

评级：审慎推荐

钢铁行业

公司调研报告

第一创业研究所
 巨国贤 S1080209110062
 联系人：刘冰
 电 话：0755-82485059
 邮 件：liubing@fcsc.cn

交易数据

52周内股价区间（元）	7-15.2
总市值（百万元）	5321
流通股本（百万股）	447.13
流通股比率（%）	99.5%

资产负债表摘要(12/09)

股东权益（百万元）	2044.51
每股净资产（元）	4.55
市净率	2.60
资产负债率	46.0%

公司与沪深300指数比较


大冶特钢 (000708)

——短期看结构提升 长期有体制保障

报告要点：

- **产品需求相对稳定 属强周期中的弱周期产品** 公司产品主要为齿轮钢、轴承钢、弹簧钢等特钢产品，下游需求主要为汽车、机械、铁路等领域。汽车行业收益国内消费升级进入高景气期，而基于国内铁路布局的考虑新增铁路投资将居高不下都为特钢需求提供了强力支撑。而公司高达70%以上的直供比例也使得公司订单相比其他同类企业具有较高稳定性。
- **优化产品结构为公司基调 特冶锻造将提高高端产品占比** 公司近年来产量保持平稳，但在100万吨产量稳定的情况下，不断调整产品结构，增加效益产品比例。目前公司独供产品比例达到10%以上，效益产品比例达到25%以上。特冶锻造达产后将新增4万吨产能，锻材产品毛利远高于普通特钢，未来公司毛利仍有望提升。
- **体制优势造就公司行业低成本运营** 钢铁行业毛利率水平较低，且波动频繁，成本控制在钢铁行业中尤为重要。大冶特钢在中信泰富入主后，剥离了相关资产，管理机制的优势得到充分发挥，各项费用水平大幅降低。目前在特钢类上市公司中，大冶特钢期间费用率连续多年保持在行业最低水平，其中09年大冶特钢期间费用率为2.45%远低于行业平均水平。
- **大股东铁矿投产在即 未来铁矿供应无忧** 目前公司在铁矿石方面并没有自有的铁矿资源，国外进口部分占到70%-80%，其余部分周边采购，没有明显资源优势。但公司大股东中信泰富在澳洲的铁矿项目今年底将进入投产阶段，预计今年底第一条生产线可投产，明年将再有五条生产线投产，投产后产出铁矿石三分之一用来供给中信泰富旗下特钢公司。随着中信泰富铁矿石项目逐渐达产，届时公司铁矿石来源将得到保证，为公司稳健经营提供了有利保障。
- **投资建议** 公司改制以来经营管理一直处于上升通道，体制优势带来的低成本的运作将是公司的长期优势。公司近年来持续进行的产品结构优化也将提高公司的盈利能力，我们给予公司“审慎推荐”投资评级。



1、三驾马车保障产品需求 高端直供更增需求稳定

大冶特钢为典型的特钢冶炼企业，主要生产齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高温合金钢、高速工具钢等特殊钢材产品。下游主要应用领域为汽车、机械、铁路领域。

汽车、铁路、机械三驾马车拉动特钢需求

国内消费升级使得汽车行业进入新的景气周期，而国家的铁路规划使得未来数年的铁路投资将居于高位，机械中除工程机械随经济波动较为频繁外，通用机械领域运行也较为平稳。

图 1、汽车月度产量情况

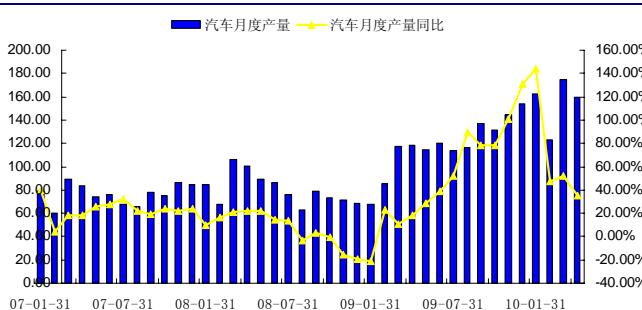


图 2、铁路固定资产投资情况



资料来源：wind资讯 第一创业证券研究所

表 1、近年新增铁路投资情况

年份	新增铁路投产里程	新增电气化铁路里程	新增铁路复线里程
2006	1,756.36	3,960.00	705.00
2007	955.60	938.00	480.00
2008	1,458.80	1,955.00	1,935.00
2009	5,557.00	8,448.00	4,129.00

资料来源：wind资讯 第一创业证券研究所

直供产品比例高达 70% 使得公司需求波动较为平缓

公司用户多为长期合作伙伴，目前公司产品直供比例达到 70% 以上，采购模式采取一年一签，逐月定价方式。高直供比例保障了公司订单需求的相对稳定性，相比其他钢企公司业绩较为平稳。



2、特冶锻造未来将大幅提升中高端产品比例

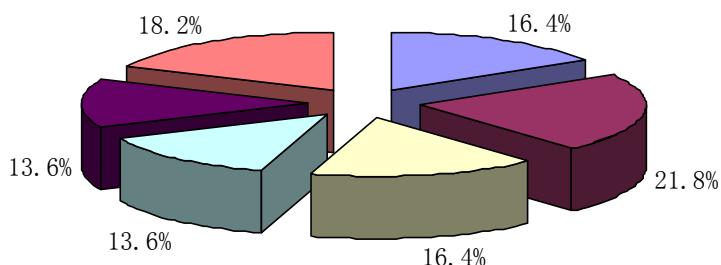
2.1、公司优化产品结构 中高端产品比例持续走高

公司产品主要以弹簧钢、齿轮钢、轴承钢为主，三项产品产量 09 年占比 54.6%，为公司主打产品。公司今年来一直在优化产品结构，大力提高中高端产品占比。

目前独供产品占比 10%以上，公司此类产品受到专业认证认可，而国内其他公司产品没有得到认证认可，例如公司生产的铁路车轴用钢相关产品是国内唯一通过认证的生产企业，此类产品价格基本不受行业周期性波动，具有较高毛利。公司其他高端轴承钢、高合金钢、军工钢等具有一定技术门槛、及具有较高毛利的中高端产品占比 15%以上。目前效益产品总占比在 25%以上，公司计划 10 年效益产品产量较上年增长 40%以上，新品开发实现 8 万吨，进一步优化产品结构。

图 3、公司 09 年各产品产量占比

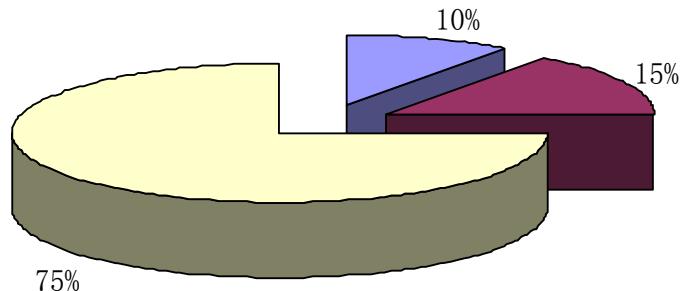
■ 弹簧钢 ■ 齿轮钢 □ 轴承钢 □ 合结合工钢 ■ 碳结碳工钢 ■ 其他



资料来源：第一创业证券研究所

图 4、公司中高端产品占比

■ 独供产品 ■ 特色产品 □ 普通产品



资料来源：第一创业证券研究所



2.2、特冶锻造达产将提升中高端产品比例

公司在旧线的基础上扩建原有的特冶锻造生产线，新的生产线将在原有 4 万吨产能的基础上翻一倍，形成一条 3.5 万吨锻材及模块的快锻生产线及一条 4.5 万吨锻材的精锻生产线，达到 8 万吨特钢生产能力。

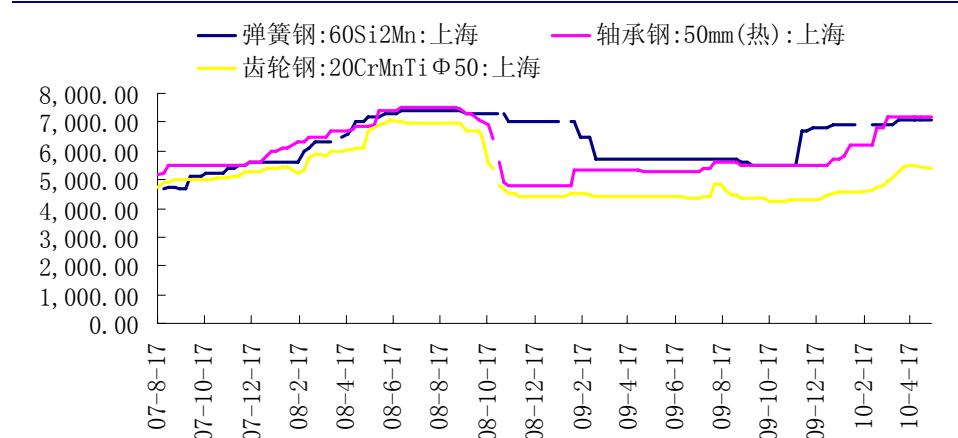
预计公司今年特冶锻造产量将达 5 万吨，扩产部分将增加中高端模具钢的产量占比，在扩产量的同时优化产品结构，而锻材本身的高毛利也将为公司整体毛利水平的提升做出贡献。

表 2、公司产品产能情况

炼钢设备		轧钢设备	
二 炼	3 台 20T 电炉	一轧	40 万吨
		二轧	20 万吨
		连轧	40 万吨
四 炼	一台 50T 电炉，一台 60T 电炉	特冶锻造	4 万吨 (扩产后 8 万吨)
		银亮材	2 万吨

资料来源：第一创业证券研究所

图 5、特钢类主要产品价格走势



资料来源：wind 资讯 第一创业证券研究所

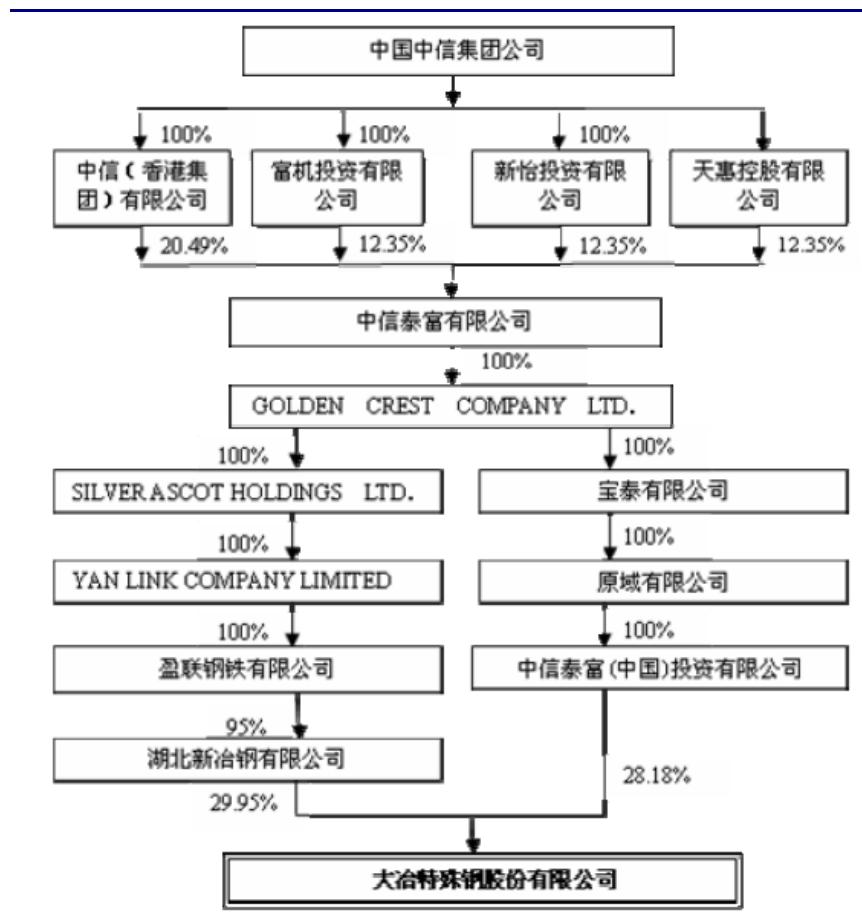
3、体制优势保障公司低成本运营

钢铁行业毛利率水平并不高，且波动较为频繁，因此成本控制在钢铁行业中显得尤为重要。在大冶特钢改制前由于历史包袱较重，运作效率低下，在中信泰富入主后，剥离了相关资产，管理机制的优势得到发挥，大冶特钢各项费用水平大幅降低。

在特钢类上市公司中，大冶特钢期间费用率连续多年保持在行业最低水平，其中 09 年大冶特钢期间费用率为 2.45% 远低于行业最高水平西宁特钢的 13.52%。



图 6、大冶特钢股权结构



资料来源：公司公告 第一创业证券研究所

表 3、特钢类上市公司期间费用率比较

	2007	2008	2009
大冶特钢	2.34%	2.15%	2.45%
方大特钢	1.84%	3.12%	4.37%
抚顺特钢	5.67%	6.13%	7.22%
西宁特钢	7.96%	11.25%	13.52%

资料来源：wind资讯 第一创业证券研究所

4、大股东铁矿投产后公司铁矿供应得到保障

公司炼钢系统为电炉炼钢，原材料部分主要为铁矿石和废钢。废钢以市场价格在周边采购；铁矿石方面公司并没有自有的铁矿资源，国外进口部分占到70%-80%，其余部分周边采购，没有明显资源优势。

公司大股东中信泰富前期花费4.15亿美元投资两个10亿吨储量的磁铁矿，两个磁铁矿产能分别为1200万吨，合计2500万吨左右，开采年限为25年。预计今年底第一条生产线可投产，明年将再有五条生产线投产，投产后产出铁矿石三



分之一用来供给中信泰富旗下特钢公司。大冶特钢目前钢铁产能在110万吨，铁矿石需求接近200万吨，随着中信泰富铁矿石项目逐渐达产，公司铁矿石来源将得到保证，为公司稳健经营提供了有利保障。

表4、中信泰富澳洲铁矿石项目

磁铁矿	储量	产能
Sino-Iron 项目	10 亿吨	1200 万吨
Balmoral Iron 项目	10 亿吨	1200 万吨

资料来源：第一创业证券研究所



表7、盈利预测表

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010	2011	2012	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	1,865	3,251	3,945	4,941	一、营业收入	5,561	10,220	10,681	11,158
货币资金	143	1,002	1,639	2,198	减：营业成本	5,038	9,434	9,837	10,249
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	1	3	2	3
应收款项	684	837	950	1,093	销售费用	27	71	63	72
预付款项	199	216	235	295	管理费用	97	102	107	112
存货	836	1,192	1,116	1,352	财务费用	12	3	-14	-27
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	7	5	3	4
非流动资产	1,906	1,918	1,636	1,497	加：公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资及金融资产	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	其中：联营企业收益	0	0	0	0
固定资产	1,825	1,541	1,399	1,256	二、营业利润	379	603	683	744
在建工程	50	53	56	58	加：营业外收入	8	8	9	9
其他生产性资产	0	0	0	0	减：营业外支出	6	6	7	7
无形及递延性资产	42	42	42	42	三、利润总额	380	605	685	746
其他非流动资产	0	0	0	0	减：所得税费用	48	151	171	186
资产总计	3,784	4,887	5,441	6,298	四、净利润	333	454	514	559
流动负债	1,699	2,349	2,390	2,687	归属母公司净利润	333	454	514	559
短期借款	135	135	135	135	少数股东损益与调整	0	0	0	0
应付账款	1,108	1,677	1,713	1,954	五、总股本(万股)	449	449	449	449
预收帐款	217	298	303	359	EPS(元)	0.74	1.01	1.14	1.24
其他	239	239	239	239					
长期负债	40	40	40	40					
长期借款	0	0	0	0					
长期应付款	0	0	0	0					
其他	40	40	40	40					
负债合计	1,739	2,389	2,430	2,727					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	449	449	449	449					
资本公积	656	656	656	656					
留存收益	940	1,393	1,907	2,466					
股东权益合计	2,045	2,498	3,012	3,571					
负债和股东权益	3,784	4,887	5,441	6,298					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012	会计年度	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	94	865	625	534	成长能力				
净利润	333	454	514	559	营业收入	-25.9%	83.8%	4.5%	4.5%
折旧摊销	143	142	142	142	营业毛利	55.5%	50.4%	7.4%	7.5%
财务费用	14	3	-14	-27	EBIT	96.7%	53.3%	10.2%	7.3%
投资损失	0	0	0	0	净利润	65.7%	36.3%	13.3%	8.9%
营运资金变动	-413	124	-17	-140	获利能力				
其它	18	142	0	0	毛利率	9.4%	7.7%	7.9%	8.1%
投资活动现金流	-119	-3	-3	-3	EBIT/收入	7.2%	6.0%	6.3%	6.5%
资本支出	-119	-3	-3	-3	净利率	6.0%	4.4%	4.8%	5.0%
长期投资	0	0	0	0	ROE	16.3%	18.2%	17.1%	15.7%
其他	0	0	0	0	ROIC	15.3%	17.2%	16.3%	15.1%
筹资活动现金流	-259	-3	14	27	偿债能力				
债务融资	-200	0	0	0	资产负债率	54.0%	51.1%	55.3%	56.7%
权益融资	0	0	0	0	利息保障倍数	27.2	176.2	-36.3	-20.7
其它	-59	-3	14	27	速动比率	0.60	0.87	1.18	1.33
汇率变动影响	0	0	0	0	经营现金净额/当期债务	0.70	6.41	4.63	3.96
现金净增加额	-283.2	859.7	636.6	558.6	营运能力				
					总资产周转率	1.47	2.09	1.96	1.77
					应收账款天数	44.25	29.47	32.03	35.25
					存货天数	59.76	45.49	40.86	47.48
					每股指标(元)				
					EBIT/股本	0.89	1.36	1.50	1.60
					每股经营现金流	0.21	1.92	1.39	1.19
					每股净资产	4.55	5.56	6.70	7.95
					估值比率				
					P/E	15.99	11.73	10.36	9.51
					P/B	2.60	2.13	1.77	1.49
					P/S	0.96	0.52	0.50	0.48
					EV/EBITDA	10.20	6.44	5.19	4.27

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我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。

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。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

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

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120