

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度收入持平毛利率下降, 净利润略下滑维持高位

事件描述

大冶特钢今日公布 2011 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 45.39 亿元, 同比增长 17.74%; 营业成本 40.58 亿元, 同比增长 20.07%; 实现归属于母公司所有者净利润 3.18 亿元, 同比增长 8.36%; 实现 EPS 为 0.71 元。其中 2 季度公司实现营业收入 22.75 亿元, 同比增长 11.28%; 营业成本 20.42 亿元, 同比增长 13.58%; 实现归属于母公司所有者净利润 1.58 亿元, 同比增长 5.86%; 2 季度实现 EPS 为 0.35 元, 1 季度 EPS 为 0.36 元。

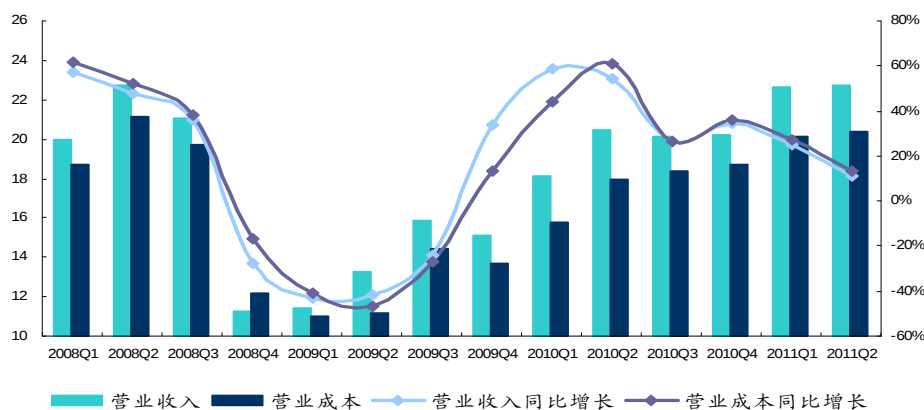
公司上半年生产完成钢产量 66.96 万吨, 同比增长 4.79%; 钢材 66.91 万吨, 同比增长 0.24%; 钢材销售量为 66.96 万吨, 同比略有降低。

事件评论

第一, 2 季度营业收入与营业成本同比均增长但增速下降, 环比 1 季度小幅增长但基本维持平稳

2 季度公司实现营业收入 22.75 亿元, 同比增长 11.28%, 1 季度收入同比增速为 25.01%; 营业成本 20.42 亿元, 同比增长 13.58%, 1 季度同比增速为 27.43%; 实现归属于母公司所有者净利润 1.58 亿元, 同比增长 5.86%; 2 季度实现 EPS 为 0.35 元, 1 季度 EPS 为 0.36 元。

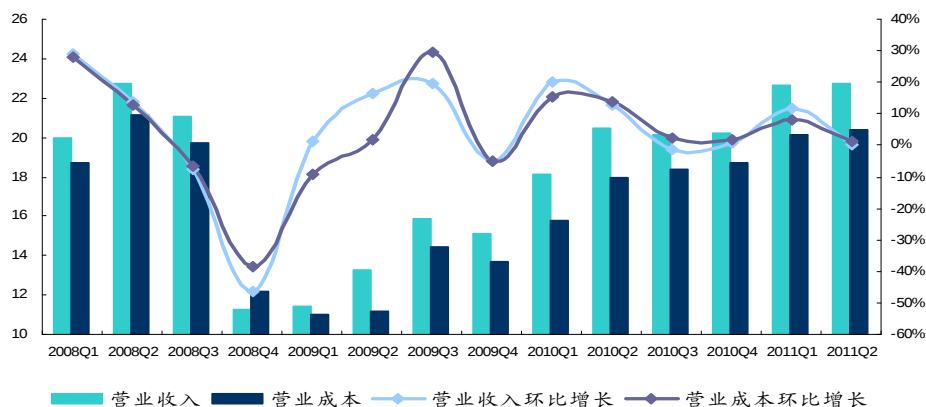
图 1: 2 季度营业收入与营业成本同比均增长, 但增速均下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

环比来看, 2 季度营业收入环比增长 0.47%, 1 季度收入环比增速为 11.86%; 营业成本环比增长 1.30%, 1 季度成本环比增速为 7.81%。

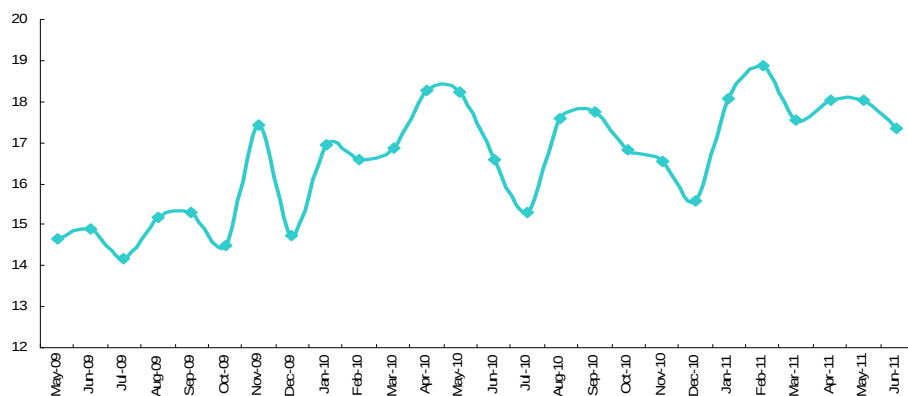
图 2：2 季度营业收入与营业成本环比基本持平，增速有所下滑



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

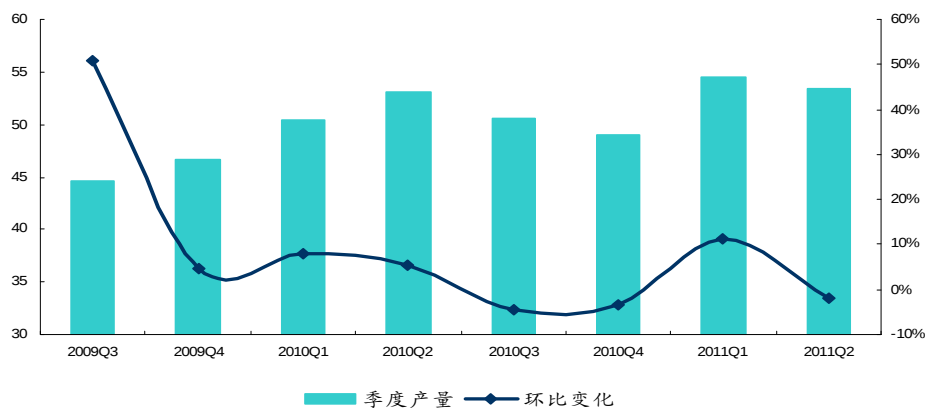
产量方面，4、5 月公司产量均保持高位运行，6 月小幅下滑。2 季度综合产量环比 1 季度基本维持平稳，公司现有产能已经基本完全发挥。

图 3：2 季度各月份产量环比 1 季度基本仍维持平稳



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 4：2 季度产量环比 1 季度小幅下降但基本持平



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

在需求端面临一定压力的情况下，公司产能依然维持满产，主要原因有以下几点：

- 上半年公司努力提高直供比，开发新用户、拓展高端市场，强化国内市场的开发，扩大战略客户，目前公司职工比例已经达到 83%，同比增长 5%。同时开发新用户 45 家，销售钢材占内销总量的 12%以上；
- 虽然低端市场面临较大竞争压力，但高端产品市场仍面临一定的溢价优势。公司积极调整品种结构：1、上半年银亮材、军工、高合金钢分别同比增长 27%、14%、6%；2、锅炉管坯、工程用钢、锚链钢、易切削钢分别同比增长 36%、47%、125%、22%；3、积极开拓环件市场，实现全部销售；
- 公司抓住国际市场需求较旺的契机，出口钢材 12.43 万吨，同比增长 55%；实现创汇额 1.19 亿美元，同比增长 104%；出口高效合金钢、轴承钢分别同比增长 6.6 倍、34%，出口欧美市场钢材同比增长 8.5 倍。

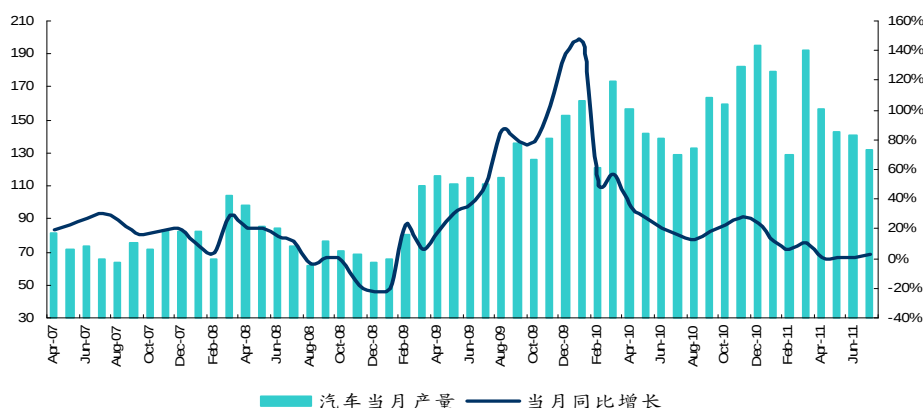
表 1: 上半年公司出口销售收入同比增长幅度较大

地区	营业收入	营业收入比上年同期增减 (%)
华北	13.82	30.43%
华东	13.82	19.16%
中南	11.92	-13.01%
西部	1.33	28.09%
国外	7.76	102.51%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

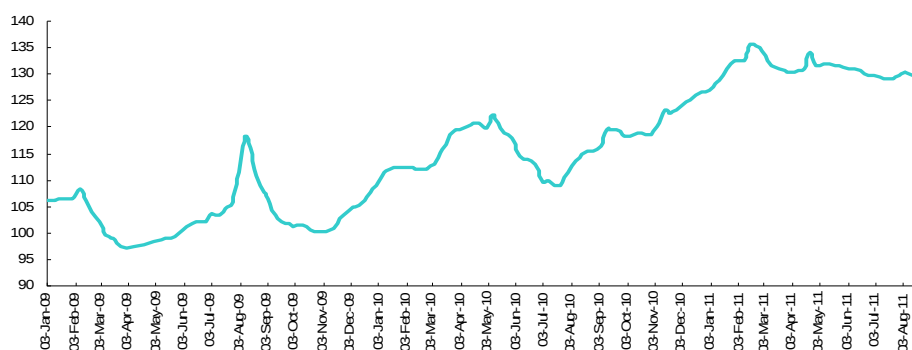
在产量同比维持平稳的情况下，2 季度营业收入的同比增长主要来自销售均价的同比增长。而环比来看，受制于下游需求增速的放缓，2 季度国内特钢价格表现并不抢眼，与普碳钢走势较为相符，基本维持在高位震荡的格局。从季度指数均价来看，2 季度环比 1 季度基本维持平稳。

图 5: 2 季度汽车产量增速缺乏改善迹象



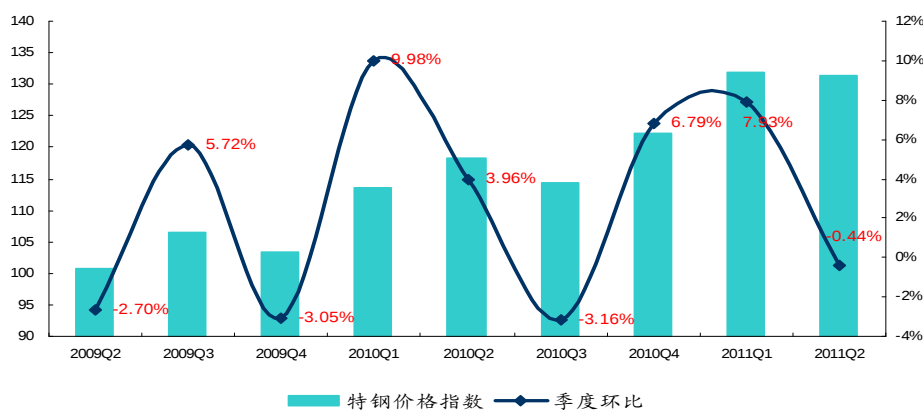
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：2 季度国内特钢价格高位缓慢回落



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

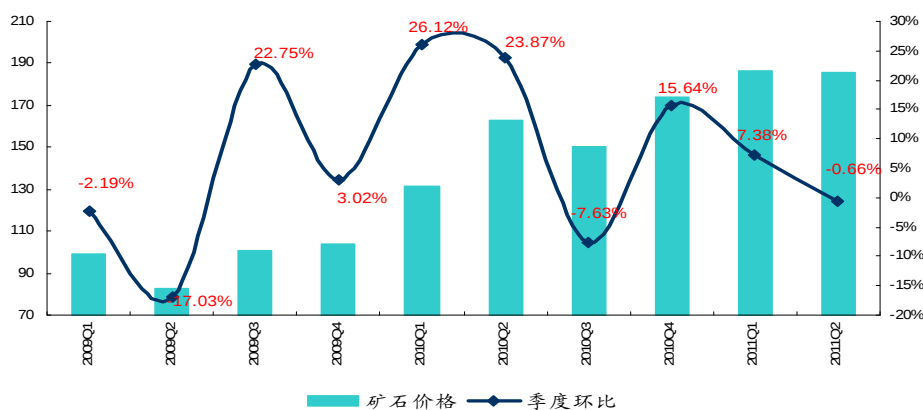
图 7：1 季度特钢均价环比基本持平



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

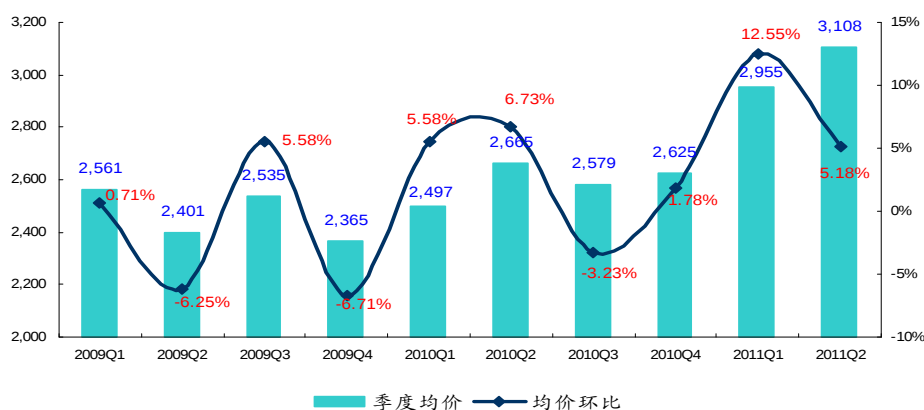
成本方面，2 季度矿石与废钢价格均基本维持平稳，在产量小幅下降的情况下营业成本的环比小幅上涨主要来自原材料价格的上涨。

图 8：2 季度矿石成本环比 1 季度基本持平



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

图 9：2 季度郑州废钢价格环有所增长



资料来源：wind，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率小幅下降，净利润环比略有下降但基本持平

从半年度分产品来看，各产品毛利率同比均出现不同程度的下降。

表 2：上半年汽车行业毛利率同比下降 3.51 个百分点

行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
汽车行业	11.36	9.93	12.56%	-0.54%	3.62%	-3.51%
铁路轴承行业	4.70	4.13	12.11%	12.11%	-6.07%	-4.89%
锅炉及机械制造业	8.14	7.82	4.00%	68.10%	72.56%	-2.48%
钢压延加工业	17.73	15.61	11.96%	28.41%	28.31%	0.07%
船舶行业	0.52	0.44	15.76%	165.05%	161.26%	1.23%
产品						
轴承钢	4.87	4.26	12.46%	-11.63%	-5.97%	-5.27%
弹簧合结合工钢	31.04	27.76	10.58%	27.09%	30.04%	-2.03%
冲模不锈钢	1.20	1.21	-0.66%	18.66%	29.95%	-8.74%
碳结碳工钢	5.33	4.70	11.96%	15.56%	16.32%	-0.58%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

季度环比来看，在 2 季度收入环比增幅小于成本，综合毛利率由 10.95% 小幅下降至 10.22%。

图 10: 2 季度毛利率环比 1 季度略有下降


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从公司简化利润表来看, 营业收入基本持平, 毛利率的小幅下降使得主营利润与营业利润都略有下降, 使得净利润环比略有下降。

表 3: 营业收入基本持平, 毛利率小幅下滑导致净利润环比略有下降, 但基本持平

大冶特钢利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	11.39	13.26	15.89	15.07	18.11	20.44	20.14	20.24	22.64	22.75
毛利率	3.51%	15.61%	8.94%	8.96%	12.64%	12.04%	8.89%	7.61%	10.95%	10.22%
主营利润	0.40	2.07	1.42	1.35	2.29	2.46	1.79	1.54	2.48	2.32
三项费用率	2.81%	2.87%	2.39%	1.92%	3.81%	3.82%	2.18%	0.26%	3.00%	2.47%
销售费用	0.10	0.11	0.15	-0.09	0.30	0.34	0.20	-0.12	0.25	0.26
管理费用	0.18	0.23	0.21	0.36	0.37	0.39	0.21	0.19	0.41	0.21
财务费用	0.04	0.04	0.02	0.02	0.02	0.05	0.03	-0.02	0.02	0.08
期间费用	0.32	0.38	0.38	0.29	0.69	0.78	0.44	0.05	0.68	0.56
营业费用及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
资产减值损失	-0.34	0.83	-0.01	-0.40				-0.02	0.00	0.00
营业利润	0.42	0.86	1.05	1.46	1.60	1.68	1.34	1.47	1.82	1.72
营业外收入	0.00	0.03	0.04	0.01	0.05	0.04	0.05	0.18	0.01	0.09
营业外支出	0.03	0.00	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02	0.00	0.01
利润总额	0.40	0.88	1.05	1.47	1.65	1.70	1.39	1.68	1.82	1.81
所得税费用	0.09	0.07	0.13	0.18	0.21	0.21	0.17	0.21	0.23	0.22
归属于母公司净利润	0.30	0.82	0.92	1.29	1.44	1.49	1.22	1.47	1.60	1.58
净利率	2.63%	6.18%	5.79%	8.56%	7.95%	7.29%	6.06%	7.26%	7.07%	6.93%
存货	5.90	5.94	6.48	8.36	8.06	9.36	8.30	11.38	10.43	12.34
最新股本	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49
每股收益	0.07	0.18	0.20	0.29	0.32	0.33	0.27	0.33	0.36	0.35

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 费用水平环比下降, 存货环比小幅增加

2 季度公司费用总额为 0.56 亿元, 环比 1 季度的 0.68 亿元有所下降。

图 11: 2 季度公司费用水平环比有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

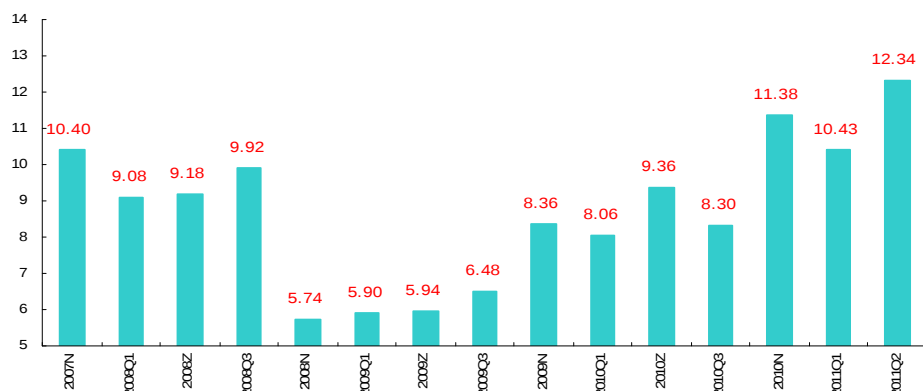
从三项费用率来看, 管理费用率下降幅度较大, 销售费用率和财务费率均小幅上升。

表 4: 2 季度管理费用率下降幅度较大

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	大冶特钢	行业均值	大冶特钢	行业均值	大冶特钢	行业均值
2007Q1	1.10%	1.41%	1.10%	2.39%	0.63%	1.03%
2007Q2	0.98%	1.41%	1.76%	2.70%	0.52%	1.01%
2007Q3	1.42%	1.38%	0.97%	2.72%	0.45%	1.07%
2007Q4	0.00%	1.41%	0.19%	2.88%	0.39%	1.08%
2008Q1	0.80%	1.23%	0.65%	2.63%	0.45%	1.20%
2008Q2	0.79%	1.15%	0.70%	2.62%	0.26%	1.12%
2008Q3	0.90%	1.14%	0.71%	2.53%	0.43%	1.20%
2008Q4	1.42%	1.22%	1.69%	2.65%	0.53%	1.34%
2009Q1	0.88%	1.22%	1.58%	3.33%	0.35%	1.65%
2009Q2	0.83%	1.24%	1.73%	3.58%	0.30%	1.64%
2009Q3	0.94%	1.25%	1.32%	3.52%	0.13%	1.55%
2009Q4	-0.60%	1.27%	2.39%	3.44%	0.13%	1.44%
2010Q1	1.66%	1.23%	2.04%	2.78%	0.11%	1.31%
2010Q2	1.66%	1.19%	1.91%	2.80%	0.24%	1.26%
2010Q3	0.99%	1.20%	1.04%	2.80%	0.15%	1.20%
2010Q4	-0.58%	1.44%	0.95%	2.88%	-0.12%	1.22%
2011Q1	1.10%	1.09%	1.81%	2.71%	0.09%	1.30%
2011Q2	1.15%		0.94%		0.37%	

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

期末公司存货为 12.34 亿元, 环比 1 季度末的 10.43 亿元有所增加。

图 12: 2 季度存货水平环比有所增加


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 在产品、产成品和备件辅助材料的金额有所增加, 原材料的金额有所下降。从各品种占存货比来看, 在产品占比上升幅度较大, 产成品和备件辅助材料占比均有所上升, 原材料占比则有所下降。

表 5: 存货分品种统计

项目	期末			期初		
	账面余额	存货跌价准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备	账面价值
原材料	4.83		4.83	5.73		5.73
在产品	5.09	0.13	4.96	3.75	0.13	3.62
产成品	2.38	0.17	2.21	1.93	0.17	1.76
备件和辅助材料	0.34		0.34	0.27		0.27
合计	12.64	0.30	12.34	11.69	0.30	11.38

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 6: 存货品种占比统计

项目	期初账面价值	期初占比	期末账面价值	期末占比
原材料	5.73	50.37%	4.83	39.12%
在产品	3.62	31.84%	4.96	40.20%
库存商品	1.76	15.46%	2.21	17.92%
备件和辅助材料	0.27	2.34%	0.34	2.76%
合计	11.38	100%	12.34	100%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 现有产能基本维持稳定, 增长来自品种结构调整与锻件项目的产能释放

公司现有产能水平基本维持稳定, 短期产能水平的增加主要来自铸锻件项目的投产。

重点项目真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线和特殊钢锻造工程基本完成, 6T 双真空炉已试生产航空航天用钢, 交有关方制成产品后, 正开展品种论证等工作; 5M 辗环机和 16MN 精锻机安装基本完成; 20MN 快锻液压机已生产模具钢等品种钢材, 质量符合要求; 45MN 快锻液压机已开始生产锻材, 2.5M 辗环机生产的环件, 已全部交付使用。实施结转、新建的配套技改项目进展顺利, 完工项目正在发挥作用, 如新建两台 5T 保护气氛电渣炉, 今年 5 月建成投产; 一轧钢和锻钢节水改造工程, 今年 4 月投运后, 实现了水循环, 不仅节水创效, 而且取得明显社会效益。

➤ 真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目;

真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目计划投资 16,600 万元，累计投资 17,019 万元，其中报告期完成投资 1,539 万元。该项目的真空感应炉、真空自耗炉，已进行设备调试、试生产，开展品种论证工作；20MN 快锻液压机今年以来生产模具钢、轴承钢、合金钢等锻材 9,188 吨，质量符合要求；2.5M 辗环机已生产环件 692 吨，用于机械行业；5M 辗环机完成安装，开始轧制环件。该项目创效 305.32 万元。

➤ 特殊钢锻造工程项目；

特殊钢锻造工程项目，计划投资 49,800 万元，累计投资 50,278 万元，其中报告期完成投资 10,438 万元。16MN 精锻机安装基本完成，下半年进行调试；45MN 快锻液压机已于 2011 年 5 月 8 日试生产，已产锻材 433 吨。

品种结构的调整不仅仅来自锻造工程投产后带来的高附加值产品占比提升，公司自身也一直都在不断的进行着产品结构的优化与升级，2010 年高端品种产量约为 20 万吨，2011 年这一比例计划提升到约 40 万吨。专注于品种结构调整而不盲目追求产能扩张，也是公司在“十二五”期间主要的目标定位。

表 7：现有产能稳定，8 万吨特殊钢锻造工程是产能的主要增量

主要工序		主要设备	产能	主要产品	备注
炼铁	炼铁厂	2*400m ³ 高炉	90 万吨	生铁	
炼钢	二炼钢	3*20 吨电炉	18 万吨	钢坯	
	四炼钢	2*70 吨电炉	100 万吨	钢坯	
		850 轧机		开坯轧制	前端工序
轧钢	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）
	锻钢厂		3-5 万吨	模具钢	
特殊钢锻造工程	热处理厂		3 万吨	银亮材	重复材
	快锻生产线	20 MN、45MN	3.5 万吨	模具钢，超 高强度钢， 高温合金， 合结钢，不 锈钢，合 工、轧辊用 钢，轴承 钢，军工钢	圆棒：Φ300-1200mm；方（扁） 材：100-800×350-1800mm；锻 件（饼）：外径<1800mm，锻件 （环）：外径<1800mm
	精锻生产线	16MN	4.5 万吨		圆棒：Φ100-700mm；方（扁） 材：80-450×200-700mm（项目 预计 2011 年投产，2014 年达产）

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.35 元与 1.41 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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7893	8680	9135	9450	货币资金	278	868	914	1044
营业成本	7085	7739	8150	8463	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	808	941	985	987	应收账款	200	214	225	233
% 营业收入	10.2%	10.8%	10.8%	10.4%	存货	1138	1251	1317	1368
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	165	178	187	195
% 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	72	78	82	85	流动资产合计	2199	2971	3128	3340
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	116	130	137	142	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	8	17	21	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产合计	2063	2385	2688	2873
资产减值损失	-2	0	0	0	无形资产	28	26	25	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	15	0	0	0
营业利润	613	715	744	749	其他非流动资产	232	232	232	232
% 营业收入	7.8%	8.2%	8.1%	7.9%	资产总计	4537	5614	6073	6469
营业外收支	28	0	0	0	短期贷款	8	403	221	0
利润总额	642	715	744	749	应付款项	1350	1474	1552	1611
% 营业收入	8.1%	8.2%	8.1%	7.9%	预收账款	198	217	228	236
所得税费用	80	107	112	112	应付职工薪酬	23	23	24	25
净利润	562	608	633	636	应交税费	5	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	561.9	608.0	632.8	636.3	其他流动负债	186	207	218	226
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1769	2330	2250	2105
EPS (元/股)	1.25	1.35	1.41	1.42	长期借款	180	180	180	180
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	386	790	834	853	其他非流动负债	49	49	49	49
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1998	2559	2479	2334
收回现金					归属于母公司	2539	3056	3594	4134
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-248	-487	-491	-395	股东权益	2539	3056	3594	4134
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	4537	5614	6073	6469
投资活动现金流净额	-248	-487	-491	-395	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.250	1.353	1.408	1.416
银行贷款增加 (减少)	0	395	-182	-221	BVPS	5.65	6.80	8.00	9.20
筹资成本	75	-108	-116	-107	PE	11.12	10.27	9.87	9.82
其他	-149	0	0	0	PEG	2.63	2.43	2.33	2.32
筹资活动现金流净额	-75	287	-297	-328	PB	2.46	2.04	1.74	1.51
现金净流量	63	590	46	130	EV/EBITDA	7.95	6.63	6.01	5.54
					ROE	22.1%	19.9%	17.6%	15.4%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。