

西宁特钢(600117.sh)

业绩低于预期源于坏账计提调整

刘保瑶 钢铁行业 研究员

电话: 020-8755888-161

eMail: lby@gf.com.cn

公司主营业务快速发展

07 年产钢 114.7 万吨, 优质钢材 101.5 万吨, 煤 100.4 万吨, 焦 70.9 万吨, 铁精粉 61.6 万吨, 均比上年大幅增长。

坏账计提政策调整影响业绩释放

公司 07 年实现利润总额 5.07 亿元, 同比增长 70.29%; 扣除非经常性损益的基本每股收益为 0.407 元, 同比增长 31.21%。因计提影响, 公司 07 年资产减值损失合并后增加了 4949 万元, 折合每股损失约 0.067 元。否则, 公司 07 年 EPS 可将达 0.47 元, 符合我们预期。

公司未来业绩增长依然明朗

公司 08 年的业绩增长点主要在两方面: 一是铁精粉量增价涨。二是钢材盈利提高。

投资建议

公司 08、09 年 EPS 分别为 0.83、1.20 元。我们认为企业 08 年合理股价应为 33 元, 远期目标价仍为 50 元, 维持买入评级。

风险提示

应收账款计提不充分造成业绩释放压力; 担保依然较多; 青海省政府及西矿集团对西钢集团及股份未来发展的支持; 铁精粉、焦煤、钢材等产品价格的波动影响。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	3,179.54	5,766.65	6,638.51	8,367.17	10,470.35
EBITDA(百万元)	679.14	1,064.70	1,243.83	1,703.88	2,131.95
净利润(百万元)	211.47	300.14	613.86	889.82	1,253.38
净利润增长率	45.16%	41.93%	104.52%	44.96%	40.86%
每股收益 (元)	0.305	0.418	0.828	1.200	1.691
市盈率	13.21	52.21	23.43	16.16	11.47
市净率	1.38	6.36	4.68	3.63	2.76
EV/EBITDA	15.27	25.61	11.56	8.44	6.74
每股红利(元)	0.00	0.00	0	0	0
股息率(%)	0.00	0.00	0	0	0

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)	18.86
目标价格(元)	50.00
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	7.46%	13.63%	271.66%
上证综指	-5.74%	-14.02%	55.65%

股票数据

总股本(万股)	74,121.93
流通 A 股 (万股)	37,155.01
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%
流通 A 股比例	50.13%

财务比率

ROE	10.34%
ROA	3.27%
资产负债率	68.32%
每股净资产(元)	3.43

2007 年报数据

主营业务快速发展

经过几年的投资建设，公司迈入了全国百万吨特钢企业的行列，并成为其中仅有的拥有煤、焦、矿等大宗原材料自供能力的企业。随着铁精粉产量的进一步增加，公司产业链一体化的趋势明显。07年产钢114.7万吨，优质钢材101.5万吨，煤100.4万吨，焦70.9万吨，铁精粉61.6万吨，均比上年大幅增长。钢材及煤焦的产量基本符合我们此前的预测，而铁精粉产量则偏低。

企业今年计划生产钢115万吨、钢材105万吨、煤56万吨、焦73万吨、铁精粉110万吨。煤的产量大幅下降，原因在于煤矿进行矿井建设，对目前露天生产造成影响，但公司焦煤产量将得到保证。而钢材生产趋于稳定，铁精粉产量则大幅增加。

另外，公司也公布了相关融资方案，计划融资20亿元加速企业的发展，重点在于加强资源开发及改善财务状况。该融资有利于公司做大做强自身业务，也使公司有能力进一步扩张发展。随后将该融资方案进行进一步点评分析。

坏账计提政策调整影响业绩

公司07年实现主营业务利润57.67亿元，同比增长68%；实现利润总额5.07亿元，同比增长70.29%；归属母公司的净利润3亿元，同比增长41.71%；扣除非经常性损益的基本每股收益为0.407元，同比增长31.21%。

正如我们之前报告所提及的担心，公司此前计提不充分将造成业绩表现。公司每股收益低于我们的预测，原因在于公司应收账款坏账计提比例进行了大幅上调。因该项调整，公司07年资产减值损失合并后增加了4949万元，折合每股损失约0.067元，否则，公司每股收益可将达到我们0.47元的预测。考虑到公司应收账款坏账计提比例大幅提高所带来的影响，我们将调整公司的今后的盈利预测。

未来业绩增长依然明朗

公司08年的业绩增长点主要在两方面：

一是铁精粉量增价涨。公司07年的铁精粉均价才323元，目前公司的铁精粉售价已超过700元。而现阶段东部地区已经超过1000元，未来依然看涨。可见，公司今年铁精粉售价暴涨已毫无疑问。与此同时，公司的铁精粉产量也将比07年增加50万吨。我们预计公司的博伦矿业公司08年度将实现超过5个亿的利润，每股收益贡献不少于3毛。

二是钢材盈利提高。公司特钢生产已采用“矿-铁-钢-材”长流程工艺，不但大幅减少废钢需求量，而且充分利用西北铁矿、煤低廉的特点，明显控制生产成本的上涨幅度，相对成本优势高于东、中部的特钢企业。随着企业对标挖潜、资源回收利用等措施的落实及深化，公司特钢生产工艺的突出优势将进一步显现。在高钢价时代，公司特钢产品将充分收益。

业绩预测——高增长

考虑到公司相关财务政策的调整，我们测算公司08、09年业绩分别为0.828、1.20元，仍维持较快的增长。

假设基础:

- 1) 国内铁精粉、焦煤等大宗冶金原材料及特钢价格高位运行;
- 2) 公司铁矿、煤矿、特钢三大业务平稳发展, 经营成本良好控制;
- 3) 企业各种税费遵循历年比例计算;
- 4) 企业所得税逐步提高。

表1: 业绩预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	3210.12	5766.65	6638.51	8367.17	10470.35
减: 营业成本	2585.18	4702.96	4556.92	5230.08	5962.27
营业税费营业税金及附加	22.37	48.75	46.47	58.57	73.29
销售费用	48.56	50.77	94.50	110.00	126.50
管理费用	173.60	175.31	420.00	473.00	517.50
财务费用	144.06	232.72	199.16	167.34	209.41
资产减值损失	-16.88	60.84	66.39	83.67	104.70
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	236.34	495.31	1255.08	2244.51	3633.73
加: 营业外收入	22.91	19.16	66.39	83.67	104.70
减: 营业外支出	5.22	7.22	13.28	16.73	20.94
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	296.94	507.26	1308.19	2311.45	3717.50
减: 所得税	35.79	33.47	130.82	346.72	669.15
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	261.15	473.79	1177.37	1964.73	3048.35
归属于母公司所有者的净利润	21.15	30.01	61.39	88.98	125.34
少数股东损益	49.68	173.65	563.51	1074.91	1794.96
总股本(百万股)	693.17	741.22	741.22	741.22	741.22
每股收益 (元)	0.305	0.405	0.828	1.200	1.691
市盈率	64	48	23	16	11
EPS 增长率	31.96%	32.73%	104.52%	44.96%	40.86%

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议—买入

公司铁精粉、焦煤、特钢的三大业务正逐步有效整合及互相支撑发展, 是国内产业一体化程度最高的上市钢铁企业。考虑到未来可预见的时期内, 国内钢铁行业缺铁精粉、焦煤等资源的现状无法改善, 因此, 公司当前业务的结构及未来发展的方向都支持其享有比黑色金属冶炼及压延加工业及采掘业更高的估值溢价。

其次, 国内短缺的黑色资源均分布在公司所在的西北地区, 随着业务发展重点的转移及西矿集团的支持, 公司具有良好的成长性, 业务较难被复制。

另外, 公司未来几年业绩保持在40%以上的增长, 也有利于消化公司短期的估值压力。

综合而言, 我们认为公司08年可享受40倍的动态市盈率。按照业绩测算, 08年不考虑企业外延性增长的话, 合理价格应在33.12元左右。

若考虑对稀缺资源的评估、未来的资源收购及西矿集团的业务整合, 我们维持公司50元的目标价格。但由于国内资本市场处在震荡格局, 而公

司的发展速度比预期的有所滞后，因此，目标价的实现将有所延长。

表2：国内各一级行业的市盈率杜比

板块名称	2007E	2008E	板块名称	2007E	2008E
黑色金属冶炼及压延加工业	22.91	17.39	电子	43.63	27.8
金融、保险业	28.09	19.68	纺织、服装、皮毛	38.77	27.86
造纸、印刷	30.08	20.08	综合类	54.27	31.52
房地产业	38.79	22.31	石油、化学、塑胶、塑料	48.82	32.47
沪深300	30.89	23.33	医药、生物制品	42.41	32.89
交通运输、仓储业	32.89	23.40	批发和零售贸易	46.79	33.41
全部A股	32.09	23.70	建筑业	52.31	35.07
木材、家具	35.08	23.74	社会服务业	50.42	37.46
采掘业	29.48	24.68	信息技术业	51.88	38.52
有色金属冶炼及压延加工业	33.87	25.34	农、林、牧、渔业	66.52	44.47
电力、煤气及水的生产和供应业	33.66	27.18	食品、饮料	71.17	47.55
机械、设备、仪表	39.09	27.24	传播与文化产业	75.00	52.38

基准日期：2008年2月28日

数据来源：Wind资讯。

风险提示

我们认为公司存在以下风险：

- 1) 应收账款计提不充分造成业绩释放压力。07年度公司业绩就受到了该因素的影响而低于市场预期。由于未来几年公司仍要执行相关政策，业绩将有所影响。
- 2) 担保依然较多，存在风险；公司担保虽然大部分都属于较低风险的业务，但仍有部分担保存在一定的不确定性。
- 3) 青海省政府及西矿集团对西钢集团及股份未来发展的支持。
- 4) 铁精粉、焦煤、钢材等产品价格的波动影响。目前，公司的业绩表现与以上产品的价格密切相关。
- 5) 投资时机需要把握。由于目前资本市场处于震荡格局，盲目的追涨及杀跌都可能带来不必要的损失，因此，我们建议投资者注意投资的时机。

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。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

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。