

2011 年 07 月 28 日

钢铁

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 8.52

目标价(元): 13.10

抚顺特钢(600399)

打造最强最大的高端特钢

投资评级: A—买入(首评)

能源材料组: 余宝山

执业证书编号: S0890510120006

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

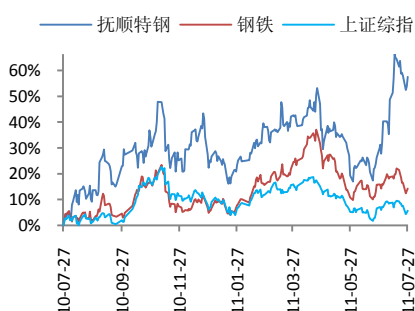
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	52000.00
流通 A 股/B 股(万股)	23246.49/0.00
资产负债率(%)	73.66
每股净资产(元)	3.21
市净率(倍)	2.92
净资产收益率(加权)	0.33
12 个月内最高/最低价	9.16/5.31

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

公司 23 日公告, 公司第二大股东抚顺特殊钢(集团)有限责任公司破产财产按照法定程序, 已进入抚顺市产权交易中心, 公开征集受让方。28 日公告, 东北特殊钢集团有限责任公司作为唯一申请受让人, 以承担抚钢集团破产财产整体转让底价 123,239 万元的方式, 受让抚钢集团经评估的全部资产。

◎主要观点:

◆**控制力进一步加强 期待特钢业务整体上市。**目前公司第二大股东抚顺特钢集团持有 13.11% 的股权, 目前正在破产清算。东北特殊钢集团有限责任公司作为唯一申请受让人, 受让后持股 58%, 将绝对控股。这有利于开展将集团下的另外两块特钢资产——北满特钢、大连特钢注入到上市公司(抚顺特钢), 注入后产能将达到 280 万吨, 将打造成为国内最大、最强的特钢公司。北满特钢、大连特钢目前经营良好, 且有发展潜力。

◆**打造产品核心竞争力 高盈利产品值得期待。**核心产品增速: 10 年高温合金产量同比增长 34%, 工模具钢同比增长 49.44%, 不锈钢同比增长 23%, 轴承钢同比增长 112%。其中最值得关注的是具有军品绝对领先地位的高温合金钢, 10 年收入占 11%, 但由于产品价格高, 毛利率达 42%, 利润贡献占 58.3%。公司新建真空感应炉进展顺利。高温合金钢有望新增产能 3000 吨, 即实现翻番, 11 年将释放, 按目前毛利计算, 达产将增厚业绩约 0.45 元/股。

◆**军工特钢材料发展空间巨大** 公司为我国的航天军工事业以及多项国家重点工程、国防工程提供了大批关键的特种钢新型材料, 目前我国各种现代化武器装备所使用的特种钢材料, 有 81% 来自抚顺特钢。十二五期间将大力发展军工领域, 而军工特钢材料的研发 70% 依托抚顺特钢。公司发展前景看好。

◆**生铁成本有望降低** 目前公司没有高炉, 炼钢所需生铁从市场采购, 约 45 万吨, 大连特钢 1260 立方高炉即将投产, 如注入上市公司, 有望降低铁水成本。假设铁水成本降低 200 元, 则能降低成本约一个亿。

◆**我们预测公司 11 年业绩将出现大幅提升, 此后步入增长期, 11-13 年实现 EPS0.48、0.50、0.59 元, 对应市盈率为 17.73、12.45、10.77 倍, 考虑军工板块及新材料的估值, 则公司估值有很大提升空间。我们给予买入评级。**

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	4177.15	5281.59	1470.58	5779.47	6319.94	6935.90
同比增速(%)	-22.06	26.44	5.92	9.43	9.35	9.75
净利润(百万)	26.61	31.15	5.47	249.82	355.75	411.38
同比增速(%)	-23.45	17.07	-59.40	701.98	42.40	15.64
毛利率(%)	8.22	7.70	8.41	12.00	13.81	13.80
每股盈利(元)	0.05	0.06	0.01	0.48	0.68	0.79
ROE(%)	1.63	1.87	0.33	13.06	15.68	15.35
PE(倍)	170.4	142.0		17.73	12.45	10.77

1.期待特钢业务整体上市 产能实现成倍增长

1.1.北满特钢

北满特钢是国内轴承钢、冷拔材、合金钢锻材的生产基地，具备年总体冶炼能力 80 万吨以及年总体锻压、加工成材能力 76 万吨，成品钢材可生产轴承钢、汽车钢、齿轮钢、弹簧钢、工模具钢、冷轧辊、无缝管为主的八大类 700 多个品种的优质钢材，产品覆盖全国 29 个省、市、自治区，部分产品远销东南亚和欧美等国家和地区。同时，北满特钢具有国内一流的锻造能力和电渣钢冶炼能力，拥有 3000 吨水压机、3000 吨快锻机、1250 吨水压机各一台以及六台电渣炉，可生产国内最大的电渣锭，在生产火炮用钢、核潜艇用锻钢、坦克用钢、冷轧辊坯、大型高压容器、大型模具钢等锻件方面具有独特优势。

北满基地主要装备包括：进口瑞士康卡斯特 90t 电炉 1 台；30t 电炉 3 台；90tLF 炉 1 台；30tLF 炉 2 台；90tVD 炉 1 台；30tVD 炉 2 台；四机四流弧形方坯连铸机 1 台；电渣炉共 11 台；23 架平立交替全连续棒材连轧机 1 套；3000t 快锻机 1 台；3000t 水压机 2 台；锻锤 3 台； $\varnothing 825 \times 1$ 初轧机 1 套； $\varnothing 500 \times 3$ 横列式中型轧机 1 套。

1.2.大连特钢制品

大连特殊钢制品有限公司（以下简称“大连特钢制品”）前身为成立于 1985 年的大连经济技术开发区特殊钢制品公司，2008 年正式更名为大连特钢制品，注册资本 5,620.95 万元，发行人持有其 100.00% 的股权。大连特钢制品主要从事高速工具钢扁丝、双金属复合带、锯条制造，是目前国内规格最全，品种最多的锯条生产企业。

大连基地主要装备包括：25 吨、40 吨电炉各 2 台；25 吨 LF 炉 3 台；40t LF 炉 2 台；40tVD 炉 1 台；25 吨 AOD 炉 2 台；25 吨 VOD 炉 1 台；电渣炉 5 台；二机二流合金钢（150×150mm）连铸机 1 台； $\varnothing 750 + \varnothing 650 \times 4 + \varnothing 400 \times 6$ 平立布置半连轧机组； $\varnothing 650 \times 1$ 扁钢轧机 1 套；5t 锻锤 2 台；全套由德国引进的合金钢棒线材连轧机 1 套；以及矫直、抛丸、探伤、酸洗、退火等专业配套设施。

1.3.抚顺特钢

公司拥有全国唯一的高温合金棒材专用轧机以及全国仅存的两条高温合金板材生产线之一，处于绝对垄断地位，定价能力强。公司军工钢产量将进入世界前三位。

抚顺基地主要装备包括：超高功率电炉 4 台；60tLF 炉 2 台；60tVD 炉 2 台；30tLF 炉 2 台；30tVD 炉 2 台；30/60tVOD/VHD 炉 1 台；四机四流弧形方坯连铸机 1 台；电渣炉 19 台；非真空感应炉 2 台；真空自耗炉 3 台；真空感应炉 4 台；初轧机、中型轧机各 1 套；24 架棒材连轧机 1 套；方扁材 5 架往复式连轧机 1 套；3500t 快锻机、2000t 快锻机各 1 台；1000t 精锻机 1 台；锻锤 4 台；横列式小型轧机 1 套；1200mm 热轧及冷轧薄板轧机各 2 台；以及矫直、抛丸、探伤、酸洗、退火等专业配套设施。

北满、大连两块注入后，特钢产能将达 280 万吨。将打造成为国内最大、最强的特钢公司。北满特钢、大连特钢目前经营良好。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3924.23	4555.62	5692.97	5524.18
现金	832.45	1874.91	2078.47	2265.55
应收账款	579.42	534.97	655.01	666.47
其它应收款	64.60	49.78	76.33	61.50
预付账款	203.65	127.93	266.64	148.10
存货	1765.28	1723.61	1999.65	2094.48
其他	478.83	244.42	616.87	288.08
非流动资产	2482.68	2445.25	2477.89	2442.22
长期投资	29.29	29.29	29.29	29.29
固定资产	1773.70	1694.28	1639.34	1565.37
无形资产	3.65	3.44	3.31	3.13
其他	676.05	718.24	805.95	844.43
资产总计	6406.92	7000.87	8170.86	7966.40
流动负债	4463.76	4858.93	5717.21	5151.61
短期借款	2478.70	2688.07	3574.38	2474.04
应付账款	584.14	907.25	559.45	1119.07
其他	1400.92	1263.62	1583.38	1558.49
非流动负债	279.68	228.64	184.59	134.35
长期借款	235.21	186.37	141.22	91.54
其他	44.47	42.27	43.37	42.82
负债合计	4743.43	5087.57	5901.80	5285.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1663.48	1913.30	2269.06	2680.44
负债和股东权益	6406.92	7000.87	8170.86	7966.40

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	141.37	1175.36	-196.48	1721.05
净利润	31.15	249.82	355.75	411.38
折旧摊销	245.31	221.36	242.04	262.98
财务费用	168.03	156.58	172.51	159.45
投资损失	-4.16	-3.53	-3.84	-3.69
营运资金变动	-296.38	549.84	-962.30	890.61
其它	-2.58	1.29	-0.64	0.32
投资活动现金流	-598.65	-181.69	-270.19	-223.95
资本支出	350.27	-34.61	31.23	-34.96
长期投资	-4.16	0.00	0.00	0.00
其他	-252.54	-216.30	-238.97	-258.91
筹资活动现金流	443.89	-346.73	-123.00	-256.22
短期借款	372.31	-186.16	93.08	-46.54
长期借款	235.21	-48.84	-45.14	-49.69
其他	-163.63	-111.73	-170.94	-160.00
现金净增加额	-13.39	646.94	-589.68	1240.88

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5281.59	5779.47	6319.94	6935.90
营业成本	4875.09	5085.65	5447.18	5978.83
营业税金及附加	12.33	13.80	14.92	16.47
营业费用	79.65	94.36	99.25	111.08
管理费用	106.17	92.47	114.08	118.09
财务费用	168.03	156.58	172.51	159.45
资产减值损失	12.23	5.58	10.37	9.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.16	3.53	3.84	3.69
营业利润	32.25	334.56	465.48	546.63
营业外收入	10.32	6.46	8.39	7.42
营业外支出	2.20	1.48	1.84	1.66
利润总额	40.37	339.54	472.02	552.40
所得税	9.22	89.72	116.27	141.02
净利润	31.15	249.82	355.75	411.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	31.15	249.82	355.75	411.38
EBITDA	427.44	690.43	856.06	941.85
EPS（元）	0.06	0.48	0.68	0.79

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.44%	9.43%	9.35%	9.75%
营业利润	-10.85%	937.31%	39.13%	17.44%
归属母公司净利润	17.07%	701.98%	42.40%	15.64%
获利能力				
毛利率	7.70%	12.00%	13.81%	13.80%
净利率	0.59%	4.32%	5.63%	5.93%
ROE	1.87%	13.06%	15.68%	15.35%
ROIC	3.18%	7.08%	7.62%	9.48%
偿债能力				
资产负债率	74.04%	72.67%	72.23%	66.35%
净负债比率	163.15%	152.69%	165.85%	97.49%
流动比率	0.88	0.94	1.00	1.07
速动比率	0.48	0.58	0.65	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.86	0.83	0.86
应收账款周转率	10.87	10.37	10.62	10.50
应付账款周转率	8.04	6.82	7.43	7.12
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.48	0.68	0.79
每股经营现金	0.27	2.26	-0.38	3.31
每股净资产	3.20	3.68	4.36	5.15
估值比率				
P/E	0.00	17.73	12.45	10.77
P/B	0.00	2.32	1.95	1.65
EV/EBITDA	4.50	7.99	7.19	5.12

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。