

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

2 季度收入利润大幅增长，期待产能扩张与结构调整

事件描述

中原特钢今日发布 2011 年上半年业绩预增公告，报告期内公司实现营业收入 9.00 亿元，同比增长 35.95%；实现归属于母公司所有者净利润 0.45 亿元，同比下降 4.47%。对应上半年 EPS 为 0.10 元；其中 1 季度实现 0.013 元，2 季度实现 0.084 元，其中减持三一重工股票实现当期收益在 0.028 元左右。

事件评论

第一，营业收入与净利润 2 季度同比环比均大幅增长

报告期内公司减持三一重工股票，实现当期收益对应 EPS 在 0.028 元左右，2 季度主营实现 EPS 约为 0.056 元，环比 1 季度有较大幅度的改善。

表 1：2011 年中原特钢上半年业绩预增主要数据统计

项目	2011Z	2010Z	同比变动	2010Q2	2011Q1	2011Q2	季度环比	季度同比
营业总收入	9.00	6.62	35.95%	2.97	3.61	5.39	49.31%	81.48%
营业利润	0.47	0.40	18.59%	0.10	0.05	0.42	744.00%	322.00%
利润总额	0.54	0.53	2.07%	0.19	0.08	0.46	478.38%	143.53%
归属上市公司股东净利润	0.45	0.47	-4.47%	0.18	0.06	0.39	555.17%	118.39%
最新总股本	4.66	4.66		4.66	4.66	4.66		
基本每股收益	0.10	0.10	-4.47%	0.04	0.01	0.08	555.17%	118.39%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 2：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

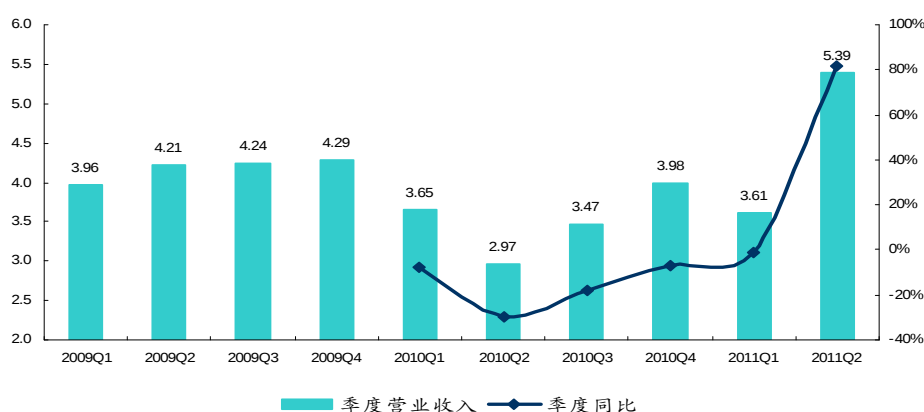
营业税金及附加	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
资产减值损失	-0.06	0.00	-0.01		-0.06		0.00	0.02
营业利润	0.23	0.31	0.25	0.30	0.10	0.05	0.37	0.05
利润总额	0.46	0.33	0.33	0.34	0.19	0.14	0.40	0.08
所得税费用	0.04	0.04	0.05	0.05	0.01	0.01	0.05	0.02
归属于母公司净利润	0.42	0.29	0.29	0.29	0.19	0.12	0.36	0.06
净利率	9.98%	6.84%	6.76%	7.95%	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

从季度环比来看，2 季度公司营业收入环比增加 49.31%。

结合我们之前调研的结论来看，2 季度公司收入的增加一方面来自传统主业的恢复，另一方面来自于部分募投项目新品种的投产。

图 1：2 季度公司营业收入同比环比均有较大幅度的增长

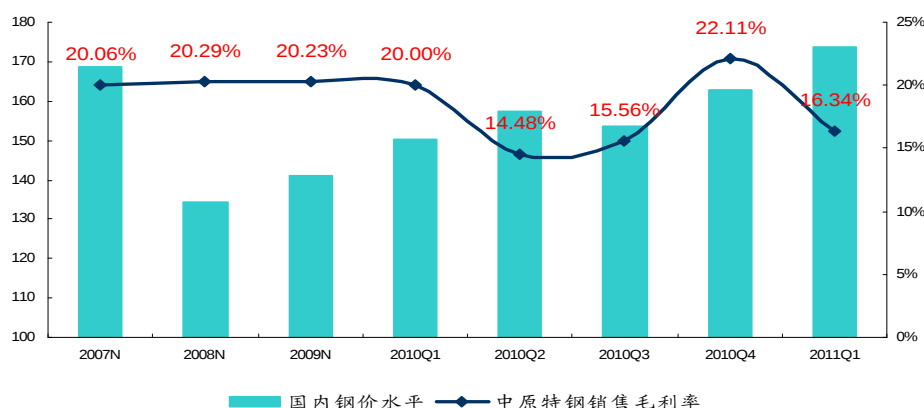


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而盈利能力在 2 季度大幅改善，主要有两点原因：

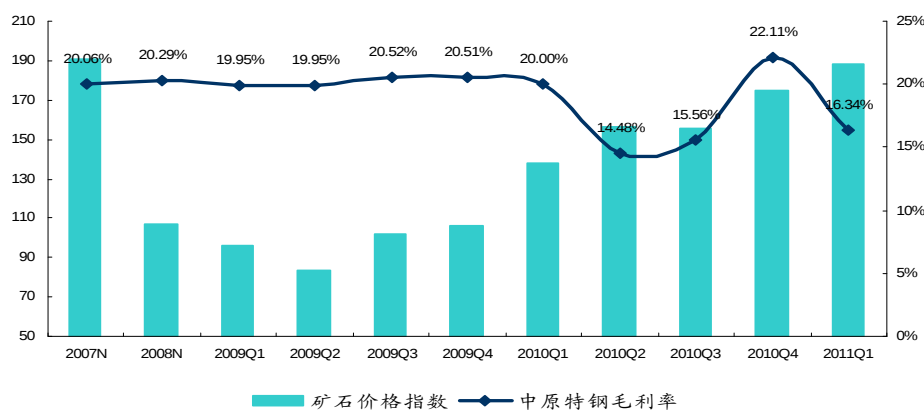
- ✓ 从过去数据来看，2007-2009 年公司毛利率一直维持稳定，这主要得利于较强的技术优势与雄厚的行业经验积累，使得公司可适当根据下游客户的需求与成本端的压力调整其定价策略；
- ✓ 而 2010 年 2 季度以来，公司毛利率的波动开始受成本波动的影响开始加大，这主要源于随着市场竞争的加剧，公司产品成本转嫁的能力也有所削弱。但从 2011 年各季度的单季度表现来看，公司合同仍具备一定的调整空间，从而逐步适应成本端的波动。因此在 1 季度原材料价格大幅上涨而削弱公司盈利能力的同时，2 季度存在一定自然回归的动力；
- ✓ 1 季度公司原材料面临较大幅度的上涨，而直接制约了公司整体盈利能力，2 季度公司努力采取各种措施降本增效，成本压力略有缓解；
- ✓ 2 季度部分募投项目新品种产能开始释放，从整体上也提升了公司内在的盈利实力。

图 2: 公司毛利率在 2007 年-2010 年 1 季度都基本维持稳定



资料来源: Mysteel, Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 3: 2010 年 2 季度开始, 公司毛利率受成本波动影响较大



资料来源: Mysteel, Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 期待主业复苏与募投项目逐步释放, 40 亿意向订单协议有望使公司收入“十二五”期间翻番

公司长期增长一方面来自现有主业的逐步恢复, 另一方面募投项目的释放将使得公司高端品种占比进一步增加。

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: 公司资料, 长江证券研究部

而公司于 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》:

- ✓ 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；

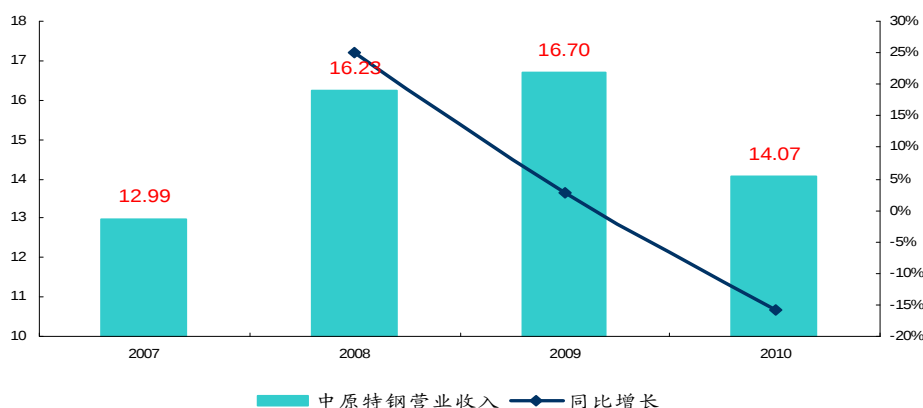
- ✓ 中国南方工业集团公司在河南省及济源市的主要投资发展方向为：能源机械、冶金成套装备、特种钢大型关键部件、汽车零部件等先进制造业；
- ✓ 河南省政府支持中国南方工业集团中原特钢产业结构调整、发展装备制造产业，同意在相关政策方面提供支持和保障。

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能在一定程度上从收入上保障公司“十二五”期间收入翻倍的计划。

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，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，这将更进一步利于公司在国内锻造行业地位的巩固与迈进。

图 4：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

第三，维持“谨慎推荐”评级

我们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。

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	64.65	64.30	44.44	36.30
筹资成本	6	-18	-29	-41	PEG	3.05	3.03	2.10	1.71
其他	-24	0	0	0	PB	3.38	3.24	3.05	2.85
筹资活动现金流净额	666	-18	122	140	EV/EBITDA	37.56	30.06	22.32	18.20
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。