

非汽车交运设备

亚星锚链(601890.SH)/13.50 元

高成本致业绩大幅下滑

事项

8月15日亚星锚链发布了半年报,报告期内,公司实现营业收入9.1亿元,同比减少1.8%;归属于母公司所有者净利润7349万元,同比减少35.5%;对应EPS为0.16元。

主要观点

1. 公司产能利用率98%。报告期公司累计完成产量9.3万吨,其中船用锚链8.7万吨,系泊链0.6万吨,同比分别增加9.3%、9.7%和2.9%。按公司19万吨产能核算,产能利用率达到98%。
2. 公司系泊链收入下降30%、船用锚链收入增加4.6%。我们推测,系泊链收入减少的主要原因是报告期内公司出口系泊链订单以中低端为主,高端产品占比较小,后期将改善。公司同期出口额减少29%。
3. 船用锚链成本上涨是业绩下滑的主要因素。船用锚链仍是公司主要利润来源,报告期内毛利率为14.8%,同比下降12.4个百分点,主要原因是原材料价格上涨,且由于接单周期较长,销售价格无法同步作出调整。
4. 期间费用下降缓解了部分成本压力。报告期内公司期间费用率为10.3%,同比下降2.4个百分点。
5. 资产减值损失同比增加30.1%,主要原因是坏账损失同比增加76.3%。应收账款、其他应收账款同比增加30%以上,我们认为公司目前存在一定的需求风险,公司主要产品船用锚链单价下降4.7%。
6. 后期看点:
 - 中长期仍看好海工市场。在海洋油气资源开发总投资中,装备一般占20%-25%,其中系泊链占1%左右,按未来5年世界海洋油气资源开发年均投资3200亿美元测算,系泊链市场容量接近40亿元。
 - 静待公司产能释放。2013年募投项目完成后,公司系泊链产能将达到8万吨。目前公司系泊链世界市场占有率为20%左右,5年目标是实现市场占有率50%。

盈利预测 由于公司业绩存在一定的不确定性,我仍维持11年/12年净利润增长30%、22%,EPS分别为0.52/0.60元,对应PE分别为25/22倍,鉴于前期股价处于低位,继续维持推荐评级。

风险提示 募投项目建设进度慢于预期,原料价格上涨。

证券分析师: 高利
执业编号: S0360209120018

联系人: 刘建民
Tel: 010-59370870
Email: Liu Jianmin@hczq.com

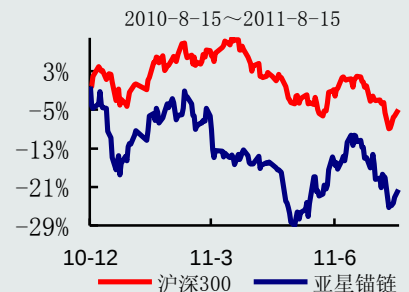
投资评级

投资评级: 推荐
评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	46800
流通A股/B股(万股)	11700/0
资产负债率(%)	20.86
每股净资产(元)	7.73
市盈率(倍)	109.48
市净率(倍)	1.75
12个月内最高/最低价	26.66/12.24

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

《继续看好海工需求》	2011-04-22
《分享“海工蛋糕”》	2011-02-20
《锚链龙头,“绑定”深海》	2010-12-27

1. 公司资产状况

公司主要产品是船用锚链和系泊链，其中锚链产能为 12 万吨，专业系泊链产能为 2 万吨，另有 2 万吨产能既可生产船用锚链，也可以生产系泊链。

图表1. 公司产能情况

项目	产能	归属	最大产能
系泊链产能	专业化系泊链生产机组 (2 万吨)	镇江佳扬新建 (2008 年、2009 年各投产 1 万吨)	19 万吨
机动产能*	锚链改造机组 (2 万吨)	世茂锚链机组改造 1 万吨， 原亚星锚链 1 万吨	
船用锚链	船用锚链 (5 万吨)	正茂船用锚链	
	船用锚链 (7 万吨)	原亚星锚链	

*机动产能即锚链、系泊链均可生产

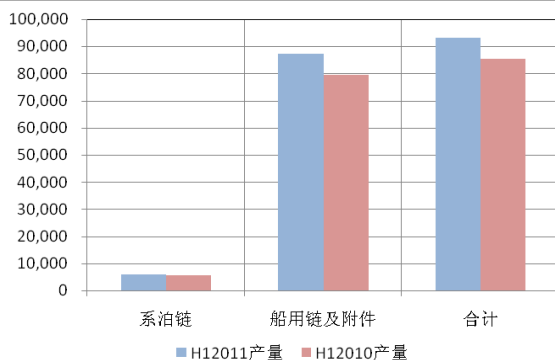
数据来源：华创证券

2. 公司近两年增量空间有限，系泊链价格波动较大

报告期内公司累计完成产量 9.3 万吨，其中船用锚链 8.7 万吨，系泊链 0.6 万吨，同比分别增加 9.3%、9.7%和 2.9%，受产能所限，近两年公司增量空间有限。

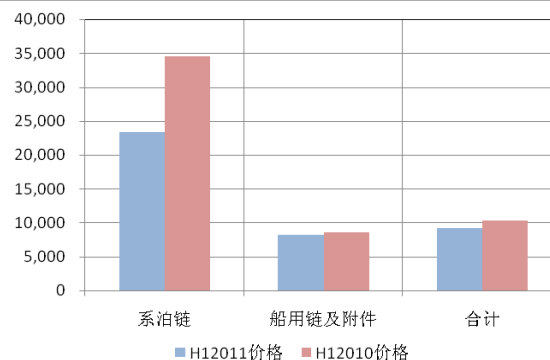
由于系泊链是订单化生产，订单要求产品等级不同导致其价格波动较大，报告期内公司系泊链产品单价为 2.3 万元/吨，同比下降了 32%，这导致了公司业绩存在较大的波动性。

图表2. 2011H1 产量同比增加 3.2%



数据来源：华创证券

图表3. 系泊链价格下跌 32%



数据来源：华创证券

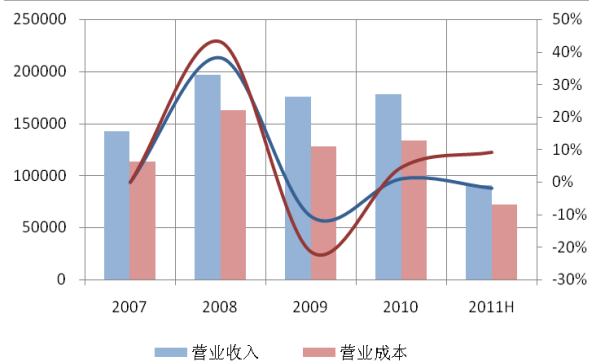
3. 公司业绩下跌的主要原因是船用锚链毛利下降

公司船用锚链收入占比 80%左右，是公司的主要业绩支撑。报告期内，公司业绩大幅下滑的主要原因就是船用锚链毛利率下降，仅为 14.8%，同比下降 12.4 个百分点，由于公司接单周期较长，在钢材原料价格上涨的情况下，销售价格无法同步作出调整。

另外，随着造船景气度的下降，公司船用锚链议价能力有所降低，报告期内船用锚链的单价小幅下降了 4.7%。

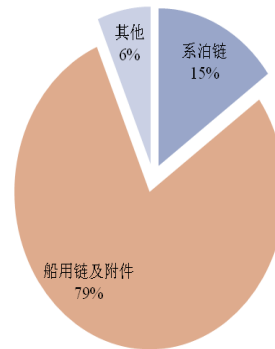
我们认为，公司后期将改进合同模式，采用加成利润定价方式。

图表4. 成本同比上涨 9.2%



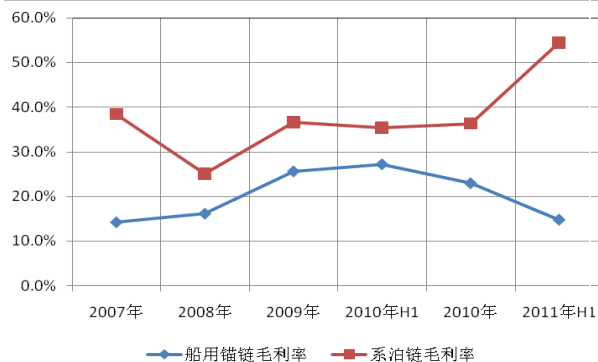
数据来源：华创证券

图表5. 船用锚链收入占比近 80%



数据来源：华创证券

图表6. 船用锚链毛利降低



数据来源：华创证券

图表7. 2011H1 国内钢价同比上涨 22%



数据来源：华创证券

4. 后期重点关注公司产能释放

募投项目达产后将使得公司系泊链产能达到 9 万吨，考虑募投项目有可能提前完成，预计 2012 年公司系泊链产量达到 5 万吨，市场占有率进一步提高。

图表8. 公司募投项目情况

项目名称	总投资	建设期	达产年销售收入	达产年利润额
3 万吨大规格高强度 R4 海洋系泊链建设项目	40064	2	69600	10943
3 万吨超高强度 R5 海洋系泊链技术改造项目	27840	2	75000	11599
江苏亚星锚链研发中心建设项目	3829	2		
合计	71733		144600	22542

数据来源：招股说明书

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3393	3524	3739	#DIV/0!
现金	2357	2415	2413	1
应收账款	373	392	486	0
其它应收款	8	9	7	8
预付账款	137	118	128	128
存货	500	577	687	#DIV/0!
其他	19	13	17	#DIV/0!
非流动资产	450	437	410	#DIV/0!
长期投资	10	7	9	9
固定资产	260	224	188	152
无形资产	95	109	106	103
其他	85	96	107	#DIV/0!
资产总计	3843	3961	4149	#DIV/0!
流动负债	942	1025	980	#DIV/0!
短期借款	233	331	280	#DIV/0!
应付账款	114	93	97	102
其他	595	601	603	#DIV/0!
非流动负债	44	27	23	#DIV/0!
长期借款	6	6	-3	-114
其他	39	21	25	#DIV/0!
负债合计	986	1052	1002	#DIV/0!
少数股东权益	133	151	169	186
股本	468	468	468	468
资本公积金	1955	1814	1814	1814
留存收益	409	584	803	#DIV/0!
归属母公司股东权益	2724	2866	3085	#DIV/0!
负债和股东权益	3843	4069	4257	#DIV/0!

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-116	300	149	#DIV/0!
净利润	166	263	299	#DIV/0!
折旧摊销	34	39	39	39
财务费用	26	11	47	-36
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-355	5	-226	#DIV/0!
其它	13	-18	-9	#DIV/0!
投资活动现金流	-14	-12	0	2
资本支出	39	0	0	0
长期投资	0	-3	2	-0
其他	26	-16	2	1
筹资活动现金流	1765	-228	-151	#DIV/0!
短期借款	-44	98	-51	#DIV/0!
长期借款	-325	-0	-8	-111
普通股增加	198	0	0	0
资本公积增加	1863	-140	0	0
其他	73	-186	-92	#DIV/0!
现金净增加额	1635	59	-2	#DIV/0!

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1778	2060	2472	0
营业成本	1337	1524	1829	#DIV/0!
营业税金及附加	10	12	15	0
营业费用	94	96	112	0
管理费用	112	106	115	0
财务费用	26	11	47	-36
资产减值损失	11	9	9	9
公允价值变动收益	0	10	12	30
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	187	312	358	#DIV/0!
营业外收入	21	15	15	16
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	207	326	372	#DIV/0!
所得税	41	63	73	#DIV/0!
净利润	166	263	299	#DIV/0!
少数股东损益	16	17	18	17
归属母公司净利润	150	245	281	#DIV/0!
EBITDA	248	362	444	#DIV/0!
EPS（元）	0.32	0.52	0.60	#DIV/0!

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	1.1%	15.9%	20.0%	-100.0%
营业利润	-26.1%	66.7%	14.8%	-
归属母公司净利润	-20.1%	63.7%	14.6%	-
获利能力				
毛利率	24.8%	26.0%	26.0%	-
净利率	8.4%	11.9%	11.4%	-
ROE	5.5%	8.6%	9.1%	-
ROIC	19.1%	30.0%	30.9%	-
偿债能力				
资产负债率	25.7%	25.8%	23.5%	-
净负债比率	40.43%	37.06%	34.76%	#DIV/0!
流动比率	3.60	3.44	3.82	-
速动比率	3.07	2.88	3.12	-
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.53	0.61	-
应收帐款周转率	6	5	6	0
应付帐款周转率	13.59	14.67	19.25	-
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.52	0.60	#DIV/0!
每股经营现金	-0.25	0.64	0.32	#DIV/0!
每股净资产	5.82	6.12	6.59	#DIV/0!
估值比率				
P/E	42.15	25.76	22.48	-
P/B	2.32	2.20	2.05	-
EV/EBITDA	18	12	10	-

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801