

业绩超预期 盈利渐入佳境

- 大冶特钢公布业绩预增公告，2009 年公司预计实现净利润 33200 万元，每股收益 0.74 元，同比大幅增长 65%。

研究结论

- 分季度测算，大冶特钢 09 年四季度实现每股收益 0.29 元，虽然我们在近期上调了公司盈利预测（参照 1 月 22 日报告），但公司业绩快报反映出的四季度盈利仍大幅超出我们最新的预测，大冶特钢不断超预期的特质在于：下游强劲订单和中信泰富高效管理能力。
- 从下游订单看。近期汽车产销量的强劲数据表明，汽车用钢需求继续保持环比改善趋势，特别是重卡产量的大幅回升带动特钢需求明显增强，大冶特钢约 40% 产品与汽车相关，其定价和盈利能力将明显受益于汽车行业的强劲订单。
- 预计 2010 订单和盈利依然强劲：1) 预计国内汽车产销量将保持在较高水平，铁路高增长延续，机械产量将呈改善趋势。2) 全球汽车和制造业景气明显回升，特钢出口将明显改善。3) 国内特钢（特别是中高端）新增产能少，供给压力小于普碳钢产品。
- 从成长性看，公司 4.98 亿元投资建设特殊钢锻造工程的计划，预计达产后可生产高端锻材产品 8 万吨，这是公司近 4 年来首次进行的明显产能扩张，也反映未来公司高端锻件产品战略。加上前期已公告的 3.65 万吨锻造、辗环生产线项目，未来 3 年公司将进入内涵增长和外延扩张并行成长期。
- 我们看好大冶特钢的长期发展前景：1) 中国钢铁业已经从量增到质变时代，高品质特殊钢材需求比例将大幅上升。2) 利用中信泰富的技术和管理平台，大冶特钢正致力于产品结构调整，公司内涵式增长仍在延续。3) 公司已展开扩充高端产能的投资。
- EPS 由 0.67、0.98 上调到 0.74、1.1
- 上调目标价格：基于 2010 年盈利预测和 15 倍 P/E 估值，我们上调大冶特钢目标股价至 16.5 元，维持买入评级。

催化剂：超预期的 1 季度业绩

风险因素：未来订单回落。



东方证券
ORIENT SECURITIES

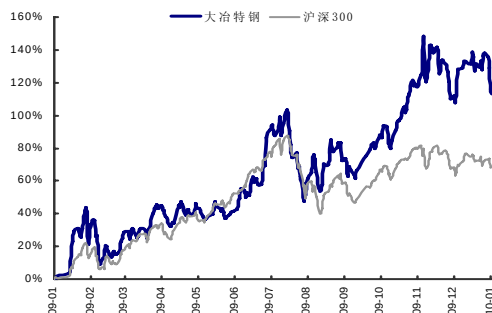
杨宝峰 钢铁行业首席分析师
8621-63325888×6099
yangbf@orientsec.com.cn

徐卫 钢铁行业助理分析师
021-63325888-6093
xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 10 月 23 日) 11.1 元
目标价格 (6 个月) 16.5 元
总股本/A 股 (万股) 44940/44940
A 股市值 (百万元) 4548
国家/地区 中国
行业 钢铁
报告日期 2010 年 1 月 26 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	2.7	14.5	109.0
相对表现 (%)	5.5	7.0	30.8

资料来源：WIND

主要财务数据

	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万)	7502	5897	6893
营业利润 (百万)	114	378	566
净利润 (百万)	201	332	496
EPS (元)	0.45	0.74	1.10
ROE (%)	11%	17%	21%
P/E(X)	24.8	15.0	10.1
P/B(X)	2.9	2.5	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

业绩超预期，继续上调盈利预测

分季度测算，大冶特钢 09 年四季度实现每股收益 0.29 元，虽然我们在近期上调了公司盈利预测（参照 1 月 22 日报告），但公司业绩快报反映出的四季度盈利仍大幅超出我们最新的预测。大冶特钢不断超预期的特质在于：下游强劲订单和中信泰富高效管理能力。

从下游订单看。近期汽车产销量的强劲数据表明，汽车用钢需求继续保持环比改善趋势，特别是重卡产量的大幅回升带动特钢需求明显增强，大冶特钢约 40% 产品与汽车相关，其定价和盈利能力将明显受益于汽车行业的强劲订单。

预计 2010 订单和盈利依然强劲：1) 预计国内汽车产销量将保持在较高水平，铁路高增长延续；机械产量将呈改善趋势。2) 全球汽车和制造业景气明显回升，特钢出口将明显改善。3) 国内特钢（特别是中高端）新增产能少，供给压力小于普碳钢产品。

基于最新 4 季度公司反映的实际盈利能力，我们继续上调对大冶特钢 2010 年盈利预测，我们将 2010 年其吨钢毛利从 550 元上调至 600 元，对应每股收益上调至 1.1 元。

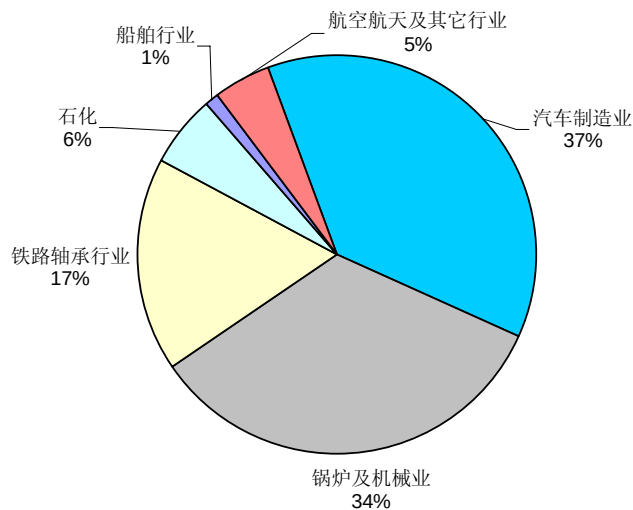
表 1：上调大冶特钢 2010 盈利预测

		2009 年 4 季度		2010 年	
		前次	业绩快报	前次	最新
吨钢毛利假设	元/吨	500	620	550	600
吨钢费用假设	元/吨	130	130	130	130
吨钢利润	元/吨	370	490	420	470
销量	万吨	30	30	120	120
利润总额	万元	11100	14700	50400	56400
净利润	万元	9713	12863	44100	49350
总股本	亿股	4.49	4.49	4.49	4.49
每股收益	元	0.22	0.29	0.98	1.10

资料来源：东方证券研究所

图 1：大冶特钢下游行业需求构成

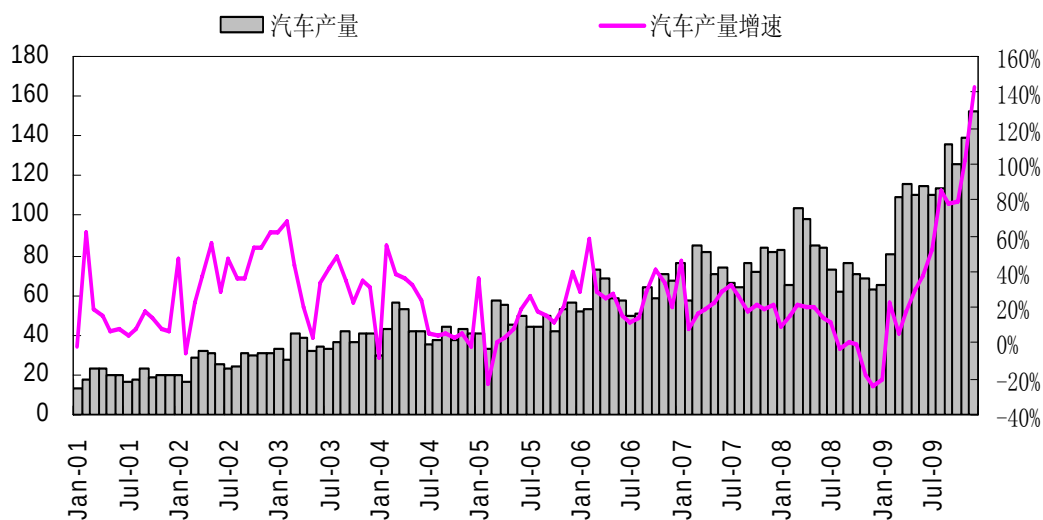
大冶特钢最大下游行业是汽车，其次是机械和铁路。



资料来源：东方证券研究所

图 2：大冶特钢下游行业-汽车

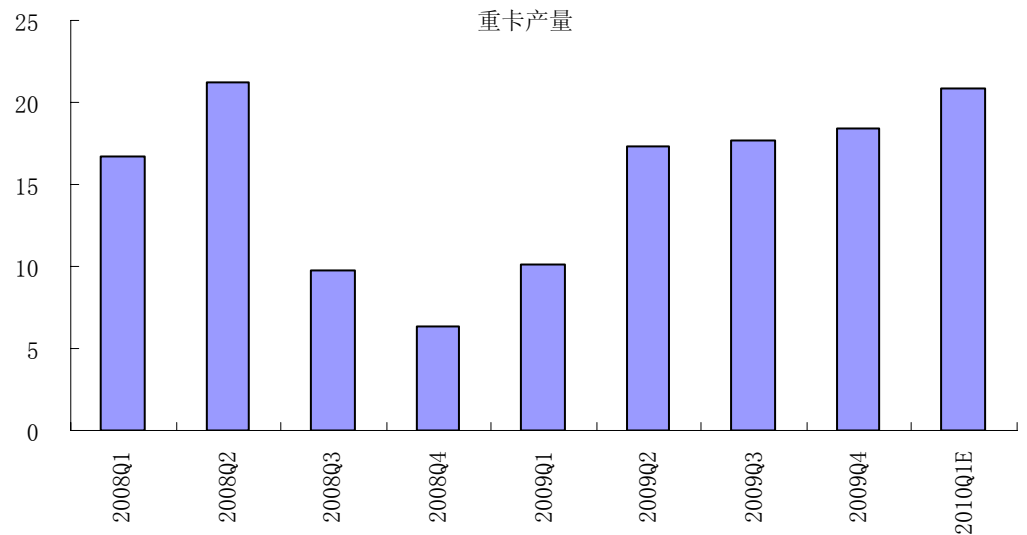
2009 年 12 月我国汽车产量 152 万辆，环比 11 月继续大幅增长，全年产销量约 1370 万辆，同比 08 年增幅达 45% 以上。



资料来源：东方证券研究所

图 3：大冶特钢下游行业-汽车

最新的调研数据表明，2010 年 1 季度重卡产销量出现明显回升。



资料来源：东方证券研究所

特钢在卡车中占比达 40%，近期重卡销售数据明显回升将带动特钢需求增强。

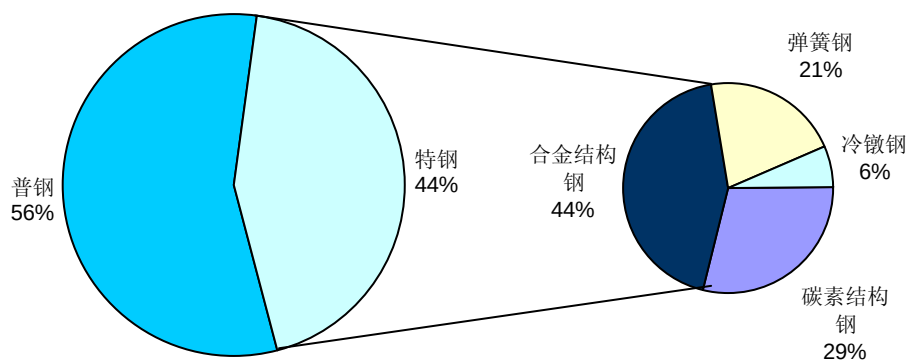
表 2：汽车特钢消费强度对比

千克

	轿车	2t 载重汽车	5t 载重车（汽油机）	9t 载重车（柴油机）
碳素结构钢	17.5	160.7	443	364
合金结构钢	116	155.4	681	563.1
弹簧钢	15	129.3	327	576.9
冷镦钢	17.3	38.4	99.3	56.7
整车用钢	852.6	1749.4	3638	4168.2
特钢用量	164.8	488.8	1586	1564.6
特钢比例	19.3%	27.9%	43.6%	37.5%

资料来源：东方证券研究所

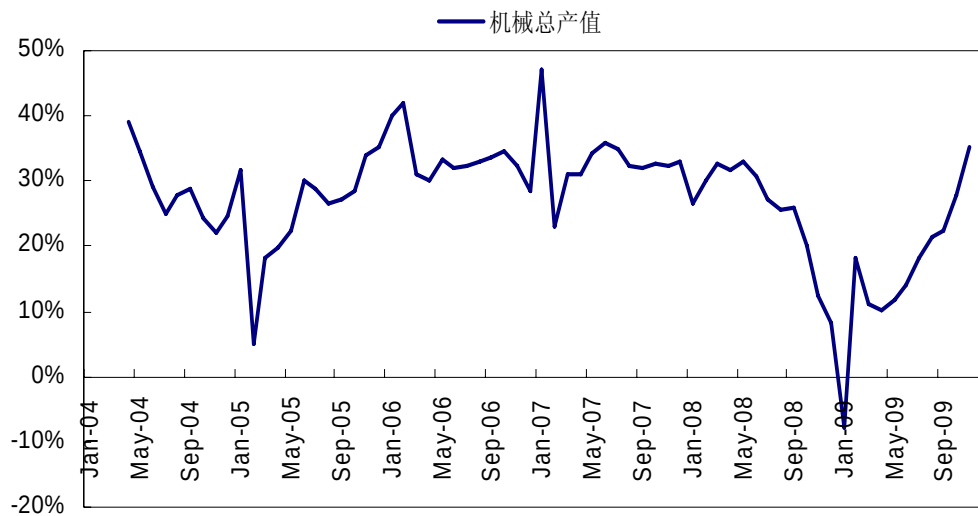
图 4：卡车特钢需求构成



资料来源：东方证券研究所

图 5：大冶特钢下游行业-机械

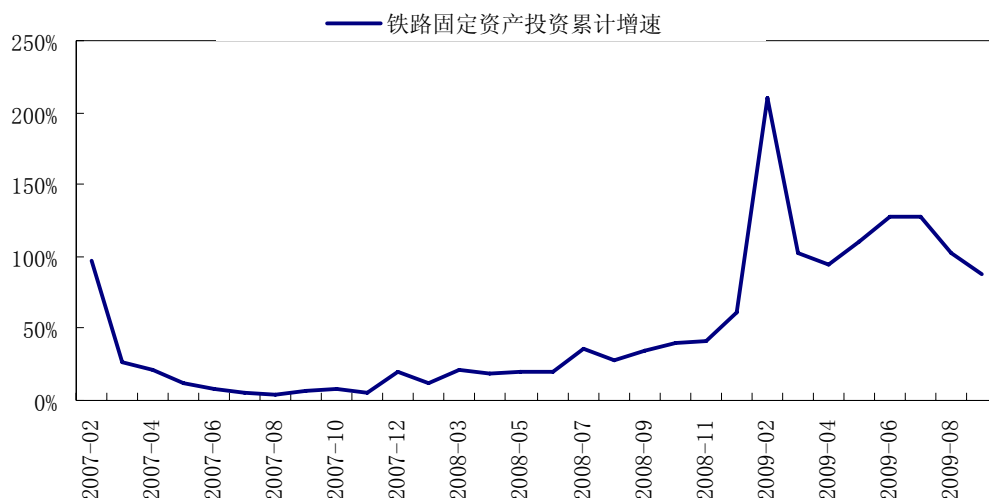
2009 年 11 月我国除汽车外机械产值 7361 亿，同比增长 31%，行业明显复苏。



资料来源：东方证券研究所

图 6：大冶特钢下游行业-铁路

未来 2 年预计铁路投资
将延续高速增长。



资料来源：东方证券研究所

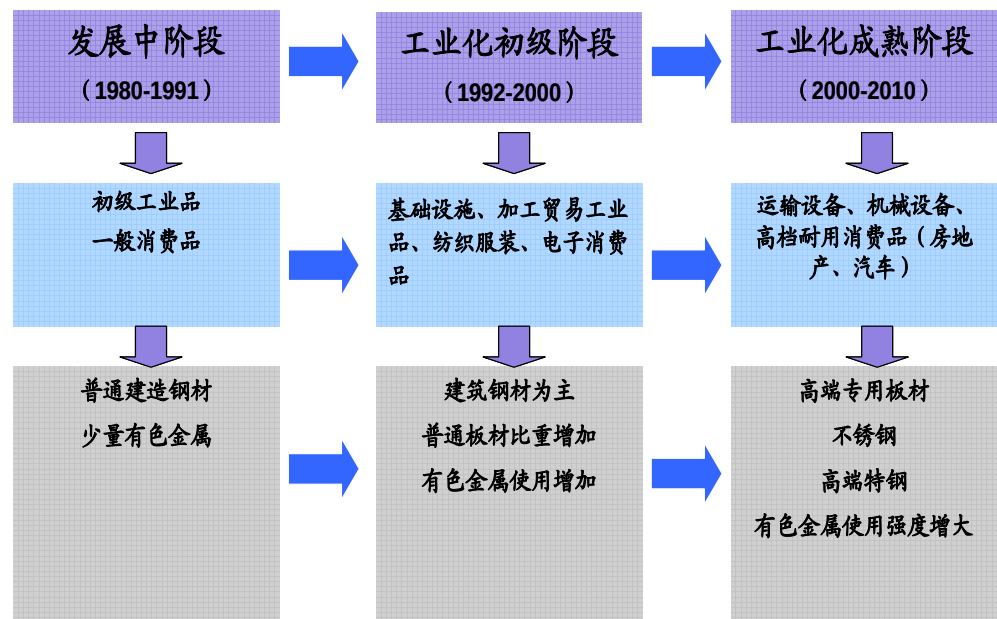
特钢需求进入黄金时期

虽然大冶特钢强劲订单有下游汽车旺销的特定周期因素，从中国工业化更长期周期看，中国钢铁行业已经从量增发展到质变阶段，随着我国汽车消费增长、火车铁路系统全面投资升级、先进机械制造业崛起、航空航天与军工进入新一轮快速发展期，中国对中高端特钢需求将进入黄金时期。

与成熟工业化国家相比，目前中国特钢占总钢产量的比率明显为低，目前国内特钢占粗钢总产量约 8.5%，而同期工业化国家优特钢比例一般在 15-20% 之间，从中国对高端耐用消费品需求增长制造业产业升级角度，未来中国特钢在钢铁总量中的比例将逐步提升，特钢的成长性将好于钢铁的平均增长。

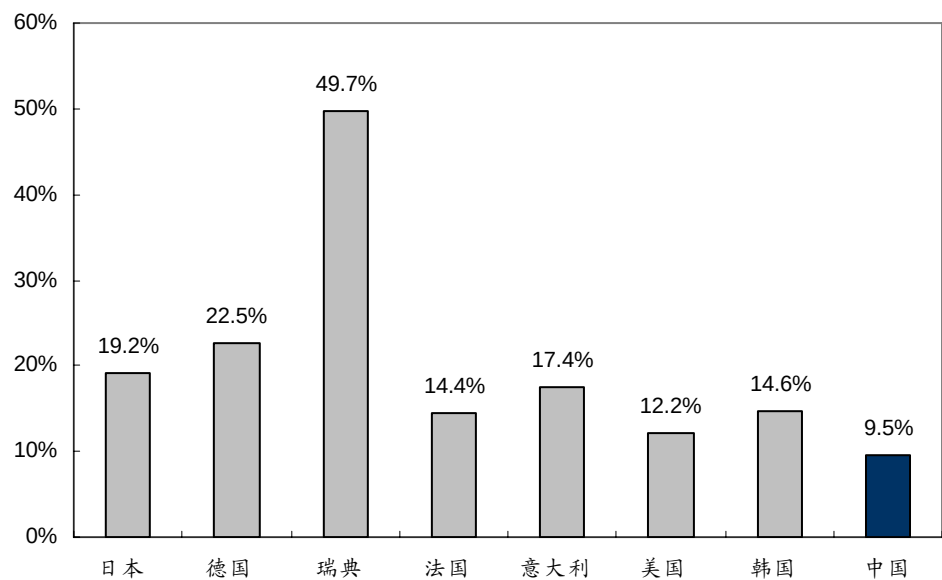
对于钢铁公司而言，在普碳钢产能相对过剩阶段，未来盈利的持续增长将主要基于具备技术壁垒产品结构提升而非简单的产能扩张。

图 7：工业化进程将推动特钢需求增加



资料来源：东方证券研究所

图 8：中国特钢比例还有很大空间



资料来源：东方证券研究所

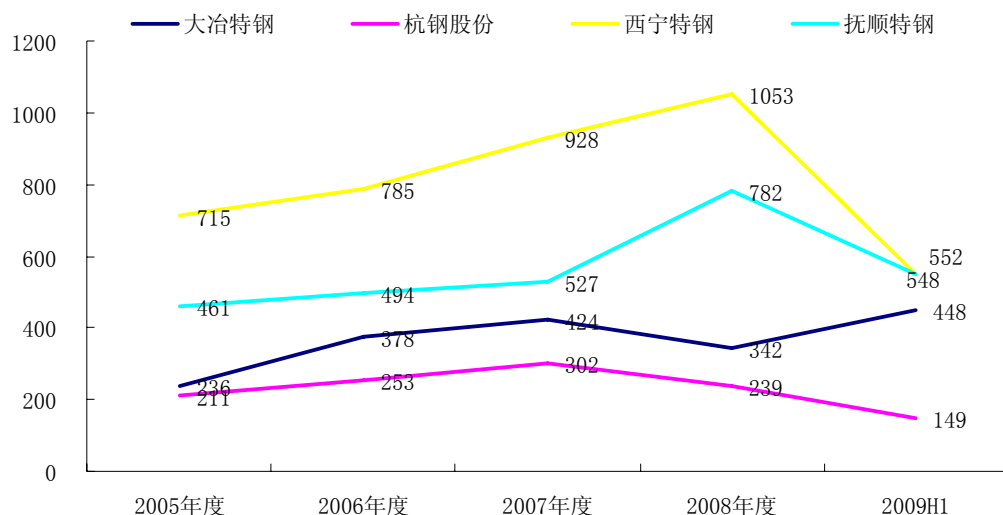
盈利超预期 为什么总是大冶特钢

与大冶特钢不断超预期的业绩相比，国内其他特钢上市业绩平平。除了下游强劲的订单，大冶特钢业绩超预期的特质主要来自于中信泰富高效管理和特钢结构提升上不断努力。

从历史看，大冶特钢实质性转机来自于中信泰富在 2004 年的入主，通过强化管理、调整产品结构、改革工艺路线等一系列措施，5 年多的时间大冶特钢生产经营已经发展质的变化，这种质变源于中信泰富高效的管理、创新意识和多年特钢领域的经验积累。

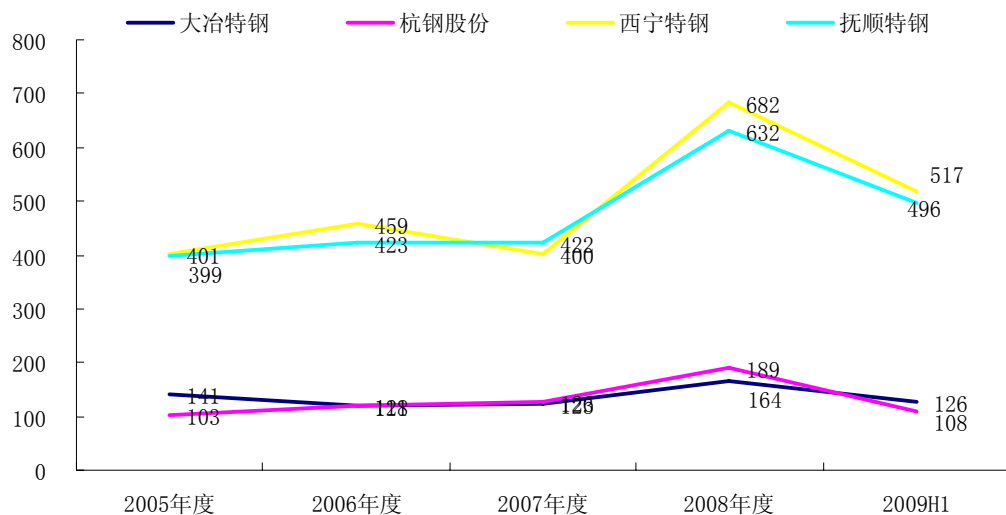
图 9-图 11 所示，与西宁特钢和抚顺特钢相比，大冶特钢吨钢毛利并没明显优势，但其吨钢期间费用非常低，从而使吨钢利润明显高于前两家公司。从吨钢毛利趋势看，剔除 08 年，大冶特钢整体呈上升趋势，这反映其在水产品结构调整上提升和努力，但其他三家公司吨钢毛利在 08 年后随钢铁行业出现明显下降。

图 9：大冶特钢、杭钢、西宁特钢和抚顺特钢吨钢毛利比较



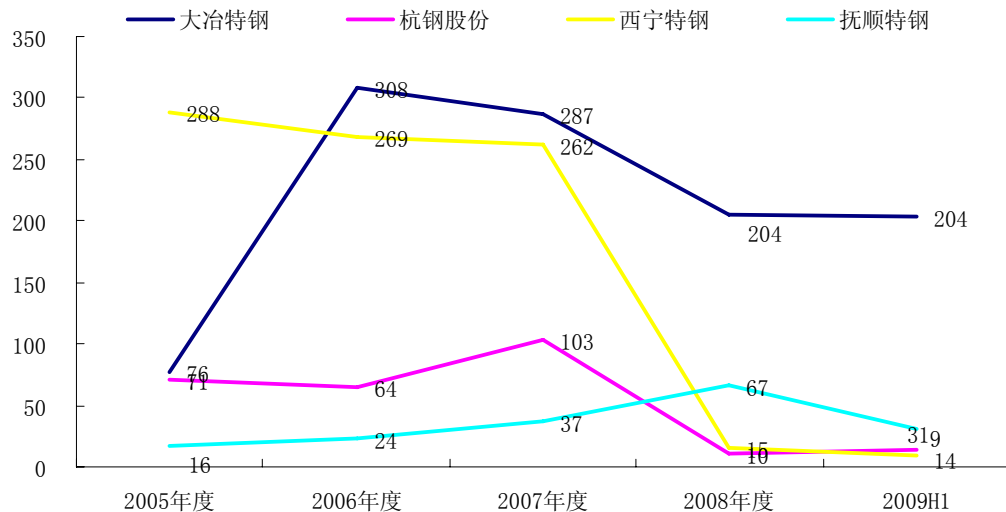
资料来源：东方证券研究所

图 10：大冶特钢、杭钢、西宁特钢和抚顺特钢吨钢费用比较



资料来源：东方证券研究所

图 11：大冶特钢、杭钢、西宁特钢和抚顺特钢吨钢利润比较



资料来源：东方证券研究所

财务报表预测

	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
流动资产	1691	1492	1270	1461	营业总收入	5908	7502	5897	6893
现金	175	382	206	241	营业总成本	5605	7388	5519	6328
应收票据	157	328	118	138	营业成本	5431	7166	5425	6204
应收账款	201	138	18	21	销售费用	51	68	41	48
预付账款	107	67	163	186	管理费用	58	63	41	48
存货	1040	574	760	869	财务费用	29	29	9	24
非流动资产	1750	1906	1747	2402	其他经营收益	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	1628	1743	1694	2275	营业利润	303	114	378	566
在建工程	91	111	33	103	营业外收入减支出	21	65	1	1
无形资产	30	29	18	21	利润总额	324	179	379	567
资产合计	3440	3398	3017	3864	减：所得税	0	-22	47	71
					净利润	324	201	332	496
应付项目	1255	1072	814	931	少数股东损益	0	0	0	0
付息负债	353	388	213	594	归属母公司净利润	324	201	332	496
短期借款	5	5	-639	-407					
长期付息负债	348	383	852	1001					
其他负债	187	182	2	3	成长能力				
负债合计	1795	1642	1029	1528	营业收入同比	23%	27%	-21%	17%
所有者权益	1646	1757	1989	2336	EBITA 同比	-12%	-58%	184%	53%
实收资本	449	449	449	449	归属母公司净利润同比	2%	-38%	65%	50%
资本公积	486	486	486	486	利润水平				
留存收益	711	822	1054	1401	销售毛利率	8%	4%	8%	10%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	5%	3%	6%	7%
负债和权益合计	3440	3398	3017	3864	整体绩效				
					ROE	20%	11%	17%	21%
经营活动现金流	283	722	38	636	ROIC	14%	6%	16%	17%
净利润	324	201	332	496	运营效率				
折旧摊销	116	128	128	160	应收账款周转率	39.9	44.3	75.9	359.3
营运资金变动	-157	393	-422	-20	存货周转率	6.7	9.3	8.8	8.5
投资活动现金流	-202	-285	31	-815	偿债能力				
资本支出	-202	-263	11	-814	流动比率	1.3	1.2	7.3	2.8
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.5	0.8	2.9	1.1
筹资活动现金流	-165	-231	-244	213	EBITA / I	14.7	6.0	45.3	24.8
短期借款	-1	0	-644	232	资产负债率	52%	48%	34%	40%
长期借款	-135	35	469	149	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.72	0.45	0.74	1.10
资本公积	0	0	0	0	每股净资产	3.66	3.91	4.43	5.20
其他	-29	-266	-69	-168	P/E	15.4	24.8	15.0	10.1
现金净增加额	-85	207	-176	35	p/B	3.0	2.8	2.5	2.1

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业首席分析师

徐 卫：钢铁行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn