

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

收入增长毛利率下降，3 季度小幅下滑

事件描述

大冶特钢今日公布 2011 年 3 季报，1-9 月公司实现营业收入 68.61 亿元，同比增长 16.91%；营业成本 62.08 亿元，同比增长 19.04%；实现归属于母公司所有者净利润 4.49 亿元，同比增长 8.14%；实现 EPS 为 1.00 元。

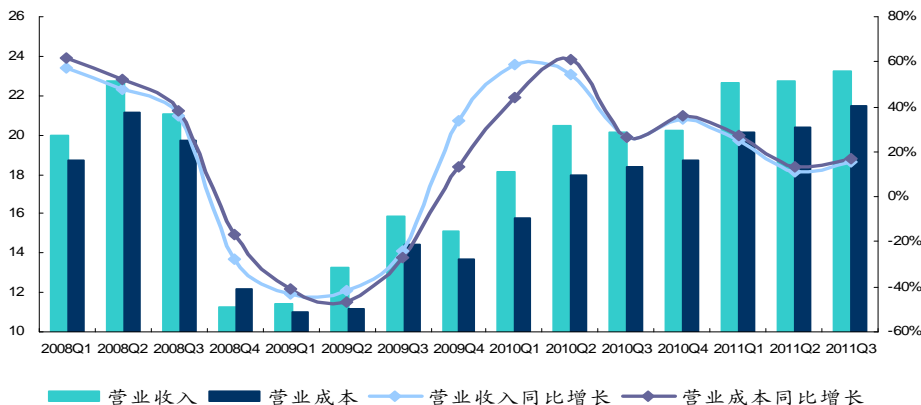
其中 3 季度公司实现营业收入 23.23 亿元，同比增长 15.32%；营业成本 21.49 亿元，同比增长 17.12%；实现归属于母公司所有者净利润 1.31 亿元，同比增长 7.60%；3 季度实现 EPS 为 0.29 元，2 季度 EPS 为 0.35 元。

事件评论

第一，3 季度营业收入与营业成本同比均增长且增速有所扩大，环比 2 季度小幅增长

3 季度公司实现营业收入 23.23 亿元，同比增长 15.23%，2 季度收入同比增速为 11.28%；营业成本 21.49 亿元，同比增长 17.12%，2 季度同比增速为 13.58%；实现归属于母公司所有者净利润 1.31 亿元，同比增长 7.60%；3 季度实现 EPS 为 0.29 元，2 季度 EPS 为 0.35 元。

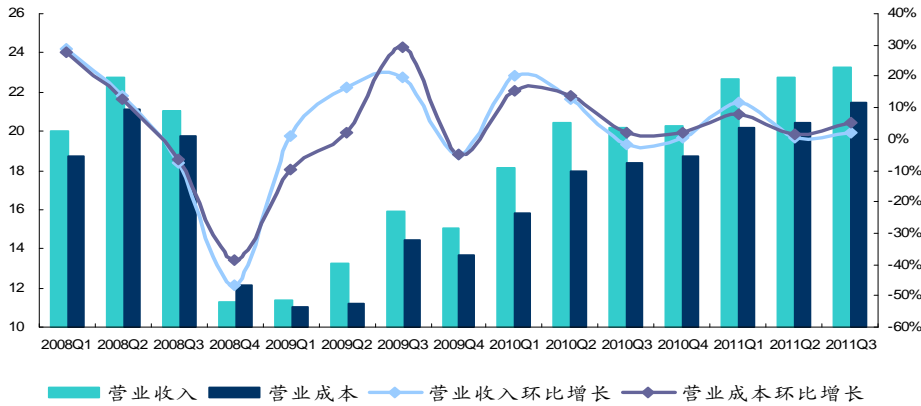
图 1：3 季度营业收入与营业成本同比均增长，增速有所上升



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，3 季度营业收入环比增长 2.11%，2 季度收入环比增速为 0.47%；营业成本环比增长 5.21%，2 季度成本环比增速为 1.30%。

图 2: 3 季度营业收入与营业成本环比小幅增长



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

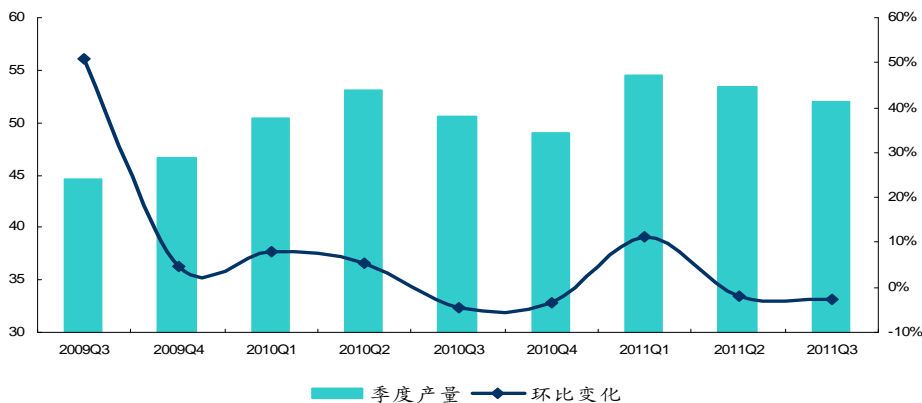
产量方面, 公司 7 月产量小幅下降, 8 月、9 月有所提升, 综合来看, 3 季度产量环比略有小幅下滑, 不过现有生产能力的发挥仍然基本接近极限。由于公司现有产能规模总体并不大, 且独特的产品结构与相对高端的技术优势使得公司目前战略直供比例超过 80%, 有效保证了市场需求波动的情况下公司依然可以保持满产。

图 3: 3 季度产量 7 月处于低位, 8 月、9 月产量有所恢复



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

图 4: 3 季度产量环比 2 季度略有小幅下滑

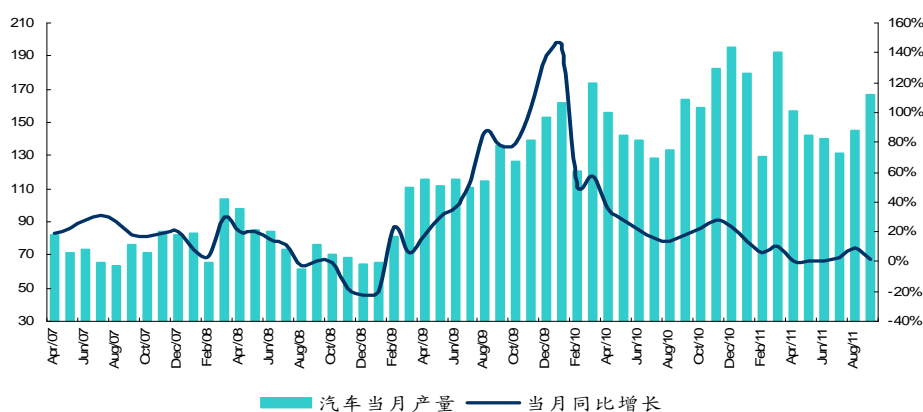


资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

价格方面，特钢价格在3季度与普碳钢价格走势类似，受制于下游需求增速放缓的影响，3季度特钢价格指数均值环比2季度出现小幅下降。

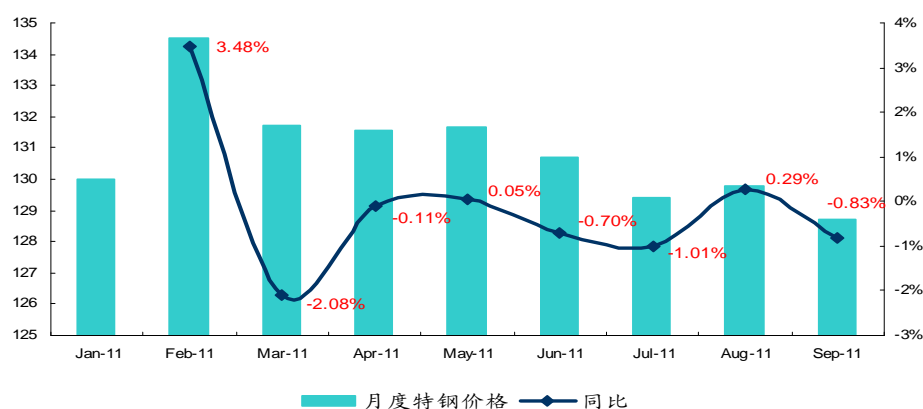
在产量与市场特钢均价都环比小幅下滑的情况下，公司3季度营业收入环比小幅增长2.11%：1、3季度产量环比虽小幅下降，实际销量水平可能并未出现明显下滑；2、作为特钢领域较为资深企业，公司一方面具备较为雄厚的技术实力而保证产品结构附加值，另一方面公司努力提升产品的工艺与不同品种。具备较强比较优势的品种结构使得公司产品即便在一个形势相对严峻的市场环境下依然具备一定的溢价优势；3、公司在积极开发新用户并拓展国内市场的同时，强化国内市场的开发并扩大战略客户的比例，超过八成的直供比例是下游用户对公司产品以及服务等综合实力的认可。而直供订单的价格调整通常较市场价较为滞后，故公司3季度实际价格的波动可能要强于市场价。

图 5: 3 季度汽车产量增速缺乏改善迹象

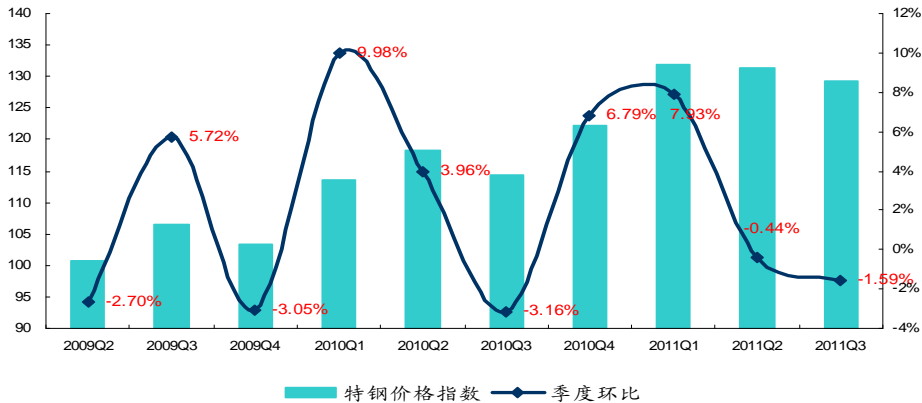


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 国内特钢价格持续回落



资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

图 7: 3 季度国内特钢价格环比小幅下跌


资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

营业成本的环比上涨主要受 3 季度依然较重的成本压力制约。从矿石以及废钢的波动来看, 3 季度市场价均价环比 2 季度都有小幅的增长。

图 8: 3 季度矿石季度价格环比有所上涨


资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

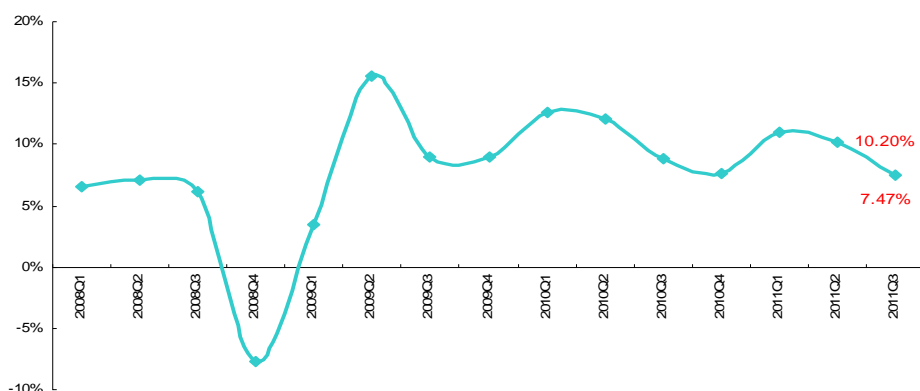
图 9: 3 季度郑州废钢价格环比有所上涨


资料来源: wind, 长江证券研究部

第二，3 季度毛利率环比下降，净利润环比有所下降

盈利能力方面，3 季度营业收入环比增幅小于成本，综合毛利率由 10.20% 小幅下降至 7.47%。3 季度成本压力依然较重的背景下，虽然公司直供比例较高相对具备一定的比较优势，但由于下游需求整体的低迷，使得整个行业成本转嫁能力出现削弱。

图 10: 3 季度毛利率环比 2 季度有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从公司利润表来看，3 季度营业收入环比小幅增长，但毛利率的下降使得主营利润与营业利润环比都有所下滑，并最终导致 3 季度净利润环比下降。

其中，3 季度营业外收入实现 0.24 亿元，同比环比有明显增加，主要是转回长账龄应付款项所致。

表 1: 毛利率的下滑最终使得净利润环比有所下降

大冶特钢利润简表	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	15.89	15.07	18.11	20.44	20.14	20.24	22.64	22.75	23.23
毛利率	8.94%	8.96%	12.64%	12.04%	8.89%	7.61%	10.95%	10.20%	7.47%
主营利润	1.42	1.35	2.29	2.46	1.79	1.54	2.48	2.32	1.73
三项费用率	2.39%	1.92%	3.81%	3.82%	2.18%	0.26%	3.00%	2.47%	2.35%
销售费用	0.15	-0.09	0.30	0.34	0.20	-0.12	0.25	0.26	0.20
管理费用	0.21	0.36	0.37	0.39	0.21	0.19	0.41	0.21	0.26
财务费用	0.02	0.02	0.02	0.05	0.03	-0.02	0.02	0.08	0.10
期间费用	0.38	0.29	0.69	0.78	0.44	0.05	0.68	0.56	0.55
营业费用及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.03
资产减值损失	-0.01	-0.40				-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.05	1.46	1.60	1.68	1.34	1.47	1.82	1.72	1.25
营业外收入	0.04	0.01	0.05	0.04	0.05	0.18	0.01	0.09	0.24
营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02	0.00	0.01	0.00
利润总额	1.05	1.47	1.65	1.70	1.39	1.68	1.82	1.81	1.50
所得税费用	0.13	0.18	0.21	0.21	0.17	0.21	0.23	0.22	0.19
归属于母公司净利润	0.92	1.29	1.44	1.49	1.22	1.47	1.60	1.58	1.31
净利率	5.79%	8.56%	7.95%	7.29%	6.06%	7.26%	7.07%	6.93%	5.64%
存货	6.48	8.36	8.06	9.36	8.30	11.38	10.43	12.34	12.12
最新股本	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49

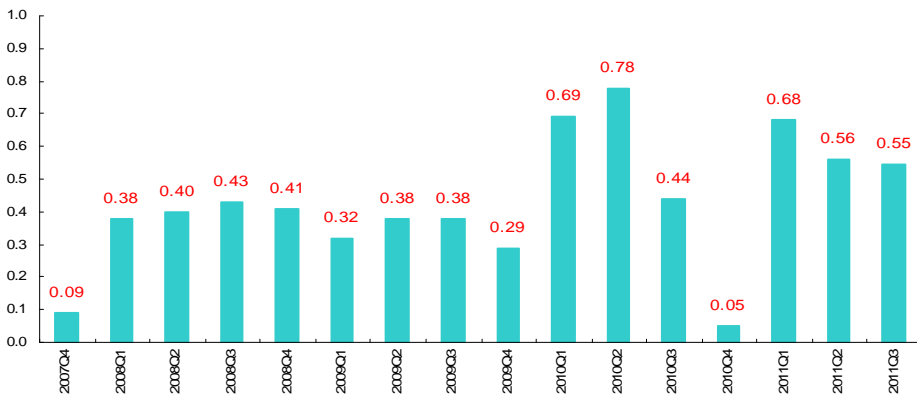
每股收益 0.20 0.29 0.32 0.33 0.27 0.33 0.36 0.35 0.29

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 费用水平环比持平, 存货环比基本持平, 经营现金流有所下降

3 季度公司费用总额为 0.55 亿元, 环比 2 季度的 0.56 亿元基本持平, 维持了公司费用方面一贯的平稳。作为民营背景的企业, 相比国营大钢厂来看, 公司在灵活的管理体制与高效的运营效率方面有着不可比拟的优势, 因此在费用的控制方面, 公司也当之无愧的成为了业内吨钢费用最低的几家公司之一。

图 11: 3 季度公司费用水平环比基本持平



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从三项费用率来看, 公司 3 季度销售费用率有所下降, 管理费用率和财务费率均小幅上升。

表 2: 公司 3 季度销售费用率有所下降, 管理费用率和财务费用率均小幅上升

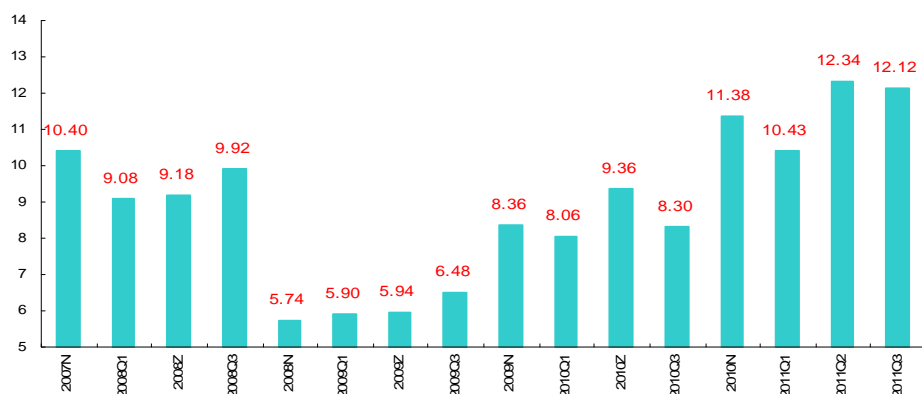
季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		三项费用率	
	大冶特钢	行业均值	大冶特钢	行业均值	大冶特钢	行业均值	大冶特钢	行业均值
2007Q1	1.10%	1.41%	1.10%	2.39%	0.63%	1.03%	2.83%	4.83%
2007Q2	0.98%	1.41%	1.76%	2.70%	0.52%	1.01%	3.26%	5.12%
2007Q3	1.42%	1.38%	0.97%	2.72%	0.45%	1.07%	2.84%	5.17%
2007Q4	0.00%	1.41%	0.19%	2.88%	0.39%	1.08%	0.58%	5.37%
2008Q1	0.80%	1.23%	0.65%	2.63%	0.45%	1.20%	1.90%	5.06%
2008Q2	0.79%	1.15%	0.70%	2.62%	0.26%	1.12%	1.76%	4.89%
2008Q3	0.90%	1.14%	0.71%	2.53%	0.43%	1.20%	2.05%	4.87%
2008Q4	1.42%	1.22%	1.69%	2.65%	0.53%	1.34%	3.64%	5.21%
2009Q1	0.88%	1.22%	1.58%	3.33%	0.35%	1.65%	2.81%	6.20%
2009Q2	0.83%	1.24%	1.73%	3.58%	0.30%	1.64%	2.87%	6.46%
2009Q3	0.94%	1.25%	1.32%	3.52%	0.13%	1.55%	2.39%	6.32%
2009Q4	-0.60%	1.27%	2.39%	3.44%	0.13%	1.44%	1.92%	6.15%
2010Q1	1.66%	1.23%	2.04%	2.78%	0.11%	1.31%	3.81%	5.32%
2010Q2	1.66%	1.19%	1.91%	2.80%	0.24%	1.26%	3.82%	5.25%
2010Q3	0.99%	1.20%	1.04%	2.80%	0.15%	1.20%	2.18%	5.20%
2010Q4	-0.58%	1.44%	0.95%	2.88%	-0.12%	1.22%	0.26%	5.54%
2011Q1	1.10%	1.09%	1.81%	2.71%	0.09%	1.30%	3.00%	5.10%
2011Q2	1.15%	1.05%	0.94%	2.67%	0.37%	1.13%	2.47%	4.85%

2011Q3 0.84% 1.10% 0.41% 2.35%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

期末公司存货为 12.12 亿元, 环比 2 季度末的 12.34 亿元小幅下降。

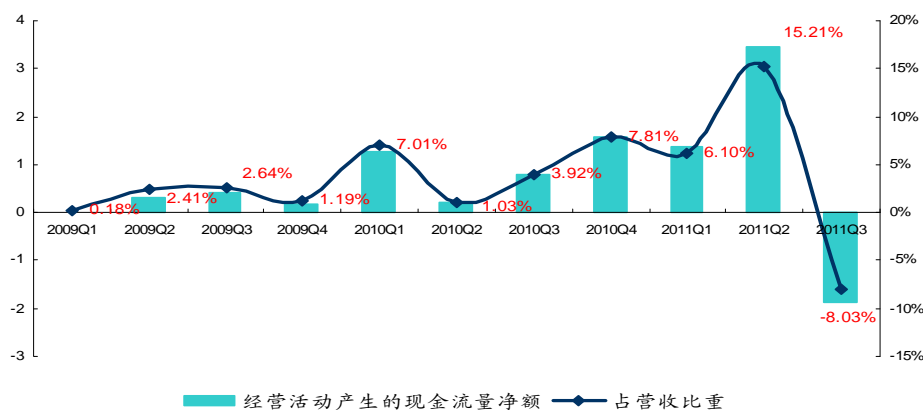
图 12: 3 季度存货水平环比小幅下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

3 季度公司经营活动产生的现金流量净额为-1.83 亿元, 环比下降幅度较大。我们推测可能存在的原因有: 1、随着公司现有设备技改以及快锻、精锻项目的完工, 项目支付款大幅增加; 2、在下游需求增速放缓的情况下, 公司回款情况较以往有所下滑, 承兑汇票等形式有所增加。这一方面反映了下游需求放缓后给公司在销售方面造成的压力, 另一方面也反映了下游加工制造企业资金层面较为紧张的格局。

图 13: 3 季度公司经营活动产生的现金流量净额环比下降幅度较大



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 现有产能基本维持稳定, 增长来自品种结构调整与锻件项目的产能释放

公司现有产能水平基本维持稳定, 短期产能水平的增加主要来自铸锻件项目的投产。

品种结构的调整不仅仅来自锻造工程投产后带来的高附加值产品占比提升, 公司自身也一直都在不断的进行着产品结构的优化与升级, 2010 年高端品种产量约为 20 万吨, 2011 年这一比例计划提升到约 40 万吨。专注于品种结构调整而不盲目追求产能扩张, 也是公司在“十二五”期间主要的目标定位。

表 3: 现有产能稳定, 8 万吨特殊钢锻造工程是产能的主要增量

主要工序	主要设备	产能	主要产品	备注
------	------	----	------	----

炼铁	炼铁厂	2*400m ³ 高炉	90万吨	生铁	
炼钢	二炼钢	3*20吨电炉	18万吨	钢坯	
	四炼钢	2*70吨电炉	100万吨	钢坯	
		850轧机		开坯轧制	前端工序
轧钢	一轧钢	750轧机	40万吨	棒材	大规格(190mm以上)
	二轧钢	500轧机	18-20万吨	弹簧扁钢	
	连轧厂		40万吨	棒材	小规格(10-190mm)
	锻钢厂		3-5万吨	模具钢	
	热处理厂		3万吨	银亮材	重复材
	特殊钢锻造工程	快锻生产线	20MN、45MN	3.5万吨	模具钢, 超 高强度钢, 高温合金, 合结钢, 不 锈钢, 合 工、轧辊用 钢, 轴承 钢, 军工钢
精锻生产线		16MN	4.5万吨		圆棒: Φ100-700mm; 方(扁) 材: 80-450×200-700mm(项目 预计2011年投产, 2014年达产)

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第五, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.27 元与 1.32 元, 维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7893	8638	9092	9450	货币资金	278	864	909	982
营业成本	7085	7739	8150	8463	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	808	899	941	987	应收账款	200	213	224	233
% 营业收入	10.2%	10.4%	10.4%	10.4%	存货	1138	1251	1317	1368
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	165	178	187	195
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	72	78	82	85	流动资产合计	2199	2963	3120	3278
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	116	130	136	142	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	8	18	23	13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产合计	2063	2385	2687	2872
资产减值损失	-2	0	0	0	无形资产	28	26	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	15	0	0	0
营业利润	613	674	700	747	其他非流动资产	232	232	232	232
% 营业收入	7.8%	7.8%	7.7%	7.9%	资产总计	4537	5607	6064	6406
营业外收支	28	0	0	0	短期贷款	8	427	276	0
利润总额	642	674	700	747	应付款项	1350	1474	1552	1611
% 营业收入	8.1%	7.8%	7.7%	7.9%	预收账款	198	216	227	236
所得税费用	80	101	105	112	应付职工薪酬	23	23	24	25
净利润	562	573	595	635	应交税费	5	6	6	6
归属于母公司所有者 的净利润	561.9	572.7	595.2	635.2	其他流动负债	186	207	218	226
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1769	2352	2303	2105
EPS (元/股)	1.25	1.27	1.32	1.41	长期借款	180	180	180	180
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	49	49	49	49
					负债合计	1998	2581	2533	2334
					归属于母公司	2539	3026	3532	4072
					所有者权益				
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	2539	3026	3532	4072
					负债及股东权益	4537	5607	6064	6406
					基本指标				
						2010A	2011E	2012E	2013E
					经营活动现金流净额	386	757	798	851
					取得投资收益	0	0	0	0
					收回现金				
					长期股权投资	0	0	0	0
					无形资产投资	0	0	0	0
					固定资产投资	-248	-486	-491	-395
					其他	0	0	0	0
					投资活动现金流净额	-248	-486	-491	-395
					债券融资	0	0	0	0
					股权融资	0	0	0	0
					银行贷款增加(减少)	0	419	-150	-276
					筹资成本	75	-104	-112	-108
					其他	-149	0	0	0
					筹资活动现金流净额	-75	315	-262	-384
					现金净流量	63	586	45	73
					EPS	1.250	1.274	1.324	1.413
					BVPS	5.65	6.73	7.86	9.06
					PE	9.38	9.20	8.86	8.30
					PEG	2.25	2.21	2.12	1.99
					PB	2.08	1.74	1.49	1.29
					EV/EBITDA	6.69	5.85	5.28	4.60
					ROE	22.1%	18.9%	16.9%	15.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
