

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

## 需求有所下滑，2 季度业绩环比至少持平

### 事件描述

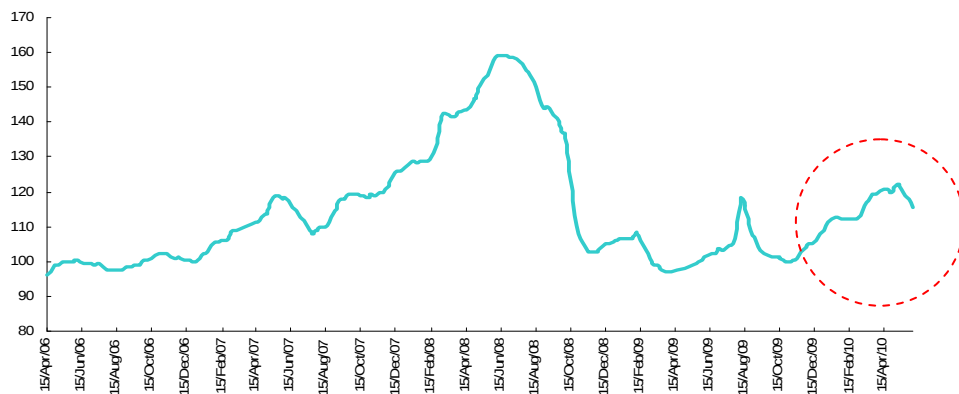
近日，我们走访了大冶特钢，并与公司管理层进行了较为深入的沟通。

### 事件评论

第一，需求有所下滑，但 2 季度业绩环比有望至少持平或小幅上升

国内特钢价格年内持续上涨，在近期需求下滑的影响下开始有所回落。

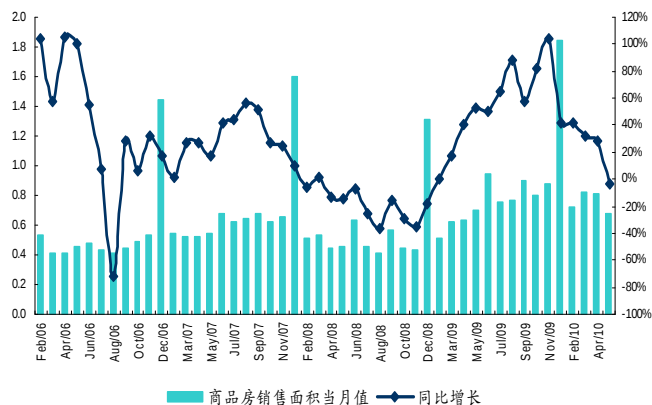
图 1：国内特钢价格年内持续上涨，近期才开始出现小幅回落



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

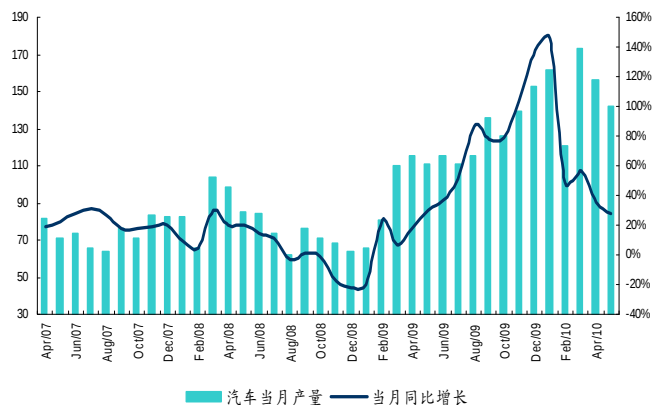
汽车行业的下滑对公司部分产品的影响最为直接和明显，而地产调控所导致的相关制造业下滑是部分间接原因。

图 2：房地产成交量迅速下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：汽车高增速持续回落



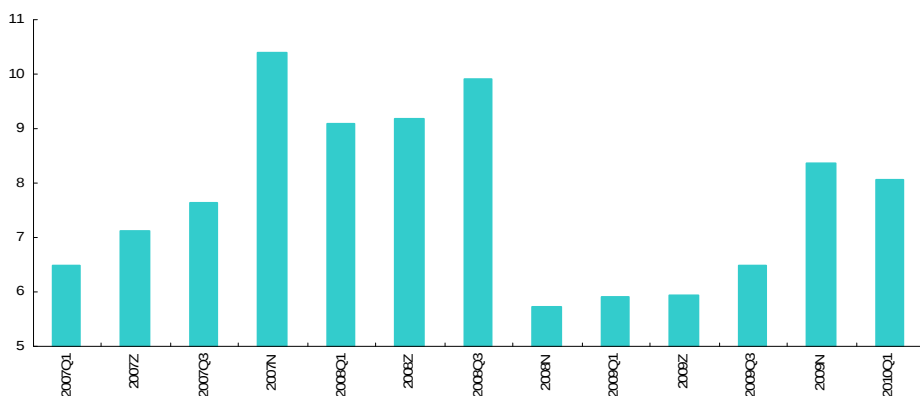
资料来源：Wind，长江证券研究部

公司表示，工程机械方面目前还没有感觉到明显回落。由于 4、5 月份业绩较好，预计 2 季度公司业绩能至少环比持平或小幅上升。

## 第二，较高的原料库存是上半年业绩超预期的重要原因之一

公司前期较高水平的库存中存在着较大比例的原材料占比，因此上半年的矿石上涨并未给公司带来明显的成本压力。

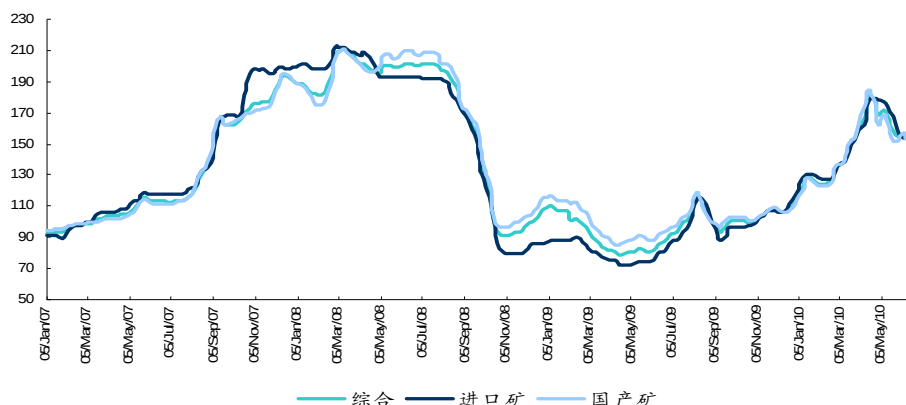
图 4：公司前期原材料库存中，矿石的占比较大



资料来源：Wind，长江证券研究部

- ✓ 由于公司没有进口资质，因此所需进口矿石由母公司新冶钢代为进口，并按采购价格原价转让，无代理费用。按照公司 90 万吨的炼铁能力来看，每年公司所需矿石在 150-160 万吨左右；
- ✓ 公司进口矿石的来源主要以印度为主，还包括部分澳洲和巴西的矿石。同时公司还会根据国内矿与进口矿的价格来调整进口策略；

图 5: 进口矿与国内矿的价格对比, 公司会适度调整进口矿的占比



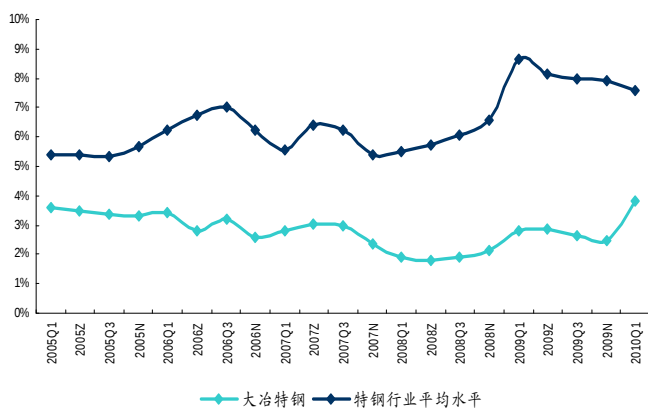
资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

- ✓ 公司所需焦炭主要向中信泰富所投资的中特新华能公司采购, 该公司拥有年产 90 万吨焦炭生产能力, 与公司紧邻, 焦炭质量也较好;
- ✓ 公司每年用电为 7-8 亿度, 均为外购, 平均电价约为 0.66-0.67 元/度。

### 第三, 民营机制使得公司具有较强的费用控制能力, 很难复制

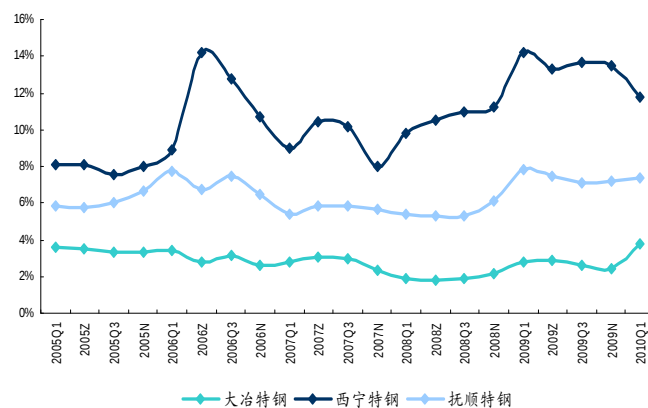
民营的背景使得公司在费用控制方面具有更强的动力, 公司三费水平远低于行业内其他公司及行业平均水平。不过, 虽然公司控制费用的能力毋庸置疑, 但也只能当做个例。这种由于民营机制所带来的管理先进、效率提升和相关配套包袱的减轻, 行业内其他公司很难短期内模仿;

图 6: 公司费用水平远低于特钢行业平均值



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 相比行业内其他公司, 大冶特钢费用也较低



资料来源: Wind, 长江证券研究部

### 第四, 现有产能稳定, 8 万吨特殊钢锻造工程 2011 年投产, 2014 年达产

公司目前铁、钢、材的能力比较匹配, 产能情况主要有:

- ✓ 钢材产能约 110 万吨, 平均每个月产量在 10 万吨附近;
- ✓ 二炼钢与四炼钢合计炼钢产能在 120 万吨左右;
- ✓ 炼铁主要是两座 380m<sup>3</sup> 的小高炉, 能力为 90 万吨左右。

**表 1: 现有产能稳定, 8 万吨特殊钢锻造工程 2011 年投产, 2014 年达产**

| 主要工序    |       | 主要设备                   | 产能        | 主要产品                                                                    | 备注                                                                                        |
|---------|-------|------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 炼铁      | 炼铁厂   | 2*380m <sup>3</sup> 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      |       | 850 轧机                 |           | 开坯轧制                                                                    | 前端工序                                                                                      |
|         | 一轧钢   | 750 轧机                 | 40 万吨     | 棒材                                                                      | 大规格 (190mm 以上)                                                                            |
|         | 二轧钢   | 500 轧机                 | 18-20 万吨  | 弹簧扁钢                                                                    |                                                                                           |
|         | 连轧厂   |                        | 40 万吨     | 棒材                                                                      | 小规格 (10-190mm)                                                                            |
| 特殊钢锻造工程 | 锻钢厂   |                        | 3-5 万吨    | 模具钢                                                                     |                                                                                           |
|         | 热处理厂  |                        | 4-5 万吨    | 银亮材                                                                     | 重复材                                                                                       |
|         | 快锻生产线 | 45MN 快速锻造液压机组等         | 3.5 万吨    | 模具钢, 超<br>高强度钢,<br>高温合金,<br>合结钢, 不<br>锈钢, 合<br>工、轧辊用<br>钢, 轴承<br>钢, 军工钢 | 圆棒: Φ300-1200mm; 方 (扁) 材:<br>100-800×350-1800mm; 锻件 (饼): 外径<br><1800mm, 锻件 (环): 外径<1800mm |
|         | 精锻生产线 | 16MN 精锻机机组等            | 4.5 万吨    |                                                                         | 圆棒: Φ100-700mm; 方 (扁) 材: 80-450 ×<br>200-700mm (项目预计 2011 年投产, 2014 年<br>达产)              |
|         |       |                        |           |                                                                         |                                                                                           |

资料来源: 长江证券研究部

在现有产能稳定的基础上, 产能增加主要来自 2009 年下半年公司投资的两条锻造生产线: 一条是年产 3.5 万吨的 45MN 快锻生产线, 另一条是年产 4.5 万吨的 16MN 精锻生产线, 本项目建设期为 2 年, 由于产品主要是高精尖产品, 因此达产期为 3 年, 预计投产时间为 2011 年, 达产时间为 2014 年。

#### 第五, 维持“谨慎推荐”评级

虽然受益于上半年需求高位及公司前期较高的原材料库存使得公司上半年盈利较好, 不过考虑到接下来的需求下滑及即将面临的成本压力, 我们暂时维持前期的盈利预测, 给予公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.94 元和 1.01 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  | 5767  | 6095  | 6687  | 交易性金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利         | 523   | 646   | 695   | 754   | 应收账款       | 143   | 162   | 171   | 188   |
| % 营业收入     | 9.4%  | 10.1% | 10.2% | 10.1% | 存货         | 836   | 948   | 1002  | 1099  |
| 营业税金及附加    | 1     | 1     | 1     | 1     | 预付账款       | 199   | 231   | 244   | 267   |
| % 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  | 2623  | 2775  | 3042  |
| % 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    | 17    | 25    | 19    | 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     | 0     |
| 营业利润       | 379   | 483   | 518   | 567   | 其他非流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 6.8%  | 7.5%  | 7.6%  | 7.6%  | 资产总计       | 3784  | 4820  | 5247  | 5677  |
| 营业外收支      | 2     | 0     | 0     | 0     | 短期贷款       | 188   | 630   | 573   | 403   |
| 利润总额       | 380   | 483   | 518   | 567   | 应付款项       | 1108  | 1273  | 1345  | 1475  |
| % 营业收入     | 6.8%  | 7.5%  | 7.6%  | 7.6%  | 预收账款       | 217   | 257   | 272   | 298   |
| 所得税费用      | 48    | 60    | 65    | 85    | 应付职工薪酬     | 17    | 17    | 18    | 20    |
| 净利润        | 333   | 423   | 453   | 482   | 应交税费       | 41    | 52    | 55    | 72    |
| 归属于母公司所有者  |       |       |       |       | 其他流动负债     | 129   | 148   | 156   | 171   |
| 的净利润       | 332.8 | 422.9 | 453.0 | 481.5 | 流动负债合计     | 1699  | 2376  | 2419  | 2439  |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS（元/股）   | 0.74  | 0.94  | 1.01  | 1.07  | 应付债券       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表（百万元） |       |       |       |       | 递延所得税负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
|            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 其他非流动负债    | 40    | 40    | 40    | 40    |
| 经营活动现金流净额  | 94    | 601   | 656   | 701   | 负债合计       | 1739  | 2416  | 2458  | 2479  |
| 取得投资收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司     | 2045  | 2404  | 2789  | 3198  |
| 收回现金       |       |       |       |       | 所有者权益      |       |       |       |       |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 股东权益       | 2045  | 2404  | 2789  | 3198  |
| 固定资产投资     | -119  | -464  | -468  | -374  | 负债及股东权益    | 3784  | 4820  | 5247  | 5677  |
| 其他         | 0     | 0     | 0     | 0     | 基本指标       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额  | -119  | -464  | -468  | -374  |            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 债券融资       | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS        | 0.741 | 0.941 | 1.008 | 1.071 |
| 股权融资       | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS       | 4.55  | 5.35  | 6.21  | 7.12  |
| 银行贷款增加（减少） | -200  | 442   | -58   | -170  | PE         | 15.53 | 12.22 | 11.41 | 10.73 |
| 筹资成本       | 59    | -80   | -93   | -92   | PEG        | 1.18  | 0.93  | 0.87  | 0.82  |
| 其他         | -117  | 0     | 0     | 0     | PB         | 2.53  | 2.15  | 1.85  | 1.62  |
| 筹资活动现金流净额  | -259  | 362   | -150  | -262  | EV/EBITDA  | 9.77  | 7.67  | 6.90  | 6.05  |
| 现金净流量      | -283  | 499   | 38    | 65    | ROE        | 16.3% | 17.6% | 16.2% | 15.1% |

### 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 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 易 敏 | 华南区副总经理   | (8621) 68755178 | 13817111316 yimin@cjsc.com.cn      |
| 魏媛红 | 华北区总经理    | (8621) 68751860 | 13681605823 weiyh@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。