

大冶特钢(000708)

谨慎推荐

竞争优势明显,未来发展值得关注!

维持评级

原材料/特钢

发布时间: 2010 年 6 月 30 日

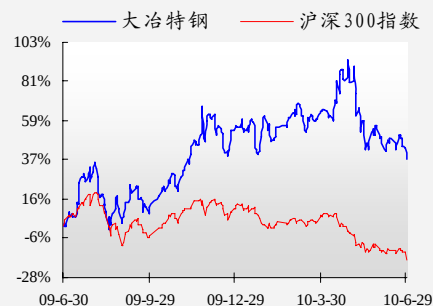
投资要点:

- 特殊钢因其特殊的性能在众多领域内发挥着不可替代的作用。由于较高的制备难度,其制备水平一直是衡量一个国家是否成为钢铁强国的重要标志,其发展前景明显优于普钢。
- 从我国的产业结构来看,机械、汽车、航空航天、电力、能源、军工等各大产业都面临着升级的压力,而这将为中国特殊钢行业提供难得的发展机遇。
- 2009 年,全国 32 家特钢企业共生产特殊钢 7293.69 万吨(包括不锈钢),占当年全国粗钢产量的 12.84%。与发达国家 20% 左右的特钢占比水平相比,明显偏低,仍有较大提升空间。
- 大冶特钢的技术水平和规模均处与行业前列,产品线比较全面。公司的高端轴承钢、高端模具钢、银亮材、军工钢、含硫易切削非调质钢等产品均十分具有市场竞争力。
- 公司产能扩张有限,仅有特冶锻造项目将在未来贡献 8 万吨新增产能。调整产品结构,提升高附加值产品占比仍是公司的希望所在。目前公司的 PB 在 2.18 倍左右,明显高于其它钢铁股。今年上半年以来,公司股价明显走出有别于钢铁股的独立走势。
- 由于特钢产品的发展前景明显好于普钢,而高端特钢产品实际上应属于新材料范畴,再加上较高经营效率和较小的股本,公司相对于普钢公司理应享受一定溢价。结合目前的形势,我们暂给与公司“谨慎推荐”评级。公司长期投资价值值得关注。
- 风险:** 短期需注意特钢下游需求阶段性下滑给钢价和股价带来的风险!

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	556,118	-25.87	33,279	65.67	0.74		13.93	
2010E	621,800	11.81	44,325	33.19	0.99		10.41	
2011E	670,600	7.85	52,449	18.33	1.17		8.81	
2012E	721,900	7.65	59,334	13.13	1.32		7.81	

走势图



市场数据

2010-6-30

收盘价:	10.31 元
52 周最高价:	15.05 元
52 周最低价:	7.50 元
平均持仓成本:	12.24 元

基本数据

2009Q1

总股本(万股):	44,941
流通 A 股(万股):	44,941
每股收益(元):	0.32
每股净资产(元):	4.72
每股经营现金流(元):	0.28
市净率:	2.18

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550108121436

TEL: (8621)6336 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

目 录

一、特钢行业分析	3
1.1 我国特钢发展滞后	3
1.2 特钢结构有待优化，产品档次有待提高.....	3
1.3 行业集中度仍有待提高，规模优势不明显.....	4
1.4 特钢行业的发展空间仍然很大	4
1.5 特钢价格波动小于普钢	5
二、大冶特钢：不求规模最大，但求效益最好	8
2.1 品种齐全，技术先进	8
2.2 特钢产品下游需求好于普钢	9
2.2.1 汽车用钢的发展前景仍然看好.....	9
2.2.2 机械行业需求稳定	10
2.2.3 铁路运输设备行业的景气度较高.....	11
2.3 产能扩张有限，调整产品结构是希望所在.....	11
2.4 管理高效提升盈利能力	12
三、盈利预测和估值分析	14
四、风险	15

一、特钢行业分析

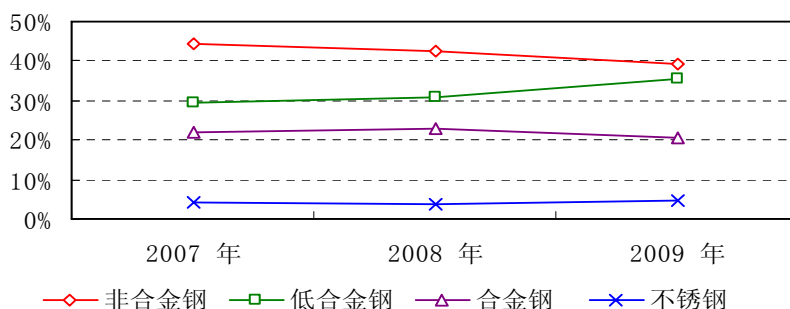
1.1 我国特钢发展滞后

钢铁可分为普钢和特钢两大类。所谓特殊钢就是指具有特殊的化学成分（合金化）、采用特殊的工艺生产、具备特殊的组织和性能、能够满足特殊需要的钢种。与普通钢相比，特殊钢具有更高的强度和韧性、物理性能、化学性能、生物相容性和工艺性能。特钢是衡量一个国家是否成为钢铁强国的重要标志。就普钢而言，宝钢、武钢等一些大型钢厂的技术水平、竞争力与新日铁、浦项等国际一流钢铁企业已经相差无几。但就特钢来说，我国的特钢产业无论从技术、装备，还是从产品档次、竞争力等方面都与世界先进水平有一定差距。

1.2 特钢结构有待优化，产品档次有待提高

从产品结构的角度来看，档次较低的非合金钢和低合金钢在特钢中占比还一直处在 75% 以上的高位。合金钢的占比一直维持在 20% 左右，而档次高、附加值更高的高合金钢的比例则更低，还不到 10%。因此我国特钢产品的冶炼水平和产品档次无疑还有待于进一步提高。

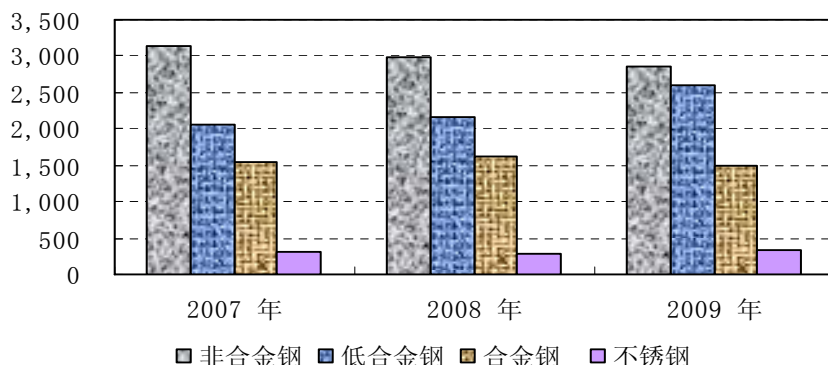
图 1.1 特钢产品结构变化趋势



资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.2 主要特钢产品产量变化

单位：万吨

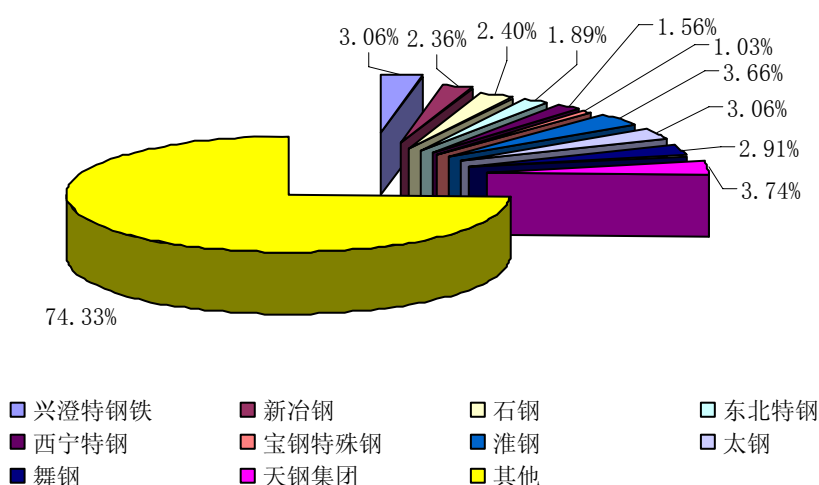


资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

1.3 行业集中度仍有待提高，规模优势不明显

经过近几年的兼并和重组，我国的特钢行业集中度有所提高，目前已经形成东北特钢、中信泰富特钢、宝钢股份特殊钢分公司、江苏沙钢集团淮钢特钢有限公司等四大特钢企业集团和太原钢铁(集团)公司、舞阳钢铁公司、天津钢管集团股份有限公司三大专业化特钢企业为核心的生产格局。行业集中度的小幅提高虽然在一定程度上增强了行业的竞争力，但由于特钢产品小批量、多品种、多规格的特点，目前特钢行业的规模优势并不明显，而且由于加工程序多，成材率低，直接导致产品成本高，毛利率不理想。国内众多特钢公司的经营状况并不如想象乐观就是最好的证明。针对特钢企业，《钢铁产业发展规划》中指出：特钢企业要向集团化、专业化方向发展，鼓励采用以废钢为原料的短流程工艺，不支持特钢企业采用电炉配消耗高、污染重的小高炉工艺流程。鼓励特钢企业研发生产国内需求的军工、轴承、齿轮、工模具、耐热、耐冷、耐腐蚀等特种钢材，提高产品质量和技术水平。来特钢行业走向整合和产品升级是必然的趋势。

图 1.3 2009 年特钢市场份额分布



资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

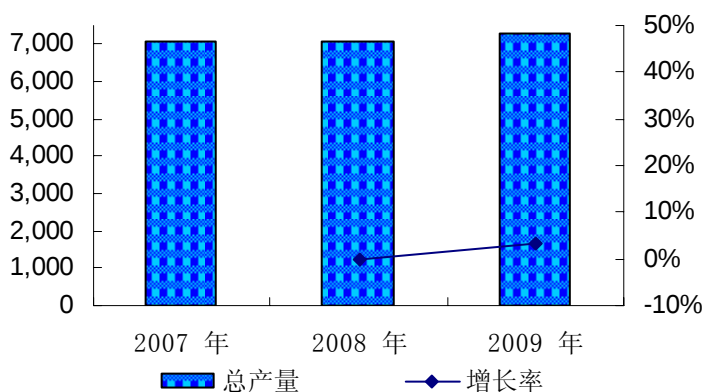
1.4 特钢行业的发展空间仍然很大

近几年，我国的特殊钢总产量变化不大，一直在 7000 万吨左右徘徊。2009 年，全国 32 家特钢企业共生产特殊钢 7293.69 万吨，占当年全国粗钢产量的 12.84%。与发达国家 20% 左右的特钢占比水平相比，我国的特钢占比明显偏低。从中国的产业结构来看，“十二五”期间，中国的机械、汽车、航空航天、电力、能源、军工等各大产业都将进行升级换代，中国将着重提高装备制造业的水平，特别是要提高重大技术装备国产化水平，这将为我国特殊钢行业提供了广阔的市场前景和难得的发展机遇。此外，中国特殊钢出口目前仅占国际市场不足 2% 的市场份额，随着中国生产企业不断增加特殊钢品种、提高质量、降低生产成本，逐步提高综合竞争力，中国特钢必将真正走向世界。

未来几年，特钢重点品如高强度齿轮钢、耐压齿轮钢、冷锻齿轮钢、长寿命弹簧钢、螺旋悬挂弹簧钢、耐延迟断裂高强度钢、微合金钢、易切削钢、石油天然气工业用钢包括油井管、油气输送管、军工配套及高新技术产业用材仍将供不应求。

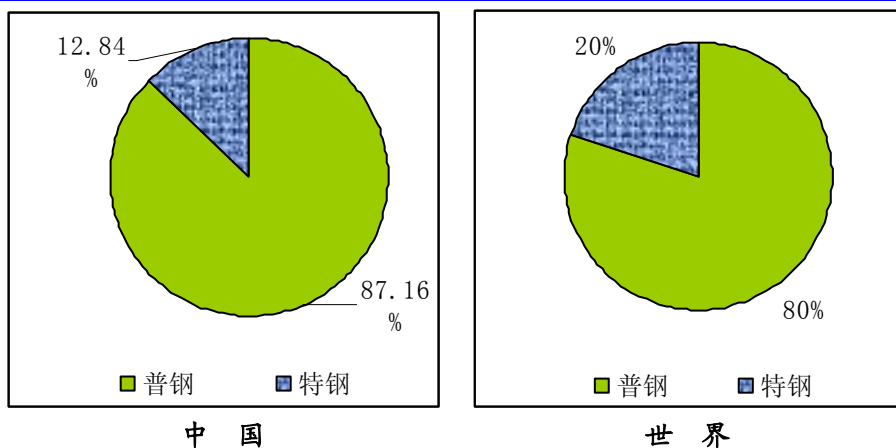
图 1.4 特钢总产量增长缓慢

单位：万吨



资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.5 特钢占比仍有提高可能



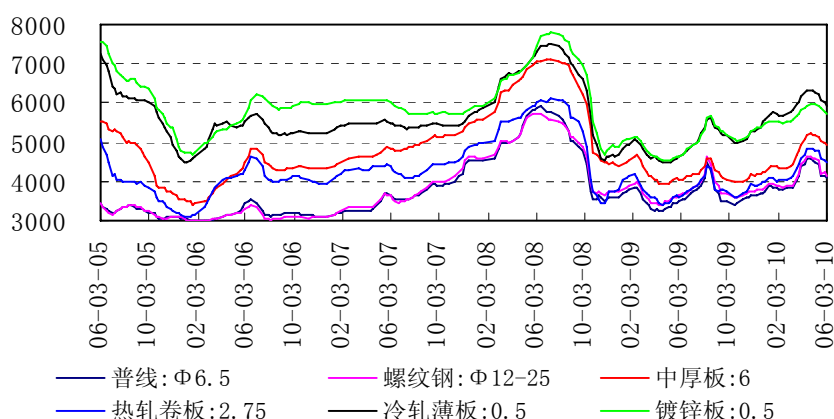
资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

1.5 特钢价格波动小于普钢

从价格走势的上看，普钢产品的价格波动明显较大。近期主要普钢品种的价格均处在调整态势之中，走势较弱。反观特钢，除碳结圆钢和合结圆钢的价格调整明显以外，弹簧钢、轴承钢、齿轮钢和模具钢等主流特钢品种的价格走势仍比较稳健。特钢中的精品，比如高端模具钢，其价格高达数万，基本全部需要进口。特钢中的高温合金技术含量很高，盈利能力很强。我国的特钢冶炼水平基本代表了我国金属新材料的制造水平。

图 1.6 普钢产品价格调整明显

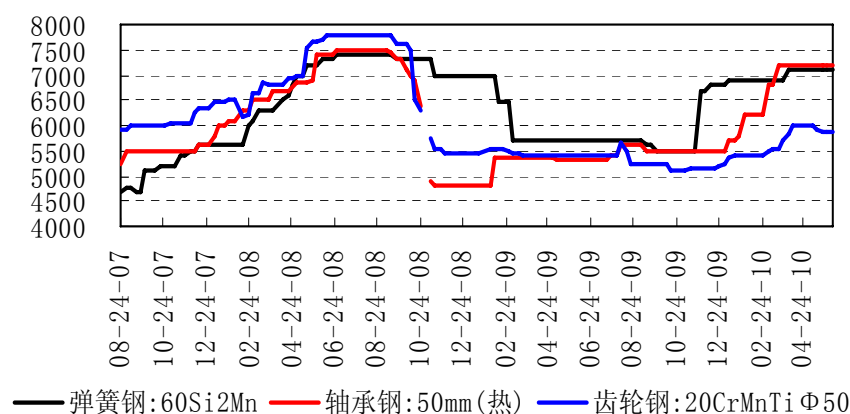
单位：元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.7 弹簧钢、轴承钢、齿轮钢价格走势平稳

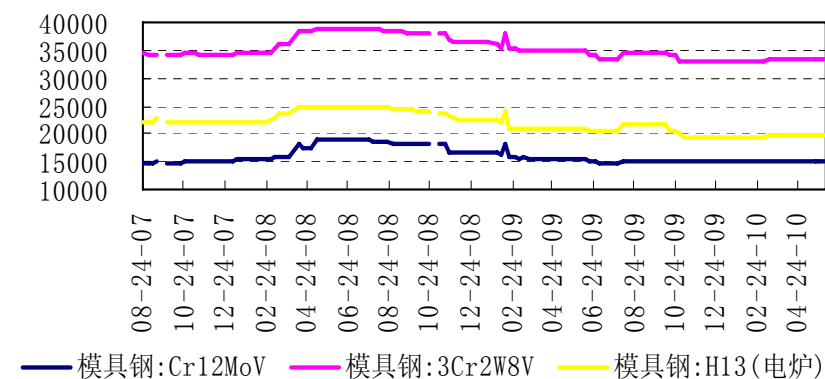
单位：元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.8 模具钢价格走势平稳

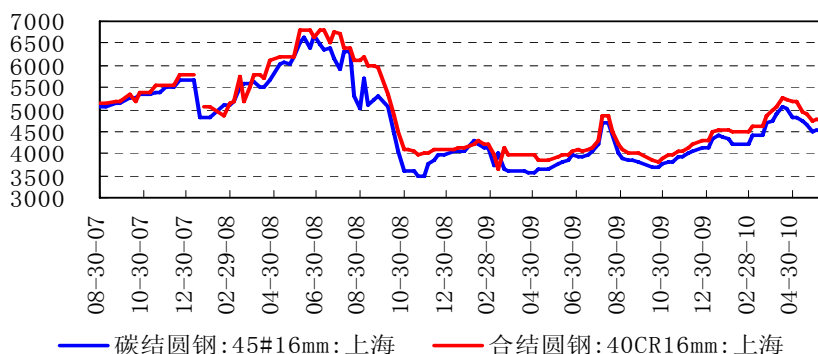
单位：元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.9 炭结圆钢、合结圆钢价格调整明显

单位：元/吨

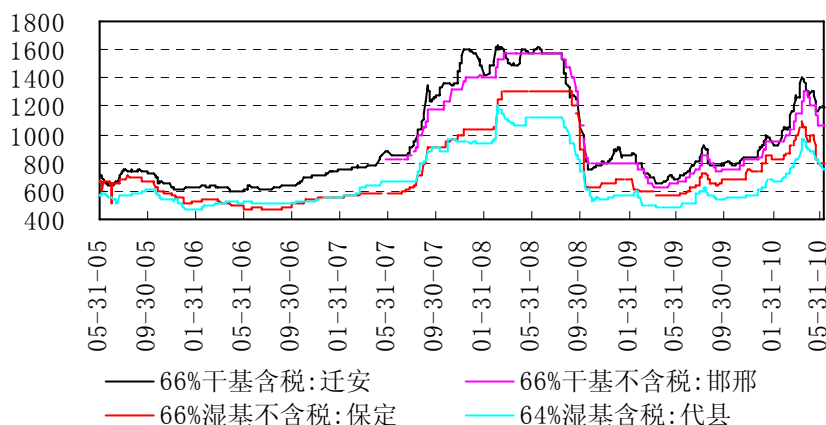


资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

从原材料的角度来看，近期特钢冶炼的主要原材料废钢、铁矿石、金属镍的价格均有所回落。而铬铁、锰铁、钛铁、钼铁和钒铁等辅助原料价格也均比较稳定。目前的原材料价格走势对特钢公司比较有利。

图 1.10 国内主要地区铁矿石价格调整明显

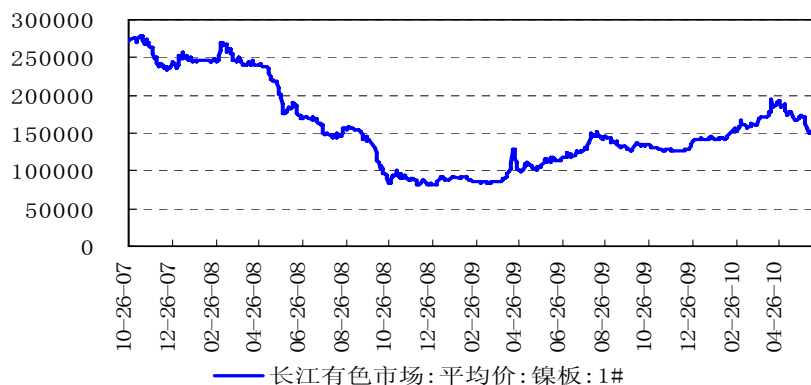
单位：元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.11 国内镍价走势

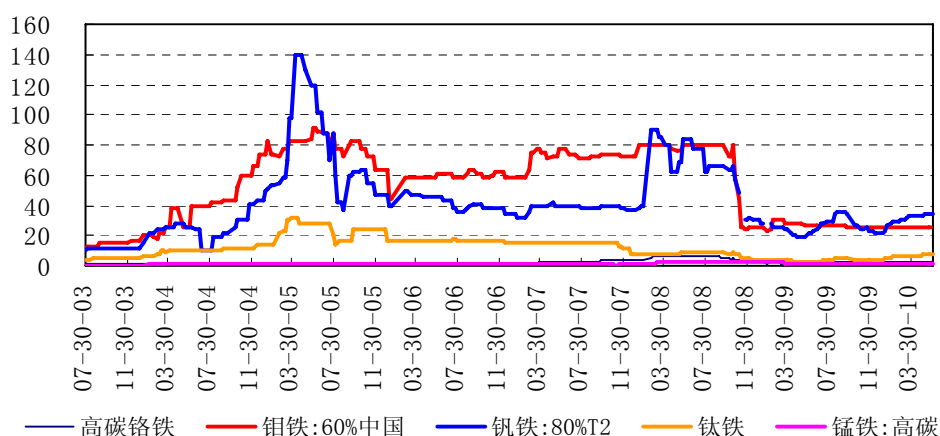
单位：美元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.12 特钢主要辅料价格仍在底部区域

单位：美元/公斤



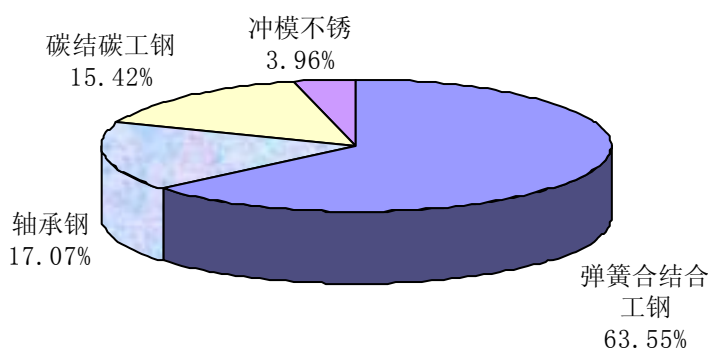
资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

二、大冶特钢：不求规模最大，但求效益最好

2.1 品种齐全，技术先进

大冶特钢的产品涵盖了齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高温合金钢、高速工具钢等主要特钢品种，产品线比较全面。在技术上，公司也实力不俗。公司轴承钢、齿轮钢等十二个品种曾获国家冶金产品实物质量金杯奖。重点科技攻关项目《汽车关键部件用钢研究与开发》等 10 项成果达到国际先进水平。公司节约型易切非调钢等产品获得了国家重点新产品称号。公司的大规格四级系泊链钢也已经通过了美国 ABS、挪威 DNV、英国 LR 等国际著名船级社认证。目前公司产品已经应用于汽车、石油、化工、煤炭、电力、机械制造、铁路运输等行业以及航海、航空、航天等众多领域，畅销国内外，远销世界五大洲近 30 个国家和地区。

图 2.1 公司营收构成（分产品）

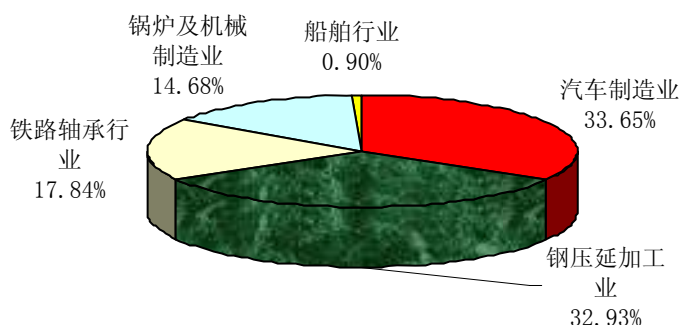


资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

2.2 特钢产品下游需求好于普钢

公司产品主要应用于汽车、压延加工、铁路、锅炉、机械等行业。其中汽车和钢压延加工业对公司的影响最大，铁路、机械等行业对公司的影响较大。由于受国家调控政策的影响，普钢产品，尤其是建筑用钢的需求旺季不旺，比较疲软，并且未来的预期较差。而特钢产品的主要下游，汽车、机械、铁路等行业的需求情况则明显较好。

图 2.2 公司营收构成（分行业）



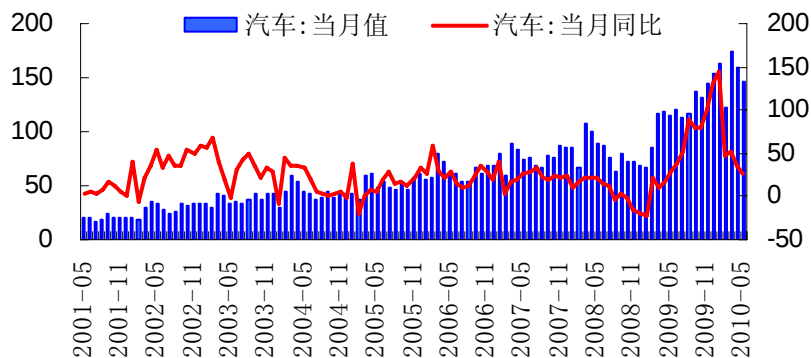
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

2.2.1 汽车用钢的发展前景仍然看好

2010 年 5 月，国内汽车产量为 145.71 万辆，同比增长 26.66%，环比则有 8.9% 的回落。从累积的角度来看，2010 年前五个月，国内汽车总产量就已经高达 765.82 万辆，同比增长 52.42%。虽然短期来看，由于产量大增，库存增加，汽车的销量必然会出现阶段性回落，但从全年的角度来看，汽车行业仍有望实现 10% 以上的增长。此外，据我们的汽车行业研究员预计，在今后 5 年之内，我国汽车行业有望已年均 15% 的复合增长率增长。因此汽车用钢的前景仍然值得看好。

图 2.3 汽车月度产量和增速

单位：万辆、%



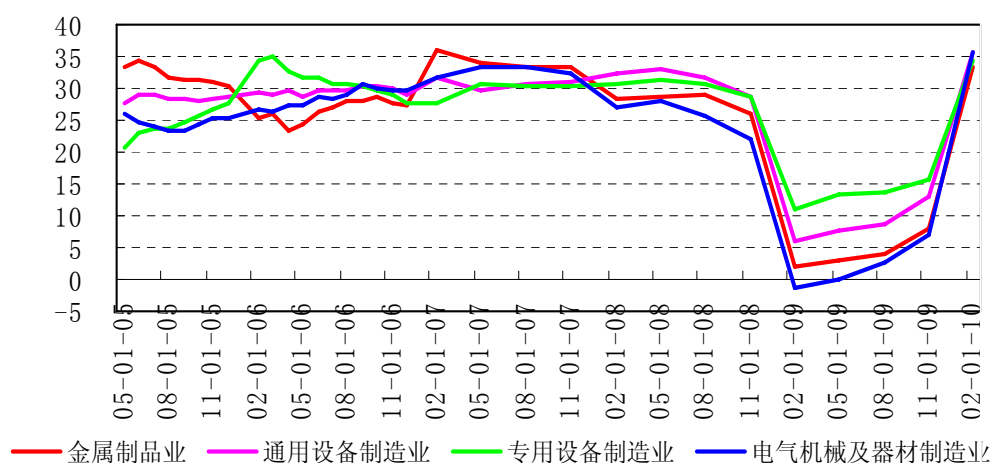
资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

2.2.2 机械行业需求稳定

截至到今年2月份，机械制造业的各子行业的营收增速均呈高速增长态势。各子行业的销售利润率则有所下降，钢材价格的上涨对其影响较大。由于上述数据明显滞后，因此我们结合中国制造业采购经理人指数 PMI 来分析整个机械制造业的实际情况。截至到5月份，PMI 指数已经连续16个月运行在50以上。5月，PMI 指数有所回落，PMI 产成品库存指数则有所上升。6月 PMI 指数仍有下行压力。但我们认为虽然过程可能有所起伏，但就全年来看整个机械行业仍有可能实现15%的增长，将拉动机械用钢需求的增长。

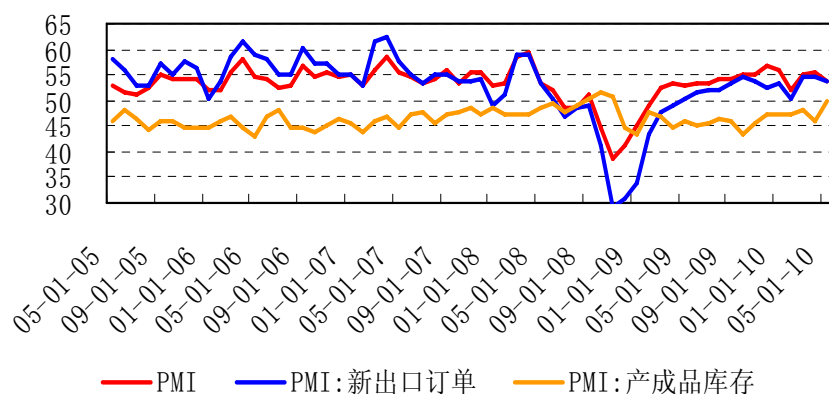
图 2.4 机械制造业各子行业营收增速持续回升

单位：%



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.5 中国制造业采购经理人指数 PMI 走势

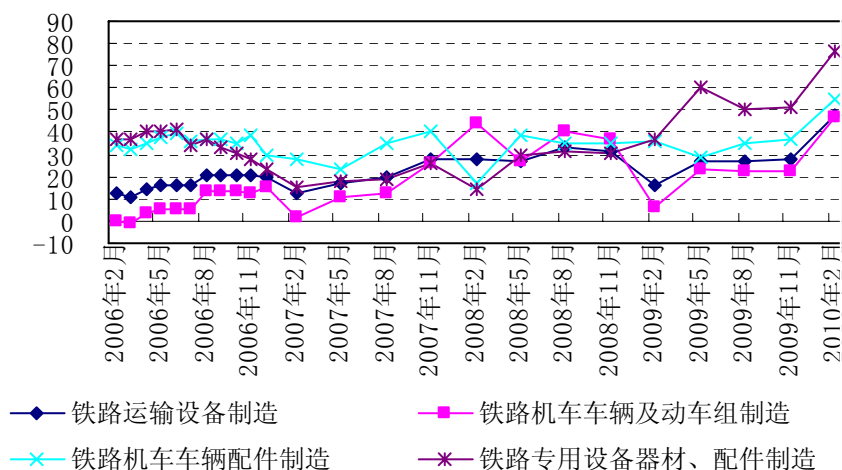


资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

2.2.3 铁路运输设备行业的景气度较高

2008 年以来,我国铁路投资增长迅猛。《中长期铁路网规划》明确提出,到2012 年,中国铁路运营里程将达到11 万公里,电气化率、复线率均达到50%以上,基本建成以“四纵四横”为骨架的全国快速客运网。在整个高铁产业链中,高铁车辆和配件行业的发展前景最好。铁路运输设备制造业的升级必然将给特钢行业带来很好的发展机会。

图 2.6 铁路设备制造业增速处在高位



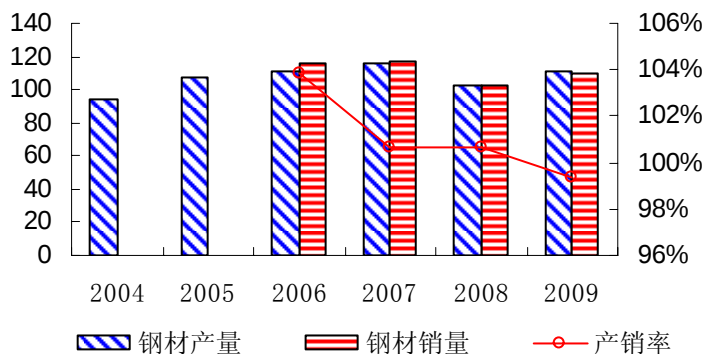
资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

2.3 产能扩张有限, 调整产品结构是希望所在

近几年,公司的钢材产销均在110吨左右徘徊,产能增长缓慢。今后几年,特冶锻造项目将为公司新增8万吨左右超高强钢和工模具钢等大型轧材的产能。未来公司的重点将在高端铁路轴承钢、高级工模具钢、新型易切削非调钢、超超临界锅炉用钢、航空航天用高温合金、高性能锻材锻件等高端产品开发上下功夫。因此短期来看,调整产品结构,增加高附加值产品仍是公司的希望所在。

图 2.7 产量增长缓慢

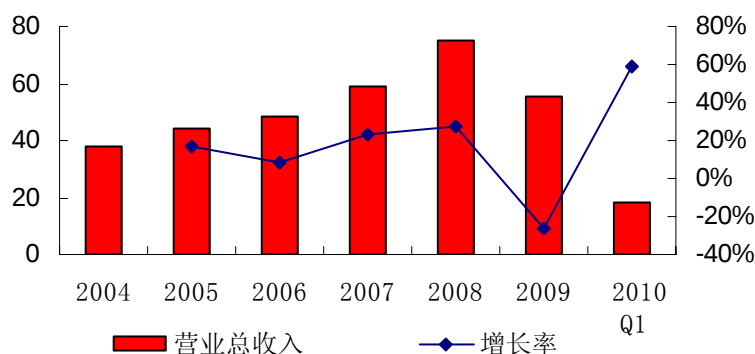
单位: 万吨、%



资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.8 营收增速和增长率

单位：亿元



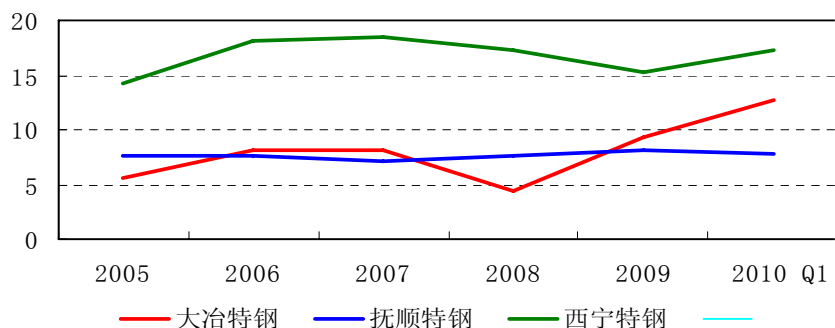
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

2.4 管理高效提升盈利能力

通过比较大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢等三家可比公司的盈利能力可以发现，大冶特钢的毛利率并不是最高的，但其净利润率却是三家公司中最高的。究其原因，公司的竞争力就在于其管理效率明显高于其他两家公司。公司的管理费用率、销售费用率和财务情况都好于其它两家公司。高效率，财务负担小是公司更被看好的重要原因之一。

图 2.9 三家可比公司毛利率比较

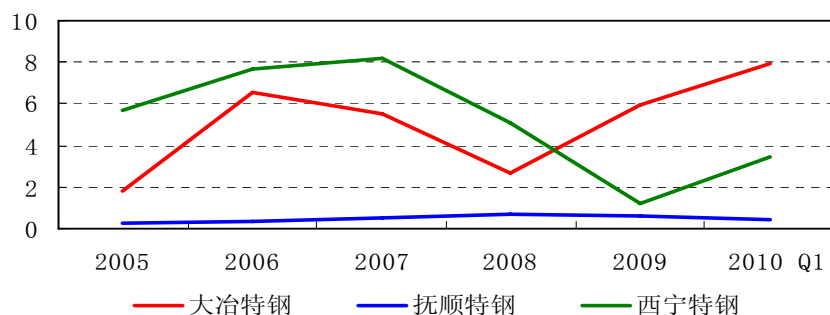
单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.10 三家可比公司净利润率比较

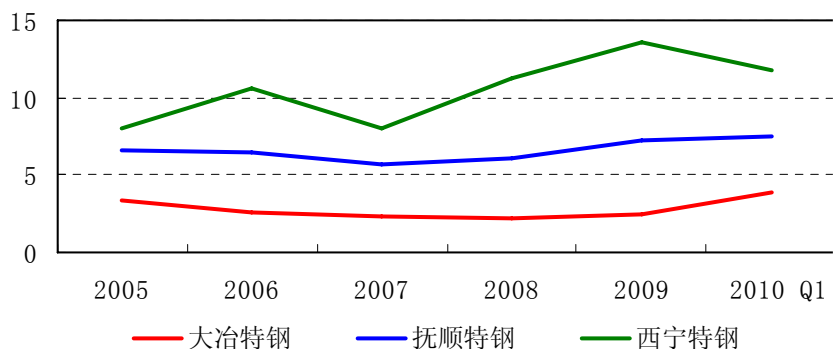
单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.11 三家可比公司期间费用率的比较

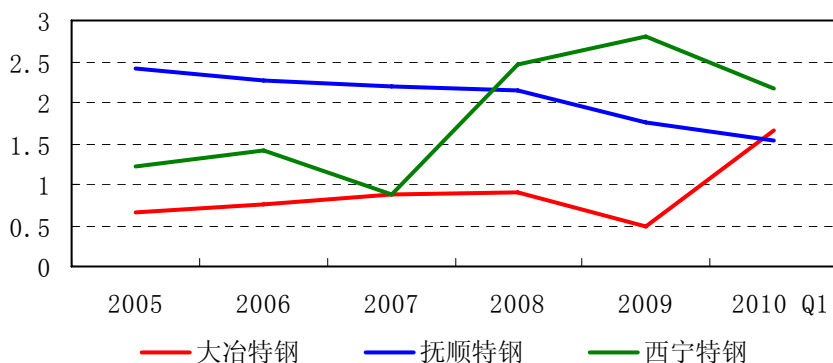
单位: %



资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.12 三家可比公司销售费用率的比较

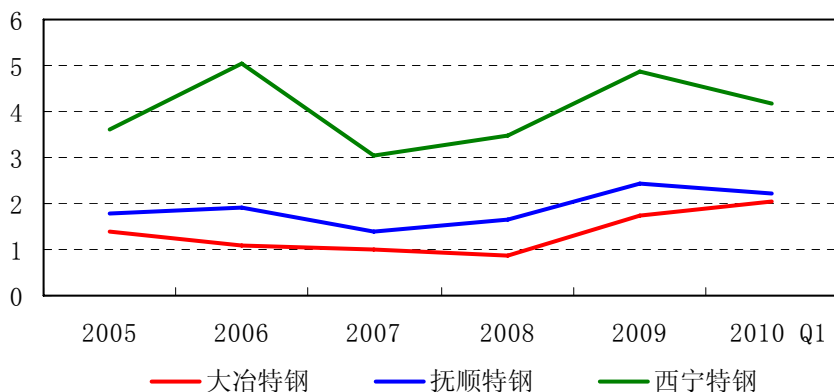
单位: %



资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.13 三家可比公司管理费用率的比较

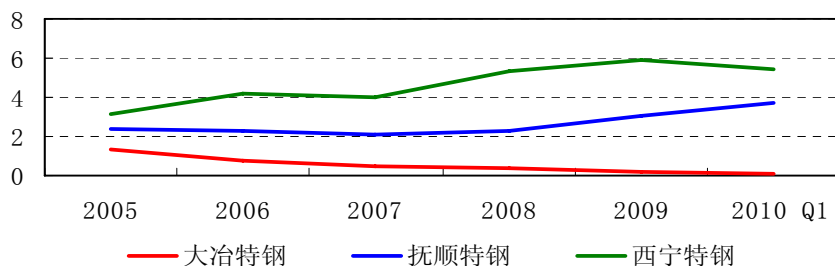
单位: %



资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.14 三家可比公司财务费用率的比较

单位: %

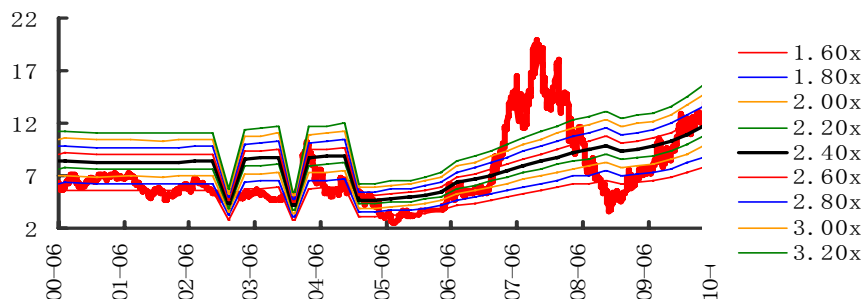


资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

三、盈利预测和估值分析

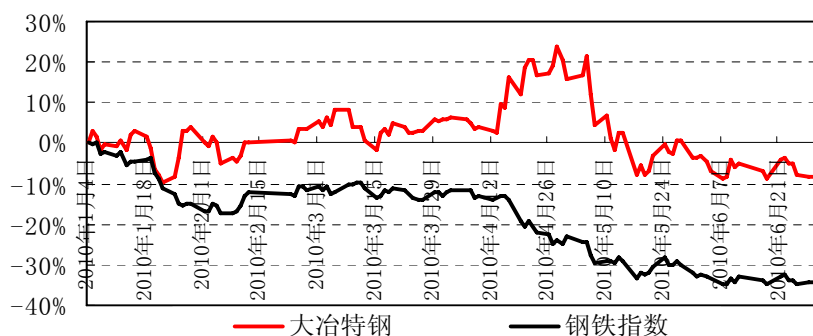
根据我们的预测, 公司 10、11、12 年的每股收益分别为 0.99 元、1.17 元、1.32 元, 对应 2010 年 6 月 30 日收盘价 10.31 元的市盈率分别为 10.41、8.81、7.81 倍。目前公司的 PB 在 2.18 倍左右, 明显高于其它钢铁股。今年上半年以来, 公司股价明显走出有别于钢铁股的独立走势。由于特钢产品的发展前景明显好于普钢, 而高端特钢产品实际上应属于新材料范畴, 加上较高经营效率和较小的股本, 公司相对于普钢公司理应享受一定溢价。结合目前的形势, 我们暂给与公司“谨慎推荐”评级。公司长期投资价值值得关注。

图 3.1 公司 PB-band



资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 3.2 大冶特钢和钢铁指数走势比较



资料来源: 公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

表 3.1 公司利润预测表 (万元)

(单位: 万元)	2,009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	556,118	621,800	670,600	721,900
减: 主营业务成本	503,827	549,566	588,394	628,849
减: 主营业务税金及附加	94	124	134	144
营业费用	2,700	9,327	8,718	7,941
管理费用	9,712	11,192	12,071	12,994
财务费用	1,224	933	1,341	2,166
资产减值损失	707	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	37,854	50,658	59,942	69,806
加: 营业外收入	798	0	0	0
减: 营业外支出	609	0	0	0
三、利润总额	38,044	50,658	59,942	69,806
减: 所得税费用	4,764	6,332	7,493	10,471
四、净利润	33,279	44,325	52,449	59,335
归属于母公司所有者的净利润	33,279	44,325	52,449	59,335
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益 (元)	0.74	0.99	1.17	1.32

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

四、风险

短期需注意特钢下游需求阶段性下滑给钢价和股价带来的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。