

中原特钢 002423

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

细分行业龙头 定位基本合理

投资要点

- 中原特钢主要从事工业专用装备及大型特殊钢精锻件的研发、生产、销售和服务，是国内目前拥有从熔炼、锻造、热处理到机械加工完整生产线的大型锻件生产企业。
- 公司主要产品包括工业专用装备、大型特殊钢精锻件两大类，五种产品。是亚洲最大的限动芯棒生产企业，是国内最大的无磁钻铤生产企业，国内市场占有率达80%左右，公司产品曾多次荣获国家级、省级奖项，也先后取得全世界多个船级社的认证。
- 公司生产工序完整，除拥有熔炼、锻造能力外，还具备强大的机械加工、热处理能力，生产工序完整，工艺可控能力强，为公司确立了市场竞争优势。公司在主营产品在很大程度上拥有定价权，可以通过与上下游企业议价来减少原材料价格上涨的影响，并通过及时调整销售价格，提高销售收入转移大部分原材料价格波动带来的成本波动的压力。
- 中原特钢本次募集资金投资项目均为技术改造项目，项目完成后，公司的产能将能提升38.5%。
- 我们预测公司2010年至2012年EPS分别为0.29元、0.37元、0.47元，合理估值水平应该为2010年27-33倍PE之间，公司目前发行价为9元，即2010年31倍PE，定位基本合理。预计上市首日价格区间在7.8-9.6元之间。

黑色金属冶炼及压延加工业 2010-05-24

评级

不评级

上市首日价格区间

7.83-9.57

发行价格

9.00

基础数据（发行前）

发行股本（百万股）

79.00

发行后总股本（百万股）

465.51

每股收益（元）

0.35

每股净资产（元）

2.61

净资产收益率

13.37%

行业研究员：万炜、张欣

证书编号

S0820208030013

电话

021-32229888-3502

E-mail

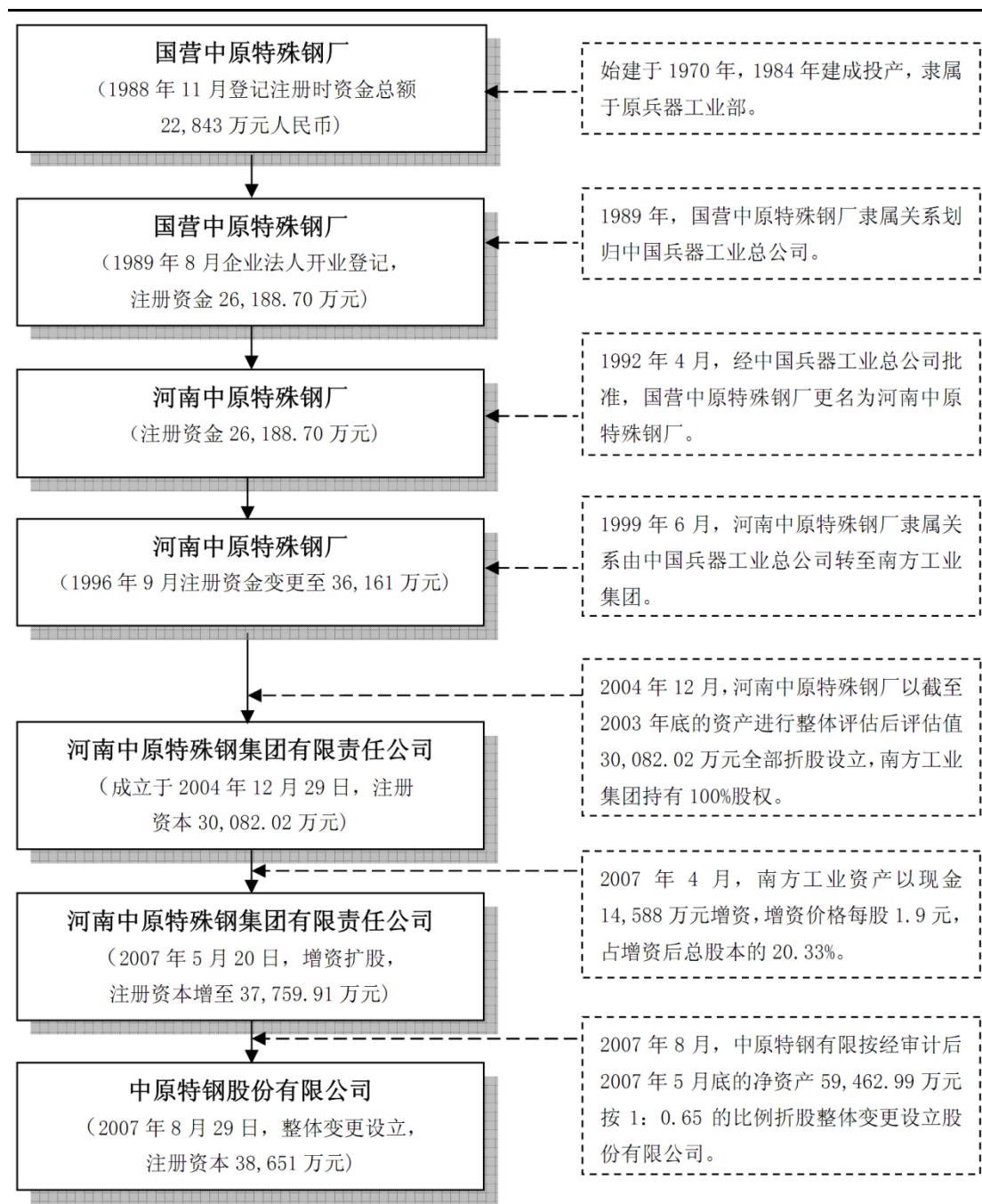
wanwei@ajzq.com

一、公司简介

1、历史沿革

中原特钢股份有限公司（以下简称中原特钢）成立于 2007 年 8 月 29 日，是经国务院国资委、国防科工委、南方工业集团批准，由河南中原特殊钢有限责任公司整体变更设立而来。其前身国营中原特殊钢厂是一家隶属于原兵器工业部的军工企业。图表 1 为公司的历史沿革的简要情况。

图表 1 中原特钢历史沿革



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

2、主要产品

公司主要从事工业专用装备及大型特殊钢精锻件的研发、生产、销售和服务，是国内目前拥有从熔炼、锻造、热处理到机械加工完整生产线的大型锻件生产企业，主要产品包括石油钻具、限动芯棒、铸管模等工业专用装备，以及冶金轧辊、模具钢、定制精锻件等大型特殊钢精锻件。公司主要产品的用途见图表 2。

图表 2 中原特钢主要产品及用途

产品类别	主要产品	用途
工业专用设备	石油钻具	是石油及天然气钻探开采过程中钻采设备使用的重要专用装备，具体包括钻铤、钻杆、转换接头、扶正器等。
	限动芯棒	是轧管机组中重要的工模具，通常与轧辊共同作用，将穿孔后的管坯轧制成各种尺寸的无缝钢管。
	铸管模	全称为离心球墨铸铁管用管模，是用于离心铸造球墨铸铁管的模具。
大型特殊钢精锻件	定制精锻件	广泛应用于电站、冶金、石油化工、造船、模具制造、铁道车辆、建筑机械、重矿机械等行业。
	机械加工件	主要有冶金轧辊等产品，应用于冶金行业行业。

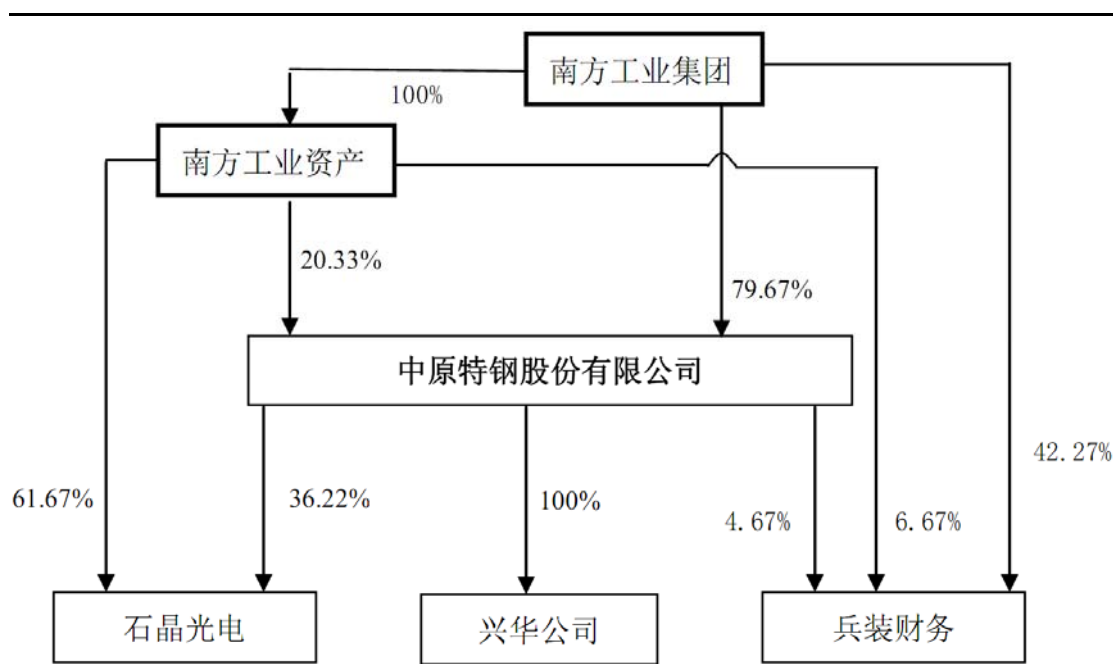
资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

3、股权结构及实际控制人

中原特钢的实际控制人是南方工业集团，后者直接持有中原特钢发行前总股本的 79.67%，并通过其全资子公司南方工业资产间接持有中原特钢 20.33%，两者合计 100%。

南方工业集团是国务院国资委直属的特大型国有企业集团，是国家授权投资的机构和资产经营主体，目前总资产 1861.7 亿元。南方工业集团并不直接从事具体业务的经营，各项业务主要通过其控股子公司和附属企业完成，其下属的企业主要从事汽车、摩托车、光电产品的生产、研发、销售，以及特种装备的经营，拥有如长安汽车、嘉陵摩托等一大批国内知名企业。

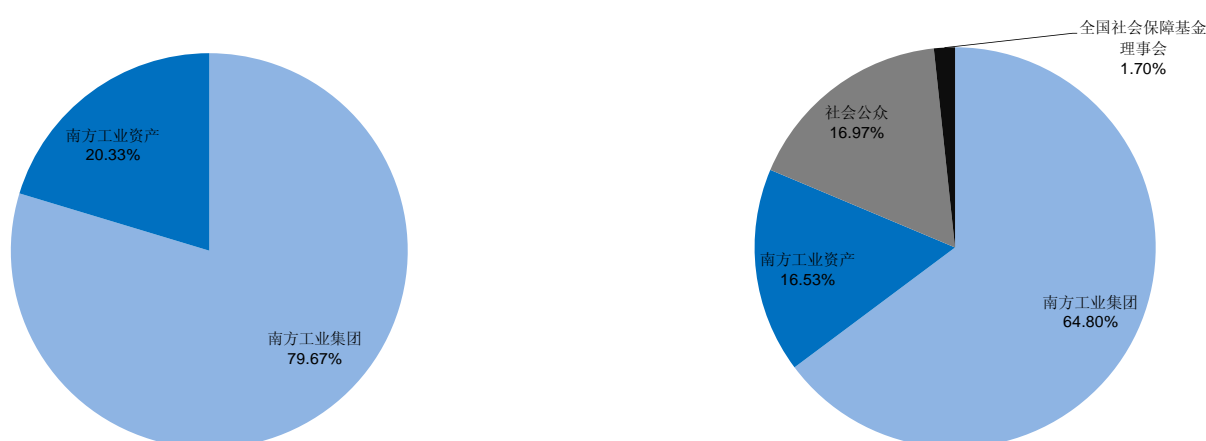
图表 3 中原特钢发行前股权结构示意图



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

中原特钢本次拟发行不超过 7,900 万股，占发行后总股本不超过 16.97%。本次发行前后发行人股本结构如图表 4。发行后的实际控制人仍是南方工业集团。

图表 4 中原特钢股票发行前后股权结构对比



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

二、投资要点

1、所处行业有较大增长潜力

前面我们已经提到过，中原特钢主要产品包括工业专用装备、大型特殊钢精锻件两大类，五种产品。具体见图表 5。

图表 5 公司主要产品市场状况分析

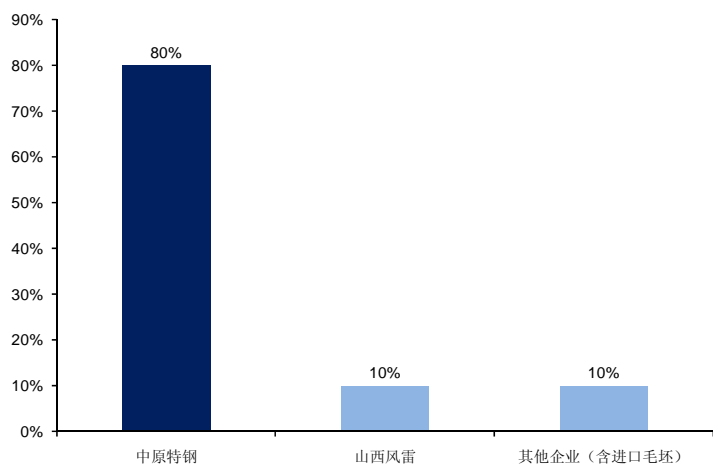
主要产品	供需形式	市场状况
石油钻具	随着石油天然气价格处于高位，国内国外勘探力度加大，国内外大型石油企业如对高端石油钻具的需求量进一步增加，目前大规格石油钻具处于供不应求的状态，小规格石油钻具市场供求则相对均衡。	稳定增长
限动芯棒	限动芯棒的需求源于无缝钢管市场需求稳步增加，中国作为世界最大的无缝钢管生产国，数量巨大的无缝钢管轧管机对限动芯棒的需求保持稳定增长，中原特钢目前为国内唯一一家限动芯棒生产企业。市场需求旺盛，供应不足。	快速发展
铸管膜	由于管道建设、管网改造等方面带来的大量球墨铸铁管的需求，国内以新兴铸管为代表的铸铁管生产企业对铸管膜的需求量将稳步增加。而国内铸管膜生产企业约 10 余家，主导企业主要为包括中原特钢在内的三家厂商，供需保持相对稳定。	相对稳定
定制精锻件	与我国装备制造业发展目标相对应，大量工业企业开始采用新装备、新技术，对于生产成套、成线设备的核心部件的精锻件的需求日益增加。随着我国大型装备制造逐步实现国产化，将增加精锻件的市场需求。	市场需求 快速增加
机械加工件	以冶金轧辊为例，近年来全球钢铁产量大幅增长，世界范围内冶金轧辊需求以每年超过 5% 的速度递增，国内冶金轧辊总需求量则以 20% 以上的速度递增。	稳步增长

资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

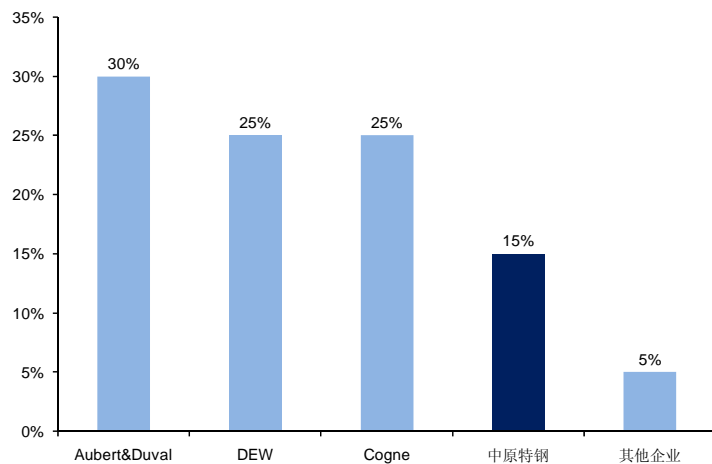
2、公司是多个细分行业龙头，市场占有率处于行业领先地位

中原特钢是亚洲最大的限动芯棒生产企业，是国内最大的无磁钻铤生产企业，国内市场占有率达 80% 左右，公司产品曾多次荣获国家级、省级奖项，也先后取得全世界多个船级社的认证。经过十多年的经营努力，中原特钢目前已成为众多国内外行业领先企业的重要供应商，客户包括中石油、中石化、宝钢、鞍钢等。图表 6-9 是公司部分产品市场占有率。

图表 6 2007 年无磁钻铤国内市场占有率

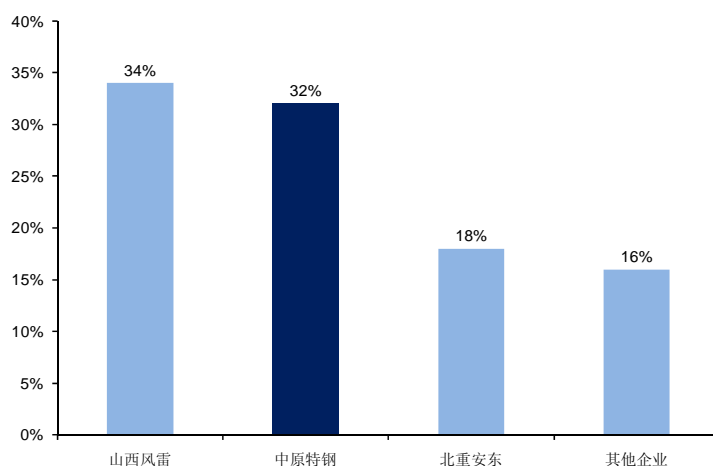


图表 7 限动芯棒全球市场占有率

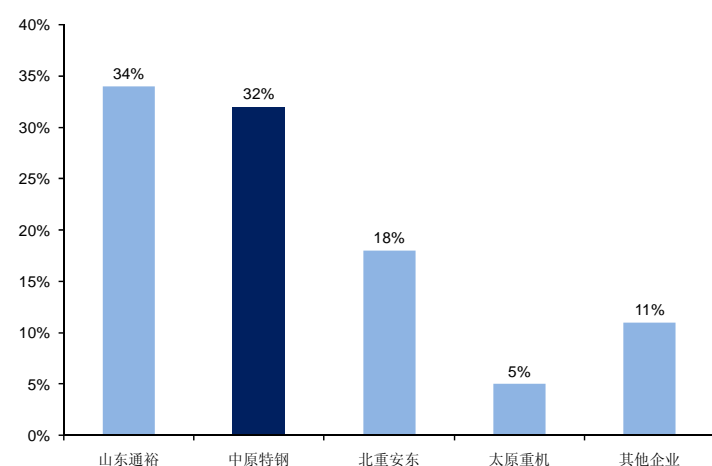


资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

图表 8 2008 年石油钻铤国内市场占有率



图表 9 2008 年铸管模国内市场占有率



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

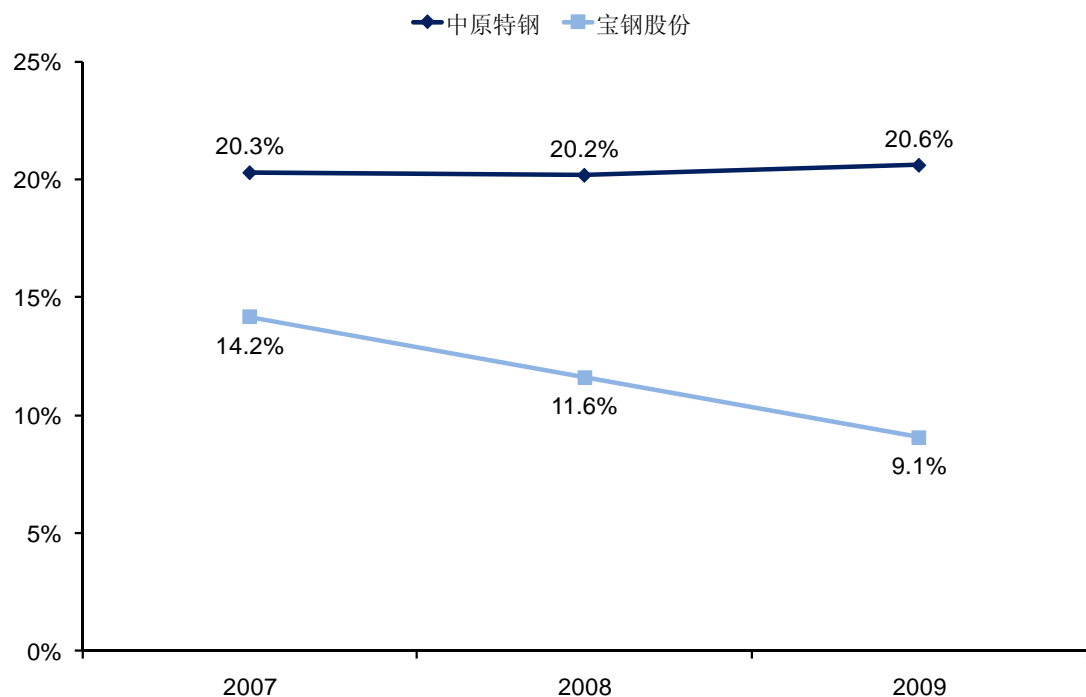
3、公司具有完整生产链的优势，盈利能力稳定

中原特钢生产工序完整，除拥有熔炼、锻造能力外，还具备强大的机械加工、热处理能力，生产工序完整，工艺可控能力强，为公司确立了市场竞争优势：（1）能够以较低成本获取特殊钢原材料；（2）能够以完整生产链满足客户特殊需求。

由于具有了这些优势，公司对于主营产品在很大程度上拥有定价权，可以通过与上下游企业议价来减少原材料价格上涨的影响，并通过及时调整销售价格，提高销售收入转移大部分原材料价格波动带来的成本波动的压力。从图表 10 可以看出，相对于同样拥有一定程度定价权的普钢企业宝钢股份，近几年因钢价波动较大和成本大幅上涨而出现毛利率

下滑的情况，而公司由于身处特钢行业而且又有自身的优势，盈利能力一直保持稳定。

图表 10 中原特钢及宝钢股份近 3 年毛利率对比



资料来源：招股说明书，Wind，爱建证券研究发展总部

4、具有设备及技术优势

中原特钢拥有目前国内最大的精锻机以及从熔炼到锻造、机械加工、热处理所需的具有国内或国际先进水平的工艺装备和理化检测手段，部分核心技术国内独有，具有行业领先性。保证了公司生产工艺的先进性和稳定性，使公司在同行业中具备较强的竞争优势。

三、盈利预测

中原特钢本次募集资金投资项目均为技术改造项目，主要目的是提升公司锻造能力，增加限动芯棒、石油钻具等产品的产能，节约能源消耗。见图表 11。

图表 11 公司募集资金投资项目明细（单位：万元）

项目名称	投资计划				总计
	第一年	第二年	第三年	第四年	
综合技术改造 一期工程	15,954.4	20,917.7	-	-	36,872.1
SX-65 精锻机 现代化改造	3,000.0	1,700.0	13,500.0	800.0	19,000.0
综合节能技术 改造工程	6,816.0	4,591.0	-	-	11,407.0
合计	25,770.4	27,208.7	13,500.0	800.0	67,279.1

资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

项目完成后，公司的产能将提升 38.5%，图表 12 是公司项目完工后新增产能的情况。

图表 12 中原特钢募集资金项目完工后产能增长明细（单位：吨）

产品类别	产品名称	目前产能	项目完工后产能	产能增加	产能增幅
工业专用设备	石油钻具	15,000	25,400	10,400	69.3%
	限动芯棒	7,000	14,000	7,000	100.0%
	铸管模	1,400	1,400		
	高压锅炉管	6,000	6,000		
	其他	4,000	4,000		
大型特殊钢	定制精锻件	50,000	50,000		
	机械加工件	6,000	23,000	17,000	283.3%
	其中：				
	精锻件				
	冶金轧辊	2,000	10,000	8,000	400.0%
	模具钢	-	5,000	5,000	
	风力发电主轴	-	4,000	4,000	
合计		89,400	123,800	34,400	38.5%

资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

由于特钢行业从生产工艺到产品用途与普通碳钢都有着很大差别，因此普通碳钢所面临的诸如产能过剩、原材料价格上涨对中原特钢而言，都不会构成太大的问题，而公司的产品都具有良好市场前景，即便有成本上涨压力也能够通过向下游提价转移释放，使毛利率继续保持稳定。我们预测公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元、0.47 元，见图表 13。

图表 13 中原特钢盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,622.8	1,669.6	2,009.3	2,418.5	2,827.9
营业收入	1,622.8	1,669.6	2,009.3	2,418.5	2,827.9
二、营业总成本	1,517.2	1,571.1	1,610.8	1,919.4	2,220.5
营业成本	1,293.5	1,331.8	1,610.8	1,919.4	2,220.5
营业税金及附加	6.4	7.2	7.9	9.5	11.2
销售费用	24.3	27.6	31.7	38.1	44.6
管理费用	170.6	208.0	229.1	275.7	322.4
财务费用	19.3	7.1	11.4	13.7	16.0
资产减值损失	3.2	-10.6	2.0	2.0	2.0
三、其他经营收益					
投资净收益	5.1	5.3	4.3	4.3	4.3
四、营业利润	110.7	103.8	120.7	164.2	215.5
加：营业外收入	32.8	47.8	43.0	43.0	43.0
减：营业外支出	1.3	0.6	2.6	2.6	2.6
五、利润总额	142.2	151.0	161.1	204.5	255.9
减：所得税	13.4	16.2	24.2	30.7	38.4
六、净利润	128.8	134.8	136.9	173.9	217.5
减：少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	128.8	134.8	136.9	173.9	217.5
七、每股收益：					
基本每股收益(元)	0.33	0.35	0.29	0.37	0.47
按发行后股本摊薄					
每股收益(元)	0.28	0.29	0.29	0.37	0.47

资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

四、估值与评级

目前 A 股市场上市的特钢公司主要有大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢、久立特材和方大特钢这五家，其目前的市场表现如下。

图表 14 A 股上市特钢公司市场表现

	最新价	EPS		BVPS(MRQ)	PE		PB(MRQ)
		2009	2010E		2009	2010E	
大冶特钢	12.09	0.74	0.95	4.87	16.3	12.8	2.48
久立特材	19.47	0.60	0.69	8.37	32.6	28.4	2.33
西宁特钢	7.79	0.05	0.30	3.33	155.8	25.9	2.34
抚顺特钢	5.83	0.05	0.10	3.15	113.9	59.7	1.85
方大特钢	8.59	0.05	0.58	2.67	179.3	14.8	3.22
平均					99.6	28.3	2.44

资料来源：Wind，爱建证券研究发展总部

从目前已上市的特钢公司表现来看，我们觉得中原特钢的合理估值水平应该为 2010 年 27-33 倍 PE 之间，公司目前发行价为 9 元，即 2010 年 31 倍 PE，定位基本合理。预计上市首日价格区间在 7.8-9.6 元之间。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。