

面向高端市场，产品不断升级，未来收益有保障

—大冶特钢三季报简评

大冶特钢
000708

季报点评

2011年前三季度，公司实现营业收入68.61亿元，同比增长16.92%；营业利润4.79亿元，同比增长3.83%；归属于母公司所有者净利润4.49亿元，同比增长8.14%；基本每股收益0.998元。2011年第三季度，公司实现营业收入23.23亿元，同比增长15.34%，环比增长2.12%；营业利润1.25亿元，同比下降6.57%，环比下降27.30%；归属于母公司所有者净利润1.31亿元，同比增长7.60%，环比下降17.21%；基本每股收益0.291元。

营收增长来自于价格提高。公司的半年报披露，大冶特钢在2011年上半年销售钢材66.96万吨，同比略有下降。第三季度钢材价格保持稳定，公司的营业收入变化也不大，由此可以推断出公司2011年前三季度的钢材销量基本与去年同期持平。营业收入的增长主要来自于产品价格的提高。

较高的毛利率和较低的销售期间费用率共同保障净利润的增长。2011年铁矿石价格持续高位是国内所有钢企共同面临的问题。大冶特钢在今年前三季度的营业成本同比上升19.04%，高于营业利润的增长率。受此影响公司的毛利率同比降低1.61%至9.52%，但仍然高于行业平均水平。自从中信泰富入主大冶特钢以来，公司的管理水平不断提高，期间费用率不断降低。2011年前三季度公司的管理费用率和销售费用率分别降低了0.385%和0.395%，期间费用率降低0.66%至2.61%，低于行业平均水平。高毛利率和低期间费用率共同保证了大冶特钢在的净利润率在行业中保持领先。

技术改造项目陆续完工，公司产品质量进一步提高。目前大冶特钢仍然没有大规模扩大粗钢产能的计划，2011年进行的17项技术改造多为提高钢材的质量和扩大钢材的品种，其中的11项已经于今年上半年完成，新建两台5吨保护气氛电渣炉项目和1号连铸机改圆坯专用连铸机项目分别于六月和八月完工，其余项目将在2011年末和2012年中陆续完成。项目完成后公司的钢材质量将进一步提高。

公司未来发展目标仍然是竞争小、毛利率高的高端市场。公司关键产品产量已经占总钢材产量的18%以上。其中风电主轴和变速箱轴承材料是国产材料的最高等级。2011年上半年开发新产品5.13万吨，其中大飞机用钢具有独家供货资格，核电支撑材料性能优于其他企业。新产品广泛应用于石油、能源、军工、航空、工程机械等高端市场。

国内高端产品的产能不足，很多企业都需要进口来满足生产需求。未来如果大冶特钢的产品能够替代这部分进口产品，公司的毛利润率还能继续提高。

盈利预测：我们预测2011年-2013年公司的EPS分别为1.33元、1.69元和1.87元，按照10月26日收盘价11.73元测算，2011-2013年的动态P/E分别为8.8倍、6.9倍和6.3倍。公司的盈利能力和未来的成长性明显优于行业内其他企业，给予公司增持评级。

风险提示：特钢下游需求不振，部分特钢生产企业仍在扩大产能，未来存在由产能扩大而引起毛利率下滑的风险。

首次 增持

分析师：张方

投资咨询执业证书编号：

S0630511050001

联系信息：

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

联系人：孙亮

021-50586660-8623

日期

分析：2011年10月26日

调研：无

价格

当前市价：11.73元

股价表现

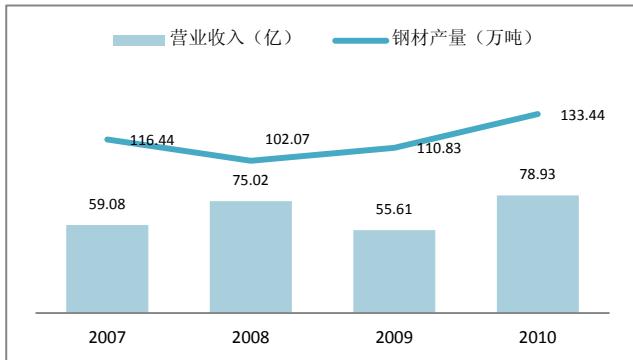


公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	1.25	1.33	1.69	1.87
PE	12.3	8.8	6.9	6.3
PB	2.7	1.7	1.5	1.2

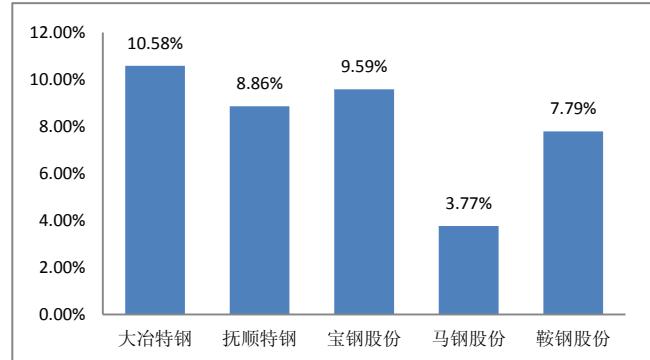
注：EPS为最新股本摊薄后数据

图1：大冶特钢钢材产量和营业收入变化



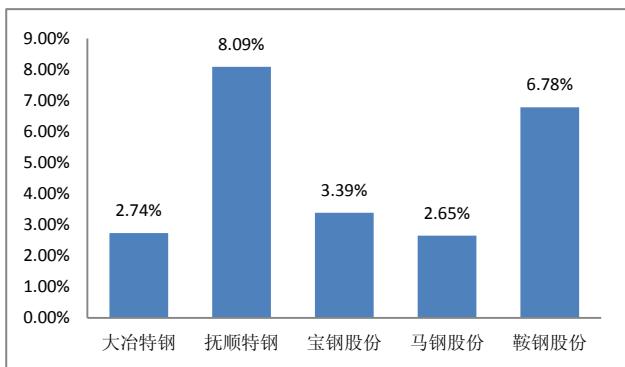
来源：大冶特钢年报，东海证券研究所

图2：2011年前半年部分钢铁企业毛利率



来源：Wind，东海证券研究所

图3: 2011年前半年钢铁企业销售期间费用率



来源：Wind，东海证券研究所

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	750177	556118	789302	915591	1007150	1107865
增长率	27.0%	-25.9%	41.9%	16.0%	10.0%	10.0%
营业利润(万元)	11354	37854	61379	64001	86959	96169
增长率	-62.5%	233.4%	62.1%	4.3%	35.9%	10.6%
净利润(万元)	20088	33279	56188	59589	76089	84148
增长率	-37.9%	65.7%	68.8%	6.1%	27.7%	10.6%
每股净资产(元)	3.91	4.55	5.65	6.71	8.06	9.56
每股收益(元)	0.45	0.74	1.25	1.33	1.69	1.87
市盈率(P/E)	10.0	16.4	12.3	8.8	6.9	6.3
市净率(P/B)	1.1	2.7	2.7	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.0	10.7	9.2	9.2	7.2	6.6
息率(%)	2.2%	1.2%	3.3%	2.3%	2.9%	3.2%

资料来源：公司资料，东海证券预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	750177	556118	789302	915591	1007150	1107865
增长率	27.0%	-25.9%	41.9%	16.0%	10.0%	10.0%
营业成本	716559	503827	708503	828610	896363	986000

营业成本/营业收入	95.5%	90.6%	89.8%	90.5%	89.0%	89.0%
营业税金及附加	201	94	47	183	302	222
销售费用	6849	2700	7234	9431	10071	11079
销售费用/营业收入	0.9%	0.5%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	6345	9712	11630	11720	12086	13294
管理费用/营业收入	0.8%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%
财务费用	2947	1224	753	1647	1368	1101
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(5922)	(707)	244	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	0	0
营业利润	11354	37854	61379	64001	86959	96169
增长率	-62.52%	233.4%	62.1%	4.3%	35.9%	10.6%
营业外净收支	6538	189	2837	4100	0	0
利润总额	17892	38044	64215	68101	86959	96169
增长率	-44.7%	112.6%	68.8%	6.1%	27.7%	10.6%
所得税费用	(2196)	4764	8027	8513	10870	12021
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	20088	33279	56188	59589	76089	84148
增长率	-37.9%	65.7%	68.8%	6.1%	27.7%	10.6%
现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	20088	33279	56188	59589	76089	84148
资产减值准备	3218	(5216)	(903)	196	0	0
折旧摊销	12804	14308	15322	19044	21034	22767
公允价值变动损失	5922	707	(244)	0	0	0
财务费用	2947	1224	753	1647	1368	1101
营运资本变动	22753	(35933)	(18549)	(5359)	8445	(14470)
其它	(3218)	5216	903	(196)	(0)	0
经营活动现金流	61567	12361	52717	73273	105568	92445
资本开支	(23554)	(10394)	(32917)	(9014)	(8903)	(9018)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(23554)	(10394)	(32917)	(9014)	(8903)	(9018)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(9500)	(25000)	18000	0	0	0
支付股利、利息	(4494)	(6741)	(22470)	(11918)	(15218)	(16830)
其它融资现金流	10655	37575	2688	(791)	0	0
融资活动现金流	(17333)	(25907)	(6253)	(12708)	(15218)	(16830)
现金净变动	20681	(23940)	13548	51551	81447	66597
货币资金的期初余额	17521	38202	14262	27810	79361	160808
货币资金的期末余额	38202	14262	27810	79361	160808	227405
企业自由现金流	0	7049	25978	62113	97862	84390
权益自由现金流	0	0	46666	59881	96665	83427

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	38202	14262	27810	79361	160808	227405
应收款项	46987	68700	61730	75254	82779	91057
存货净额	57356	83635	113841	133110	119933	131975
其他流动资产	6682	19942	16521	18312	20143	22157
流动资产合计	149228	186539	219902	306037	383664	472595
固定资产	185466	187564	205907	195865	183919	170355
无形资产及其他	2946	2856	2766	2581	2397	2212
投资性房地产	2196	1393	25131	25131	25131	25131
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	339835	378351	453705	529614	595111	670293
短期借款及交易性金融负债	13791	18791	791	0	0	0
应付款项	89395	110819	134990	155295	155913	158370
其他流动负债	32554	40325	41120	49843	53849	59256
流动负债合计	135740	169935	176900	205137	209763	217626
长期借款及应付债券	25000	0	18000	18000	18000	18000
其他长期负债	3429	3965	4907	4907	4907	4907
长期负债合计	28429	3965	22907	22907	22907	22907
负债合计	164169	173900	199807	228045	232670	240534
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	175666	204451	253898	301569	362440	429759
负债和股东权益总计	339835	378351	453705	529614	595111	670293

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.45	0.74	1.25	1.33	1.69	1.87
每股红利	0.10	0.15	0.50	0.27	0.34	0.37
每股净资产	3.91	4.55	5.65	6.71	8.06	9.56
ROS	3%	6%	7%	7%	8%	8%
ROE	11%	16%	22%	20%	21%	20%
毛利率	4%	9%	10%	9%	11%	11%
EBIT Margin	2%	7%	8%	7%	9%	9%
EBITDA Margin	4%	10%	10%	9%	11%	11%
收入增长	27%	-26%	42%	16%	10%	10%
净利润增长	-38%	66%	69%	6%	28%	11%
资产负债率	48%	46%	44%	43%	39%	36%
息率	2.2%	1.2%	3.3%	2.3%	2.9%	3.2%
P/E	10.0	16.4	12.3	8.8	6.9	6.3
P/B	1.1	2.7	2.7	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.0	10.7	9.2	9.2	7.2	6.6

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

张方：经济学硕士，4年证券研究从业经历，2010年8月加盟东海证券，重点研究上市公司——西部矿业、包钢稀土、驰宏锌锗、中色股份、中金岭南、吉恩镍业、厦门钨业、江西铜业、中金黄金、紫金矿业、新疆众和、云铝股份、东方锆业等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897