

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

执业证书编号： S0490209080266

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

3 季度毛利上升净利下降，期待 4 季度环比改善

事件描述

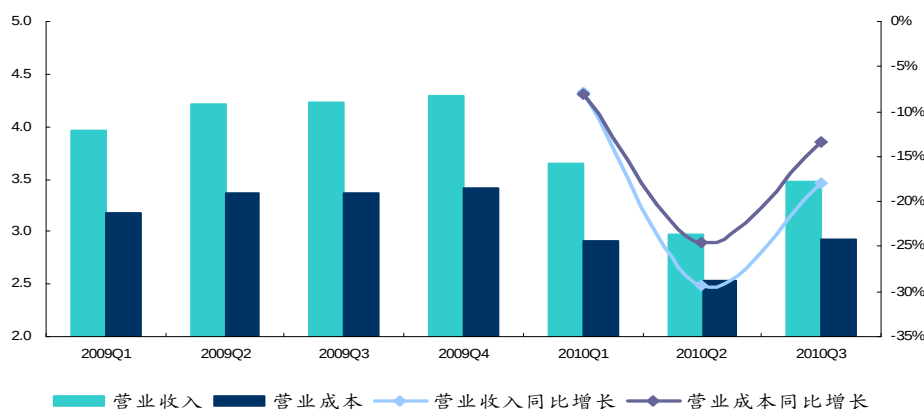
中原特钢今日公布 2010 年 3 季报，3 季度公司实现营业收入 3.47 亿元，同比下降 17.94%；营业成本 2.92 亿元，同比下降 13.33%；净利润为 0.12 亿元，同比下降 57.69%；3 季度实现 EPS 为 0.026 元，前 3 季度累计实现 EPS 为 0.142 元。

事件评论

第一，3 季度营业收入与营业成本同比继续下滑环比增长

3 季度公司实现营业收入 3.47 亿元，同比下降 17.94%，2 季度同比增速为-29.35%；营业成本为 2.92 亿元，同比下降 13.33%，2 季度同比增速为-24.50%。

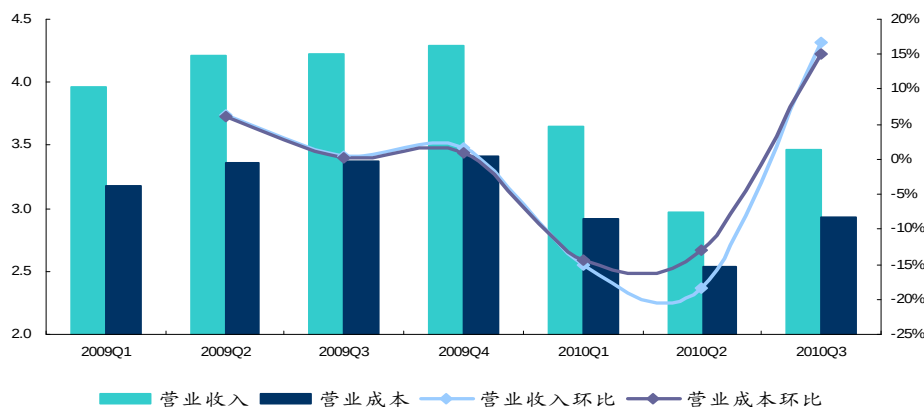
图 1：3 季度营业收入与营业成本同比继续下滑，但增速改善



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

3 季度营业收入环比增长 16.65%，2 季度环比增速为-18.40%；营业成本环比增长 15.16%，2 季度环比增速为-12.93%。

图 2: 3 季度营业收入与营业成本环比有所改善



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

营业收入的同比下降主要源于需求下滑与市场竞争加剧所导致的产品售价下降所致, 不过收入的环比增长可能说明公司 3 季度产量环比 2 季度有了一定的增长。

3 季度公司毛利率为 15.72%, 环比 2 季度的 14.63% 小幅增加; 但净利率为 3.46%, 环比 2 季度的 6.29% 反而小幅下降, 主要是由于 2 季度存在部分资产减值损失的转回及投资收益所致。

3 季度归属于母公司所有者的净利润为 0.12 亿元, 环比 2 季度的 0.19 亿元下降 36.84%。

表 1: 中原特钢 3 季度净利润环比下滑

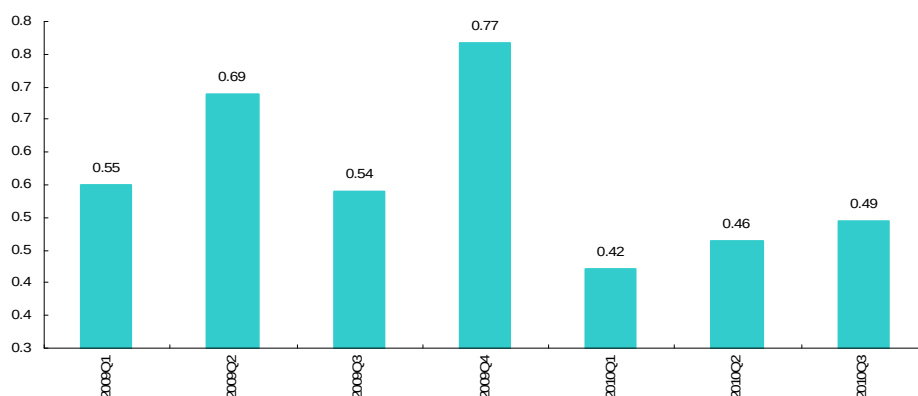
中原特钢利润表简化	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入	3.96	4.21	4.23	4.30	3.65	2.97	3.47
毛利率	19.90%	20.12%	20.21%	20.66%	20.00%	14.63%	15.72%
主营利润	0.79	0.85	0.85	0.89	0.73	0.44	0.55
费用水平	0.55	0.69	0.54	0.77	0.42	0.46	0.49
三项费用率	13.92%	16.34%	12.77%	17.88%	11.56%	15.61%	14.25%
营业税金及附加							0.01
资产减值损失	-0.04	-0.06				-0.06	
投资收益						0.07	0.01
营业利润	0.25	0.23	0.31	0.25	0.30	0.10	0.05
营业外收支	0.14	0.23	0.02	0.08	0.04	0.10	0.09
利润总额	0.39	0.46	0.33	0.33	0.34	0.19	0.14
归属于母公司净利润	0.35	0.42	0.29	0.29	0.29	0.19	0.12
净利率	8.91%	10.06%	6.71%	6.75%	7.88%	6.29%	3.46%
存货				2.67	3.00	3.18	3.53
总股本	38,651	38,651	38,651	38,651	38,651	46,551	46,551
相应时期 EPS	0.09	0.11	0.08	0.08	0.08	0.04	0.03

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二，费用水平基本平稳，存货小幅增加

3 季度费用水平环比基本维持平稳。

图 3: 3 季度费用水平环比基本平稳



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

其中，销售费用率与管理费用率都小幅下降，而财务费用率有所增加。

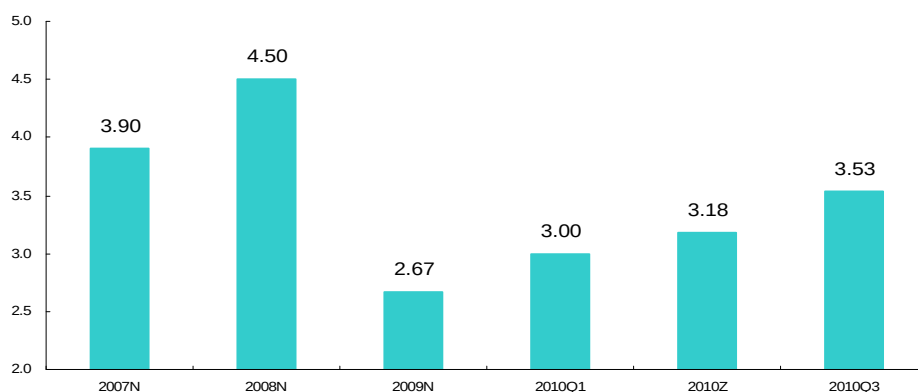
表 2: 公司三项费用率的变化情况

季度费用统计	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2009Q1	0.97%	11.99%	0.96%
2009Q2	2.58%	13.79%	-0.03%
2009Q3	1.42%	11.11%	0.24%
2009Q4	1.85%	15.70%	0.33%
2010Q1	1.52%	9.65%	0.40%
2010Q2	2.45%	12.88%	0.28%
2010Q3	2.07%	11.40%	0.78%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

3 季度末公司存货水平为 3.53 亿元，环比 2 季度末增长 11.09%。

图 4: 3 季度存货水平小幅增加

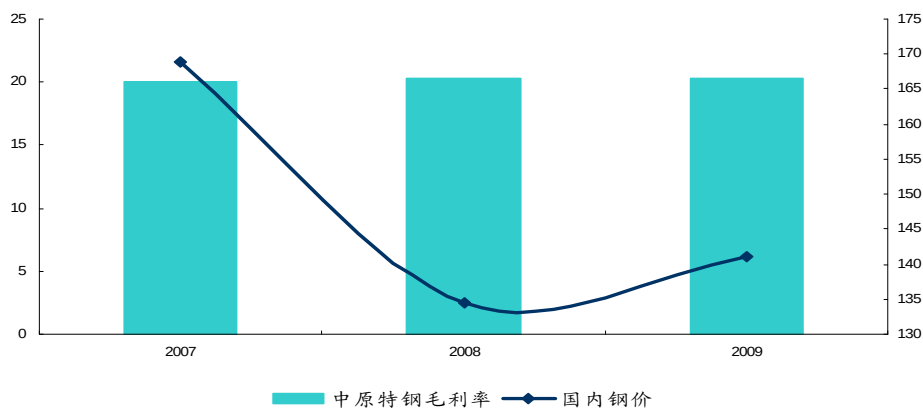


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三，成本加成定价的模式使得公司盈利能力相对有保障，长期盈利提升依赖品种结构调整

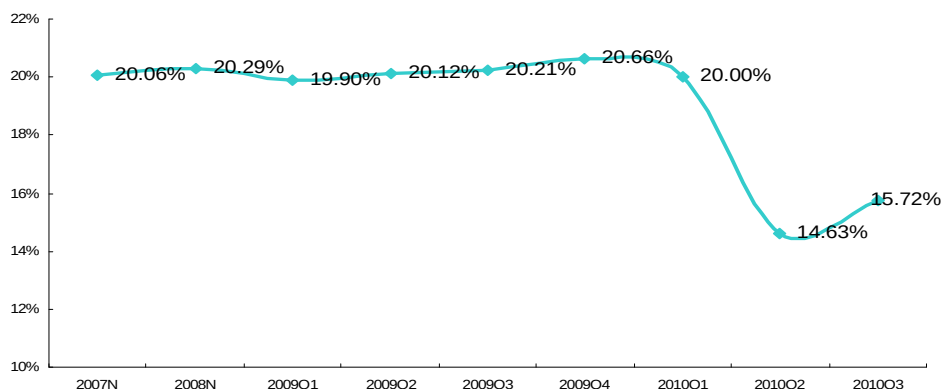
公司成本加成定价的模式是公司历年毛利率能够基本维持稳定的主要原因，短期来看虽然 2 季度毛利率有所下滑，但 3 季度已经开始逐步有所恢复。

图 5：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 6：2 季度毛利率处于低位，3 季度有所恢复



资料来源：Mysteel, Wind, 招股说明书, 长江证券研究部

长期来看，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近几年产量占比逐步增加，而随着募集资金进行技术改造与进一步升级，未来高附加值含量品种占比将会进一步增加。

表 3：近三年主要产品产能产量及销售均价的统计

分产品产销量统计	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、机械加工作件	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

表 4：募集资金投向如下

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

第四，4 季度业绩改善，预计 EPS 约为 0.06 元~0.11 元

根据公司公告，预计 2010 年归属于母公司所有者净利润同比 2009 年下降幅度在 10%-30%之间，经过测算，预计 4 季度可实现 EPS 约为 0.06 元~0.11 元，环比 3 季度有所改善。

全年来看，预计实现 EPS 约为 0.20 元~0.26 元。

表 5：预计 4 季度可实现 EPS 约为 0.06 元~0.11 元

2010 年业绩预计	净利润同比下滑 10%	净利润同比下滑 30%
2009 年归属于上市公司股东净利润	1.35	1.35
同比下降幅度	-10%	-30%
2010 年预计净利润	1.22	0.95
最新总股本	4.66	4.66
相应 EPS	0.26	0.20
1 季度 EPS	0.07	0.07
2 季度 EPS	0.05	0.05
3 季度 EPS	0.03	0.03
4 季度 EPS	0.11	0.06

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，首次给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.23 元和 0.30 元，首次给予公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1670	1995	2414	2981	货币资金	166	200	241	298
营业成本	1332	1566	1872	2268	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	338	429	542	713	应收账款	213	254	307	379
% 营业收入	20.2%	21.5%	22.4%	23.9%	存货	267	316	377	457
营业税金及附加	7	9	10	13	预付账款	102	120	143	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	34	41	51	流动资产合计	862	1023	1230	1506
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	可供出售金融资产	120	120	120	120
管理费用	208	249	302	373	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	长期股权投资	106	106	106	106
财务费用	7	12	26	36	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.6%	1.1%	1.2%	固定资产合计	576	934	1272	1492
资产减值损失	-11	4	6	8	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	1	1	2
营业利润	104	120	157	233	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	6.0%	6.5%	7.8%	资产总计	1853	2354	2892	3380
营业外收支	47	0	0	0	短期贷款	0	330	625	778
利润总额	151	120	157	233	应付款项	389	457	547	662
% 营业收入	9.0%	6.0%	6.5%	7.8%	预收账款	75	90	109	134
所得税费用	16	30	39	58	应付职工薪酬	102	120	143	174
净利润	135	90	118	175	应交税费	-14	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	134.8	90.0	117.5	174.5	其他流动负债	48	55	66	80
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	599	1054	1492	1831
EPS (元/股)	0.35	0.23	0.30	0.45	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	149	215	296	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	1270	1707	2047
收回现金					归属于母公司	1008	1085	1185	1333
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	1085	1185	1333
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	1853	2354	2892	3380
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	0.349	0.233	0.304	0.452
银行贷款增加 (减少)	0	330	295	153	BVPS	2.61	2.81	3.07	3.45
筹资成本	8	-26	-44	-62	PE	26.69	39.96	30.61	20.62
其他	-16	0	0	0	PEG	2.97	4.45	3.41	2.30
筹资活动现金流净额	-8	304	251	91	PB	3.57	3.32	3.04	2.70
现金净流量	22	33	42	57	EV/EBITDA	21.21	18.83	14.73	10.80
					ROE	13.4%	8.3%	9.9%	13.1%

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
程 杨	华北区总经理助理	(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
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。