
大冶特钢投资研究报告

太急张三疯

2017. 11. 29

大冶特钢投资研究报告

一、大冶特钢情况	3
二、行业情况	8
三、市场环境讨论	18
四、交易风险	22
五、交易的优势	24
六、展望	26

一、大冶特钢情况

1. 大冶特钢有限公司情况

1.1 企业简介

大冶特殊钢股份有限公司（简称大冶特钢）位于湖北省黄石市。1993年5月，经湖北省体改委批准，由冶钢集团有限公司作为主要发起人，以其生产经营主体部分与东风汽车公司、襄阳汽车轴承股份有限公司三家共同发起，以定向募集方式组建大冶特殊钢股份有限公司；1997年3月，大冶特钢A股（000708）在深圳证券交易所上市；2005年10月湖北新冶钢有限公司通过收购成为大冶特钢第一大股东，中国中信集团有限公司为公司实际控制人。

大冶特钢为国家高新技术企业，是国内装备最齐全，生产规模最大的特殊钢生产企业之一，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，拥有1800多种品种、规格。大冶特钢生产的轴承钢荣获国家金质奖、弹簧扁钢荣获国家银质奖，15项产品获国家冶金产品实物质量金杯奖，8种系列产品评为中国高新技术产品。主导产品轴承钢、齿轮钢、工模具钢、系泊链钢、高压锅炉管坯、耐热合金、锻件产品等得到了国内外著名企业认可和接受。

大冶特钢产品被广泛应用于汽车、铁路机车车辆、航空、航天、石油开采、工程机械、国防装备、化工、新能源等行业和领域，产品畅销全国，远销世界五大洲。

曾用名：	大冶特钢->G冶特钢		
所属行业：	黑色金属—钢铁	主营业务：	钢铁冶炼、钢材轧制、金属改制、压延加工、钢铁材料检测。
董事长：	俞亚鹏	董秘：	郭培锋
法人代表：	俞亚鹏	总经理：	蒋乔
注册资本：	4.49亿元	员工人数：	3863
控股股东：	湖北新冶钢有限公司(持有大冶特殊钢股份有限公司股份比例：29.95%)		
实际控制人：	中国中信股份有限公司、中国中信集团有限公司(持有大冶特殊钢股份有限公司股份比例：58.13、33.79%)		
最终控制人：	中华人民共和国财政部(持有大冶特殊钢股份有限公司股份比例：33.79%)		

1.2 业务布局情况

目前大冶特钢业务的布局主要在湖北省，仅控股一家广州大冶特钢新产品有限公司并持有 100% 股权。

关联公司	参股关系	参股比例 (%)	投资金额 (万元)	被参股公司净利润(元)	是否报表合并	被参股公司主营业务
广州大冶特钢新产品有限公司	子公司	100.00%	-	-	-	

1.3 业务范围情况

公司所属行业为特种钢铁行业，主要业务范围是钢铁冶炼、钢材轧制、金属改制、压延加工、钢铁材料检测。2016年公司生产钢113.00万吨，同比上升8.23%；生产钢材172.63万吨，同比增加25.99%；销售钢材171.94万吨，同比上升26.86%；其中出口材43.67万吨。

内贸比上年同期增加33.3%，内贸直供比74.4%，其中轴承钢、高压锅炉管坯、汽车用齿轮钢、工程用钢、军工钢等品种销售大幅增加，弹簧钢、易切削钢等稳中有升。高端用户和特色品种持续拓展，钎具钢等品种不断提高市场占有率，高温合金棒材应用于我国新型号航空发动机的研制，双相不锈钢、SKF环件等品种的产量取得突破，双真空产品产量同比增长60%。

1.4 主要经营模式

公司主要的经营模式为：通过在生铁、废钢的冶炼过程中加入合金元素来生产特殊钢铁。

公司的上游原料为铁矿石及废钢，其价格波动较大，公司并不掌握定价权。公司产成品为特殊钢铁，竞争较激烈，议价空间小且议价能力弱。企业制造成本控制能力的强弱，对最终产品的盈利能力构成重大影响。

1.5 截止 17 年 3 季度前十大股东构成情况：

2017-09-30	2017-06-30	2017-03-31	2016-12-31	2016-09-30	该股票最热门的概念题材		开始搜索
前十大股东累计持有：2.89亿股，累计占总股本比：64.3%，较上期变化：-280.72万股 ↓							
机构或基金名称	持有数量(股)	持股变化(股)	占总股本比例	实际增减持	股份类型	持股详情	
湖北新冶钢有限公司	1.35亿	不变	29.95%	不变	流通股	点击查看	
中信泰富(中国)投资有限公司	1.27亿	不变	28.18%	不变	流通股	点击查看	
工银瑞信基金-工商银行-特定客户资产管理	664.28万	↓44.48万	1.48%	↓6.28%	流通股	点击查看	
辽宁方大集团实业有限公司	475.55万	新进	1.06%	新进	流通股	点击查看	
李峰	350.00万	不变	0.78%	不变	流通股	点击查看	
查国平	333.00万	新进	0.74%	新进	流通股	点击查看	
中国工商银行股份有限公司-南方大数据100指数证券投资基金	330.33万	新进	0.74%	新进	流通股	点击查看	
中国工商银行股份有限公司企业年金计划-中国建设银行股份有限公司	258.74万	↓22.50万	0.58%	↓8.00%	流通股	点击查看	
金洪正	180.00万	新进	0.40%	新进	流通股	点击查看	
杨小丽	176.00万	新进	0.39%	新进	流通股	点击查看	

公司实际控制人为中国中信股份有限公司，持股 58.13%。大股东曾于 2015 年主导了一次重组但并未成功：

2015 年 7 月 2 日公司公告了《重大资产重组停牌公告》（公告编号：2015-022），公司拟通过发行股票及支付现金的方式购买潜在标的公司股权，并配套募集资金，潜在标的公司为中信建设有限责任公司，系中国中信有限公司全资子公司。

终止重组原因官方解释如下：基于目前的市场环境，停牌期间，公司经与本次交易各相关方多次协商后，认为本次重大资产重组涉及

环节较多，现阶段实施重大资产重组的条件尚不成熟。从保护公司全体股东及公司利益的角度出发，经审慎研究公司决定终止筹划本次重大资产重组。

简单来说和 15 年 A 股的市场环境有关，公司停牌期间 A 股市场经历了惨烈的股灾，重组自然也就不了了之。

当然，未来不排除重新开启重组的可能。

二、行业情况

2.1 钢铁行业简介

钢铁行业是以从事黑色金属矿物采选和黑色金属冶炼加工等工业生产活动为主的工业行业，包括金属铁、铬、锰等的矿物采选业、炼铁业、炼钢业、钢加工业、铁合金冶炼业、钢丝及其制品业等细分行业，是国家重要的原材料工业之一。

钢按炼炉设备不同可以分为转炉钢、电炉钢和平炉钢。其中电炉钢包括电弧炉钢、感应炉钢、电渣钢、电子束炉钢及真空熔炉钢等。

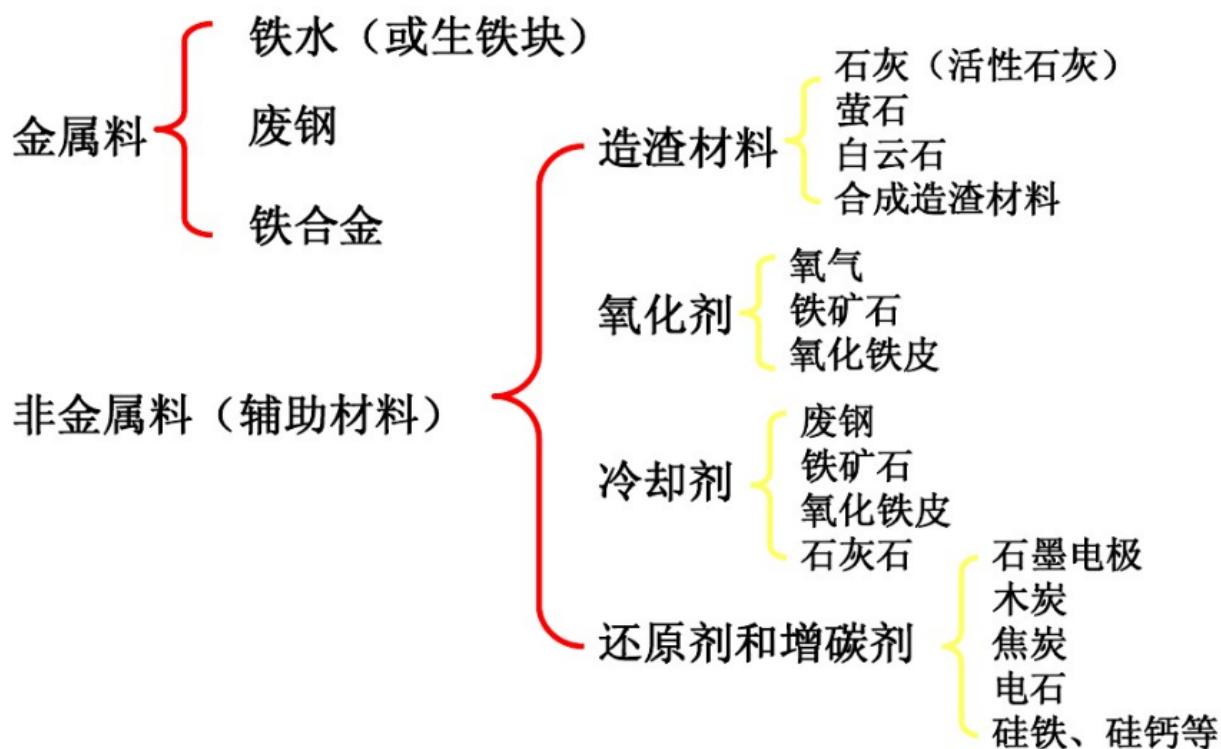
（“地条钢”有两个概念。一个是狭义概念，即钢铁行业内部对小钢铁企业采用模铸工艺生产、长度一米二左右的条形钢坯的形象化俗称。另一个是广义概念，是指“以废钢铁为原料、经过感应炉等熔化、不能有效地进行成分和质量控制生产的钢及以其为原料轧制的钢材。”）

钢可以按用途分类为三个大类：结构钢、工具钢和特殊性能钢。

结构钢是目前生产最多、使用最广泛的钢种。包括碳素结构钢和合金结构钢。主要用于制造机器和结构的零部件及建筑工程用的金属结构等。合金结构钢根基化学成分（主要指碳含量）热处理工艺和用途的不同，又可以分为渗碳钢、调质钢和氮化钢。

工具钢包括碳素工具钢和合金工具钢及高速钢。

特殊性能钢指的是具有特殊化学性能或力学性能的钢，如轴承钢、不锈钢、弹簧钢、高温合金钢等。



钢铁行业原料表

炼钢的整体过程是将合金注入钢铁中而将碳、磷等组织含量降低，其含量越低产品价格越高。

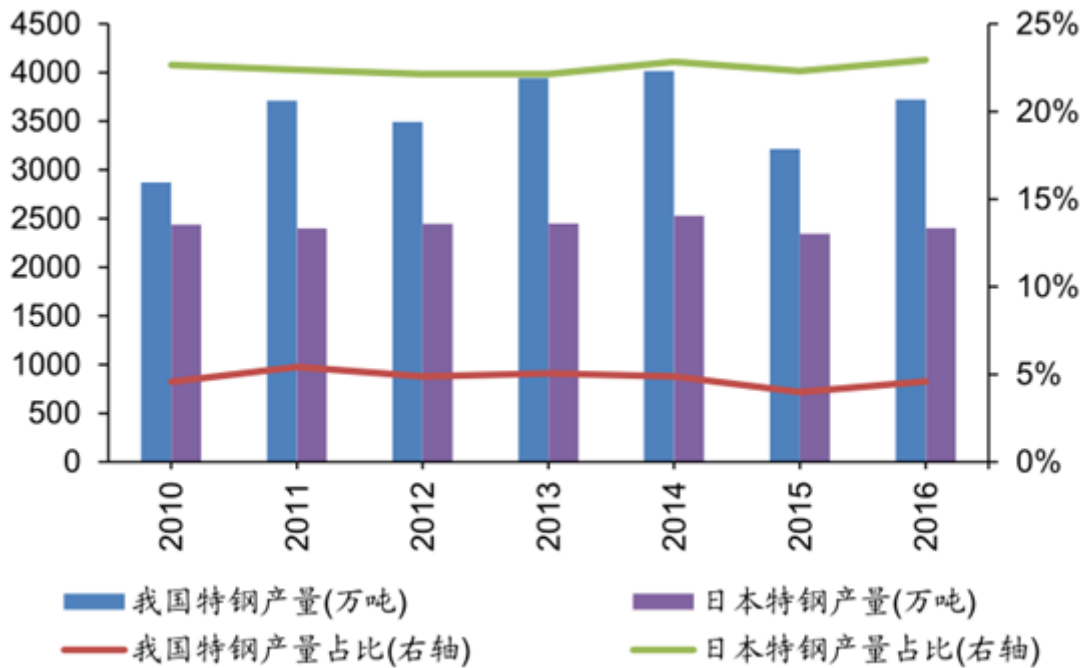
(石墨电极今年大涨)

2.2 行业供需情况

2.2.1 供应情况

目前我国特钢产量占钢材总产量比例较低。根据数据，2016 年我国特殊钢产量约 3725.51 万吨，仅占我国 2016 年粗钢总产量的 4.61%；根据统计数据，2016 年日本特殊钢产量达 2403.40 万吨，占同期日本粗钢产量的 22.94%，是我国特钢占比的近 5 倍。根据 2012 年科技部编制的《高品质特殊钢科技发展“十二五”专项规划》显示，工业发达国家的特殊钢产量占粗钢总产量的比例普遍较高，2011 达年美国在韩国已达 10%左右，法国和德国达 15~22%，瑞典则高达 45%左右。

我国、日本特钢产量及占比



除不锈钢外，以非合金钢和低合金钢为代表的特殊钢为低端特钢；以合金结构钢和轴承钢、弹簧钢为代表的合金钢为中端特钢；而以合金工模钢、高速钢、高温合金钢、精密合金钢、耐蚀钢等高合金钢为高端特钢。根据数据，2016 年我国高合金钢占特钢总产量比例仅为 3%，而中端合金钢占比达 55%，低端特钢占比为 24%。根据《国内外特殊钢产业发展现状与工艺技术比较》，日本高端高合金钢产量占比达 25%。因此，我国特钢产业结构仍以中低端产品为主，高端特钢供给不足。

从特钢进出口平均价格看，2016 年我国特钢出口平均价格仅为 378 美元/吨，进口平均价格为 1348 美元/吨，是特钢出口价格的近 4 倍。进口特钢产品附加值明显高于出口特钢产品。

（未来自给自足目标下国内特钢企业在高端市场有巨大的市场机遇。）

2.2.2 需求情况

特钢目前主要需求有以下几个方面：

① 汽车制造需求

从汽车零售额增速来看，据国家统计局公布的最新消费数据显示，2017年1-9月汽车零售总额达30262亿元，同比增加6.2%，低于同期社会消费品零售总额增速4.2个百分点。目前来看我国汽车市场已经进入存量市场，爆发性增长几乎不可能。

2017年汽车零售总额及同比增速

时间	汽车零售总额（亿元）			
	当月值	同比增长（%）	累计值	同比增长（%）
2017年1-2月	5865	-1.0%	—	—
3月	3389	8.6%	9232	2.3%
4月	3136	6.8%	12402	3.4%
5月	3380	7.0%	15786	4.2%
6月	3651	9.8%	19423	5.2%
7月	3320	8.1%	22779	5.6%
8月	3533	7.9%	26333	5.9%
9月	3910	7.9%	30262	6.2%

数据来源：中商产业研究院大数据库

② 铁路机车制造需求

2016年全国铁路机车拥有量为2.1万台，比上年增加87台，其中，内燃机车占41.8%，比上年下降0.9个百分点，电力机车占58.2%，比上年提高0.9个百分点。全国铁路客车拥有量为7.1万辆，比上年增加0.3万辆。其中，动车组2586标准组、20688辆，比上年增加380标准组、3040辆。全国铁路货车拥有量为76.4万辆。

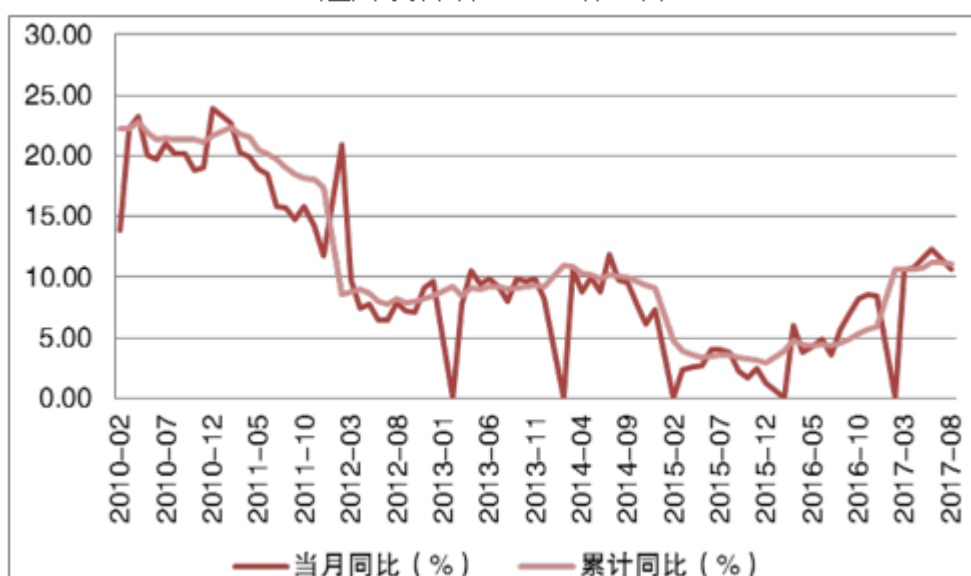
2010-2016年中国铁路客车保有量

年份	拥有量 (辆)
2010	50391
2011	54731
2012	57721
2013	56841
2014	60629
2015	67706
2016	71000

③ 机械制造制造需求

2017年1-8月份，全国固定资产投资额为394,150.13亿元，累计同比增长7.8%，较7月下跌了0.5%。说明2017年以来，全国固定资产投资额一直处于下滑的态势中。目前我国机械设备消费额占到整个固定资产投资额的3%左右。因此，宏观经济下行压力尚在，但是下滑趋于已近拐点，机械设备行业也将进入企稳阶段。

通用设备制造业已有回升



2.3 行业的周期性

钢铁本身在产业链中属于中游加工环节。由于产成品高度同质化，单体冶炼企业盈利取决于本身加工制造成本与行业边际成本差值。企业盈利的上升一方面可以通过行业边际成本上行获得，另一方面可以通过优化成本，改变成本曲线中的相对位置实现。行业边际成本上升的方向和速度是行业的产能利用率和成本曲线的形态决定的。而相对位置的变化更多来自于新型技术产生或行业政策的转折。

2016 年钢铁行业盈利复苏并不是工业企业的个案，年内几乎所有中游行业的盈利指针方向都是完全一致的。原因在于连续多年修复资产负债表的过程中，企业资本开支大幅萎缩，导致近年来钢铁行业新增产能寥寥无几，同时考虑到设备周期的影响，上一个十年景气周期投建的部分产能即将进入淘汰报废状态，整体钢铁行业产能供给边际上恶化的程度已经得到遏制，如果供给侧改革得到坚决实施，那么产能总量端的情况会进一步好转。

产能周期的好转不仅表现在总量数据上，还表现在行业供给曲线的优化，即成本曲线后端相对于以往变得更加陡峭。长期的行业衰败导致大量的企业关停并转，而停产时间又与行业复产难度成正相关关系，甚至随着时间的推移，部分产能可以逐步认定为无效产能，实际钢铁业有效产能数量远低于在册产能统计，产能过剩在目前经济环境下来看并不显著，下游采购数量可以分为实际消费和增补库存。钢铁行业实际消费判断与判断整体宏观经济无异，因为其中建筑业占钢铁消费的一半以上，同时建筑业又会拉动相关行业如工程机械、重卡、

家电等一系列行业用钢总量，而建筑业主要来自于基建与房地产，这一点和目前经济驱动力实际是一致的。而基建和地产主要关注财政政策和利率变化。

工业品合意库存是库存周期波动中枢，它取决于企业对经济中长期预期的改善以及企业资产负债表的改善程度。从2013年下半年之后工业企业再也没加过库存，多年的经营压力使得企业将自己的原材料存货压在很极限的位置。即便2016年商品连续上涨，但企业中长期预期仍偏悲观，加之企业资产负债表没得到充分修复，合意库存仍维持在最低水平，而这一点在2017年下半年有扭转的可能性，需要给予关注。

如果单纯市场行为的话，市场经济不停的通过新的效率加工产能去淘汰旧的产能，钢铁业来说就是低成本钢铁企业去替代高成本的企业。在产权边界清楚的环境下，新增的产能必然当期是具有竞争优势、具备盈利能力的装备，也就是说新增产能一定是位于成本曲线底部产能，产能的增加必然拉低整体行业的边际生产成本。而钢铁行业产能周期一般是两年左右，2012年行业盈利大幅下滑，投资规模严重收缩，按照两年的投资周期，2014年钢铁行业新增产能开始逐步放缓。最新2017年行业新增产能大约对应着2015年左右的投资水平，2015年行业固定资产投资跌至近年来的最低水平，那就意味着2017年供给端压力的减轻。

2.4 行业的上下游

铁矿石!!!!

2.4.1 上游

本行业上游为铁矿石采掘行业。该原材料价格完全市场化可以以期货指数观察。



13 年至今铁矿石受经济下滑及钢产品供给过剩影响持续走低，直至 16 年供给侧改革影响开始逐步回升。由于钢铁行业近几年的低迷导致新进入者极少，加之地条钢的取缔直接造成钢铁产量锐减，最终导致钢铁价格迅速回升。钢铁价格与铁矿价格联动，形成此图。

2.4.2 下游

此部分已在 2.2.2 做过论述。

2.5 大冶特钢在行业中的位置

大冶特钢目前在 9 家上市特钢企业中总资产排名第五位：



净利润排名第二位：



营业收入排名第三位：



每股现金流排名第八位原因为今年有大量的应收票据，现金收付较少，由于票据的安全性高故这一事项并不影响企业的经营。

综上所述，大冶特钢所处行业为国民经济基础行业，周期性明显。作为行业居前者，大冶特钢的用较少的资产取得了较高的营收和利润。

三、市场环境讨论

3.1 宏观经济讨论

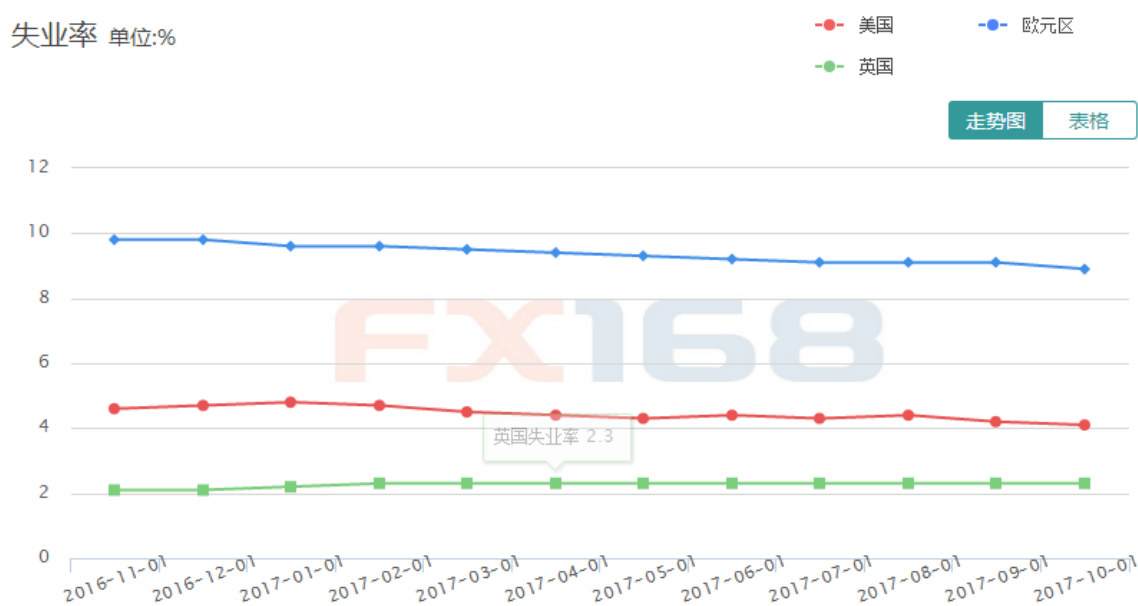
外部宏观环境：

● 全球失业率

欧元区：欧元区在经历了低谷后失业率已经从 16 年 7 月的 10% 降到了 17 年 10 月的 8.9%。

美国：美国经济仍在引领全球走向复苏，美国近半年失业率由 4.8% 降低至最低 4.1%。

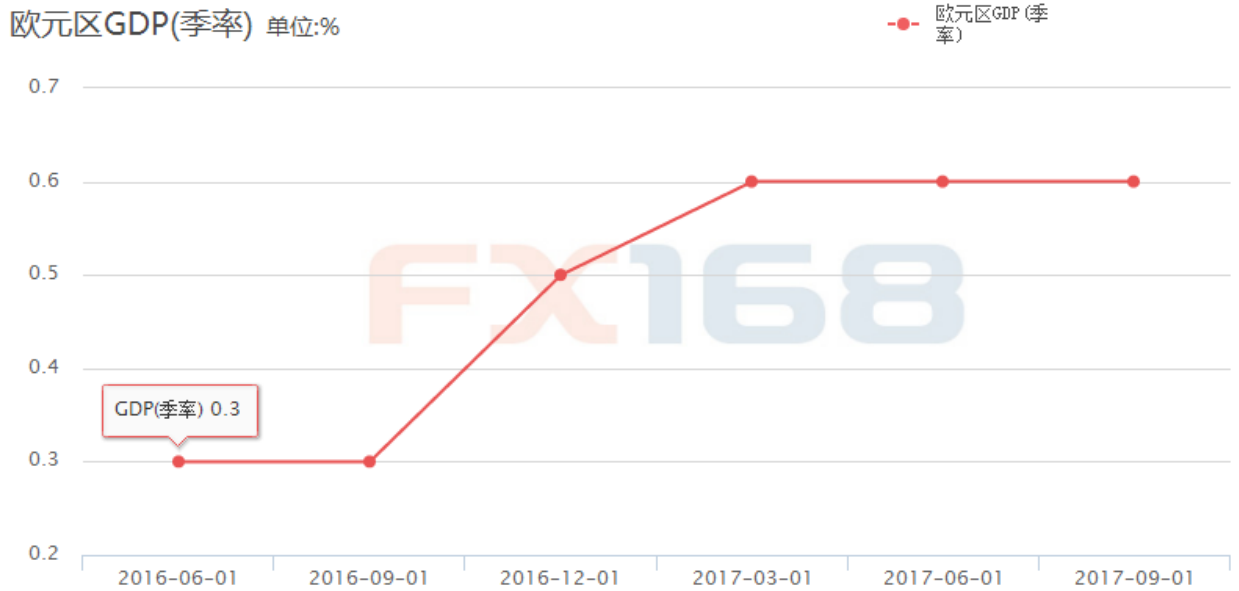
英国：英国失业率自 2016 年 11 月的 2.1% 至今保持平稳，目前失业率为 2.3%。



可见全球经济正在逐步好转，失业率的下降将使全球购买力逐步回升，对于外贸企业来说是利好。

● 全球 GDP

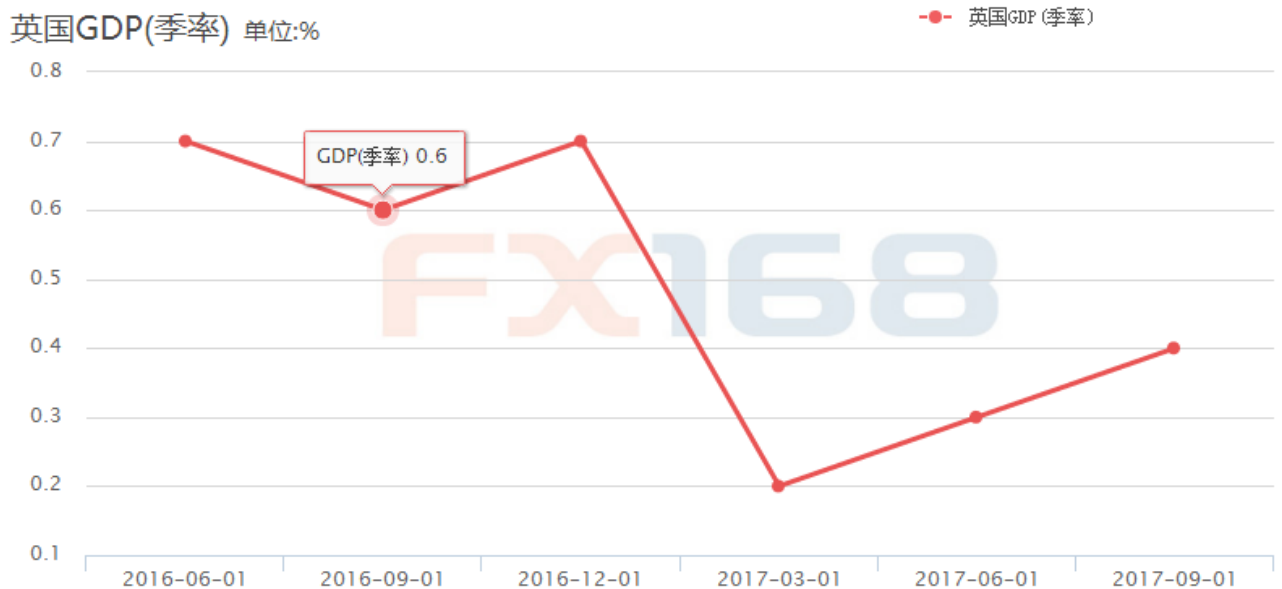
欧元区：欧元区 GDP 季率由 2016 年的 0.3% 提升至 2017 年 9 月的 0.6，复苏态势明显。



美国：美国 GDP 近一年来波动较大，美联储认为其在今年春季的下行主要受天气的因素影响，对于整体经济回升起不到重要影响。（至少大部分美联储委员是这么认为的。）



英国：英国脱欧后受到的影响还是比较大，可以看到 GDP 不断走低。



从 GDP 也可以看出外部环境正在逐步改善。

外部环境总体来讲持续向好，再来看看国内：

目前，我国 CPI 的年化率由 2 月的 0.8% 蹿升至目前的 1.9%。（验证了作者在 8 月份提出的 CPI 仍有进一步蹿升的可能，当时为 1.5%。）CPI 的回升有很大一部分“归功于”大宗商品的价格回升和食品价格的恢复性上涨。

GDP 由 16 年 6 月的 6.7% 提升到 6.9%，而今年 2 季度呈现下滑表现。维持今年 8 月份的判断：总体看靠不断扩大基建、房地产等方式提高 GDP 的作用越来越不明显，举债幅度和盈利产出已经不成正比，效果越来越差，加之今年对房地产进行调控，GDP 昙花一现属正常表现。

今年对于国内利率债和信用债来说都是及其不平凡的一年，10 年期国开债收益率破 5%，10 年期国债收益率破 4%，显示出市场对于美联

储加息导致国内利率提升的担忧！但作者认为就短期 2 年内来看国内加息是十分苦难的。首先房地产问题不解决加息就是点燃火药桶，坐在火药桶上的人怎么可能轻易点燃自己屁股下的引线；其次实体经济受不了，去产能让一波企业短暂满血复活，去下来的产能涉及的相关资源何处宣泄？利率提高只会导致持续脱实向虚，辛辛苦苦一辈子不及做 PE/VC，你给我个理由好好干实业？所以央行维稳是目前的主要工作，今年的定向降准也就不难理解了。

信用债从今年开始更加不好做，刚性兑付已成为历史，不重视风险的人必将被风险所蹂躏。资产负债率将重新上升到前所未有的高度。

今年 8 月我提出 A 股即将迎来新时代，目前维持原来的判断。

房地产流出的热钱会大部分进入金融市场，VC/PE/二级都有可能，房地产和金融市场无非是按下个葫芦起来个瓢，追求 money 的人设不改历史就不会改变。

A 股调整到 3300 就是建仓良机，指数基金适当配置，绩优股底价适当配置，请做好准备迎接慢牛。

A50? 沪深 300? 我就是不想赔钱，我不会直接持股，指数基金能分散一部分风险。我就是不想赔钱，我就是不想赔钱，我就是不想赔钱。重要的事说三遍。

四、交易风险

4.1 企业的经营风险

4.1.1 市场经营风险。

在去产能和取缔“地条钢”的推进下，钢铁行业开始扭亏为盈，但钢铁产能仍然严重过剩，行业结构性矛盾突出，同质化竞争十分激烈，钢铁企业间竞争加剧，下游需求减速，特钢产品价格低迷不振，甚至部分产品价格走低，影响到企业生产经营、效益。

4.1.2 原材料和产品价格波动的风险

原材料及能源价格波动。供给侧改革背景下，铁矿石、煤炭、废钢等大宗原材料价格波动上扬，产能增速放缓或阶段性下降，可能面对的风险就是大宗原材料市场大幅波动，对把握采购机遇、控制成本要求将进一步提高。

4.1.3 外贸风险

公司近年来出口量呈上涨趋势，而世界经济复苏缓慢，部分发达国家和少数发展中国家对中国钢铁企业反倾销，出口市场无序竞争；贸易摩擦、贸易壁垒越来越严重，及汇率不稳定，将都会导致出口难度加大。

4.1.4 环保风险

公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物。长期以来，公司采取积极的环保措施，高度重视在环保项目方面的投入和实施，目前公司的各类污染物通过处理后达标排放，符合政府目前

有关环保法律法规的要求。但是随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本。公司也可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成环境污染而受到政府主管部门的行政处罚。

4.1.5 安全生产风险

钢铁行业属于较危险的高危行业，公司面临操作不当引起工伤事故的风险。

4.2 证券市场的认同性

由于证券是本身是形形色色的投资者构成，故其存在着一定的不理智行为，过于悲观和短视行为是目前 A 股市场的两大特征。目前大冶特钢的走势在经历近日的阴跌后仍较弱。价值修复仍需要一定的时间。长期的缺乏认同将使股价在一定时间没有起色，但主要基本面无严重问题这一风险将变得较弱且无伤大雅。

五、交易的优势

5.1 基本面优势

大冶特钢目前的营运数据如下：



大冶特钢的经营情况很稳定，自12年以来每股收益持续提升，相比其他特钢企业如方大特钢更稳健，且资产负债率更低。

其前五大销售方合计占整体销售比例不到30%，前五大供应商占比占50%以上，总体来讲销售端更分散更稳定，供应集中则与行业属性有较大关系。

其各项财务指标如下（2017年3季度数据）：股价12.09

① 市值54亿元；市值小

② 市净率PB：1.39；

- ③ 市盈率 PE: 14.6;
- ④ 市销率 PS: 0.55;
- ⑤ 分红率: 1.79%;
- ⑥ 负债率: 38.05%;
- ⑦ 无高管持股;
- ⑧ 加权 ROE: 预计今年达到 9%-10%。

对于投资者来将，以 1.39 倍的净资产价格购买极具稳定性并有可能在未来年度重组的企业是一笔具有安全性的投资。

5.2 周期优势

由于大冶特钢所属行业是周期性行业，抗周期能力强是十分重要的。

从营收能力看：



大冶特钢自 2012 年以来营收有所下滑，但是经营效率稳步提升，在营收下滑的情况下净利润稳定，扣非净利润 2014 年有了较大提升。

有句话怎么说的来着？打铁还需自身硬！

六、展望（维持 8.2 日展望）

- ① 慢牛继续，请勿惊扰。
- ② 有的投资从一开始你就赚了，从初期心态上你就比别人更好。
- ③ 价值投资将在今年经历阵痛期，追上证 50 会追高，不追上证 50 选出来的股票没有关注度会难熬一段时期。
- ④ 未来很美好，现在很残酷，且行且珍惜！

以别人研报买股频繁交易造成损失反过来骂研报不好的都是耍流氓！请老司机文明驾驶！