

特钢

署名人: 初学良

S0960109064000

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

大冶特钢

000708

强烈推荐

特钢行业的“富二代”

特钢行业是“十二五”期间国家重点发展的行业,大冶特钢是国内少数专注于特钢业务的上市公司之一。高端钢种生产能力是公司的核心竞争优势,同时公司股东背景强大,为公司未来发展提供重要支持。

投资要点:

6-12 个月目标价: 19.20 元

当前股价: 14.04 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数

总股本(百万) 449

流通股本(百万) 447

流通市值(亿) 62.78

EPS(10A) 1.25

每股净资产(元) 5.65

净资产收益率% 22.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大冶特钢	-2.12	-2.25	3.66
上证综指	-2.85	-4.73	-9.25



相关报告

- ◆ **股东背景强大。**大冶特钢的实际控制人是中信泰富——国内最大的特钢生产企业。中信泰富目前特钢总产能 900 万吨,多项产品在国内处于绝对领先地位。弹簧钢、轴承钢、齿轮钢的市场占有率均在 40%左右。集团在西澳还拥有 20 亿吨的磁铁矿资源,预计 2012 年投产,年产品位 67%的铁精粉 2400 万吨,能够完全满足旗下特钢业务的原材料需求。
- ◆ **关联交易巨大或促成整体上市。**目前,上市公司与第一大股东新冶钢之间关联交易额巨大,2010 年大约 27 亿元(同期营业收入 79 亿),此关联交易主要为相互采购钢坯和原材料,协调生产。通过直接减少互相采购以避免关联交易反而会影响上市公司和大股东的生产、盈利,新冶钢整体上市或许是解决关联交易最好的办法。
- ◆ **产品结构优化提升盈利能力,未来继续“做强”而非“做大”。**2004 年被中信泰富收购后,公司借助股东平台致力于发展高端特钢产品,优化产品结构,盈利能力随之不断提升。公司未来发展战略明确:走精品路线,加大研发投入,积极开拓高端产品市场,整体产能将保持平稳。
- ◆ **行业空间大,优势企业成长可期。**与普钢不同,我国特钢的市场空间较大。从行业来看,我国特钢比例低,仅占粗钢的 5%左右,远低于世界 15%-20%的平均水平,发展空间巨大;从企业看,进口替代空间大,目前我国仍停留在以合金结构钢为主的中端产品中,合金工具钢、合金模具钢等毛利率高的高端产品主要依赖进口,我们认为像大冶特钢这种研发能力强,致力于做精品特钢企业的公司成长空间较大。
- ◆ **盈利预测:**预计 2011-2013 年公司基本每股收益分别为 1.46、1.60、1.76 元。目前股价对应 2011 年 PE9.64 倍, PB 略高于行业平均水平。考虑到公司未来业绩改善空间,给予公司 2012 年业绩 12 倍 PE 估值水平。维持给予公司“强烈推荐”的投资评级,6-12 个月目标股价 19.20 元。
- ◆ **风险提示:** 原材料价格上涨超预期、下游行业需求萎缩。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收(百万元)	7893	8285	9320	10141
同 (%)	42%	5%	13%	9%
归属母公司净利润(百万元)	562	654	717	793
同比(%)	69%	16%	10%	10%
毛利率(%)	10.2%	11.1%	11.0%	11.0%
ROE(%)	22.1%	22.0%	20.7%	19.8%
每股收益(元)	1.25	1.46	1.60	1.76
P/E	11.23	9.64	8.79	7.96
P/B	2.49	2.13	1.82	1.58
EV/EBITDA	8	7	6	6

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、公司简介——特钢行业的“富二代”	4
二、公司竞争优势及未来看点分析	8
2.1 产能维持稳定，产品结构优化效果显著，未来盈利能力稳步提升。	8
2.2 轴承钢盈利能力强，营收比重大幅提升，未来有望继续做强	10
三、我国将迎来特钢行业发展的机遇期	12
3.1 我国特钢行业发展现状：高端特钢占特钢总量比重低，特钢占粗钢总量比重低。	12
3.2 国内特钢发展空间大，盈利能力持续改善，行业迎来加速发展期。	15
四、盈利预测假设	16

图 1: 大冶特钢股权结构	4
图 2: 中信泰富旗下特钢及铁矿石业务	5
图 3: 2010 年兴澄特钢产品构成	5
图 4: 新冶钢生产流程	6
图 5: 2010 年新冶钢产品结构	7
图 6: 2007-2010 大冶特钢产品产量（万吨）	8
图 7: 2008-2010 公司碳结碳工钢及轴承钢营收比例变动	9
图 8: 2008-2010 公司主营业务毛利率呈现上升态势	9
图 9: 2010 年大冶特钢产品收入构成	10
图 10: 2010 年大冶特钢产品分行业收入构成	10
图 11: 2010 年大冶特钢分产品毛利率	11
图 12: 2008-2010 年大冶特钢轴承钢营收及占比	11
图 13: 大口径分类方法（吨）	12
图 14: 2011 年前五月我国特钢产品构成	13
图 15: 2010 年西宁特钢、抚顺特钢、大冶特钢部分特钢产品毛利率水平	13
图 16: 2005-2011 年我国粗钢生产情况	14
图 17: 2009 年世界特钢市场份额	14
图 18: 2009 年各国特钢生产比例	15
图 19: 特钢行业 ROE 处于良性上升通道	16
图 20: 特钢行业毛利率处于良性上升通道	16
图 21: 2007-2011 特钢产品价格走势	17
图 22: 各原材料采购比例	18
图 23: 2011.1-8 月各原材料价格涨跌幅	18

表 1: 中信泰富产品销量及市场占有率	4
表 2: 兴澄特钢产能	5
表 3: 新冶钢主要生产设备	6
表 4: 新冶钢产能	7
表 5: 新冶钢和大冶特钢情况对比	8
表 6: 2006-2010 公司主要投资项目	9
表 7: 小口径分类方法	12

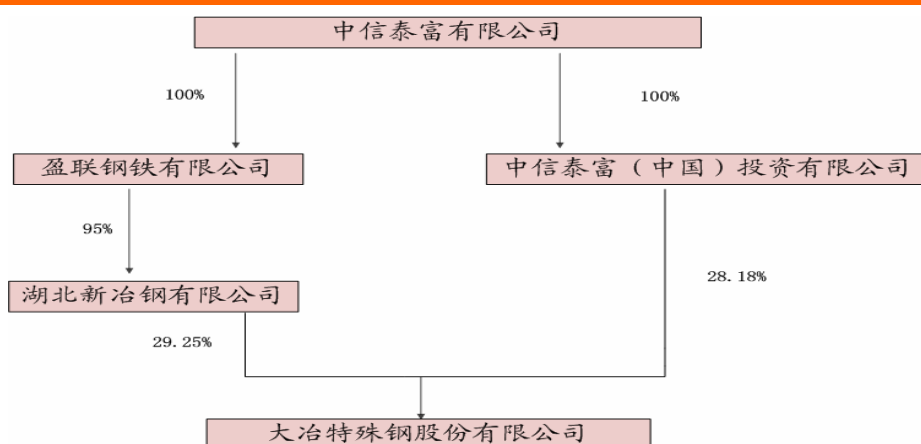
表 8: 2011.1-8 月公司主要产品市场平均价格 (元/吨) 及涨跌幅	17
表 9: 大冶特钢产量、售价及成本预测 (万吨、元/吨)	18

一、公司简介——特钢行业的“富二代”

发起成立：1993 年，由大冶钢厂（现冶钢集团有限公司）作为主要发起人，联合东风汽车公司、襄阳轴承厂（现襄阳汽车轴承股份有限公司）以定向募集方式设立大冶特殊钢股份有限公司。

股权转让：2004 年 12 月，湖北新冶钢有限公司（新冶钢）和中信泰富（中国）投资有限公司（“中信投资”）分别受让了 29.95%、28.18%的股权，该两公司的实际控制人均为中信泰富有限公司，因此，中信泰富是大冶特钢的实际控制人。

图 1：大冶特钢股权结构



资料来源：公司年报 中投证券研究所

公司股东及实际控制人介绍

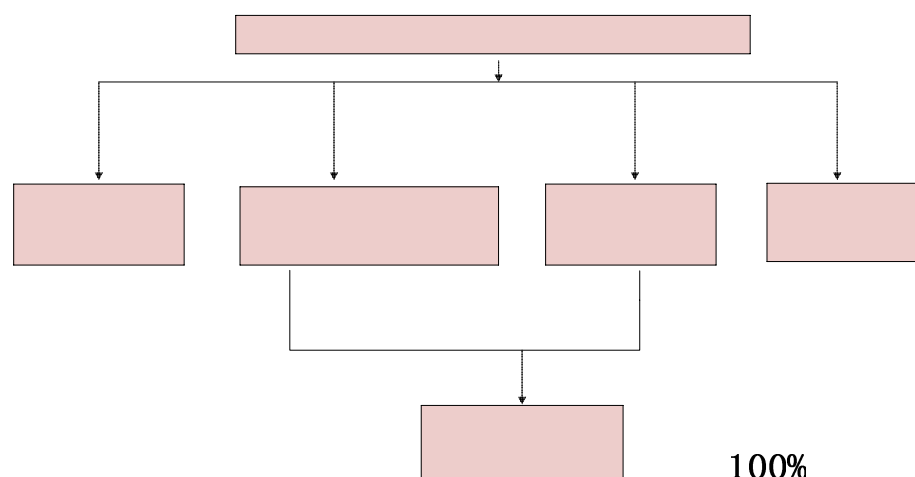
中信泰富： 中信泰富是一家多元化业务的企业，主营业务为特钢制造、铁矿开采及在中国开发房地产，2010 年，三大主业占总资产的比例为 72%。公司是中国最大的专业生产特殊钢的企业，众多特钢产品在国内处于绝对的领先地位，某些特钢产品更是国内唯一的生产商，今年总产能达到 900 万吨。

表 1：中信泰富产品销量及市场占有率

产品	销量（万吨）	市场份额	
		2010	2009
齿轮钢	86	32%	45%
轴承钢	85	29%	42%
合金弹簧钢	39	23%	36%
合结钢	149	19%	23%
无缝钢管	52	9%	6%

资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

图 2：中信泰富旗下特钢及铁矿石业务

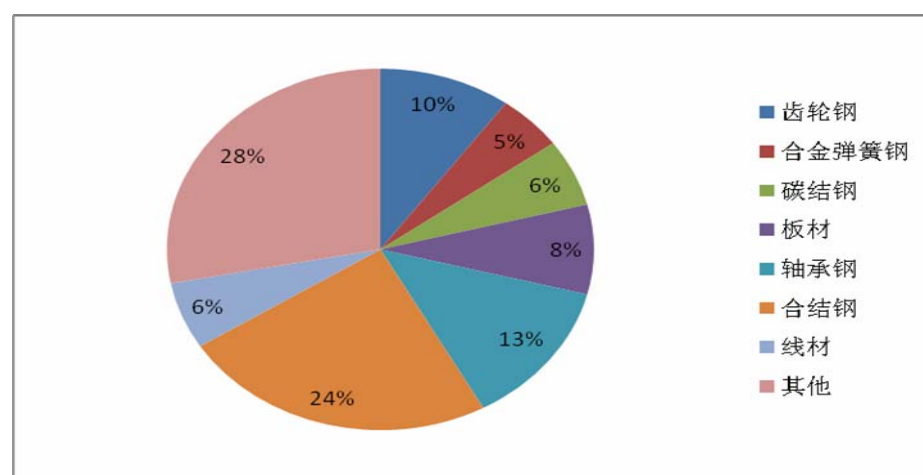


资料来源：公司年报 中投证券研究所

兴澄特钢：该公司目前是中信泰富旗下最大的特钢生产子公司，是国内优特钢棒材和板材的生产基地，具备年产铁水 500 万吨，特殊钢冶炼 600 万吨、轧材 600 万吨的生产能力。主要产品有高标准轴承钢、高级齿轮钢、合金弹簧钢、合金管钢、油田用钢等。

兴澄特钢有限公司

图 3：2010 年兴澄特钢产品构成



资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

表 2：兴澄特钢产能

生产线	产能（万吨）	产品类别
一期	165	线材
		棒材
		银亮材
二期	175	棒材（高端）
		大圆坯

三期	260	特种钢板
板材3500mm	130	
板材4300mm	130	
合计	600	

资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

新冶钢——国内特殊钢龙头之一：该公司前身为大冶钢厂，1994 年改制规范为冶钢集团有限公司，2004 年中信泰富出资收购冶钢集团有限公司钢铁主业资产，组建湖北新冶钢有限公司。新冶钢是国内装备最齐全的大型特殊钢生产企业之一，是国内首家生产电渣钢的钢铁企业。目前已经形成了以优质碳素钢、合金结构钢、低氧含量高纯净度轴承钢、高性能弹簧钢、窄淬透性高变形稳定性齿轮钢、银亮钢等产品为主导的特种合金钢产品体系。轴承钢和弹簧钢是公司的优势品种，轴承钢荣获国家金质奖、弹簧扁钢荣获国家银质奖。新冶钢生产的钢材广泛应用于航空航天、军工、铁路、汽车、工程机械、矿山机械、工模具制造、船舶制造、石油钻采、电站锅炉制造和电站建设、风电、核电等领域。公司目前具备年产 300 万吨钢、300 万吨钢材和 150 万吨铁的生产能力。

图 4：新冶钢生产流程



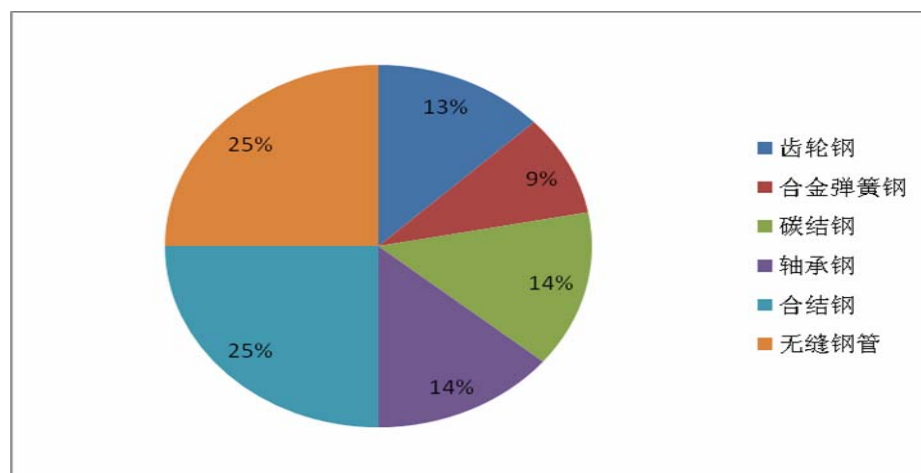
资料来源：公司官网 中投证券研究所

表 3：新冶钢主要生产设备

棒材生产线		特冶锻造环件生产线	
高炉	430m ³ 、2000m ³	冶炼设备	加工设备
电炉	60t、60tLF、60tVD、80tRH	16t保护气氛电渣炉	20MN快锻机
转炉	120t、120tLF、130tRH	6t真空感应炉	45MN快锻机
连铸断面	240×240、350×470、470×510	6t真空自耗炉	16MN精锻机
连轧机组	850+750机组、650机组*2、500机组		2.5M和5M碾环机

资料来源：公司官网 中投证券研究所

图 5：2010 年新冶钢产品结构



资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

表 4：新冶钢产能

生产线	产能（万吨）	产品类别
棒材一、二及三分厂	177	棒材、银亮材
钢管	110	无缝钢管
特冶锻造	13	工模具钢、大型模组
合计	300	

资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

澳洲磁铁矿项目：中信泰富目前拥有西澳 20 亿吨的磁铁矿开采权，同时有权确认额外 40 亿吨的磁铁矿资源量。矿山计划有六条生产线，设计的总产量为每年 2400 万吨，项目预计于 2012 年中期投产。与传统的铁矿产品相比，磁精矿产品的含铁量较高、杂质较少，预计公司所产精矿的含铁量将达到 67%。公司铁矿项目生产的产品将不仅用于中信泰富在中国的特钢厂，也将供应给中国的其他钢厂。

关联交易巨大或促成大股东整体上市：新冶钢是大冶特钢的第一大股东，两者之间的关联交易额巨大。以 2010 年为例，关联交易额 27 亿元，同期营业收入 79 亿。此关联交易主要是两者互相采购钢坯及原材料以协调生产、节约成本。大冶特钢的钢材产能超过粗钢产能，因此每年需要从小冶钢采购部分中低端钢坯进行轧制或锻造，交易以市场价进行。通过直接减少互相采购以避免关联交易反而会影响上市公司和大股东的生产、盈利，新冶钢整体上市或许是解决关联交易最好的办法。目前，新冶钢总产能 300 万吨，大冶特钢 140 万吨，2010 年新冶钢实现净利润 9.2 亿元，大冶特钢实现净利润 5.6 亿元，如果实现整体上市，大冶特钢产能将翻番，净利润增厚 64%。

表 5: 新冶钢和大冶特钢情况对比

	现有特钢产能（万吨）	净利润（亿元）	
		2009	2010
新冶钢	300	7.3	9.2
大冶特钢	140	3.3	5.6

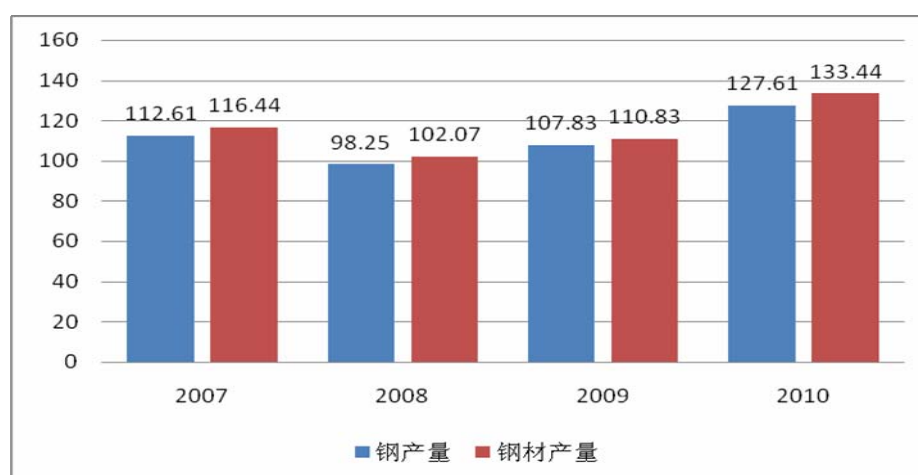
资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

二、公司竞争优势及未来看点分析

2.1 产能维持稳定，产品结构优化效果显著，未来盈利能力稳步提升。

近年来，公司产能、产量维持相对平稳的水平，并未出现大的增长，这是由公司的发展战略决定的。中信泰富入主以来，公司主要致力于优化产品结构，提高高附加值特钢产品产量，逐渐淘汰低端产品（如碳素结构钢）。

图 6: 2007-2010 大冶特钢产品产量（万吨）

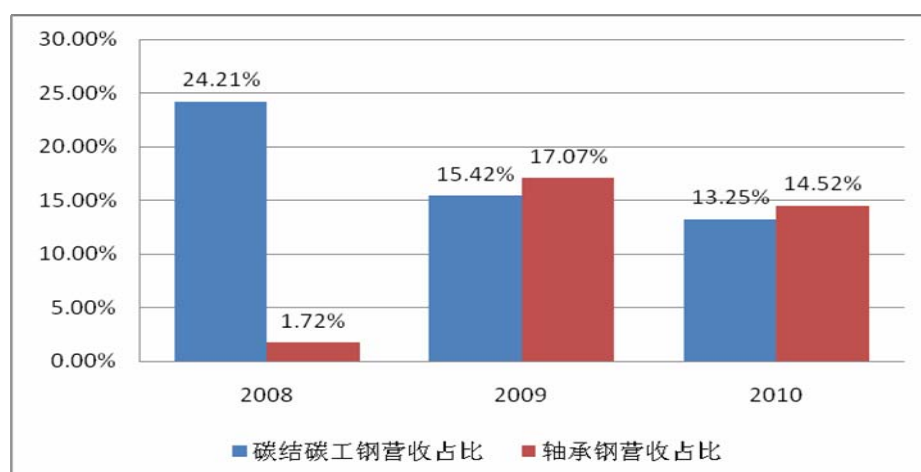


资料来源：公司年报 中投证券研究所

产品结构优化提升盈利能力：2004 年中信泰富入主以来，公司明确执行产品结构优化调整战略。2008-2010 年，低端产品（碳结碳工钢）的营收占比大幅下滑 10%，高端产品（轴承钢）的营收占比上升 10%以上。产品结构优化调整的直接结果是公司盈利能力的提高。近三年，公司主营业务毛利率呈现明显上升态势。

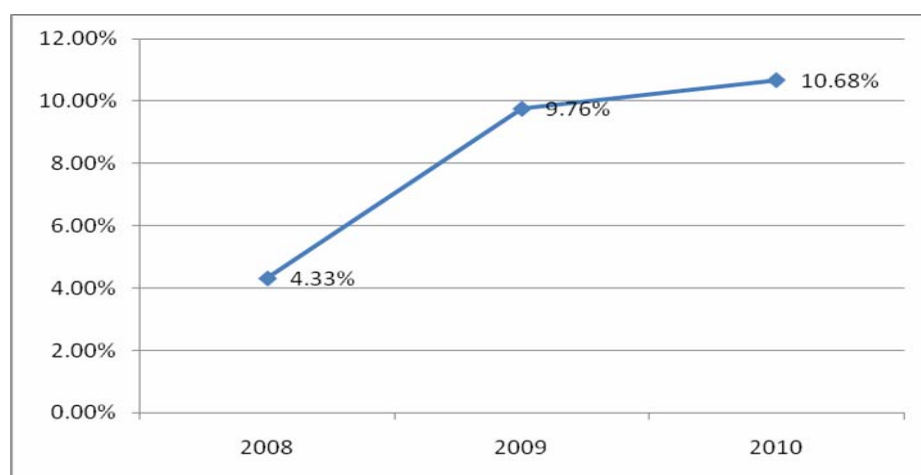
目前，公司关键产品已占公司总产量的 20%以上，其中铁路渗碳轴承钢保持国内领先水平，SKF、FAG 轴承钢供货量大幅上升，齿轮钢的 70%进入关键品种，T/P 系列高压锅炉管形成规模，工模具钢同比增长 36.13%，其中 8407、8418 热作模具钢达到德国进口材的水平。新开发核电支撑材料、钎头钻具用钢等新产品 14.46 万吨，广泛应用于新能源、工程机械等高端行业和领域。

图 7: 2008-2010 公司碳结碳工钢及轴承钢营收比例变动



资料来源: 公司年报 中投证券研究所

图 8: 2008-2010 公司主营业务毛利率呈现上升趋势



资料来源: 公司年报 中投证券研究所

结构调整持续, 未来盈利能力进一步增强。近年来, 公司并无较大的扩大钢坯产能项目投产, 2006-2010 年, 粗钢产能基本保持稳定。公司投资项目主要围绕提高后端深加工能力进行。2011 年将会陆续投产的三个项目“真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目”、“特殊钢锻造工程”、“新建两台 5T 保护气氛电渣炉项目”将会进一步扩大高附加值特钢的产能, 高端产品的生产比重将会持续增大, 公司盈利能力也会随之稳步提升。

表 6: 2006-2010 公司主要投资项目

项目名称	投产时间	计划投资额 (千万)	项目介绍
新建银亮钢生产线工程	2006.06	3.50	发挥品牌优势, 提高银亮钢生产能力
四炼钢产品结构调整技术改造	2006.04	2.28	VD 炉改造, 使真空处理能力达到 80%, 优化钢种, 提高质量
新建两台 5 吨电渣炉及配套项目	2006.05	0.58	提高电渣钢产能

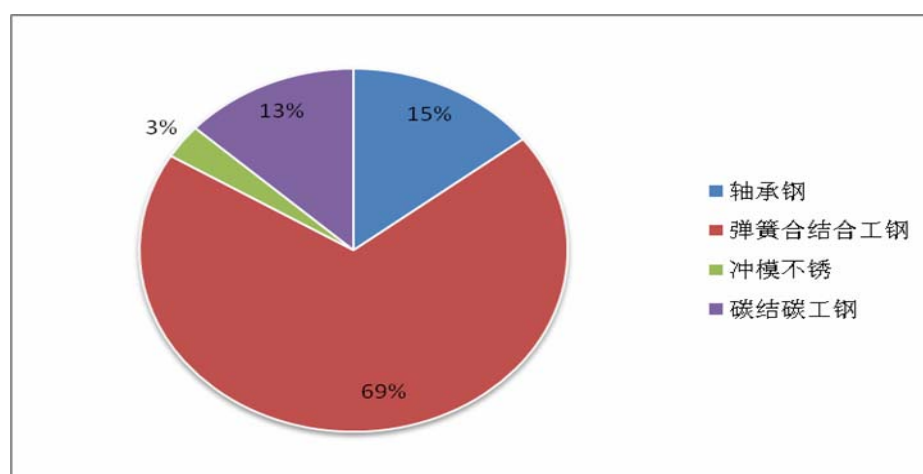
二轧钢生产 ϕ 20-30mm 高合金钢技改	2007.12	0.75	增加公司 ϕ 20-30mm 不锈钢、工模具钢等高合金钢材的产能
锻钢厂 18/30MN 液压机组安装项目	2007.09	2.92	主要生产大规格锻件、模块
二炼钢厂引进 16 吨保护气氛电渣炉	2009.06	3.73	新增各种锭型优质电渣钢，年产能 6470 吨
四炼钢厂工艺流程及物流优化改造	2008.07	4.80	提高炼钢真空比，新增钢包精炼炉，保证精炼钢质量
真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目	2011	16.60	优化炼钢工艺，提升钢材品质
特殊钢锻造工程	2011	49.80	增加高品质特钢产能
新建两台 5T 保护气氛电渣炉项目	2011.05	1.00	增加电渣钢产能

资料来源：公司年报 中投证券研究所

2.2 轴承钢盈利能力强，营收比重大幅提升，未来有望继续做强

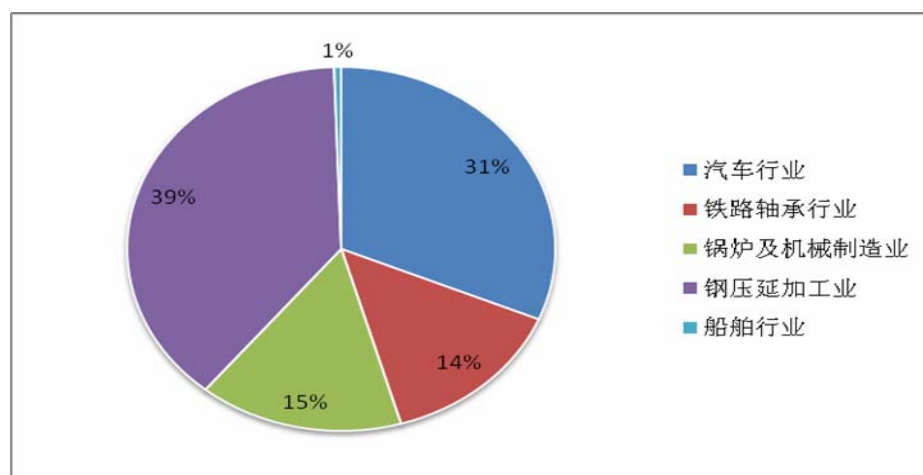
公司产品包括轴承钢、弹簧钢、合结钢、合工钢、冲模不锈钢以及碳结碳工钢，应用行业涉及汽车行业、铁路轴承行业、锅炉及机械制造业、船舶行业等。

图 9：2010 年大冶特钢产品收入构成



资料来源：公司年报 中投证券研究所

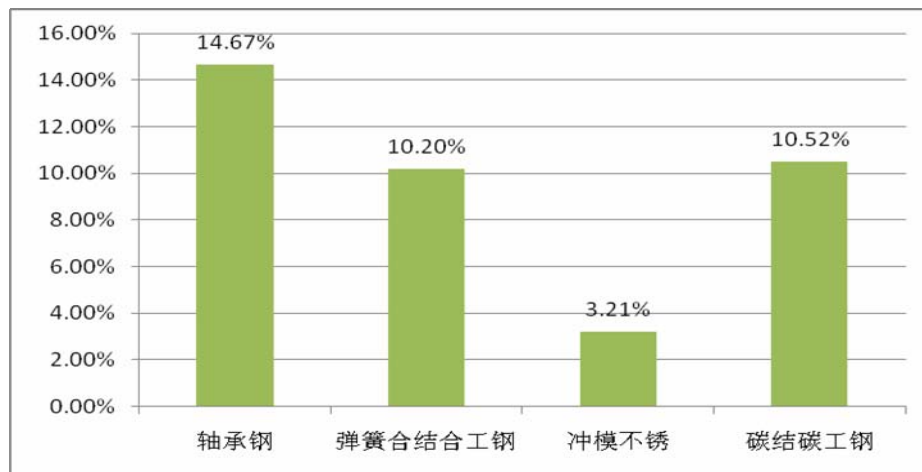
图 10：2010 年大冶特钢产品分行业收入构成



资料来源：公司年报 中投证券研究所

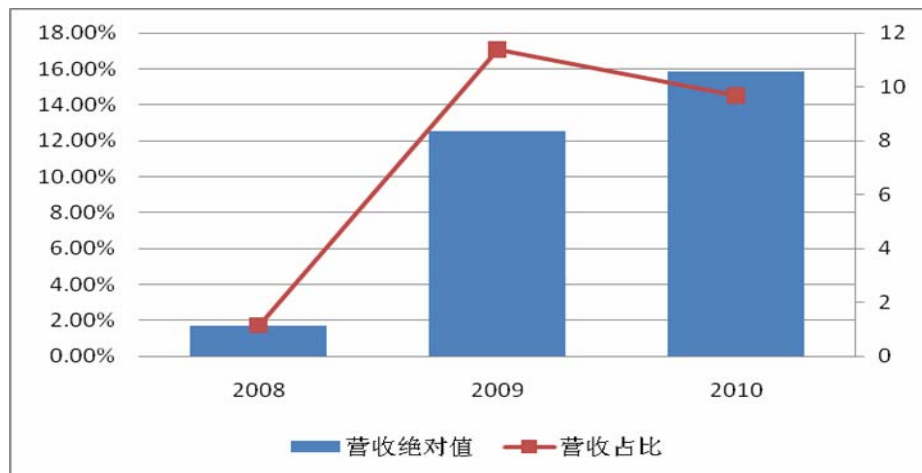
公司所有产品品种中，轴承钢的盈利能力最强，毛利率达 14.67%。公司近年来有意调整产品结构，重点发展高端品种，减少低端产品比重，轴承钢的营收占比由 2008 年的 1.72% 显著上升至 2010 年的 14.52%。

图 11: 2010 年大冶特钢分产品毛利率



资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 12: 2008-2010 年大冶特钢轴承钢营收及占比



资料来源：公司年报 中投证券研究所

依托强大的股东背景，公司轴承钢将会进一步做大做强。由于轴承钢的综合质量要求很高，常被称作为“钢中之王”，其中含氧量是轴承钢主要的综合质量指标。公司实际控制人中信泰富是国内最大的轴承钢生产企业，旗下子公司兴澄特钢生产的高标准轴承钢的平均含氧量低于 5ppm，达到世界顶尖水平，2005 年被全球轴承权威瑞典 SKF、德国 FAG、日本 NSK 颁证认可，2007 年获“中国名牌”称号，并于同年受邀参加瑞典 SKF 公司百年庆典，显示了在国际上较强的特钢地位。近年来，轴承钢逐渐成为大冶特钢的支柱产品，我们认为这是受益于中信泰富在该领域的领先优势，依托强大的股东背景，公司轴承钢业务有望持续做大做强。

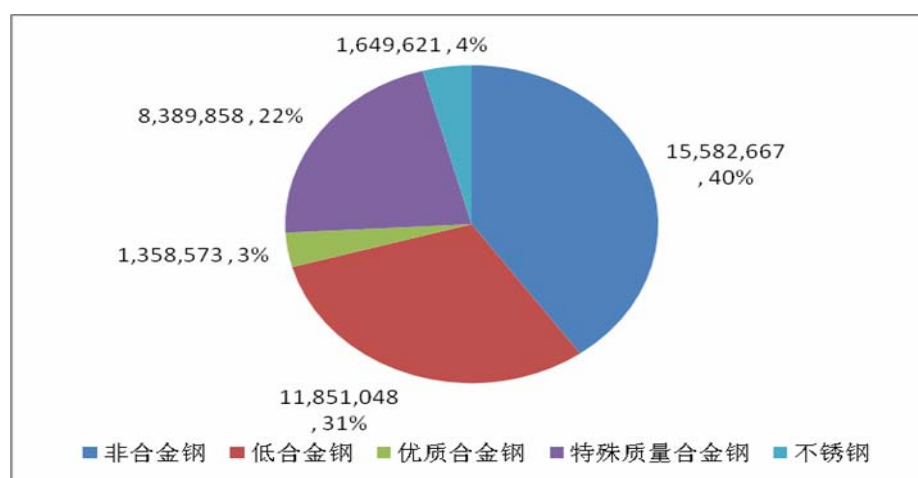
三、我国将迎来特钢行业发展的机遇期

3.1 我国特钢行业发展现状：高端特钢占特钢总量比重低，特钢占粗钢总量比重低。

释义：特钢，区别于普钢，是指由于成分、结构、生产工艺不同而具有特殊性能的钢种。特钢产品主要应用于制造业，是制造业用钢最主要的钢类，代表了一个国家的工业化发展水平。装备制造业的发展和腾飞离不开高端特钢的支持。

分类：本报告中我们列出了两种统计分类：一种是大口径，以“中国联合钢铁网”对国内 32 家特钢生产企业钢材产量的统计数据为基准，该种分类方法反应了我国目前特钢行业“特钢不特”的生产现状，包含了很多可以列为普钢的低端产品；另一种是小口径，以目前 A 股特钢上市企业的产品类别为基准，统计真正的特钢产品。我们认为，以第二种口径对特钢产品进行分类更加合理，该种分类方法所列出的产品才是真正体现一个国家特钢行业发展水平的核心产品。下面按照两种分类口径，以 2011 年 1-5 月国内特钢企业产量数据列出各特钢品种的市场比重。本报告中，我们主要采用小口径方法。

图 13：大口径分类方法（吨）



资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

表 7：小口径分类方法

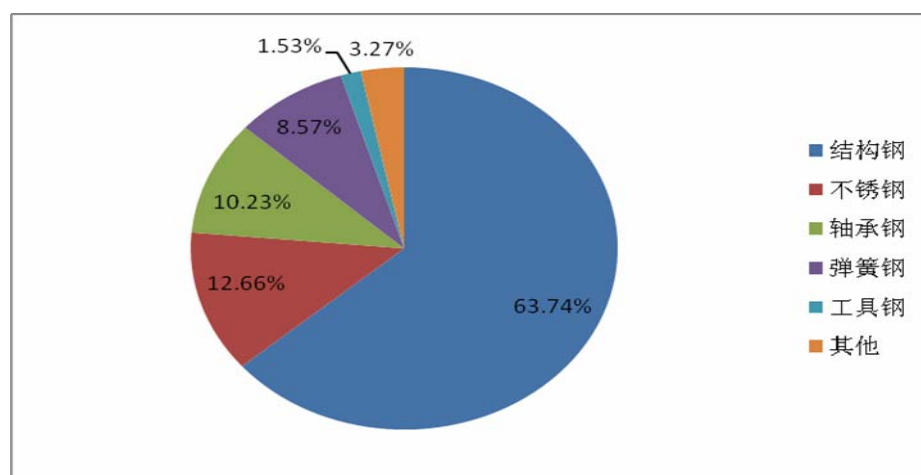
产品		2011 年 1-5 月产量 (吨)	占比 (%)	应用
结构钢	合金结构钢	6,159,593	47.28%	用作机械零件和各种工程构件
	碳素结构钢	2,145,059	16.46%	
不锈钢		1,649,621	12.66%	用于建筑工程及设备制造
轴承钢		1,332,424	10.23%	用来制造滚珠、滚柱和轴承套圈
弹簧钢	碳素弹簧钢	475,227	3.65%	用于制造弹簧

	合金弹簧钢	641,382	4.92%	
工具钢	碳素工具钢	12,691	0.10%	用于制造切削刀具、量具、模具、耐磨工具
	合金工具钢	186,674	1.43%	
其他	特殊质量低合金钢	388,001	2.98%	
	高温合金钢	34,573	0.27%	用于制造火电锅炉等
	精密合金	1,691	0.01%	用于制造电子、电工器件等精密仪器
	耐蚀合金	1,454	0.01%	用于抗腐蚀设备制造
合计		13,028,390	100%	

资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

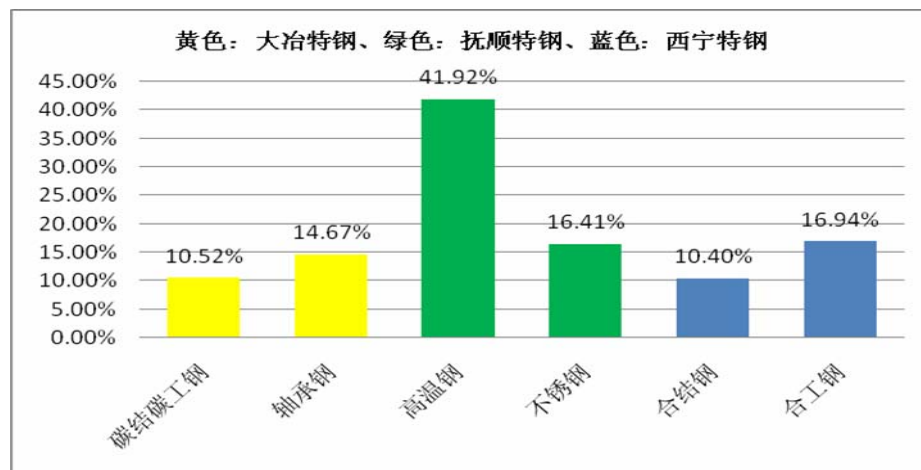
中低端为主的特钢产品结构：就全国而言，我国特钢行业的现状是“特钢不特”。相对于普钢而言，特钢的高附加值一般体现在高端产品中，发达国家的特钢产品以不锈钢、合金工具钢、合金模具钢和高速钢等毛利率较高的高端特钢产品为主，而我国目前还主要停留在以合金结构钢、碳素结构钢为主的毛利率较低的中低端产品中。2011 年前五月结构钢占我国特钢产品的比重为 63.74%。

图 14：2011 年前五月我国特钢产品构成



资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

图 15：2010 年西宁特钢、抚顺特钢、大冶特钢部分特钢产品毛利率水平



资料来源：上市公司年报 中投证券研究所

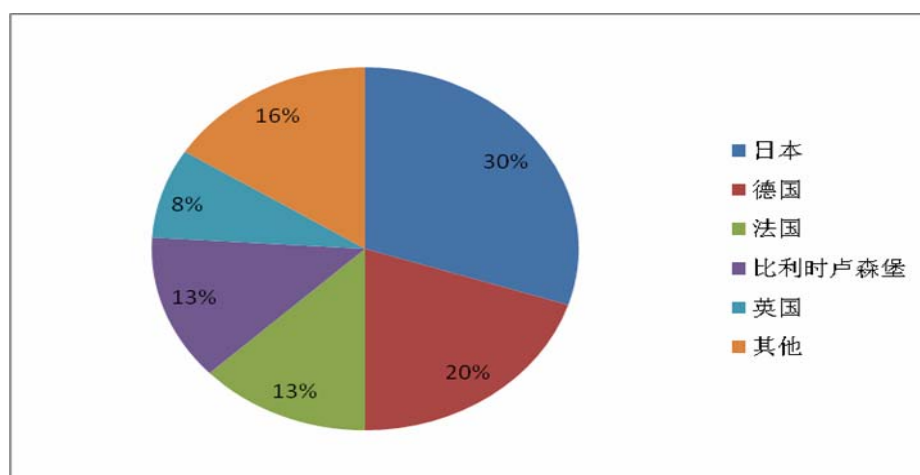
特钢整体占比低：我国是世界钢铁生产大国，近年来年粗钢产量占世界的 40% 以上。然而，我国的特钢发展却相对滞后。目前，世界特钢生产主要集中在日本、美国、德国、法国、意大利、瑞典等国家，这些国家的特钢产量约占全球特钢产量的 70% 和全球贸易量的 90% 以上，其中，日本、德国和瑞典是特钢产业总体水平最高的国家，占全球贸易量的 50% 以上。欧美及日本等发达国家特钢产量在粗钢总产量中的比例一直保持在较高的水平，世界平均在 15%-20% 左右，其中日本为 18.9%，德国 25.3%，欧盟 16.4%，瑞典最高，达到 45% 以上，而我国该比例远远落后，不到 10%，尤其是真正意义上的特钢产量占比不到 5%。

图 16：2005-2011 年我国粗钢生产情况



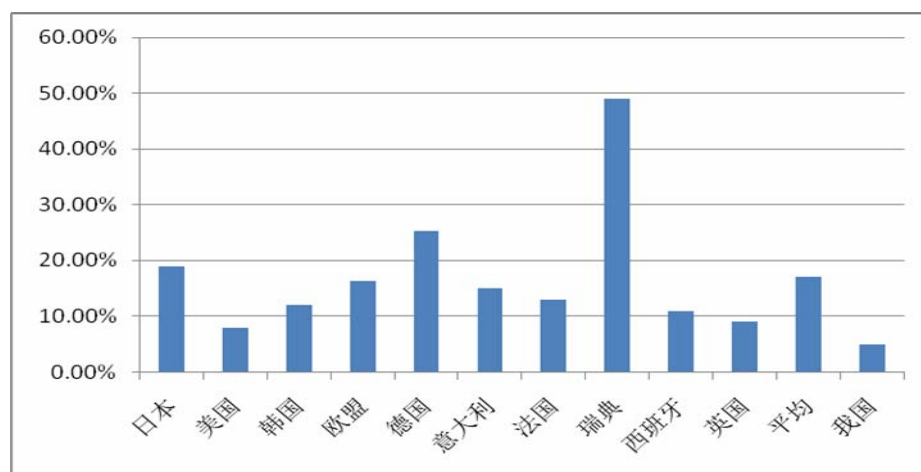
资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

图 17：2009 年世界特钢市场份额



资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

图 18: 2009 年各国特钢生产比例

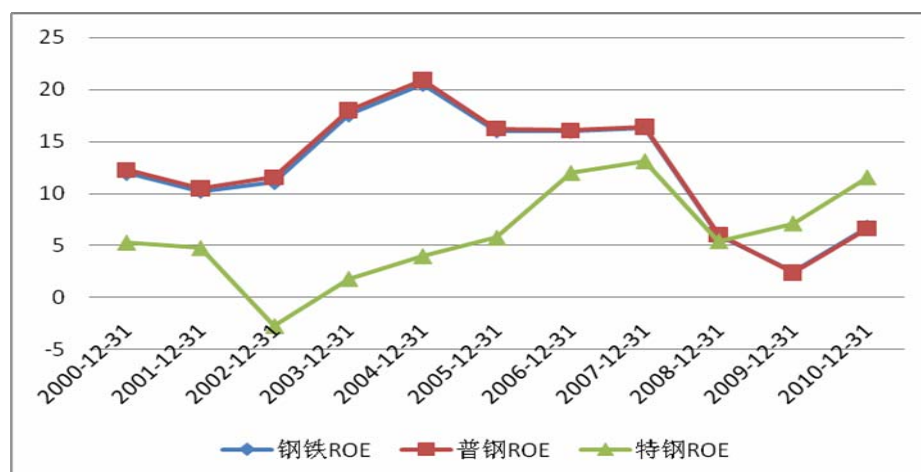


资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

3.2 国内特钢发展空间大，盈利能力持续改善，行业迎来加速发展期。

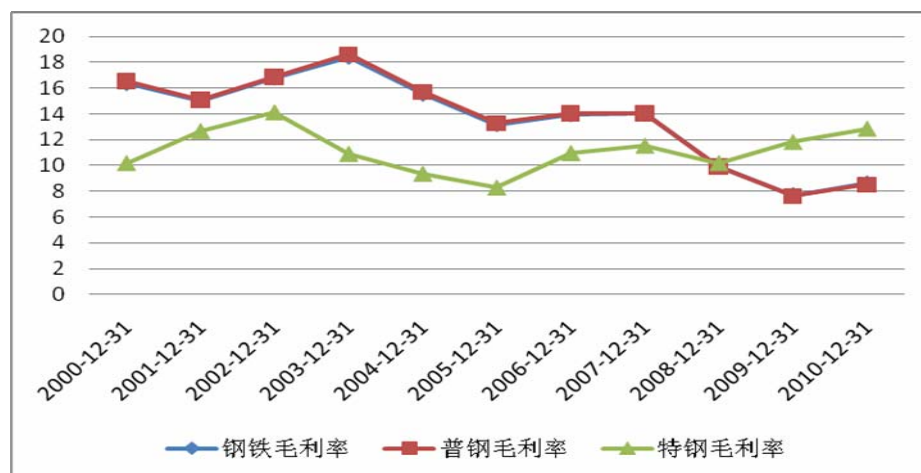
相对于世界平均水平而言，我国特钢行业还面临较大的发展空间，以 15% 的保守比例估计，我国特钢产品产量应该达到 9000 万吨以上，相对于目前 3000 万吨的水平还有 2 倍的市场容量。我国已经确立世界钢铁生产大国的地位，钢铁行业的结构性优化，产钢大国向产钢强国的地位的转变将是钢铁行业未来的发展趋势；同时，从下游行业驱动来看，如今，我国正处于经济转型之际，以机械行业为代表的传统制造业也面临升级的需要，然而，关键配套零部件（轴承、齿轮、模具、弹簧等）的生产瓶颈仍然普遍存在，零部件自主化将是机械行业“十二五”改造升级的关键，高附加值特钢产品的研发和生产是国家鼓励重点发展的方向；金融危机后，我国钢铁行业整体产能过剩，市场饱和，目前处于产能消化期，然而已完成工业化的发达国家经验表明，特钢的生产和消费通常滞后于普钢，在该国钢铁市场容量基本饱和之后仍会有十年左右的上行空间，从盈利指标看，我国特钢行业盈利能力处于良性的上升通道。因此，我们有理由相信，特钢行业在“十二五”期间将迎来加速发展期。

图 19: 特钢行业 ROE 处于良性上升通道



资料来源: WIND 中投证券研究所

图 20: 特钢行业毛利率处于良性上升通道



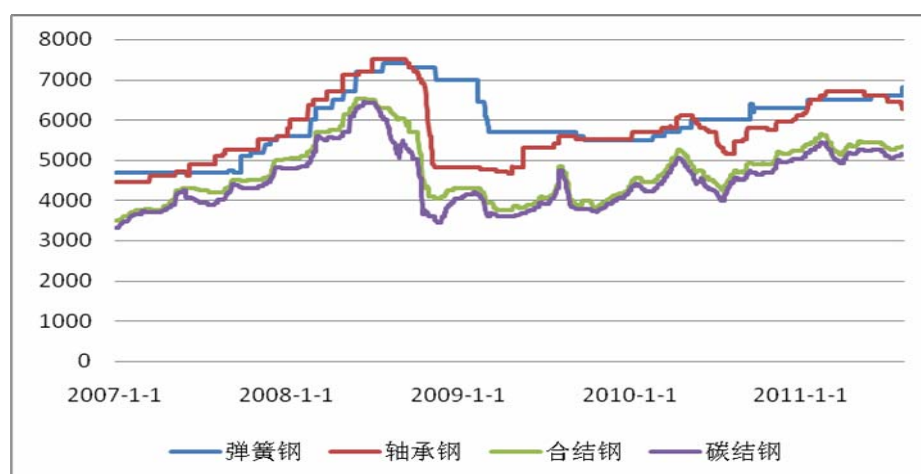
资料来源: WIND 中投证券研究所

四、盈利预测假设

下面是对公司未来业绩进行预测的主要假设:

1、特钢均价未来三年会持续上涨。原因是: 从行业来看, “十二五”期间, 国内特钢需求旺盛, 将会对特钢价格提供有力支撑。今年 1-8 月份, 特钢各品种价格相比去年全年均价上涨了 10% 左右。考虑到公司产品偏高端, 以及各产品营收比重, 我们认为今年公司特钢均价涨幅 8.5% 较为合理; 鉴于行业景气度攀升和公司产品结构的持续优化, 2012、2013 年给予公司特钢产品均价 5%、2% 的涨幅假设。

图 21: 2007-2011 特钢产品价格走势



资料来源: 中国联合钢铁网 中投证券研究所

表 8: 2011.1-8 月公司主要产品市场平均价格 (元/吨) 及涨跌幅

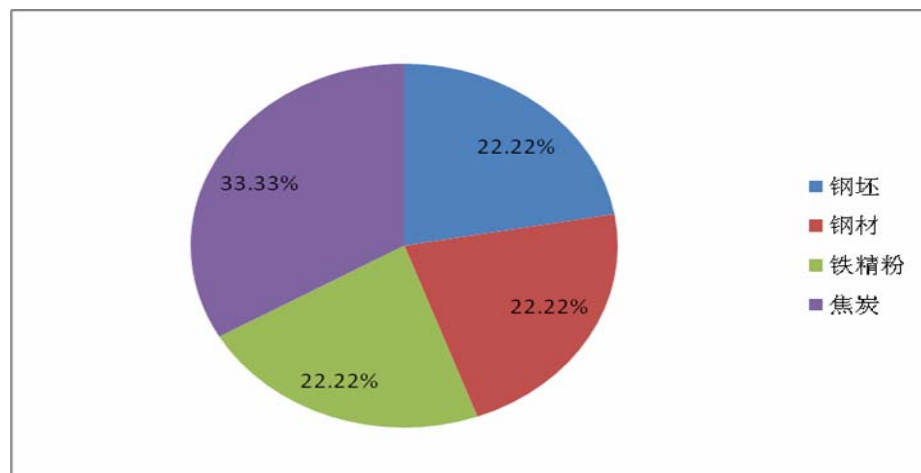
	价格	同比 (2010 年均价)	营收占比
合结钢	5382	12%	36%
碳结钢	5178	13%	13%
弹簧钢	6522	9%	36%
轴承钢	6566	14%	15%

资料来源: 中国联合钢铁网 中投证券研究所

产量将保持平稳缓慢增长。公司 2010 年年报披露, 2011 年计划产钢材 140 万吨。从公司近几年发展轨迹以及现有投资项目来看, 未来几年产能将继续维持平稳缓慢增长, 我们预计 2012、2013 年产量分别为 150、160 万吨。

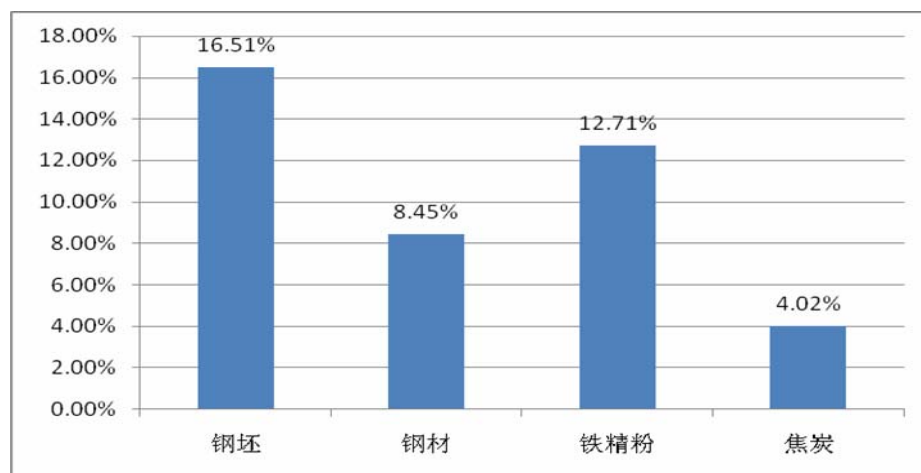
成本方面: 公司原材料成本占主营业务成本的比重大约为 82%, 其中铁精粉、钢坯、钢材、焦炭的采购比例及今年前八月的涨幅如下图所示。综合而言, 我们预计公司未来三年的吨钢综合成本涨幅分别为: 7.96%、4.57%、2.55%。

图 22: 各原材料采购比例



资料来源：公司年报 中投证券研究所

图 23: 2011.1-8 月各原材料价格涨跌幅



资料来源：公司年报 中投证券研究所

表 9: 大冶特钢产量、售价及成本预测（万吨、元/吨）

	2010A	2011E	2012E	2013E
特钢产量	128	140	150	160
特钢售价	5454	5918	6214	6338
吨钢成本	4872	5260	5530	5640

资料来源：中投证券研究所

盈利预测：预计 2011-2013 年基本每股收益分别为 1.46、1.60、1.76 元。目前股价对应 2011 年 PE9.64 倍，PB 略高于行业平均水平。考虑到公司未来业绩改善空间，给予公司 2012 年业绩 12 倍 PE 估值水平。首次给予公司“强烈推荐”评级，6-12 个月目标股价 19.2 元。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2199	3058	3589	4442
现金	278	877	1201	1819
应收账款	199	208	235	255
其它应收款	1	2	2	3
预付账款	165	212	223	248
存货	1138	1196	1343	1463
其他	417	562	586	654
非流动资产	2338	2253	2215	2077
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1805	1934	1929	1833
无形资产	28	26	24	22
其他	506	294	262	223
资产总计	4537	5311	5805	6519
流动负债	1769	2117	2110	2288
短期借款	5	0	0	0
应付账款	946	1021	1136	1241
其他	818	1096	974	1047
非流动负债	229	226	227	227
长期借款	180	180	180	180
其他	49	46	47	47
负债合计	1998	2343	2337	2515
少数股东权益	0	0	0	0
股本	449	449	449	449
资本公积	486	486	486	486
留存收益	1604	2034	2532	3070
归属母公司股东权益	2539	2969	3467	4005
负债和股东权益	4537	5311	5805	6519

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	386	779	785	873
净利润	562	654	717	793
折旧摊销	153	154	171	181
财务费用	8	-17	-36	-56
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-321	-103	-38	-58
其它	-15	91	-29	13
投资活动现金流	-248	-149	-99	-49
资本支出	266	150	100	50
长期投资	0	0	0	0
其他	18	1	1	1
筹资活动现金流	-75	-31	-363	-206
短期借款	-130	-5	0	0
长期借款	180	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-125	-26	-363	-206
现金净增加额	63	599	323	618

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7893	8285	9320	10141
营业成本	7085	7363	8295	9024
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	72	76	85	93
管理费用	116	133	154	167
财务费用	8	-17	-36	-56
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	614	728	822	911
营业外收入	32	24	27	26
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	642	748	844	933
所得税	80	93	127	140
净利润	562	654	717	793
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	562	654	717	793
EBITDA	775	865	956	1036
EPS (元)	1.25	1.46	1.60	1.76

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	41.9%	5.0%	12.5%	8.8%
营业利润	62.1%	18.6%	12.8%	10.9%
归属于母公司净利润	68.8%	16.4%	9.7%	10.5%
获利能力				
毛利率	10.2%	11.1%	11.0%	11.0%
净利率	7.1%	7.9%	7.7%	7.8%
ROE	22.1%	22.0%	20.7%	19.8%
ROIC	24.9%	27.4%	29.7%	33.5%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	44.1%	40.3%	38.6%
净负债比率	9.40%	15.37%	7.70%	7.16%
流动比率	1.24	1.44	1.70	1.94
速动比率	0.58	0.86	1.05	1.28
营运能力				
总资产周转率	1.90	1.68	1.68	1.65
应收账款周转率	45	39	40	40
应付账款周转率	8.35	7.49	7.69	7.59
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.25	1.46	1.60	1.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	1.73	1.75	1.94
每股净资产 (最新摊薄)	5.65	6.61	7.72	8.91
估值比率				
P/E	11.23	9.64	8.79	7.96
P/B	2.49	2.13	1.82	1.58
EV/EBITDA	8	7	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

韩小静, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 复旦大学材料学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份、新兴铸管、河北钢铁、太钢不锈、济南钢铁、莱钢股份、新钢股份

酒钢宏兴、韶钢松山、重庆钢铁、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、西宁特钢

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434