

大冶特钢 (000708)

步入戴维斯双升黄金期

买入 / 上调评级

股价：RMB12.12

分析师

黄静
SAC 执业证书编号:S1000208120164
+755-82492060 huangjing@lhqz.com

联系人

刘晓
+755-82364269 liuxiao@lhqz.com

相关研究

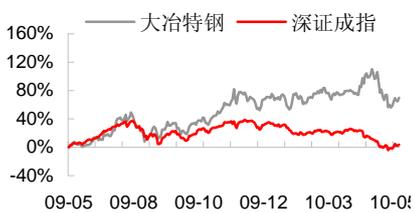
- 《赢利之外的遐想—大冶特钢 2010 年 1 季报点评》(10/04/24)
- 《经济结构调整推动公司步入黄金时期—大冶特钢 09 年报点评》(10/03/08)
- 《公司即将迈入外延增长新阶段—大冶特钢 3 季报点评》(09/10/26)
- 《意料之中的惊喜—大冶特钢中报点评》(09/08/24)
- 《09 年有望实现正增长—大冶特钢首次评级报告》(09/07/27)

基础数据

总股本 (百万股)	449
流通 A 股 (百万股)	447
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	5419

- 改变参照系，推动价值重估。**本报告侧重于讨论大冶特钢公司的重新归类，并由此打开公司的价值重估空间。与钢铁公司普遍在大众市场竞争逐微利的疲惫相对，公司定位于更具成长性的制造业核心部件上游材料供应领域，逐步拓展出更为看重产品质量与供货渠道而非价格因素的客户群体，随之发展出类同于装备制造业成本加成的盈利模式，并将最终摆脱普碳钢公司随经济周期而业绩涨落的固有属性，赢取利润的持续增长，其估值自然应从普钢公司的估值区域向上提升。
- 我们做出公司将脱离一般钢铁企业而独立成长的判断理由如下：**
 - 行业层面，特钢行业在经济转型期与普碳钢渐入殊途。**展望大尺度内我国经济发展趋势，随劳动力供给瓶颈渐现，人均可支配收入与劳动力成本协同上升，必将推动我国经济呈现消费规模扩张与制造业升级的结构调整特征。我们将观察到以二三线城市主导的消费再升级推动汽车消费掀起新浪潮，也会相应观察到高附加值、技术密集型装备制造业占比不断扩大，国产化比率不断提升，应用于汽车、机械装备核心部件制造的特钢品种将因此获得更广阔的发展空间。
 - 公司层面，大冶特钢领先于竞争者的产品结构布局将使公司获得明显的先发优势。**自中信泰富 04 年收购入主公司，成为其实际控制人以来，公司的战略发展路径日益明晰，持续致力于产品结构优化升级努力，压缩低端普碳产品，大幅增加高、特级轴承钢、齿轮钢、合金弹簧钢等产品的比重，在国内高端特钢市场上获得绝对优势，可以期待随特钢市场的启动蓬勃发展，公司将随之迎来黄金发展阶段。
 - 估值与投资建议：**大冶特钢远优于一般普碳钢生产企业的稳定增长潜质，使其理应获得超越行业平均的估值回报。我们结合 DCF 的绝对估值方法并参照铁路设备、汽车零部件、机械基础件行业等可比行业的相对估值印证，判断公司的合理价值区间应在 18-20 元，对应 16-17×2010PE，给予“买入”投资评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5561.2	1810.9	7084	8149	8982
(+/-%)	-25.9	58.9	27.4	15.0	10.2
归属母公司净利润(百万元)	332.8	144.2	526	646	693
(+/-%)	65.7	374.5	58.1	22.8	7.3
EPS(元)	0.74	0.32	1.17	1.44	1.54
P/E(倍)	16.4	37.8	10.1	8.2	7.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

转型之期，特、普钢渐入殊途	3
经济结构内生调整带来的可能变化	3
政策重心转移助推经济结构调整	3
经济转型特钢发展带来新机遇	4
特钢行业之特 —— 特殊工艺、特殊应用	4
我国特钢需求正步入高速发展阶段	5
钢铁工业中的特钢比例将参照工业化国家水平不断提升	6
汽车市场为特钢发展迎来首轮推动	7
我国汽车市场兴旺发展	7
汽车销售规模的扩张拓展特钢市场的广度	7
消费排量轻型化改变汽车产业链供应结构	9
本轮汽车消费浪潮以初次购入低排量车型主导	9
低排量车型大发展推动汽车供应链竞争格局的改变	10
汽车用特钢供需平衡模拟匡算	11
机械行业不断涌现特钢需求新动力	13
机械行业整体保持平稳增长	13
新兴产业孕育特钢新需求	13
迎接铁路市场 2010-2015 年设备采购高峰期	14
风电市场步入而立，配件市场迎来黄金时期	16
大冶特钢：百年钢企，其命维新	18
公司概况	18
布局已成，稳步前行	19
置身于一个拥有良好成长前景的市场	19
领先于同业竞争者的产品布局	19
中信泰富在产业链上的整合为大冶提供稳定的资源供应	21
盈利预测	21
估值与投资建议	22
绝对估值	22
相对估值	23
投资建议	24
风险提示	24

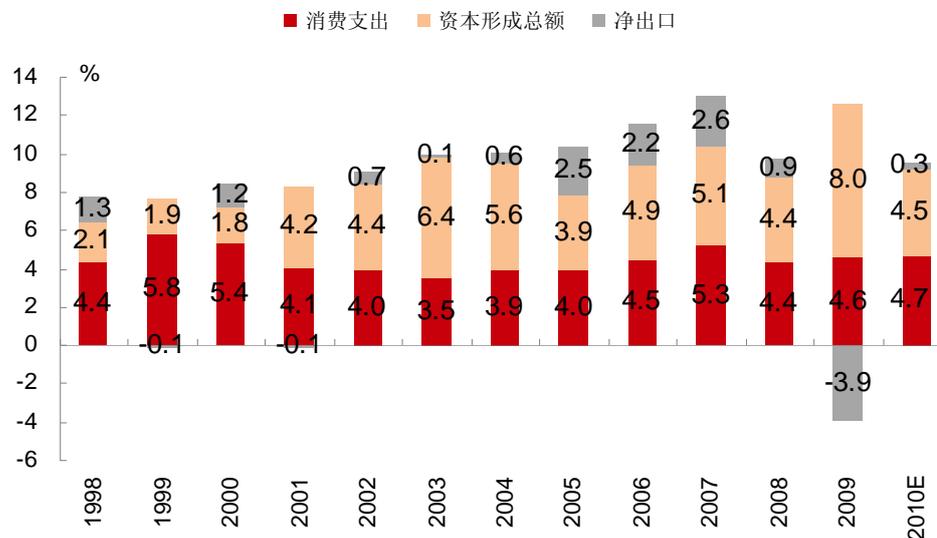
转型之期，特、普钢渐入殊途

经济结构内生调整带来的可能变化

展望 2010 年内变化，我们相信，经过 2008-2009 年国内经济单纯依靠投资拉动的非常时期之后，各经济增长驱动引擎的贡献将更趋于平衡：

- 1、投资贡献趋于下降；
- 2、出口好转，对 GDP 的贡献由负转正；
- 3、消费稳步上升。

图 1、危机后中国经济趋于平衡增长



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

展望大尺度内的经济增长趋势，随我国劳动力供给瓶颈渐现，人均可支配收入与劳动力成本协同上升将推动我国中长期产业结构调整呈现如下特征：

- 1、传统制造业占比萎缩；
- 2、高附加值、技术密集型制造业占比扩大，产品档次提升；
- 3、劳动者报酬改善支持消费和服务规模扩大与结构升级。

政策重心转移助推经济结构调整

预计危机时段偏重于推动投资的临时性政策将逐步退出，在固定资产投资复归 20% 之下正常增长，地产投资受到抑制，出口增长仍面对海外经济的不确定因素背景下，未来的政策重心将偏向于：

- 1、在人均年可支配收入跨越 2,000 美元关口的消费升级阶段，推动居民收入分配结构更趋平等，以各类补贴政策促进消费增长；

2、致力于促进新型产业崛起，寻找新的经济增长极。促进新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业“七大战略性新兴产业”步入高速发展阶段。

经济转型特钢发展带来新机遇

特钢行业之特 — 特殊工艺、特殊应用

特殊钢是具有特殊的化学成分、采用特殊的工艺生产、具备特殊的组织和性能、能够满足特殊需要的钢类，包括碳素结构钢、碳素工具钢、碳素弹簧钢等优质碳素钢属低端产品，合金结构钢、弹簧钢、轴承钢等合金钢属中端产品，耐热和不锈钢、高合金工具钢、高速钢等高合金钢属高端产品。

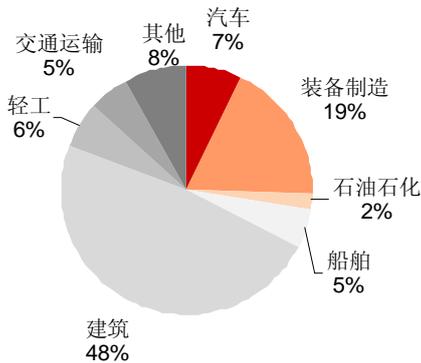
与普碳钢广泛应用于投资领域，主要受基建、地产拉动的需求属性不同，汽车和机械制造是特钢的主要应用领域。

表 1、主要特钢品种需求

产品及用途	钢材品种	实例
汽车零部件	齿轮钢、轴承钢、碳结钢	变速箱齿轮、汽车轴承、曲轴、连杆
机械制造	合结钢、碳结钢	工程机械油缸用管、煤矿机械液压支柱支架
发电	合结钢	高压锅炉管
石油及石化	无缝钢管	钻铤和套管接箍
铁路	弹簧钢、碳结钢	机车弹簧、轮子、轮轴
造船	锚链钢	锚链

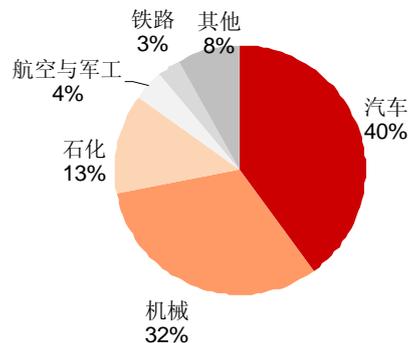
数据来源：中信泰富年报，华泰联合研究所整理

图 2、普钢下游需求分布



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 3、特钢下游需求分布

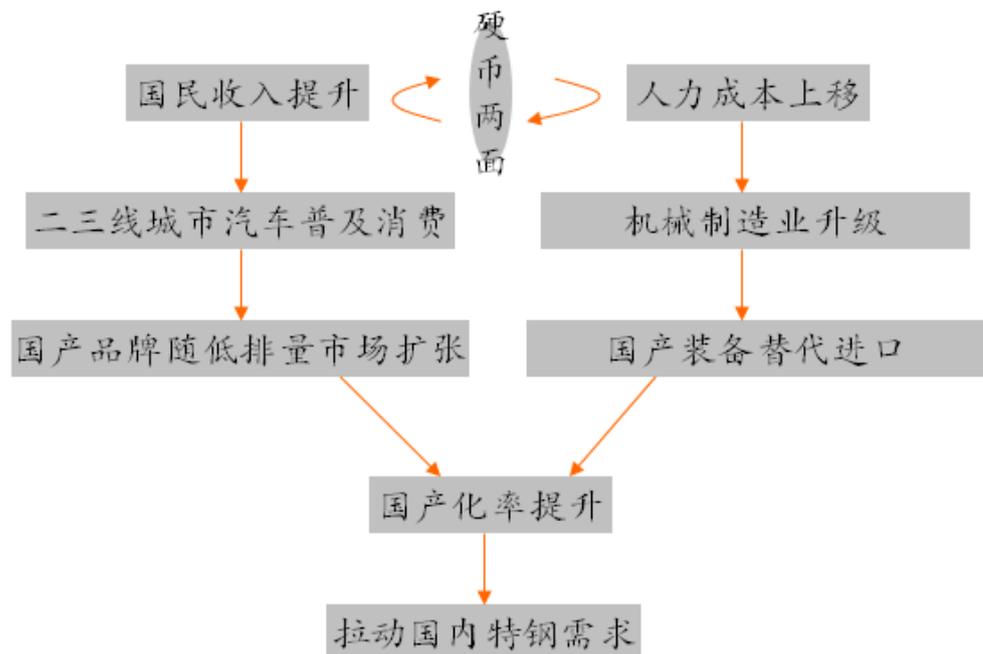


资料来源：华泰联合证券研究所整理

我国特钢需求正步入高速发展阶段

- 我国汽车消费迎来新浪潮，成为特钢需求进入爆发拐点的第一波推动力量。随人均可支配收入水平跨越 2,000 美元关口，社会人口年龄结构以中青年主导，我国已步入消费社会形成期，家电类耐用消费品的普及渐入尾声，消费再升级首先指向汽车消费的普及。华泰联合证券汽车组预计 2010-2012 年汽车销量年复合增长率将超越 15% 以上，我国汽车消费规模的快速扩张必将带动整体汽车制造产业链的景气增长，拉动应用于关键配件制造的各类特钢需求进入规模扩张阶段。
- 机械设备等可贸易流通的制造业产品在全球各地区间，受各国劳动力、技术等资源禀赋相对优势的不断转换，而出现产业的不断转移变迁。我国制造业也必然遵循整机进口→零部件进口，整机组装→进口替代，提高国产化率→内需主导，逐步出口→出口主导，资本外流→产业转移至低成本地区的产业发展规律。我们将观察到高附加值、技术密集型装备制造业占比不断扩大，国产化比率不断提升，拉动相关特钢需求的爆发增长。
- 我国特钢产业将主要受益但不限制在成熟制造业领域对核心设备进口替代而引发的需求爆发。在一系列受政策强力支持的战略性新兴产业，具备新型功能、高性能结构的特殊钢材料都将获得广阔的发展空间：我国航空、航天、石油化工、船舶、能源、核电等领域对高温合金的需求大幅度增加；精密合金是电子、通讯、仪表、电力、能源、交通等国民经济的重要产业部门及航空航天、舰艇、导弹、雷达、核武器等重要军事装备使用的关键材料；中国已进入了新一轮电站和重化工建设高峰期，核电工业、化工业迅猛发展，使用的耐蚀合金材料在急剧增长，主要用于热交换器、压力容器、反应器、泵、阀门、风机、管道等，其新建和改造项目将保持对耐蚀合金材料的强劲需求。

图 4、特钢需求步入高速发展阶段

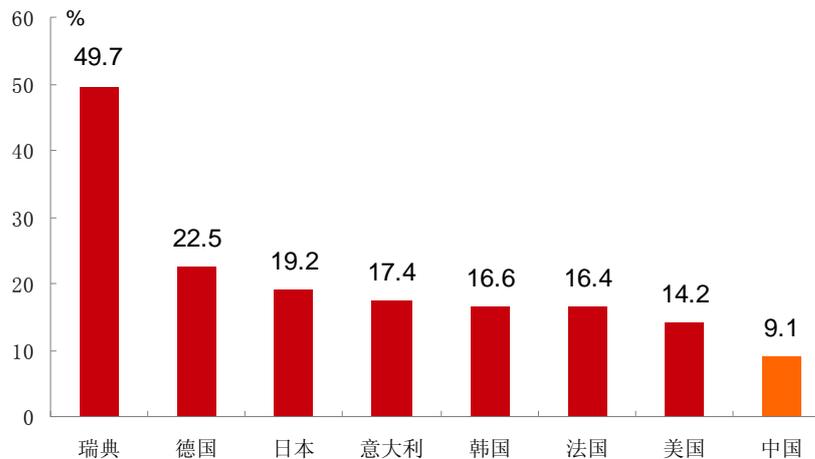


资料来源：华泰联合证券研究所整理

钢铁工业中的特钢比例将参照工业化国家水平不断提升

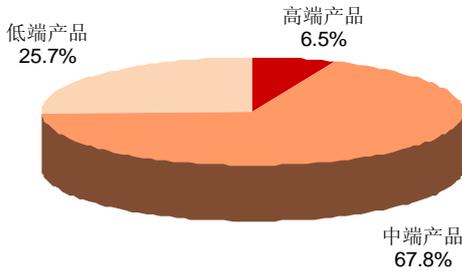
- 我国钢铁产量中的特钢占比将不断提升：09年中国优特钢产量5181万吨，占国内粗钢总产量的9.1%，而成熟工业化国家优特钢比例一般在15-20%之间。随我国产业升级推动特钢需求释放，未来中国特钢在钢铁总量中的比例将逐步提升，特钢的成长性将显著优于钢铁业的平均增长。
- 我国特钢产量中的合金钢占比将不断提升：目前我国的优特钢生产仍集中于中低端的碳钢和低合金钢产品，高端产品的比重很低。09年特钢产量数据显示，高合金钢占优特钢的比重只有6.1%，而同期日本高合金钢比重接近26%。从国内供需基本面分析，一般中低端的特钢产品供大于求，而高质量、高性能的特钢产品（主要是高合金的模具钢、工具钢、特殊高合金）仍大量依赖进口，而高级轴承钢和齿轮钢通过进口机械装备和零部件间接大量进口。预计随我国制造业进入通过提升核心部件国产化率以提升产业国际竞争力阶段，我国高端特钢产品的制造能力也将随之提升。

图5、我国钢铁产量中特钢占比远低于发达国家水平



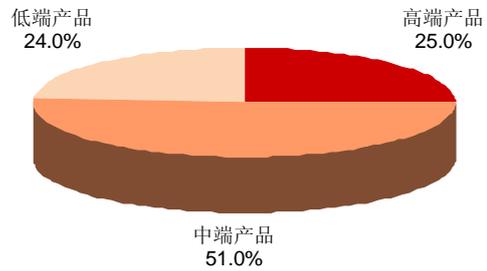
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 6、我国特钢产品结构分布



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 7、日本特钢产品结构分布



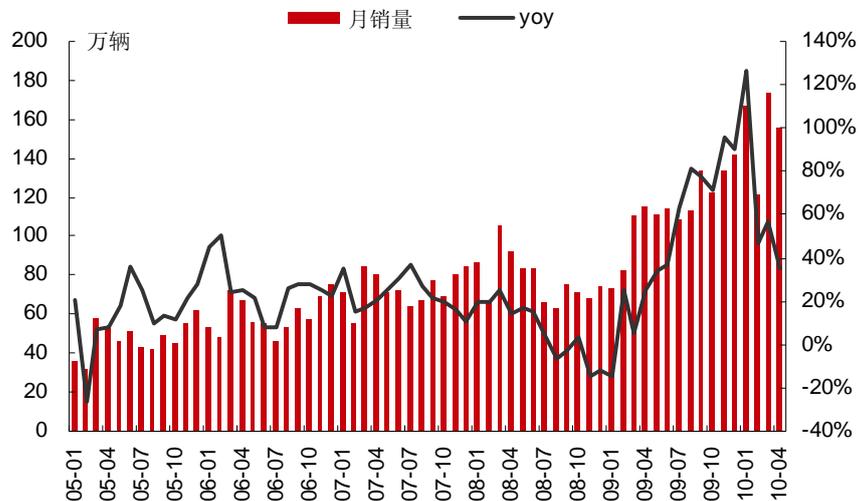
资料来源：华泰联合证券研究所整理

汽车市场为特钢发展迎来首轮推动

我国汽车市场兴旺发展

我国汽车市场 2009 年总销量达 1360 万辆，同比增长 42.6%，在经历 04-08 年复合增长率 16.6% 的相对低速阶段后，迎来一次新的消费浪潮。

图 8、我国汽车市场 2005.01-2010.04 月销量统计



资料来源：华泰联合证券研究所整理

汽车销售规模的扩张拓展特钢市场的广度

我国历史统计数据与各国历史经验均表明人均可支配收入是家用汽车消费的决定因素，至 2010 年，随我国约 90% 人口人均可支配收入跨越国际可比的 14,000 元汽车消费门槛，中国进入汽车消费的普及阶段。

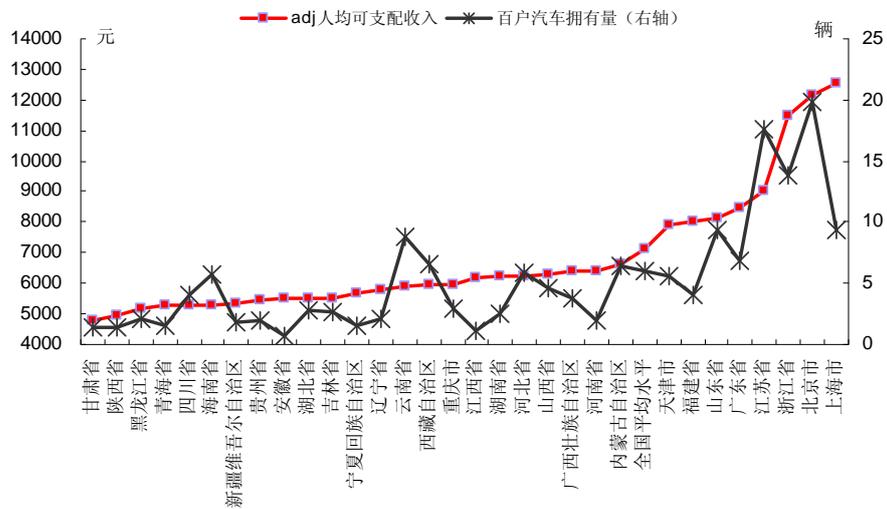
我们对我国中期汽车消费增长持乐观预期，由于：

- 中国经济继续保持快速增长;
- 劳动力回报日益上升;
- 收入分配差距逐渐缩小;

预计至 2015 年, 汽车年度销量规模可以达到 3200 万辆的阶段峰值, 未来 5 年内汽车销量复合增长率将保持在年均 15% 水平。

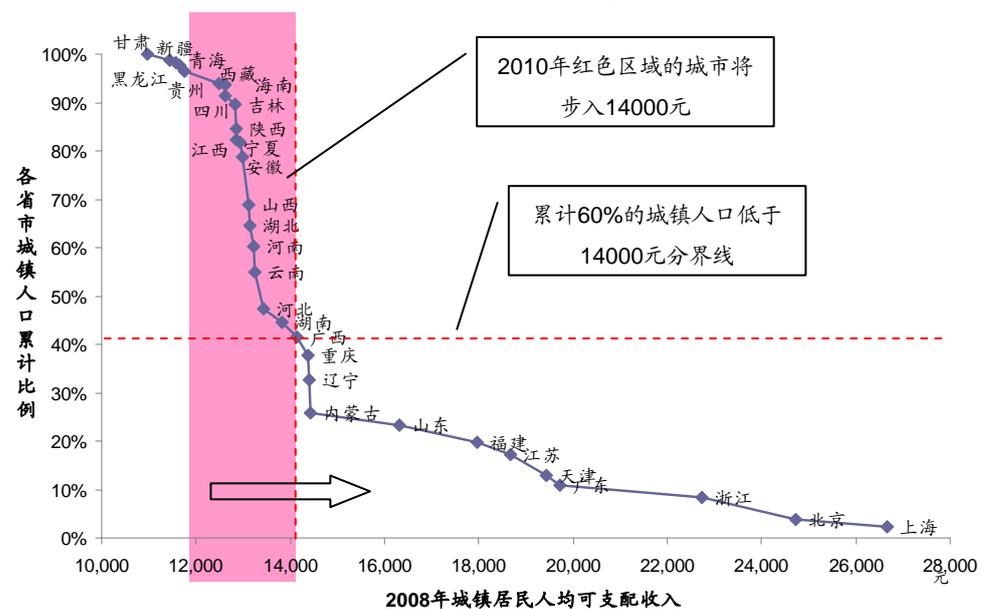
我国汽车消费规模的快速扩张必将带动整体汽车制造产业链的景气增长, 拉动应用于关键配件制造的各类特钢需求进入规模扩张阶段, 我们相应预测汽车用特钢市场总规模未来 5 年的年复合增速保持在 15% 之上。

图 9、分省市调整后人均可支配收入与每百户轿车保有量比较



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

图 10、2010 年预计我国约 90% 人口可支配收入跨越 14,000 元汽车消费门槛



资料来源：华泰联合证券研究所整理

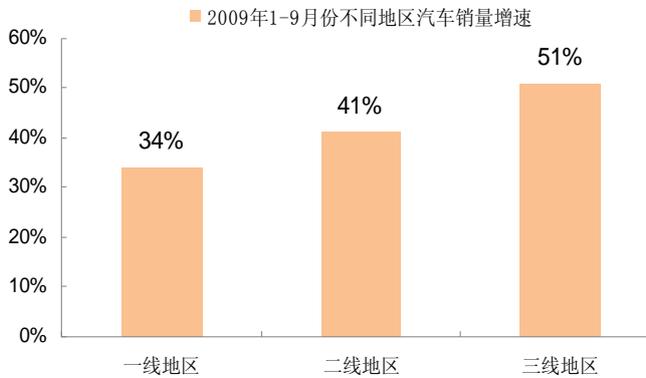
消费排量轻型化改变汽车产业链供应结构

本轮汽车消费浪潮以初次购入低排量车型主导

09年在汽车销售总量保持快速增长的同时，其消费结构呈现出如下特征：

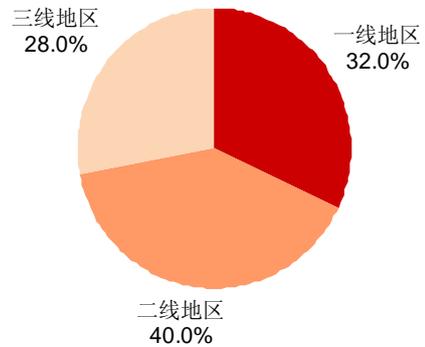
- 销量增长主要来自中西部二、三线城市居民的初次购车消费；
- 由于居民的初次购车以普及性购买为主，更为偏好入门级的低排量车型，观察到09年轿车销量的增长集中于低排量，1.6升以下车型销量增速明显高于中高排量车型。

图 11、2009 年 1-9 月份不同地区汽车销量增速



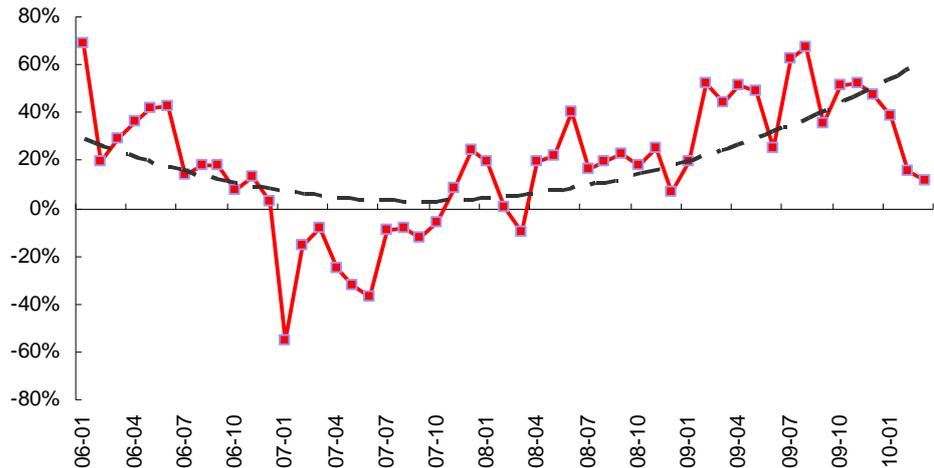
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 12、2009 年 1-9 月份不同地区汽车销量占比



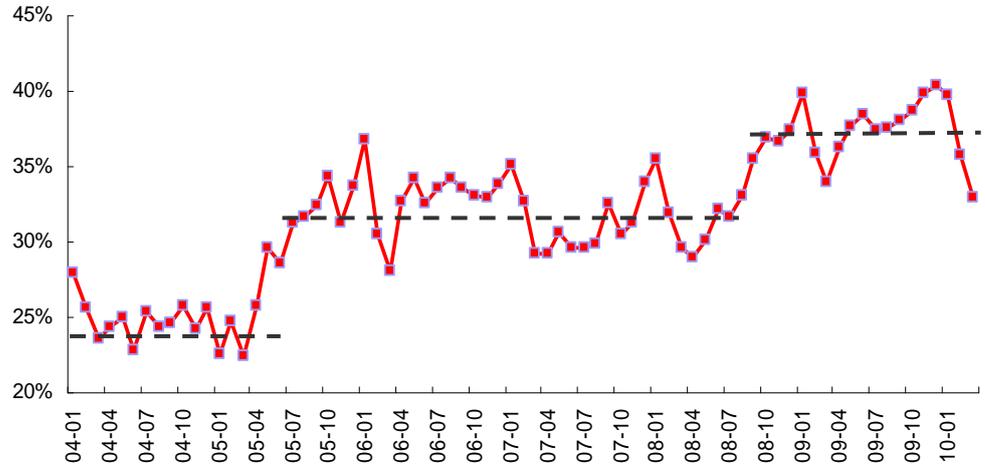
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 13、增速差：1.6 升以下乘用车 减 2.0 升以上排量乘用车



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 14、1.6 升以下排量乘用车占全部乘用车销量比重



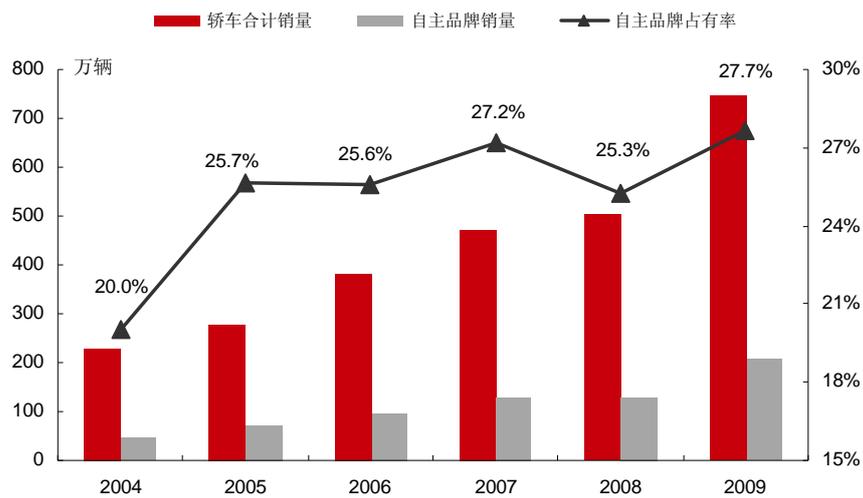
资料来源：华泰联合证券研究所整理

低排量车型大发展推动汽车供应链竞争格局的改变

我们认为低排量车型超越行业均速的发展会对汽车业竞争格局带来新的冲击：

与高排量、豪华车型市场侧重于质量、品牌竞争相异，成本控制是低排量车型主导市场的竞争聚焦点。在这一细分市场的竞争中，供应链本土化的自主品牌车型拥有较为明显的成本优势与更高的市场份额，仍立足于海外采购体系的合资品牌在顺应市场发展趋势，下潜进入低排量市场的同时，推动供应链的逐步国产化成为其必然的竞争选择。

图 15、得益于低排量市场启动，自主品牌市场占有率持续提升



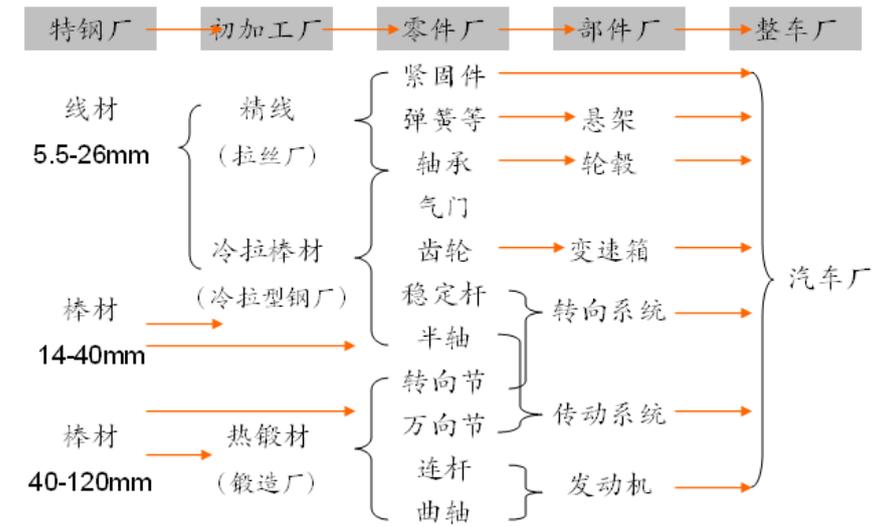
资料来源：华泰联合证券研究所整理

随汽车供应链本土化发展提速，本土汽车制造业必将经历自零部件进口、整机组装→进口替代、国产化率提高的产业升级阶段，自特种钢材原料至关键零部件各生产

环节，具备自主生产能力的国内企业，在享有汽车市场总体规模增长的同时，将在产业链进口替代的进程中获取高于行业平均的增长速度。

我们简单假定汽车供应链国产化率将以每年 5% 的速度提升（自主品牌市场占有率年均扩张 2%，合资品牌本土采购率年均扩张 3%），国内汽车供应链市场未来 5 年的复合增长率将保持在 20% 左右。

图 16、汽车供应链本土化发展提速



资料来源：华泰联合证券研究所整理

汽车用特钢供需平衡模拟匡算

做为汽车供应链上的核心原料供应环节，汽车用特种钢材市场也将随我国汽车产业规模加速增长与国产化进程的提升迎来新一轮景气上升周期。

我们选取汽车用特钢的代表性品种——齿轮钢，基于下列的各项假设前提对我国车用齿轮钢市场 2010-2015 年的供需状况进行了模拟测算。考虑到目前国家对钢铁业产能扩张的严格准入控制与特钢行业天然的技术门槛，我们判断未来齿轮钢市场的供不应求局面将逐步凸显出来，已在齿轮钢市场布局的市场在位者将享有产能瓶颈所带来的阶段性超额利润。

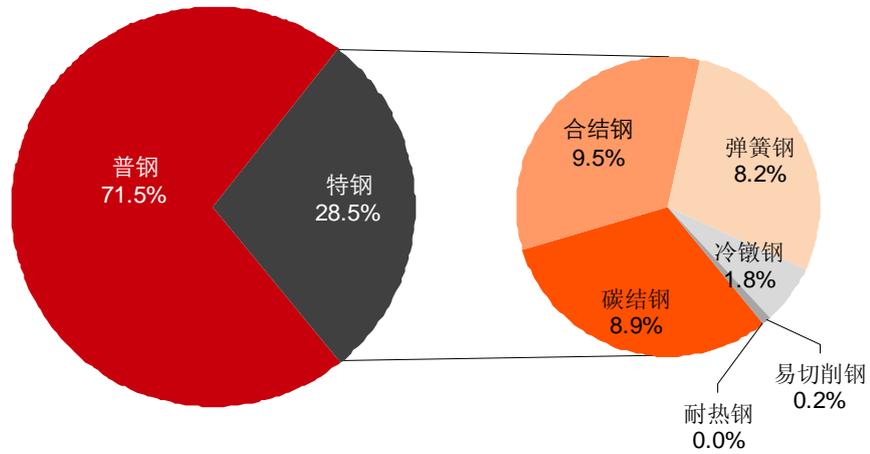
汽车用齿轮钢市场供需模拟测算假设：

2010-2015 年汽车年复合增长率 15%；

汽车供应链国产化率以年均 3% 提升；

2010-2015 年齿轮钢国内产量年复合增长率 10%。

图 17、汽车用钢材量构成统计



资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 2、汽车特钢消费强度统计

	轿车	2t 载重汽车	5t 载重车 (汽油机)	9t 载重车 (柴油机)
碳素结构钢	17.5	160.7	443	364
合金结构钢	116	155.4	681	563.1
弹簧钢	15	129.3	327	576.9
冷锻钢	17.3	38.4	99.3	56.7
整车用钢	852.6	1749.4	3638	4168.2
特钢用量	164.8	488.8	1586	1564.6
特钢比例	19.30%	27.90%	43.60%	37.50%

数据来源：华泰联合研究所整理

表 3、汽车用齿轮钢供需平衡模拟测算

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车销量 (万辆)	1362.15	1634.59	1879.77	2161.74	2486.00	2858.90	3287.73
销量 yoy	45.48%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
车用齿轮钢消费强度 (吨/辆)	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
车用齿轮钢需求量 (万吨)	435.89	523.07	601.53	691.76	795.52	914.85	1052.08
国产率	28%	31%	34%	37%	40%	43%	46%
车用国产齿轮钢需求量 (万吨)	122.05	162.15	204.52	255.95	318.21	393.38	483.95
齿轮钢国内产量 (万吨)	150.30	187.87	216.05	237.66	261.42	287.57	316.32
产量 yoy	-25%	25%	15%	10%	10%	10%	10%
车用齿轮钢占比	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
车用齿轮钢产量 (万吨)	120.24	150.30	172.84	190.13	209.14	230.05	253.06
供需缺口 (万吨)	-1.81	-11.85	-31.68	-65.82	-109.07	-163.33	-230.90

数据来源：华泰联合研究所整理

机械行业不断涌现特钢需求新动力

我们同样期待机械装备制造业的国产化进程对我国特钢产业的拉动作用。与居民可支配收入持续提升，二三线城市进入汽车普及消费阶段，推动国产汽车制造业及整体供应链发展的逻辑略有区别，我们认为机械制造业的国产化动力来源于劳动力成本上扬，推动制造业从整机组装，赚取区域间劳动力成本价差转移至进口替代、赚取区域间技术价差的逐步实现（参考图 18、特钢需求步入高速发展阶段）。

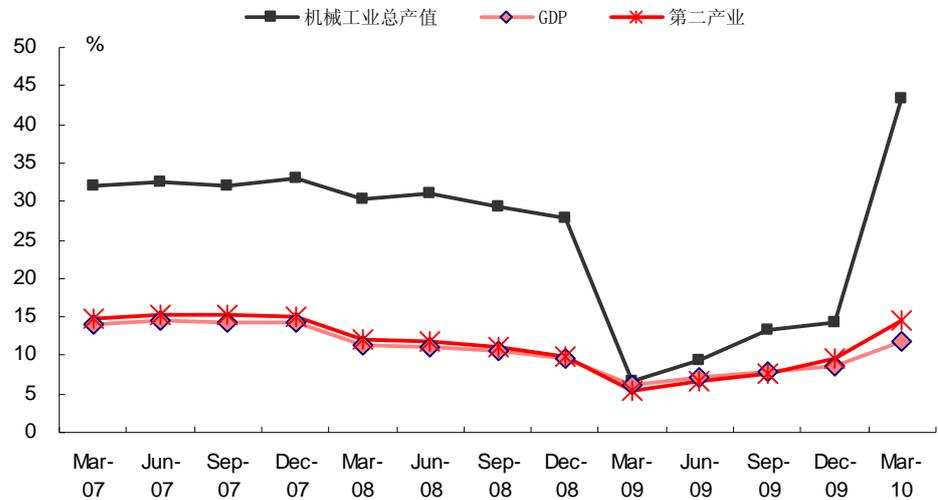
机械行业整体保持平稳增长

目前我国已处于工业化中期，其特征是劳动力供应瓶颈渐现，劳动力成本逐步提升，推动高附加值、技术密集型装备制造业进入增长提速阶段，机械装备制造业的发展将快于国民经济的增长，这一特征将一直持续到工业化基本完成。

可比日本 1955-1980 年期间工业生产的增长率为 9.2%，而机械制造各子行业如通用机械、电气机械、运输机械和精密机械行业的复合增长率分别达到 16.69%、18.36%、16.28%、16.46%。预计我国机械制造业长期增速亦将超过我国 GDP 及工业产值的增长速度，机械制造业产值 2010-2015 年复合增长率保持在 15% 左右。

我们预计机械用碳素结构钢、合金结构钢等中低端特钢产品需求增速将相应维持在 15% 附近，而应用于机械设备核心部件的轴承、齿轮、弹簧钢种因受益于国产化率提升，将会获得更高速增长。

图 18、机械制造业产值增速将持续超越我国 GDP 及工业总产值的增长速度



资料来源：华泰联合证券研究所整理

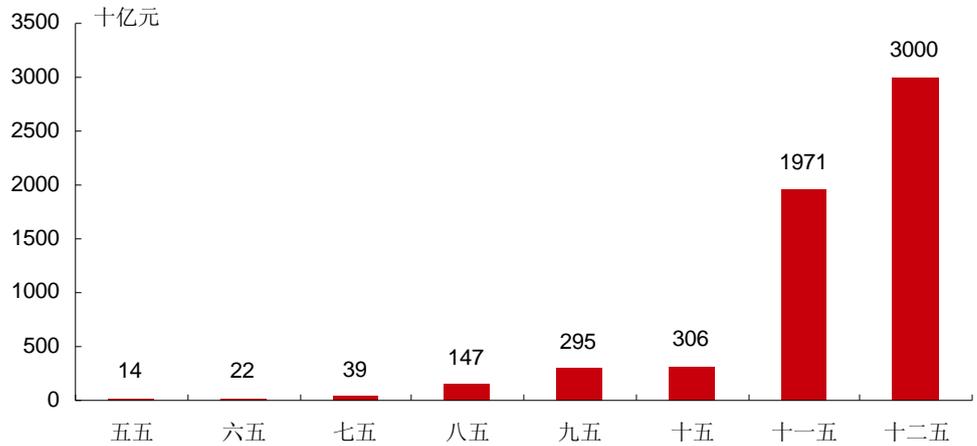
新兴产业孕育特钢新需求

在面临传统投资拉动型增长模式渐入尾声，经济转型阶段，我们观察到政策主动转向促进新型产业崛起，寻找新的经济增长极。高速铁路、新能源等获得政府扶持的新兴产业已步入高速成长阶段，对相关装备制造产业链将形成显著的拉动作用。

迎接铁路市场 2010-2015 年设备采购高峰期

“十二五”期间铁路建设整体投资规模巨大，将推动我国成为全球最大的铁路设备采购市场，并可能成为富有竞争力的铁路设备制造国。

图 19、“十二五”期间铁路建设投资规模再创历史新高



资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 4、我国铁路网建设规划（公里）

	客运专线	城际轨道交通	货运路网	合计
2008	1,406	-	78,398	79,804
2009	3,719	-	82,310	86,029
2010	4,257	775	88,476	93,507
2012	10,865	2076	96,781	109,722
2015	19,324	3773	105,407	128,504
2010-2015				
CAGR	31.61%	-	4.21%	6.92%

数据来源：华泰联合研究所整理

从建设过程而言，高铁建设涉及的行业非常多，产业链较长，涵盖基建、铺轨、车辆购置、运营和后续的车辆维护 5 大阶段。从建设周期来看，包括动车组在内的整车及车辆配件等铁路设备的需求在 2010 年起将步入高增长期。

图 20、高铁产业链中的受益顺序

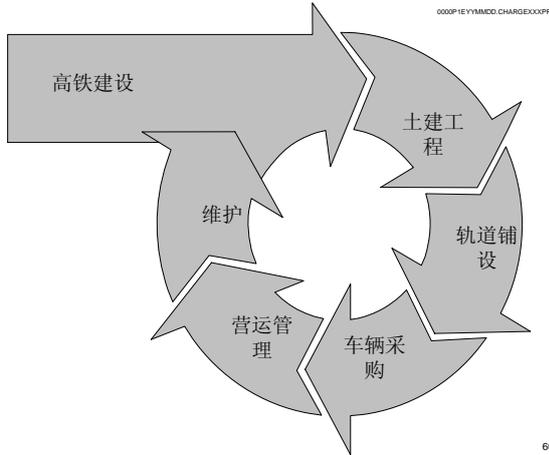
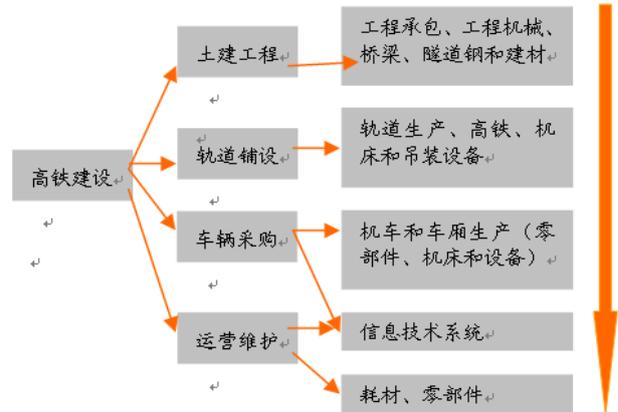


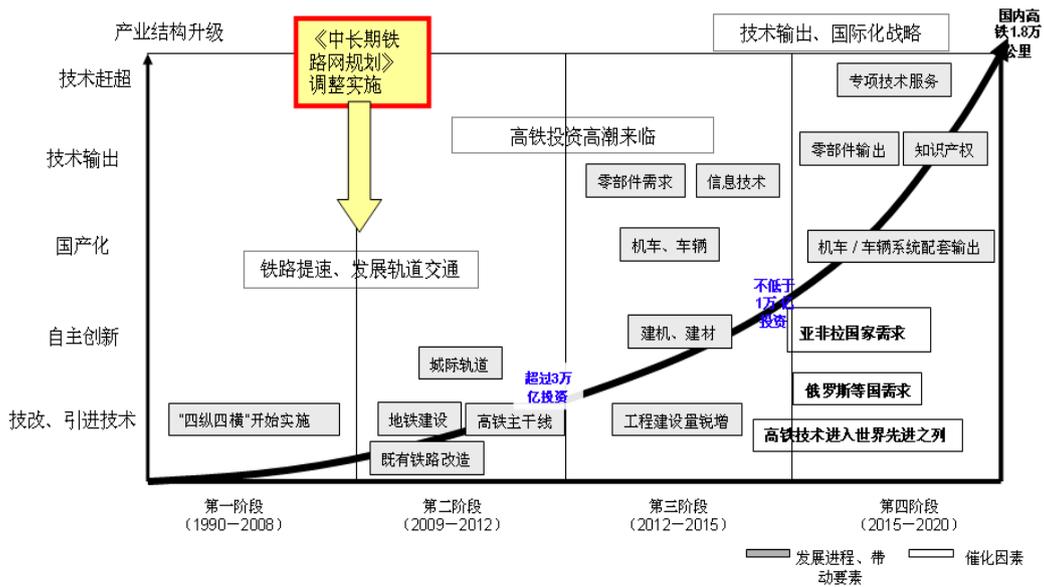
图 21、高铁产业链解析



资料来源：华泰联合证券研究所整理

资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 22、高铁发展的四个阶段及产业链延伸



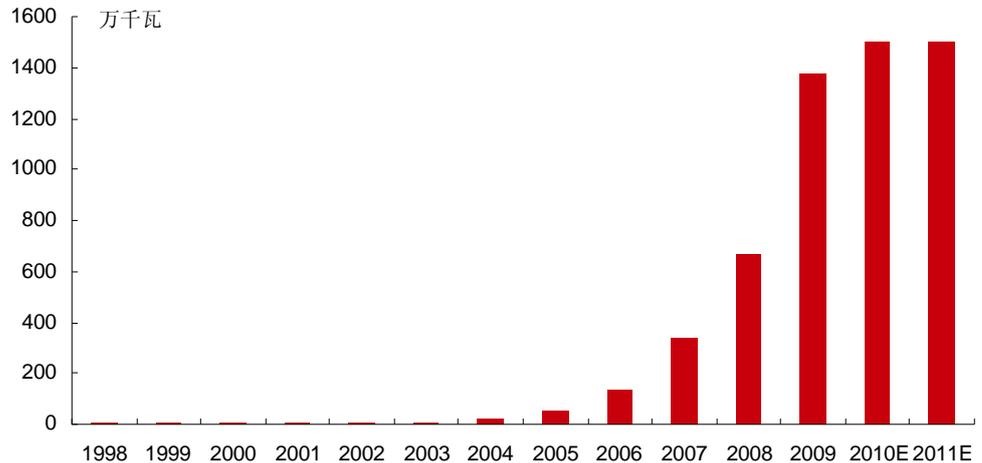
资料来源：华泰联合证券研究所整理

目前我国整车企业已完成部分型号车辆的组装，后期将从一般零部件到核心零部件逐步推进国产化，并带动国产配件企业发展。我们认为，在车辆配件的进口替代过程中，较简单的非核心和外围配件，如车载弹性元件、高速 (>300km/h) 空心车轴等将先行完成替代过程。

风电市场步入而立，配件市场迎来黄金时期

经过 05-08 年政策扶持之下的市场导入阶段，中国风电市场步入快速而稳定的增长阶段，预计未来 5 年年均新增装机容量将保持在 13-14 吉瓦的高位。在新增装机容量保持高位的同时，累积装机容量将自 2009 年的 26 吉瓦达到 2020 年的 150 吉瓦。

图 23、风电装机容量进入平稳增长阶段

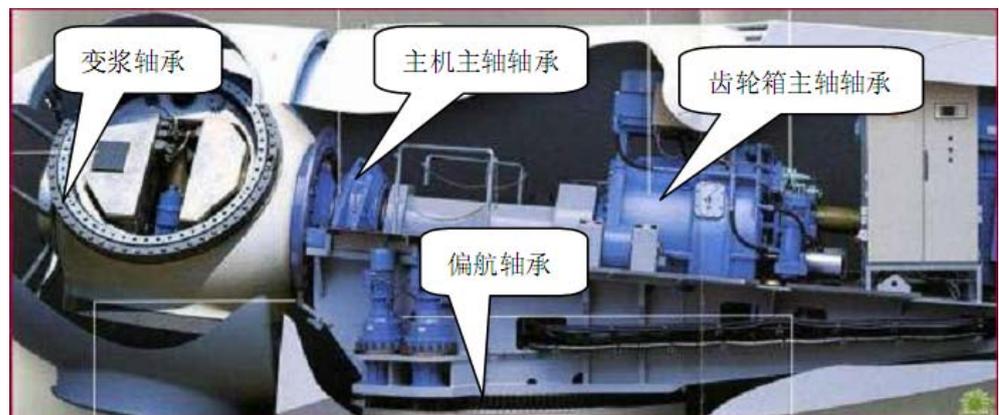


资料来源：华泰联合证券研究所整理

随我国年均新增风电装机容量稳定在 13 吉瓦以上的高位，占据全球风电新增装机容量 36% 的市场份额，成为全球最大的风电设备采购市场，必然带动对风电机组配套轴承的需求。

风电轴承主要应用在风力发电机组中的偏航系统、变桨系统、传动系统和发电系统。按照风力发电机组结构，1 兆瓦级以上的风力发电机组需要 1 个偏航轴承和 3 个变桨轴承与之配套，兆瓦级以下的风力发电机组需要 1 个偏航轴承。此外风力发电机组还需要 1 个主机主轴轴承和 1 个齿轮箱主轴轴承。

图 24、风电轴承分布情况



资料来源：华泰联合证券研究所整理

基于国内轴承制造商的产品范围仍限于偏航、变浆轴承的现状，我们简单估算风电偏航、变浆轴承的市场容量。按照 2010-2011 年新增装机容量 15 吉瓦、15 吉瓦；1.5MW 风电机组容量占比为 75%、80% 测算，预计 2010-2011 年新增风电偏航、变浆轴承量分别为 35000 套、36000 套。按照每套 7.5 万元计算，市场年采购额超过 26.25 亿元。对于精密等级最高的主轴轴承及齿轮箱主轴轴承，其市场年采购额在 30 亿元以上，目前仍以进口为主，是一个更具吸引力的潜在市场。

在风电偏航及变浆轴承领域，国内企业瓦轴集团及天马股份 09 年合计市占率达 80% 以上，基本完成国产化替代进口；而在主轴轴承领域，预计两公司有望在 3 年左右时间完成进口替代，带动上游风电用轴承钢市场在未来 3 年保持高速增长。

表 5、预计风电偏航、变浆轴承 2010 年市场需求量达 3 万套

公式	2008	2009	2010E	2011E
新增风电机组装机容量 (万千瓦) ①	663	1375	1500	1500
全部折算成 1.5MW 机组 (台) ②=①×100/15	4420	9167	10000	10000
1.5MW 风电机组容量占比 ③	0.7	0.75	0.75	0.8
新增 1.5MW 风电机组(台) ④=②×③	3094	6875	7500	8000
新增 750KW 风电机组(台) ⑤=②×(1-③)×2	2652	4583	5000	4000
新增风电轴承(套) ⑥=④×4+⑤	15028	32083	35000	36000

数据来源：华泰联合研究所

大冶特钢：百年钢企，其命维新

公司概况

大冶特钢是全国最大特钢生产商中信泰富特钢下属子公司之一，我国中部地区领先的特钢生产基地。现有特殊钢产能 120 万吨，公司主导产品包括齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢，高温合金钢，高速工具钢等特殊用途的钢材，主要应用于汽车、机械，铁路车辆、电力，石油化工、航天军工等行业。

公司特钢产品主要销售给国内大约 1,800 余家客户，09 年国内销售占总销量的 94%。公司重点客户包括汽车行业的一汽、东风汽车、上汽等；机械制造行业的 SKF、TIMKEN、洛阳轴承、瓦房店轴承厂、北京内燃机集团等；铁路行业的中国北车、南车等；石化行业的华北油田等；电力行业的上海锅炉厂、武汉锅炉厂等。09 年，公司大约 73% 的订单来自长期合作客户。通常，每年与长期客户签订的销售合同都会在前一年年底商定订货量。而价格要待客户下正式订单或交货之前决定，以便根据市场和成本的变化作调整。

公司地处湖北省黄石市，濒临长江，拥有 3 个五千吨级码头，有着交通运输上的优势。未来集团的散装货轮将从澳大利亚将铁矿石运到长江，然后再用五千吨级的散装船运往新冶钢的码头。公司将保持稳定而富有成本竞争力的资源供应渠道。

表 6、富有国际竞争力的特钢产品

产品种类	认证证书
轴承钢	瑞典 SKF、德国 FAG 的轴承钢认证证书
齿轮钢	美国 Caterpillar 全球供应商及铜牌供应商证书
锻件	意大利 FOMAS 公司认证

数据来源：华泰联合研究所整理

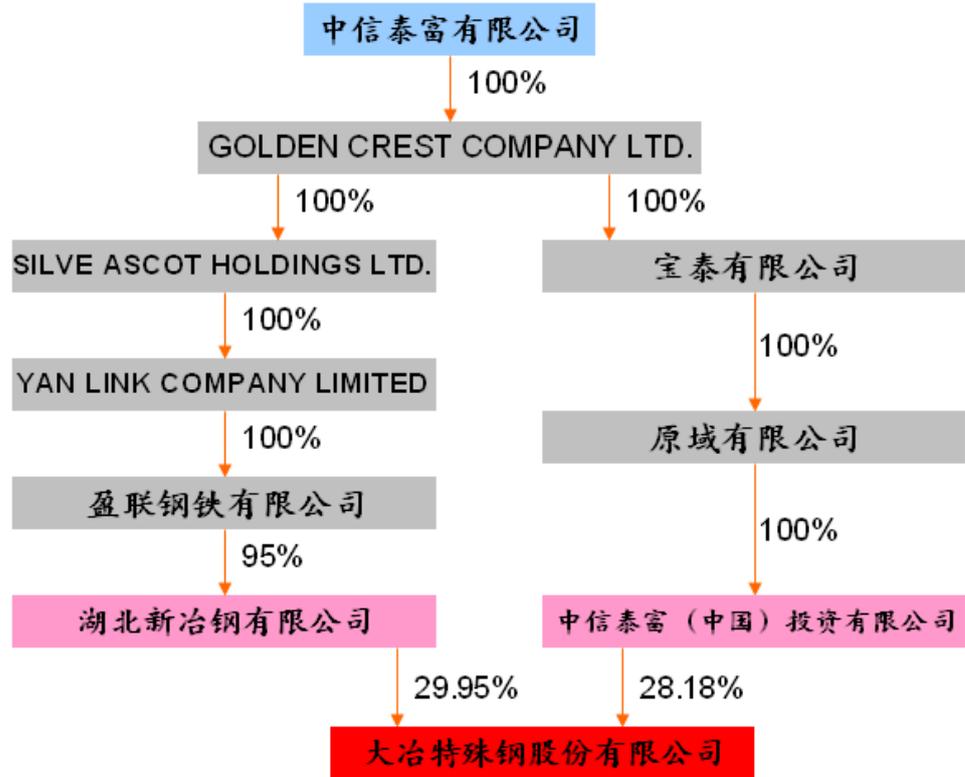
表 7、公司所属中信泰富特钢在国内市场已具有显著控制力

产品	09 年市场份额	销量 (万吨)		变化率
		2009	2008	
齿轮钢	45%	89	86	3%
轴承钢	42%	95	77	23%
合金弹簧钢	36%	49	45	9%
合结钢	23%	159	174	(9)%
碳结钢	22%	122	127	(3)%
无缝钢管	6%	32	38	(17)%

注：统计资料来自中国特钢企业协会，仅包括注册的特钢企业

数据来源：华泰联合研究所整理

图 25、中信泰富是公司的实际控制人



资料来源：华泰联合证券研究所整理

布局已成，稳步前行

基于公司下游市场未来稳定增长的良好预期，及公司多年致力于产品开发所形成的富有竞争力的产品布局，并依托所属集团在产业链上游的稳定供应，我们预计公司将摆脱钢铁业固有的周期波动特质，步入产品结构持续优化，整体盈利不断提升的稳定增长阶段。

置身于一个拥有良好成长前景的市场

随中国经济步入转型期，钢铁业整体结束高速扩张，步入产品结构优化调整，提升特钢品种占比阶段，特钢市场未来将迎来持续性的景气高峰。09 年来自于汽车市场的特钢配件订单支撑特钢企业先于普钢企业提前脱离整体经济滑落困境，实现反弹并进而赢得全年利润的正增长。预计未来装备制造业的各主要子行业将加速核心部件国产替代进程，持续释放对特钢材料的需求。特钢产业将与主要受投资拉动的普钢产业脱离独立发展，具有远优于普钢企业的成长前景。

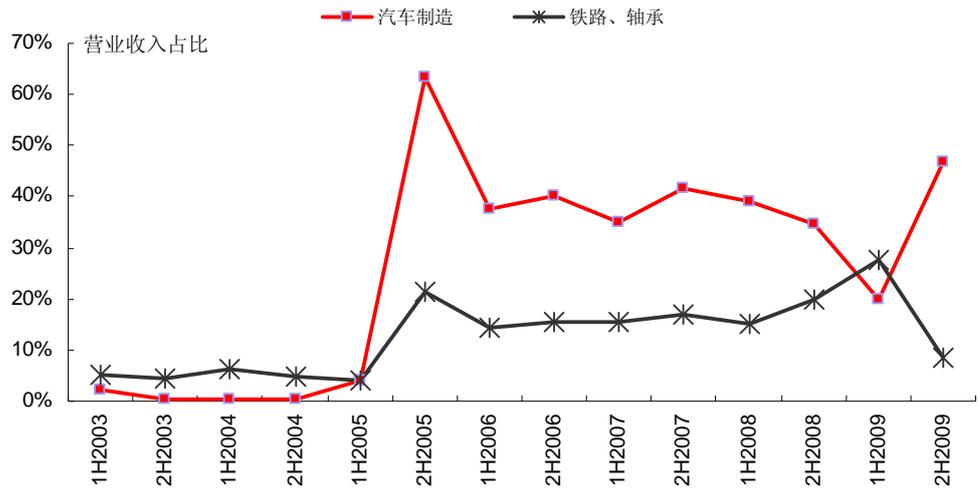
领先于同业竞争者的产品布局

伴随中信泰富 04 年收购入主公司，成为其实际控制人，公司的生产经营发生了实质性的转变。我们观察到公司的战略发展路径日益明晰，持续致力于基于产品结构优化的内生增长，压缩低端普碳产品，大幅增加高、特级轴承钢、齿轮钢、合金弹簧钢等产品的比重，2005-2009 公司高效产品的年增幅均在 30% 以上。2009 年公司高效产品占公司总量的 12% 以上，其中高端轴承钢形成系列，齿轮钢形成集约化规模，

高合金钢、军工钢分别增长 13.3%、62.4%，覆盖了铁路、轴承、汽车、石油、煤炭等重点行业。

目前公司所属中信泰富集团特钢部在国内以齿轮、轴承、弹簧钢种为代表的高端特钢市场占有率分别达到 45%、42%、36%，产品布局显著领先于同业对手。

图 26、公司在汽车、铁路、轴承产业持续投入拓展



资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 8、大冶特钢公司产品结构领先于同业竞争者

公司	产品	09 年销售收入 (百万元)	收入占比	毛利率
大冶 特钢	轴承钢	837.34	17.08%	11.37%
	弹簧结合工钢	3116.25	63.55%	10.30%
	冲模不锈	193.51	3.95%	10.83%
	碳结碳工钢	756.41	15.43%	5.48%
	低端产品占比		15.43%	
抚顺 特钢	合金结构钢	2138.59	56.00%	0.62%
	合金工具钢	628.16	16.45%	11.45%
	不锈钢	611.88	16.02%	10.77%
	高温钢	440.37	11.53%	50.78%
	低端产品占比		56.00%	
西宁 特钢	合结钢	2585.60	56.43%	10.34%
	碳结钢	1179.69	25.75%	6.17%
	滚珠钢	413.05	9.01%	13.04%
	不锈钢	261.00	5.70%	18.45%
	合工钢	109.77	2.40%	14.21%
	碳工钢	31.90	0.70%	18.97%
	弹簧钢	1.18	0.03%	15.88%
低端产品占比		82.17%		

注：西宁特钢较高的毛利率水平部分受益于其自有矿产资源

数据来源：华泰联合研究所整理

中信泰富在产业链上的整合为大冶提供稳定的资源供应

公司所属中信泰富集团致力于整合自矿石、煤炭资源开采至特钢冶炼的整条钢铁产业链，2010年4季度集团所属澳洲铁矿投产后，其生产的铁矿石将提供于集团下属特钢公司和国内其他钢铁企业，集团在山东省投资的煤矿2008年底已经开始小批量生产，该煤矿全面投产后，年产量将达到六百万吨，可部分满足特钢厂的煤炭需求。随集团矿产资源逐步投产放量，将改变特钢公司目前主要依靠现货市场采购的现状，使特钢公司未来获取稳定供应的同时，也将适度降低采购成本。

表 9、中信泰富特钢部门的资源自给率未来将显著提升

		2010	2011	2012	2013
中信泰富集团资源	澳洲铁精粉产量	1	12	22	22
产量(百万吨)	焦炭产量	1	3	3	3
中信泰富集团特钢产量(百万吨)		5	6.5	9	9
特钢部门自给率	铁精粉	13%	115%	153%	153%
	焦炭	60%	92%	67%	67%

数据来源：华泰联合研究所整理

盈利预测

基于对于特钢市场容量不断拓展，结构优化升级的判断，公司将不断拓展出更为看重产品质量与供货渠道而非价格因素的客户群体，随之发展出类同于装备制造业成本加成的盈利模式，并将最终摆脱普碳钢公司随经济周期而业绩涨落的固有属性。基于此，我们判断公司将步入整体盈利不断提升的稳定增长阶段，其2010-2013年EPS分别达到1.17、1.44、1.54、1.70元。

重要假设：

产量增长主要来源于公司新建锻件生产线，自2010年逐步有新产能释放，至2014年11.65万吨产能全部达产；

原产特钢产品售价主要依靠公司自身结构优化而不断增长，新锻件产品售价参照中原特钢、华锐铸钢公司可比产品设定；

基于整体市场对特钢产品需求的不断提升及公司在产品结构优化上的努力，公司产品毛利率保持稳定小幅攀升，新锻件产品毛利率参照中原特钢、华锐铸钢可比产品设定，并考虑新投产因素影响初期毛利率由低位逐步攀升；

2010-2011年所得税率12.5%，2012年升至15%。

表 10、公司盈利预测主要假设

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
原产品线					
产品销量 (万吨)	110	115	120	120	120
销售均价 (元/吨)	4458	5349	5884	6178	6364
销售价格变动	-35.64%	20.00%	10.00%	5.00%	3.00%
其中: 市场均价变动	-41.00%	15.00%	5.00%	0.00%	0.00%
产品结构调整	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%	3.00%
销售毛利率	9.76%	11.50%	12.00%	12.00%	12.00%
吨钢毛利 (元/吨)	435	615	706	741	764
锻件新产品线					
产品销量 (万吨)	-	2.35	3.65	7.65	10.65
销售均价 (元/吨)	-	12,000	12,000	12,000	12,000
销售毛利率	-	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%
吨钢毛利 (元/吨)	-	480	720	960	1,200
EPS	0.74	1.17	1.44	1.54	1.70

数据来源: 华泰联合研究所整理

表 11、公司新投产锻件产品可比参照

		2006	2007	2008	2009
中原特钢公司	销售单价	-	1.21	1.32	1.34
大型特殊钢精锻件	毛利率	-	15.12%	13.40%	13.95%
华锐铸钢公司	销售单价	1.69	1.72	-	-
铸件	毛利率	23.73%	24.56%	23.87%	18.72%

数据来源: 华泰联合研究所整理

估值与投资建议

公司当前股价所隐含的市盈率水平仍与普钢企业趋同。参照 PE 相对估值的理论基础, $P/E = (ROE - Growth) / (ROE \times (COE - Growth))$, 市盈率值对企业的增长潜力最为敏感, 考虑到大冶特钢远优于普碳钢生产企业的长期增长潜力, 理应获得超越行业平均的估值回报。

绝对估值

根据公司未来盈利稳定增长的商业特质, 我们采用 DCF 方法确定公司的合理内在价值, 估值假设及结果见表。公司的内在价值为 18.94 元/股, 基于 2010 年 1.17

元 EPS 的隐含市盈率为 16.18 \times 。我们通过敏感性分析放宽对公司永续增长率为 0 的假设前提，公司的内在价值将因此提升至 20 元以上。

表 12、大冶特钢 DCF 估值模型假设及估值结果

模型假设	
贝塔值 (β)	1.21
无风险利率 (RF)	2.52%
市场预期收益率 (R_m)	8.00%
股权资本成本 (K_e)	9.14%
债务成本 (K_d)	4.04%
债务比率 ($D/(D+E)$)	3.43%
加权平均资本成本 (WACC)	8.97%
永续增长率	0%
公司核心评估价值 (百万元)	8557.74
其中: 显性价值 (百万元)	840.39
其中: 半显性价值 (百万元)	3314.05
其中: 永续增长价值 (百万元)	4403.30
加: 公司非核心评估价值 (百万元)	142.62
公司评估总价值 (百万元)	8700.36
减: 债务价值 (百万元)	187.91
减: 少数股东权益 (百万元)	0.00
公司内在评估价值 (百万元)	8512.45
每股内在价值 (元)	18.94
隐含市盈率	16.18

数据来源: 华泰联合研究所整理

表 13、DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率 (%)				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
6.97%	25.40	28.12	31.93	37.67	47.27
7.97%	21.76	23.63	26.13	29.64	34.91
8.97%	18.94	20.28	22.01	24.31	27.54
9.97%	16.71	17.69	18.93	20.51	22.63
10.97%	14.89	15.63	16.54	17.68	19.14

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

相对估值

我们相应选取了与大冶特钢公司处于同样下游市场领域的铁路设备、汽车零部件、机械基础件行业进行估值对比。考虑到公司与上述行业公司具有基本相同的客户群体、成长性与盈利水平，估值上理应参照上述行业提升至 16 \times -22 \times 区间，进一步

印证了 DCF 估值的合理性。

表 14、可比行业估值对比

简称	09PE	10PE	11PE	PB
大冶特钢	15.91	10.06	8.20	2.42
普钢行业	61.36	13.53	11.15	1.38
铁路设备	34.68	22.61	14.93	2.55
汽车零部件	22.26	16.25	14.00	3.49
机械基础件	58.84	29.26	23.60	4.15

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

投资建议

基于上述绝对与相对估值分析，我们认为公司合理价值区间应在 18-20 元，对应 16-17×2010PE，给予“买入”投资评级。

风险提示

受渠道库存回补渐入尾声，出口前景风险加剧等周期因素影响，公司主要下游汽车、机械基础件制造业或将呈现短期内的景气回调，进而影响公司短期的订单充裕程度与 3 季度的盈利水平。但我们相信与公司尚在逐步显现的增长潜力相比，业绩的暂时滑落与股价的过度错杀反而将创造出具有更好安全边际的投资机遇。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1865	2536	2989	3725	营业收入	5561	7084	8149	8982
现金	143	354	474	996	营业成本	5038	6306	7217	7967
应收账款	139	213	244	269	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	3	7	21	22	营业费用	27	43	49	54
预付账款	199	252	289	275	管理费用	97	124	143	157
存货	836	1072	1227	1354	财务费用	12	8	1	-13
其他	544	638	733	808	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	1918	2022	2115	2186	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1825	1928	2021	2105	营业利润	379	601	738	816
无形资产	29	29	29	29	营业外收入	8	0	0	0
其他	64	66	65	52	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	3784	4558	5104	5911	利润总额	380	601	738	816
流动负债	1699	1987	1887	2001	所得税	48	75	92	122
短期借款	135	265	0	0	净利润	333	526	646	693
应付账款	750	946	1067	1172	少数股东损益	0	0	0	0
其他	814	776	820	828	归属母公司净利润	333	526	646	693
非流动负债	40	0	0	0	EBITDA	534	706	845	918
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.17	1.44	1.54
其他	40	0	0	0					
负债合计	1739	1987	1887	2001					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	449	449	449	449	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	486	486	486	486	成长能力				
留存收益	1109	1636	2282	2975	营业收入	-25.9%	27.4%	15.0%	10.2%
归属母公司股东权益	2045	2571	3217	3910	营业利润	233.4%	58.8%	22.8%	10.5%
负债和股东权益	3784	4558	5104	5911	归属于母公司净利润	65.7%	58.1%	22.8%	7.3%
					获利能力				
					毛利率	9.4%	11.0%	11.4%	11.3%
					净利率		6.0%	7.4%	7.9%
					ROE	16.3%	20.5%	20.1%	17.7%
					ROIC	16.5%	21.6%	23.7%	23.4%
					偿债能力				
					资产负债率	46.0%	43.6%	37.0%	33.8%
					净负债比率	10.81%	13.32%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.10	1.28	1.58	1.86
					速动比率	0.61	0.74	0.93	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	1.55	1.70	1.69	1.63
					应收账款周转率	38	39	36	35
					应付账款周转率	6.26	7.44	7.17	7.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	1.17	1.44	1.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.77	1.30	1.58
					每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.72	7.16	8.70
					估值比率				
					P/E	15.91	10.06	8.20	7.63
					P/B	2.59	2.06	1.65	1.35
					EV/EBITDA	10	8	6	6

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com