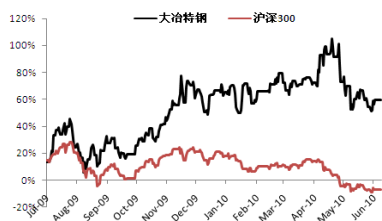


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
大冶特钢	2.5	-7.6	56.6
沪深 300	1.0	-16.1	-7.4

市场数据 2010. 6. 17

当前价格 (元)	11.30
52 周价格区间 (元)	7.19-15.2
总市值 (百万)	5078.32
流通市值 (百万)	5052.53
总股本 (万股)	44940.85
流通股 (万股)	44712.64
日均成交额 (百万)	75.39
近一月换手 (%)	15.48

轨道交通研究小组

马金良 (S0350208080555)

联系人: 张新平

电话: 0755-83707004

 邮件: zhangxp@ghzq.com.cn
分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

2010 年 6 月 10-11 日,我们赴大冶特钢进行了实地调研,并与公司管理层就公司的运营情况及未来发展规划进行了深入交流。

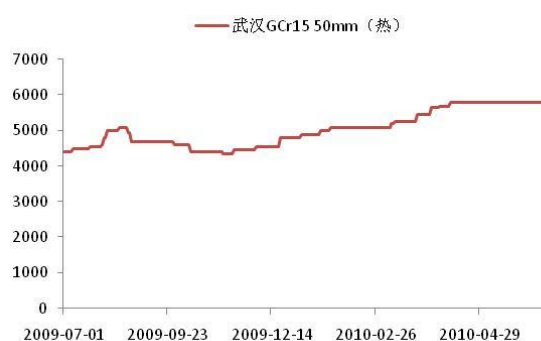
- **产品价格看涨,收入规模扩大。**公司核心产品轴承钢、齿轮钢、弹簧钢上半年呈现产销两旺的局面,产品价格自 09 年下半年以来一直保持升势,我们预计在各产品价格均出现显著回升的态势下,公司 2010 年上半年收入规模将呈现较明显增长。
- **成本控制有道,中报业绩较为确定。**公司铁矿石采购采取非常灵活的方式,在价格较低的 2009 年,公司储备了较多的低价铁矿石,可保证公司持续生产半年,有效规避了 2010 年上半年现货市场铁矿石价格飙升对公司的影响,综合考虑产品价格和成本因素后,预计 2010 年上半年毛利率将有所提升,盈利能力增强,中报业绩较为确定。
- **下游行业维持高景气。**特钢下游需求以汽车、机械等行业为主,因而不会因房地产投资的下降而受影响,反而是在产品结构调整中逐渐摆脱普钢的行业属性而呈现持续稳定增长,2010 年上半年汽车产量仍处高位,铁路建设的大规模投资也明显提振公司铁路轴承钢的表现,而齿轮、轴承等具体下游产品产量的增长则直接促成公司特钢产品量价齐升局面。
- **特冶锻造工程将确立公司领先优势。**公司特殊冶炼及锻造工程有序推进,长远来看,特冶产品的高毛利和高售价将从整体上提升公司特钢产品的规格,可实现替代进口、填补国内空白的意图,将进一步巩固公司的领先优势。
- **维持“买入”投资评级。**考虑到公司 2010 年上半年业绩稳定增长以及未来良好的成长能力和市场地位,目前的估值水平明显低估了公司价值,我们维持“买入”的投资评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	5,561.18	6,951.48	8,550.32	10,260.39
营业利润 (百万元)	378.54	619.59	830.64	1,039.56
净利润 (百万元)	332.79	528.52	708.11	885.89
摊薄每股收益 (元)	0.74	1.18	1.58	1.97
摊薄每股净资产 (元)	4.55	5.80	7.45	9.50
加权平均 ROE (%)	16.28%	20.28%	21.15%	20.75%

产品价格看涨，收入规模扩大

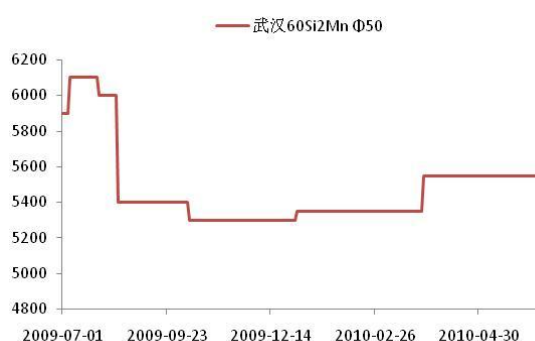
公司核心产品轴承钢、齿轮钢、弹簧钢上半年呈现产销两旺的局面，产品价格自 09 年下半年来一直保持升势，从轴承钢的主流品种 GGr15 50mm 武汉市场的报价来看，轴承钢自去年 7 月以来涨幅达 31.8%，吨钢价格较最近一年的平均价格高出 780 元，齿轮钢、弹簧钢的主要品种 20CrMo Φ50 和 60Si2Mn Φ50 也呈阶梯式上涨态势，公司产品价格回升非常明显。2009 年公司吨钢价格为 5049 元，我们预计在各产品价格均出现显著回升的态势下，公司 2010 年收入规模或有较为明显增长。

图 1 轴承钢价格缓步上升中有升



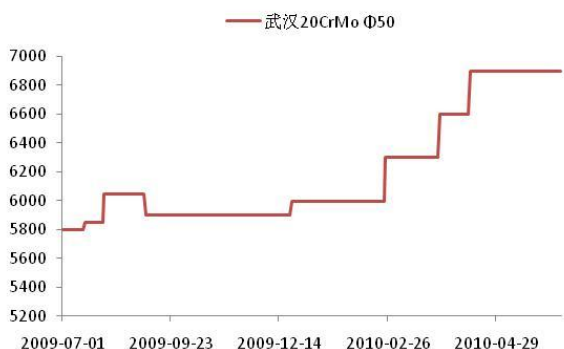
资料来源：百川资讯 国海证券研究所

图 2 弹簧钢价格谷底已过



资料来源：百川资讯 国海证券研究所

图 3 齿轮钢价格呈阶梯式上涨



资料来源：百川资讯 国海证券研究所

图 4 公司吨钢价格或有 25%以上增长



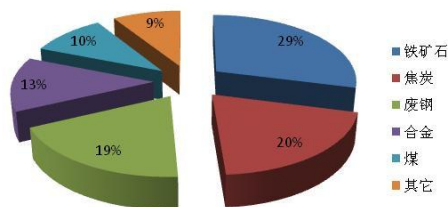
资料来源：国海证券研究所

成本控制有道，中报业绩较为确定

预测公司铁矿石成本约占生产原材料成本的 30%，对产品利润影响非常大。公司铁矿石采购采取非常灵活的方式，在价格较低的 2009 年，公司储备了较多的低价铁矿石，可保证公司持续生产半年，有效规避了 2010 年现货市场铁矿石价格飙升对公司的影响，公司 2009 年存货中原材料的金额同比增长了 31%，显示出公司在原材料价格上良好的预判能力，基于原材料成本和产成品价格的相对变动，2010 年上半年公司毛利

率将到提升，盈利能力增强，公司中报业绩较为确定。

图5 中信泰富特钢产品原材料成本构成



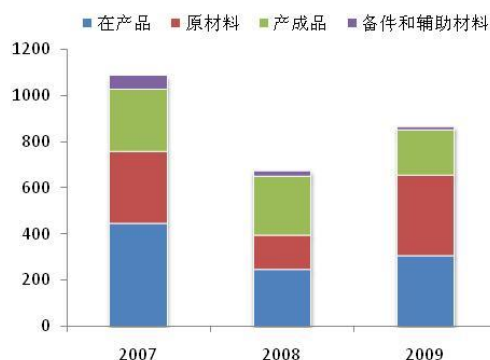
资料来源: 国海证券研究所

图6 公司吨钢利润将稳步上升



资料来源: 国海证券研究所

图7 2009年末存货中原材料同比增长31%(单位: 百万)

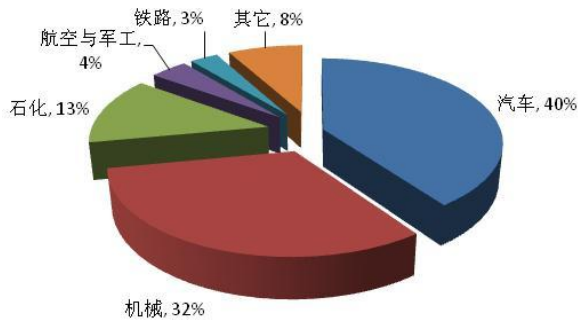


资料来源: 国海证券研究所

下游行业维持高景气

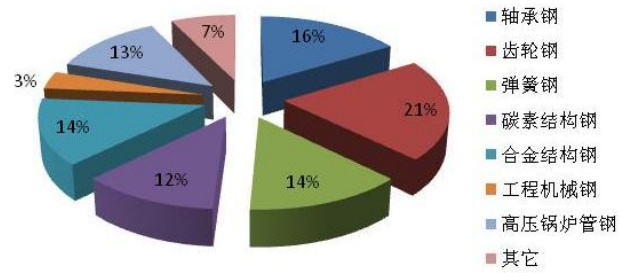
从下游需求来看，由于特钢产品主要面向汽车、机械、石化、铁路等行业，公司的订单并不会因房地产投资下滑而受到影响，反而在中国产业结构调整升级中，逐渐摆脱普钢的行业属性而呈现持续稳定增长。公司的产品结构中，低端碳素结构钢的占比仅为12%，在公司产品高端化、向附加值转化的过程中，新产品不断涌现，效益品种的占比不断提升，如公司轴承钢G20CrNi2Mo 2009年获得铁道部认证，批量向铁路货车厂商供货，目前铁路用轴承套圈及滚动体用钢占国内市场供应量的65%以上，公司在铁路建设大规模投资下受益明显，公司下游的汽车产量尽管环比出现回落，但仍处于高位，具体下游产品弹簧产量高速增长，齿轮产量也在稳定恢复中，因此公司下游行业的高景气度将促成特钢产品量价齐升的局面。

图8 特钢下游需求结构



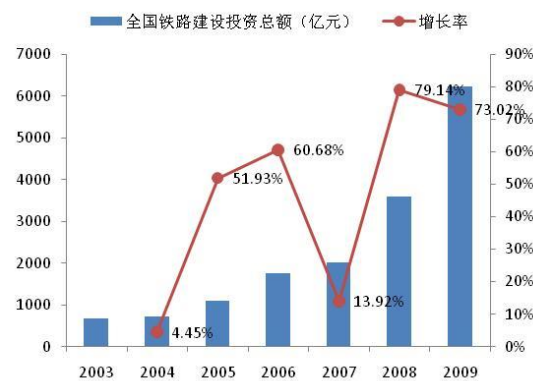
资料来源: 国海证券研究所

图9 公司各系列产品占比



资料来源: 国海证券研究所

图10 铁路建设投资持续高位



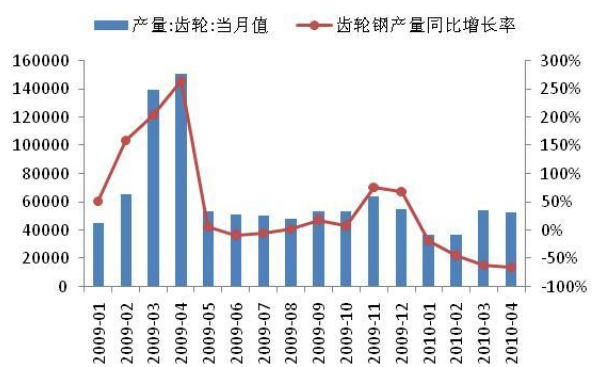
资料来源: 铁道部 国海证券研究所

图11 弹簧产量高速增长



资料来源: wind 国海证券研究所

图12 齿轮产量温和回升



资料来源: wind 国海证券研究所

图 13 汽车产量仍居高位



资料来源:wind 国海证券研究所

特冶锻造工程将确立领先优势

目前,公司真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目年底可完工,同时特殊钢锻造工程项目目前已基本完工,早于规划中的两年建设期,公司规划2010年特冶产品的年销售达5万吨,较2009年4万吨的产品增长25%,特冶能力增强后公司在行业的竞争力将会明显增强,高端产品如高温合金、超高强度钢、工模具钢等对冶炼及加工要求非常高,是特钢中的皇冠产品,面向航空航天、军工、石化等行业,这些产品的高毛利和高售价将从整体上提升公司特钢产品的规格,可实现替代进口、填补国内空白的意图,也可进一步巩固公司的领先优势。

中信泰富原材料控制能力逐渐增强

2010年下半年,中信泰富澳洲铁矿石开采项目的第一条磨机线将投产,全部六条线将于2011年内投入生产,全部投产后铁矿石产能将达到2800万吨,中信泰富承诺其中1/3优先用于供应中信集团在中国的钢厂,公司铁矿石来源因而不再受到海外矿山的钳制。

焦炭方面,中信泰富占比为30%的山东新巨龙煤矿主要生产优质焦煤和动力煤,该煤矿2008年底已近小批量生产,新巨龙2009年共生产原选煤240万吨,计划在2010年生产400万吨,并在未来数年来逐步达到600万吨的设计生产能力,届时公司焦炭来源主要从现货市场采购的局面将得到改观,从而逐步稳固特钢生产的原材料供应端,为公司后续发展夯实基础。

投资评级

我们预测公司2010-2012年每股收益为1.18、1.58、1.97,对应目前的PE水平为9.77、7.29、5.83倍,考虑公司2010年上半年业绩的

稳定增长以及未来良好成长能力及业内地位，我们认为公司价值被低估，维持“买入”的投资评级。

附 盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,492.28	1,865.39	2,364.10	3,755.30	5,000.73	一、营业收入	7,501.77	5,561.18	6,951.48	8,550.32	10,260.39
货币资金	382.02	142.62	898.63	1,600.40	2,649.99	减: 营业成本	7,165.59	5,038.27	6,179.87	7,549.93	8,998.36
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	2.01	0.94	1.54	2.10	2.90
应收款项	465.89	683.52	643.06	920.93	1,027.13	销售费用	68.49	27.00	28.50	35.91	76.95
预付款项	66.82	199.42	151.12	241.73	254.07	管理费用	63.45	97.12	106.83	117.51	129.26
存货	573.56	836.35	667.47	988.03	1,064.89	财务费用	29.47	12.24	11.62	11.04	10.49
其他流动资产	3.98	3.48	3.83	4.22	4.64	资产减值损失	59.22	7.07	3.53	3.18	2.86
非流动资产	1,906.07	1,918.12	1,918.87	1,786.47	1,675.66	加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资及金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,743.45	1,825.19	1,816.43	1,680.71	1,562.68	二、营业利润	113.54	378.54	619.59	830.64	1,039.56
在建工程	111.21	50.45	55.50	61.05	67.15	加: 营业外收入	66.91	7.98	8.78	9.66	10.63
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 营业外支出	1.53	6.09	6.58	7.24	7.96
无形资产及递延性资产	51.41	42.48	46.95	44.71	45.83	三、利润总额	178.92	380.44	621.79	833.07	1,042.22
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税费用	-21.96	47.64	93.27	124.96	156.33
资产总计	3,398.35	3,783.51	4,282.97	5,541.77	6,676.38	四、净利润	200.88	332.79	528.52	708.11	885.89
流动负债	1,357.40	1,699.35	1,640.19	2,155.13	2,368.38	归属母公司净利润	200.88	332.79	528.52	708.11	885.89
短期借款	5.00	135.00	141.75	148.84	156.28	少数股东损益与调整	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	五、总股本(万股)	449.41	449.41	449.41	449.41	449.41
预收账款	126.22	216.88	194.03	286.05	314.83	EPS (元)	0.45	0.74	1.18	1.58	1.97
其他	1,226.18	1,347.47	1,304.41	1,720.24	1,897.27	主要财务比率					
长期负债	284.29	39.65	36.97	38.31	37.64	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	26.98%	-25.87%	25.00%	23.00%	20.00%
其他	34.29	39.65	36.97	38.31	0.00	营业毛利	-29.56%	55.55%	47.56%	29.65%	26.15%
负债合计	1,641.69	1,739.00	1,677.17	2,193.44	2,406.02	EBIT	-43.61%	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	-37.93%	65.67%	58.81%	33.98%	25.11%
股本	449.41	449.41	449.41	449.41	449.41	获利能力					
资本公积	622.30	655.58	688.36	722.78	758.92	毛利率	4.48%	9.40%	11.10%	11.70%	12.30%
留存收益	684.95	939.52	1,468.04	2,176.15	3,062.04	EBIT/收入	2.70%	7.15%	9.13%	9.88%	10.26%
股东权益合计	1,756.66	2,044.51	2,605.81	3,348.33	4,270.36	净利率	2.68%	5.98%	7.60%	8.28%	8.63%
负债和股东权益	3,398.35	3,783.51	4,282.97	5,541.77	6,676.38	ROE	11.44%	16.28%	20.28%	21.15%	20.75%
						ROIC	9.99%	15.27%	19.24%	20.25%	20.01%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						资产负债率	48.31%	45.96%	39.16%	39.58%	36.04%
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利息保障倍数	6.82	27.20	45.47	64.12	84.44
经营活动现金流	356.71	93.90	858.52	814.77	1,174.32	速动比率	0.67	0.60	1.03	1.28	1.66
净利润	200.88	332.79	528.52	708.11	885.89	经营现金净额/当期债务	71.34	0.70	6.06	5.47	7.51
折旧摊销	187.26	150.15	128.77	129.12	130.40	营运能力					
财务费用	25.09	13.64	11.62	11.04	10.49	总资产周转率	2.21	1.47	1.62	1.54	1.54
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款天数	22.36	44.25	33.30	38.77	36.04
营运资金变动	-34.27	-413.42	191.73	-181.20	10.40	存货天数	28.82	59.76	38.88	47.11	42.60
其它	-22.26	10.74	-2.12	147.70	137.13	每股指标 (元)					
投资活动现金流	-56.04	-118.57	-130.42	-143.47	-157.81	EBIT/股本	0.45	0.89	1.41	1.88	2.34
资本支出	-56.04	-118.57	-130.42	-143.47	-157.81	每股经营现金流	0.79	0.21	1.91	1.81	2.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.91	4.55	5.80	7.45	9.50
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
筹资活动现金流	-79.29	-258.52	27.90	30.46	33.09	P/E	25.71	15.52	9.77	7.29	5.83
债务融资	35.00	-200.00	6.75	7.09	7.44	P/B	2.94	2.53	1.98	1.54	1.21
权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	0.69	0.93	0.74	0.60	0.50
其它	-114.29	-58.52	21.15	23.37	25.65	EV/EBITDA	13.69	9.78	6.11	4.13	2.57
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	221.38	-283.19	756.01	701.77	1,049.59						

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。