

特钢

署名人: 初学良

S0960109064000

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

西宁特钢

600117

推荐

“资源+特钢”双轮驱动未来业绩增长

西宁特钢是西北地区最大的特钢生产企业,具备充足的资源储备。特钢行业是国家“十二五”期间重点发展的行业,公司除能享受行业发展的利好外,内生性增长点多,未来将进入业绩的持续释放期。

6-12个月目标价: 14.58元

当前股价: 11.55元

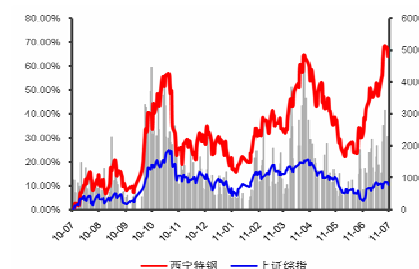
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2794
总股本(百万)	741
流通股本(百万)	741
流通市值(亿)	85.59
EPS(10A)	0.31
每股净资产(元)	3.44
净资产收益率%	9.10

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西宁特钢	28.33	4.81	11.22
上证综指	5.73	-6.83	-13.94



投资要点:

- ◆ **纵向一体化的特钢企业。**西宁特钢是资源+特钢双轮驱动型钢企,目前生铁产能100万吨,优特钢产能130万吨。公司具备充足的资源储备,拥有铁矿储备2.2亿吨,煤矿储备6.4亿吨,石灰石资源储备1亿吨,钒矿储备8400万吨。
- ◆ **产能进入释放期。**随着全资子公司西钢矿业拥有的四个省内铁矿逐步进入投产期,以及对新疆、甘肃两大铁矿项目的技术改造,公司总铁精粉产能将由120万吨上升到200万吨左右;焦煤开采逐渐从露天转为地下,远景规划为500万吨,产能大幅提高,2012年开始逐步放量。钒矿项目一期2011年投产,“十二五”末V₂O₅产能将达到5000吨;2012年开始,公司特钢也将进入新一轮扩产期,预计“十二五”末产能达到200万吨,“十三五”末达到400-500万吨。
- ◆ **盈利能力改善,业绩进入释放期。**产品结构调整是大势所趋,公司特钢产品毛利率将会得到提升。高企的费用率目前已经步入下降通道,我们分析未来依然存在较大的下降空间,公司的盈利能力将会得到较大的改善。
- ◆ **我们预计公司可能成为青海省钢铁资源整合的平台。**作为青海省的特钢发展基地,公司极有可能成为省内资源整合平台。青海省资源储备丰富,目前已探明焦煤储量32.6亿吨,公司占6亿吨,铁矿储量4亿吨,公司占0.67亿吨(公司在青海的铁矿储量,剩余1.5亿吨储量位于新疆和甘肃境内),未来资源整合空间巨大。
- ◆ **宝钢收购前景明朗。**青海省正在与宝钢集团洽谈战略合作事宜,宝钢收购西宁特钢可能性不断增大。我们认为收购成功将会在以下两个方面极大地利好西宁特钢:一、增强政府资源注入预期;二、大幅提高管理效率、技术实力。
- ◆ **盈利预测:**预计2011-2013年基本每股收益分别为0.63、0.81、0.94元。目前股价对应2011年PE18.33倍,PB略高于行业平均水平。考虑到公司未来成长性和宝钢整合溢价,给予公司“推荐”评级,6-12个月目标股价14.58元。
- ◆ **风险提示:**矿山投产进度低于预期,钒价走势低迷。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7052	8396	10020	12048
同比(%)	36%	19%	19%	20%
归属母公司净利润(百万元)	233	464	600	698
同比(%)	571%	99%	29%	16%
毛利率(%)	19.5%	20.7%	21.8%	21.9%
ROE(%)	9.1%	15.4%	16.6%	16.2%
每股收益(元)	0.31	0.63	0.81	0.94
P/E	36.09	18.13	14.03	12.05
P/B	3.30	2.79	2.33	1.95
EV/EBITDA	10	8	7	5

资料来源:中投证券研究所

相关报告

目 录

一、公司简介.....	3
二、主营业务——资源+特钢双轮驱动型钢企	3
1.1 概述	3
1.2 资源板块	5
1.3 特钢板块	7
三、产能逐步释放，费用控制向好推动增长	9
2.1 产能逐步扩大，营业收入进入加速上升期	9
2.2 费用控制向好，推动利润水平高速增长	10
2.3 完整产业链规避原材料价格波动风险	11
2.4 产品结构调整是大势所趋	13
2.5 公司有望成为青海省钢铁相关资源整合平台	13
2.6 宝钢收购，三方共赢	14
四、盈利预测	15

图 1: 西宁特钢产品线	3
图 2: 2006-2010 西宁特钢主营业务收入及利润（百万元）	4
图 3: 2006-2010 西宁特钢主营业务收入构成	5
图 4: 2006-2010 西宁特钢主营业务利润构成	5
图 5: 2006-2011E 西宁特钢产品产量（万吨）	7
图 6: 2006-2010 西宁特钢特钢产品盈利情况（万元）	7
图 7: 2010 年西宁特钢特钢收入中各产品贡献权重	8
图 8: 2010 年西宁特钢各特钢产品毛利率	8
图 9: 2010 年特钢企业费用率对比	11
图 10: 西宁特钢费用构成	11
图 11: 2006-2010 年铁矿石综合价格指数	12
图 12: 2006-2010 年西宁特钢产品毛利率	12
图 13: 2009 年我国特钢产品构成	13

表 1: 西宁特钢资源产品情况	4
表 2: 西宁特钢资源一览	5
表 3: 西宁特钢铁精粉产能及产量（万吨）	9
表 4: 西宁特钢煤产品产能及产量（万吨）	9
表 5: 西宁特钢 V ₂ O ₅ 产能及产量（万吨）	9
表 6: 西宁特钢石灰石产能及产量（万吨）	10
表 7: 西宁特钢特钢产品产能及产量（万吨）	10
表 8: 2006-2010 年西宁特钢吨钢盈利情况（元/吨）	12
表 9: 西宁特钢省内资源储量情况	14
表 10: 产量预测（万吨）	15
表 11: 吨产品价格预测（元）	15
表 12: 毛利率预测	15

一、公司简介

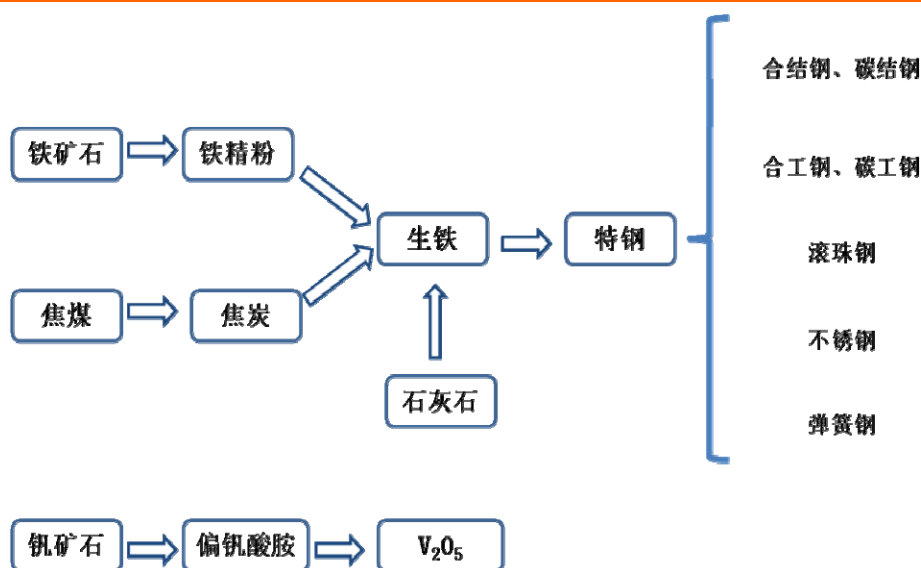
西宁特钢（600117）是西北地区最大的特钢生产企业，是青海省的特钢生产基地。公司目前具备 100 万吨生铁、130 万吨优特钢的生产能力，所产特钢主要用于机械、汽车、纺织、煤炭开采等行业。公司同时拥有铁矿、钒矿、煤矿、石灰石矿完整的资源储备，焦炭除自给外，尚有部分外销，铁精粉自给率将会逐步提高，预计明年将达到 30%-40%。

二、主营业务——资源+特钢双轮驱动型钢企

1.1 概述

西宁特钢有两条主要产品线。一是从铁矿、煤矿、石灰石矿开采到特钢生产，包括合结钢、碳结钢、合工钢、碳工钢、滚珠钢、不锈钢、弹簧钢；二是从钒矿开采到 98%V₂O₅ 的生产，V₂O₅ 主要是用作炼钢时的合金添加剂，作用是提高钢的强度和韧性。公司第一条生产线已于 2006 年完全打通，目前处于成熟运转状态，该条线产品产能的扩大提供未来业绩增量，其中铁精粉、焦煤均有明确的扩产安排；第二条生产线中，钒矿工程一期 2010 年底完成基建，当年未有 V₂O₅ 产品，2011 年开始逐步投产，一期工程 V₂O₅ 设计产能 1000 吨，公司计划“十二五”末达到 5000 吨的产能。

图 1：西宁特钢产品线



资料来源：中投证券研究所

公司产品线上游的资源类产品中，根据具体情况既有自用也有外销。现已完全投产的两个铁矿由于距离西宁较远，产品主要销售给酒泉钢铁、八一钢铁等当地企业。焦煤、焦炭均首先满足自用，其余外销。

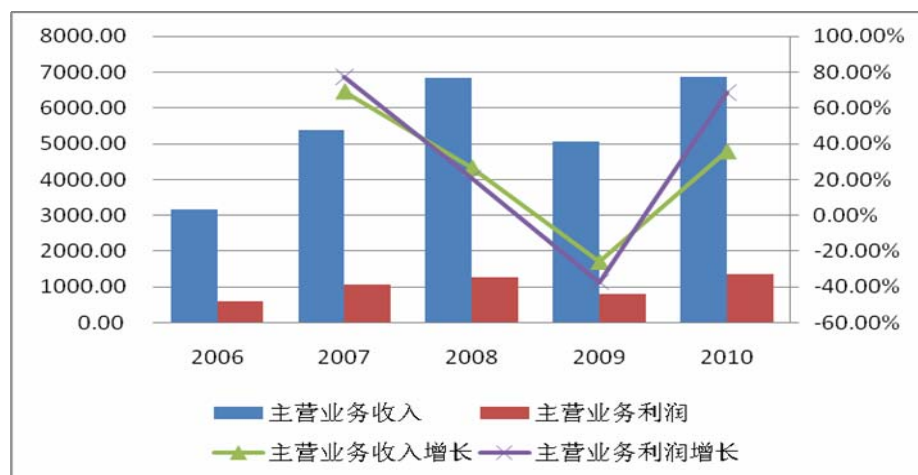
表 1: 西宁特钢资源产品情况

产品	自用或者外销情况
铁精粉	现完全投产的两个铁矿分别位于甘肃和新疆，由于距离西宁较远，所产铁精粉主要销售给酒泉钢铁、八一钢铁等当地企业。2011 年将会陆续投产的四个铁矿位于青海省内，将会以满足公司自用为主
焦煤	公司所产焦煤优先满足焦化需要，其余外销
焦炭	目前 70 万吨产能中，约 30-40 万吨自用，其余外销
石灰石	公司所产石灰石全省质量最好，全部自用
V ₂ O ₅	全部外销

资料来源：中投证券研究所

资源类产品支撑公司利润：从现有盈利构成看，特钢产品是公司收入的主要来源，近三年贡献比例 80%以上；资源类产品（铁精粉、焦炭等）毛利水平高，随着产量的逐渐释放，该类产品的近三年来已经成为公司利润的重要支柱。2008 年前 7 月，铁矿石、焦炭价格高位运行，全年钢铁产品的利润空间被严重压缩。以公司为例，2008 年特钢产品的毛利率只有 3.28%，吨钢毛利仅为 178.24 元/吨，在特钢产品创利大幅缩水的情况，公司主营业务利润同比却上涨 21.09%，主要得利于公司完整的产业链分享了原材料价格上涨带来的利润空间，当年，公司铁精粉、焦炭的吨毛利分别达到 639.66 元/吨、615.09 元/吨，同比分别上涨 450.98 元/吨、557.18 元/吨。

图 2: 2006-2010 西宁特钢主营业务收入及利润（百万元）



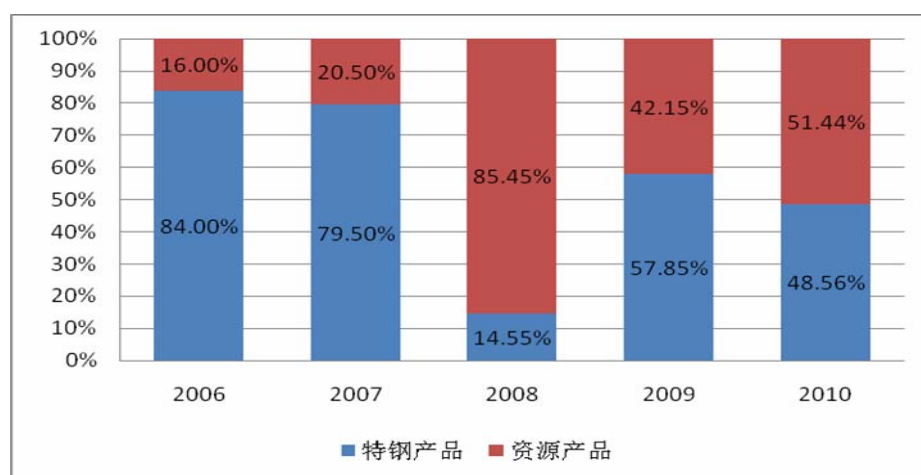
资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 3: 2006-2010 西宁特钢主营业务收入构成



资料来源: 公司年报 中投证券研究所

图 4: 2006-2010 西宁特钢主营业务利润构成



资料来源: 公司年报 中投证券研究所

1.2 资源板块

西宁特钢执行“纵向一体化”发展战略,从传统的单一特钢型企业逐步转变为“资源+特钢”双轮驱动的综合钢铁企业。公司拥有的资源涵盖了炼钢所需的各种主要原材料,目前拥有铁矿储备 2.2 亿吨,煤矿储备 6.4 亿吨,石灰石资源储备 1 亿吨,钒矿储备 8400 万吨。

表 2: 西宁特钢资源一览

	名称	地区	所属公司	权益比例	储量 (亿吨)	品位	探 / 采矿权
铁矿	大红山铁矿	甘肃	肃北博伦	70%	1.03	38%	是 / 是
	白山泉铁矿	新疆	哈密博伦	100%	0.46	32%	是 / 是
	洪水河铁矿	青海	西钢矿业	100%	0.12	30%-50%	是 / 是
	磁铁山铁矿				0.35	30%-50%	是 / 是

	胜利铁矿				0.02	35%-48%	是 / 是
	大沙龙铁矿				0.18	30%-40%	是 / 是
钒矿	七角井钒矿	甘肃	肃北博伦	70%	0.84	0.8%	是 / 是
煤矿	木里煤田	青海	江仓能源	35%	6.4		是 / 否
石灰石矿	门旦峡	青海	西钢矿业	100%	1		是 / 是

资料来源：中投证券研究所

铁矿

公司的铁矿资源掌握在肃北博伦、哈密博伦、西钢矿业三个子公司中。其中肃北博伦的大红山铁矿七角井矿区以及哈密博伦的白山泉铁矿均已完全达产，年产铁矿石 360 万吨，铁精粉 120 万吨，该两铁矿离西宁较远，产品主要销售给酒泉钢铁、八一钢铁等当地企业。西钢矿业是公司开发省内铁矿资源而成立的子公司，所拥有的四个铁矿将会陆续投产，预计将会大大增厚公司 2012 年的业绩，产品主要满足自用。

煤矿

公司的煤矿开采及焦化由子公司江仓能源进行。目前总储备 6.4 亿吨，国家批准开采 4.6 亿吨。自 2006 年投产以来，一直处于露天开采阶段，由于露天煤有限，原煤年产量有所下滑，2011 年计划 40 万吨。公司规划建设三口矿井，产能均为 120 万吨，第一口井预计 2011 年底开始开采，2012 年贡献 50 万吨产量，原煤产能的远景规划是 500 万吨。公司还拥有 70 万吨的焦化系统，所产焦炭 40 万吨自用，30 万吨销售给酒钢等企业。

钒矿

2009 年 4 月 3 日，肃北博伦以 30% 的股权作价收购甘肃威斯特矿业勘查有限公司持有的七角井矿区的钒矿资源。该矿区总保有资源储量原先评估为 2995.72 万吨，后经过重新勘察，实际储量达到 8400 万吨，未来可能还会增加。钒矿项目的最终产品为 98% 的 V_2O_5 ，一期工程已于 2010 年底完工，规划 V_2O_5 产能 1000 吨，今年预计释放 600 万吨产量。公司规划到“十二五”末做到 5000 吨的 V_2O_5 产能，其中二期增加 2000 吨，三期再增加 2000 吨。钒矿项目是公司未来业绩的重要增量，公司会根据钒价的波动不断调整产能释放进度，如果钒价不理想，公司的产量不会放出来。

石灰石

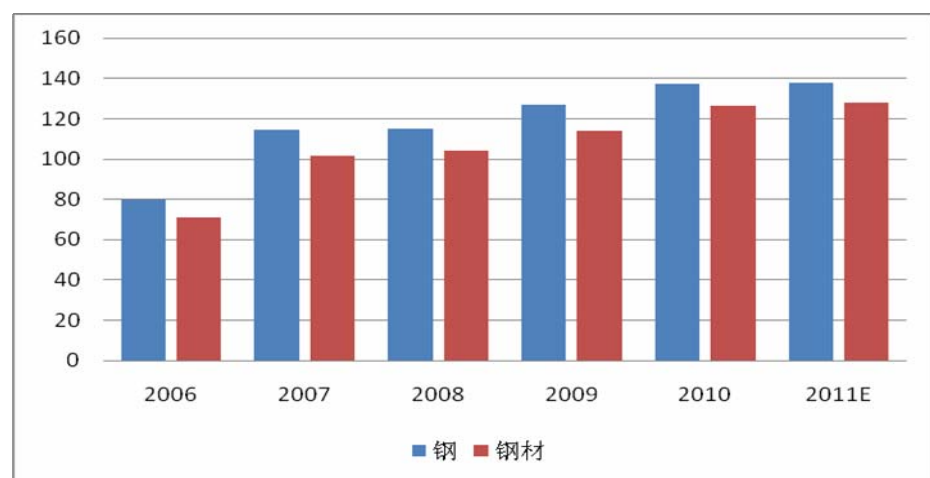
西宁特钢全资子公司西钢矿业拥有 1 亿吨的石灰石储量，公司石灰石全部自用，不对外销售，年产 50-60 万吨，能够完全满足炼铁需求。

1.3 特钢板块

特钢业务盈利现状

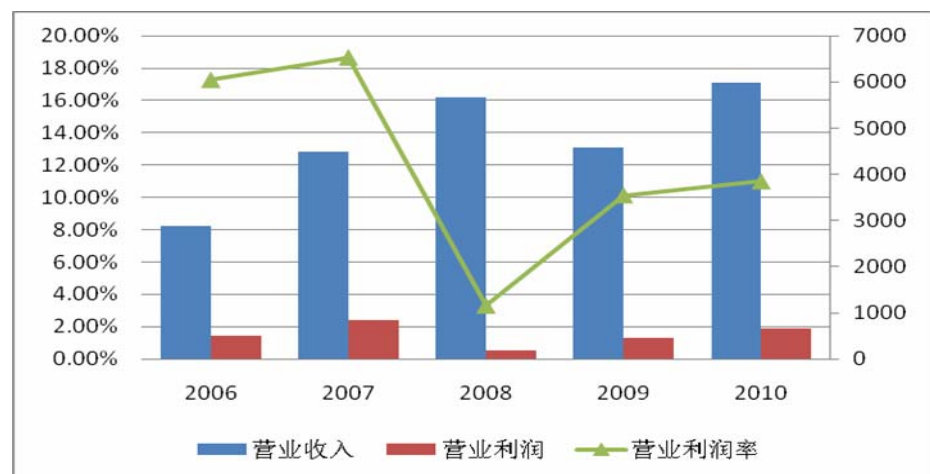
特钢是公司的最终产品和核心产品。2006 年以来，公司粗钢及钢材产量增长态势明确。2006-2010，粗钢产量的年均复合增长率 14.60%，钢材产量的年均复合增长率 15.51%。公司预计 2011 年生产钢 138 万吨，钢材 127.8 万吨，基本与 2010 年持平，增速明显放缓。公司产品结构丰富，中低端产品比重较大，合结钢、碳结钢是主要特钢品种，以 2010 年为例，两者合计贡献特钢收入的 83.08%，利润的 75.50%。从各品种的毛利率来看，合结钢、碳结钢毛利率最低，不锈钢、弹簧钢等产品的毛利率显著高于前者。

图 5: 2006-2011E 西宁特钢产品产量（万吨）



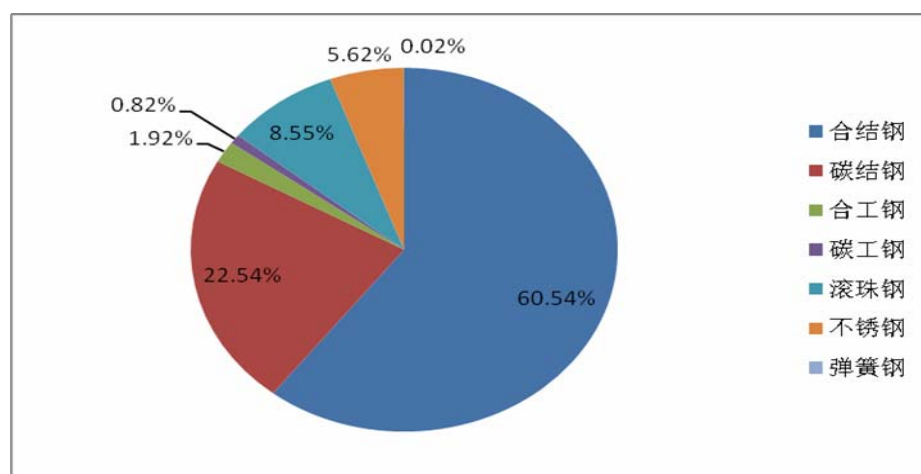
资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 6: 2006-2010 西宁特钢特钢产品盈利情况（万元）



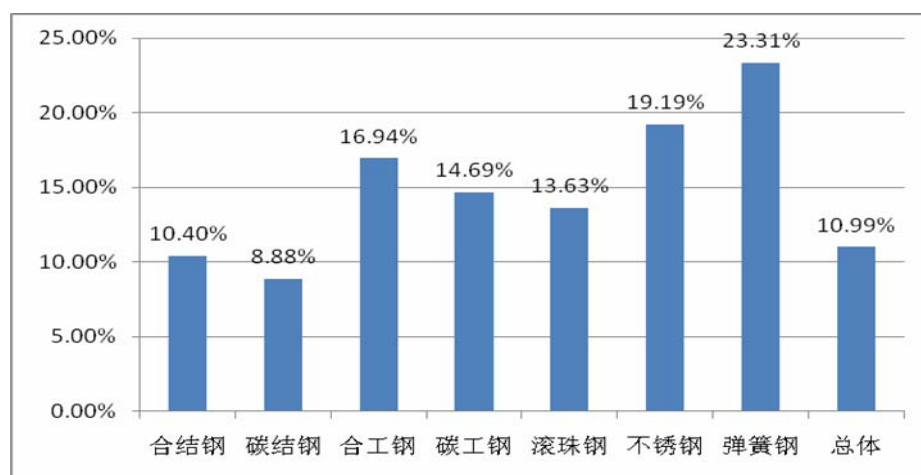
资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 7: 2010 年西宁特钢特钢收入中各产品贡献权重



资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 8: 2010 年西宁特钢各特钢产品毛利率



资料来源：公司年报 中投证券研究所

产能现状及规划——2012 年进入新一轮扩张期

公司现有炼铁产能 100 万吨，优特钢产能 130 万吨，炼铁能力稍显不足。公司特钢生产线分为新线和老线，新线产能约 60-70 万吨，主要是转炉，生产碳结合结钢；老线主要是电炉，产能也是大概 60-70 万吨，能够多批次、小批量地生产轴承钢等附加值高的特钢产品。今年公司计划产量与 2010 年基本持平，2012 年开始，将进入新一轮的扩产期，公司计划 2012 年特钢产能 150 万吨，2013 年 180 万吨，“十二五”末达到 200 万吨，“十三五”末达到 400-500 万吨。

三、产能逐步释放，费用控制向好推动增长

2.1 产能逐步扩大，营业收入进入加速上升期

公司未来发展战略明确：资源型特钢企业，资源产品与特钢产品并重。随着西钢矿业拥有的四个省内铁矿逐渐投产，铁精粉产能进入释放期。同时，煤炭产能也逐步释放。特钢产品方面，2012 年开始将进入新一轮的扩产期。

表 3：西宁特钢铁精粉产能及产量（万吨）

名称	2011		2012		2013		达产状态及备注
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	
大红山铁矿	120	120	130	130	140	150	完全达产，公司预计通过技改，合计产能可达到 140-150 万吨
白山泉铁矿							
洪水河铁矿	20	20	20	20	20	20	2010 年年底已经投产
胜利铁矿	20	14	20	20	20	20	2011 年 4 月刚投产
磁铁山铁矿	20	5	20	20	20	20	2011 年 10 月投产
大红河铁矿							短期内难以投产
合计	180	139	190	190	200	210	

资料来源：中投证券研究所

表 4：西宁特钢煤产品产能及产量（万吨）

名称	2011		2012		2013		达产状态及备注
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	
焦煤	120	40	120	50	240	120	露天煤即将采完，规划三口产能 120 万吨的矿井，第一口年底见煤，预计明年贡献 50 万吨的产量
焦炭	70	70	70	70	70	70	公司焦炭主要为了满足炼铁自用，目前尚无扩产计划

资料来源：中投证券研究所

表 5：西宁特钢V₂O₅产能及产量（万吨）

名称	2011		2012		2013		达产状态及备注
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	
V ₂ O ₅	0.1	0.06	0.1	0.1	0.3	0.2	一期工程产能 1000 吨，2011 年投产，之后看运行情况，二期 2000 吨，三期 2000 吨，“十二五”末做到 5000 吨。

资料来源：中投证券研究所

表 6: 西宁特钢石灰石产能及产量 (万吨)

名称	2011		2012		2013		达产状态及备注
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	
石灰石	60	60	60	60	60	60	公司石灰石全部自用

资料来源: 中投证券研究所

表 7: 西宁特钢特钢产品产能及产量 (万吨)

名称	2011		2012		2013		达产状态及备注
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	
特钢	130	128	150	150	180	180	2012 年开始特钢产品进入新一轮扩产期

资料来源: 中投证券研究所

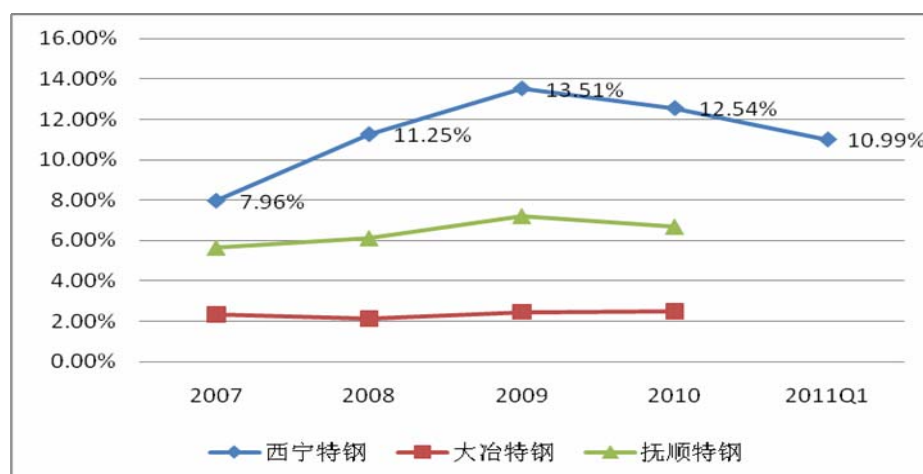
2.2 费用控制向好, 推动利润水平高速增长

公司近三年三费总费率均在 10%以上, 高于行业内其他特钢企业。费用率高企拖累公司历史业绩, 然而也为公司未来业绩增长提供上升空间。以公司近五年平均净利率 5.18%、所得税率 25%计算, 费用率每降低 1%将会拉动公司业绩上升 14.48%。

从数据来看, 公司费用率已经处于下降通道, 2010 年相比 2009 年下降 1 个百分点, 达到 12.54%, 2011 年 1 季度继续下降至 10.99%。

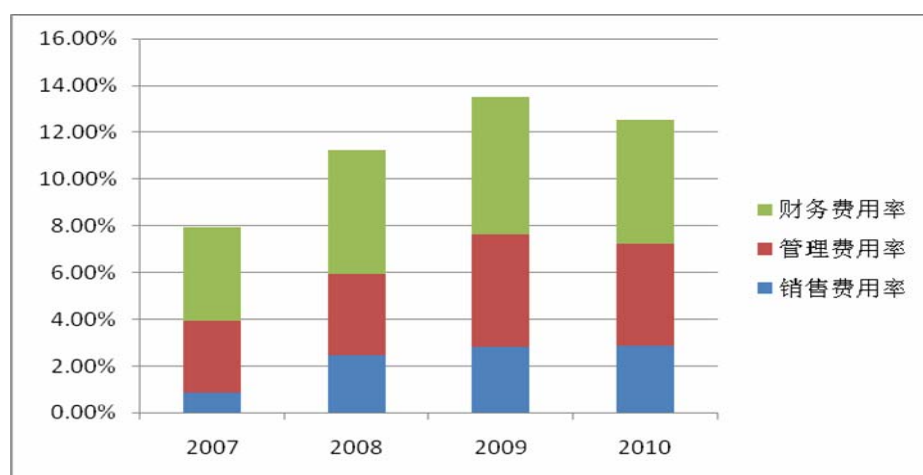
从逻辑来看, 公司费用率未来存在下降空间, 原因有: 一、三费中财务费用比重较大, 我们分析未来财务费用率将会大幅下降。今年上半年公司发行 10 亿元的公司债, 平均利率 5.75%, 低于公司现有贷款利率水平。另外配股方案通过后, 将会大幅降低公司财务成本。2010 年 4 月 26 日, 公司董事会通过了配股方案, 预计筹资 20 亿元左右。后因木里煤田江仓矿区开发企业众多, 相关权属问题较为复杂, 导致公司的采矿权证一直未办妥, 该配股方案也因此搁浅。目前, 青海省政府已经成立木里煤田开发集团作为木里矿区唯一开发主体, 着力推动木里煤田开发建设, 我们认为公司采矿权有望短期内获批; 二、公司内部正在加强管理, 过往的人员负担等都已经清除, 管理效率逐步提升, 未来管理费用率有望持续降低。

图 9：2010 年特钢企业费用率对比



资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 10：西宁特钢费用构成

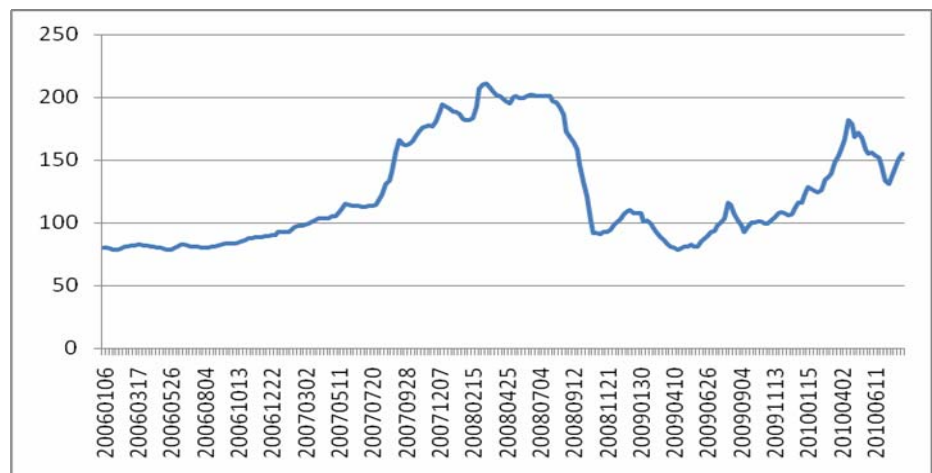


资料来源：公司年报 中投证券研究所

2.3 完整产业链规避原材料价格波动风险

铁矿石等原材料价格波动是钢企面临的重要风险之一。我国铁矿资源的特点是贫矿多、富矿少，平均品位 33%，低于世界水平 11 个百分点，铁矿石自主开采量远远不能满足炼钢需求，进口依赖性很强，因此，国内传统钢企往往只能被动接受国际矿业巨头的高报价，盈利能力面临较大风险。西宁特钢由于具备从上游原材料开始的完整的产业链，抗风险能力较强，这可以从公司历年的特钢业务毛利率与主营业务整体毛利率的对比中得到验证。2008 年，前 7 个月铁矿石价格高位运行，带动全年平均价格高企，虽然钢价也相应地出现较大的涨幅，但特钢产品的毛利还是被大幅压缩。西宁特钢 2008 年吨钢毛利仅为 178.24 元/吨，毛利率仅为 3.28%。然而，由于公司产业链纵向一体化，同时享有资源类产品高毛利的利好，公司主营业务的整体毛利率水平并未出现大的波动，显示出了较强的抗风险能力。我们预计未来公司毛利率下行空间不大。

图 11: 2006-2010 年铁矿石综合价格指数



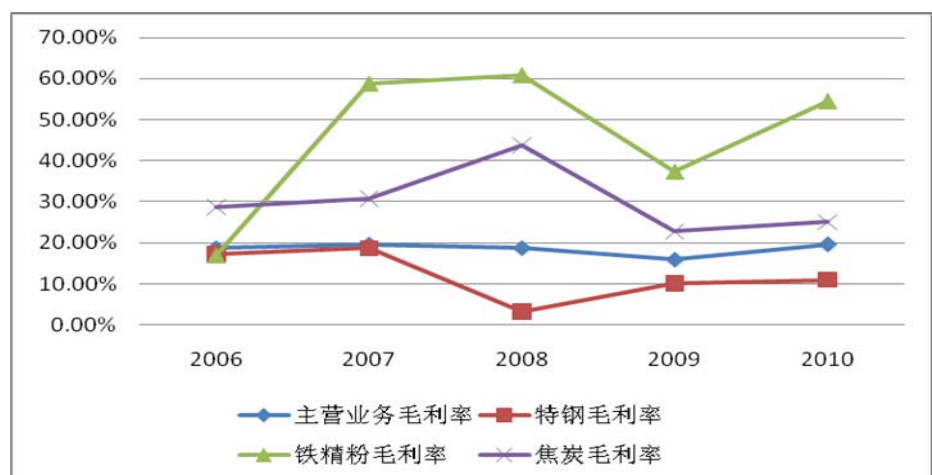
资料来源: 中联钢 中投证券研究所

表 8: 2006-2010 年西宁特钢吨钢盈利情况 (元/吨)

	吨钢收入	吨钢成本	吨钢毛利
2006	4060.98	3358.93	702.05
2007	4423.72	3597.35	826.37
2008	5429.17	5250.93	178.24
2009	4024.76	3617.21	407.55
2010	4718.97	4200.33	518.63

资料来源: 公司年报 中投证券研究所

图 12: 2006-2010 年西宁特钢产品毛利率



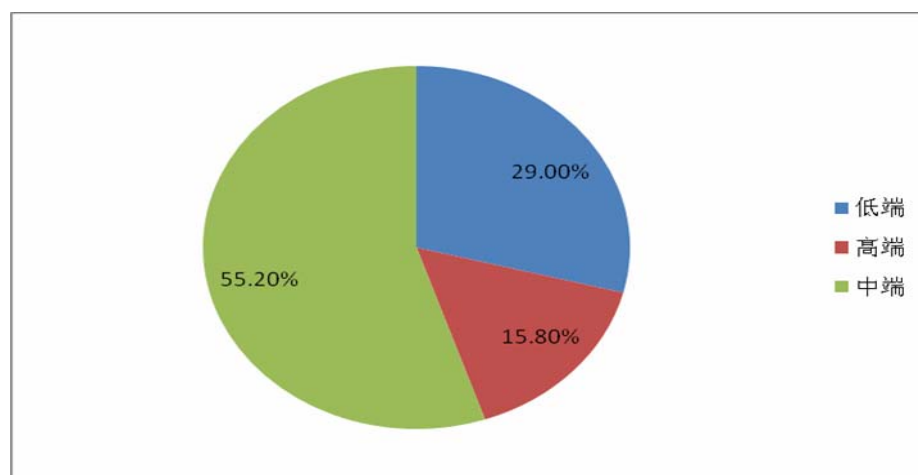
资料来源: 公司年报 中投证券研究所

2.4 产品结构调整是大势所趋

西宁特钢目前的产品构成中，中低端产品比重较大，碳结合结钢的收入贡献比80%以上，我们认为调整产品结构，提高高端特钢品种的比重是大势所趋，主要有以下两方面的推动力：

首先，就全国而言，我国特钢行业的现状是“特钢不特”。相对于普钢而言，特钢的高附加值一般体现在高端产品中，发达国家的特钢产品以不锈钢、合金工具钢、合金模具钢和高速钢等高端特钢产品为主，而我国目前还主要停留在以合金结构钢、碳素结构钢为主的中低端产品中。如今，我国正处于经济转型之际，以机械行业为代表的传统制造业也面临升级的需要，然而，关键配套零部件（轴承、齿轮、模具、弹簧等）的生产瓶颈仍然普遍存在。零部件自主化将是机械行业“十二五”改造升级的关键，高附加值特钢产品的研发和生产是国家鼓励重点发展的方向。

图 13: 2009 年我国特钢产品构成



资料来源：中投证券研究所

其次，产品结构转型也符合青海省钢铁发展方向。2008 年底出台的《青海省钢铁工业发展指导意见》指出，“十二五”期间，青海省将重点研发生产国内需求大的轴承、齿轮、工模具和耐热、耐冷、耐腐蚀等高附加值特钢产品，支持具备实力和有条件的条件分阶段实施 100 万吨不锈钢项目，同时，将西宁特钢做为青海省的特钢发展平台。

目前，西宁特钢碳结合结钢的毛利率大约为 10%，不锈钢毛利率 19.19%，弹簧钢毛利率 23.31%，产品结构的调整将会大大提高公司特钢产品的盈利水平。

2.5 公司有望成为青海省钢铁相关资源整合平台

西宁特钢是青海省的特钢发展基地，我们认为其有望成为青海省的资源整合平台。青海省资源储备丰富，据《青海省钢铁工业发展指导意见》披露，截至 2008 年底，青海省探明炼焦用煤 32.6 亿吨，占原煤保有储量的 67.5%。木里煤田

是青海省唯一的焦煤资源整装勘察区域，包括四个矿区：江仓、聚乎更、弧山和哆嗦贡马，其中聚乎更矿区探明以焦煤为主的煤炭资源储量 12 亿吨。西宁特钢目前拥有木里煤田江仓矿区 6.4 亿吨的焦煤资源。另外，铁资源方面，青海省已探明铁矿 42 处，控制的资源量 2.8 亿吨，青藏铁路沿线西藏境内铁矿床有两处，初步控制的富铁矿资源 1.2 亿吨，两地合计资源量 4 亿吨。目前公司控制了青海省内四个铁矿，共计 0.67 亿吨储量。

表 9：西宁特钢省内资源储量情况

	公司已控制省内资源量 (亿吨)	省内已探明资源总量 (亿吨)
煤矿	6.4	32.6
铁矿	0.67	4

资料来源：钢铁技术 中投证券研究所

2.6 宝钢收购，三方共赢

据青海新闻网消息，5 月 17 日下午，青海省省委常委、副省长骆玉林在西宁会见宝钢集团副总经理一行，双方就“十二五”期间战略合作事宜进行座谈。宝钢集团收购西宁特钢一事逐渐明朗化。

宝钢集团可能借鉴八钢模式入主西宁特钢，一旦实现，将是三方（青海省、西宁特钢、宝钢集团）共赢的局面。随着近年来地勘投入的不断增加，青海丰富的资源优势日益显现，借此，青海省将力争“十二五”期间在钢铁上有所作为，依托西宁特钢集团现有的发展基础，进一步做强做精钢铁产业。宝钢集团是国内钢铁行业的龙头，引进宝钢，将会在技术、资金、管理、人才等方面给青海省的钢铁行业带来极大的帮助；对宝钢集团而言，青海丰富的资源储备也是宝钢所需要的。

西宁特钢在此次收购中将成为最大的受益体。一方面，为推动宝钢入主，青海省可能会将西宁特钢作为省内资源整合平台以增加吸引力；另一方面，宝钢入主后，将会给西宁特钢带来先进的管理经验和技术水平，降低其费用率水平，推动产品结构的高端化调整。

四、盈利预测

我们对公司 2011-2013 年的业绩预测如下：

表 10：产量预测（万吨）

	2010A	2011E	2012E	2013E
铁精粉	120	139	190	210
焦炭	67	70	70	70
V ₂ O ₅	0	0.06	0.1	0.2
特钢	127	128	150	180

资料来源：中投证券研究所

表 11：吨产品价格预测（元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
铁精粉	652	710	700	680
焦炭	1526	1560	1600	1600
V ₂ O ₅	80000	75000	70000	70000
特钢	4719	4900	5000	5200

资料来源：中投证券研究所

表 12：毛利率预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
铁精粉	54.60%	57.75%	57.14%	55.88%
焦炭	25.03%	29.49%	31.25%	31.88%
V ₂ O ₅	37.50%	33.33%	28.57%	28.57%
特钢	11.00%	13.27%	14.00%	15.38%
合计	19.66%	20.71%	21.76%	21.87%

资料来源：中投证券研究所

盈利预测：预计 2011-2013 年基本每股收益分别为 0.63、0.81、0.94 元。目前股价对应 2011 年 PE18.33 倍，PB 略高于行业平均水平。考虑到公司未来成长性和宝钢整合溢价，给予公司 2012 年业绩 18 倍 PE 估值水平。首次给予公司“推荐”评级，6-12 个月目标股价 14.58 元。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3435	4254	4974	6007
现金	1173	1428	1692	2039
应收账款	103	270	263	340
其它应收款	25	40	43	54
预付账款	276	296	360	427
存货	1112	1495	1686	2054
其他	746	726	931	1093
非流动资产	8561	9954	10800	11566
长期投资	20	20	20	20
固定资产	6310	7148	8044	8683
无形资产	1096	1523	1981	2430
其他	1135	1263	755	433
资产总计	11996	14208	15775	17573
流动负债	7243	7830	8639	9423
短期借款	3588	4316	5706	5900
应付账款	787	1063	1197	1459
其他	2868	2451	1736	2065
非流动负债	1647	2691	2676	2681
长期借款	1463	2463	2463	2463
其他	183	227	213	218
负债合计	8889	10520	11315	12104
少数股东权益	554	670	842	1153
股本	741	741	741	741
资本公积	707	707	707	707
留存收益	1079	1544	2143	2842
归属母公司股东权益	2553	3017	3617	4315
负债和股东权益	11996	14208	15775	17573

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	149	1110	1305	2190
净利润	329	581	772	1009
折旧摊销	545	554	628	701
财务费用	373	348	430	466
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-1141	-420	-528	-10
其它	44	47	3	24
投资活动现金流	-658	-2085	-1616	-1605
资本支出	591	1500	1000	1000
长期投资	-69	0	0	0
其他	-136	-585	-616	-605
筹资活动现金流	843	1229	575	-237
短期借款	-162	728	1390	194
长期借款	91	1000	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-46	0	0	0
其他	959	-499	-815	-431
现金净增加额	334	254	264	347

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7052	8396	10020	12048
营业成本	5676	6657	7840	9413
营业税金及附加	48	59	70	84
营业费用	202	227	271	313
管理费用	309	336	381	434
财务费用	373	348	430	466
资产减值损失	24	17	20	19
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	420	752	1008	1319
营业外收入	28	33	31	32
营业外支出	32	24	27	26
利润总额	416	761	1013	1325
所得税	88	180	241	316
净利润	329	581	772	1009
少数股东损益	95	117	172	311
归属母公司净利润	233	464	600	698
EBITDA	1339	1655	2067	2486
EPS (元)	0.31	0.63	0.81	0.94

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	36.0%	19.1%	19.3%	20.2%
营业利润	724.0%	79.0%	34.0%	30.8%
归属于母公司净利润	570.5%	99.1%	29.2%	16.4%
获利能力				
毛利率	19.5%	20.7%	21.8%	21.9%
净利率	3.3%	5.5%	6.0%	5.8%
ROE	9.1%	15.4%	16.6%	16.2%
ROIC	7.9%	8.7%	9.9%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	74.1%	74.0%	71.7%	68.9%
净负债比率	66.16%	70.62%	74.54%	71.57%
流动比率	0.47	0.54	0.58	0.64
速动比率	0.32	0.35	0.38	0.42
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.64	0.67	0.72
应收账款周转率	24	35	29	31
应付账款周转率	6.79	7.20	6.94	7.09
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.63	0.81	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.50	1.76	2.95
每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.07	4.88	5.82
估值比率				
P/E	36.09	18.13	14.03	12.05
P/B	3.30	2.79	2.33	1.95
EV/EBITDA	10	8	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

韩小静, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 复旦大学材料学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份、新兴铸管、河北钢铁、太钢不锈、济南钢铁、莱钢股份、新钢股份

酒钢宏兴、韶钢松山、重庆钢铁、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、西宁特钢

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434