

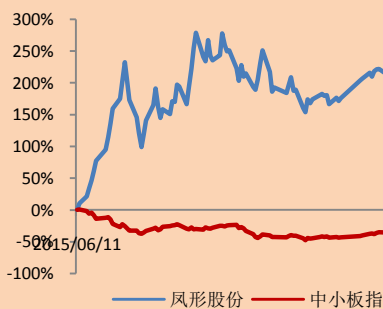


凤形股份 (002760)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2015-11-4

股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy_1987@163.com

联系人: 高欣宇

0551-65161837

gaoxy_pro@126.com

下游需求低迷, 公司业绩下探

——凤形股份 (002760) 三季度点评

事件:

10月29日凤形股份发布三季报, 1-9月份公司实现营业收入3.15亿元, 同比减少18.89%, 实现归属上市公司股东的净利润1977.37万元, 同比减少23.55%, 实现每股收益0.27元, 同比减少30.77%。

主要观点:

□ 下游行业景气度低迷, 公司业绩下滑趋势加速

公司是全国规模最大的耐磨材料专业生产企业, 市场占有率约6%, 下游客户主要为水泥、矿山等周期性行业, 受宏观经济影响公司下游客户产能下滑显著, 对公司三季度业绩冲击尤甚。1-9月份公司营收同比下滑18.89%, 三季度单季下滑33.19%。虽然公司上游主要原材料废钢、生铁以及熔铁价格大幅下滑, 但公司产品受下游景气度低迷的影响售价也相应下降, 1-9月份公司产品毛利率较去年同期下降1.45个百分点, 三季度单季较去年同期下降1.97个百分点, 而公司前三季度管理费用升2.61%, 三季度单季升7.21%, 导致营业利润同比下滑49.25%。1-9月份公司营业外收入同比增107.6%, 导致公司净利润同比降幅为23.55%, 而扣非净利润同比降幅为49.68%, 三季度单季净利润下滑趋势更为显著, 公司单季净利润下滑82.7%, 扣费净利润降幅达209.65%。下游销售的不景气也导致公司前三季度经营活动产生的现金流净额大幅下降1069.63%, 公司业绩下滑呈加速态势。

□ 下游转型阵痛传导短期难免, 中高端耐磨铸件市场空间远景清晰

近年来, 宏观经济下行叠加转型升级压力及节能减排政策施压, 公司下游客户产能、绩效收缩显著, 下游转型阵痛传导影响公司业绩短期难以避免。中长期来看, 下游企业转型升级及国家节能减排驱动将促进高性能耐磨材料的普及推广, 耐磨铸件行业的市场集中度也有望得以提升, 中高端耐磨铸件市场空间远景清晰。

□ 规模、技术、工艺等方面优势显著, 中高端耐磨铸件市场的引领者

公司目前是国内行业最大的耐磨球生产企业, 产能约8.5万吨, 公司产能在充分利用的情况下可达到10万吨。公司IPO募投项目年产5万吨研磨介质(球、段)生产建设项目建设周期为1.5年, 项目达产后产能将提高到13.5万吨, 公司在规模、技术、工艺等方面均处于工业领先地位, 随着耐磨球段市场需求向高性能、高品质的高铬球段转变, 公司作为中高端耐磨铸件市场的引领者前景看好。

□ 拟于再生资源公司合作降低成本提升绩效

公司下游行业转型阵痛难免会传导影响公司短期业绩表现，面对下游行业持续低迷现状，公司主动降低上游原材料成本，提升绩效。10月29日公司与宁国双赢再生资源有限公司签订项目合作意向协定，拟合作设立废钢铁加工配送中心，主营再生资源回收、加工和销售，年加工能力设计为20万吨废钢铁。

□ 盈利预测与估值

当前宏观经济趋势尚不明朗，公司下游客户的复苏周期仍难确定，2015年公司业绩下滑态势难逆转。2016年我们预计整个宏观经济稳中有进，且公司募投项目开始贡献产能，预计公司16年营收、毛利等核心假设条件将得以改善。我们预计公司2015-2017年的EPS分别为0.35元、0.55元、0.60，对应的PE分别为115倍、73倍、67倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	522	428	471	542
收入同比(%)	-9%	-18%	10%	15%
归属母公司净利润	37	31	48	52
净利润同比(%)	-13%	-17%	57%	8%
毛利率(%)	26.4%	24.0%	26.5%	27.0%
ROE(%)	9.4%	6.4%	9.3%	9.3%
每股收益(元)	0.42	0.35	0.55	0.60
P/E	94.82	114.63	72.91	67.22
P/B	8.93	7.87	7.11	6.43
EV/EBITDA	0	56	43	42

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	346	598	577	463	营业收入	522	428	471	542
现金	104	433	394	258	营业成本	384	325	346	395
应收账款	84	51	61	74	营业税金及附加	4	4	5	5
其他应收款	6	3	4	5	销售费用	46	33	35	44
预付账款	0	(15)	(21)	(29)	管理费用	37	33	33	39
存货	116	101	110	123	财务费用	9	0	(2)	(1)
其他流动资产	35	24	28	33	资产减值损失	3	(1)	0	0
非流动资产	585	542	524	491	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	80	70	79	76	投资净收益	(2)	0	0	0
固定资产	367	344	321	298	营业利润	37	33	54	59
无形资产	37	34	32	30	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	101	94	92	88	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	931	1,141	1,100	954	利润总额	43	33	54	59
流动负债	303	273	273	271	所得税	6	5	8	9
短期借款	101	99	97	96	净利润	37	28	46	50
应付账款	90	55	60	76	少数股东损益	0	(2)	(3)	(2)
其他流动负债	112	120	117	99	归属母公司净利润	37	31	48	52
非流动负债	233	423	337	143	EBITDA	60	59	78	84
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.42	0.35	0.55	0.60
其他非流动负债	230	420	334	140					
负债合计	536	696	609	414					
少数股东权益	0	(2)	(5)	(7)	主要财务比率				
股本	66	88	88	88	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
资本公积	110	110	110	110	成长能力				
留存收益	218	249	297	350	营业收入	-9.45%	-18.00%	10.00%	15.00%
归属母公司股东权益	395	447	496	548	营业利润	8.99%	-8.85%	61.75%	9.30%
负债和股东权益	931	1,141	1,100	954	归属于母公司净利润	-12.99%	-17.28%	57.23%	8.45%
					获利能力				
					毛利率(%)	26.38%	24.00%	26.50%	27.00%
					净利率(%)	7.12%	7.18%	10.26%	9.68%
					ROE(%)	9.41%	6.36%	9.33%	9.26%
					ROIC(%)	7.78%	6.61%	17.77%	14.43%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	57.59%	60.98%	55.39%	43.33%
					净负债比率(%)	3.81%	-9.35%	26.55%	33.58%
					流动比率	1.14	2.19	2.11	1.71
					速动比率	0.76	1.82	1.71	1.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.41	0.42	0.53
					应收账款周转率	7.64	6.82	8.99	8.61
					应付账款周转率	7.47	5.94	8.25	8.01
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.35	0.55	0.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	2.79	(0.35)	(1.45)
					每股净资产(最新摊薄)	4.49	5.08	5.63	6.23
					估值比率				
					P/E	94.8	114.6	72.9	67.2
					P/B	8.9	7.9	7.1	6.4
					EV/EBITDA	0.00	55.92	43.44	41.96

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。