

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

技术引领未来，“十二五”期间收入有望明显增长

事件描述

中原特钢今日发布公告，公司全资子公司在 6 月 23 日-27 日累计出售了 100 万股作为可供出售的金融资产核算的三一重工无限售条件流通 A 股，用于补充公司流动资金。预计费用后净利润为 1322.76 万元，占公司 2010 年度审计后净利润的 13.80%。

在本次减持后，公司尚持有三一重工股份 1160 万股，公司股东大会已经授权公司董事长在本届董事会任职期间，根据公司发展战略、证券市场情况以及公司经营与财务状况，决定对目前持有的三一重工股票处置的时机与数量。

事件评论

第一，近期生产经营正常，1 季度业绩下滑受制于成本上升，2 季度主营回暖叠加减持所得，业绩预计明显恢复

环比来看，1 季度盈利能力出现了较大幅度的下降，除行业自身竞争激烈的因素之外，公司成本上升是毛利率环比大幅下滑的主要原因：

- ✓ 天然气、合金等原材料价格均出现了不同程度的上升；
- ✓ 废钢优惠政策取消，之前公司采购废钢执行的实际税率为 10%，今年开始 7% 的退税政策取消，这使得公司吨成本直接上升 200 元以上；
- ✓ 锻造模式成材率偏低，周转率下降，在原材料成本上涨的情况下进一步加重了公司的成本压力。

表 1：中原特钢利润表主要数据统计，1 季度盈利能力环比下降

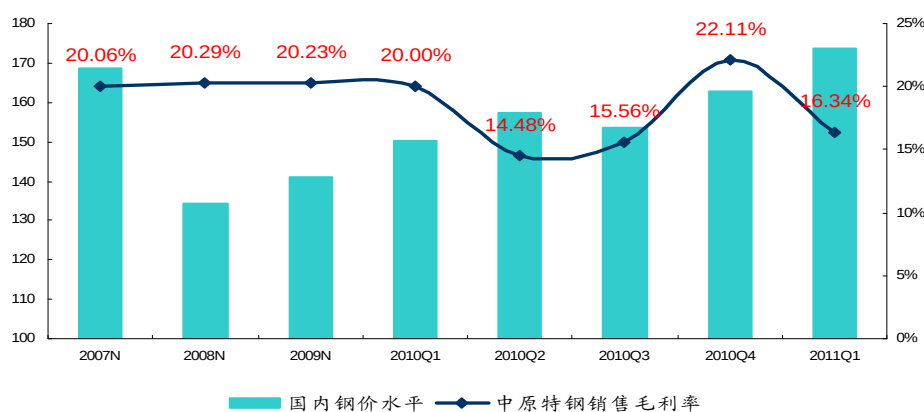
中原特钢利润简表	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	4.21	4.24	4.29	3.65	2.97	3.47	3.98	3.61
毛利率	20.19%	20.52%	20.51%	20.00%	14.48%	15.56%	22.11%	16.34%
主营利润	0.85	0.87	0.88	0.73	0.43	0.54	0.88	0.59
三项费用率	16.39%	12.74%	14.92%	11.51%	15.49%	14.12%	21.28%	14.13%
销售费用	0.11	0.06	0.07	0.06	0.07	0.07	0.12	0.07
管理费用	0.58	0.47	0.55	0.35	0.38	0.40	0.75	0.41
财务费用	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01	0.02	-0.02	0.03
期间费用	0.69	0.54	0.64	0.42	0.46	0.49	0.85	0.51
营业税金及附加	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
资产减值损失	-0.06	0.00	-0.01		-0.06		0.00	0.02

营业利润	0.23	0.31	0.25	0.30	0.10	0.05	0.37	0.05
利润总额	0.46	0.33	0.33	0.34	0.19	0.14	0.40	0.08
所得税费用	0.04	0.04	0.05	0.05	0.01	0.01	0.05	0.02
归属于母公司净利润	0.42	0.29	0.29	0.29	0.19	0.12	0.36	0.06
净利率	9.98%	6.84%	6.76%	7.95%	6.40%	3.46%	8.99%	1.66%
最新股本	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66
每股收益	0.09	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.08	0.01

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

不过, 从过去数据来看, 公司 2007-2009 年毛利率一直都维持稳定, 这说明公司较强的积累与雄厚的技术优势使得公司具备根据下游客户与成本压力灵活调整其定价策略的能力。在 1 季度成本遭遇明显抬升后, 2 季度预计公司将能适当将其转嫁下游, 从而提升公司毛利水平。

图 1: 公司毛利率过去维持稳定, 现在也受成本影响较大



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

因此, 随着近期公司自身的调整, 盈利能力存在自然回归的动力。而从公司 1 季报的预测数据来看, 2 季度预计实现 EPS 为 0.06~0.08 元, 也表明了公司对 2 季度预期业绩环比改善的信心。

表 2: 2 季度业绩预期环比大幅改善

2011 年上半年业绩预告	-30%	-10%
2010 年上半年净利润	0.47	0.47
对应 2011 上半年净利润	0.33	0.42
最新总股本	4.66	4.66
对应 EPS	0.07	0.09
1 季度 EPS	0.01	0.01
2 季度 EPS	0.06	0.08

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

此次减持三一重工股票, 实现当期收益对应 EPS 在 0.03 元左右。综合考虑, 基本能确认公司 2 季度业绩出现明显回暖。不过对于行业及公司的回暖程度, 尚需要等待最终的报表中主营相关数据的公布。

第二, 40 亿意向性订单的协议使得公司“十二五”期间收入翻番的目标实现是大概率事件

公司于 6 月 10 日发布《关于河南省人民政府与中国兵器装备集团公司签订战略合作协议的公告》, 主要内容如下:

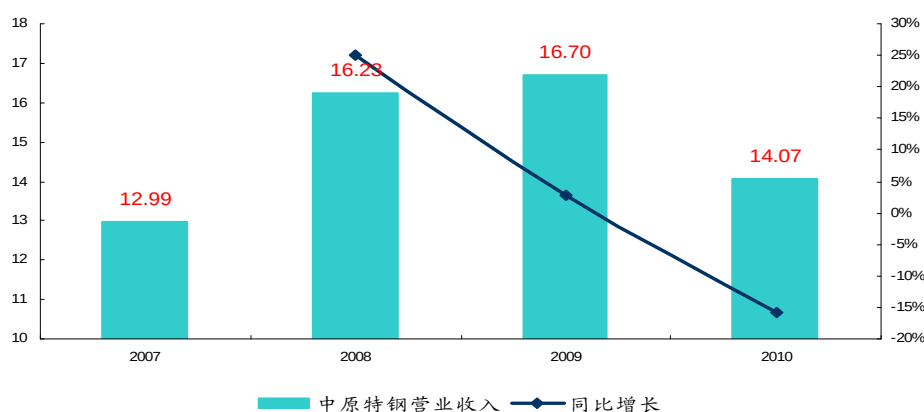
✓ 中国南方工业集团公司根据国家产业政策和河南省发展规划, 支持中原特钢加大投资力度, 加快实施河南省及济

源市发展先进装备制造产业的规划，努力为地方产业发展和经济结构优化升级做出贡献；

- ✓ 中国南方工业集团公司根据“十二五”产业发展方向和规划布局，拟在“十二五”期间以中原特钢为基础，在河南省济源市及其他省辖市投资总额 40 亿元左右，用于发展装备制造产业；
- ✓ 中国南方工业集团在河南省及济源市的主要投资发展方向为：能源机械、冶金成套装备、特种钢大型关键部件、汽车零部件等先进制造业；
- ✓ 河南省政府支持中国南方工业集团中原特钢产业结构调整、发展装备制造产业，同意在相关政策方面提供支持和保障。

公司 2010 年收入仅为约 14 亿元，40 亿元意向性大订单的签订将直接从收入上保障公司“十二五”期间收入翻倍的计划。

图 2：公司 2010 年收入总额仅约 14 亿元



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

虽然 40 亿元订单的细节方面尚待进一步确认，但潜在需求的存在以及政策的扶持与保障显然利于公司长期产能的进一步释放，尤其是相对高端的募投项目的进一步释放。这一方面可有效增加高端产品占比，从而从长期趋势上提升公司整体的盈利能力，另一方面也为公司后期收入规模的扩大提供一定保证。

表 3：募集资金投向如下，后期锻材产能有望由 10 万吨扩大到 20 万吨

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

作为国内技术实力最领先的锻造龙头企业之一，在 40 亿意向订单的推动下，我们相信公司的获益将主要集中在以下几个方面：

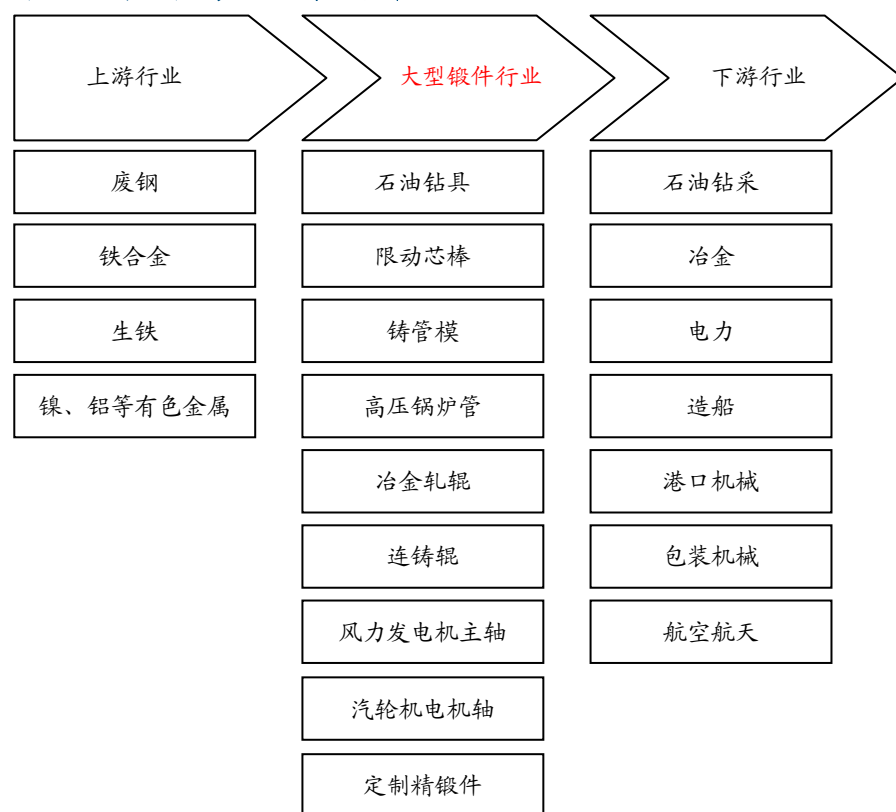
- ✓ 规模将得到迅速的扩大，在公司 2010 年收入仅 14 亿元的低基数基础上，“十二五”期间 40 亿元大订单的潜在需求可能将使得公司收入规模在很短的时间内迅速扩大并甚至翻番；

- ✓ 由于公司是国内技术实力最为雄厚的锻造企业之一，在当地政策的支持与保障下，后期公司的技术底蕴有望得到进一步充分的发挥，高端产品的比例与品种将都有可能迅速扩大，而这更进一步的利于公司在国内锻造行业地位的巩固与迈进。

第三，维持“谨慎推荐”评级

暂不调整公司的盈利预测，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.21 元与 0.30 元，维持“谨慎推荐”评级。

图 3：公司上下游产业链情况分析



资料来源：公司资料，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1407	2184	2738	3306	货币资金	762	391	274	331
营业成本	1149	1708	2122	2555	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	258	476	615	750	应收账款	176	271	340	410
% 营业收入	18.4%	21.8%	22.5%	22.7%	存货	372	555	690	831
营业税金及附加	3	4	6	7	预付账款	119	177	220	265
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	4	6	7	9
销售费用	32	50	63	76	流动资产合计	1508	1518	1679	2024
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	182	182	182	182
管理费用	188	293	367	443	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	长期股权投资	108	108	108	108
财务费用	2	3	8	15	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	固定资产合计	671	1022	1353	1564
资产减值损失	-8	12	8	8	无形资产	176	167	159	151
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	40	0	0	0	递延所得税资产	7	2	1	1
营业利润	82	113	164	201	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.8%	5.2%	6.0%	6.1%	资产总计	2653	3000	3482	4031
营业外收支	25	0	0	0	短期贷款	0	0	150	331
利润总额	107	113	164	201	应付款项	391	581	721	869
% 营业收入	7.6%	5.2%	6.0%	6.1%	预收账款	68	105	131	159
所得税费用	12	17	25	30	应付职工薪酬	79	118	146	176
净利润	96	96	139	171	应交税费	-22	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	48	72	89	107
的净利润	95.8	96.4	139.4	170.7	流动负债合计	564	876	1240	1643
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	100	100	100	100
EPS（元/股）	0.21	0.21	0.30	0.37	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	46	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	110	110	110	110
经营活动现金流净额	43	69	188	250	负债合计	820	1086	1450	1853
取得投资收益	10	0	0	0	归属于母公司	1832	1914	2033	2178
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1832	1914	2033	2178
固定资产投资	-154	-422	-427	-333	负债及股东权益	2653	3000	3482	4031
其他	42	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-112	-422	-427	-333		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.206	0.207	0.300	0.367
股权融资	684	0	0	0	BVPS	3.94	4.11	4.37	4.68
银行贷款增加（减少）	0	0	150	180	PE	63.48	63.14	43.64	35.65
筹资成本	6	-18	-29	-41	PEG	2.99	2.98	2.06	1.68
其他	-24	0	0	0	PB	3.32	3.18	2.99	2.79
筹资活动现金流净额	666	-18	122	140	EV/EBITDA	36.80	29.49	21.91	17.87
现金净流量	597	-371	-117	57	ROE	5.2%	5.0%	6.9%	7.8%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。