

大冶特钢

000708

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/24
RMB8.63	

基础数据

总股本（百万股）	449
流通 A 股（百万股）	447
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3859

财务数据

市净率 (X)	2.17
TRACING P/E (X)*	37.49
EPS (元)	0.25
股息率 (%)	1.16

*最近四季盈利计算。

相关研究

《09 年有望实现正增长——大冶特钢
首次评级报告》（09/07/27）

分 析 师
黄 静
+755-82492060
huangjing@lhq.com

意料之中的惊喜

——大冶特钢中报点评

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7501.8	2465.2	6544	8833	9694
(+/-%)	27.0	-42.3	-12.8	35.0	9.7
归属母公司净利润(百万元)	200.9	112.0	299	411	451
(+/-%)	-37.9	-46.5	48.6	37.8	9.7
EPS(元)	0.45	0.25	0.66	0.92	1.00
P/E(倍)	19.3	34.6	12.99	9.43	8.59

■ 意料之中的惊喜

大冶特钢公布了上半年业绩，公司当期实现营业收入 24.65 亿元，同比减少 42.3%；净利润 1.12 亿元，同比减少 46.5%；每股收益 0.25 元，高于市场预期（0.1 元），而与我们之前的预期相符。

■ 产品结构升级与成本控制双轮驱动公司业绩表现优异

09 年 2 季度主营业务毛利率迅速提升至 15.56%，是公司业绩环比大幅提升的关键。我们分析发现，毛利率的大幅提升是公司产品结构升级，成本优化管理的结果，并且具有可持续性。

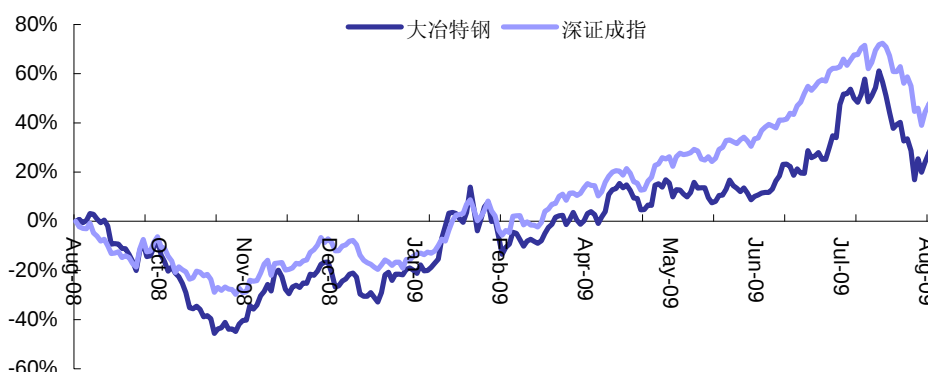
（1）产品结构升级：公司上半年品种攻关取得成效。体现公司特色的优势产品达 13.86 万吨，同比增长 10.35%。机械、汽车等行业用产品毛利率同比显著提升。

（2）成本优化管理：据公司统计，上半年共降低生产成本 9,660 万元，高于我们之前成本缩减 8,500 万元的预期，显著提升公司毛利率约 4 个点。

■ 估值与建议

基于上述对公司毛利率的乐观判断，我们将公司 2009-2010 年每股收益调高至 0.66 元、0.92 元，对应 09 年 P/E12.99 倍，10 年 P/E9.43 倍。公司估值优势十分明显，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



意料之中的惊喜

大冶特钢公布了上半年业绩，公司当期实现营业收入 24.65 亿元，同比减少 42.3%；净利润 1.12 亿元，同比减少 46.5%；每股收益 0.25 元，高于市场预期（0.1 元），而与我们之前的预期相符。

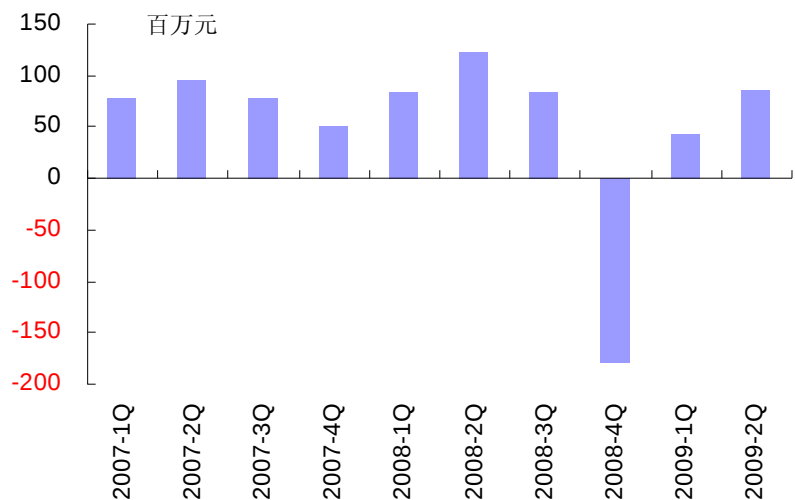
与诸多普钢公司上半年仍未走出亏损泥潭的经营状况反差鲜明，公司上半年持续盈利且不断提升的经营业绩平稳而又优异，进一步验证了我们在公司首次评级报告《09 年有望实现正增长》中的判断，即公司 09 年将取得超乎市场预期的盈利。

09 上半年经营利润超越 08 全年

公司 09 年上半年经营利润为 1.28 亿元，优于公司 08 年全年 1.14 亿元的经营利润。公司 2 季度 0.86 亿元的经营利润已恢复至历史较好水平，仅次于 08 年 2 季度行业景气顶峰时的经营利润额。

08 年全年净利润额高于 09 年上半年主要依赖于 4 季度公司释放营业外收入与所得税回补以部分扭转大幅亏损局面。

图 1、公司 09 年 2Q 经营利润已恢复至历史较好水平

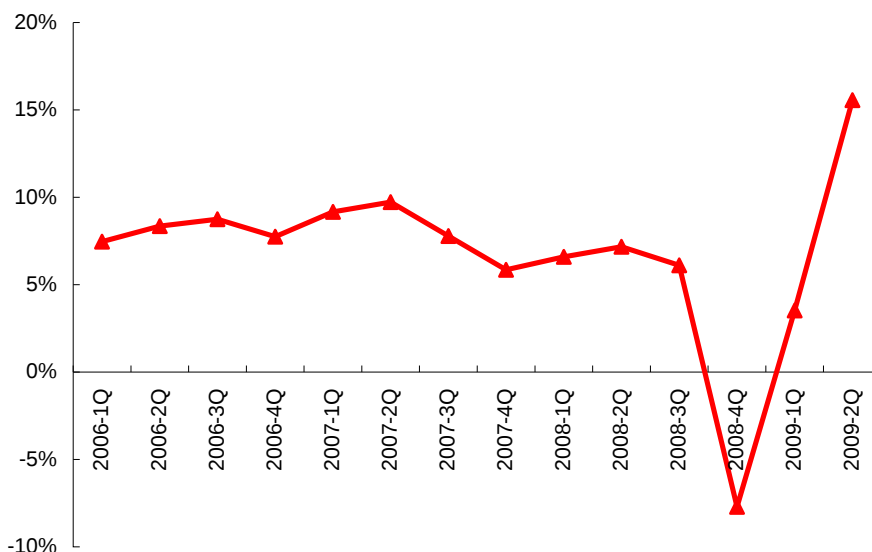


数据来源：公司公开资料，联合证券研究所

主营业务毛利率提升是最大惊喜

钢铁行业做为典型的产业链中游加工制造行业，毛利率一直受上下游挤压，在产业链中处于较低水准。而受产量较小，规模效应无法充分发挥的限制，特钢行业的毛利率水平通常又低于普钢行业。大冶特钢公司的历史毛利率一直徘徊在 10% 以下，而 09 年 2 季度主营业务毛利率迅速提升至 15.56%，是大幅超越市场预期的最大惊喜。我们判断这一毛利率的提升是公司产品结构升级，成本优化管理的结果，因而是可以持续的。

图 2、公司 09 年 2Q 主营业务毛利率大幅提升



数据来源：公司公开资料，联合证券研究所

毛利率大幅提升的根源

产品结构升级

如我们在公司首次评级报告《09 年有望实现正增长》中所分析的，与一般钢铁企业依靠产能扩张实现外延式增长不同，大冶特钢公司近三年的钢材产能稳定在 120 万吨水平，公司盈利持续增长的动力主要来源于压缩低端普碳产品占比，大幅增加高、特级轴承钢、齿轮钢、模具钢、高标准弹簧钢等高合金钢产品比重，依靠产品结构升级推动产品销售均价进而毛利率的提升。

公司上半年品种攻关取得成效。体现公司特色的优势产品达 13.86 万吨，同比增长 10.35%；技术含量高、盈利能力强的高效产品占总量的 12%以上。受公司产品升级推动，09 上半年公司重点销售的诸多行业产品毛利率大多出现显著上涨。

表 1、下游行业产品毛利率明显提升

行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	毛利率较上年同期增减 (%)
航空航天业	10,623	8,978	15.49	8.83
钢压延加工业	107,530	105,226	2.14	-2.98
锅炉及机械制造业	8,038	6,835	14.97	12.88
汽车行业	47,916	42,561	11.18	4.51
铁路轴承行业	66,518	52,878	20.51	2.72

数据来源：联合证券研究所。

降本增效

公司自 08 年 4 季度行业萧条中积极开展“成本明细化、价格市场化”成本

控制活动，对成本管理模式进行重大调整，使每个品种有成本定额，每道工序模拟市场价核算，每个岗位有考核指标，调动了全员降本积极性。

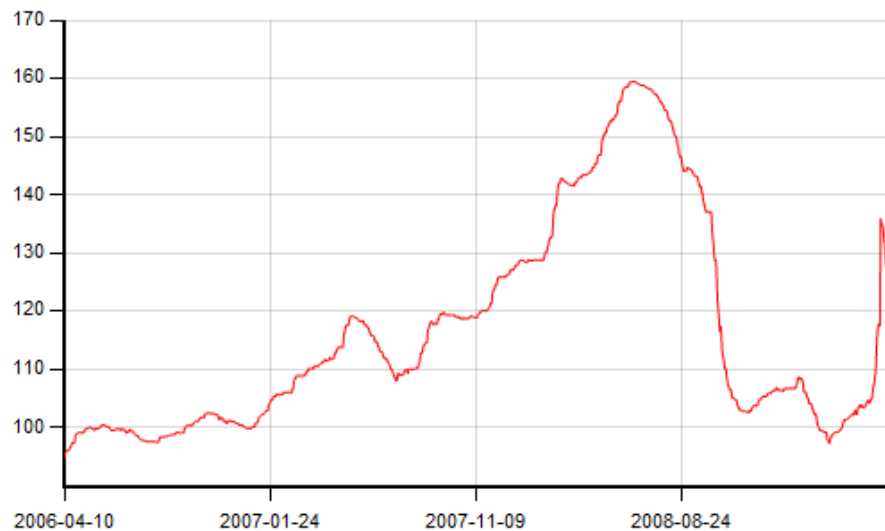
这一成本控制活动已获得显著成效，据公司统计，上半年共降低生产成本 9,660 万元，高于我们之前成本缩减 8,500 万元的预期，显著提升公司毛利率约 4 个点。其中，吨铁、吨钢、吨材工序成本分别降低 84 元、91 元、22 元；综合焦比、入炉焦比、钢铁料消耗、冶炼电耗、合金消耗、煤气消耗等指标均有不同程度的降低。我们认为这一成本控制活动有效挤压了公司生产环节的冗余成本，对公司销售毛利率的提升是系统性可持续的，随 09 年下半年产品产量的扩张，公司的成本节约将更为显著。

特钢市场价格上扬

受下游需求的实质回暖，特钢市场均价自 09 年 4 月见底，随后进入缓和上行通道，并在 7 月下旬起始急剧攀升。虽近期跟随普钢市场出现调整，但仍处于历史高位。

我们预计特钢价格自 7 月以来的大幅上涨将进一步拉升公司特钢产品的毛利空间。

图 3、中国特钢综合价格指数（SSPIC）

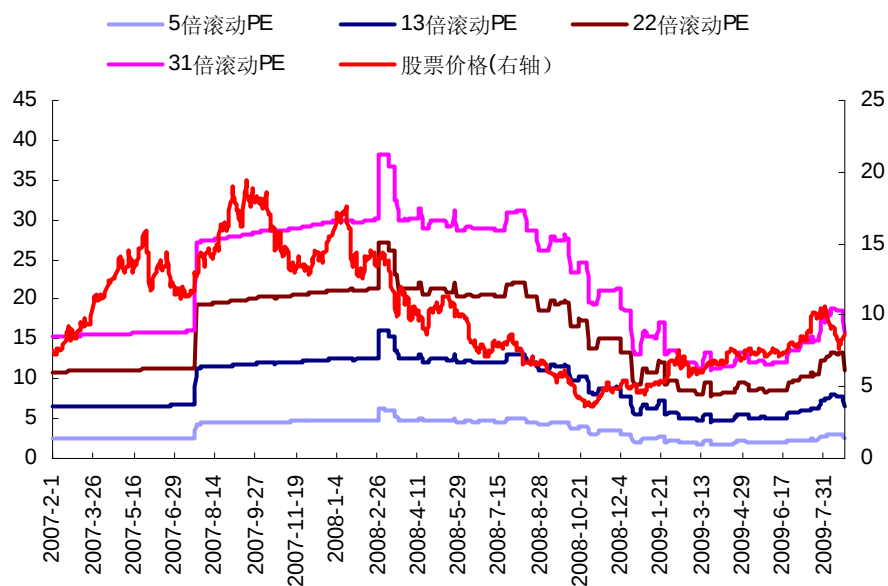


数据来源: Mysteel, 联合证券研究所

估值与建议

基于上述对公司毛利率的乐观判断，我们将公司 2009-2010 产品销售毛利率分别自 6.69%、6.80% 保守调升至 9%、9%，将公司 2009-2010 年每股收益自 0.55 元、0.68 元调升至 0.66 元、0.92 元，对应 09 年 P/E12.99 倍，10 年 P/E9.43 倍。公司估值优势十分明显，维持“增持”评级。

图 4、大冶特钢滚动 PE 价格分布图



数据来源：朝阳永续一致预期，联合证券研究所

表 5、财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1492	1908	2545	3052	营业收入	7502	6544	8833	9694
现金	382	327	583	950	营业成本	7166	5959	8043	8836
应收账款	138	263	303	321	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	4	29	24	23	营业费用	68	59	80	87
预付账款	67	162	170	172	管理费用	63	111	150	165
存货	574	903	1161	1249	财务费用	29	13	8	-1
其他	328	225	305	338	资产减值损失	59	0	0	0
非流动资产	1906	1882	1863	1839	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1743	1775	1777	1764	营业利润	114	398	548	602
无形资产	29	29	28	27	营业外收入	67	0	0	0
其他	133	78	58	48	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	3398	3790	4408	4891	利润总额	179	398	548	602
流动负债	1357	1606	1877	1999	所得税	-22	100	137	150
短期借款	5	67	5	5	净利润	201	299	411	451
应付账款	860	904	1194	1303	少数股东损益	0	0	0	0
其他	492	634	678	691	归属母公司净利润	201	299	411	451
非流动负债	284	174	177	178	EBITDA	271	501	652	701
长期借款	250	150	150	150	EPS (元)	0.45	0.66	0.92	1.00
其他	34	24	27	28					
负债合计	1642	1780	2053	2177	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	449	449	449	449	成长能力				
资本公积	486	486	486	486	营业收入	27.0%	-12.8%	35.0%	9.7%
留存收益	822	1075	1420	1779	营业利润	-62.5%	250.5%	37.8%	9.7%
归属母公司股东权益	1757	2010	2355	2714	归属于母公司净利润	-37.9%	48.6%	37.8%	9.7%
负债和股东权益	3398	3790	4408	4891	获利能力				
					毛利率	4.5%	8.9%	8.9%	8.9%
					净利率	10.1%	2.7%	4.6%	4.7%
					ROE	11.4%	14.8%	17.5%	16.6%
					ROIC	9.2%	15.5%	20.7%	22.5%
					偿债能力				
					资产负债率	48.3%	47.0%	46.6%	44.5%
					净负债比率	23.63%	18.11%	12.55%	11.53%
					流动比率	1.10	1.19	1.36	1.53
					速动比率	0.68	0.63	0.74	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	2.19	1.82	2.15	2.08
					应收账款周转率	42	29	27	28
					应付账款周转率	7.77	6.75	7.67	7.08
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.66	0.92	1.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.33	1.05	1.20
					每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.47	5.24	6.04
					估值比率				
					P/E	19.31	12.99	9.43	8.59
					P/B	2.21	1.93	1.65	1.43
					EV/EBITDA	14	8	6	6
现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
经营活动现金流	357	147	470	540					
净利润	201	299	411	451					
折旧摊销	128	90	96	100					
财务费用	29	13	8	-1					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-34	-351	-22	-16					
其它	33	96	-23	5					
投资活动现金流	-56	-77	-75	-76					
资本支出	56	78	76	77					
长期投资	0	0	0	0					
其他	0	1	1	1					
筹资活动现金流	-79	-124	-139	-98					
短期借款	0	62	-62	0					
长期借款	-95	-100	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他	16	-87	-77	-98					
现金净增加额	221	-55	256	367					

数据来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。