

分析师： 刘元瑞、李兴 (8621) 63526167 liuyr@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

4 季度周转加快降低存货压力

事件描述

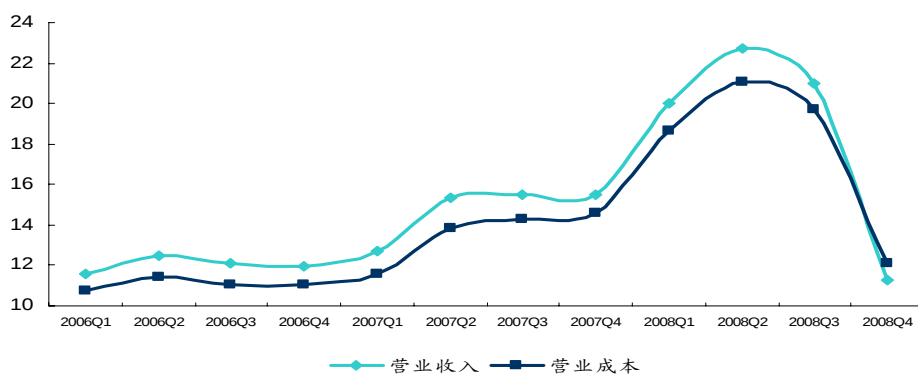
大冶特钢今日公布 2008 年年报。报告期内实现营业收入 75.02 亿元，同比增长 26.98%；实现净利润 1.79 亿元，同比下滑 37.93，扣除非经常性损益后净利润为 1.36 亿元，同比下滑 55.27%。实现每股收益 0.447 元。

事件评论

第一，4 季度周转加快，相对受益于特钢小规模多批量的特点

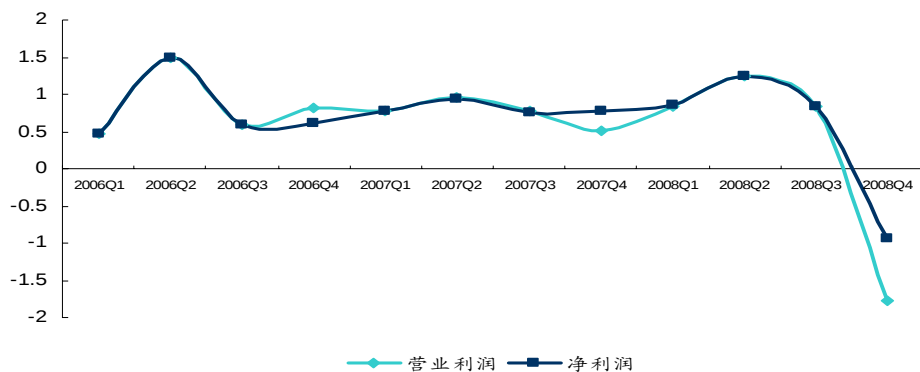
从公司 4 季度单季度收入和利润表现来看，主营的亏损较为明显。非经常性损益主要来自于转会长账龄应付暂估款项。公司表示，由于债权人已丧失法定保护权，对应的逾期债务未来再需支付的可行性或者被追讨的可能性均比较小，公司将此等逾期债务予以冲销。除此营业外收入的影响外，由于公司尚处于“两免三减半”的优惠期内，因此计提资产减值准备产生的可抵扣暂时性差异也增厚了公司净利润。

图 1：公司单季度收入和成本变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

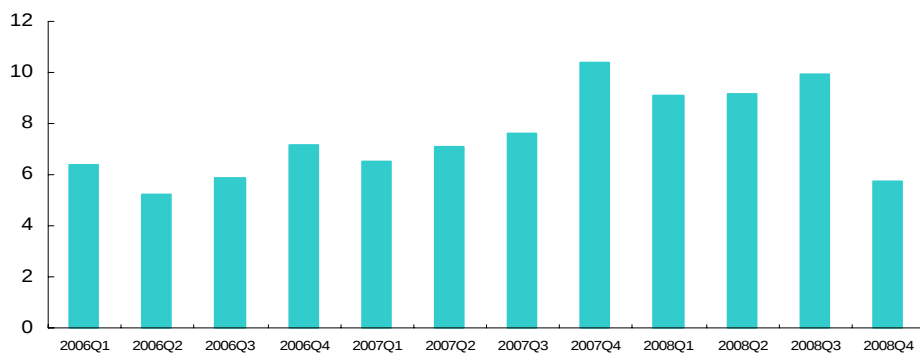
图 2：净利润受非经常性损益影响



资料来源: Wind, 长江证券研究部

在比较快的周转率下, 公司 4 季度的存货也有了明显下降。在期末 5.74 亿元存货的基础上, 公司计提了 7566 万元的存货跌价准备。考虑到公司的存货主要集中于产成品和在产品 (占总存货的 75%左右) 上, 这个计提比例我们认为较为合理。

图 3: 存货较 3 季度明显下降



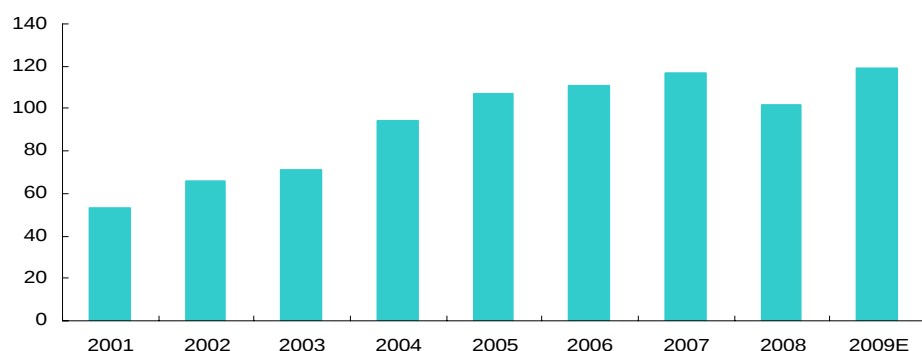
资料来源: Wind, 长江证券研究部

公司虽然 4 季度出现亏损, 但与很多大型钢铁公司相比, 已经实属不易。这主要得益于公司规模小, 特钢产品批量多的特点。由于大部分的原材料基本靠直接从现货市场采购, 在原料价格下行时期, 公司在原材料上压力不大。而特钢产品严格按照订单组织生产的模式也在一定程度上降低了公司 4 季度的产成品存货风险。

第二, 产量基本稳定, 未来主要依赖产品结构提升

公司目前的产能基础上没有更多的扩产计划, 因此, 未来主要依赖于产品结构提升。从研发实力上看, 公司已经具备了国内领先水平。主要产品 (弹簧合结合工钢、碳结钢及轴承钢) 的收入构成比例也一直较为稳定。

图 4: 钢材产量将稳定在 110 万吨左右



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：公司主要生产设备及生产能力

主要工序	主要设备	产能	主要产品	备注
炼铁	炼铁厂	2*380m ³ 高炉	95-100 万吨	生铁
炼钢	二炼钢	3*20 吨电炉	18 万吨	钢坯
	四炼钢	2*50-60 吨电炉	90 万吨	钢坯
轧钢	一轧钢	850 轧机		开坯轧制
		750 轧机	40 万吨	棒材
	二轧钢	500 轧机	18-20 万吨	弹簧扁钢
	连轧厂		40 万吨	棒材
	锻钢厂		3-5 万吨	模具钢
	热处理厂		4-5 万吨	银亮材

资料来源：长江证券研究部

产品结构升级包括两个方面：

- 1、向行业内高端产品转变。以弹簧扁钢为例，目前公司的大部分产品还无法提供给轿车使用，未来将积极开拓轿车市场；
- 2、向其他稳定行业转移。如公司加大对风电轴承和铁路轴承等需求稳定的产品研发力度，并已获得瑞典 SKF 公司的轴承认证，全年计划产量为 1 万吨，未来有望进一步提高。

与我们在之前的报告中所说，我们并不担心公司在新产品方面的研发能力，担心的是公司算不上特别先进的设备能否实现新产品的批量生产。

第三，资产注入已无承诺，维持“中性”评级

之前公司股改的资产注入承诺最终以追送对价的形式完成，虽然并不违反相关承诺，但公司与控股股东新冶钢集团年产 35 万吨普通优特钢棒材和年产 40 万吨无缝钢管生产线之间发生的关联交易迟早还是要解决。因此，这部分净资产大约在 40 亿元左右的上市公司外钢铁产业始终值得关注。

产品升级并非一日之功，公司现货成本改善也只能取得相对收益，因此，需求恢复对于近期并没有扩张计划的大冶特钢来说，意义重大。

在综合考虑今 2009 年行业供需以及公司“两免三减半”的税收优惠政策进入“三减半”执行期，我们预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.23 元、0.32 元，维持对公司的“中性”评级。可以发现，在剔除非经常性损益之后，大幅计提存货跌价损失的大冶特钢 2009 年 EPS 有望实现正增长。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7502	6493	7330	8118	货币资金	382	649	733	812
营业成本	7166	6238	6990	7691	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	336	255	339	427	应收账款	142	120	135	150
% 营业收入	4.5%	3.9%	4.6%	5.3%	存货	574	513	574	632
营业税金及附加	2	2	2	2	预付账款	67	56	63	69
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	68	58	66	73	流动资产合计	1492	1630	1835	2028
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	63	52	59	65	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	29	30	46	54	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	固定资产合计	1855	2157	2447	2623
资产减值损失	59	-3	3	2	无形资产	29	28	27	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	22	0	0	0
营业利润	114	116	164	231	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.8%	2.2%	2.8%	资产总计	3398	3815	4309	4676
营业外收支	65	0	0	0	短期贷款	138	655	906	994
利润总额	179	116	164	231	应付款项	894	800	897	986
% 营业收入	2.4%	1.8%	2.2%	2.8%	预收账款	126	110	125	138
所得税费用	-22	14	20	28	应付职工薪酬	19	19	21	23
净利润	201	102	144	203	应交税费	31	-24	-32	-45
归属于母公司所有者的净利润	200.9	102.4	144.2	203.0	其他流动负债	149	127	142	157
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1357	1687	2058	2253
EPS (元/股)	0.45	0.23	0.32	0.45	长期借款	250	250	250	250
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	357	261	373	457	其他非流动负债	34	34	34	34
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1642	1971	2342	2537
收回现金					归属于母公司	1757	1844	1966	2139
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-56	-465	-473	-381	股东权益	1757	1844	1966	2139
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	3398	3815	4309	4676
投资活动现金流净额	-56	-465	-473	-381	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.447	0.228	0.321	0.452
银行贷款增加 (减少)	35	517	252	87	BVPS	3.91	4.10	4.38	4.76
筹资成本	114	-45	-68	-84	PE	15.30	30.02	21.31	15.14
其他	-229	0	0	0	PEG	42.75	83.86	59.54	42.29
筹资活动现金流净额	-79	472	184	3	PB	1.75	1.67	1.56	1.44
现金净流量	221	267	84	79	EV/EBITDA	11.36	10.74	8.84	7.14
					ROE	11.4%	5.6%	7.3%	9.5%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。