结构钢材增长31.82%，轴承钢材增长59.78%，合金、高合金工具钢材增长24.76%，不锈钢棒线材增长21.9%。1-12月特殊质量合金钢材高增长同时，特钢棒材出口也大幅增长，全年出口321万吨。

与汽车行业快速增长相适应，2010年特殊质量合金钢主要钢种均有较大增长，增幅由2009年的18.31%增至2010年的27.15%，其中：合金结构钢同比增长25.90%；齿轮钢增长32.61%；轴承钢增长57.51%。

图9 我国优特钢产量及预测



资料来源：我的钢铁网，华宝证券研究所

最近国务院已将高品质特殊钢、新型合金材料纳入新材料产业，作为战略性新兴产业大力培育。高端制造产业是“十二五”规划重点，是衡量一个国家综合竞争实力的重要标志。先进装备制造业的国内外市场需求扩大，将给特钢行业带来新的发展机遇。

4.3. 产品下游需求形势看好 特钢盈利能力走强

特钢下游需求将扩大。按照目前发达国家的钢材需求结构，特钢总量占钢材需求总量的20%左右，我国只有10%不到。特钢作为机械、汽车、铁路等装备制造业重要材料，未来需求潜力将远超目前渐进饱和的普碳钢，公司在此三大行业产品占总收入80%左右。

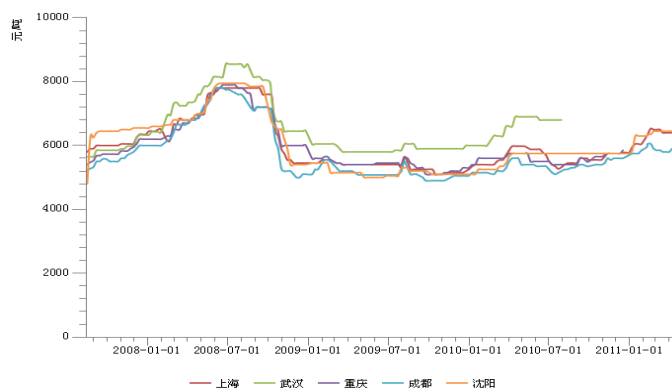
我国特殊钢行业与国际先进水平相比，仍存在一定的差距。主要表现在：一是高端产品比例偏低，仍依赖进口；金融危机前我国每年从国外进口特钢300万吨左右；二是部分国产化的中高端产品在实物质量上与国际先进水平还有一定差距。汽车、机械是特钢行业最主要的下游行业，近几年，两者合计约占我国特钢消费的60%左右，这两个行业的复苏将直接利于公司的主营业务。未来我国特钢产量占钢铁总产量的比重将由目前的不足10%向世界平均水平20%靠拢，特钢行业还有巨大的发展空间。在中国经济转型格局下，以建筑为主的普碳钢需求面临很大的不确定性，钢铁是经济发展的衡量指向标，而特钢成为经

济由数量向质量发展的重要指标。作为我国走向世界的机械、汽车等装备制造业重要原材料，未来需求潜力将远超普碳钢。因此，国内特钢企业还有很大的空间可以挖掘。

我们认为，尽管公司的特钢产品在业内不具备优势，但凭其多年来建立起特定的细分市场，仍将能保持目前的市场份额，并受益于特钢行业的整体发展。

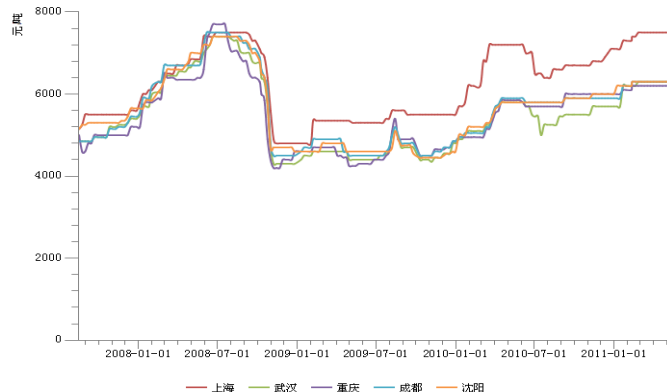
2010 年特钢运行情况好于 2009 年，产量、价格同步上升（2010 年 12 月份特钢热轧棒材综合价格与 2009 年同期相比吨材上涨 1282 元，涨幅 11.4%，价格指数同比增加 15.8 点）。

图 10 主要城市齿轮钢(20CrMoΦ50)价格



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 11 主要城市轴承钢(50mm,热)价格



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

公司的特钢产品主要应用在汽车、机械、石油等行业，其中铁路货车轴承、铬不锈钢和石油管材是公司具有优势的特钢产品。公司电渣钢生产能力 4 万吨，是全国最大的电渣钢生产基地；27SiMn 煤矿用液压支柱管市场占有率在 70% 以上；G20 铁路渗碳轴承钢市场占有率 55% 以上；铁路轴承四级精度冷拔材为国内独家生产，研究开发的脱气齿轮钢 SCM822H 等系列产品，已成为公司占领市场、效益明显的拳头产品。

我们预计，随着大宗商品价格的上涨预期和下游需求向好发展，公司产品价格仍然有一定的上涨空间，而特钢较普钢产品具有较强的成本推动优势，公司的利润在矿价上涨的期间仍有较大的提升。

4.4. 区域市场优势将逐步显现

公司地处青藏高原、西北内陆，是目前西北地区最大的特殊钢生产企业，由于地理环境的限制，外地钢厂受资源和运输成本限制，进入难度大，区域市场较为稳定。公司是距离西藏最近的钢厂，青藏铁路的通车将使西藏的铁精粉资源直运西宁特钢。

一般而言，特钢产品的销售半径大于普钢产品。从产品销售情况看，在合理销售半径范围内，公司的市场范围覆盖较广且分布相对均匀，并以西南、华东为主要市场。2008-2010 年，西南及华东地区的主营业务收入占比均保持在 50%-60% 之间。随着铁路、公路等基础设施逐步建设完善，公司的市场地域将进一步渗透。

目前，西部正处于基本建设的初期，钢材需求正处于强劲的增长过程中，对西宁特钢钢材生产与销售带来了机遇。青海本地市场年需钢材 80 万吨，西藏地区年需钢材 40 万吨，公司区域市场拓展大有空间。

另外，青海、新疆、西藏三省矿产资源丰富，原材料采购运输成本低于市场的平均水平，同时，作为国家后备战略生产基地和西部大开发的重点区域，西部地区得到国家政策

的大力倾斜，特别是灾后重建以及铁路、油气管道等基础设施投资的加大，带动了机械制造及相关行业的复苏，区域市场对于特钢的需求稳步扩大，为公司提供了良好的市场前景。

4.5. 产能进一步扩张

公司目前轧钢等钢材制造产能大于前段高炉等产能，存在长期不匹配的矛盾，公司目前正着手解决该矛盾，由于目前国家对新增产量的审核较严，但可以新产能置换落后产能的方式进行，尤其对提高环保指标、重点发展区域等仍然有延伸的空间。

公司规划在已有特钢冶炼规模(铁 100 万吨、特殊钢 120 万吨、钢材 110 万吨)基础上，着手实施工艺流程、技术装备和环保设施等升级、改造、配套、挖潜工作，形成 200 万吨特钢的生产规模，节能减排指标完全符合《国家钢铁行业生产经营规范条件》。同时，全力调整品种结构，销售区域结构，用户结构，重点品种比重达到 50%以上，保证国防、重点装备制造用钢的需求，在工艺、技术等方面争做国内特钢的排头兵。随着钢材板块盈利能力的增强，公司将加快技改项目的改造，有望在 2012 年在产能上有 30-40%的扩张。

5. 资源板块是公司发展的助推器

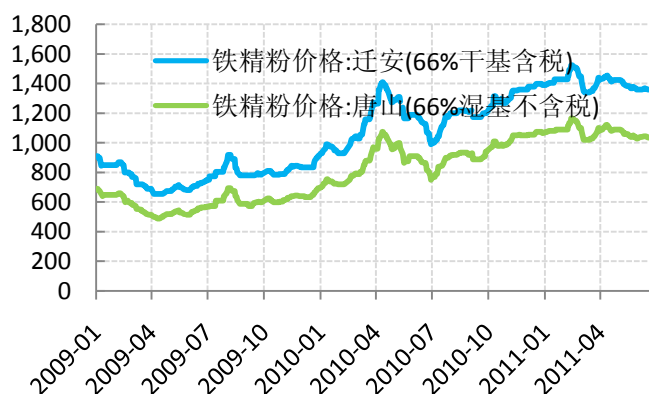
青海省能源和矿产资源十分丰富。全省矿产资源储量潜在总值达 18 万亿。省内西矿集团以有色金属资源和开发为主，西钢集团以黑色金属资源为主。随着勘探工作的加强，公司铁矿石和煤炭资源将逐步放大，后续新开发出的铁矿石和焦煤资源待运行成熟后将逐步注入上市公司。

公司的资源板块全部在控制的子公司下运作，公司铁矿石业务由其控股子公司肃北博伦、哈密博伦和西钢矿业经营。煤炭业务通过子公司江仓能源经营。

公司实施“纵向一体化”战略，向上游产业延伸，先后控股西钢矿业、肃北博伦及哈密博伦三家矿业公司，并通过控股江仓能源向煤炭板块拓进。公司拥有多种矿产资源，其中铁矿、煤矿及钒矿为未来业务的主要增长点，目前探明储量为 21,000 万吨铁矿资源、64,000 万吨煤炭资源及 2,995 万吨钒矿资源，已具备年产 120 万吨铁精粉、年产 70 万吨焦炭的生产能力。

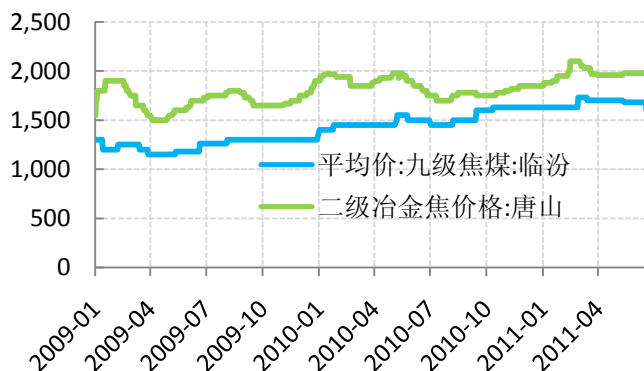
□ 我们认为铁矿石和钢企之间的博弈局势一时难以根本扭转，而焦煤资源尤其是高品质焦煤资源具有稀缺性，决定了价格高位难降，两种资源业务的高毛利率将继续保持。

图 12 主要城市铁精粉价格（元/吨）



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 13 主要城市焦煤、焦炭价格（元/吨）



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

表 3 2010 年主要控股子公司情况及业绩

公司名称	业务性质	净资产（元）	净利润（元）	持股比例（%）	对上市公司的净利润贡献（%）
江仓能源	煤炭销售、炼焦及销售	686,676,710.87	108,029,833.06	35	16.22
肃北博伦	铁矿精选冶炼、矿山技术服务	384,128,574.02	74,261,376.64	70	22.30
哈密博伦	矿产品经营	236,352,495.83	40,449,373.02	100	17.35
西钢矿业	矿产资源勘探、采选冶炼	152,170,821.33	1,361,447.42	100	0.58

资料来源：公司公告资料，华宝证券研究所

表 4 公司资源现有核心生产线设备及产能状况

	所属单位	权益比例	矿区	矿储量（万吨）	品位	原矿产能（万吨）	成产品产能	预计投产进度及备注
铁矿	肃北博伦	70%	大红山七角井	10300	38%	200	70 万吨铁精粉（64%品位）	已经达产，外销至新疆和甘肃。增加洗选能力后，精粉产量可增至 150 万吨
	哈密博伦	100%	白山泉	4700	31%	150	50 万吨铁精粉	已经达产
	西钢矿业	100%	海西洪水河	1200	30-45%	50	16.55 万吨铁精粉	胜利铁矿刚投产，洪水河 2010 年底已经投产，磁铁山 2011 年 10 月投产，大沙龙短期内难以投产。投产后共也产 50 万吨铁精粉，自供。
			海西胜利	180	35-48%			
			海西磁铁山	3500	30-40%			
			海北大沙龙	1800	30-40%			
煤矿	江仓煤矿	35%（实际控制人）	木里煤田	64000		120 万吨焦煤	70 万吨焦炭	完全投产后，原煤产量达 500 万吨。同时生产焦油 3.7 万吨、硫胺 8600 吨、粗苯 8900 吨、焦炉煤气 3.45 亿 m ³
钒矿	肃北博伦	70%	大红山七角井	2995	V2O5 资源量约 20 万吨以上	50	1000 吨五氧化二钒	一期于 2011 年 10 月投产，成为国内第三大钒矿
石灰石	西钢矿业		西宁市湟中县	2000		100		

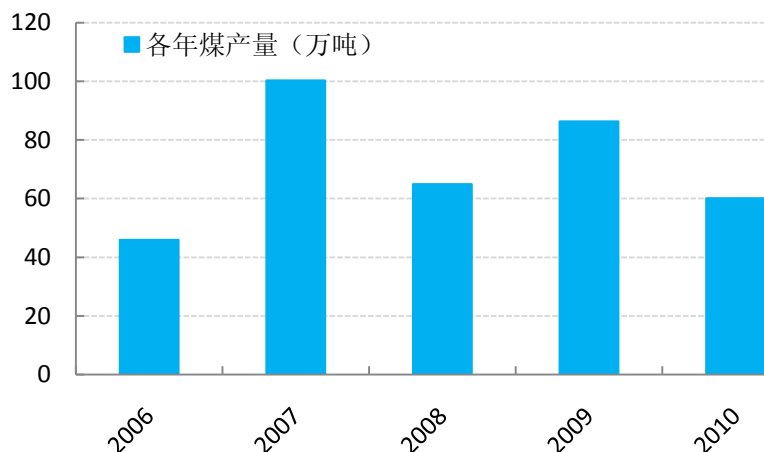
资料来源：公司调研，华宝证券研究所

5.1.煤资源

公司持有青海江仓能源发展有限责任公司 35% 的股权，是矿区的实际控制人，江仓能源目前已具有年采洗 120 万吨焦煤、生产 70 万吨冶金焦炭及焦油 3.7 万吨、硫胺 8600 吨、粗苯 8900 吨、焦炉煤气 3.45 亿 m³ 等煤化工产品的生产能力。该公司拥有青海省海西州木里煤田江仓矿区 3、4 井田优质焦煤资源，资源储量为 6.4 亿吨。目前已取得 3 井田探矿权和 4 井田的矿权。2009 年至 2012 年度减按 15% 的税率征收企业所得税。

自 2006 年开采以来至 2010 年，累计露天开采 357.97 万吨。由于矿井建设进程延缓，目前还停留在露天开采阶段。进程延缓主要原因一是高原冻土建设的技术难度；二是办证申报及审批进程需要时间。露天煤所限，生产原煤近年逐年下滑，今年计划 40 万吨煤。设计两台采矿设备 120×2=240 万吨的矿井建设，预计年底一条线开采，明年总体 150 万吨。预计 2013 年有望采选 250 万吨煤。

图 14 西钢各年煤产量（万吨）



资料来源：我的钢铁网，华宝证券研究所

木里煤田江仓矿区的露天开采已进行到了第 5 年，但开采成本偏高，2009 年产煤 86.4 万吨，比上年增长 32.98%；焦炭 72 万吨，比上年减少 0.11%；2010 年产原煤 60.2 万吨，比上年下降 26.5%；焦炭 66.8 万吨，比上年下降 8.6%（09 年报披露，10 年计划煤产量 62 万吨，焦炭产量 70 万吨）。公司年报披露 2011 年计划产煤 40 万吨，焦炭 70 万吨。70 万吨焦炭中，40 万吨自给，20 多万吨销售至酒钢等西部单位。由于需求稳定，因此价格也较为平稳。

我们认为冻土建设技术是开发进度的关键，首期 120 万吨矿井产能建成时间仍存在不确定性，公司 11 年一旦一期建成投产，二、三期的建设将进行的较为顺利。2013 年底或 2014 年上半年煤炭产量有望达到 250 万吨，而实际产量或将大幅超出设计定额产能。煤炭投产放量后，除 65 万吨左右自供焦炭生产外，其他均外销。

木里煤田至西宁的专线铁路运输线已经建成，2010 年 12 月 3 日，青海省第一条地方铁路运煤专线——木里至哈尔盖铁路正式试运行，估计很快全线投入使用。从木里至西宁 300 多公里，运价每吨公里 0.3-0.35 元计算，而公路运输目前约为 180-200 元/吨，且运力严重不足。运价的下降有望带来较大的利润空间。

5.2.铁矿石资源

公司铁矿石业务由其控股子公司肃北博伦、哈密博伦和西钢矿业经营。

5.2.1.肃北博伦

肃北博伦公司系本公司与哈密长城实业共同出资设立的子公司,其中本公司出资 3300 万元,持股比例 51%;哈密长城实业出资 3170 万元,持股比例 49%。2009 年 7 月 21 日,肃北博伦与甘肃威斯特矿业勘查有限公司签定《探矿权转让协议》,本公司、哈密长城实业和威斯特三方签定《肃北博伦增资扩股协议》。威斯特以持有的钒矿探矿权折价 2 亿元折股为 2773 万元向肃北博伦增资,占股权比例的 30%,肃北博伦以自有资金 5000 万元补偿矿权价值剩余部分。本次肃北博伦吸收新股东并取得钒矿探矿权后,本公司、哈密长城实业以及威斯特持有肃北博伦股权分别为: 35.7%、34.3%、30%。

肃北博伦吸收新股东并取得钒矿探矿权交易完成后,本公司以自有资金 2.5 亿元收购长城实业持有的肃北博伦全部股权。交易完成后,公司对肃北博伦控股比例提升至 70%。同时公司间接拥有了钒矿资源,该钒矿计划于 2011 年投产。本次入股肃北博伦的钒矿保有资源储量为 2995.72 万吨,评估基准日为 2008 年 12 月 31 日,评估可采储量为 1669.01 万吨。

目前公司已形成年采选铁矿 210 万吨、生产铁精粉 70 万吨的生产能力。该公司拥有位于甘肃省肃北县大红山七角井矿区的铁矿和钒矿资源,铁矿储量为 10300 万吨,品位 38%。

肃北博伦于 2010 年 8 月 3 日取得由甘肃省国土资源厅颁发的七角井钒及铁矿《采矿许可证》,即取得了采矿权证。

5.2.2.哈密博伦

本公司自 2004 年起实施产业链延伸战略过程中,与哈密长城实业有限责任公司(以下简称“长城实业”)合作,组建了哈密博伦矿业有限公司(以下简称“哈密博伦”),从事新疆哈密白山泉铁矿的开发、采选生产。目前,哈密博伦及其经营业务已成为本公司重要的产业板块之一。

2009 年 7 月,本公司以自有资金 1 亿元收购哈密长城实业持有的哈密博伦 29%股权。交易完成后,公司对哈密博伦的控股比例提升至 80%。

2010 年 7 月 16 日发布公告,本公司以自有资金 6900 万元,收购长城实业持有的哈密博伦 20%股权。公布称:“哈密博伦另一股东长城实业近期确立铜镍、煤矿为核心的业务发展战略格局,计划对非战略性业务进行精简收缩,有意转让其持有的哈密博伦 20%股权,向本公司发来询证函,征询是否履行优先购买权。为加强对铁矿资源的控制,保证本公司稳定的原料采购供应,本公司决定实施股权优先购买权,适时实现低成本扩张,以现金收购长城实业持有的哈密博伦 20%股权。”2010 年 7 月 15 日,本公司与长城实业签定《哈密博伦股权转让协议》。

收购完成后,哈密博伦注册资本仍为 5490 万元,本公司出资 5490 万元,股权比例由 80%上升为 100%;哈密博伦成为本公司的全资子公司,长城实业不再持有哈密博伦任何股权。

目前公司已形成年采选铁矿 150 万吨、生产铁精粉 50 万吨的生产能力。该公司拥有位于新疆哈密市境内的白山泉铁矿资源,铁矿储量 4700 万吨,品位 31%,已取得相应的采矿权证。

5.2.3. 西钢矿业

公司拥有储量 2,000 万吨的石灰石矿资源,并负责开发建设青海省大沙龙、磁铁山、洪水河、胜利等四个铁矿。截止本报告出具日,公司已获得上述四个铁矿的探矿权,并已办理完毕探矿权证。计划到 2010 年初投产,形成年产量 70 万吨的生产能力。目前,公司已取得上述四座铁矿资源的探矿权证,尚未取得采矿权证。石灰石采矿权证已于 2009 年取得。

截止 2010 年 12 月 31 日,该公司资产总计 418,204,739.65 元,净资产 152,170,821.33 元。实现营业收入 3100 万元(石灰石),净利润 1,361,447.42 元。2010 年累计生产石灰石 70.2 万吨,比上年增长 29.3%。

2010 年 12 月 24 日公司对两家全资子公司青海西钢矿业开发有限责任公司和哈密博伦矿业有限责任公司进行增资扩股。资金来源为公司自有资金。决定向哈密博伦矿业有限责任公司增资 8510 万元。增资实施后,其注册资本将达到 14000 万元,资产负债率由 74.84%降到 65.20%。对两个全资子公司进行增资可以提高其自有资本数额,降低其资产负债率,增强其融资能力,进而能够促进其矿山建设项目的工程进度,尽快实现预期的经济效益,极大地增强本公司的市场竞争能力。

公司目前已形成年产 100 万吨石灰石矿的生产能力,胜利铁矿具备初步年采 20 万吨铁矿石的生产能力。该公司拥有青海省四座铁矿、一座石灰石矿,其中大沙龙铁矿位于海北州祁连县境内,资源储量 1800 万吨,品位 30—40%;洪水河铁矿位于海西州都兰县境内,资源储量 1200 万吨,品位 30—45%;胜利铁矿位于海西州都兰县境内,资源储量 180 万吨,品位 35—48%;磁铁山铁矿位于海西州格尔木市境内,资源储量为 3500 万吨,品位 30—40%;门旦峡石灰石矿位于西宁市湟中县境内,储量 2000 万吨。目前已取得四座铁矿的探矿权证和石灰石矿的探矿权证。

目前胜利铁矿刚投产不久,洪水河 2010 年底已经投产,磁铁山预计 2011 年 10 月投产,大沙龙短期内难以投产。随着矿山陆续投产,将成为铁矿石业务的增长点,将为公司持续带来业绩贡献。

5.3. 钒矿

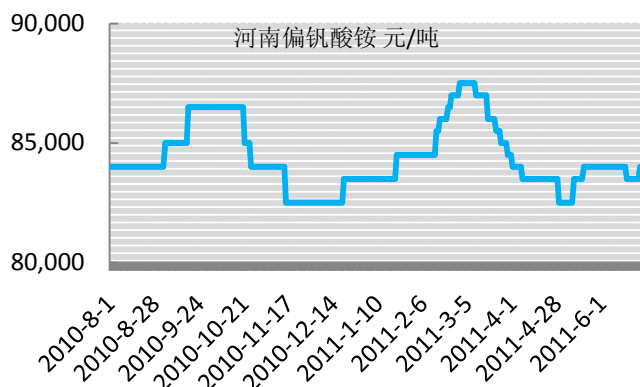
在我国 90%左右的钒用于钢铁工业,钒在钢中应用主要是通过添加钒来提高强度和韧性。在结构钢中加入 0.1%的钒,可提高强度 10%~20%,减轻结构重量 15%~25%,降低成本 8%~10%。高强度的含钒钢可减轻金属结构重量的 40%~50%,成本则比普通结构钢低 15%~30%。

偏钒酸铵是生产和制造五氧化二钒的基础原料。从钒矿到偏钒酸铵整个提取过程包括焙烧——稀酸浸出——离子交换——富集——净化除渣——沉淀等一系列环节,时间长达 240 个小时。

将烘干后的偏钒酸铵于回转炉中缓慢升温煅烧后即得组成准确、恒定的五氧化二钒产品。煅烧反应为: $2\text{NH}_4\text{VO}_3 \rightarrow \text{V}_2\text{O}_5 + 2\text{NH}_3 + \text{H}_2\text{O}$ 。

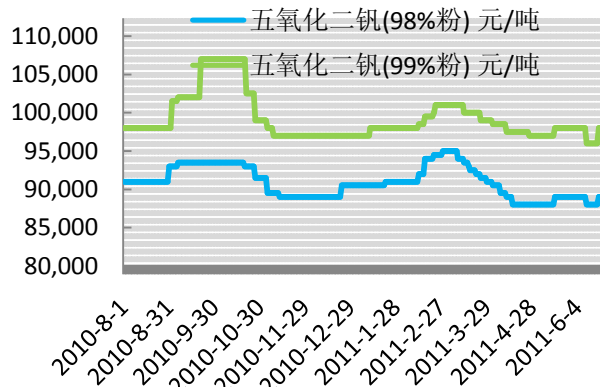
公司目前工序只涉及到沉淀出偏钒酸铵。公司钒矿于 2010 年 10 月份投产,当年采矿 5000 吨,尚未有五氧化二钒产品。今年计划 1000 吨偏钒酸铵的产量。首期达产将形成年产钒矿石 50 万吨、五氧化二钒(V_2O_5)产品 1000 吨的生产能力。到 2015 年将年开采 100 万吨钒矿石、生产 5000 吨五氧化二钒产品。

图 15 偏钒酸铵价格



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

图 16 主要城市轴承钢(50mm,热)价格



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

公司公司偏钒酸铵的销售毛利约 25%左右。11 年将贡献约 2000 万元的利润。

5.4.石灰石

石灰石的质量是全省最好的, 然而产量所限, 尽管毛利率很高, 但贡献度不大。公司决定不对外出售, 计划每年生产 50 万吨, 留给自用。

6.盈利预测及评级

基于以上对公司成长的分析, 我们认为公司今后重点发展资源板块, 钢铁业务总体上没有产能扩张计划。根据年报披露, 2011 年公司生产经营目标为: 铁 110 万吨, 钢 138 万吨, 钢材 127.8 万吨, 铁精粉 117 万吨, 煤 40 万吨, 焦炭 70 万吨。我们认为钢铁业务基本与 10 年相当, 但资源将会超额完成。

我们假设 11 年-13 年, 钢铁产量基本按 11 年计划完成, 铁精粉达 140 万吨、160 万吨、170 万吨, 焦煤产量为 100 万吨、150 万吨、200 万吨。焦炭稳定在 70-75 万吨。我们预期钢铁业务毛利率按目前水平将有所提升, 资源类稳健起见, 毛利率年假设年平均下滑 3%。基于此假设进行盈利预测。根据公司业务规划, 我们重新预测公司 11-13 年 EPS 将实现 0.57 元、0.76、0.96 元, 目前股价对应 PE 为 17.15、12.91、10.15 倍, 我们认为公司正转型于矿产业务类公司, 故不应与钢铁行业估值看齐, 而应参考铁矿和煤炭资源类估值水平, 如金岭矿业 11、12 年 PE 为 22.19、18.5 倍, 公司与创兴置业相当。综合参考铁矿和煤炭资源类估值水平, 上调为“买入”评级。考虑到公司未来有资产注入预期, 并有重组并购的可能, 建议积极关注触发提升重估价值的机会。

7.风险提示

- 矿产资源开采和投产的进度以及采矿权证获批时间的不确定性。
- 鉴于目前钢材和铁精粉价格波动较大, 如公司减值准备计提不充分, 存在较大存货跌价的风险。
- 产品档次不足引发的市场地位风险。特钢产品结构性的竞争日趋激烈, 随着国内和国外其他企业对同类产品的关注度日趋增加, 其他钢铁生产企业可能在运输成本、生产成本、产品品质和销售渠道等方面优于发行人, 从而可能造成公司市场份额的减少。
- 宏观政策进一步紧缩导致的证券市场风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3434.62	4436.24	4018.78	6031.42
现金	1173.26	832.06	840.67	1134.93
应收账款	102.62	653.41	140.35	851.89
其它应收款	24.55	67.70	35.67	89.70
预付账款	276.39	170.41	430.97	235.04
存货	1111.99	2137.66	1579.44	2862.63
其他	745.81	575.00	991.67	857.23
非流动资产	8561.50	9004.48	9475.02	9849.13
长期投资	20.00	20.00	20.00	20.00
固定资产	6310.45	6540.91	6822.58	6960.72
无形资产	1095.67	1460.85	1890.25	2273.57
其他	1135.38	982.72	742.18	594.84
资产总计	11996.12	13440.72	13493.79	15880.55
流动负债	7242.60	8256.28	7793.05	9428.89
短期借款	3588.00	3844.15	4467.00	3648.88
应付账款	787.10	1748.97	1008.52	2366.70
其他	2867.50	2663.17	2317.52	3413.32
非流动负债	1646.84	1482.14	1207.36	951.61
长期借款	1463.42	1232.85	991.00	718.79
其他	183.42	249.29	216.35	232.82
负债合计	8889.44	9738.42	9000.41	10380.50
少数股东权益	553.86	726.82	956.54	1248.85
归属母公司股东权益	2552.82	2975.48	3536.85	4251.19
负债和股东权益	11996.12	13440.72	13493.79	15880.55

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1974.22	1361.45	1097.72	2735.36
净利润	328.52	595.62	791.09	1006.66
折旧摊销	545.32	466.75	530.05	565.48
财务费用	373.32	370.31	450.92	443.52
投资损失	-1.20	-1.00	-1.10	-1.05
营运资金变动	714.79	-63.50	-676.60	722.43
其它	13.47	-6.73	3.37	-1.68
投资活动现金流	-1576.88	-902.00	-1002.85	-936.86
资本支出	1166.06	369.59	507.23	355.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-410.81	-532.41	-495.62	-581.09
筹资活动现金流	-120.65	-975.63	-749.70	-665.83
短期借款	-162.34	81.17	-40.59	20.29
长期借款	91.37	-230.58	-241.84	-272.21
其他	-49.69	-826.23	-467.27	-413.90
现金净增加额	276.69	-516.18	-654.82	1132.67

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7051.94	8462.32	10577.91	12164.59
营业成本	5676.21	6685.24	8314.23	9537.04
营业税金及附加	48.03	61.23	76.64	86.33
营业费用	201.78	229.18	295.14	338.98
管理费用	309.47	338.49	401.96	437.93
财务费用	373.32	370.31	450.92	443.52
资产减值损失	24.05	17.65	29.07	29.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.20	1.00	1.10	1.05
营业利润	420.27	761.22	1011.05	1292.45
营业外收入	27.79	35.19	31.49	33.34
营业外支出	31.70	20.13	25.91	23.02
利润总额	416.36	776.29	1016.62	1302.76
所得税	87.84	180.67	225.54	296.11
净利润	328.52	595.62	791.09	1006.66
少数股东损益	95.40	172.96	229.72	292.32
归属母公司净利润	233.12	422.66	561.37	714.34
EBITDA	1199.71	1490.77	1819.51	2121.26
EPS（元）	0.31	0.57	0.76	0.96

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	35.97%	20.00%	25.00%	15.00%
营业利润	724.01%	81.13%	32.82%	27.83%
归属母公司净利润	570.51%	81.30%	32.82%	27.25%
获利能力				
毛利率	19.51%	21.00%	21.40%	21.60%
净利率	4.66%	7.04%	7.48%	8.28%
ROE	10.57%	16.09%	17.61%	18.30%
ROIC	6.00%	9.14%	10.54%	13.10%
偿债能力				
资产负债率	74.10%	72.45%	66.70%	65.37%
净负债比率	189.32%	145.46%	128.70%	85.56%
流动比率	0.47	0.54	0.52	0.64
速动比率	0.32	0.28	0.31	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.67	0.79	0.83
应收账款周转率	30.92	22.39	26.65	24.52
应付帐款周转率	6.79	5.27	6.03	5.65
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.57	0.76	0.96
每股经营现金	2.66	1.84	1.48	3.69
每股净资产	4.19	4.99	6.06	7.42
估值比率				
P/E	0.00	17.15	12.91	10.15
P/B	0.00	2.44	2.05	1.71
EV/EBITDA	4.53	8.56	7.34	5.79

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。