

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

技术升级布局高端，长期盈利有望提升

事件描述

中原特钢今日发布投资项目公告，公司拟投资建设“高洁净重型机械装备关重件制造技术改造项目”。

事件评论

第一，公司拟投资该项目，技术升级提升产品附加值

近年来公司现有的冶炼、锻造与热处理等系统工艺装备无法完全满足上述产品工艺技术要求或产能需求，为进一步提高公司生活高洁净重型机械关重件的质量品质与制造能力，保持公司精锻优势和提高市场竞争力，公司拟投资建设“高洁净重型机械装备关重件制造技术改造项目”。

本项目的投资内容包括前期变更后已开始实施的募投项目“新增 RF70 型 1800 吨精锻机生产线技术改造项目”，是在上述募投项目基础上进一步完善的投资项目，主要是为了提高产品材料品质，配套现有募投项目的实施和现有锻造生产。

表 1：募集资金投资项目及变更统计

变更前项目名称	投资额，万元	募集资金计划投资额	项目预计达到使用状态的日期	变更情况
综合技术改造一期工程	36,872.10	36,872.10	2011 年 10 月 30 日	
SX-65 精锻机现代化改造	19,000.00	19,000.00	2011 年 8 月 31 日	新增 RF70 型 1800 吨精锻机生产线技术改造项目
综合节能技术改造工程	11,407.00	11,407.00	2012 年 6 月 30 日	
合计	67,279.10	67,279.10		

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 项目的建设内容；

项目的主要建设内容包括新建精锻车间，配置 18MN 径向精锻机组，并配套加热炉、热处理炉、机加工等设备，即募投项目“新增 RF70 型 1800 吨精锻机生产线技术改造项目”；同时，为提高毛坯材料品质，配套锻造生产，在淘汰现有落后冶炼工艺装备基础上，实施更新改造，新建冶炼主车间及其他辅助设施等。

✓ 项目投资总额及进度；

项目建设投资 110,958 万元，包括建安工程费用 40,152 万元，设备购置及安装费 64,003 万元，其他费用 6,803 万元，建设期为两年。其中募投项目“新增 RF70 型 1800 吨精锻机生产线技术改造项目”建设投资 39,966 万元，已于 2010

年 12 月份开始实施；其他冶炼系统改造、锻造系统设施完善及其他辅助设施等建设投资 70,992 万元，拟于 2011 年 6 月份实施。

✓ 项目产品方案；

本项目拟生产限动芯棒锻件、石油钻具锻件、（大型机床拉杆等）商品精锻件等适合径向精锻机生产的锻件。

主要生产钢种有：无磁钻铤及无磁承压钻杆等石油钻具、限动芯棒、冶金轧辊、高压锅炉管大规格模具扁钢、电站、化工、核电站大型锻件用钢等。

✓ 项目资金来源；

项目所需资金拟通过自有资金和项目贷款解决。其中：自有资金 44,383.2 万元；项目贷款为 66,574.8 万元。自有资金中包含募集资金 19,000 万元。

✓ 项目建设及达产时间；

项目建设期 2 年，达产期 2 年，第 1 年预计达产 70%，第二年达到设计产能。

项目建成后，年生产钢锭 32.3 万吨，其中 7 万吨供锻造车间，可生产锻件 6.30 万吨，剩余钢锭 25.3 万吨外卖。

✓ 项目盈利能力测算；

公司表示，正常年份，该项目预计可贡献 EPS 为 0.50 元，其中相应募投项目的贡献约为 0.23 元。

表 2：投资项目盈利预测

正常年份	投资项目指标
项目产能	32.3 万吨钢锭
营业收入	289,822
总成本及费用	257,532
利润总额	31,190
净利润	23,393
总股本	46,551
贡献 EPS	0.50

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 3：对应募投项目盈利预测

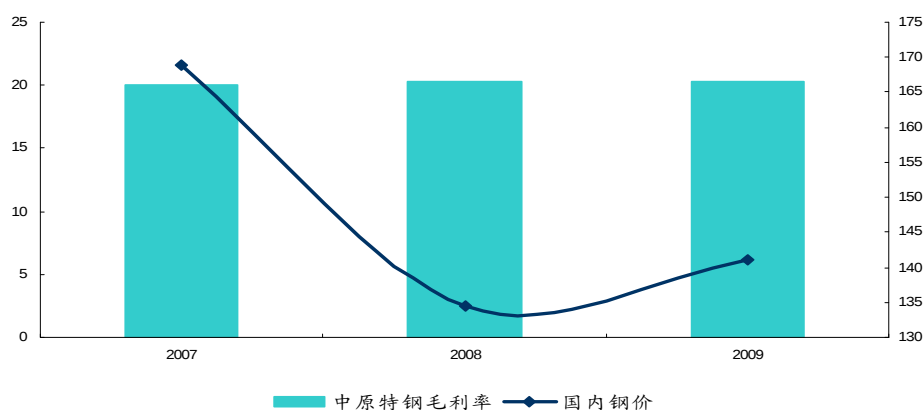
正常年份	募投项目指标
营业收入	73,012
总成本及费用	58,526
利润总额	14,033
净利润	10,525
总股本	46,551
贡献 EPS	0.23

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，成本加成定价保障公司毛利率，品种结构调整与技术升级提升长期盈利能力

公司成本加成定价的模式保证了公司毛利率的稳定。

图 1：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

长期来看，品种结构调整与技术升级将提升公司整体的盈利能力：

- ✓ 品种结构逐年调整：近几年限动芯棒、铸模管、高压锅炉管及定制精锻件等毛利偏高的品种占比逐步增加；
- ✓ 技术升级与深加工：随着募集资金投资项目与该深加工项目的达产，未来公司产品附加值将进一步提升。

表 4：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

第三，维持“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，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)				
	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	24.77	37.09	28.41	19.14
其他	-16	0	0	0	PEG	2.76	4.13	3.16	2.13
筹资活动现金流净额	-8	304	251	91	PB	3.31	3.08	2.82	2.50
现金净流量	22	33	42	57	EV/EBITDA	19.65	17.56	13.80	10.13
					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。

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。