

评级：强烈推荐（维持）

钢铁

公司年报点评

证券研究报告

分析师 张文丰 S1080510120007

电 话： 0755-82485194

邮 件： zhangwenfeng@fcsc.cn

大冶特钢(000708)

——主营业绩符预期，后期重在产品结构升级

事件：大冶特钢（000708）公布 2011 年年报：全年销售钢材 141.47 万吨，同比增长 5.28%；实现营业收入 926183 万元，同比增长 17.34%；实现净利润 58493 万元，实现每股收益 1.302 元，同比增长 4.16%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 4 元（含税）。

点评：

● 主营业绩符合预期，但非经常性损益大增使净利超预期

公司 2011 年实现营业收入 926183 万元，同比增长 17.34%；实现净利润 58493 万元，每股收益 1.302 元，同比增长 4.16%。其中，四季度实现营业收入 240060 万元，环比增长 3.36%，实现每股收益 0.303 元，环比增长 4.04%。公司营业利润同比下降 9.54%，符合我们预期，但净利润超于我们预期，究其原因，主要在于四季度营业外收入大幅增加所致。据年报显示，公司同比去年增加营业外收入 72,21.6 万元，可增厚 EPS0.14 元。就该项收入组成来看，因债权人丧失法定保护权而冲销债务贡献收入 6405.08 万元，获得的政府节能减排补贴为 2304.2 万元，两项共占全部营业外收入的 83.6%。

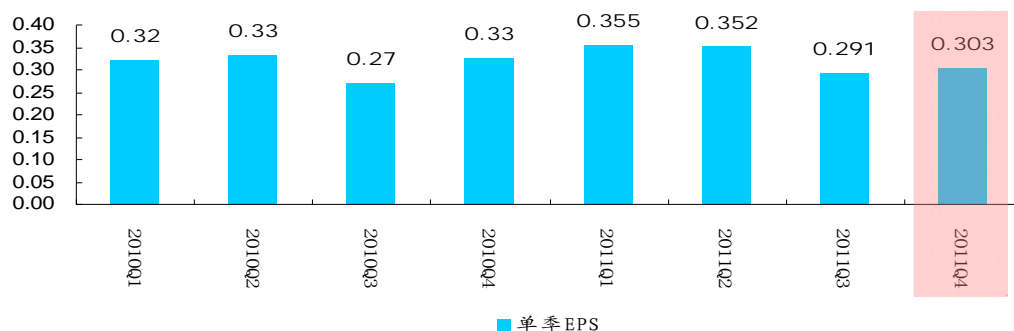
表 1 公司 2011 年主要财务指标及同比变化情况

指标	2010 年报	2011 年报	增减额	同比
营业收入（万元）	789,302.35	926,182.82	136,880.48	17.34%
营业成本（万元）	708,503.06	848,281.04	139,777.98	19.73%
销售费用（万元）	7,234.17	7,546.18	312.01	4.31%
管理费用（万元）	11,630.34	12,086.67	456.33	3.92%
财务费用（万元）	753.11	3,008.44	2,255.32	299.47%
资产减值损失（万元）	-244.23	-1,235.75	-991.51	405.97%
营业利润（万元）	61,378.65	55,525.52	-5,853.14	-9.54%
营业外收入（万元）	3,190.61	10,412.22	7,221.60	226.34%
营业外支出（万元）	354.03	513.85	159.82	45.14%
利润总额（万元）	64,215.23	65,423.88	1,208.64	1.88%
净利润（万元）	56,188.33	58,493.14	2,304.81	4.10%
每股收益（元）	1.2500	1.3020	0.05	4.16%

资料来源：公司年报，第一创业证券



图1 四季度业绩环比小幅增长



资料来源：公司财报，第一创业证券

● 在建项目均已投产，为业绩增长预留空间

报告显示，公司 09 年开始建设的一系列重点项目已经全面完成。其中真空特殊冶炼项目的 6T 双真空炉已试生产高强钢、航空轴承钢、不锈钢、高温合金等品种，并已向用户供货；快速锻造项目的 20MN 快锻液压机、特殊钢锻造工程项目的 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，质量符合设计要求；5M 辗环机和 16MN 径锻机投产，径锻机产品精度达到轧材水平。

这些项目合计为公司提供了 11.65 万吨的产能增量，报告期产量约为 4 万吨，达产率为 30%，近两年将逐步释放。由于这些项目的产品都属于高技术含量、高附加值锻材产品，部分属于进口替代品种，受经济周期影响偏小，未来市场空间较大。随着这些项目的达产达效，公司业绩持续增长还具有较大的空间。

表2 新投产项目将逐步投产贡献收益

项目	产品	产能（万吨）	投产日期
特殊钢锻造工程项目			
1、45MN 快锻生产线	模具钢、高温合金等锻件	3.5	2011 年下半年
2、16MN 精锻生产线	轴承钢、军工钢等锻材	4.5	2011 年上半年
真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目			
1、高合金钢锭	超高强度钢、高温合金等	0.35	2010 年
2、大型锻材和锻件	超级模具钢、超高强度钢等	2	2010 年
3、大型环轧件	环件、轮毂、齿圈等	1.3	2010 年
合计		11.65	

资料来源：公司公告，第一创业证券

● 新兴产业用特钢材料是公司未来重点关注的领域

报告显示，公司 09 年开始建设的一系列重点项目已经全面完成。其中真空特殊冶炼项目的 6T 双真空炉已试生产高强钢、航空轴承钢、不锈钢、高温合金等品种，并已向用户供货；快速锻造项目的 20MN 快锻液压机、特殊钢锻造工程项目的 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，质量符合设计要求；5M 辗环机和 16MN 径锻机投产，径锻机产品精度达到轧材水平。

受十二五时期经济结构转型的影响，传统部门产量及投资增速减缓将成常态。报告显示，随着汽车产量增速急剧下滑以及铁路基建投资的明显放缓，公司在这两个行业中的收入占比出现明显下降，且毛利率下降趋势明显。其中，汽车行业占比下降 7.18 个百分点，毛利率下降 3.04 个百分点；铁路轴承行业占比下降 2.91 个百分点，毛利率下降 5.76 个百分点，而同期锅炉及机械制造业、钢压延加工业（其他）和船舶行业占比及毛利率均保持稳定或提高。



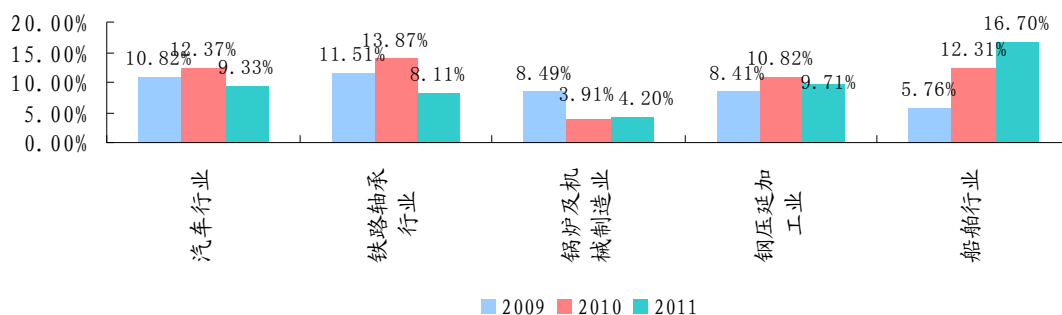
为此，公司也明确提出以新兴产业所需特钢为导向，积极抓住新能源、锅炉、铁路、国防军工等关键行业，重点开发风电用钢、高铁用钢、石油用钢、高合金军工用钢和高标准窄带齿轮钢等品种的目标。我们预计，随着公司特冶和锻造产能的完全构建，将可更有效的应对新兴产业所需新钢种的需求变化，成长性也凸显于此。

表 3 汽车和铁路轴承行业收入占比下降

行业	2010 占比	2011 占比	增减
汽车行业	31.32%	24.14%	-7.18%
铁路轴承行业	14.17%	11.26%	-2.91%
锅炉及机械制造业	15.45%	18.53%	3.09%
钢压延加工业(其他)	38.52%	44.76%	6.24%
船舶行业	0.54%	1.31%	0.77%
合计	100.00%	100.00%	0

资料来源：公司年报，第一创业证券

图 2 公司各行业板块毛利率变化趋势

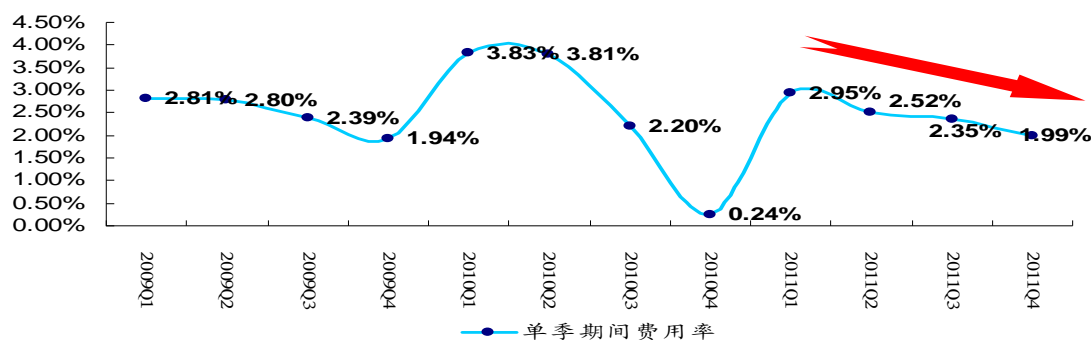


资料来源：公司年报，第一创业证券

● 管理水平和销售能力继续呈积极变化态势

公司作为少有的民营钢企之一，其灵活和有效的管理体制一直是其非常突出的亮点，下一步公司将采取科学的方式（如六西格玛管理）固化这一成果，并与公司实际生产情况相结合。年报显示，公司 2011 年费用率较去年继续下降至 2.44%，在行业内实属罕见。在销售方面，公司直供比高达 82%，其订单锁定性良好，成为公司业绩稳定的重要原因。2011 年，公司开发新用户 356 家，销售钢材占比达 12%，充分显示了其销售力量的强大。此外，公司积极开拓国内区外市场和国外市场，2011 年中南地区营业收入占比下降 6.71 个百分点，而国外营收大增 79.70%，占比也大幅提升 6.22 个百分点，此外华北区域市场收入占比也继续上升。

图 3 公司管理费用逐季下降



资料来源：公司年报，第一创业证券

表 4 中南区域占比明显下降，出口占比大幅上升



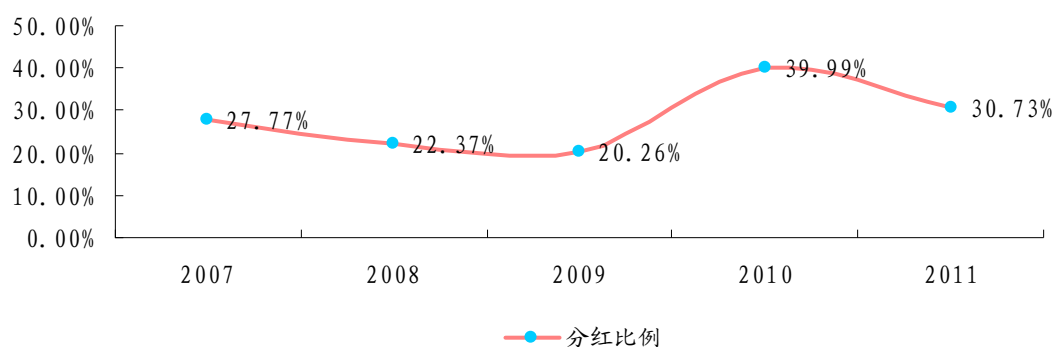
销售区域	营业收入（元）	同比增长	2011 年占比	占比提升（%）
华北	2,657,510,638	25.05%	30.99%	1.79
华东	1,570,087,989	10.18%	18.31%	-1.27
中南	2,531,589,378	-4.00%	29.52%	-6.71
西部	266,625,161	16.75%	3.11%	-0.03
国外	1,550,586,074	79.70%	18.08%	6.22
合计	8,576,399,240	17.83%	100.00%	0.00

资料来源：公司年报，第一创业证券

● 分红水平一直在行业内领先

年报显示，公司董事会决定，拟以 2011 年末总股本 449,408,480 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 4 元（含税），共计分配现金股利 179,763,392 元，剩余 1,558,267,724 元结转下一年度。本次分配，不进行资本公积金转增股本。从公司历年分配情况来看，公司分红比例在同类公司中处于高且稳定的水平，2011 年分红比例继续在 30% 以上，股利股价比达到 3.48%，接近一年期存款利率，有着较好收益保障，也充分反映了公司充足的现金流水平和良好的财务状况。

图 4 公司分红比例一直维持较高水平



资料来源：公司年报，第一创业证券

● 维持“强烈推荐”的投资评级

我们预计，公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.37 元和 1.49 元，对应 PE 分别只有 8.4 倍和 7.7 倍，作为特钢企业估值明显偏低。尽管公司增速预期有所下降，但由于股东中信泰富所属澳矿的逐步投产，公司有望获得稳定的矿石来源，且公司高端特材受国家政策扶持力度大，高性能钢尚有着一定的成长性，加上其估值明显偏低，依然具备较强的投资价值，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

● 风险提示

汽车、机械等行业增速继续下滑；铁矿石及其他铁合金价格大幅上涨；新投产项目订单未达预期等。

表 5 公司年度盈利预测简表

单位：万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	556,118	789,302	926,183	964,650	1,024,689
同比 (%)	-26.16%	41.93%	17.34%	4.15%	6.22%
营业毛利	52,301	80,799	77,902	89,966	100,331
同比 (%)	36.38%	54.49%	-3.59%	15.49%	11.52%
归属母公司净利	33,279	56,188	58,493	61,761	66,789



同比 (%)	65.67%	68.84%	4.10%	5.59%	8.14%
总股本 (万股)	44,941	44,941	44,941	44,941	44,941
每股收益 (元)	0.74	1.25	1.30	1.37	1.49
ROE	20.00%	22.10%	19.20%	18.70%	17.60%
P/E (倍)	15.5	9.2	8.8	8.4	7.7

资料来源：公司年报，第一创业证券



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135