

2010-04-14

钢铁

公司研究 / 更新报告

大冶特钢 (000708)

增持/ 维持评级

股价: RMB13.3

分析师

黄静

SAC 执业证书编号:S1000208120164
+755-82492060 huangjing@lhqz.com

刘晓

+755-82364269 liuxiao@lhqz.com

相关研究

《经济结构调整推动公司步入黄金时期——大冶特钢 09 年报点评》(10/03/08)

《公司即将迈入外延增长新阶段——大冶特钢 3 季报点评》(09/10/26)

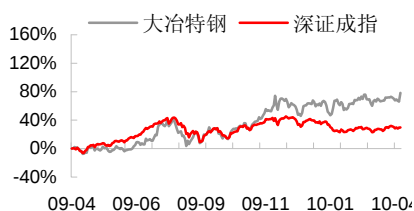
《意料之中的惊喜——大冶特钢中报点评》(09/08/24)

《09 年有望实现正增长——大冶特钢首次评级报告》(09/07/27)

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)	5947

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

公司步入戴维斯双升黄金时期

- 增长远景: 下游市场飞跃发展为公司外生增长打开空间 —— 估值应显著提升至普碳钢公司之上

政府政策在未来数年将持续倾向于推进汽车消费、新能源开发、铁路提速、制造业设备升级等领域, 以实现经济增长方式的切实转换, 挖掘新的经济增长引擎。而上述诸领域均是特种钢材的主要需求来源, 我们基于此对特钢行业未来数年的持续快速发展保持乐观。

广阔的市场前景与良好的盈利状况将促使公司改变仅依靠产品结构优化的内生增长模式, 进入产能扩张新阶段。预计政府淘汰 400m³ 高炉产业政策将会成为公司改造现存 380m³ × 2 高炉, 增设产线的触发因素。

面对特钢行业大发展机遇, 公司目前的增长潜力远超过已步入低速增长阶段的普碳钢公司, 理应享有更高的估值水平。

- 盈利近况: 产销两旺, 成本顺利传导, 盈利持续超越市场预期 —— 调升 2010 年公司毛利率与 EPS 预测

公司目前订单饱满, 是少数可以顺利提价, 完全覆盖当前成本冲击, 保持高毛利水准的钢铁公司。同时公司持续致力于依靠产品结构升级推动产品毛利率进而销售利润的内生增长。2010 年公司预计高效产品比例将确保提升至 18% (20 万吨), 力争提升至 27% (30 万吨), 1 季度公司已顺利实现其产品升级规划目标。基于公司当前产销两旺的良好局势, 可消除我们之前对成本冲击的担忧, 我们相应调升其 2010 年毛利率与 EPS 预测。

- 估值与投资建议: 60% 增长空间, 维持增持评级

综合考量公司近期良好经营表现及 2011 年起中信泰富集团澳洲矿石的稳定供应, 我们将公司 2010-2012 年毛利率自 9%、10%、10% 小幅调升至 10.5%、11%、11%, 由此得出公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.18 元、1.44 元、1.45 元 (所得税自 2011 年恢复至 25%), 对应 2010 年 P/E 11.09 倍。

基于对公司未来前景的乐观预期, 我们将 2010 年合理 P/E 水平调升至 18 倍, 对应 60% 增长空间 (随后深度报告中我们将详细讨论合理估值问题)。

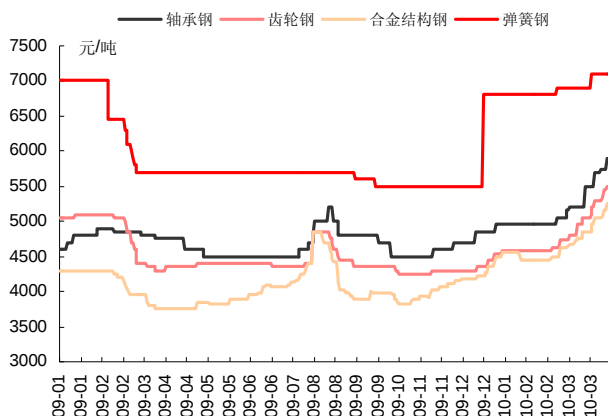
经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7501.8	5561.2	7648	8690	10080
(+/-%)	27.0	-25.9	37.5	13.6	16.0
归属母公司净利润(百万元)	200.9	332.8	531	645	651
(+/-%)	-37.9	65.7	59.6	21.5	0.9
EPS(元)	0.45	0.74	1.18	1.44	1.45
P/E(倍)	29.8	18.0	11.25	9.26	9.18

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经济增长结构转换背景下，特钢产业景气将超越普碳钢产品

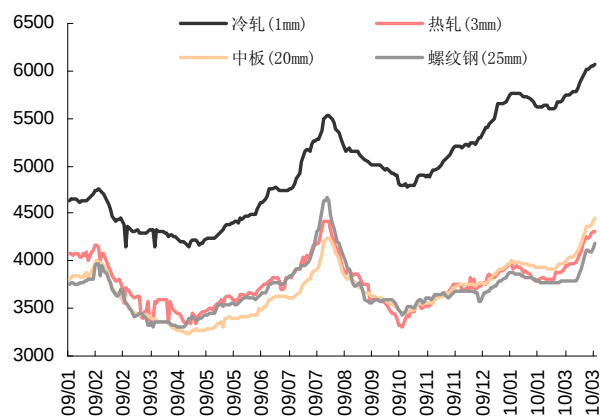
政府政策在未来数年将持续倾向于推进汽车消费、新能源开发、铁路提速、制造业设备升级等特钢下游领域发展，以实现经济增长方式的切实转换。我们基于此认为特种用钢将进入飞跃发展阶段，景气度持续超越普碳钢产品。

图 1、特种钢历史价格走势



资料来源：华泰联合证券研究

图 2、普碳钢历史价格走势



资料来源：华泰联合证券研究

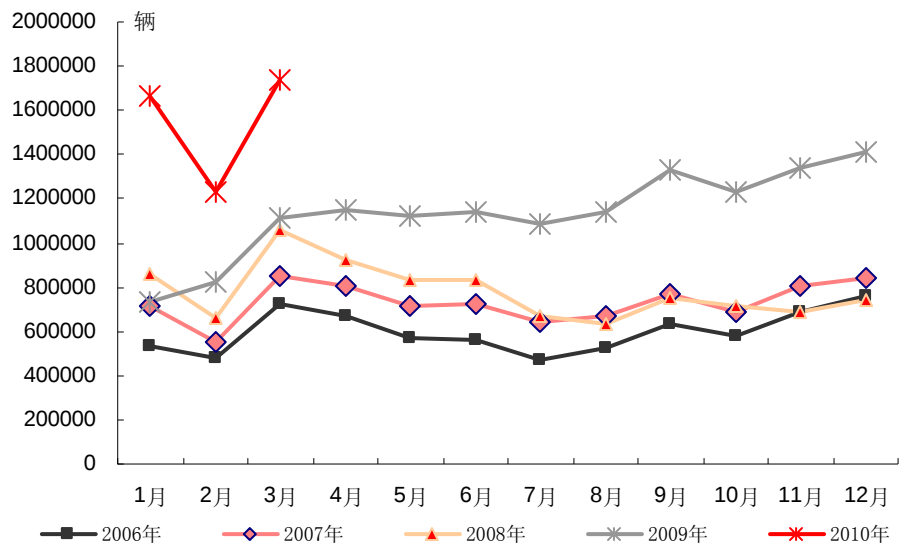
特种钢主要下游需求未来维持旺盛增长

汽车销量未来 3 年复合增长率将保持在 15%以上

依据华泰联合证券汽车研究员判断，中国大部分地区人均可支配收入已跨越轿车普及门槛，中国轿车市场未来 3 年的复合增长率将超过 15%，需求释放强度从总量上超过过去 5 年总体水平，迎来汽车消费的第二次浪潮。

政府针对汽车产业的振兴规划，通过汽车下乡、购置税减半、以旧换新等政策具体扶持，引致汽车消费如期释放。

图 3、2006-2010 年汽车销量统计

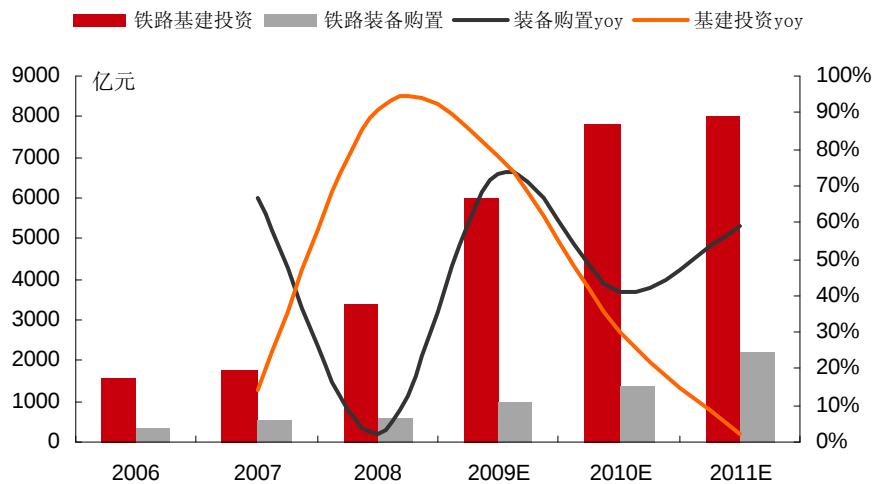


资料来源：华泰联合证券研究所整理

其余特种钢下游行业发展前景同样乐观

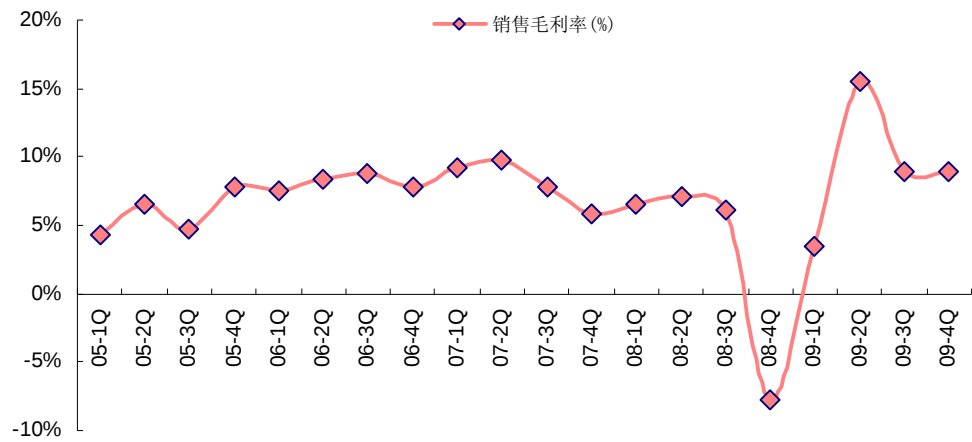
铁路、新能源、机械设备制造业同样因受益于政府的政策支持而将获得长足发展，带动特种钢在其领域的应用进入高速发展阶段。

图 4、铁路装备投资保持高速增长



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 5、公司销售毛利率显著提升至历史最优水平



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

资产负债表	单位:百万元	利润表	单位:百万元
-------	--------	-----	--------

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	毛利率	9.4%	10.3%	10.8%	10.8%
经营活动现金流	94	482	583	775	净利率	10.1%	6.0%	6.9%	7.4%
净利润	333	531	645	651	ROE	16.3%	20.6%	20.0%	16.8%
折旧摊销	143	96	106	113	ROIC	16.5%	23.0%	24.8%	25.2%
财务费用	12	5	-4	-19	偿债能力				
投资损失	0	0	0	0	资产负债率	46.0%	43.9%	38.5%	36.7%
营运资金变动	-413	-150	-165	16	净负债比率	10.81%	7.54%	0.00%	0.00%
其它	19	-0	1	13	流动比率	1.10	1.27	1.55	1.81
投资活动现金流	-119	-200	-200	-70	速动比率	0.61	0.76	0.97	1.22
资本支出	119	200	200	70	营运能力				
长期投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.55	1.83	1.77	1.77
其他	0	0	0	0	应收账款周转率	39	46	41	41
筹资活动现金流	-259	-42	-148	19	应付账款周转率	6.26	7.71	7.14	7.30
短期借款	130	17	-152	0	每股指标 (元)				
长期借款	-250	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.74	1.18	1.44	1.45
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	1.07	1.30	1.72
资本公积增加	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.73	7.17	8.62
其他	-139	-60	4	19	估值比率				
现金净增加额	-283	240	235	724	P/E	17.96	11.25	9.26	9.18
					P/B	2.92	2.32	1.86	1.54
					EV/EBITDA	11	9	7	6

5 公司研究/更新报告 2010-04-14
 谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：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
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com