

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

四季度复苏明显，业绩基本稳定

事件描述

大冶特钢今日公布 2009 年度报告，公司 2009 年度实现营业收入 55.61 亿元，同比降低 25.87%；净利润 3.33 亿元，同比增长 65.67%；实现 EPS0.741 元；

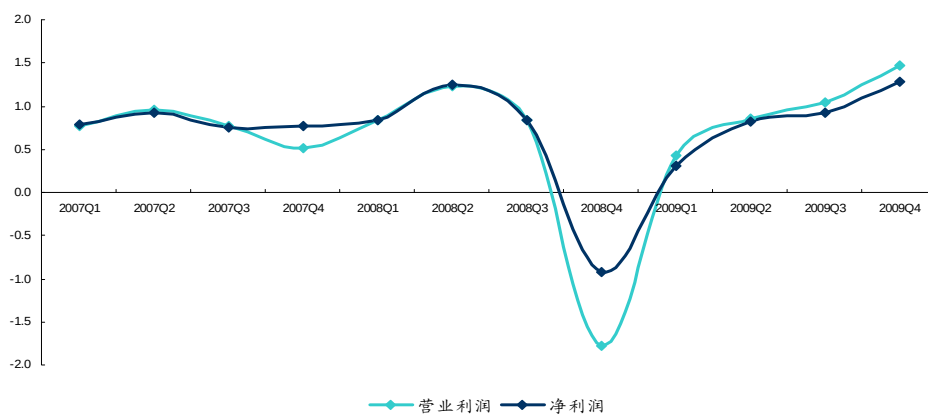
公司 2009 年度全年钢、钢材的生产量及钢材的销售量分别为 107.83 万吨、110.83 万吨、110.15 万吨；分别同比增长 9.75%、8.58%、7.22%。

事件评论

第一，主营逐季复苏明显

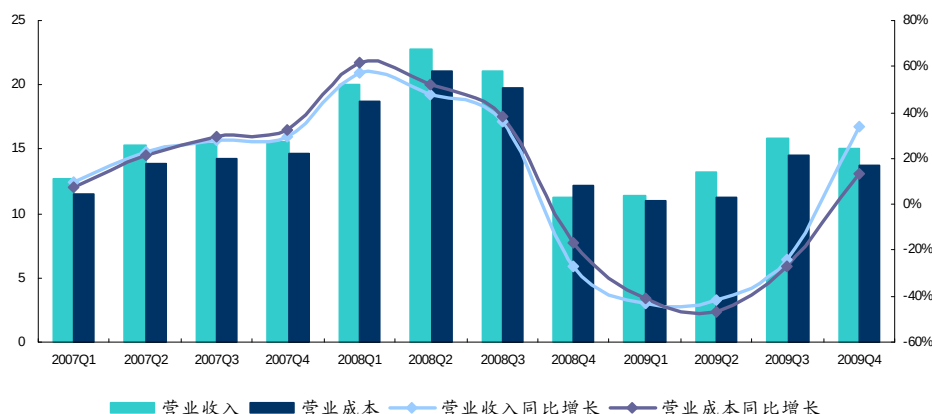
公司年报显示，2009 年四个季度营业利润及净利润逐季上升。在 4 季度钢材均价出现下滑的情况下，存货跌价准备的转回是最终利润依然环比上升的主要原因。受基数影响，4 季度收入和成本的同比增速得到大幅提升。

图 1：单季度营业利润及净利润持续上升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

图 2：四季度主营同比大幅改善，营业收入较营业成本同比回升更快



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：4 季度存货减值转回影响利润 4000 万元

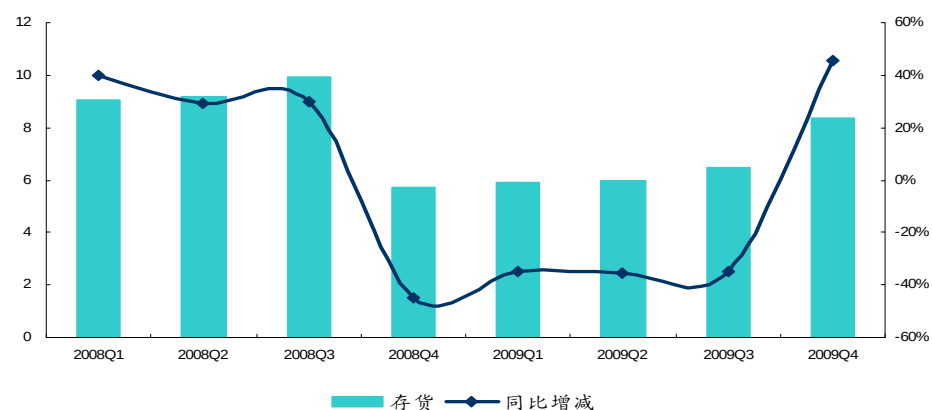
百万	本期期末数	本期新增数
2009Q1	-34.17	-93.39
2009Q2	48.95	83.12
2009Q3	47.52	-1.43
2009Q4	7.07	-40.45

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，存货上升，短期受益

公司存货在 2009 年持续上升，4 季度尤为明显，同比超过了 40%。在经历了金融危机后，公司似乎正在调整存货战略。不过总体来看存货的绝对水平还没有超越 2008 年上半年。

图 3：2009 年公司存货持续增加，四季度大幅攀升



资料来源：Wind，长江证券研究部

由于存货的新增部分大部分是原料，因此在今年 1 季度矿石及焦煤价格出现明显上涨时，公司年末的存货结构使得 1 季度业绩有一定程度的受益。

表 2：公司存货主要新增在原材料

2009 年 12 月 31 日				2008 年 12 月 31 日		
单位：百万	账面余额	存货跌价准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备	账面价值

原材料	349.26	-	349.26	151.43	(15.68)	135.74
在产品	304.63	(12.97)	291.66	244.5	(44.94)	199.55
库存商品	196.44	(17.31)	179.12	256.99	(40.57)	216.42
备件和辅助材料	16.30	-	16.30	23.27	(1.43)	21.84
			836.35			573.56

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，产品结构积极调整，费用控制优良

公司在 2009 年度盈利之所以能实现稳定增长，主要原因以下两点：

- **产品结构的积极调整：**与一般企业依靠产能扩张实现外延型增长不同，大冶特钢近几年的产量一直保持稳定。公司产品中，低端普碳钢产品量持续压缩，而特级轴承钢、齿轮钢、冲模不锈、弹簧钢、合结合工钢等高合金钢产品比重持续攀升；

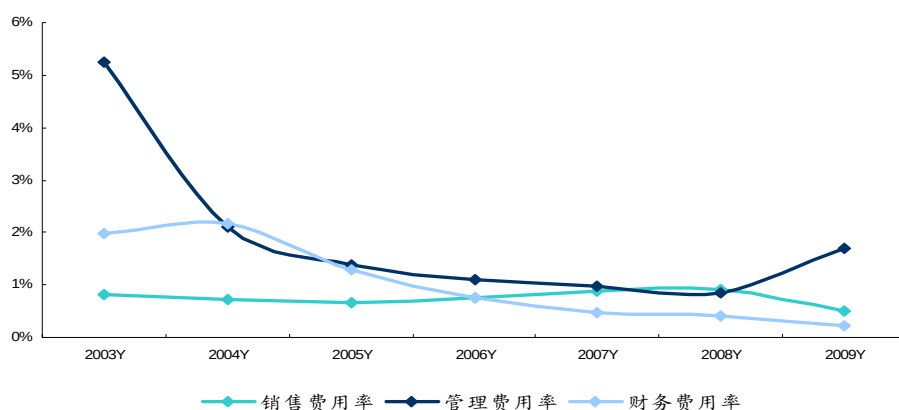
表 3：2009 年公司主要业务按产品分类情况

产品	营业收入（亿元）	同比增减（%）	营业成本（亿元）	同比增减（%）	营业利润率（%）	同比增减（%）
轴承钢	8.37	-17.70	7.42	-21.96	11.37	4.83
弹簧合结合工钢	31.16	-27.49	27.95	-32.57	10.30	6.76
冲模不锈	1.94	17.51	1.73	-4.86	10.83	20.96
碳结碳工钢	7.56	-29.27	7.15	-29.31	5.48	0.05

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- **费用的严格控制：**公司自 2003 年以来，除销售费用率维持在 1%附近外，其管理费用率及财务费用率持续降低。均处于同行业较低水平。考虑到公司会计政策及管理方式的持续性和稳定性，我们认为未来公司销售费用率及管理费用率有能力长期稳定在 1% 左右，财务费用率将维持在 0.5%左右，除特殊原因外不会发生较大变动。2009 年度管理费用率大幅上升的主要原因在于技术开发费用大幅上升。

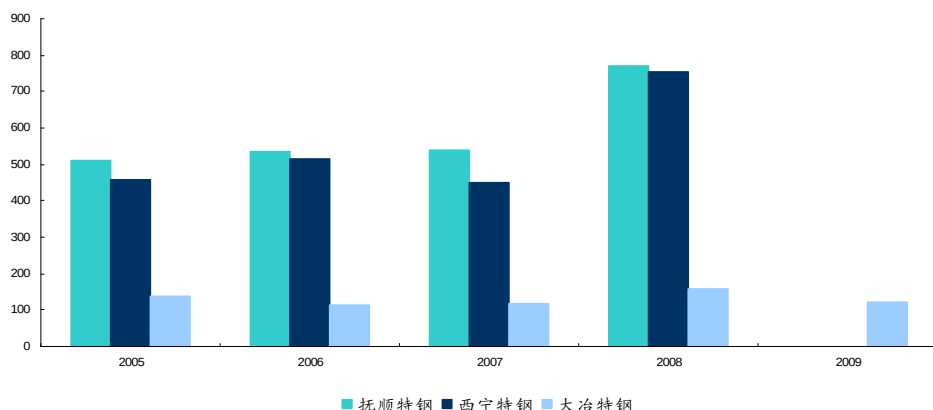
图 4：公司费用率持续下降，低于行业平均水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

2009 年公司吨钢费用为 123 元，远低于钢铁行业的平均值（约 300 元/吨）。更远低于抚顺特钢、西宁特钢等特钢公司（约 500 元/吨）。

图 5: 公司吨钢费用远低于其他特钢公司

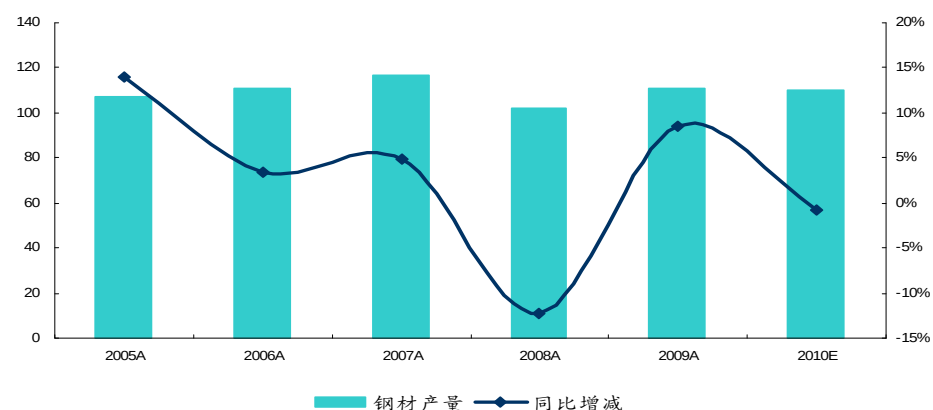


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

第四, 产能依然保持稳定

公司历年产能稳定, 并且没有明显的扩张计划, 目前公司的综合产能一直维持在 120 万吨左右。公司拟投资 5 亿元人民币投资建设特殊钢锻造工程, 共新建两条锻造生产线: 一条是年产 3.5 万吨锻材的 45MN 快锻生产线, 另一条是年产 4.5 万吨的 16MN 精锻生产线。该项目预计 2011 年投产, 2014 年实现产能。

图 6: 大冶特钢历年产量基本处于稳定



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

表 4: 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*380m3 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	40 万吨	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
	段钢厂		3-5 万吨	模具钢
	热处理厂		4-5 万吨	银亮材

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.81 元、0.87 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5561	6413	6790	7441	货币资金	143	641	679	744
营业成本	5038	5831	6163	6723	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	523	582	627	717	应收账款	143	162	171	188
% 营业收入	9.4%	9.1%	9.2%	9.6%	存货	836	958	1013	1105
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	199	233	246	269
% 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	27	32	34	37	流动资产合计	1865	2636	2788	3050
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	97	109	115	126	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	18	28	25	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	固定资产合计	1876	2169	2447	2610
资产减值损失	7	3	2	3	无形资产	29	27	26	24
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	14	0	0	1
营业利润	379	418	446	525	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.8%	6.5%	6.6%	7.1%	资产总计	3784	4833	5261	5685
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	188	683	679	539
利润总额	380	418	446	525	应付款项	1108	1287	1360	1483
% 营业收入	6.8%	6.5%	6.6%	7.1%	预收账款	217	257	272	298
所得税费用	48	52	56	131	应付职工薪酬	17	17	18	20
净利润	333	366	390	393	应交税费	41	45	48	111
归属于母公司所有者的净利润	332.8	365.8	390.4	393.4	其他流动负债	129	149	158	172
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1699	2438	2534	2624
EPS (元/股)	0.74	0.81	0.87	0.88	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	94	541	596	663	其他非流动负债	40	40	40	40
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1739	2477	2574	2663
收回现金					归属于母公司	2045	2355	2687	3022
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	-119	-464	-468	-374	股东权益	2045	2355	2687	3022
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	3784	4833	5261	5685
投资活动现金流净额	-119	-464	-468	-374	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.741	0.814	0.869	0.875
银行贷款增加 (减少)	-200	495	-4	-140	BVPS	4.55	5.24	5.98	6.72
筹资成本	59	-73	-87	-84	PE	17.70	16.11	15.09	14.97
其他	-117	0	0	0	PEG	3.08	2.81	2.63	2.61
筹资活动现金流净额	-259	422	-91	-224	PB	2.88	2.50	2.19	1.95
现金净流量	-283	499	38	65	EV/EBITDA	11.12	9.76	8.84	7.47
					ROE	16.3%	15.5%	14.5%	13.0%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	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。