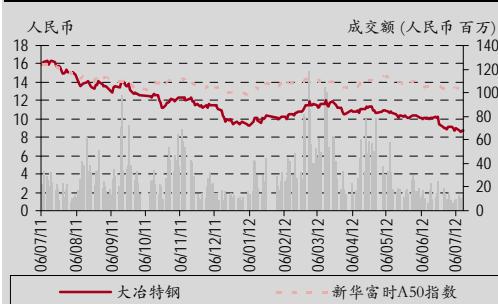




买入 12% ↑
目标价格: 人民币 9.80
000708.SZ 原目标价格: 人民币 12.80
价格: 人民币 8.79
目标价格基础: 14 倍 2012 年市盈率
板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至 今 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.2)	(11.7)	(21.0)
相对新华富时 A50 指数	(11.7)	(9.5)	(16.0)
发行股数(百万)	449		
流通股(%)	99.6		
流通股市值(人民币 百万)	3,933		
3个月日均交易额(人民币 百万)	29		
净负债率%(2012E)	38		
主要股东(%)			
中信泰富集团	58		

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年7月12日收市价为标准

大冶特钢

品种结构调整和成本管理优化是未来增长点

我们近期调研了上市公司并和管理层进行了深入交流。从业绩表现来看,公司1-4月表现较平均,5月较好,但6月有所转弱。上半年受宏观经济疲弱及铁路投资下降的影响,特钢价格下调,公司盈利受到拖累。从品种毛利来看,高端特钢盈利较好,但量相对较小。未来公司的主要增长点在于品种结构调整以及强化管理。锻造项目完成后,公司特钢品种序列得到扩展,质量稳定性得到提高,目前来看项目进度好于预期,可能今明年或可以实现达产,目前处在试生产及客户开拓的阶段。由于上半年特钢均价低于预期,我们对原先的特钢均价假设进行调整,同时毛利率也有所降低,由此我们分别下调12-13年盈利预测8.4%和5.9%至0.70元和0.77元。基于14倍的2012年市盈率,我们将目标价由12.80元下调至9.80元。但从中长期来看,作为轴承钢龙头企业,大冶特钢拥有显著的品牌优势;公司管理优秀,经营机制灵活,能积极应对市场变化,优化产品结构;此外公司特钢冶炼和锻造项目全面完成,未来将进一步增加高附加值特钢产品的生产;特钢行业作为“十二五”重点发展行业将受益于政府重点扶持,我们仍看好公司中长期的发展。我们维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 公司1-4月业绩相对较为平均,5月份表现稍好,估计6月有所转弱。
- 目前公司的高级特钢品种盈利表现较好,主要包括高级模具钢,高级轴承钢和高级齿轮钢。
- 今年铁路投资建设步伐放慢对公司影响比较大,但从5月份看,铁路行业复工略有增多,订单也略有增多
- 锻造项目的达产和达效将提高公司业绩。可能今明年或可以实现达产,目前处在试生产及客户开拓的阶段。

主要风险

- 特钢产品下游产业需求增长低于预期,价格低迷。
- 铁矿石等原材料成本上涨挤压利润。
- 高端特钢释放缓慢。

估值

- 基于14倍左右的2012年的市盈率,我们将目标价由12.80元下调至9.80元。由于我们仍看好公司的中长期发展,我们维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	7,893	9,262	9,304	9,595	9,883
变动(%)	0	17	0	3	3
净利润(人民币 百万)	562	585	314	345	374
全面摊薄每股收益(人民币)	1.250	1.302	0.698	0.768	0.831
变动(%)	-	4	(46)	10	8
原先每股收益预测(人民币)		0.762	0.816	0.881	
调整幅度(%)		(8.4)	(5.9)	(5.6)	
全面摊薄市盈率(倍)	7.0	6.7	12.6	11.5	10.6
每股现金流量(人民币)	1.0	1.1	0.8	1.0	1.0
价格/每股现金流量(倍)	8.6	7.7	11.5	9.1	8.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.2	6.0	6.1	5.2	4.4
每股股息(人民币)	0.500	0.400	0.278	0.305	0.331
股息率(%)	5.7	4.6	3.2	3.5	3.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 黑色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

*杭一君为本报告重要贡献者

我们近期调研了上市公司并和管理层进行了深入交流，要点如下：

上半年5月情况稍好，但6月有所转弱

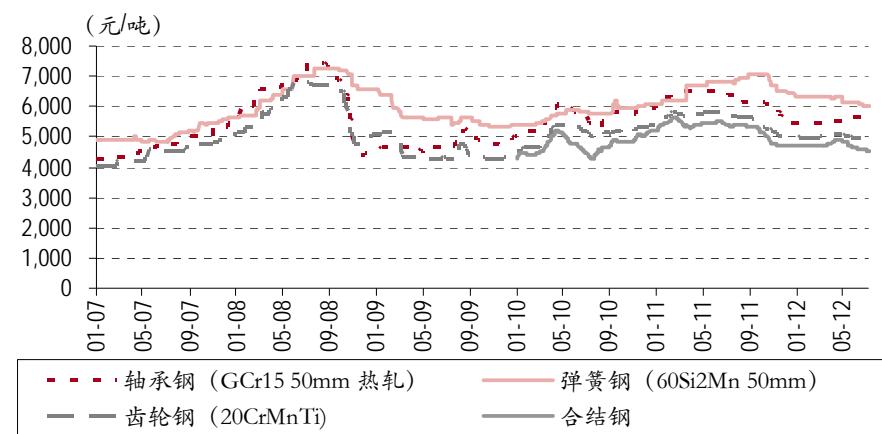
公司1-4月业绩相对较为平均，5月份表现稍好，但估计6月份要保持5月份的势头比较难。目前公司产品走量问题不大，日常生产按照计划按部就班。公司产品订单主要是年初签订大致合同框架，每月再按当期价格结算，量上也在当期进行弹性调整。但上半年公司产品价格同比表现较弱。从现在来看，下半年市场若有好转竞争也会比较激烈。

图表1.季度利润及毛利率

	09年 1季度	09年 2季度	09年 3季度	09年 4季度	10年 1季度	10年 2季度	10年 3季度	10年 4季度	11年 1季度	11年 2季度	11年 3季度	11年 4季度	12年 1季度
净利润(人民币，百万)	30.4	81.6	92.1	128.6	144.2	149.0	121.7	147.0	159.6	158.2	131.0	136.2	82.0
毛利率(%)	3.52	15.56	8.92	8.94	12.67	12.01	8.87	7.63	10.98	10.19	7.54	5.23	6.74

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表2.特钢价格变动



资料来源：联合钢铁网，中银国际研究

公司高端特钢产品盈利好小批量

目前公司的高级特钢品种盈利表现较好，主要包括高级模具钢、高级轴承和高级齿轮钢。但高端钢种生产属于小批量，量上面还比较少。公司产品品种繁多，按大类估算，公司轴承、弹簧和齿轮生产量约占总量的一半，其中轴承钢大约10-20万吨（主要用于铁路、汽车和机械行业），齿轮钢大约20-30万吨，弹簧钢大约10-15万吨。轴承钢、弹簧钢和齿轮钢等主流的产品价格比去年弱。由于公司产品价格均随行就市，按照市场价数据来看，上半年弹簧钢价格同比下降4%，而轴承和齿轮钢上半年的均价同比下降在10-14%左右。

铁路投资下降对公司影响较大，但近期铁路开工有所复苏

今年铁路投资建设步伐放慢对公司影响比较大，但从5月份看，铁路行业复工略有增多，订单也略有增多，比如武汉城市圈的轨道交通等项目陆续有一些新开工，但整体来看好转幅度不会特别大。

总体销售直供比例在 80% 左右，上半年出口量比去年稍低

去年直供比例在 80%，今年大概维持在 80% 的水平，公司主要营销模式还是现款现货，下游客客户主要是大型企业，目前资金情况也尚可。去年公司出口钢材 24.9 万吨，约占总量的 20%，今年上半年出口可能比去年略低，出口产品中银亮材比较多。目前来看，出口贸易的利润比内贸相对略好。

中长期看品种结构调整和管理优化是公司未来亮点

未来公司的主要增长点在于品种结构调整以及强化管理。在市场竞争日趋激烈的情况下，公司优化产品结构以使产品和市场需求更加契合。锻造项目的达产和达效将提高公司业绩。诸如高级模具钢等产品公司原本存在产品质量不稳定的问题，锻造项目生产线建成后，可以生产更多规格以及品级的钢种，品种序列得到扩展，质量稳定性得到提高。此外，从毛利来看，锻造产品的毛利要强于普通轧材。公司的特冶锻造项目原计划 3 年左右实现达产达效，目前来看应该好于预期，可能今明年或可以实现达产，但目前这块还处在试生产及客户开拓的阶段。另外公司在成本控制方面也在苦练内功，比如：公司不断寻求工艺进步，提高铁水比，降低废钢使用量以降低成本；同时公司在铁矿石采购上比较灵活，力争把握市场动向，降低采购成本，目前公司铁矿石库存约有两个月的库存。

图表 3. 公司新投资特钢冶炼项目列表

项目名称	投资额	生产产品及产能	建设情况
特殊钢锻造工程项目			
45MN 快锻生产线		生产模具钢、超高强度钢、高温合金钢和合结 45MN 已生产；16MN 投产	
16MN 精锻生产线		钢、不锈钢、合工/轧辊用钢、轴承钢和军工钢。 45MN 产能 3.5 万吨；16MN 产能 4.5 万吨。	
合计	4.98 亿	合计产能 8 万吨	
真空特殊冶炼，锻造和辗环生产线项目			
真空特殊冶炉	8,000 万		已试生产
20MN 快速锻造项目	3,000 万		已生产
辗环项目（2.5 米辗环机和 5 米辗环机）	5,600 万	生产环件和套件	11 年 2.5M 镊环机生产 2,300 余吨， 5 米辗环机投产
合计	1.66 亿		

资料来源：公司资料，中银国际研究

下调盈利预测及目标价，维持买入评级

由于上半年主流特钢产品均价同比下跌幅度稍大于我们的预期，我们将特钢均价的同比变动幅度假设作了相应调整（我们将公司弹簧钢、轴承钢和碳素碳工钢 12 年均价同比变动幅度由 -1%、-7% 和 -8% 分别调整为 -3%、-7% 和 -10%），同时毛利率也有所降低，我们分别下调 12-13 年盈利预测 8.4% 和 5.9% 至 0.70 元和 0.77 元。基于 14 倍的 2012 年市盈率，我们将目标价由原来的 12.80 元下调为 9.80 元。但总体来看，作为国内轴承钢的龙头企业，大冶特钢拥有显著的品牌优势；同时随着特钢锻造项目的全面投产，公司将不断增加具有高附加值的新产品的生产，优化产品结构；此外作为优秀的民营企业，公司经营机制相对灵活，能够及时把握市场热点并在成本采购上能够相机择时；特钢行业作为“十二五”重点发展行业将受益于政府重点扶持，我们仍看好公司中长期的发展。我们维持该股的买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	7,893	9,262	9,304	9,595	9,883
销售成本	(7,085)	(8,483)	(8,751)	(8,994)	(9,252)
经营费用	(187)	(194)	(237)	(249)	(247)
息税折旧前利润	621	585	316	351	383
折旧及摊销	(153)	(163)	(230)	(231)	(232)
经营利润(息税前利润)	775	749	546	582	615
净利润收入/(费用)	(8)	(30)	9	9	9
其他收益/(损失)	28	99	26	26	26
税前利润	642	654	351	386	418
所得税	(80)	(69)	(37)	(41)	(44)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	562	585	314	345	374
核心净利润	562	585	314	345	374
每股收益(人民币)	1.250	1.302	0.698	0.768	0.831
核心每股收益(人民币)	1.250	1.302	0.698	0.768	0.831
每股股息(人民币)	0.500	0.400	0.278	0.305	0.331
收入增长(%)	42	17	0	3	3
息税前利润增长(%)	n.a.	(6)	(46)	11	9
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(3)	(27)	7	6
每股收益增长(%)	n.a.	4	(46)	10	8
核心每股收益增长(%)	n.a.	4	(46)	10	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	642	654	351	386	418
折旧与摊销	153	163	230	231	232
净利息费用	8	30	(9)	(9)	(9)
运营资本变动	(430)	(331)	(741)	(1,170)	(1,617)
税金	(80)	(69)	(37)	(41)	(44)
其他经营现金流	166	61	548	1,036	1,468
经营活动产生的现金流	458	509	341	434	448
购买固定资产净值	(266)	(129)	(8)	(10)	(10)
投资减少/增加	18	12	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(248)	(117)	(8)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	180	(180)	0	0	0
支付股息	(225)	(180)	(125)	(137)	(149)
其他融资现金流	(23)	136	23	26	24
融资活动产生的现金流	(75)	(251)	(121)	(129)	(140)
现金变动	135	141	212	295	298
期初现金	143	278	419	631	926
公司自由现金流	210	395	333	425	438
权益自由现金流	382	185	314	407	423

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	278	419	631	926	1,224
应收帐款	616	552	558	672	791
库存	1,138	1,009	1,313	1,619	1,943
其他流动资产	167	106	109	112	115
流动资产总计	2,199	2,086	2,611	3,329	4,072
固定资产	1,805	2,233	2,033	1,827	1,616
无形资产	28	27	25	24	23
其他长期资产	506	355	336	322	312
长期资产总计	2,338	2,615	2,394	2,173	1,951
总资产	4,537	4,701	5,005	5,501	6,023
应付帐款	946	762	788	809	833
短期债务	5	5	0	0	0
其他流动负债	818	989	1,082	1,349	1,623
流动负债总计	1,769	1,756	1,870	2,159	2,455
长期借款	180	0	0	0	0
其他长期负债	49	47	47	47	47
股本	449	449	449	449	449
储备	2,090	2,450	2,637	2,843	3,066
股东权益	2,539	2,899	3,086	3,292	3,515
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,537	4,701	5,005	5,501	6,023
每股帐面价值(人民币)	5.65	6.45	6.87	7.33	7.84
每股有形资产(人民币)	5.59	6.39	6.82	7.28	7.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.99)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.8	8.1	5.9	6.1	6.2
息税前利润率(%)	7.9	6.3	3.4	3.7	3.9
税前利润率(%)	8.1	7.1	3.8	4.0	4.2
净利率(%)	7.1	6.3	3.4	3.6	3.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	82	19	(36)	(41)	(44)
净权益负债率(%)	44.0	38.3	38.3	40.1	41.5
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	7.0	6.7	12.6	11.5	10.6
核心业务市盈率(倍)	7.0	6.7	12.6	11.5	10.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.8	7.5	14.1	12.8	11.8
市净率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	8.6	7.7	11.5	9.1	8.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.2	6.0	6.1	5.2	4.4
周转率					
存货周转天数	52.6	39.8	51.5	61.6	71.8
应收帐款周转天数	9.2	10.9	11.0	14.6	18.3
应付帐款周转天数	48.7	32.8	32.9	32.9	32.9
回报率					
股息支付率(%)	40	31	40	40	40
净资产收益率(%)	22.1	20.2	10.1	10.4	10.6
资产收益率(%)	12.4	12.4	6.2	6.2	6.2
已运用资本收益率(%)	17.1	14.2	7.2	7.6	7.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.) 在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371