

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：0755-83026475
 邮 件：zhangwenfeng@fcsc.cn

大冶特钢(000708)

——特钢翘楚，何惧行业短期低迷？

事件：

大冶特钢（000708）26日晚发布2012年年报：2012年实现营业收入81.22亿元，同比下降12.30%；归属于上市公司股东的净利润2.18亿元，基本每股收益为0.486元，同比下降62.69%。其中，第4季度营业收入为17.13亿元，环比增长8.97%，每股收益0.025元，环比下降36.72%。2012年公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

点评：
● 2012年业绩同比下滑63%，基本符合预期

年报显示，公司2012年营业收入81.22亿元，同比下降12.30%，毛利额为6.77亿元，同比下降13.07%；实现营业利润2.04亿元，同比下降63.34%；净利润2.18亿元，基本每股收益0.486元，同比下降62.69%。其中，第4季度营业收入17.13亿元，环比增长8.97%，同比下降38%；实现净利润1142.1万元，环比下降36.72%，同比下降91.62%。

我们认为，公司2012年业绩大幅下滑一方面在于产品价格下跌，使得毛利额有所下降；另一方面则在于公司期间费用大幅上升所致。总体而言，作为特钢的典型企业，公司业绩下滑源于整个行业景气度较低，年报披露的业绩处于公司此前预告业绩的上限水平，基本符合市场预期。

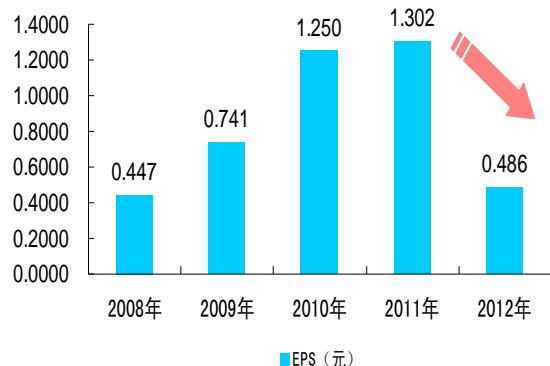
表1 公司2012年度主要财务指标

财务指标	2011年	2012年	增减额	同比增幅（%）
营业收入（万元）	926182.82	812273	-113909	-12.30%
营业成本（万元）	822478.14	744554	-77924	-9.47%
毛利（万元）	103704.68	67719.2	-35986	-34.70%
毛利率（%）	11.20%	8.34%	-2.86%	-2.86%
营业税金及附加（万元）	970.7235	1902.99	932.263	96.04%
销售费用（万元）	7546.1848	7991.85	445.661	5.91%
管理费用（万元）	37889.566	35563.8	-2325.8	-6.14%
财务费用（万元）	3008.4395	660.901	-2347.5	-78.03%
资产减值损失（万元）	-1235.746	1244.24	2479.98	-200.69%
期间费用（万元）	48444.19	44216.5	-4227.7	-8.73%
期间费用率（%）	5.23%	5.44%	0.21%	0.21%
营业利润（万元）	55525.517	20355.4	-35170	-63.34%
营业外收入（万元）	10412.215	6504.35	-3907.9	-37.53%
营业外支出（万元）	513.8543	676.897	163.043	31.73%
利润总额（万元）	65423.877	26182.9	-39241	-59.98%
所得税费用（万元）	6930.7332	4360.77	-2570	-37.08%
净利润（万元）	58493.144	21822.1	-36671	-62.69%
基本每股收益(元)	1.302	0.486	-0.816	-62.67%

资料来源：公司年报，第一创业证券

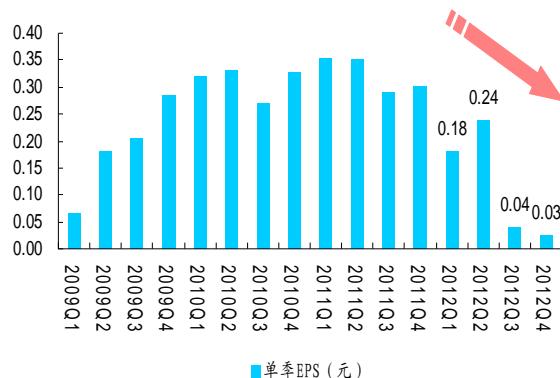


图 1 公司业绩水平仅与 08 相当



资料来源：公司年报，第一创业证券

图 2 公司四季度业绩环比下降约 37%

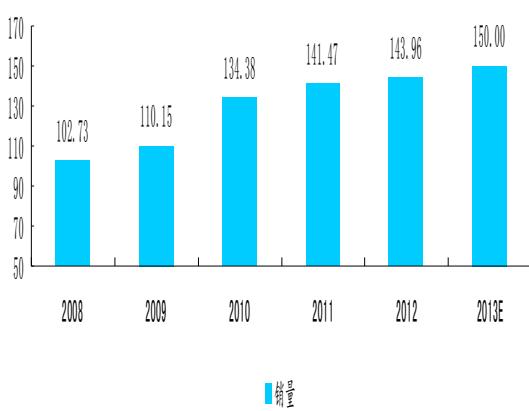


资料来源：公司财报，第一创业证券

● 公司利润下降主要在于营收及毛利率下滑

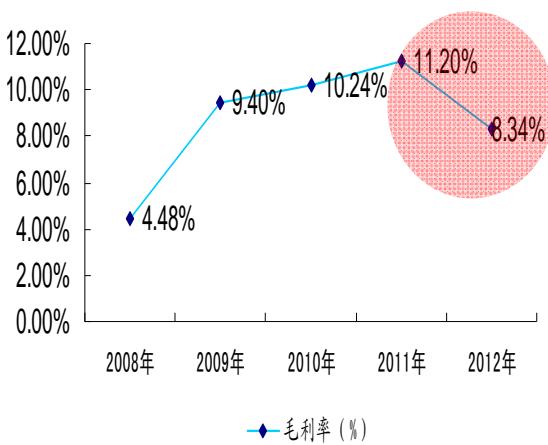
公司 2012 年营业收入同比下滑 12.30%，主要是公司产品价格下跌，销量与去年基本持平。报告期内，公司销售钢材 143.96 万吨，同比增长 1.76%；生产钢 109.26 万吨，同比下降 12.76%，生产钢材 143.56 万吨，同比增长 0.44%。公司利润下降主要在于产品价格下跌及毛利率下滑，影响利润总额达 3.6 亿元。经测算，公司 2012 年毛利率同比下降 2.86 个百分点至 8.34%。不过，2011 年、2012 年作了会计分类调整，因此毛利率与此前不具有可比性，相较于 2010 年实际是出现连续下滑的。

图 3 公司销量进入稳定期



资料来源：公司年报，第一创业证券

图 4 按可比口径测算毛利率降 2.86 个百分点



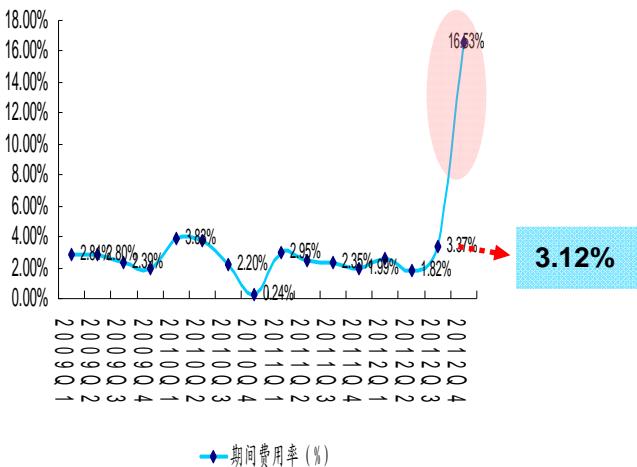
资料来源：公司财报，第一创业证券

注：2011 年以前年份毛利率不具可比性

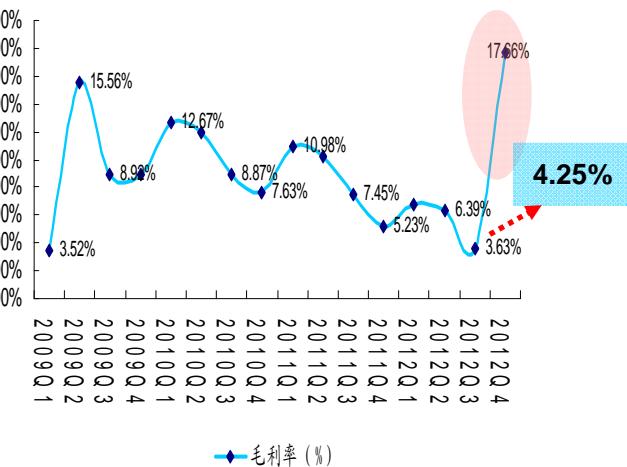
● 四季度管理费用及毛利率大幅上升主要为会计分类调整所致

年报显示，公司第四季度费用率和毛利率大幅提升，其中毛利率大幅提升 14.03 个百分点至 17.66%，期间费用率则环比大幅提升 13.16 个百分点至 16.53%。我们认为，这可能是公司在四季度进行了会计项目分类调整的原因，即把研究开发支出从成本类调整到费用类项目。公司在年报中也指出，2012 年所计入管理费用的研究开发支出共计 2.64 亿元，而 2011 年这一费用为 2.97 亿元。此外，公司还把 2011 年管理费用追溯上调至 3.79 亿元，比调整前提高了 2.58 亿元，这与计提的研究开发支出相当。经过我们测算，如按照原有分类口径来测算，公司四季度毛利率小幅回升至 4.25%，而期间费用率则小幅下降至 3.12%。

图 5 按以前口径计算四季度期间费用率下降至 3.12% 图 6 按以前口径计算四季度毛利率小幅回升至约 4.25%



资料来源：公司财报，第一创业证券

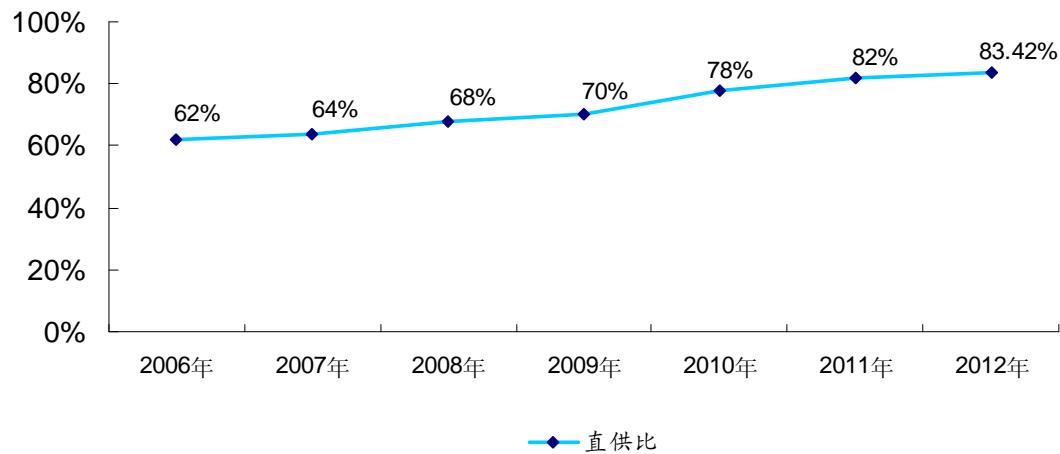


资料来源：公司财报，第一创业证券

● 内销直供比达到83.42%，出口依然小幅增长

年报显示，公司继续通过稳定协议客户销售、开发新客户新产品使得内贸直供比例继续上升，已经达到 83.42%，有效地缓解了市场需求萎靡的系统性风险。此外，公司出口销量继续上升 3.59%，达到了 25.78 万吨，远远好于 08 年金融危机时的 8.1 万吨，出口量占总产品总销量的 18%。特别是出口高端市场比例大幅增加，出口欧美区域比例增加到 44%，此外对发展中国家市场如巴西、南非的出口也达到 20% 的年度增长，日本市场开发取得进展。这充分反映出公司在应对市场风险时所体现出的营销能力是非常优秀的。

图 7 公司直供比不断上升

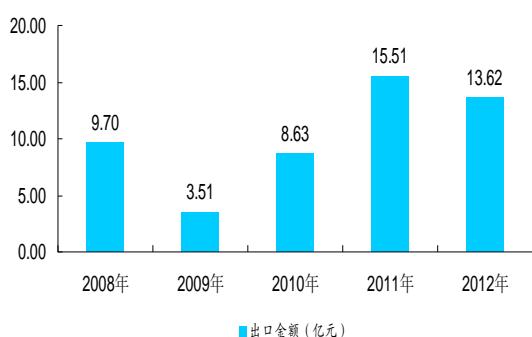


资料来源：公司年报，第一创业证券

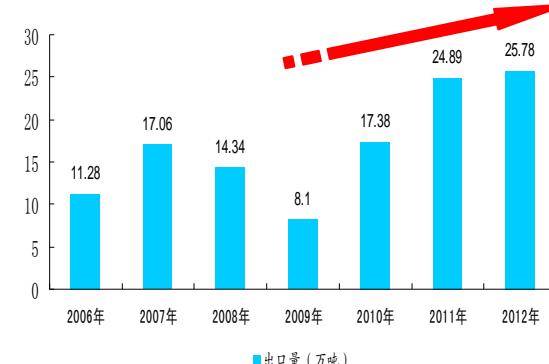
注：07、08 年数据为估算。

图 8 出口金额保持了相对稳定

图 9 出口量依然保持小幅增长



资料来源：公司年报，第一创业证券



资料来源：公司年报，第一创业证券

● 铁路轴承行业较好，船舶行业下滑最大

从公司产品主要下游行业来看，营业收入和毛利贡献最大的依然为钢加工压延业，占比为 40%左右；其次为汽车行业，贡献比例超过 20%；此外，铁路轴承行业毛利贡献接近 17%。公司产品分行业表现中收入增长的仅为铁路轴承业，且毛利率下降幅度最小，而最差的为船舶行业，这与各下游行业的表现基本相符。

各主要下游行业中，去年黑色金属冶炼及压延加工业投资 5055.48 亿元，同比下滑 2.04%，表现相对稳定；全年汽车产量 2059.7 万辆，同比增长 6.30%，预计 2013 年增速小幅加快；而铁路行业则是确定性最好的下游行业，近几月铁路基建投资回升很快，其中 2012 年四季度完成 2868.23 亿元，与前三季度总和 3441.56 亿元接近，而 2013 年 1 月投资额达 141.75 亿元，同比增长 62.33%，全年有望超过 5500 亿元。

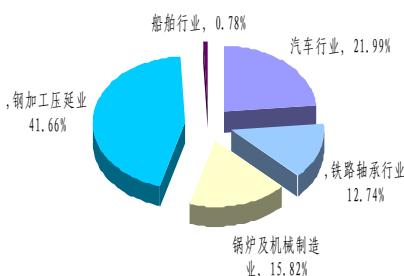
表 2 分行业表现情况

分行业	收入增幅	成本增幅	毛利率下降
汽车行业	-13.69%	-11.06%	-2.67%
铁路轴承行业	7.14%	7.19%	-0.04%
锅炉及机械制造业	-19.16%	-18.45%	-0.82%
钢加工压延业	-11.85%	-7.72%	-4.08%
船舶行业	-43.75%	-37.28%	-9.24%

资料来源：公司年报，第一创业证券

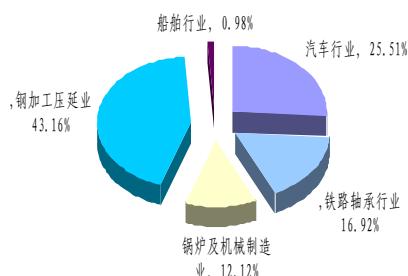
图 10 公司营业收入分行业分布

图 11 公司毛利分行业分布

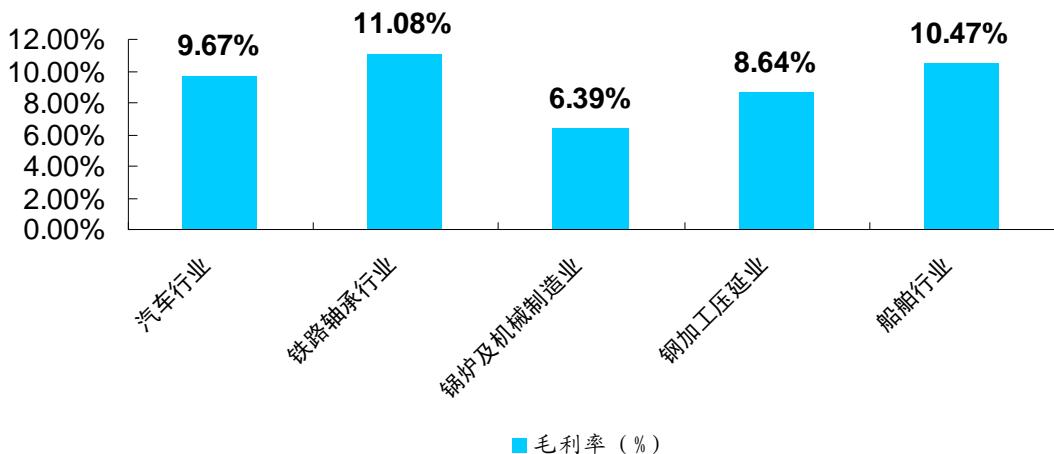


资料来源：公司年报，第一创业证券

图 12 公司产品分行业毛利率水平

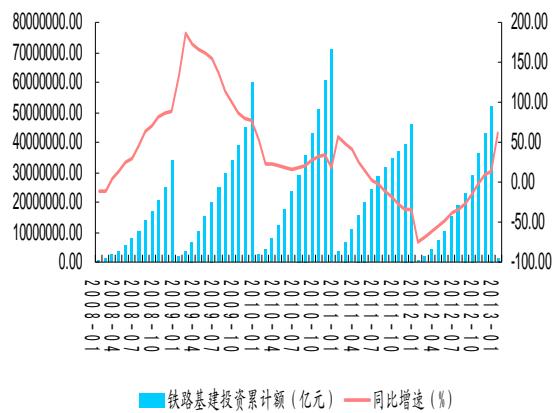


资料来源：公司年报，第一创业证券



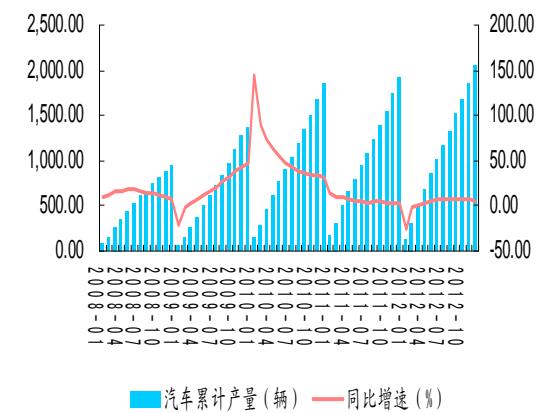
资料来源：公司年报，第一创业证券

图 13 铁路基建行业近期快速回升



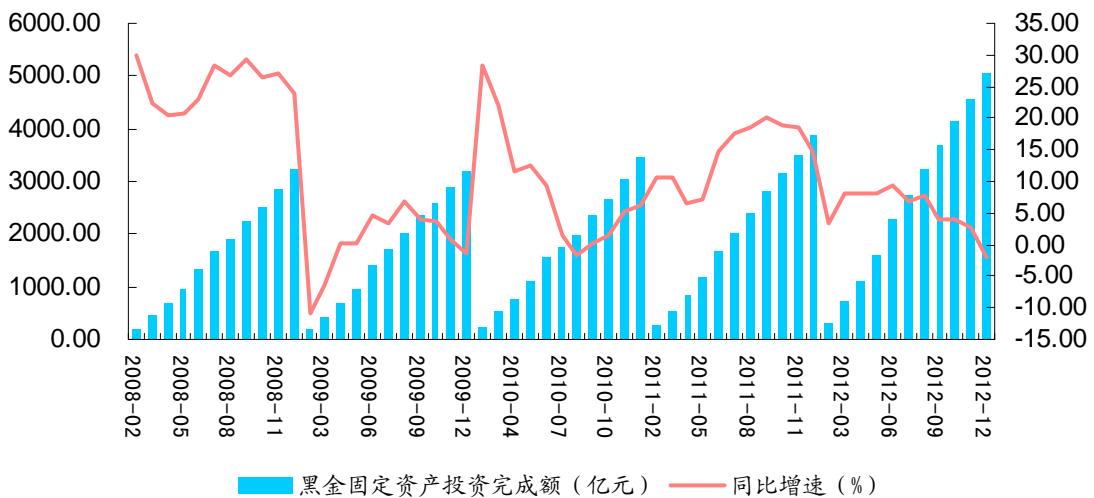
资料来源：同花顺，第一创业证券

图 14 汽车产量增速小幅增长 6%



资料来源：同花顺，第一创业证券

图 15 黑色冶炼和加工压延投资呈下降趋势



资料来源：同花顺，第一创业证券

- 技改已顺利完成，未来将着重效益增长



从年报公布情况来看，目前公司棒材、特冶锻造两大项目升级工程已完成，未来几年之内将不再追求量的扩张，而主要关注产品结构及品质的提升，也即公司的成长在乎综合产品价格及毛利率的提高。其中，棒材走“精品+差异”战略，发挥公司低成本工艺路线优势，加大品种结构调整，做精做强特种棒材；而锻材将实施“品种+高附加值”战略，以高端、高回报为目标，加大力度向新兴产业渗透，重点是高铁、风电、核能、航空航天、石油化工、军工等行业和领域。从公司已取得的效果来看，2012年又开发出全新产品20万吨，同比增长65%，新投产的项目中锻造20MN、45MN快锻和16MN径锻机共生产各类产品6万吨；2.5M、5M环轧机生产环件6000多吨，使产品高端占比再上台阶。

● 维持“强烈推荐”的投资评级

我们预计，公司2013-2015年EPS分别为0.59元、0.68元和0.78元，对应PE分别为12.6倍、11.0倍和9.6倍，在特钢行业相对低估。我们依然认为，公司为特钢行业的标杆性企业，而中国制造业的做强必然离不开特钢行业的支持，且公司管理高效，继续看好其长期发展空间，维持“强烈推荐”的投资评级。

表3 公司盈利预测简表

单位：万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	789,302	926,183	812,273	884,690	946,247	1,012,113
同比（%）	41.93%	17.34%	-12.30%	8.92%	6.96%	6.96%
营业毛利	80,799	103,705	67,719	76,825	84,910	93,757
同比（%）	54.49%	28.35%	-34.70%	13.45%	10.52%	10.42%
归属母公司净利	56,188	58,493	21,822	26,492	30,488	34,928
同比（%）	68.84%	4.10%	-62.69%	21.40%	15.08%	14.56%
总股本（万股）	44,941	44,941	44,941	44,941	44,942	44,943
每股收益（元）	1.25	1.30	0.49	0.59	0.68	0.78
P/E（倍）	5.9	5.7	15.3	12.6	11.0	9.6

资料来源：公司年报，第一创业证券

● 风险提示

铁路、机械、汽车行业增幅不及预期；新产品开拓不顺；铁矿、合金等原料成本上升幅度较快。



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（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提供。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±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

第一创业证券股份有限公司

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