

大冶特钢（000708）

推荐（维持）

业绩稳高分红，投资价值显现

市场数据

报告日期	2012-2-26
收盘价(元)	11.52
总股本(百万股)	449.41
流通股本(百万股)	447.13
总市值(百万元)	5177.19
流通市值(百万元)	5150.90
净资产(百万元)	2899.21
总资产(百万元)	4701.39
每股净资产	6.45

主要财务指标

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	9262	9212	9425	9750
同比增长(%)	17.3%	-0.5%	2.3%	3.4%
净利润(百万元)	585	639	706	790
同比增长(%)	4.1%	9.2%	10.5%	12.0%
毛利率(%)	8.4%	10.5%	11.1%	11.8%
净利率(%)	6.3%	6.9%	7.5%	8.1%
净资产收益率(%)	20.2%	18.1%	17.6%	17.2%
每股收益(元)	1.30	1.42	1.57	1.76
每股经营现金流(元)	1.25	1.38	2.75	2.22

相关报告

投资要点

事件:

- 大冶特钢公布2011年年报,公司全年实现营业总收入92.6亿元,同比增加17.34%,归属于上市公司净利润5.85亿元,同比增加4.1%,基本每股收益1.3元,同比增加0.05元。四季度单季每股收益0.3元,符合市场预期。

主要经营数据:

- 2011年公司实现营业总收入92.6亿元,同比增加17.34%;实现利润总额6.54亿元,同比增长1.88%;实现净利润5.84亿元,同比增长4.1%。全年销售毛利率8.4%,同比下降1.8个百分点。三费比率2.4%,同比基本维持稳定。
- 公司四季度单季度实现营业收入24亿元,环比上升3.4%,实现净利润1.36亿元,环比上升3.8%。四季度单季基本每股收益0.3元,较3季度的0.29元基本持平。近4季度毛利率分别为10.98%,10.2%,7.45%,5.23%。

事件点评:

- 产量稳定增长,营业外收入稳定利润。公司全年生产钢125.24万吨,同比略有下降;生产、销售钢材分别为142.93万吨、141.47万吨,同比分别增长7.11%、5.28%。4季度国内钢材价格出现大幅度下滑,公司钢材业务业绩在4季度也出现明显下滑,毛利率仅为5.23%,较上半年下滑5个百分点。全年吨钢毛利为551元/吨,较上半年下滑167元/吨。公司4季度EPS能稳定在0.3元水平,主要为营业外收入贡献0.7亿元,占利

分析师 兰杰
021-3856 5960
lanj@xyzq.com.cn
SAC: S0190511080002

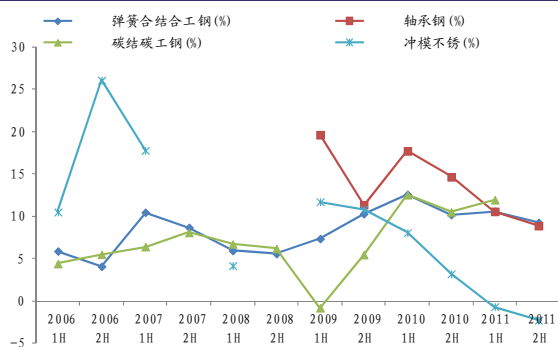
联系人: 郭毅
021-3856 5540
guoyi@xyzq.com.cn

润总额的 50%。其中最主要贡献为由于公司债权人已丧失法定保护权，对应的逾期债务未来再需支付的可行性或者被追讨的可能性均比较小，公司冲销应付账款 0.6 亿。

- **销售开拓依然有力。**由于特钢生产主要以多品种小批量为主，产品客户定制化较强，所以与普钢企业大量依靠贸易商销售不同，公司产品主要以直销为主。11 年公司直销比例达到 82%，较 10 年提高 4 个百分点。同时，公司新客户开发上也成效显著，11 年开发新客户 356 家，占销售钢材总量 12%。
- **出口大幅增长。**11 年公司出口的钢材数量达到了 24.9 万吨，同比增加 43.2%，占钢材销售总量的 17%，而去年出口比例仅为 13%。公司出口比例的大幅提升一方面说明随着公司产品质量提升得到更多海外市场认可，但另一方面由于出口占比的逐步提高也使公司对海外经济波动敏感度增加，业绩波动风险增大。
- **新建项目基本完工，12 年开始逐步释放业绩。**公司在产量上并没有大幅扩张计划，而是延续产品结构升级不断高端化的路径。2009 年公司陆续投资的特殊钢锻造、真空特殊钢冶炼、锻造、辗环等高端特钢项目，已于 11 年全部完工。其中，20MN 快锻液压机、45MN 快锻合计生产碳合结钢、模具钢等品种的锻材 36,000 余吨；2.5M 辗环机生产环件 2,300 余吨，5M 辗环机和 16MN 径锻机也与 11 年下半年投产。这两个项目 11 年贡献利润 786 万元，12 年开始逐步释放业绩。
- **盈利预测与投资建议。**尽管从量上来说大冶特钢并不具备明显成长性，但我们认为钢铁行业的高成长性未必能成为企业的优势，反而公司重视自身管理改善、产品结构提升、业绩和分红稳定的特质具备较强吸引力。作为中信泰富向高端特钢发展的重要平台以及稳定利润和现金流来源，公司稳健发展的确定性较高。虽然汽车和机械行业增速的放缓会对公司业绩带来一定负面影响，但公司销售开拓能力和较高的客户粘性能够一定程度上缓解该影响。同时公司计划 11 年每 10 股派发现金股利 4 元。预计 12-14 年公司 EPS 为 1.42 元、1.58 元、1.76 元，对比 4 家特钢公司大冶特钢估值明显偏低，我们认为已经充分反映了市场对其悲观预期，估值恢复值得期待，给予“推荐”评级。

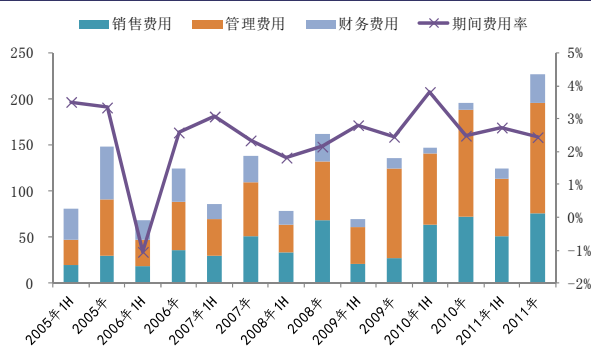
风险提示：机械汽车行业增速大幅下滑，铁矿石价格大幅上涨

图 1 各品种毛利率小幅下滑



数据来源：公司公告；兴业证券

图 2 三项费用率保持低水平



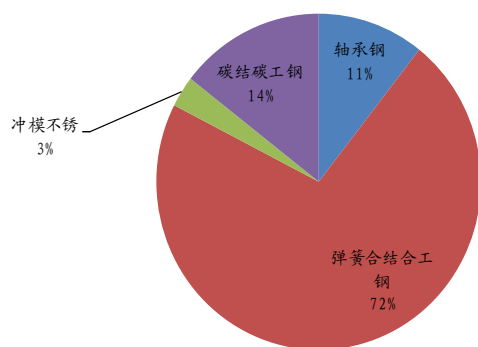
数据来源：公司公告；兴业证券

表 1 公司吨钢盈利指标

	2007 年 1H	2007 年	2008 年 1H	2008 年	2009 年 1H	2009 年	2010 年 1H	2010 年	2011 年 1H	2011 年
钢材产量	58.92	116.44	50	102	50.11	111	66.75	133	67	141.47
营业收入	2,809	5,908	4,273	7,502	2,465	5,561	3,855	7,893	4,539	9,262
营业成本	2,543	5,431	3,978	7,166	2,219	5,038	3,380	7,085	4,058	8,483
毛利	9%	8%	7%	4%	10%	9%	12%	10%	11%	8%
三项费用	86	138	78	161	69	136	147	196	124	226
净利润	171.07	323.63	209.46	200.88	112.03	332.79	293.22	561.88	317.7319	584.9
吨钢收入	4767	5074	8546	7350	4920	5018	5775	5915	6783	6547
吨钢成本	4315	4664	7956	7020	4428	4546	5064	5310	6065	5996
吨钢毛利	452	410	589	329	492	472	711	606	718	551
吨钢费用	146	119	155	158	138	123	220	147	186	160
吨钢净利	290	278	419	197	224	300	439	421	475	413

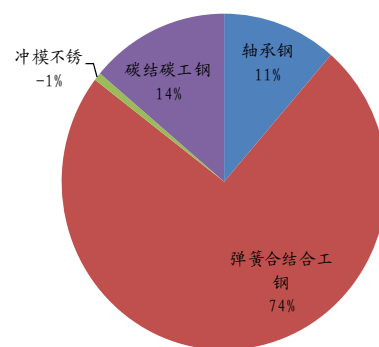
数据来源: Wind, 兴业证券

图3 公司2011年上半年公司分产品对营业收入贡献



数据来源: 公司公告; 兴业证券

图4 公司2011年上半年公司分产品对毛利贡献



数据来源: 公司公告; 兴业证券

附表

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2086	2712	3506	4217
货币资金	419	576	1484	2145
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	278	355	315	337
其他应收款	21	11	12	13
存货	1009	1162	1147	1163
非流动资产	2615	2680	2336	2226
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2233	2310	2363	2254
在建工程	98	78	-72	-72
油气资产	0	0	0	0
无形资产	27	27	27	27
资产总计	4701	5391	5842	6443
流动负债	1756	1937	1907	1942
短期借款	5	5	5	5
应付票据	479	487	485	499
应付账款	762	942	916	926
其他	510	503	501	513
非流动负债	47	-84	-83	-83
长期借款	0	-130	-130	-130
其他	47	46	47	47
负债合计	1802	1854	1823	1859
股本	449	449	449	449
资本公积	486	486	486	486
未分配利润	1738	2313	2747	3259
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2899	3538	4019	4584
负债及权益合计	4701	5391	5842	6443

现金流量表

单位: 百万元

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	585	639	706	790
折旧和摊销	163	178	197	210
资产减值准备	-14	9	-3	2
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	19	12	19
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-58	218	-76	25
经营活动产生现金流量	816	618	1234	997
投资活动产生现金流量	-260	-230	-100	-100
融资活动产生现金流量	-253	-231	-226	-236
现金净变动	303	157	908	661
现金的期初余额	278	419	576	1484
现金的期末余额	581	576	1484	2145

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9262	9212	9425	9750
营业成本	8483	8246	8381	8595
营业税金及附加	10	5	6	7
销售费用	75	92	94	98
管理费用	121	120	125	128
财务费用	30	19	12	19
资产减值损失	-12	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	555	730	806	903
营业外收入	104	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	654	730	806	903
所得税	69	91	101	113
净利润	585	639	706	790
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	585	639	706	790
EPS (元)	1.30	1.42	1.57	1.76

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.3%	-0.5%	2.3%	3.4%
营业利润增长率	-9.5%	31.4%	10.5%	12.0%
净利润增长率	4.1%	9.2%	10.5%	12.0%
盈利能力(%)				
毛利率	8.4%	10.5%	11.1%	11.8%
净利率	6.3%	6.9%	7.5%	8.1%
ROE	20.2%	18.1%	17.6%	17.2%

偿债能力(%)

资产负债率	38.3%	34.4%	31.2%	28.8%
流动比率	1.19	1.40	2	2
速动比率	0.60	0.78	1	2

营运能力(次)

资产周转率	200.5	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	3754	2812	2711	2883

每股资料(元)

每股收益	1.30	1.42	1.57	1.76
每股经营现金	1.25	1.38	2.75	2.22
每股净资产	6.45	7.87	8.94	10.20

估值比率(倍)

PE	8.3	7.6	6.9	6.1
PB	1.7	1.4	1.2	1.1

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。