

# 中原特钢(002423)定价报告

定价区间  
7.44—8.06 元

投资品 / 设备制造

发布时间: 2010 年 6 月 2 日

## 投资要点:

- 我国已经成为世界锻压产业大国,但还不能称为世界锻压产业强国。目前,国内一般性大锻件供大于求,但是对技术含量高的大锻件生产能力仍然较低,尚需进口。因此行业升级需求迫切。
- 公司主要从事工业专用装备及大型特殊钢精锻件的研发、生产、销售和服务,主要产品包括石油钻具、限动芯棒、铸管模等工业专用装备,以及冶金轧辊、模具钢、定制精锻件等。公司产品主要应用于石油、电力、船舶、冶金、机械等重大装备制造业。
- 公司是目前亚洲最大的限动芯棒生产企业。公司还是国内最早开发生产石油钻铤和加重钻杆的企业。公司的无磁钻铤、限动芯棒、铸管模等产品分别占据 80%、45%、32%的国内市场份额。公司在国内市场的技术和规模优势明显。
- 募投资金主要用于扩产和提升技术水平。募投项目完成后,公司的产能和综合技术装备水平都将大幅提升。同时公司的产品结构也将进一步优化,盈利能力和抗风险能力也将显著增强。
- 公司所属行业为金属装备制造业。目前,A 股份市场上与公司有可比性的公司有华锐铸钢、江钻股份、中航重机、神开股份、晋西车轴等。上述五家可比公司的 2009 年静态市盈率平均值为 39.46 倍,2010 年的动态市盈率平均值为 25.97 倍。预计公司 2010 年的 EPS 为 0.31 元,因此我们认为公司上市定价区间为 7.44-8.06 元,对应 2010 年的动态市盈率水平在 24-26 倍之间。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率<br>(%) |
|-------|--------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2009  | 166,959      | 2.90       | 13,483      | 4.65       | 0.29       |            |            |                  |
| 2010E | 200,351      | 20.00      | 14,356      | 6.48       | 0.31       |            |            |                  |
| 2011E | 247,233      | 23.40      | 17,547      | 22.23      | 0.38       |            |            |                  |
| 2012E | 306,865      | 24.12      | 22,041      | 25.61      | 0.47       |            |            |                  |

## 发行数据

2009 年

|            |           |
|------------|-----------|
| 发行前股本(万股)  | 38,651    |
| 发行数量(万股)   | 7,900     |
| 发行价格(元)    | 9.00      |
| 发行前 EPS(元) | 0.35      |
| 发行后 EPS(元) | 0.29      |
| 发行每股净资产(元) | 2.61      |
| 发行日期       | 2010-5-24 |
| 上市日期       | 2010-6-3  |
| 主承销商       | 海通证券      |

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550108121436

TEL: (8621) 6337 7000 - 268

FAX: (8621) 6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

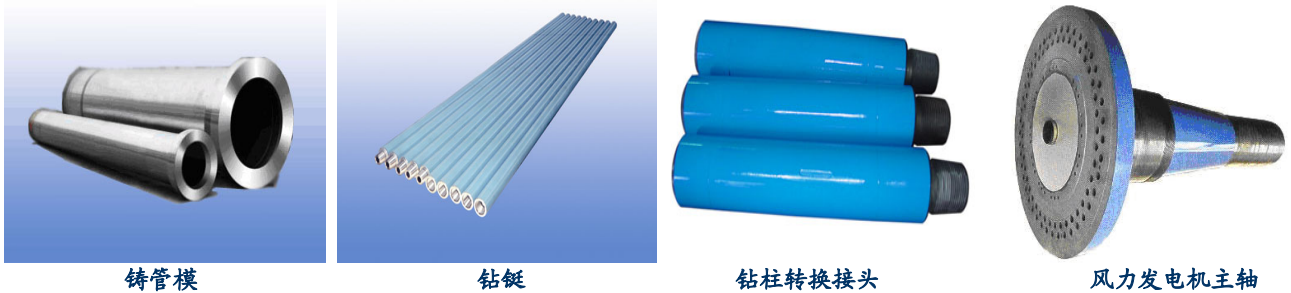
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

邮 编: 200002

## 一、国内大型锻件行业的龙头

公司主要从事工业专用装备及大型特殊钢精锻件的研发、生产、销售和服务，主要服务于石油、电力、船舶、冶金、机械等重大装备制造业。公司主要产品包括石油钻具、限动芯棒、铸管模等工业专用装备，以及冶金轧辊、模具钢、定制精锻件等大型特殊钢精锻件，在市场上具有很强竞争力。

图 1.1 公司部分产品示意图



资料来源：公司网站、东北证券金融与产业研究所整理

## 二、发行前后股权结构的变化

本次发行前本公司总股本为38651 万股，南方工业集团是公司的控股股东。本次公司拟公开发行不超过7900 万股，发行后总股本不超过46551 万股，上述股份全部为流通股。

表 2.1 本次发行后的股本结构

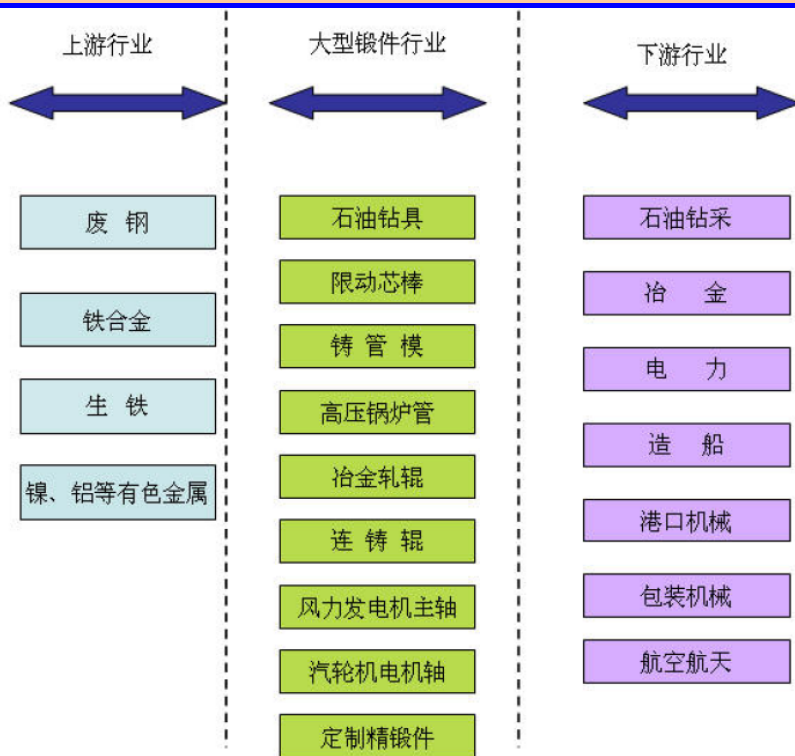
| 股东名称        | 持股数（万股）   | 比例（%） | 股权性质  |
|-------------|-----------|-------|-------|
| 南方工业集团（SS）  | 30,163.86 | 64.80 | 国家股   |
| 南方工业资产（SLS） | 7,967.14  | 16.53 | 国有法人股 |
| 社会公众股       | 7900      | 16.97 | 社会公众股 |
| 全国社会保障基金理事会 | 790       | 1.7   |       |
| 合计          | 46551     | 100   |       |

## 三、大型锻件行业简介

大型锻件行业上游主要为废钢、铁合金、生铁以及镍、铝等有色金属行业，典型企业如河南三门峡西金属回收公司等废钢回收企业、中钢集团吉林铁合金股份有限公司、西藏矿业发展股份有限公司等大型铁合金生产企业，以及吉林吉恩镍业股份有限公司等有色金属生产企业。

大型锻件行业下游主要为石油钻采、冶金、电力、造船、港口机械、包装机械、航空航天设备等专用装备需求行业与重大装备制造行业，典型企业如中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司、宝鸡石油机械有限责任公司、东方锅炉（集团）股份有限公司、上海振华重工(集团)股份有限公司、济南二机床集团有限公司、宝钢集团常州轧辊制造公司、宁波实力机械有限公司等企业。

图 3.1 大型锻件行业产业链构成



资料来源：公司招股说明书、东北证券金融与产业研究所整理

国际大型锻件行业集中度较高，生产企业主要集中在日本、德国、法国、美国、韩国和中国，产量约占世界总产量的70%以上。日本、德国、法国、美国、韩国等国在大型锻件生产方面掌握了先进的锻造技术和设备，具备一定规模和技术水平。

我国大型锻件行业虽起步较晚，但已初具规模。我国自行设计制造自由锻造机和生产大型锻件的时间不长，经过50多年的发展已经初具规模，能为国民经济各部门，如电站、冶金、矿山、石油、化工、造船、军工、装备制造业等提供大型自由锻件。目前国内100多家各种大型锻件及相关制品生产企业共拥有10MN~20MN自由锻液压机约65台，年生产能力65万吨~70万吨，25MN~45MN与60MN~125MN大中型自由锻液压机合计约40台，年生产能力约90万吨~100万吨。由于精密程度、技术含量、质量要求、经济效益等原因，我国对大型高附加值锻件产品的进口依赖程度仍然较高，这种现状限制了我国重大装备制造业的发展和相关产业技术水平的快速提高。

我国大型锻件行业与世界先进国家相比，存在一定的差距。我国已经成为世界锻压产业大国，但还不能称为世界锻压产业强国，我国锻压行业与世界先进国家的差距主要有以下几点：一是技术工艺水平不高、投资缺少市场调查。一般性大锻件供大于求，对技术含量高的大锻件，如百万级火电和核电用超临界、超超临界汽轮机转子、特大型支承辊等锻件生产能力低或不能生产尚需进口；二是配套水平不高，机械化、自动化程度较低，辅助设施的机械化、自动化水平低下和液压机操作系统落后，影响了锻件的产量与质量；三是钢锭质量不够稳定，直接影响了大型锻件的质量。

#### 四、公司技术和规模优势明显

公司是河南省科学技术厅认定的高新技术企业，先后荣获全国“节能先进单位”、河南省“科技开发百强单位”等省部级以上奖励和荣誉称号。2008年1月，公司被中国石油和石油化工设备工业协会评为石油石化装备制造业“五十强企业”。

公司是目前亚洲最大的限动芯棒生产企业，所生产的限动芯棒产品替代进口填补国内空白，2006年11月被国家科技部、商务部、环保总局和质检总局联合认定的国家重点新产品；公司是目前国内最大的无磁钻铤生产企业，曾荣获国家自然科学发明三等奖；铸管模、连铸辊等产品均为省级重点高新技术产品。公司拥有精良的制造工艺，在产品质量与使用寿命方面具有优势。

公司是国内最早开发生产石油钻铤和加重钻杆的企业，石油钻铤生产能力排名全国第二位，占32%的国内市场份额；公司的无磁钻铤生产能力全国第一位，占80%的国内市场份额。公司限动芯棒的年生产能力达到5000吨，约占国内市场份额的45%，国际市场占有率约为15%。公司铸管模产品销售支数国内市场排名第二，占32%的国内市场份额。公司的规模优势也比较明显。

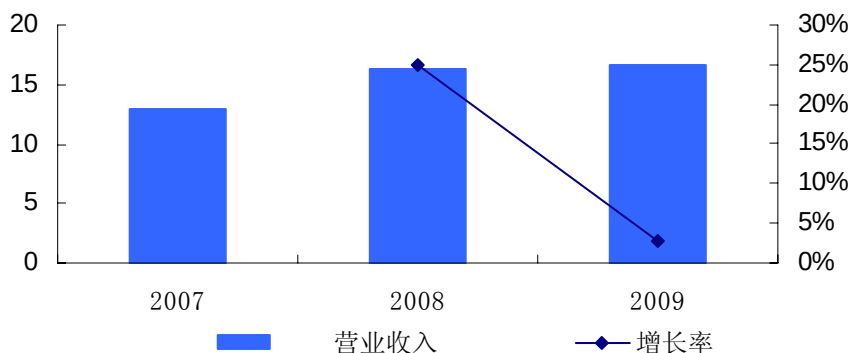
公司定制精锻件主要用于重大技术装备制造行业。主要客户为国内知名企业，产品被使用在长江三峡工程、洛阳中信重机有限责任公司世界最大压机、中石化亚洲第一深井等一批重点工程项目与重大技术装备上。据公司估算，国内大规格锻材锻件现有产量总计约50万吨，其中 $\Phi 130\text{mm}$ 以上的锻件约30万吨，本公司约占15%的市场份额，且均为精锻件，与国内其他类似企业相比具有一定技术优势，市场占有率稳定。

#### 五、公司主营业务分析

目前公司的营收规模为16亿元左右。2009年，受经济危机的影响，公司营收的增速放缓。2010年，随着全球经济的复苏和产品价格的回升，公司的营收增速有望回到两位数。

图 5.1 公司营收变化和增长率

单位：亿元



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

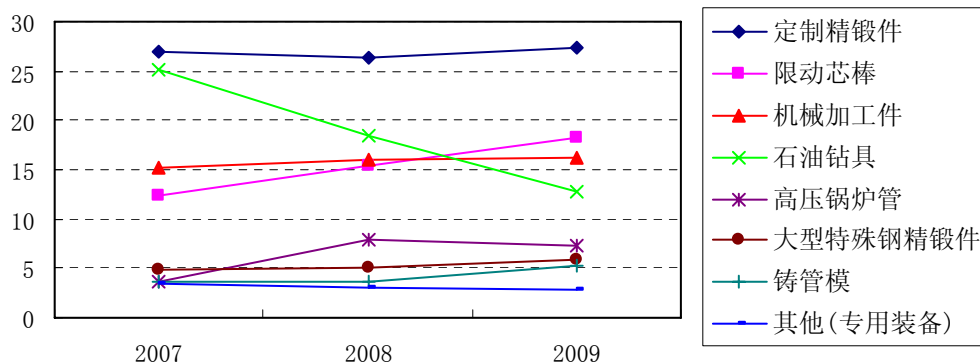
近几年，定制锻件的营收占比一直最高，并维持稳定。限动芯棒的营收占比呈现逐年上升的态势；机械加工件的营收占比也比较稳定；



石油钻具的营收占比下滑明显；此外公司还有高压锅炉管、大型特殊钢精锻件、铸管模和专用装备等产品，目前这些产品的营收占比均还较小。

图 5.2 公司收入构成变化

单位：%

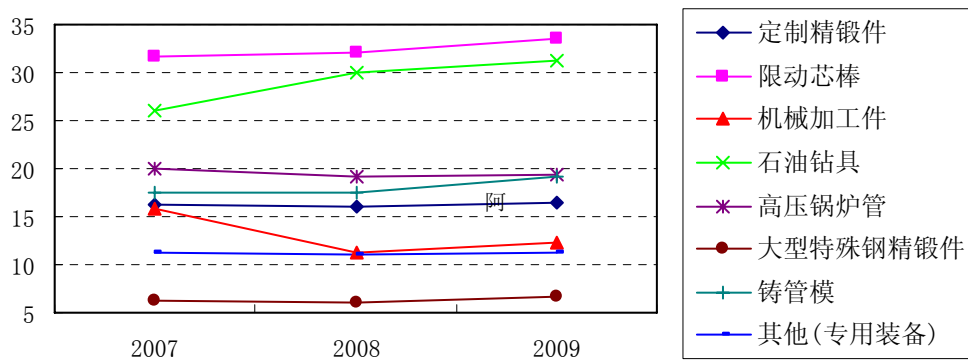


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

限动芯棒产品的盈利能力最强，其毛利率一直在 30% 以上。石油钻具的毛利率次之，但是也在 30% 以上。公司的营收主力定制精锻件的毛利率比较稳定，近几年一直在 15% 左右。总的来看，公司的盈利能力比较稳定，经营态势平稳。

图 5.3 公司产品毛利率变化

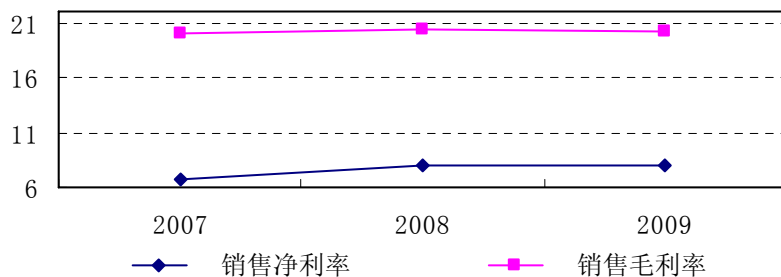
单位：%



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

图 5.4 公司的毛利率和净利润率的变化

单位：%



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

## 六、募投项目投产后，公司产能和技术将同时大幅提高

募投项目完成后，公司的产能和综合技术装备水平都降大幅提升。届时，公司将新增机加工产品3.44万吨，其中石油钻具新增产能8000支，达到年产2万支；限动芯棒新增产能7000吨，达到1万吨，冶金轧辊新增产能8000吨，达到1万吨、模具扁钢新增产能5000吨，风力发电机主轴产能新增4000吨。同时，SX-65 精锻机现代化改造项目完成后，其打击能力将从14MN提高到18MN，设备整体水平达到国际先进水平。

表6.1 本次募集资金拟用于投资以下项目

| 序号 | 项目名称           | 投资额<br>(万元) | 投资计划 (万元) |           |           |        |
|----|----------------|-------------|-----------|-----------|-----------|--------|
|    |                |             | 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：公司招股说明书、东北证券金融与产业研究所整理

## 七、估值和定价

公司所属行业为金属装备制造业。目前，A 股份市场上与公司有可比性的公司有华锐铸钢、江钻股份、中航重机、神开股份、晋西车轴等。上述五家可比公司的 2009 年静态市盈率平均值为 39.46 倍，2010 年的动态市盈率平均值为 25.97 倍。预计公司 2010 年的 EPS 为 0.31 元，因此我们认为公司上市定价区间为 7.44-8.06 元，对应 2010 年的动态市盈率水平在 24-26 倍之间。

表 7.1 可比公司估值数据

| 代码     | 名称   | 5/18 收盘价格<br>(元) | 2009 年<br>EPS(元) | 2009 PE | 2010 年<br>EPS(元) | 2010 PE |
|--------|------|------------------|------------------|---------|------------------|---------|
| 002204 | 华锐铸钢 | 20.97            | 0.72             | 29.13   | 1.07             | 19.60   |
| 000852 | 江钻股份 | 9.43             | 0.27             | 34.93   | 0.33             | 28.58   |
| 600765 | 中航重机 | 12.55            | 0.35             | 35.86   | 0.34             | 36.91   |
| 002278 | 神开股份 | 14.07            | 0.50             | 28.14   | 0.69             | 20.39   |
| 600495 | 晋西车轴 | 14.14            | 0.22             | 64.27   | 0.58             | 24.38   |
| PE 平均  |      |                  |                  | 38.46   |                  | 25.97   |

资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

表 7.2 公司利润预测表 (万元)

| (单位: 万元)          | 2009           | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>一、主营业务收入</b>   | <b>166,959</b> | <b>200,351</b> | <b>247,233</b> | <b>306,865</b> |
| 减: 主营业务成本         | 133,183        | 156,274        | 192,842        | 239,355        |
| 减: 主营业务税金及附加      | 720            | 0              | 0              | 0              |
| 营业费用              | 2,762          | 3,105          | 3,585          | 4,143          |
| 管理费用              | 20,800         | 24,042         | 29,668         | 36,824         |
| 财务费用              | 710            | 40             | 494            | 614            |
| 资产减值损失            | -1,063         | 0              | 0              | 0              |
| 加: 公允价值变动收益       |                | 0              | 0              | 0              |
| 投资收益              | 533            | 0              | 0              | 0              |
| <b>二、营业利润</b>     | <b>10,380</b>  | <b>16,890</b>  | <b>20,644</b>  | <b>25,930</b>  |
| 加: 营业外收入          | 4,781          | 0              | 0              | 0              |
| 减: 营业外支出          | 57             | 0              | 0              | 0              |
| <b>三、利润总额</b>     | <b>15,104</b>  | <b>16,890</b>  | <b>20,644</b>  | <b>25,930</b>  |
| 减: 所得税费用          | 1,621          | 2,533          | 3,097          | 3,890          |
| <b>四、净利润</b>      | <b>13,483</b>  | <b>14,356</b>  | <b>17,547</b>  | <b>22,041</b>  |
| 归属于母公司所有者的净利润     | 13,483         | 14,356         | 17,547         | 22,041         |
| 少数股东损益            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>六、每股收益 (元)</b> | <b>0.29</b>    | <b>0.31</b>    | <b>0.38</b>    | <b>0.47</b>    |

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。