

特钢
署名人: 初学良

S0960511020017

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 7.85元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2311.74
总股本(百万)	449
流通股本(百万)	447
流通市值(亿)	33
EPS(2011)	1.30
每股净资产(元)	6.45
资产负债率	38.33%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大冶特钢	12.61	-8.52	-14.73
黑色金属	6.14	4.90	4.77
沪深300指数	9.34	6.85	3.18

**相关报告****大冶特钢****000708****强烈推荐****估值安全，弹性大，建议积极布局，中长期持有****投资要点:**

- 优质特钢股将开启新一轮的盈利周期性反弹。在上轮上行周期中，2008-2011年，公司净利润复合增速43%，位于钢铁行业前列，同期，股价最大涨幅达466%，大幅跑赢上证综指及钢铁行业。公司业绩弹性主要源于吨钢净利提升，2008-2011年，吨净利由197元上升到409元，复合增速27%。单位盈利提升有两大因素：1) 行业景气上行阶段，供需关系变化导致的产品盈利空间放大；2) 公司产品结构调整带来的高盈利品种的提升。我们认为，该两大因素未来依然存在，公司盈利将开启新一轮的周期反弹。
- 特钢行业将依然维持较长的景气周期。从特钢生产比例来看，我国目前仅为5%左右，距世界平均15%的水平依然具有较大空间；从实际需求来看，在城镇化建设过程中，汽车、机械、铁路等特钢主要下游行业将较快地发展。根据“十二五”规划，特钢行业发展将提速至年均20%左右。
- 短期来看，盈利处于底部，回升迹象已现。3季度大冶年化ROE9.45%，处于周期底部，继续下行空间不大。3季度单季净利润位于07年以来次低，几乎不赚钱（08年4季度亏损）。从下游数据来看，4季度汽车、机械、铁路数据均出现好转，需求回暖迹象已现。
- 估值具备较强的安全边际。1) 纵向看，以1月14日收盘价计，大冶PB1.20倍，处于历史底部区域；2) 横向看，目前特钢板块中大冶PB最低。
- **投资建议：**预计2012-2014年EPS分别为0.50元、0.67元、0.90元，目前股价对应2013年PE11.54倍，2012年PB1.20倍，维持强烈推荐评级，建议中长期持有，6-12个月目标价10元。

风险提示：经济企稳回升进度低预期**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	9262	8886	10107	12658
同比(%)	17%	-4%	14%	25%
归属母公司净利润(百万元)	585	225	303	404
同比(%)	4%	-62%	35%	33%
毛利率(%)	8.4%	5.2%	6.1%	6.4%
ROE(%)	20.2%	7.6%	9.6%	11.6%
每股收益(元)	1.30	0.50	0.67	0.90
P/E	6.03	15.68	11.64	8.73
P/B	1.22	1.20	1.11	1.01
EV/EBITDA	4	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

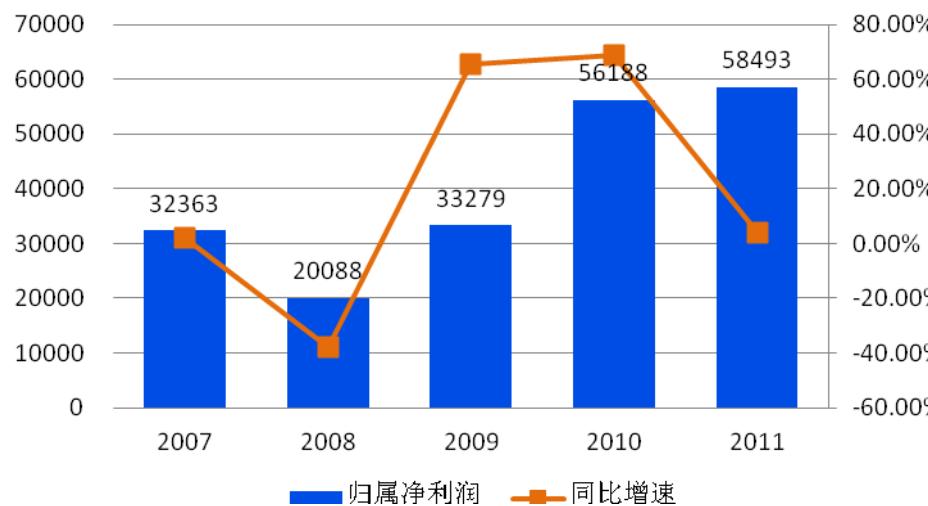
一、业绩弹性及股价弹性较强的优质特钢股	3
1.1 业绩弹性：吨钢净利提升是主要力量	3
1.2 吨钢净利提升的两大因素	4
1.3 未来业绩弹性能否重演？我们认为可以	4
二、特钢行业中长期发展前景	5
2.1 特钢需求构成：汽车、机械是主要行业	5
2.2 我国特钢行业发展现状：生产比例低，高端产品生产能力尚有不足	6
2.3 “十二五”期间，特钢发展将提速	7
三、短期来看，业绩处于底部，有回升迹象	8
3.1 目前盈利处于周期底部，下行风险不大	8
3.2 特钢价格企稳回升	9
3.3 主要下游行业数据较3季度有所好转	10
四、估值具有较强的安全边际	12
4.1 纵向看大冶估值处于历史底部	12
4.2 横向看特钢板块中大冶估值最低	13
五、盈利预测	13

图 1: 07 年以来公司归属净利润变动	3
图 2: 08 年以来大冶特钢股价表现	3
图 3: 2007-2011 年，公司钢材产量（单位：万吨）变动	4
图 4: 07 年以来公司吨钢净利润（元/吨）	4
图 5: 公司历年新品产量	5
图 6: 特钢需求构成	5
图 7: 大冶特钢收入构成：分产品及分行业（2012H1 数据）	6
图 8: 特钢应用领域及产品实例	6
图 9: 2009 年各国特钢生产比例	7
图 10: 1949-2009 日本城镇化率与特钢占比	7
图 11: 2000 年至今大冶特钢年化 ROE (%)	8
图 12: 2000 年至今大冶特钢净利率变动	8
图 13: 2011 年至今主要特钢品种市场含税价走势（单位：元/吨）	9
图 14: 主要钢材品种价格近期走势（单位：元/吨）	9
图 15: 2008 年至今汽车产量变动（单位：万辆）	10
图 16: 2005 年至今重卡产量变动（单位：万辆）	10
图 17: 2011 年至今铁路单月固定资产投资情况（单位：亿元）	11
图 18: 2011 年至今国内起重机产量变动（单位：吨）	11
图 19: 2011 年至今国内挖掘机、混凝土机械产量变动（单位：台）	11
图 20: 大冶特钢上市至今 PB 变动情况	12
图 21: 2007 年以来大冶特钢 PE (LYR) 变动	12
图 22: 2012.12.14 收盘价计算的特钢各标的 PB	13
图 23: 2005 年至今特钢标的市净率比较	13
图 24: 大冶特钢单季度盈利回顾及预测	14

一、业绩弹性及股价弹性较强的优质特钢股

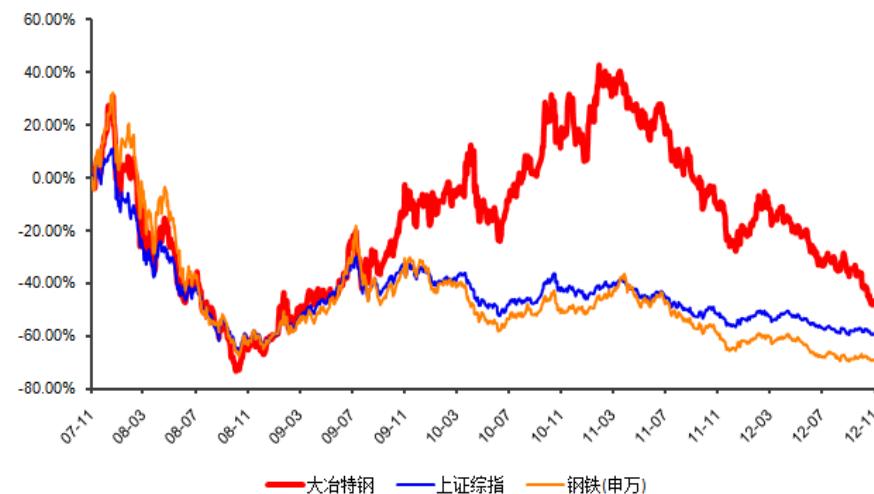
2008-2011年，公司净利润复合增速43%，位于钢铁行业前列，同期，公司股票最大涨幅达466%，大幅跑赢上证综指及钢铁行业。

图1：07年以来公司归属净利润变动



资料来源：公司公告 中投证券研究所

图2：08年以来大冶特钢股价表现



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

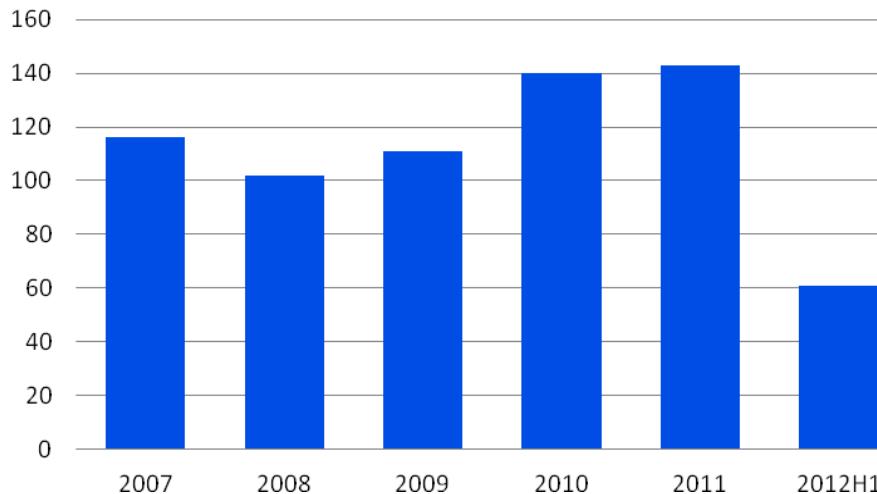
1.1 业绩弹性：吨钢净利提升是主要力量

2008-2011年，公司吨钢净利由197元/吨上升到409元/吨，复合增速27%，是净利润增长的主导力量。同期，公司钢材产量复合增速12%。这也契合公司发展战略，大冶是钢铁行业中少数坚持控制产能、以产品结构调整为主要方向的企业之一。

1.2 吨钢净利提升的两大因素:

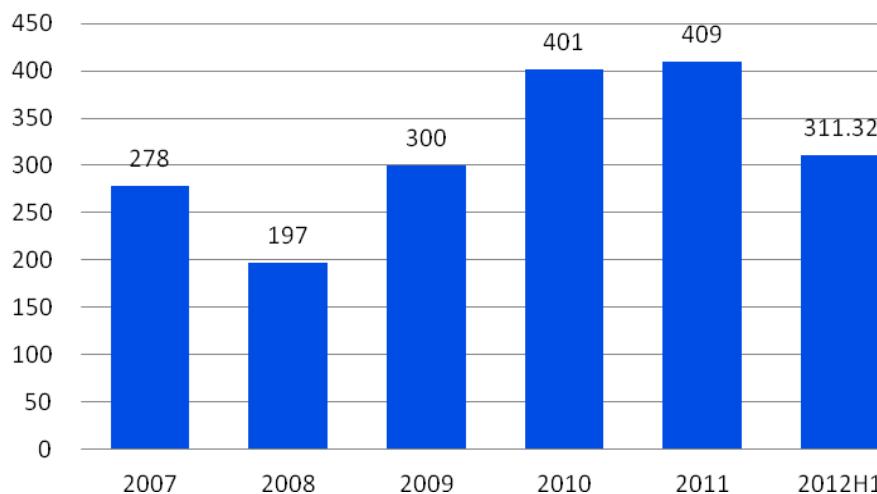
1) 需求快速增长期，钢价提升带来的获利空间放大；2) 产品结构调整带来的高盈利品种比重的提升。

图 3：2007-2011 年，公司钢材产量（单位：万吨）变动



资料来源：公司公告 中投证券研究所

图 4：07 年以来公司吨钢净利润（元/吨）



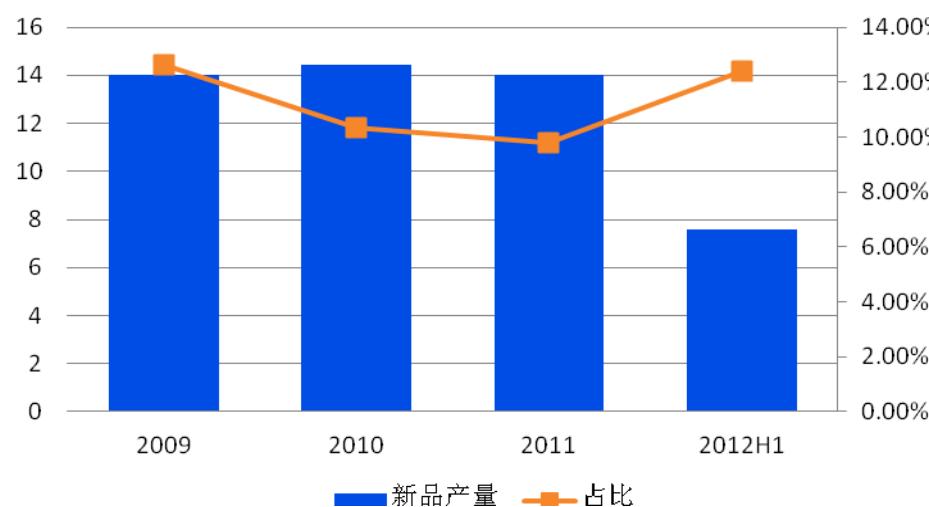
资料来源：公司公告 中投证券研究所

1.3 未来业绩弹性能否重演？我们认为可以

原因是：1) 特钢盈利有放大趋势，原因是特钢产品的价格弹性高于主要原材料铁矿石。正如我们 2013 年度策略报告中所言，由于供给增速持续高于需求增速，铁矿石价格将进入中长期下移通道，直至矿石开采的 ROE 降至 5% 左右。另一方面，在下轮经济周期中，城镇化建设将带动特钢主要下游行业汽车、机械、铁路等的需求。有人担心特钢行业同样陷入到普钢类似的产能过剩境地中，压制价格及盈利弹性。我们认为，情况有所不同。普钢产品偏同质化，且钢厂主要面对钢贸商，因此有资本投入即可，市场开拓相对容易，而特钢多为小品种，以直供为主，客户需求差异化较大，对品质要求较高，具备一定的粘性，决定了其较长的市场开

拓周期，同时特钢冶炼的工艺要求较普钢高，因此特钢行业的产能扩张节奏相对较慢，且在价格竞争中，优质品牌企业能相对享有一定的优势。**2)**公司产品结构调整的战略执行未停。目前公司真空冶炼及特殊钢锻造工程已经投产，合计产能10万吨左右，该项目并未增加粗钢产能，属于产品深加工。根据公司公告，2012年上半年特殊钢锻造工程试生产，上半年生产锻材2.17万吨，吨净利775元，远超公司现有产品。随着该项目产能的进一步释放，公司平均吨净利有望继续提高。

图 5：公司历年新品产量



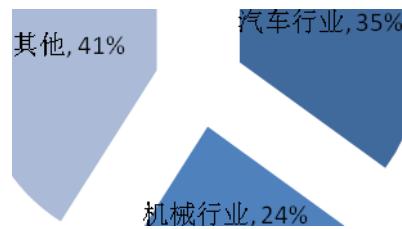
资料来源：公司公告 中投证券研究所

二、特钢行业中长期发展前景

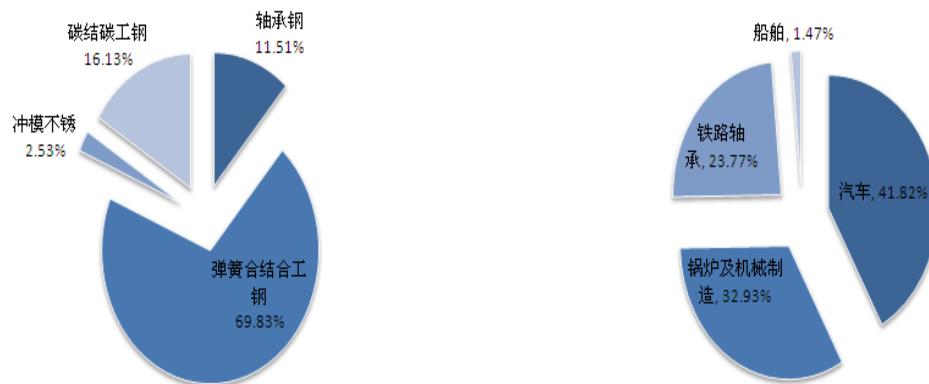
2.1 特钢需求构成：汽车、机械是主要行业

特钢区别于普钢，工作条件相对苛刻，产品类别包括结构钢、轴承钢、弹簧钢、工具钢、高温合金等，对应的下游行业主要有汽车、机械、铁路、锅炉制造等，其中汽车、机械行业的需求占比较大。

图 6：特钢需求构成



资料来源：钢铁期刊 中投证券研究所

图 7：大冶特钢收入构成：分产品及分行业（2012H1 数据）


资料来源：公司公告 中投证券研究所（注：分行业数据为剔除钢压延加工以后的成分构成）

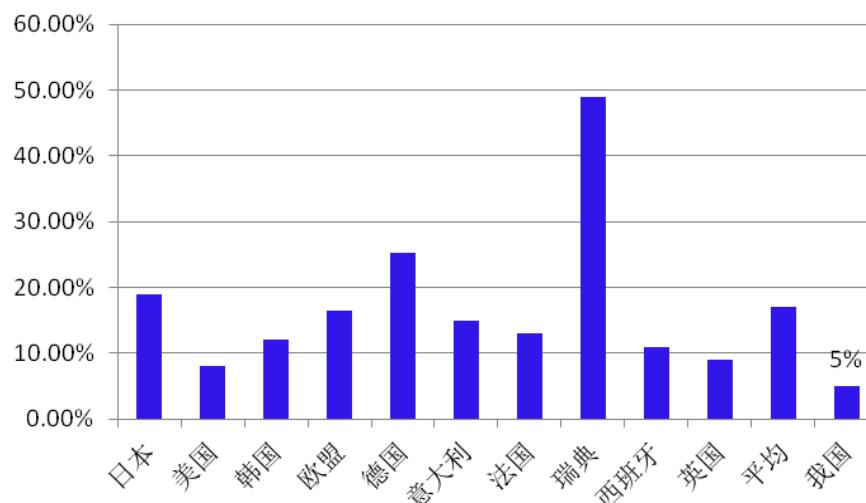
图 8：特钢应用领域及产品实例


资料来源：中信泰富年报 中投证券研究所

2.2 我国特钢行业发展现状：生产比例低，高端产品生产能力尚有不足

与普钢相比，我国特钢行业发展相对滞后，与国际先进水平的差距也较普钢大，国际市场份额仅为 2%左右。就生产比例而言，我国特钢产量仅占总钢产量的 5%左右，而世界平均水平为 15%左右，其中日本为 18.9%，德国 25.3%，欧盟 16.4%，瑞典更是达到 45%。就产品结构而言，我国特钢产业虽然已初具规模，但很多高附加值、高品质产品依然依赖进口。

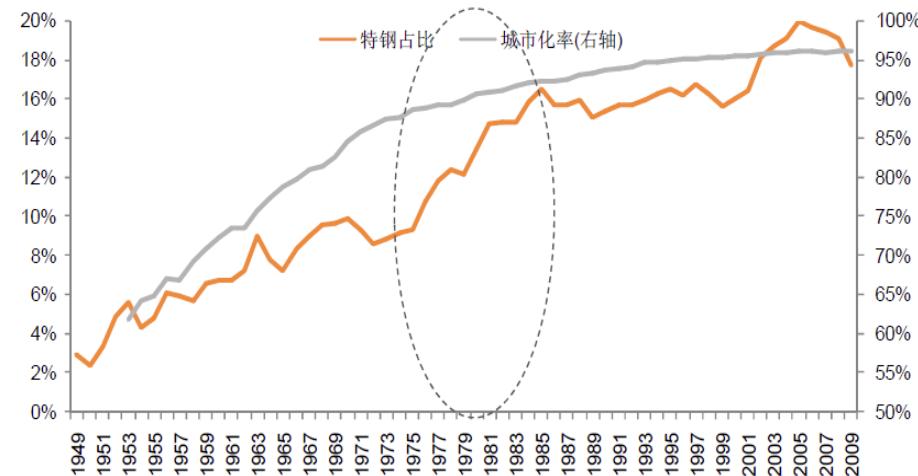
图 9：2009 年各国特钢生产比例



资料来源：中国联合钢铁网 中投证券研究所

先进国家特钢行业发展轨迹：特钢的景气周期长于普钢。日本是特殊钢发展最好的国家之一。1975 开始，其城镇化建设进程明显放缓，也正在此后的十年左右的时间里，日本特钢生产比例快速上升，我们认为主要原因是城镇化建设的中后期，汽车、铁路等行业依然保持一定的旺盛需求，刺激特钢消费。1975-1985 年期间，特钢产量的 CAGR 为 6.21%，远超粗钢整体 0.28% 的水平。产品结构方面，2001 年，日本高端产品占比 52%。

图 10：1949-2009 日本城镇化率与特钢占比



资料来源：国际钢铁协会 日本钢铁协会

2.3 “十二五”期间，特钢发展将提速

国家的政策引导和支持将加快“十二五”期间国内特钢行业的发展。2月22日公布的《新材料产业“十二五”规划》中，高品质特殊钢的自主化目标赫然在列；8月24日科技部印发《高品质特殊钢科技发展“十二五”专项规划》，明确提出特钢产量占比由 5% 提高到 10% 左右（即要求特钢产量年复合增速 20% 左右），特钢行业新增年产值 5000 亿元以上。

三、短期来看，业绩处于底部，有回升迹象

3.1 目前盈利处于周期底部，下行风险不大

从上轮周期存续时间判断，明年2季度可能是周期拐点。从公司ROE、净利率的波动来看，上轮始于2005年1季度的周期持续17个季度。本轮周期起点在2009年1季度，截至今年2012年3季度已经是第15个季度。

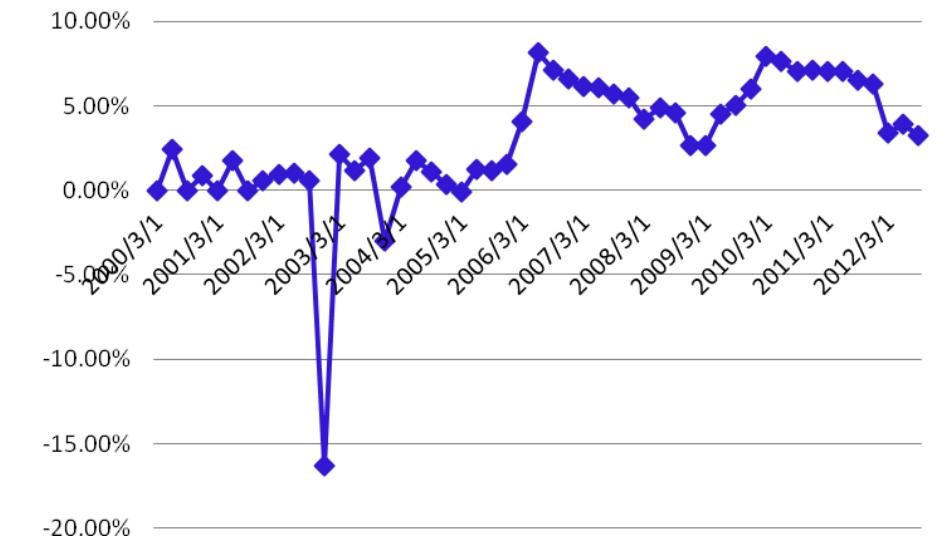
从ROE的绝对值看，盈利已经接近底部。2000年至今，ROE的底部逐步抬升，我们这是由于随着货币规模膨胀及通胀的发展，资本对回报率要求提高所致，有其合理性。目前，大冶三季度年化ROE为9.45%，已经处于底部。

图 11：2000 年至今大冶特钢年化 ROE (%)



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

图 12：2000 年至今大冶特钢净利率变动

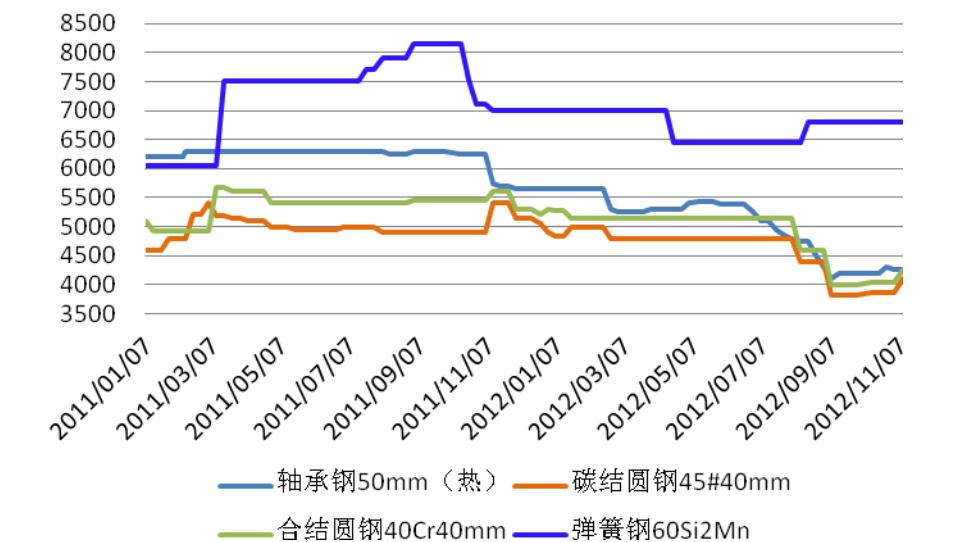


资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

3.2 特钢价格企稳回升

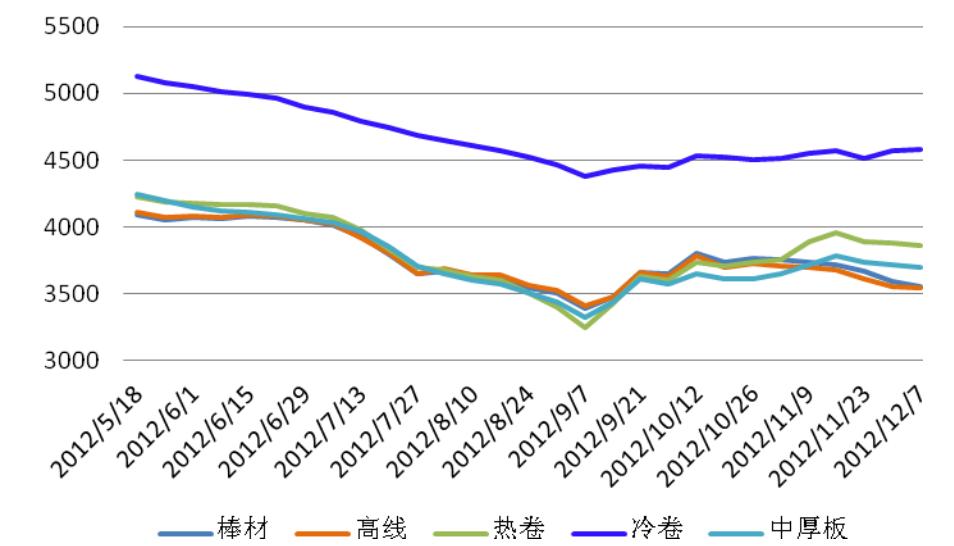
今年9月，特钢价格跌至年内低点，10月以来，主要品种价格稳步回升，我们认为主要是汽车、机械、铁路等主要下游需求有所回暖所致。普钢价格走势亦支撑上述结论，11月以来长材与板材价格走势出现背离，与特钢对应下游类似的板材价格相对强势，稳中有升，与长材价格的弱势形成对比。

图 13：2011 年至今主要特钢品种市场含税价走势（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

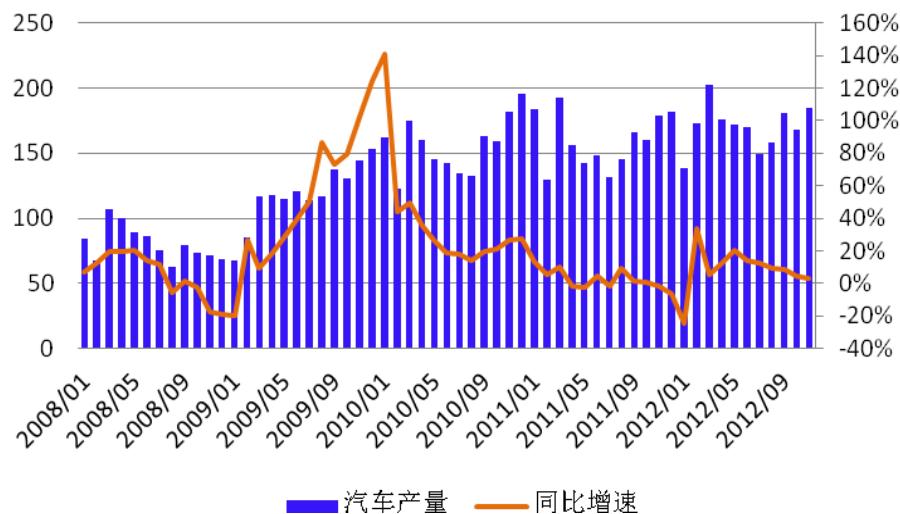
图 14：主要钢材品种价格近期走势（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

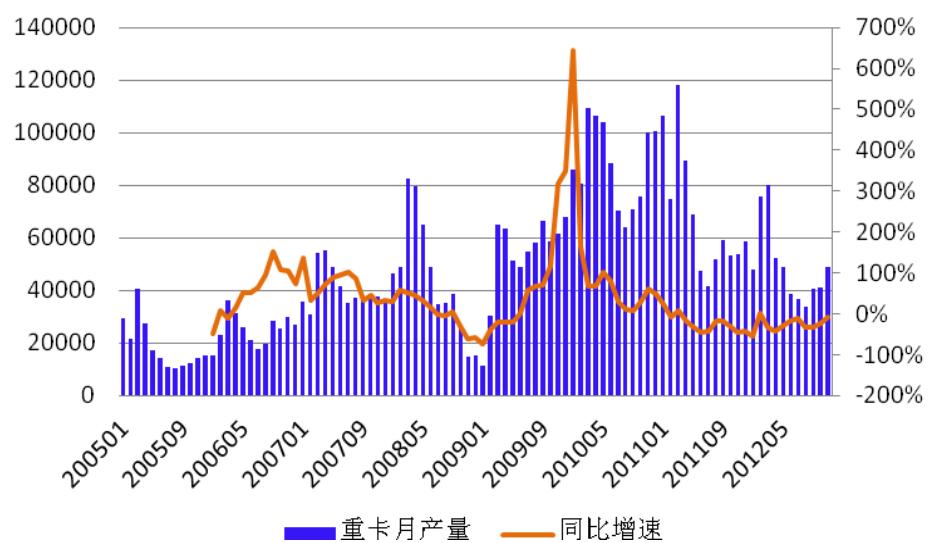
3.3 主要下游行业数据较3季度有所好转

图 15: 2008 年至今汽车产量变动 (单位: 万辆)

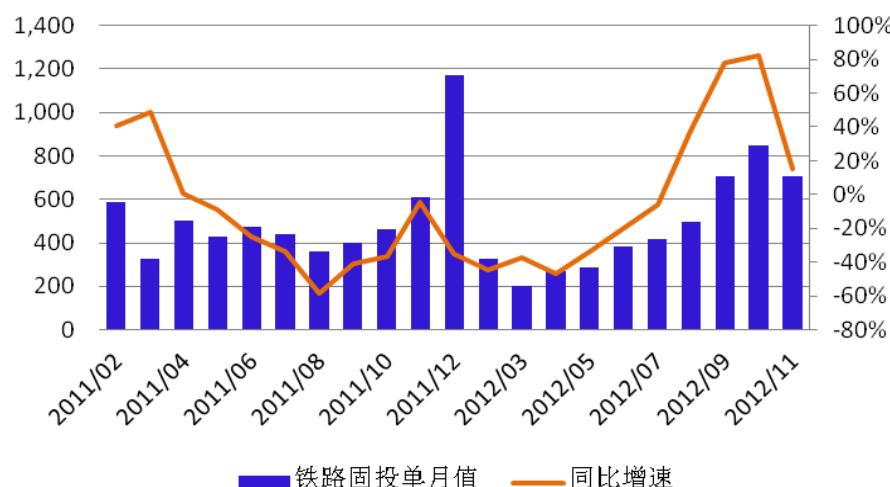


资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

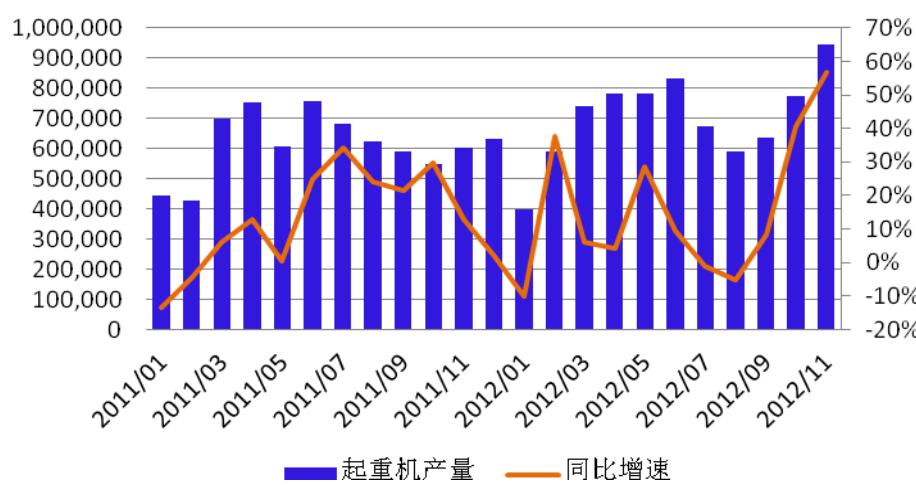
图 16: 2005 年至今重卡产量变动 (单位: 万辆)



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

图 17：2011 年至今铁路单月固定资产投资情况（单位：亿元）


资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

图 18：2011 年至今国内起重机产量变动（单位：吨）


资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

图 19：2011 年至今国内挖掘机、混凝土机械产量变动（单位：台）

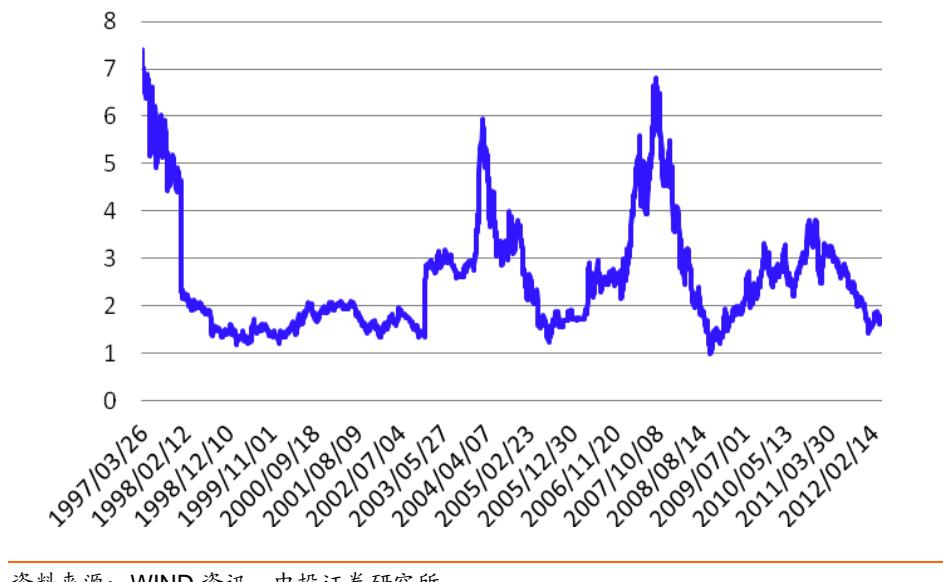

资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

四、估值具有较强的安全边际

4.1 纵向看大冶估值处于历史底部

从历史 PB 看，以 1 月 14 日收盘价计、3 季度公司每股净资产计，大冶 PB1.20 倍，处于历史底部，从历史 PE(LYR)看，12 月中旬的估值水平已经低于 08 年底，我们认为此估值已经反映了市场对公司的悲观预期，未来随着公司 ROE 及业绩的改善，公司估值有望得到逐步修复。

图 20：大冶特钢上市至今 PB 变动情况



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

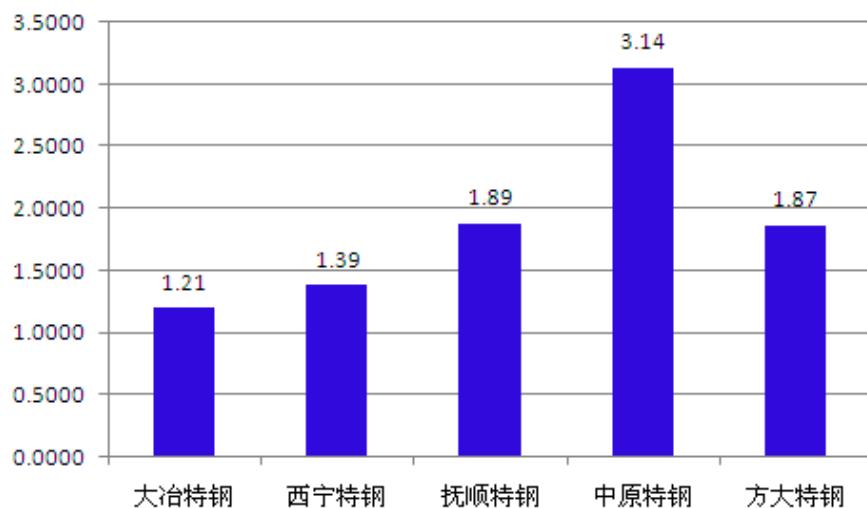
图 21：2007 年以来大冶特钢 PE (LYR) 变动



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所

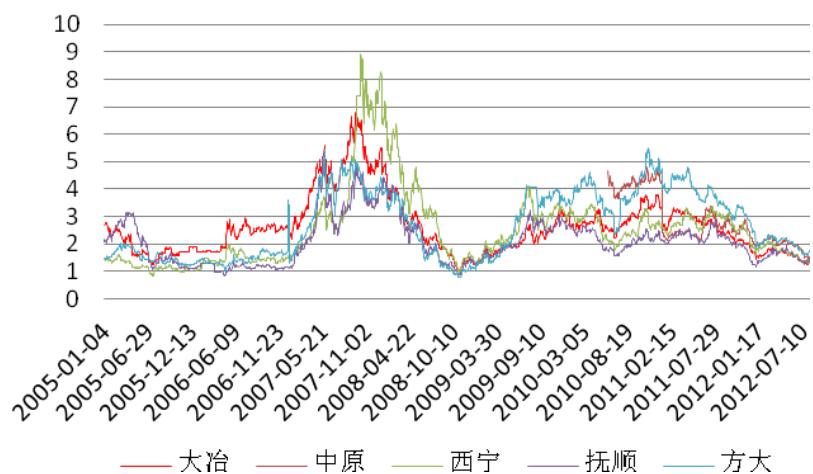
4.2 横向看特钢板块中大冶估值最低

图 22: 2013.1.14 收盘价计算的特钢各标的 PB



资料来源: WIND 资讯 中投证券研究所

图 23: 2005 年至今特钢标的市净率比较



资料来源: WIND 资讯 中投证券研究所

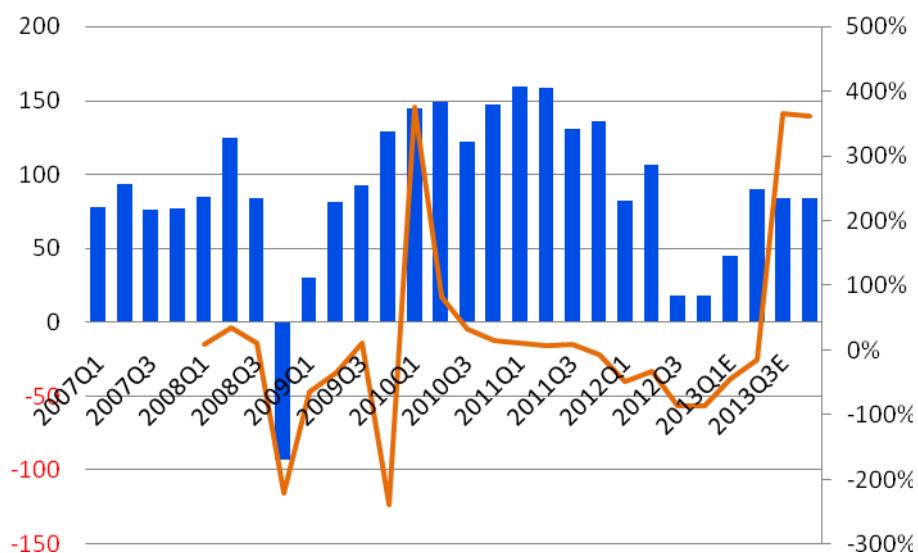
五、盈利预测

表 1: 大冶特钢盈利拆分

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
产量-万吨	28	33	23	30	28	32	30	30
吨净利-元/吨	293	323	78	61	160	280	280	280
净利润-百万	82	106.75	18.05	18.22	44.8	89.6	84	84
EPS-元/股	0.18	0.24	0.04	0.04	0.10	0.20	0.19	0.19

资料来源：中投证券研究所

图 24：大冶特钢单季度盈利回顾及预测



资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	419	532	696	1112
应收账款	278	252	292	364
其他应收款	21	12	17	20
预付账款	85	122	123	159
存货	1009	1119	1217	1538
其他流动资产	274	332	351	451
非流动资产				
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2233	2250	2180	2041
无形资产	27	25	23	21
其他非流动资产	355	304	280	268
资产总计	4701	4947	5180	5974
流动负债				
短期借款	5	5	5	5
应付账款	762	879	944	1199
其他流动负债	989	1021	912	1097
非流动负债				
长期借款	0	50	100	150
其他非流动负债	47	47	47	47
负债合计	1802	2003	2008	2498
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	1964	2009	2236	2541
归属母公司股东权益	2899	2944	3171	3476
负债和股东权益	4701	4947	5180	5974

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
净利润	585	225	303	404
折旧摊销	163	183	195	203
财务费用	30	12	14	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-199	-25	-33	-102
其他经营现金流	-17	8	4	16
投资活动现金流				
资本支出	129	150	100	50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	12	1	1	1
筹资活动现金流				
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-180	50	50	50
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-71	-190	-271	-122
现金净增加额	193	113	164	416

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9262	8886	10107	12658
营业成本	8483	8420	9488	11852
营业税金及附加	10	5	8	9
营业费用	75	86	98	123
管理费用	121	132	167	209
财务费用	30	12	14	16
资产减值损失	-12	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	555	232	331	450
营业外收入	104	30	30	30
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	654	257	357	475
所得税	69	32	53	71
净利润	585	225	303	404
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	585	225	303	404
EBITDA	749	426	541	669
EPS (元)	1.30	0.50	0.67	0.90

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	17.3%	-4.1%	13.7%	25.2%
营业利润	-9.5%	-58.3%	42.9%	35.9%
归属于母公司净利润	4.1%	-61.5%	34.7%	33.3%
盈利能力				
毛利率	8.4%	5.2%	6.1%	6.4%
净利率	6.3%	2.5%	3.0%	3.2%
ROE	20.2%	7.6%	9.6%	11.6%
ROIC	21.7%	8.9%	12.6%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	40.5%	38.8%	41.8%
净负债比率	10.43	11.73%	5.23%	6.20%
流动比率	1.19	1.24	1.45	1.58
速动比率	0.60	0.64	0.78	0.90
营运能力				
总资产周转率	2.01	1.84	2.00	2.27
应收账款周转率	38	32	36	37
应付账款周转率	9.93	10.26	10.41	11.06
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.30	0.50	0.67	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	0.89	1.08	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.45	6.55	7.06	7.73
估值比率				
P/E	6.03	15.68	11.64	8.73
P/B	1.22	1.20	1.11	1.01
EV/EBITDA	4	7	6	5

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±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

研究团队简介

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助理，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、新兴铸管、河北钢铁、新钢股份、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、新莱应材、四方达、黄河旋风、豫金刚石、大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际
大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

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