

钢铁
大冶特钢 (000708.SZ) / 11.98 元

快速成长期结束，进入稳定增长期

事项

11月2日我们对大冶特钢（000708）进行了调研，与公司相关管理人员进行了交流。

主要观点

1. 中信泰富 2005 年成为公司实际控股股东，并投入了大量人力、物力、财力支持公司发展，公司 2006 年-2010 年实现了快速发展，我们认为业绩增长动力主要来自“增量”和“减费”，即通过技术改造使得产量出现了较大幅度增长，从 103 万吨增长到 2011 年 135 万吨；通过引入先进的管理机制、资金支持，使得期间费用维持在较低水平，期间费用率在 7% 左右。

2. “十二五”期间公司产量增加、费用降低空间十分有限，将进入稳定增长期，我们认为应重点关注以下三点：

(1) “十二五”国家将加大对特钢行业的扶持，主要推动高端产品的国内替代，目前国内高端特殊钢基本靠进口，公司作为国内特钢龙头企业之一，将发挥在轴承钢、模具钢方面的技术优势，获得更多资金支持。

(2) 公司积极调整产品结构，加快募集资金项目建设。现在公司募集资金项目有四个，一是 3.5 万吨 45MN 快锻项目，今年下半年投产，预计 2014 年达产；3 万吨 20MN 快锻项目，去年下半年投产，预计 2013 年达产；3 万吨 16MN 精锻项目，明年投产，预计 2015 年达产；还有 2.5m、5m 辗环项目，预计 2013 年达产。

(3) 新冶钢资产的注入将解决关联交易问题。公司目前无进口铁矿石资质，主要是通过新冶钢进口，公司铁矿石原料中 70% 是进口矿，即有 150 万吨铁矿石从新冶钢购买，涉及关联交易金额超过 21 亿元。目前新冶钢比较有价值的资产就是 170、460 无缝厚壁钢管生产线，而目前钢管市场低迷，不适合资产注入，为了解决关联交易，后期将注入上市公司。

3. 盈利预测

预计公司 11/12/13 年净利润分别增长 12%/14%/8%，EPS 为 1.44/1.6/1.74 元，PE 分别为 8/7/7 倍，维持推荐评级。

风险提示

(1) 铁矿石价格上涨；(2) 募投项目建设进度低于预期；(3) 主要下游行业汽车、机械需求不足。

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364

联系人：刘建民
Tel: 010-59370870
Email: Liu Jianmin@hczq.com

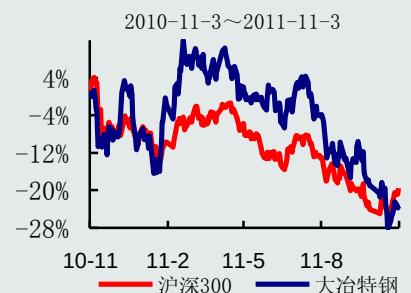
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	44941
流通 A 股/B 股(万股)	44713/0
资产负债率(%)	40.32
每股净资产(元)	6.15
市盈率(倍)	8
市净率(倍)	1.95
12 个月内最高/最低价	19.26/11.18

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

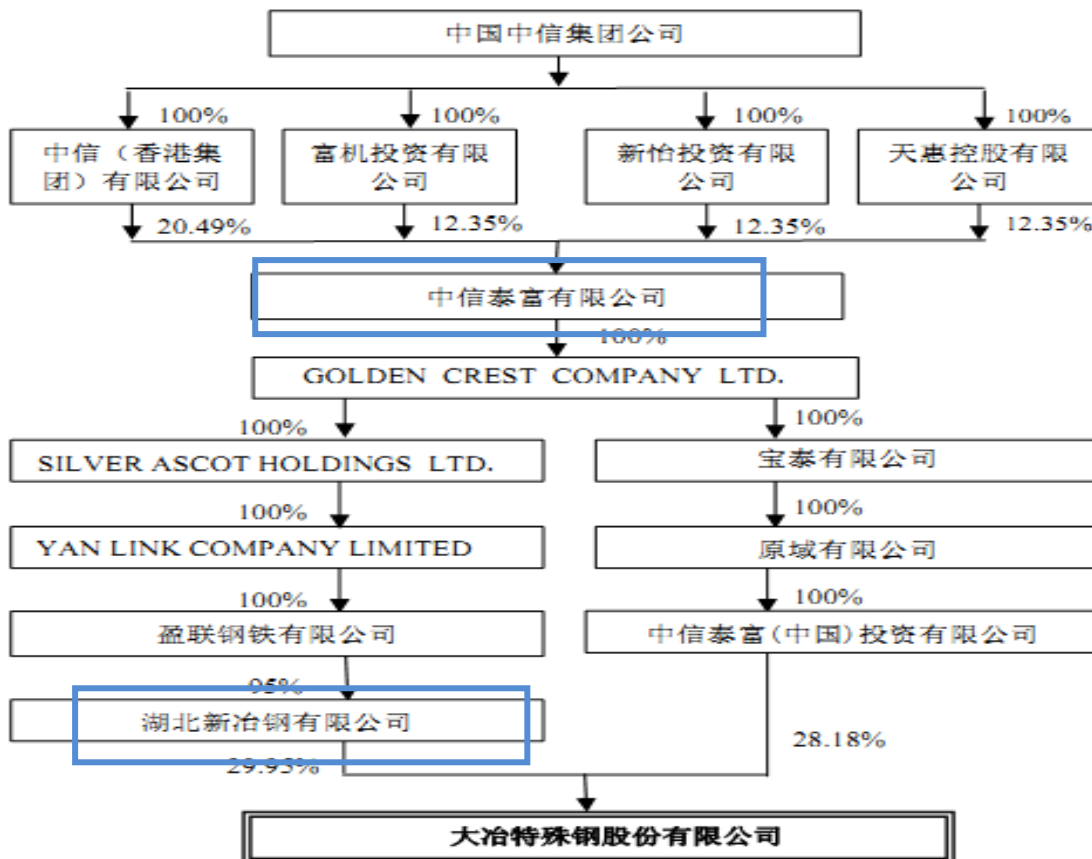
相关研究报告

《营业外收入增加，业绩符合预期》	2011-10-26
《业绩源于费用降低，产品结构调整过渡中》	2011-08-18
《季度业绩再创历史新高》	2011-04-25
《结构优化，特钢仍有成长空间》	2011-03-02
《调高全年 EPS 至 1.2 元》	2010-10-26
《内生增长，二季度业绩仍超预期》	2010-08-17

1. 公司“十一五”实现快速增长

中信泰富 2005 年成为公司实际控股股东，并投入了大量人力、物力、财力支持公司发展，公司 2006-2010 年实现了快速发展，业绩表现突出，综合过去 5 年公司的发展历程，我们认为业绩的增长动力主要来自“增量”和“减费”，即通过技术改造使得产量出现了较大幅度增长，通过引入先进的管理机制、资金支持，期间费用维持在较低水平。

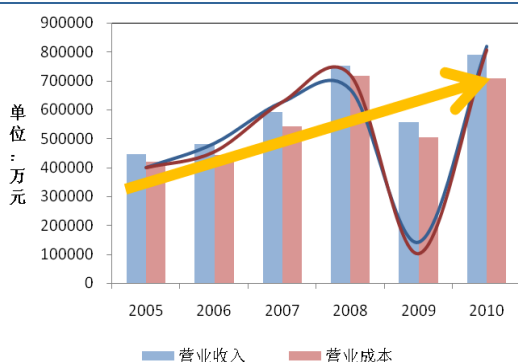
图表1. 公司股权结构



数据来源：华创证券

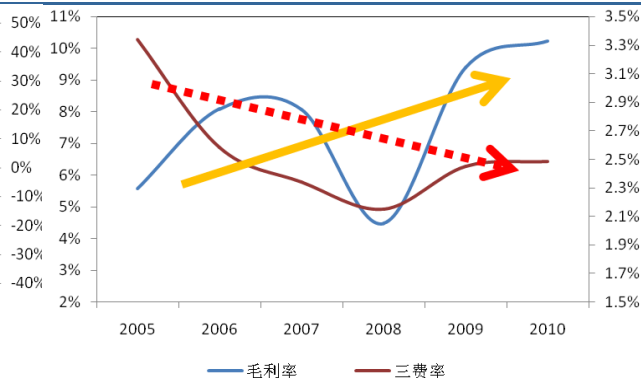
剔除 2008 年金融危机非正常因素，营收 2005 年以来的复合增长率为 26%，2011Q3 公司毛利率为 7.4%，期间费用率为 2.4%。我们认为在“十一五”期间，公司处于快速成长期，“十二五”期间公司将进入稳定增长期。

图表2. 营业收入稳步增长



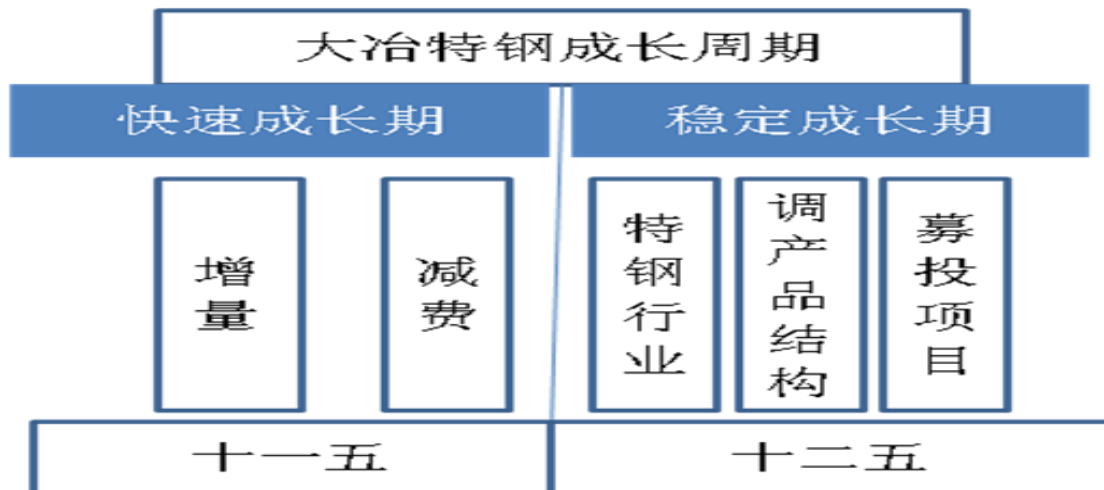
数据来源：华创证券

图表3. 毛利率增长、期间费用率降低



数据来源：华创证券

图表4. 公司“十二五”进入稳定增长期



数据来源：华创证券

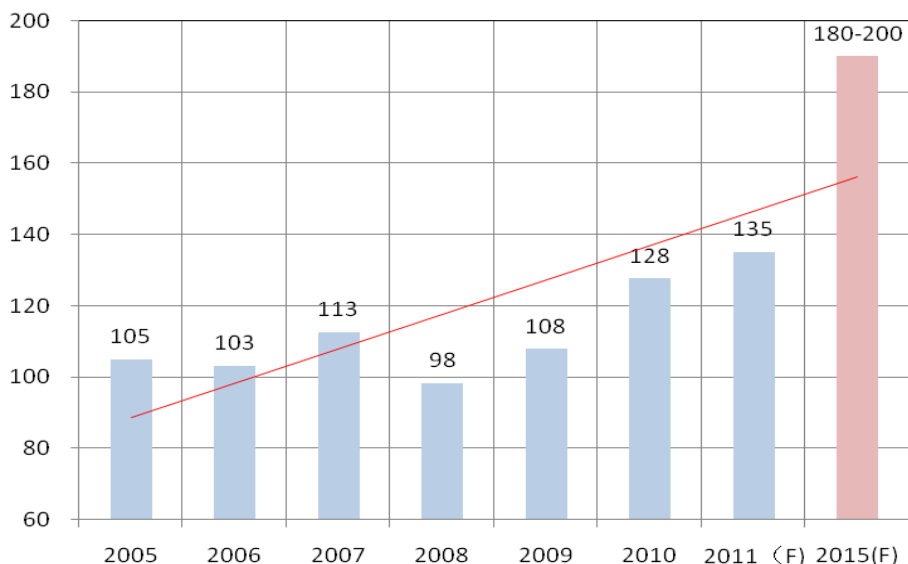
2. 公司资产构成及“十二五”发展驱动力

2.1 产能稳定，期间费用进一步降低空间有限

在“十二五”期间，公司通过“增量”、“减费”提升业绩的空间极其有限。

未来三年公司除了募集资金项目外不会新建生产线，主要通过对现有生产线技改增量，公司实际控股股东中信泰富的规划是 2015 年新冶钢、大冶特钢合计粗钢产量达到 300 万吨，目前产量是 210 万吨，其中东钢 80 万吨、冶钢 130 万吨，主要增量来自新冶钢新建的 1750 立方米高炉，新产生的铁水要由新冶钢、大冶特钢消化，我们预估大冶特钢 2015 年粗钢产量达到 180-200 万吨，即在目前基础上增加 30%，年复合增长率 8% 左右，增量不是很大。

图表5. 公司 2015 年产能达到 180-200 万吨



数据来源：华创证券

公司在钢铁上市公司中费用率最低。今年前三季度期间费用率 7%，其中三季度只有 5.4%，其中公司的销售费用率只有 0.8%，主要是直供比例不断增加，目前是 70% 左右，未来目标是 80% 以上，销售费用下降空间不多，另外，公司多为老旧设备，折旧计提很低，管理费用下降空间也有限。

图表6. 公司资产构成

分类	生产厂	设备及规格		产能	备注
炼铁	二炼铁	高炉	380 立方米*2	90 万吨	
炼钢	二炼钢	电炉	20 吨*2	15-20 万吨	主要用于冶炼高合金钢
		电渣炉	17 台	3 万吨	4 台 5 吨、1 台 16 吨在建 2011 年产能达到 6 万吨
		双真空炉	1 台	6 万吨	主要用于生产高温合金
	四炼钢	电炉	70 吨*2	110 万吨	主要用于生产低合金钢、普钢
轧钢	一轧厂	轧机	850 轧机*1	40-50 万吨	
		轧机	720 轧机*1	60 万吨	
	二轧厂	轧机	500 轧机*1	15-20 万吨	
		连轧厂一期	55-295 轧机	20 万吨	
		连轧厂二期	55 以下轧机	20 万吨	
锻钢	特冶锻造厂	现有		4 万吨	
		新增	45MN 快锻	3.5 万吨	2011 年下半年投产
			20MN 快锻	3 万吨	2010 年下半年投产
			16MN 精锻	4.5 万吨	2012 年投产
深加工	特也锻造厂	新增	2.5m 辗环机		2010 年下半年试生产 600 吨
			5m 辗环机		

数据来源：华创证券

2.2 借助特钢行业快速发展机遇，调整结构中提升业绩

我们认为公司的未来业绩增长主要来自三个方面：特钢行业发展、公司调整产品结构和中信泰富对钢铁板块的整合。

图表7. 成长驱动因素

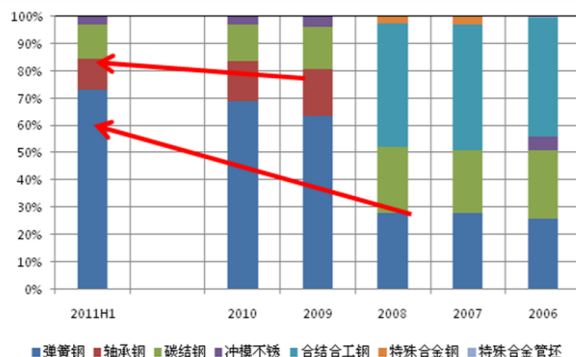
行业		钢铁“十二五”规划出台，加大特钢扶持力度					
集团		中信泰富特钢产量 2015 年达到 900 万吨， 新冶钢产量增 50%，优质资产择机注入大冶特钢					
公司	45MN 快锻		投产			达产	
	20MN 快锻	投产			达产		
	16MN 快锻			投产			达产
	2.5m&5m 辗环机	投产		达产			
	电渣炉	3 万吨增加至 6 万吨					
	双真空炉	具备 6 万吨高温合金产能					
确定事件							
大概率事件		2011H1	2011H2	2012	2013	2014	2015
可能事件							

数据来源：华创证券

“十二五”国家将加大对特钢行业的扶持力度。主要是加大高端产品的国产化，目前国内高端特殊钢基本靠进口，大冶特钢作为国内特钢龙头企业之一，将发挥在轴承钢、模具钢方面的技术优势，获得更多的资金支持。

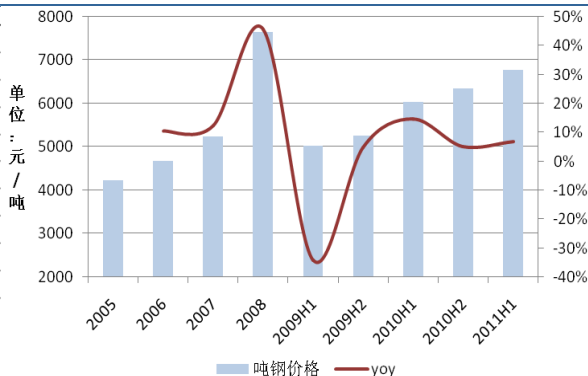
公司积极调整产品结构，加快募集资金项目建设。现在公司募集资金项目有 4 个，一是 3.5 万吨 45MN 快锻项目，今年下半年投产，预计 2014 年达产；3 万吨 20MN 快锻项目，去年下半年投产，预计 2013 年达产；3 万吨 16MN 精锻项目，明年投产，预计 2015 年达产；还有 2.5m、5m 辗环项目，预计 2013 年达产。另外公司将通过产品高端化实现吨钢价格的提升。

图表8. 产能向弹簧钢、轴承钢倾斜



数据来源: 华创证券

图表9. 吨钢价格稳步上涨



数据来源: 华创证券

新冶钢资产的注入解决关联交易问题。公司目前无进口铁矿石资质，主要是通过新冶钢进口，公司铁矿石原料中 70%是进口矿，即有 150 万吨铁矿石从新冶钢购买，涉及关联交易金额超过 21 亿元。目前新冶钢比较有价值的资产就是 170、460 无缝厚壁钢管生产线，而目前钢管市场低迷，不适合资产注入，为了解决关联交易，后期将注入上市公司。

3. 盈利预测

由于公司产品比较多，通过单个产品进行营收、成本判断相对困难。我们主要从公司粗钢产量、吨钢价格、吨钢毛利角度对未来公司生产经营进行预测。

图表10. 公司主要钢种及产能

钢种	产量
轴承钢	20 万吨
弹簧扁钢	16 万吨
齿轮钢	25 万吨
高合金钢	0.5 万吨
模具钢	0.5 万吨
军工用钢	1 万吨
碳结钢	10-15 万吨
合结钢	10-15 万吨
其他	50 万吨

数据来源: 华创证券

基本假设:

(1) 根据新冶钢集团发展规划，假设公司 2011-2013 年粗钢产量分别为 135 万吨、142 万吨、151 万吨，主要通过对现有电炉进行技改扩容来实现；

(2) 公司将在两方面调整产品结构，在产品之间产能将向轴承钢倾斜，同一产品内将加大高等级产品占比，另外，募集资金项目投产，也将提高吨钢价格，考虑到产品调整周期因素，假设 2011-2013 年吨钢价格上涨 9%、7%、6%；

(3) 华创观点认为铁矿石价格在钢铁产业组织没有有效变革前不会出现向下拐点，成本仍然会侵蚀公司毛利，假设 2011-2013 年毛利率均为 10%。

图表11. 盈利预测简表

项目	2010	2011E	2012E	2013E
粗钢产量（万吨）	128	135.68	142.464	151.0118
YOY		6%	5%	6%
吨钢价格（元/吨）	6185	6741.65	7213.566	7646.379
YOY		9%	7%	6%
毛利率	10%	10%	10%	10%
营业收入（万元）	791680	914707.1	1027673	1154694
YOY		16%	12%	12%
营业成本（万元）	716470	824151	924906	1039224
YOY		15%	12%	12%

数据来源：华创证券

4. 风险提示

- (1) 铁矿石价格上涨；
- (2) 募投项目建设进度低于预期；
- (3) 主要下游行业汽车、机械需求不足。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2199	2006	2084	2076
现金	278	268	229	258
应收账款	199	159	166	174
其它应收款	1	3	3	2
预付账款	165	144	169	160
存货	1138	1004	1053	1045
其他	417	430	464	437
非流动资产	2338	3247	3549	4463
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1805	1662	1522	1382
无形资产	28	26	24	22
其他	506	1560	2004	3059
资产总计	4537	5253	5633	6539
流动负债	1769	2143	2016	2323
短期借款	5	548	316	577
应付账款	946	852	850	883
其他	818	743	851	864
非流动负债	229	166	127	156
长期借款	180	125	83	111
其他	49	41	43	44
负债合计	1998	2309	2143	2479
少数股东权益	0	0	0	0
股本	449	449	449	449
资本公积金	486	486	486	486
留存收益	1604	2009	2556	3125
归属母公司股东权益	2539	2944	3491	4060
负债和股东权益	4537	5253	5633	6539

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	386	886	860	983
净利润	562	630	720	780
折旧摊销	153	142	142	142
财务费用	8	21	28	29
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-321	-90	32	89
其它	-15	185	-62	-57
投资活动现金流	-248	-1199	-399	-999
资本支出	266	1200	400	1000
长期投资	0	0	0	0
其他	18	1	1	1
筹资活动现金流	-75	302	-499	45
短期借款	-130	543	-232	261
长期借款	180	-55	-42	28
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-125	-186	-225	-244
现金净增加额	63	-11	-38	29

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7893	9147	10277	11547
营业成本	7085	8242	9249	10392
营业税金及附加	0	5	3	3
营业费用	72	73	92	110
管理费用	116	109	112	120
财务费用	8	21	28	29
资产减值损失	-2	22	21	20
公允价值变动收益	0	10	20	20
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	614	686	791	893
营业外收入	32	37	36	28
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	642	720	823	918
所得税	80	90	103	138
净利润	562	630	720	780
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	562	630	720	780
EBITDA	775	848	961	1064
EPS（元）	1.25	1.40	1.60	1.74

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	41.9%	15.9%	12.4%	12.4%
营业利润	62.1%	11.8%	15.3%	12.9%
归属母公司净利润	68.8%	12.1%	14.3%	8.3%
获利能力				
毛利率	10.2%	9.9%	10.0%	10.0%
净利率	7.1%	6.9%	7.0%	6.8%
ROE	22.1%	21.4%	20.6%	19.2%
ROIC	24.2%	18.5%	20.0%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	44.0%	38.0%	37.9%
净负债比率	9.40%	31.87%	20.46%	29.17%
流动比率	1.24	0.94	1.03	0.89
速动比率	0.60	0.45	0.50	0.43
营运能力				
总资产周转率	1.90	1.87	1.89	1.90
应收帐款周转率	47	51	63	68
应付帐款周转率	8.35	9.17	10.87	12.00
每股指标(元)				
每股收益	1.25	1.40	1.60	1.74
每股经营现金	0.86	1.97	1.91	2.19
每股净资产	5.65	6.55	7.77	9.03
估值比率				
P/E	9.58	8.55	7.48	6.90
P/B	2.12	1.83	1.54	1.33
EV/EBITDA	7	6	5	5

煤炭钢铁组分析师介绍

韩振国：煤炭行业首席分析师，煤炭钢铁组组长。

高 羽：煤炭行业分析师。

刘建民：钢铁行业分析师，钢铁冶金硕士，宝钢、中国冶金报四年从业经验，熟悉钢铁产业政策、生产流程，2010年11月进入华创证券从事钢铁行业研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编: 100033
传真: 010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编: 518040
传真: 0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编: 200122
传真: 021-50583558