

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

募集资金扩大高端品种产能，优势在于盈利稳定

事件描述

中原特钢首次发行股票于 2010 年 6 月 3 日上市，本次共计发行 7,900 万股，其中网下发行 1,580 万股，占本次发行总量的 20%，网上发行 6,320 万股，占本次发行总量的 80%。本次发行价格为 9.00 元/股，募集资金总额为 71,000 万元，扣除发行费用 3,716.99 万元，募集资金净额为 67,383.01 万元。

事件评论

第一，本次共计发行 7,900 万股，发行后公司总股本变为 46,551 万股

本次共计发行 7,900 万股，其中网下发行 1,580 万股，占本次发行总量的 20%，网上发行 6,320 万股，占本次发行总量的 80%，发行后公司总股本变为 46,551 万股。

公司本次发行后，将南方工业集团和南方工业资产分别持有的本公司 6,293,930 股和 1,606,070 股（合计 790 万股）股份划转给全国社会保障基金理事会。因此，本次发行前后公司股权结构的转变如下：

表 1：发行前后公司的股权结构变化对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数，万股	占比，%	持股数，万股	占比，%
南方工业集团	30793.25	79.67%	30163.857	64.80%
南方工业资产	7857.75	20.33%	7697.143	16.53%
社会公众	-	-	7900	16.97%
全国社会保障基金理事会	-	-	790	1.70%
合计	38651	100.00%	46551	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次发行价格为 9.00 元/股，募集资金总额为 71,000 万元，扣除发行费用 3,716.99 万元，募集资金净额为 67,383.01 万元。本次募集资金预计投向的三个项目资金运用计划如下：

表 2：本次募集资金净额为 67,383.01 万元，募集资金投向主要为以下 3 个部分

序号	项目名称	投资额，万元	投资计划			
			第一年	第二年	第三年	第四年
1	综合技术改造一期工程	36,872.10	15,954.40	20,917.70		
2	SX-65 精锻机现代化改造	19,000.00	3,000.00	1,700.00	13,500.00	800.00

3	综合节能技术改造工程	11,407.00	6,816.00	4,591.00		
	合计	67,279.10	25,770.40	27,208.70	13,500.00	800.00

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第二，产品分类为工业专用装备和大型特殊钢精锻件，未来将进一步扩大高端品种比例

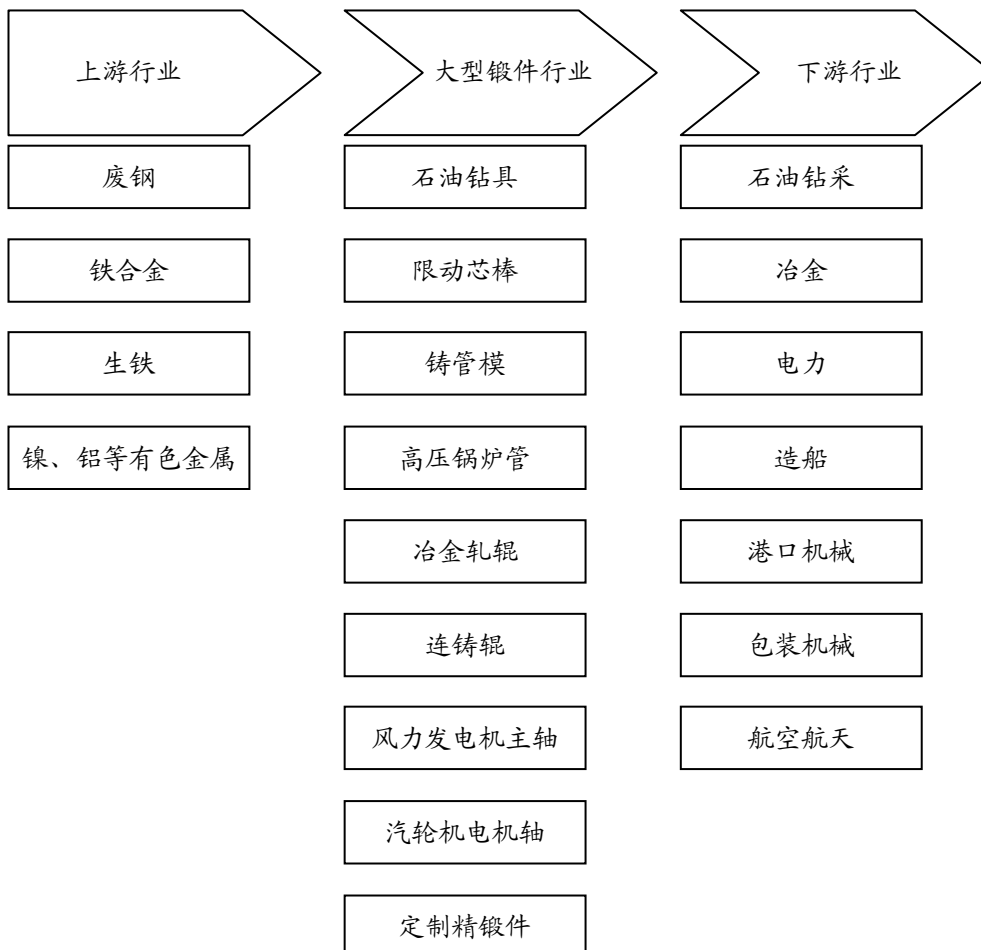
公司主要产品包括工业专用装备以及大型特殊钢精锻件。其中，工业专用装备主要包括：石油钻具、限动芯棒和铸管模；大型特殊钢精锻件主要包括定制精锻件和机械加工作件。

表 3：公司分产品种类、用途及国内市场占有率情况统计

产品类别	主要产品	用途	国内市场占有率
工业专用装备	石油钻具	是石油及天然气钻探开采过程中钻采设备使用的重要专用装备，具体包括钻铤、钻杆、转换接头、扶正器等。	32%
	限动芯棒	是轧管机组中重要的工模具，通常与轧辊共同作用，将穿孔后的管坯轧制成各种尺寸的无缝钢管。	45%
	铸管模	全称为离心球墨铸铁管用管模，是用于离心铸造球墨铸铁管的模具。	32%
大型特殊钢精锻件	定值精锻件	广泛应用于电站、冶金、石油化工、造船、模具制造、铁道车辆、建筑机械、重矿机械等行业。	15%
	机械加工作件	主要有冶金轧辊等产品，应用于冶金行业行业。	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 1：公司面临上下游情况统计



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

设备方面，公司主要生产线为国内领先的精密锻造生产线，拥有从熔炼到锻造、机械加工、热处理所需要的先进水平的工艺装备。其中：

- ✓ 公司拥有的 1400 吨精锻机是国内最大的精锻机；
- ✓ 公司 4500/5000 吨油压快锻机是从德国引进的世界最先进、最可靠的锻造设备。

第三，定制精锻件、限动芯棒、机械加工件以及石油钻具构成公司主营收入的绝大部分

从公司主营收入的情况来看，定制精锻件、限动芯棒、机械加工件以及石油钻具占公司主营收入的绝大部分，2009 年这一占比为 77.84%。

表 4：上市前三年公司主营收入、主营成本及分品种毛利率对比

分产品主营收入、主营成本及毛利统计	营业收入			营业成本			毛利率		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
定制精锻件	3.51	4.29	4.57	2.94	3.6	3.81	16.26	16.03	16.53
限动芯棒	1.62	2.51	3.04	1.1	1.71	2.02	31.76	32.16	33.53
机械加工件	1.98	2.58	2.72	1.66	2.29	2.38	15.92	11.32	12.24
石油钻具	3.25	2.98	2.14	2.41	2.09	1.47	25.97	29.96	31.24
高压锅炉管	0.48	1.29	1.23	0.39	1.05	0.99	20.06	19.17	19.35
其他(大型特殊钢精锻件)	0.63	0.81	0.98	0.59	0.76	0.92	6.27	6.12	6.59
铸管模	0.46	0.59	0.87	0.38	0.49	0.7	17.49	17.53	19.26
其他(专用装备)	0.44	0.48	0.47	0.39	0.43	0.41	11.2	11.05	11.23

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

从上市前三年公司分产品产量统计可见，近几年公司产能及产量的增加主要集中在限动芯棒、铸模管、高压锅炉管及定制精锻件等毛利偏高的品种，这也符合公司大力发展高端品种比例的战略路线。

表 5：近三年主要产品产能产量及销售均价的统计

分产品产销统计	产能			产量			销售均价		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
一、工业专用装备	26,200	30,200	33,400	23,676	28,037	23,616	27,254	31,760	29,973
1、石油钻具	15,000	15,000	15,000	15,137	13,802	10,213	22,655	25,361	21,116
2、限动芯棒	3,000	5,000	7,000	2,779	4,147	5,563	58,153	61,139	55,299
3、铸模管	1,200	1,200	1,400	1,076	1,129	1,601	47,306	55,410	46,161
4、高压锅炉管	3,000	5,000	6,000	1,407	6,274	3,294	28,525	24,736	27,312
5、其他	4,000	4,000	4,000	3,277	2,685	2,945	13,945	18,613	12,193
二、大型特殊钢精锻件	51,000	56,000	56,000	47,564	61,955	59,333	10,818	11,813	11,820
1、定制精锻件	45,000	50,000	50,000	40,947	54,831	51,076	7,981	8,391	8,533
2、机械加工件	6,000	6,000	6,000	6,617	7,124	8,257	29,282	36,523	33,592
3、其他									
三、合计	77,200	86,200	89,400	71,240	89,992	82,949	15,942	17,765	17,181

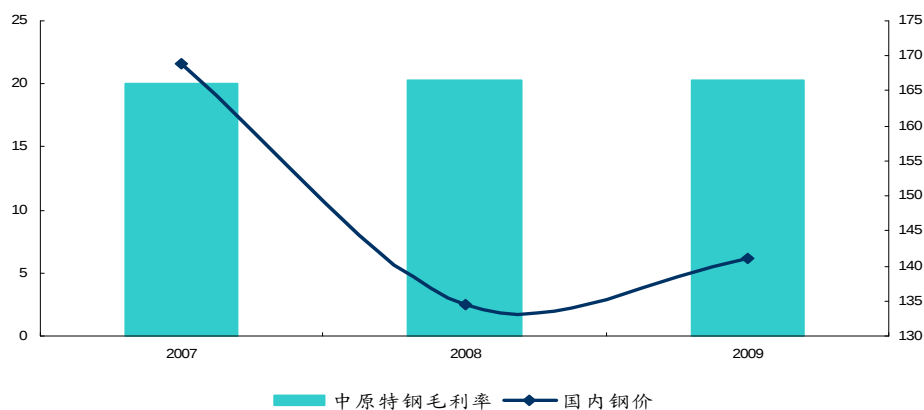
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第四，毛利率稳定使得公司具有较强防御性

成本加成定价模式的盈利模式使得公司盈利能力受市场波动影响较小且毛利率基本维持稳定。受益于未来高端品种产

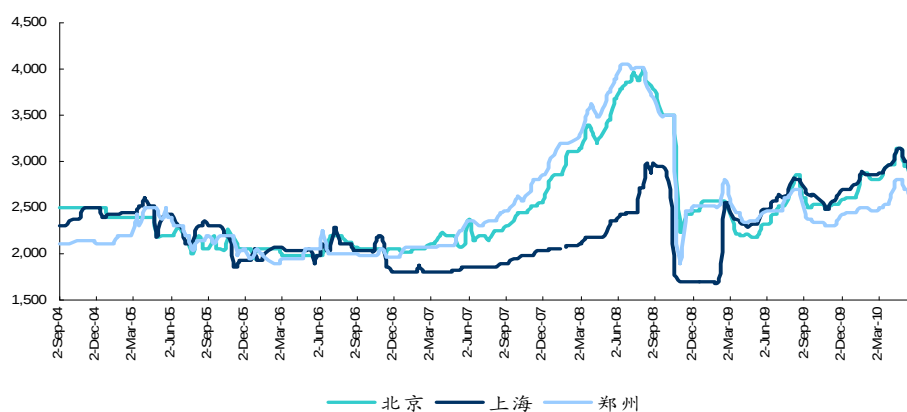
能扩张所导致的占比增加，毛利率仍有望在现有基础上进一步提升。

图 2：公司成本加成定价的盈利模式使得公司毛利率基本稳定



资料来源：Mysteel, Wind, 招股说明书, 长江证券研究部

图 3：过去几年国内市场废钢价格波动较为剧烈



资料来源：Mysteel, Wind, 长江证券研究部

第五，产能扩张加盈利稳定，具有较强的防御能力

公司最大的特点在于产能扩张的背景和盈利稳定的能力，我们预计 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.29 元、0.34 元和 0.48 元。对应 9.00 元/股的发行价，2010、2011 和 2012 年的 PE 分别为 31.03 倍、26.47 倍和 18.75 倍。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1670	1995	2379	2956	货币资金	166	200	238	296
营业成本	1332	1566	1852	2268	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	338	429	528	688	应收账款	213	252	305	383
% 营业收入	20.2%	21.5%	22.2%	23.3%	存货	267	299	353	432
营业税金及附加	7	9	10	13	预付账款	102	120	142	174
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	28	30	36	44	流动资产合计	862	1004	1197	1481
% 营业收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	120	120	120	120
管理费用	208	219	274	340	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	11.0%	11.5%	11.5%	长期股权投资	106	106	106	106
财务费用	7	10	21	28	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.5%	0.9%	1.0%	固定资产合计	576	934	1272	1491
资产减值损失	-11	0	0	1	无形资产	180	171	163	154
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	10	0	0	0
营业利润	104	160	187	262	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	8.0%	7.9%	8.9%	资产总计	1853	2335	2857	3353
营业外收支	47	0	0	0	短期贷款	0	286	542	661
利润总额	151	160	187	262	应付款项	389	465	550	673
% 营业收入	9.0%	8.0%	7.9%	8.9%	预收账款	75	90	107	133
所得税费用	16	24	28	39	应付职工薪酬	102	120	142	174
净利润	135	136	159	222	应交税费	-14	-20	-23	-31
归属于母公司所有者的净利润	134.8	136.2	159.0	222.3	其他流动负债	48	54	65	79
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	599	995	1382	1689
EPS (元/股)	0.29	0.29	0.34	0.48	长期借款	100	100	100	100
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	30	0	0	0
经营活动现金流净额	134	198	251	329	其他非流动负债	115	115	115	115
取得投资收益	4	0	0	0	负债合计	844	1211	1598	1905
收回现金					归属于母公司	1008	1124	1259	1448
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-108	-420	-424	-330	股东权益	1008	1124	1259	1448
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	1853	2335	2857	3353
投资活动现金流净额	-104	-420	-424	-330	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.290	0.293	0.342	0.478
银行贷款增加 (减少)	0	286	256	119	BVPS	2.17	2.42	2.71	3.11
筹资成本	8	-30	-45	-61	PE	27.62	27.33	23.42	16.75
其他	-16	0	0	0	PEG	1.52	1.51	1.29	0.92
筹资活动现金流净额	-8	255	212	58	PB	3.69	3.31	2.96	2.57
现金净流量	22	33	38	58	EV/EBITDA	18.17	13.59	11.58	8.72
					ROE	13.4%	12.1%	12.6%	15.4%

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 3 年。

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
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券系列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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、刊发，需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。