

盈利超预期 股价低估 维持买入

公司公告：大冶特钢发布 2010 年度业绩预增公告，全年实现盈利 56188 万元，对应每股收益 1.25 元，较 2009 年增长 69%。

我们的分析：

- 盈利超出市场预期，略高于我们的 1.24 元的盈利预测。2010 全年 1.25 元的每股收益明显高于市场一致预期的 1.1 元（wind）。公司解释为：在产品结构调整、国内外市场开拓、实现管理创新上取得新的进展，钢材的产销量适度增加，高效产品的产销量增幅较大，采购成本得到有效控制，工序成本有所降低，从而克服了钢铁企业普遍面临的利润低位运行的格局，公司的经营业绩上升到一个新的台阶。
- 我们认为优异的盈利主要在于：高效管理下成本的良好控制和产品结构不断优化。2010 年公司高效产品的产销量增幅较大，全年特级轴承钢销量同比增长 216.73%，高级齿轮钢增长 88.33%，关键品种产销同比增长 157.2%，远远高于粗钢 12% 的产量增幅。（见图 1）
- 公司未来将明显受益于高铁快速发展：大冶特钢是国内最大的铁路用渗碳轴承钢供应商（约占 65%），近三年铁路轴承占公司收入 17%，主营利润占比达 21%，另外公司部分弹簧钢也应用于铁路行业，在国内钢铁公司，大冶业务收入与铁路相关性最高
- 我们依然看好大冶未来盈利的强劲表现：良好的订单、产品结构不断提升和中信泰富的高效管理。从订单看，预计未来依然强劲：1) 预计国内汽车和机械产销量将保持在较高水平，铁路高速增长延续。2) 全球汽车和制造业景气回升，特钢出口明显改善。3) 国内特钢（特别是中高端）新增产能少，供给压力小于普碳钢产品。

投资策略：

估值具优势，重申推荐：我们预计 2011、2012 年公司将实现每股收益 1.46 元、1.86 元，未来三年复合增长率达 22%。综合大冶特钢独特于钢铁行业的盈利模式的稳定性、高端制造业属性、未来良好成长性和高效管理的竞争优势，参考目前钢铁行业估值水平，我们认为大冶的合理 P/E 估值应在 20 倍以上，较之目前股价下 2010P/E 仍有 50% 以上的上升空间，目前股价下维持买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888×6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 1 月 24 日） 14.07 元

目标价格 20.00 元

总股本/A 股（亿股） 4.5

A 股市值（亿元） 63

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告发布日期 2011 年 1 月 25 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5561	7320	8454	9410
同比(%)	-26%	32%	16%	11%
归属母公司净利润	333	560	658	837
同比(%)	66%	68%	18%	27%
毛利率(%)	9%	11%	12%	13%
ROE(%)	16%	22%	22%	23%
每股收益(元)	0.74	1.25	1.46	1.86
P/E (倍)	19.1	11.4	9.7	7.6
P/B (倍)	3.1	2.6	2.1	1.7

相关报告

时间

深度研究——夕阳中的朝阳公司

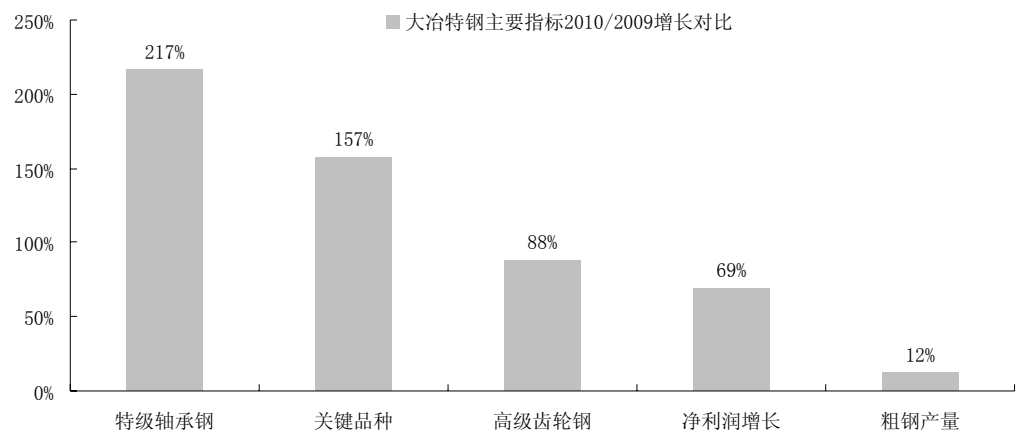
2010-4-18

产品结构不断优化

根据黄石日报的报道：2010 年，公司通过品种结构调整，促进了效益的提升。坚持“市场有需求、发展有潜力”的品种开发方向，打造新的竞争优势。抓住新兴行业和领域，成立了核电用钢、高铁用钢、环件等 9 个攻关组，全年开发核电支撑材料、工程机械非调钢、高速列车电机轴用钢等新产品 164 个。全年特级轴承钢销量同比增长 216.73%，高级齿轮钢增长 88.33%。东钢区域通过提升质量，中高档轴承钢的生产同比增长 44.86%，毛利率由 2009 年的 8.96% 提高到 2010 年的 12%；各成材机组关键品种大幅提升，实现了老装备向中高档产品生产的转变。

(http://www.chinaacc.com/new/184_900_201101/19wa251953965.shtml)

图 1：产品结构不断优化：效益品种产销增速明显高于粗钢产量



资料来源：黄石日报 公司资料 东方证券研究所

我们看好大冶特钢在高端特钢特别是锻件领域的扩展战略：1) 首先，高品质的合结钢、不锈钢、轧辊用钢、轴承钢、军工钢，特别是大型锻材、模块、锻件，其需求一直保持旺盛，即使在金融危机中，受影响也较小，目前公司锻造产能已不能满足现有订单合同；2) 公司在高品质特冶锻造领域的生产和研制方面，具有较强的技术力量和经验积累、有良好的市场准入基础和广阔的销售网络；3) 中信泰富的高效管理将是公司超越竞争对手的重要保障。保守按照吨锻件毛利 1200 计算（行业可比锻件吨钢毛利约 1200-1500 元），预计锻件产能达产后将为大冶特钢贡献 0.2 元 EPS。

表 1：大冶特钢新建产能对 EPS 贡献的测算

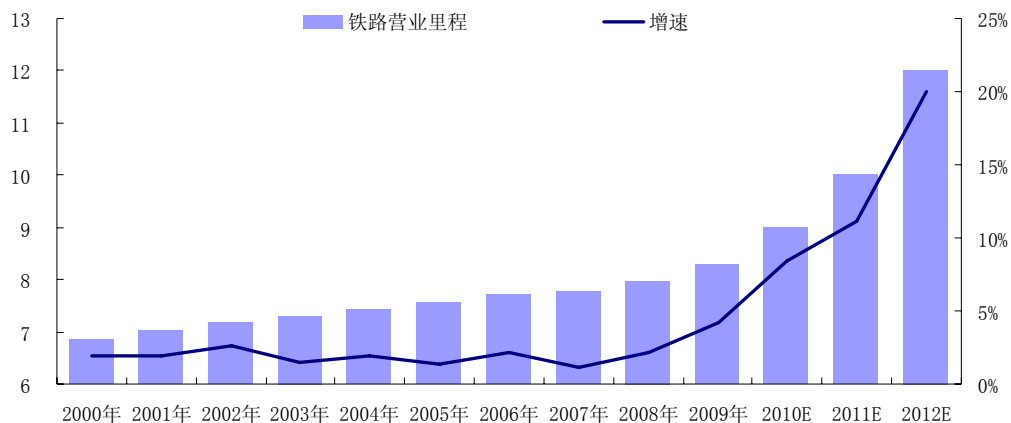
	单位	2010E	2011E	2012E	2013E
新增锻件产量	万吨	5	8	11	12
吨锻件毛利假设	元/吨	800	1000	1100	1200
吨材期间费用假设	元/吨	300	300	300	300
对应 EPS	元	0.05	0.11	0.17	0.20

资料来源：东方证券研究所

受益高铁产业大投资和高端装备制造

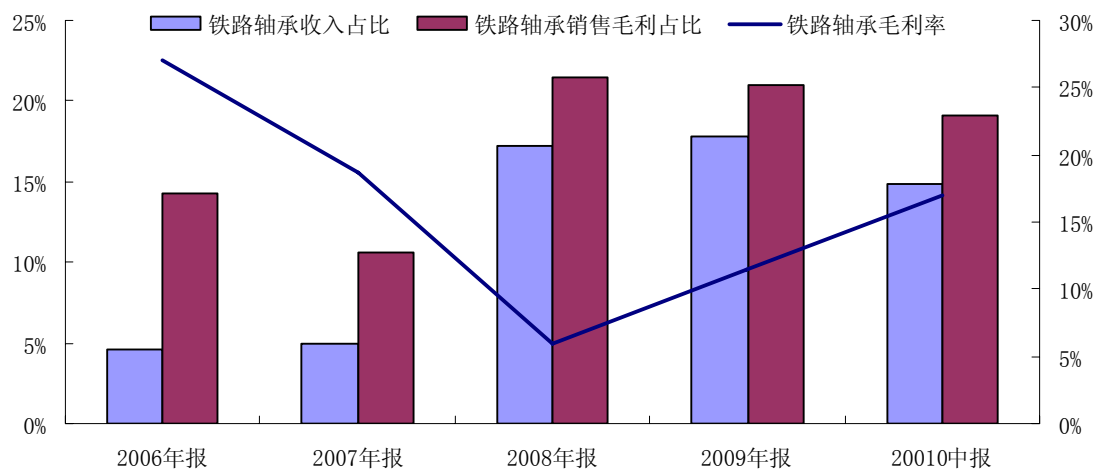
公司未来将明显受益于高铁快速发展：大冶特钢是国内最大的铁路用渗碳轴承钢供应商（约占65%），近三年铁路轴承占公司收入17%，主营利润占比达21%，另外公司部分弹簧钢也应用于铁路行业，在国内钢铁公司，大冶业务收入与铁路相关性最高。

图 2：大冶特钢下游行业---我国铁路投资未来明显加速



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 3：大冶特钢铁路轴承行业业绩贡献



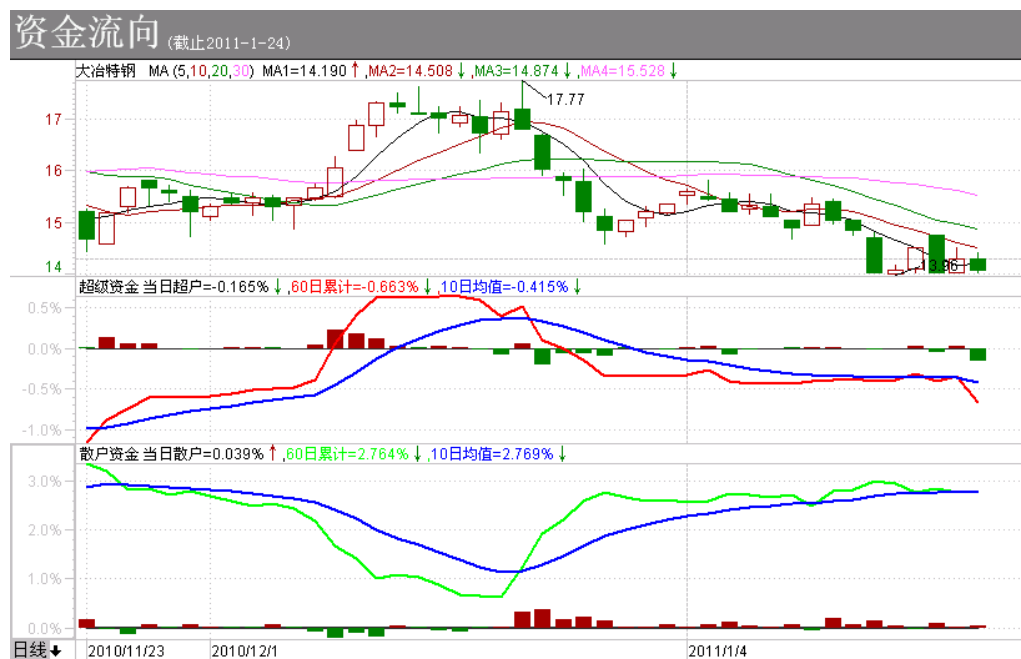
资料来源：CEIC 公司资料 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	12296	11839	13037	15660	营业总收入	25188	27251	31584	37111
现金	4094	2725	3158	3711	营业总成本	23922	26009	30013	35513
应收票据	3823	4136	4794	5632	营业成本	22352	24545	27783	32975
应收账款	1181	1545	1570	1896	销售费用	828	899	1042	1225
预付账款	724	1782	1849	2325	管理费用	451	386	458	539
存货	2370	2900	3114	3796	财务费用	94	109	650	681
非流动资产	5684	6239	21188	21861	其他经营收益	28	16	8	0
长期投资	165	165	165	165	投资净收益	28	16	8	0
固定资产	4655	5093	19898	20782	营业利润	1294	1259	1579	1598
在建工程	549	720	835	557	营业外收入减支出	56	95	-11	371
无形资产	223	241	279	328	利润总额	1350	1354	1569	1969
资产合计	17980	18078	34226	37521	减：所得税	299	203	235	295
					净利润	1051	1151	1333	1674
应付项目	5572	6465	7122	8569	少数股东损益	174	92	107	134
付息负债	2206	1610	16247	17017	归属母公司净利润	877	1059	1227	1540
短期借款	2156	-2674	11595	11903					
长期付息负债	50	4284	4652	5114					
其他负债	361	8	2	3	成长能力				
负债合计	8140	8083	23371	25589	营业收入同比	23%	8%	16%	18%
所有者权益	9681	9995	10854	11932	EBITA 同比	93%	3%	70%	3%
实收资本	1475	1475	1475	1475	归属母公司净利润同比	72%	21%	16%	26%
资本公积	4723	4723	4723	4723	利润水平				
留存收益	3056	3798	4656	5734	销售毛利率	11%	10%	12%	11%
少数股东权益	426	0	0	0	销售净利率	4%	4%	4%	5%
负债和权益合计	17820	18078	34226	37521	整体绩效				
					ROE	9%	11%	11%	13%
经营活动现金流	1791	728	3058	3077	ROIC	10%	10%	7%	7%
净利润	1051	1151	1333	1674	运营效率				
折旧摊销	558	662	1400	1463	应收账款周转率	23.8	20.0	20.3	21.4
营运资金变动	210	-1069	333	-60	存货周转率	10.5	10.3	10.5	10.7
投资活动现金流	-917	-1201	-16341	-2136	偿债能力				
资本支出	-895	-1289	-16357	-2118	流动比率	1.6	3.1	0.7	0.8
长期投资	6	16	8	0	速动比率	1.3	2.4	0.5	0.6
筹资活动现金流	858	-2258	13499	-664	EBITA / I	#DIV/0!	20.3	3.4	3.3
短期借款	-30	-4830	14269	308	资产负债率	45%	45%	68%	68%
长期借款	-26	4234	368	462	每股指标				
普通股增加	300	0	0	0	EPS	0.69	0.72	0.83	1.04
资本公积	3093	0	0	0	每股净资产	6.28	6.78	7.36	8.09
其他	-2479	-1662	-1138	-1434	P/E	12.2	11.7	10.1	8.1
现金净增加额	1731	-2731	217	276	p/B	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn