

业绩优异 锻件盈利可期

事件

公司公告： 2011 一季度大冶特钢实现营收 22.6 亿元，同比增长 25%，实现营业利润 1.8 亿元，同比增长 13.5%，实现净利润 1.6 亿元，每股收益 0.355 元，同比增长 11%。

研究结论

- 公司盈利基本符合我们此前的预期，继续大幅度超越行业平均水平：公司一季度吨钢售价环比、同比提高 4%、16%，成本增幅略低于售价，吨钢利润环比、同比提高 11%、5%至 550 元/吨。
- 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，高品质的特钢需求一直保持旺盛，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。锻件完全达产达效后，将贡献 EPS 超过 0.5 元。
- 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：强劲订单、产品结构不断提升和中信泰富的高效管理，我们认为公司超预期的驱动因素将延续。从订单看，预计 2011 依然强劲：1) 预计国内机械产销量将保持在较高水平，铁路高速增长延续；2) 全球制造业景气明显回升，特钢出口将明显改善。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：

因为锻件投产早于预期，我们上调 2011、2012 年 EPS 至 1.51 元、1.89 元（原为 1.46 元、1.86 元），目标价 25 元。目前估值具备优势，重申推荐：预期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。目前股价下维持公司买入评级。

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 4 月 22 日) 17.85 元

目标价格 25.00 元

总股本/A 股 (亿股) 4.5

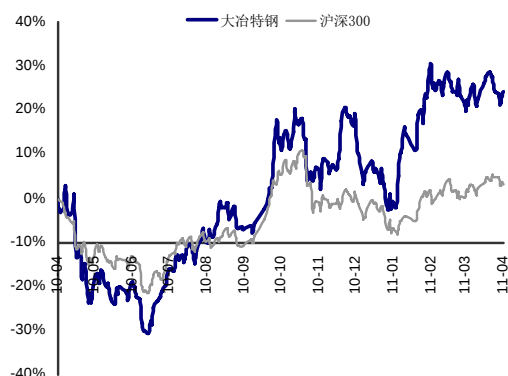
A 股市值 (亿元) 79.99

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告发布日期 2011 年 4 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	2010	2011E	2012E	
营业收入	5561	7893	9287	10044	
同比(%)	-26%	42%	18%	8%	
归属母公司净利润	333	562	677	850	
同比(%)	66%	69%	21%	25%	
毛利率(%)	9%	10%	11%	12%	
ROE(%)	16%	22%	22%	23%	
每股收益(元)	0.74	1.25	1.51	1.89	
P/E (倍)	23.1	13.7	11.3	9.0	
P/B (倍)	3.8	3.0	2.5	2.0	

相关报告

时间

深度研究——夕阳中的朝阳公司

2010-4-18

表 1：大冶特钢季度经营情况

		2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	YOY	QOQ
营业收入	百万元	1811	2044	2014	2025	2264	25.0%	11.8%
营业成本	百万元	1582	1798	1835	1870	2016	27.4%	7.8%
销售费用	百万元	30	34	20	-11	25	-17.5%	-318.7%
管理费用	百万元	37	39	21	18	41	9.3%	120.2%
财务费用	百万元	2	5	3	-2	2	-28.6%	-168.5%
减值损失	百万元				-2.4			
营业利润	百万元	160	168	134	152	182	13.5%	19.4%
利润总额	百万元	165	170	139	168	182	10.7%	8.6%
净利润	百万元	144	149	122	147	160	10.7%	8.6%
EPS	(元)	0.321	0.329	0.271	0.327	0.355	10.6%	8.6%
销售毛利率	(%)	12.67	12.01	8.87	7.63	10.98	-13.3%	43.9%
粗钢产量	(万吨)	30.7	33.2	33.0	30.7	33.0	7.6%	7.5%
吨钢成本	(元/吨)	5158	5411	5561	6089	6108	18.4%	0.3%
吨钢售价	(元/吨)	5905	6150	6102	6593	6861	16.2%	4.1%
吨钢毛利	(元/吨)	748	739	541	503	754	0.8%	49.8%
吨钢费用	(元/吨)	226	234	134	16	203	-10.3%	1200.2%
吨钢利润	(元/吨)	522	504	407	495	550	5.4%	11.1%

资料来源：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 1500 计算（行业可比锻件吨钢毛利约 1200-2500 元），预计锻件今年可以生产 6 万吨，（4 月 10 日公司特冶锻造 45MN 快锻机组热负荷试调成功）可以为大冶特钢贡献 0.14 元 EPS。

表 1：大冶特钢新建产能对 EPS 贡献的测算

	单位	2010	2011E	2012E	2013E
新增锻件产量	万吨	1	6	10	12
吨锻件毛利假设	元/吨	900	1500	2000	2500
吨材期间费用假设	元/吨	300	300	300	300
对应 EPS	元	0.01	0.14	0.33	0.51

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	1865	2199	3042	3270	营业总收入	5561	7893	9287	10044
现金	143	278	325	352	营业总成本	5183	7279	8471	9073
应收票据	544	417	743	804	营业成本	5038	7085	8247	8819
应收账款	139	199	232	251	销售费用	27	72	84	90
预付账款	199	165	330	353	管理费用	97	116	121	131
存货	836	1138	1319	1411	财务费用	12	8	19	16
非流动资产	1918	2338	2173	2318	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1825	1805	1940	2061	营业利润	379	614	816	971
在建工程	50	254	180	192	营业外收入减支出	2	28	-18	29
无形资产	29	28	46	50	利润总额	380	642	797	1000
资产合计	3784	4537	5215	5589	减：所得税	48	80	120	150
					净利润	333	562	677	850
应付项目	1385	1578	1649	1764	少数股东损益	0	0	0	0
付息负债	188	188	485	64	归属母公司净利润	333	562	677	850
短期借款	135	5	389	-52					
长期付息负债	53	183	95	116					
其他负债	167	232	0	0	成长能力				
负债合计	1739	1998	2134	1828	营业收入同比	-26%	42%	18%	8%
所有者权益	2045	2539	3081	3761	EBITA 同比	186%	58%	36%	17%
实收资本	449	449	449	449	归属母公司净利润同比	66%	69%	21%	25%
资本公积	486	486	486	486	利润水平				
留存收益	1109	1604	2146	2826	销售毛利率	9%	10%	11%	12%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	6%	7%	7%	8%
负债和权益合计	3784	4537	5215	5589	整体绩效				
					ROE	16%	22%	22%	23%
经营活动现金流	392	583	425	979	ROIC	14%	19%	19%	21%
净利润	333	562	677	850	运营效率				
折旧摊销	143	153	147	156	应收账款周转率	40.2	46.7	43.1	41.6
营运资金变动	-84	-132	-399	-26	存货周转率	7.9	8.0	7.6	7.4
投资活动现金流	-155	-573	19	-302	偿债能力				
资本支出	-163	-336	-227	-293	流动比率	1.2	1.4	1.5	1.9
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.7	0.7	0.8	1.1
筹资活动现金流	-477	126	-397	-651	EBITA / I	37.8	-2281.5	43.1	379.9
短期借款	130	-130	384	-442	资产负债率	46%	44%	41%	33%
长期借款	-330	130	-88	21	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.74	1.25	1.51	1.89
资本公积	0	0	0	0	每股净资产	4.55	5.65	6.86	8.37
其他	-277	126	-694	-231	P/E	23.1	13.7	11.3	9.0
现金净增加额	-239	135	47	26	p/B	3.8	3.0	2.5	2.0

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