

2010-07-14

机械、设备、仪表

公司研究 / 深度研究

中原特钢 (002423)

## 三年再造一个中原特钢

买入 / 首次评级

股价: RMB8.05

分析师

黄静

SAC 执业证书编号:S1000208120164

+755-82492060 huangjing@lhqz.com

联系人

刘晓

+755-82364269 liuxiao@lhqz.com

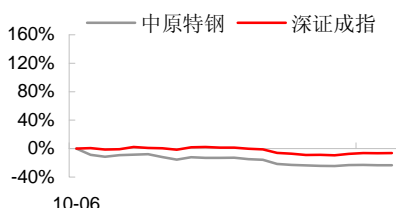
- 公司是国内大型特殊钢精锻件龙头企业，拥有从熔炼、锻造、热处理到机械加工完整生产线，主要产品包括石油钻具、限动芯棒、铸管模等工业专用装备，及冶金轧辊、模具钢、定制精锻件等大型特殊钢精锻件。
- 公司定位于大型深加工精密锻件市场。与一重、二重等装备万吨级以上水压机，发展超大型锻件坯料产品的技术路线相区别，公司依靠其国内领先的“冶炼 — 快锻液压机 — 精锻机 — 机械深加工”生产线装备，致力于发展延伸至产成品的精密锻造完整产业链，在其所服务的各子行业处于寡头垄断地位，未来将主要面对国外竞争。
- 公司当前处于新一轮扩张的起始点。借助募集资金项目改扩建产线装备，公司欲实现：1)、原有产品升级换代，在高规格、大口径锻件产品上突破与扩张，在此高端市场上赢取进口替代与海外输出；2)、依托其在大型深加工精密锻件领域的装备与技术优势，拓展下游更具成长性的新应用领域。如公司目前已初步实现在风力发电机主轴行业的生产销售，在模具扁钢市场的拓展正在顺利进行中，同时计划开发高速铁路锻件轴等新兴领域。
- 与市场认识差异：募投项目进度快于市场预期，对公司业绩的增进在 2011 年即可充分体现。公司募投项目在 IPO 融资实施前已经启动，目前部分新建产线已投入正式生产。同时不同于一般新投产项目在全部分完成后方逐步释放业绩的特性，由于本次募投项目重点解决公司在锻压、加工环节的瓶颈问题，随加工设备的分批安装，新增产能将随工程开展而均匀释放，项目达产进度早于市场预期。公司增长远景优于市场预期。公司未来发展将不限于现有市场的升级进口替代，还将把自身技术优势不断延伸运用于下游更具成长性的新领域。随我国重工业化进程的延续公司在未来 5 年将维持高速增长，管理层初步设定 5 年后营业收入将达到 50 亿元。
- 首次给予“买入”投资评级。基于公司新建项目进程判断，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.46 元、0.53 元，参考可比上市公司相对估值水平，并结合 DCF 绝对估值 12 元评估结果，我们认为公司合理价值区间应在 10-12 元，对应 22-26 × 2011PE，首次给予“买入”投资评级。

### 相关研究

### 基础数据

总股本(百万股)	466
流通 A 股(百万股)	63
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	509

### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1669.6	364.5	1921	2370	2570
(+/-%)	2.9	0.0	15.0%	23.4%	8.5%
归属母公司净利润(百万元)	134.8	28.7	144	213	249
(+/-%)	4.7	0.0	6.9%	47.9%	16.6%
EPS(元)	0.29	0.06	0.31	0.46	0.53
P/E(倍)	27.8	130.5	26.61	17.99	15.44

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

投资要点 .....	3
投资评级与估值.....	3
关键假设 .....	3
有别于大众认识.....	3
关于公司行业属性的澄清 .....	4
发展轨迹 —— 专注于特殊钢精锻领域.....	5
公司概况 .....	5
历史沿革 —— 军转民的华丽转身.....	5
本次 IPO 概括 .....	6
竞争策略 —— 精密锻件细分市场龙头.....	6
锻压行业概括 .....	6
我国锻造市场竞争格局.....	7
市场定位 —— 精密锻造细分市场龙头 .....	9
愿景规划 —— 站在新一轮扩张的起点.....	10
扩张规划 .....	10
扩张潜在瓶颈与解决步骤 .....	11
募投项目进度将快于市场预期 .....	12
公司增长远景优于市场预期.....	13
弱水三千 —— 下游市场的演进与开拓.....	13
原有市场的深耕.....	13
新兴市场的开拓.....	19
公司业绩预测 .....	24
公司税收问题说明 .....	25
估值与投资建议.....	25
绝对估值 .....	25
相对估值 .....	26
投资建议 .....	27
风险提示 .....	27

## 投资要点

### 投资评级与估值

根据公司未来盈利稳定增长的商业特质，我们采用 DCF 方法确定公司的合理内在价值，约为 12 元/股，基于 2010 年 0.31 元，2011 年 0.46 元 EPS 的隐含市盈率为  $38.71 \times 2010PE$ ， $26.09 \times 2011PE$ 。

同时参考相对估值方法，我们选取了与中原特钢处于相类似领域的机械类公司进行估值对比，2010 年平均 PE 为  $28 \times$ ，2011 年平均 PE 为  $22 \times$ 。考虑到公司正处于新一轮扩张期的初始阶段，我们的预测尚未包含公司潜在新开发产品对业绩的可能拉动，故公司理应获得较可比公司一定的估值溢价，我们认为中原特钢的合理估值区间为  $22-25 \times 2011$  年 PE，对应  $33-37 \times 2010$  年 PE，即 10-11.5 元。

综合两种估值方法，我们认为公司的合理估值区间为 10-12 元。首次给予“买入”投资评级。

### 关键假设

公司募投项目将在 2011 年底全面达产；

公司的产能扩张在募投项目完工后仍将延续，继综合技术改造一期完工后，公司将在承留产业园区继续开展二期工程建设，在 2010-2015 年保持持续增长，将总产能由目前的 10 万吨扩增至 20 万吨；

公司通过募投项目产线改造后开发的高端锻件产品可顺利实现进口替代，拉升公司的整体毛利率水平。

### 有别于大众认识

#### 募投项目进度将快于市场预期

首先，在 IPO 融资实施之前，公司的募投项目已经启动。我们在实地调研中了解到公司项目进展顺利，于济源市承留产业园区购入 487 亩土地以重点实施综合技术改造一期工程，目前新产区的前期五通一平等工程已完成，截至 2010 年 6 月已建成两座风电主轴加工车间投入正式生产，已实现 500 支、5000 吨风电主轴加工生产能力。

其次，不同于一般新投产项目在全部分完成后方逐步释放业绩的特性，由于本次募投项目重点解决公司在锻压、加工环节的瓶颈问题，随加工设备的陆续安装，公司的新增产能将随工程开展而均匀释放，同时自设备安装完成至实现正常运转的初期调试阶段也在 1 个月内，意味着项目的达产程度要早于市场预期，项目对公司经营业绩的增进在 2011 年就可充分体现。

我们判断公司目前的扩产升级瓶颈主要在锻造、加工环节，而下游需求瓶颈还远未触及。公司表示随设备升级的实施，下游市场的进口替代进程将顺利进行。

#### 公司增长远景优于市场预期

公司未来发展将不限于现有市场的升级进口替代，还将把自身技术优势不断延伸运用于下游更具成长性的新领域。随我国重工业化进程的延续公司在未来 5 年将维持高速增长，管理层初步设定 5 年后营业收入将达到 50 亿元。

公司目前较低的资产负债结构（本轮融资后资产负债率降至 35%）支持公司进一步扩张的融资需求，同时财务杠杆的适度增加将提升公司的净资产回报率水平。

#### 关于公司行业属性的澄清

公司名称中特钢字样虽易被归类于钢铁企业，但其实际应归属于大型锻件制造业，与典型钢铁企业存在显著区别：

#### 产业链环节延伸至成品制造

典型钢铁企业主要完成原料冶炼至钢材轧制的原料初加工环节，为下游制造业提供初级钢材投入品；而中原特钢从事自原料冶炼、锻造、热处理、机械加工至成品的完整工序。其涉足的产业链环节更长，特别是涉及附加值更高的深加工环节，因而赢取更高的毛利水平。

#### 工艺流程复杂

与钢铁企业典型的炼铁—炼钢—轧材生产流程相区别，中原特钢以废钢为主要原料进行电炉冶炼，在冶炼环节的初始资本投入较低；但在后端环节的工序较长，涉及多次精炼与加工处理，资本投入较高。

同时中原特钢采用与钢铁企业轧制不同的锻造工艺，适于处理单件质量更大的钢坯加工处理，为重工业装备提供关键生产部件。

#### 成本加成的稳定盈利模式

与钢铁业集中度较低，利润随下游需求变动而剧烈波动的行业特性相区别，公司所处锻造行业的集中度更高，公司作为龙头企业拥有一定的定价权利，且由于公司的产品交付期长（平均为 3 个月），一般与客户供货协议中都规定产成品价格随原料价格波动而相应调整的条款，因而公司可保持较稳定的毛利率水平。

## 发展轨迹 — 专注于特殊钢精锻领域

### 公司概况

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。

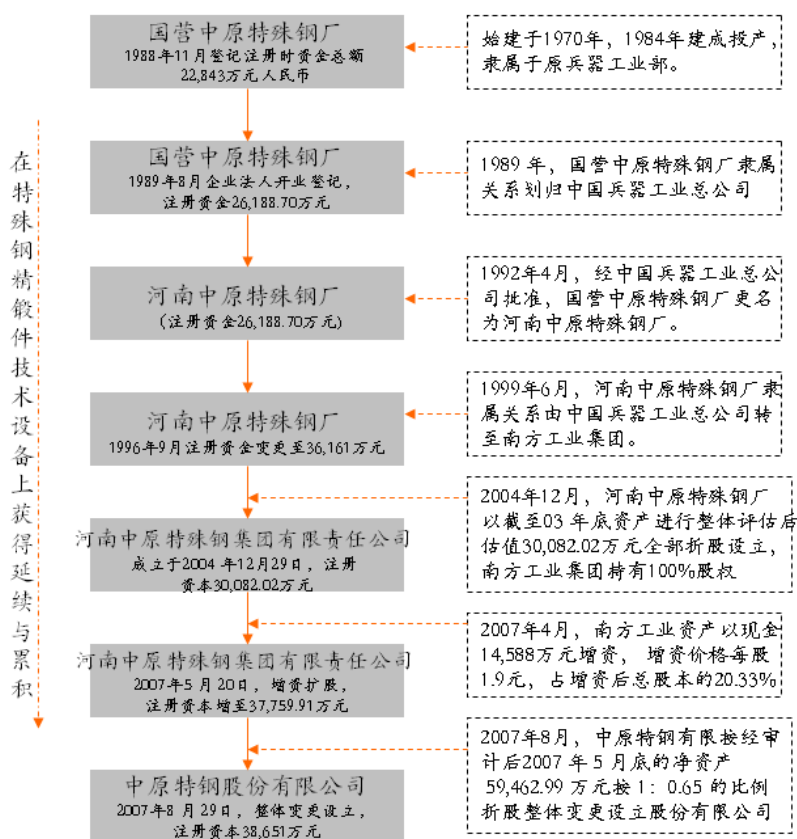
### 历史沿革 — 军转民的华丽转身

公司前身最早可追溯至始建于 1970 年的国营中原特殊钢厂，为原兵器工业部下属军工企业。随兵器工业部历年数次改制成立为中国北方工业集团公司（即中国兵器工业集团公司）、中国南方工业集团公司（中国兵器装备集团公司）两大军工集团，公司也历经数次改制变更设立为现存公司。

做为原兵器工业部下属从事军工武器装备锻造的重点企业，公司集国家锻造产业的人才技术与先进装备于一身，在大型特殊钢精锻件的研发、生产上处于国内领先地位，随军转民的转型建设，依靠其精锻件核心装备、技术实力，在石油开采、冶金等重工业配件制造领域居于龙头地位。

我们预计公司未来仍将依托其锻造技术优势，不断拓展下游应用领域，赢取持续成长。

图 1、中原特钢历史沿革概括



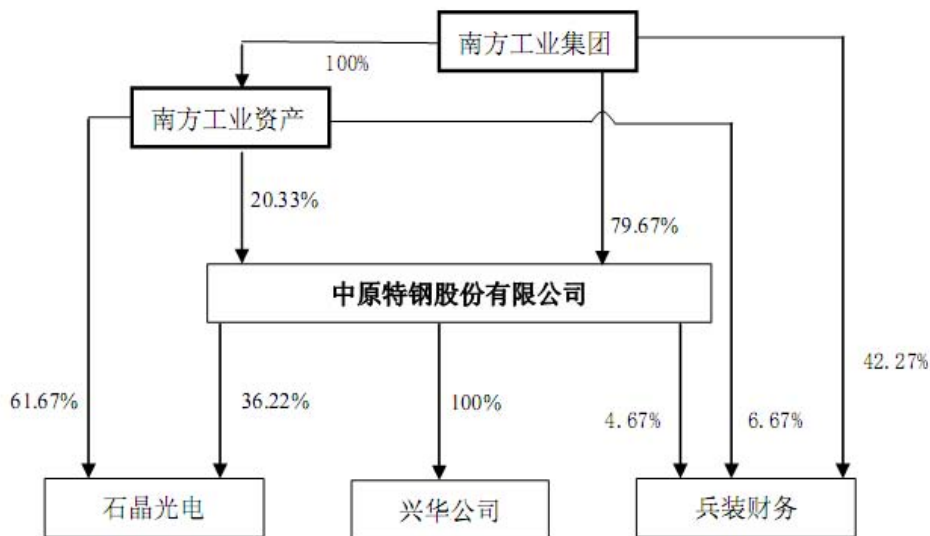
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

## 本次 IPO 概括

公司 2010 年 6 月首次公开市场发行 7900 万股，募集资金总额 7.1 亿元、扣除发行费用后募集净额 6.7 亿元，引入社会投资者后南方工业集团对公司仍拥有绝对的控制权。

本次募投项目— SX-65 精锻机现代化改造项目与综合技术改造一期工程项目致力于进一步提升公司在特殊钢精锻件领域的技术装备实力，为公司的产品结构升级与风电、模具钢等新下游领域的拓展奠定基础。

图 2、首次公开市场发行前公司股权结构图



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

表 1、首次公开市场发行前后公司股权结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	比例（%）	持股数（万股）	比例（%）
南方工业集团	30,793.25	79.67	30,163.8570	64.80
南方工业资产	7,857.75	20.33	7,697.1430	16.53
社会公众	—	—	7,900.00	16.97
全国社会保障基金理事会	—	—	790.00	1.70
合计	38,651.00	100.00	46,551.00	100.00

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

## 竞争策略 — 精密锻件细分市场龙头

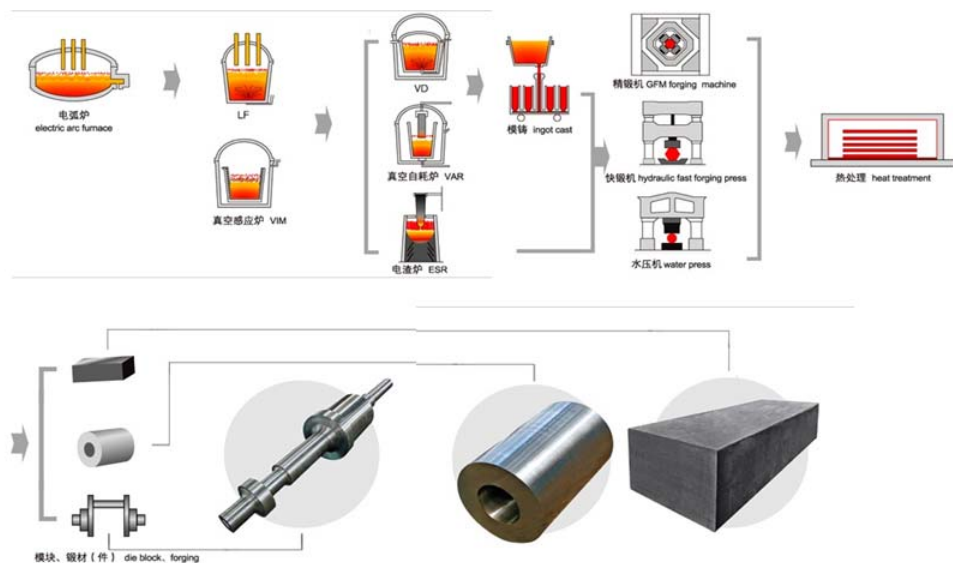
### 锻压行业概括

在国民经济生产和国防建设中，锻压行业是不可缺少的重要组成部分，它为各种机械产品和军工装备生产重要基础部件，凡是负载大的受力件和传递动力的运动件，在高温、高压下工作的重要零件，多数都是采用金属材料经压力加工成形的锻件。锻件的

质量直接决定主机的性能、质量、寿命、安全性和可靠性。锻件是利用金属材料(如碳钢、合金钢、铜合金、铝合金、钛合金、高温合金等)的可塑性,在冷态(常温)或热态(300~1300℃)时,借助锻压设备所产生的力,使金属材料变形,获得机械零件毛坯所需形状和尺寸。

典型的锻造生产流程如图3所示。其中锻压设备居于核心工艺地位,决定了整体生产线的产成品规格与性能极限,而其它工序也需相应与其产品规格相配套。

**图3、典型锻造生产流程**



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

## 我国锻造市场竞争格局

### 产能分布

目前我国约有100多个企业拥有8MN~165MN自由锻液压机140台以上。其中:

- 8MN自由锻液压机约30台,年生产能力约30万吨~35万吨;
- 10MN~20MN自由锻液压机约65台,年生产能力65万吨~70万吨;
- 25MN~45MN自由锻液压机约35台,60MN~165MN14台,以上近50台大中型自由锻液压机的年生产能力约105万吨~130万吨。

### 发展态势

- 过度集中于发展大中型自由锻液压机

目前我国大型锻件市场仍处于"过剩"与"短缺"的双重压力:

一方面存在着盲目无序发展大中型自由锻液压机,重复建设较严重,一般性大锻件供大于求,出现压价竞争的现象;

另一方面对技术含量和质量要求高的大锻件生产能力低或不能生产,只能依靠进口。我国向国外进口大锻件品种主要是电站锻件(火电和核电用汽轮机高中低压转子、发电机

主轴、护环)、船用低速柴油机组曲轴、轧辊(大型支承辊、要求较高的热轧和冷轧工作辊)、部分高压容器筒体等。

**表 2、各国大型自由锻液压机拥有量统计**

国别	液压机公称压力/MN												合计
	165	150	140	130	125	120	113	100	90	80	70	60	
中国	1	1	1	-	1	2	-	-	-	2	1	5	14
原苏联	-	-1	-	-	1	2	-	2	-	-	-	4	9
美国	-	-1	-5	-	-	1	-	1	1	-	3	3	9
法国	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	1	5	8
日本	-	-1	-	1	-	-1	-	2	-	3	-	2	8
德国	-	-2	-	-	-	-	-	1	-	1	3	2	7
意大利	-	-	-	-	1	-	-	-	1	1	-	1	4
英国	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	2	4
捷克	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	1	3
韩国	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	2
罗马尼亚	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1	2
印度	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	2
澳大利亚	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1
巴西	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1
波兰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1
加拿大	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
朝鲜	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2
荷兰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
墨西哥	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1

注：统计表中负数表示历史资料，现今机器是否改造或是拆除，情况不明。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

➤ 在“液压机 — 快锻液压机 — 精锻机”技术路线上进展较为缓慢

为应对高合金材料塑性差，变形抗力大，热加工温度范围窄的加工要求，同时提升加工精度与生产率需要，需提升锻压设备的加工速度，锻造产业随之开发出快锻液压机与精锻机设备，及液压锻压机和精锻机联合作业，大小精锻机联合作业等生产方式。

我国当前在快锻液压机、精锻机等设备的自主研发生产能力仍相对落后，目前国内产线形成仍以引进德国、奥地利设备为主，产能主要分布在中原特钢、宝钢特钢部、抚顺特钢等少数厂家。

**表 3、国内主要快锻、精锻机设备分布**

公司	主要锻造设备
中原特钢	SXP-65 型 14MN 精锻机 1 台，22MN、45MN 油压快锻机各 1 台，国产 16MN 水压机 1 台
抚顺特钢	10MN 精锻机 1 台，20MN、30MN、35MN 油压快锻机各 1 台，30MN、60MN 水压机各 1 台

宝钢特钢部 14MN 精锻机 1 台，20MN、40MN、60MN 油压快锻机各 1 台

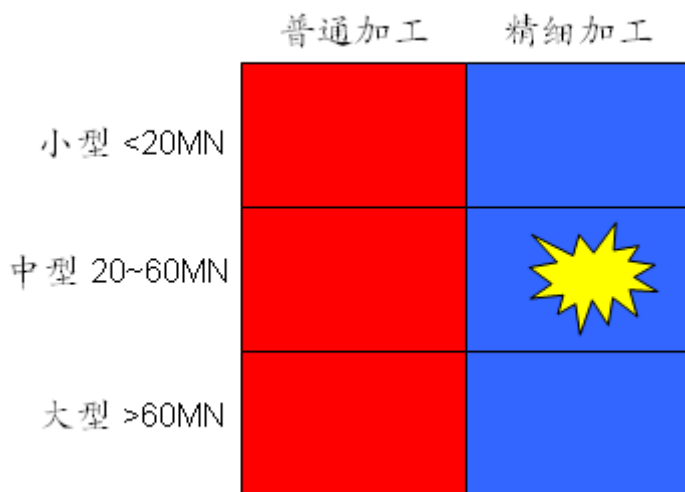
资料来源：华泰联合证券研究所整理

### 市场定位 — 精密锻造细分市场龙头

#### 市场定位

公司定位于深加工大型精密锻件市场，依靠其国内领先的“冶炼 — 快锻液压机 — 精锻机 — 机械深加工”生产线装备，服务于自原料冶炼、锻造、热处理、机械加工至成品的完整产业链，与代表国内重型锻件制造先进水平的一重、二重形成差异化市场定位，在其所服务的各子行业处于领先地位。

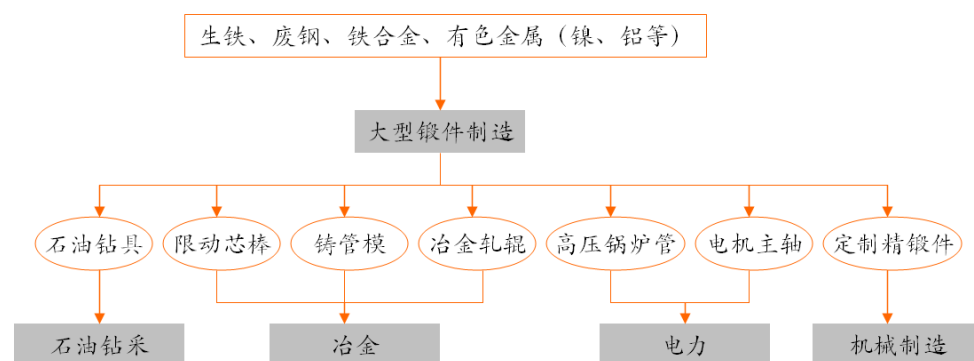
图 4、公司定位于深加工中型精密锻件市场



注：红色方格代表红海市场，蓝色方格代表蓝海市场，星型代表公司目标市场

资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 5、公司产业链概况



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

### 公司处于其所服务子行业龙头地位

石油钻具子行业 — 公司是国内最早开发生产石油钻铤和加重钻杆的企业。整体生产能力排名全国第二位，仅次于山西风雷，市占率 32%；在高端无磁钻铤市场生产能力排名全国第一位，市占率 80%。

限动芯棒子行业 — 公司是国内唯一拥有限动芯棒从材料冶炼、锻造、热处理、机械加工到成品完整工序、工艺的规模生产企业。09 年生产限动芯棒 5563 吨，国内市场占有率 45% 左右，部分产品出口至欧亚市场，全球市场占有率 20% 左右。

铸管模子行业 — 国内铸管模市场容量约为 2500 支，市场集中度较高，山东通裕、中原特钢、北重安东、太原重工 4 家企业垄断了国内市场 90% 的份额。公司 2009 年产量 1600 吨，略低于山东通裕居国内第二，国内市场占有率达到 32% 左右。

### 核心竞争优势

#### 设备、技术优势

公司拥有国内最先进的精密锻造生产线，包括 14MNSX-65 精锻机、4500/5000 吨油压快锻机等锻造工艺核心装备，在深加工中型精密锻件市场处于装备技术领先地位；同时超长规格锻造件是公司的优势产品，如 12m 长限动芯棒产品等，公司获得超长轴类件卧式淬火装置、浮动镗削深孔专用工装等多项专利。

#### 客户资源

公司与国内石油开采业、钢铁业、机械制造业各重点企业均建立起长期的合作关系。

**表 4、公司所服务各子行业概况**

分类	产品	下游行业	主要下游客户	市占率
工业专用设备	石油钻具	石油钻采	中石油、中石化	国内市场总体占有率 32%，排名第二； 高端无磁钻铤市占率 80%
	限动芯棒	无缝钢管生产	天津钢管、衡阳华菱 连轧管	国内市场占有率 45%，全球市场占有率 20%
	铸管模	球墨铸铁管生产	新兴铸管	国内市场占有率达到 32%，排名第二
大型特殊钢精锻件	风力发电机主轴	风电设备制造	上海电气、天威保变	
	定制精锻件		东方锅炉、中船重工	
	机械加工件	机械装备制造	宝钢常州压辊公司、 宁波实力机械	

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

## 愿景规划 — 站在新一轮扩张的起点

### 扩张规划

一个立足于自身固有优势，在其所服务市场欲实现关联扩张的企业，无外乎有两条路径选择：向现存客户销售更多的产品，把现有产品卖给更多的客户。继公司在目标市

场完成了初步的发展，赢得市场领先地位后，中原特钢未来扩展规划将沿着这两条路径分别展开：

#### 扩张路径一 —— 深耕高端市场，赢取进口替代

公司欲凭借在石油钻具、限动芯棒、铸管模等子行业的现有技术、客户资源积累，依靠募投项目进行装备升级改造与产线新建，实现在高规格、大口径锻件产品上的突破与扩张，在此高端市场上赢取进口替代与海外输出；

#### 扩张路径二 —— 开拓下游新市场

公司依托其在深加工中型精密锻件市场的装备与技术优势，预将拓展下游更具成长性的新应用领域。如公司目前已初步实现在风电发电机主轴行业的生产销售，在模具扁钢市场的拓展正在顺利进行中，同时计划开发高速铁路锻件轴等新兴领域。

**表 5、公司产品线结构升级一期规划概况（2010-2011 年）**

产品类别	规格	原产能	新增产能	毛利率
石油钻具	无磁钻铤	550 支	950 支	52%
	整体加重钻杆	2000 支	2000 支	33%
	普通及螺旋钻杆	9450 支	5050 支	17%
限动芯棒	扶正器	4000 支	0 支	20%
	Ø170-Ø250	7000 吨	5800 吨	34%
	Ø300-Ø450	0 吨	1200 吨	50%
风力发电机主轴	1.5MW 以上机组	0 吨	10000 吨	30~40%
模具钢	—	0 吨	5000 吨	—
冶金轧辊	—	2000 吨	8000 吨	—

资料来源：华泰联合证券研究所整理

**表 6、公司产品线结构升级二期规划概况（2012-2014 年）**

产品类别	规格	原产能	新增产能	毛利率
石油钻具	—	24000 支	20000 支	31%
限动芯棒	—	14000 吨	15000 吨	33%
铸管模	—	1400 吨	2000 吨	20%
风力发电机主轴	—	10000 吨	20000 吨	35%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

#### 扩张潜在瓶颈与解决步骤

我们重新梳理公司的产业链构成，以识别公司未来在扩张规划的执行中可能遇到的潜在瓶颈，以评估公司通过募投项目建设实现瓶颈突破后可能带来的产能提升与业绩增长：

**熔炼：**公司现装备 25t、30t 碱性电弧炉各 1 台，潜在炼钢能力在 40 万吨/年以上，远高于公司目前不足 10 万吨的年产量，不构成瓶颈约束；

**锻压：**公司在原有 2200 吨油压快锻机基础上，09 年新置 4500/5000 吨油压快锻机，使公司在锻压环节的生产能力与产品规格得以显著提升；

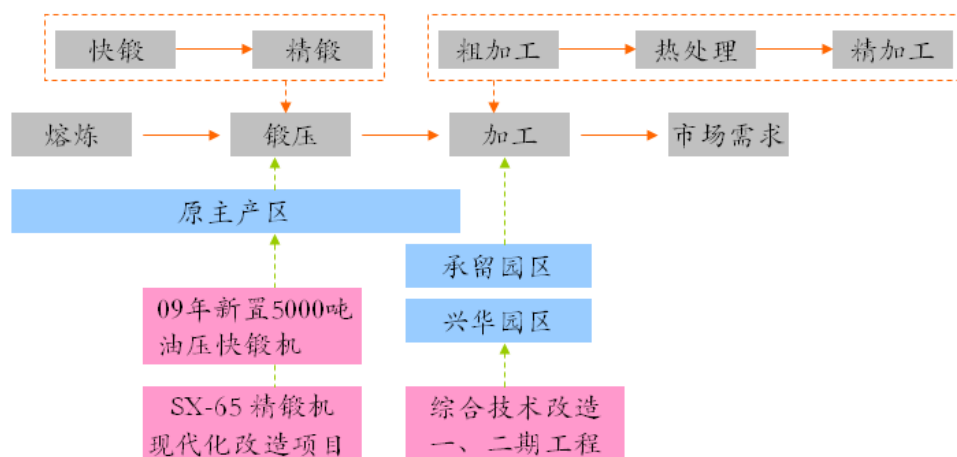
公司现募投项目 — SX-65 精锻机现代化改造项目，将公司现有精锻机打击力 14MN 提高到 18MN，改造之后，使其达到 RF-7018MN 的能力和技术水平，更有利于大规格芯棒、钻铰和其它高附加值的轴类件的生产，以解决在锻造环节存在的大规格产品生产瓶颈。项目预期在 2011 年 7、8 月完成。

**加工：**公司现募投项目 — 综合技术改造一期工程项目，将新建电炉熔钢车间、电渣炉车间、锻造车间、石油钻具车间、芯棒加工车间等厂房及相应加工设施，主要解决在加工环节存在的大规格产品生产瓶颈。项目预期在 2011 年底前完成。

**市场需求：**综合考虑公司的规划扩张步伐、下游需求潜在增速及公司市占率的动态变化，市场需求在未来会成为公司可能的发展瓶颈。我们判断公司的应对首先是加大大口径高规格产品的开发力度，以进口替代乃至开拓海外市场的方式来消化产能的增长；其次，公司将积极开拓下游更具成长性的新应用领域，以赢取持续增长。我们将在下文重点分析公司下游需求的可能变化。

**结论：**公司产能扩张、产品结构升级进程的潜在瓶颈将依照“加工环节 — 锻压，加工环节 — 需求环节”的次序显现，依此判断，随 2010-2011 年公司在加工环节设备的批次安装，公司的产能与业绩将会获得平滑而持续的增长。

**图 6、公司扩张可能制约环节分析**



资料来源：华泰联合证券研究所整理

### 募投项目进度将快于市场预期

首先，在 IPO 融资实施之前，公司的募投项目已经启动。我们在实地调研中了解到公司项目进展顺利，于济源市承留产业园区购入 487 亩土地以重点实施综合技术改造一期工程，目前新产区的前期五通一平等工程已完成，截至 2010 年 6 月已建成两座风电主轴加工车间投入正式生产，已实现 500 支、5000 吨风电主轴加工生产能力。

其次，不同于一般新投产项目在全部分完成后方逐步释放业绩的特性，由于本次募投项目重点解决公司在锻压、加工环节的瓶颈问题，随加工设备的陆续安装，公司的新增产能将随工程开展而均匀释放，同时自设备安装完成至实现正常运转的初期调试阶段

也在 1 个月内，意味着项目的达产程度要早于市场预期，项目对公司经营业绩的增进在 2011 年就可充分体现。

我们判断公司目前的扩产升级瓶颈主要在锻造、加工环节，而下游需求瓶颈还远未触及。公司表示随设备升级的实施，下游市场的进口替代进程将顺利进行。

### 公司增长远景优于市场预期

公司对其经营扩张有着长期与持续的规划，管理层初步设定未来 5 年后营业收入达到 50 亿元的经营目标，较 09 年 16.7 亿元收入增长约 3 倍。

公司未来的发展首先集中于现有市场的进一步拓展，持续实现产品的升级进口替代，在综合技术改造一期工程完成之后，公司将在承留产业园区继续开展二期工程的建设。

凭借公司在锻件加工制造领域的技术领先优势，公司规划预将拓展下游更具成长性的新应用领域。如公司目前已初步实现在风力发电机主轴行业的生产销售，计划开发高速铁路锻件轴等新兴领域。

公司目前较低的资产负债结构（本轮融资后资产负债率降至 35%）支持公司进一步扩张的融资需求，同时财务杠杆的适度增加将提升公司的净资产回报率水平。

## 弱水三千 — 下游市场的演进与开拓

### 原有市场的深耕

我们总结公司在已进入市场未来的演进趋势如下：

公司目前在石油钻具、限动芯棒、铸管模等子市场均已取得较高的市场占有率，并建立起绝对的竞争优势；

此类市场已进入到发展成熟期，未来整体规模的增速有限；

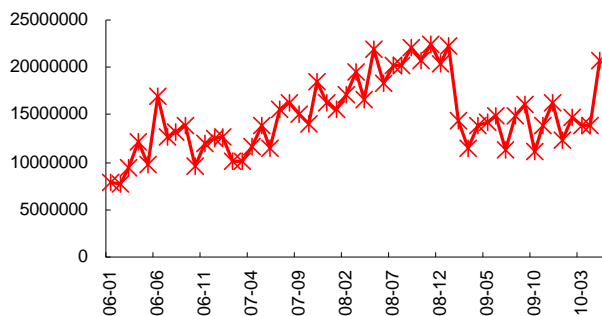
未来的拓展机遇主要存在于目前仍以进口产品主导的细分高端市场。随 09 年新置 4500/5000 吨油压快锻机调试到位，现募投项目 SX-65 精锻机改造项目的逐步完工，及后续加工设备的扩建投产，公司在高规格、大口径产品的生产能力将显著提升，凭借其产成品的高性价比优势，进口替代将自然推进。公司的整体毛利率水平也将随高端产品比重的增加而获得提升；

公司并将进一步推进出口拓展。近年来，公司积极实施“走出去”战略，大力开拓国际市场，产品不断得到境外权威机构的认可，外贸合同持续增加。09 年公司更成立国际贸易部，加大了境外开发营销力度，境外销售收入占比上升至 11.08%。从长期来看，境外销售收入将会持续增加。

展望重工业设备制造业的整体发展趋势，引进国外先进设备—自主研发生产—出口拓展海外市场是必然的发展趋势。以石油钻采设备为例，观察到在进口量基本保持稳定，略有下滑的同时，出口量实现稳步增长（剔除 09 年经济危机的扰动）。

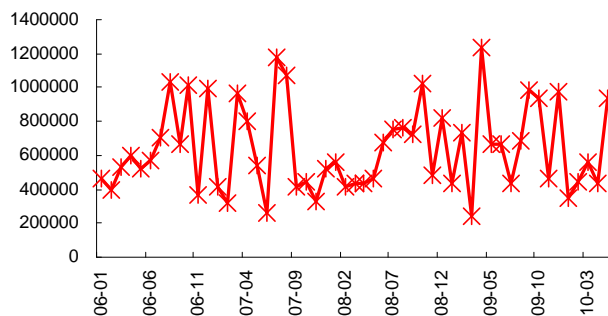
以下在分产品的销售预测中，我们基于公司的产能扩张规划，并充分考虑了国内市场规模限制的可能瓶颈做出了较为保守的预测，如石油钻具的产量增长可能低于公司当前的规划。但我们同时强调随公司产品竞争力的进一步提升，并加大国际市场开拓力度，实际的销量增长或将高于我们目前的预测。

图 7、石油钻采设备月出口量（千克）



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所整理

图 8、石油钻采设备月进口量（千克）



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所整理

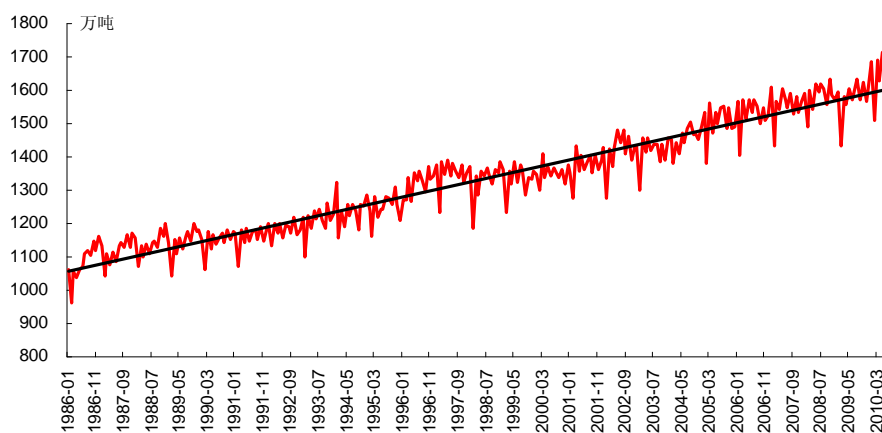
### 石油钻具市场

总体需求平稳增长，结构倾向高端

石油钻具（全称“石油动力钻具”）是石油及天然气钻探开采过程中钻采设备使用的重要工具，主要包括钻铤、钻杆、转换接头、扶正器等。其中钻铤和钻杆是油气田钻探开发钻井钻柱的重要组成部分和消耗品，据粗略估算，钻井每进尺 1 米，约需分别消耗钻铤 0.6 公斤和钻杆 2.5~3 公斤。

石油钻具市场长期呈现稳步增长特征。在未来相当长的时期内，石油消费在能源消费总量中仍起着主导地位，短期不可能有其他能源方式能够替代。全球石油开采量仍将随全球经济增长而不断提升，石油钻具做为石油工业中不可替代的消耗类工具产品，其市场需求长期存在。

图 9、1986-2010 年我国原油月产量统计



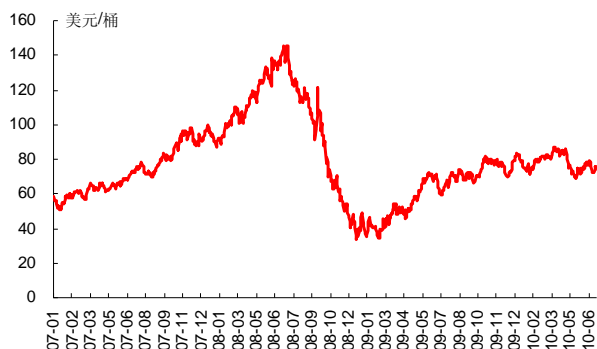
资料来源：华泰联合证券研究所整理

国内石油开采近年来出现 1)、老油田开发时间过长,大都超过 30-40 年,衰退速度加快;2)、新储量质量下降,开发难度加大特征。这都导致钻井数量增加的同时,单位钻井的挖掘深度增长更快,致使石油钻具的需求量增速较石油开采量的增速更高。

同时随国内外石油开采难度的增大,及海上石油开采业务的蓬勃发展,在推动石油钻具市场总量增长的同时,也推动对高端石油钻具,如 200mm 以上大口径钻具、无磁钻铤等的需求加速增长。

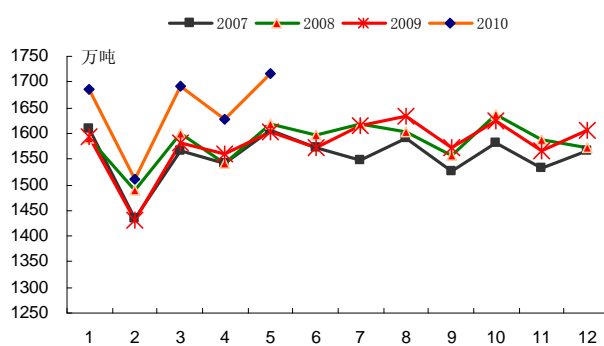
短期波动性方面,石油钻具市场对油价波动较为敏感:08 年 2H-09 年,受金融危机影响,原油价格快速回落,于 2008 年底 2009 年初降至 40 美元/桶的低位,逼近石油公司的原油开采盈亏平衡价格水平,各大石油公司均大幅减少原油开采量,同时大量使用原有库存的石油钻具,受此影响国内主要石油钻具生产商产能利用率都下滑至 70%以下;2010 年随全球经济逐步回暖,原油需求回升,原油价格逐步攀升,到目前为止基本稳定在 70~80 美元/桶,全球石油开采量回升带动石油钻具销量明显恢复。

图 10、2007-2010 年 WTI 原油期货价格



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 11、2007-2010 年我国原油月产量



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

#### 石油钻具销售预测

**短期产能利用率显著回升:** 受益于全球石油开采市场的回暖,公司 2010 年石油钻具销量预将明显恢复,产能利用率回升至 80%左右;

**长期产能扩张或遭遇需求瓶颈:** 参照公司当前规划的产能扩张进程,公司目前在国内石油钻具市场 32%的市占率,及石油钻具市场长期较为缓慢的增长速度。我们判断公司当前的产能扩张规划或超出市场的承载能力,我们相应调低公司预测期的产能利用率,已反映我们较为保守的预期;

我们的预测存在着上行风险,公司首先将进一步拓展海外市场来消化可能的过剩产能,同时公司加大石油钻具子产品的开发力度,如 09 年开发出整体锻造方钻杆、冲击功大于 80J 耐腐蚀石油钻具等新产品,以拓展市场外延的方式增进销量。

**细分产品毛利率走低:** 由于公司产能扩张,同时其主要竞争对手如山西风雷、北重安东也处于扩张阶段,将导致石油钻具行业总供给量增长,产品销售价格与毛利率长期呈现下降趋势,我们相应调低各子产品的毛利率水平。

**产品结构提升推高整体毛利率水平：**受益于无磁钻铤、整体加重钻杆等高毛利产品销售占比的提升，公司石油钻具产品整体毛利保持基本稳定。

**表 7、中原特钢石油钻具销售预测**

产能（吨）	2007	2008	2009	2010E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
<b>石油钻具加总</b>	<b>15000</b>	<b>15000</b>	<b>15000</b>	<b>16500</b>	<b>21000</b>	<b>23000</b>	<b>27000</b>	<b>31000</b>	<b>35000</b>
整体加重钻杆	1900	1900	1900	2300	3400	3800			
普通及螺旋钻铤	8800	8800	8800	9700	12500	13800			
无磁钻铤	600	600	600	800	1400	1700			
扶正器	3700	3700	3700	3700	3700	3700			
<b>产能利用率</b>									
<b>石油钻具加总</b>	<b>96%</b>	<b>78%</b>	<b>68%</b>	<b>80%</b>	<b>73%</b>	<b>73%</b>	<b>70%</b>	<b>65%</b>	<b>65%</b>
整体加重钻杆				80%	75%	80%			
普通及螺旋钻铤				80%	70%	70%			
无磁钻铤				80%	70%	70%			
扶正器				80%	80%	80%			
<b>产量（吨）</b>									
<b>石油钻具加总</b>	<b>14367</b>	<b>11758</b>	<b>10136</b>	<b>13200</b>	<b>15240</b>	<b>16850</b>	<b>18900</b>	<b>20150</b>	<b>24700</b>
整体加重钻杆				1840	2550	3040			
普通及螺旋钻铤				7760	8750	9660			
无磁钻铤				640	980	1190			
扶正器				2960	2960	2960			
<b>毛利率</b>									
<b>石油钻具加总</b>	<b>26.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>31.2%</b>	<b>32.6%</b>	<b>33.1%</b>	<b>32.1%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.0%</b>
整体加重钻杆	34.3%	34.1%	33.3%	33.0%	31.0%	29.0%			
普通及螺旋钻铤	17.2%	17.2%	16.6%	17.0%	16.0%	15.0%			
无磁钻铤	56.5%	56.7%	52.2%	52.0%	50.0%	48.0%			
扶正器	22.9%	22.1%	20.1%	20.0%	19.0%	18.0%			

资料来源：华泰联合证券研究所整理

### 限动芯棒市场

总体需求增长主要来源于无缝钢管生产技术升级

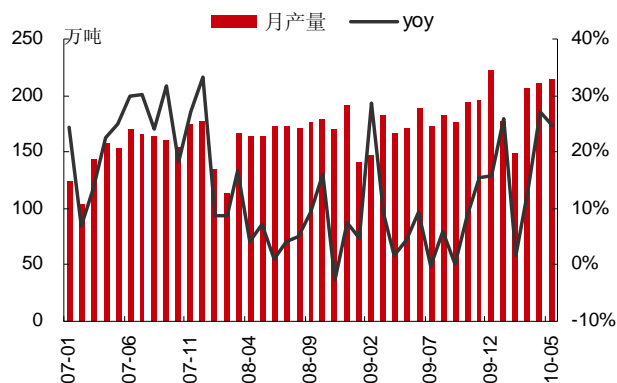
芯棒是轧管机组中重要的工模具，通常与轧辊共同作用，将穿孔后的管坯轧制成各种尺寸的无缝钢管。芯棒按钢管轧制方式不同，可分为浮动芯棒、半限动芯棒和限动芯棒。其中浮动芯棒在轧制过程中芯棒随轧件运行；半限动芯棒在轧制过程中以恒速运行，结束时芯棒与毛管一起浮动轧出；限动芯棒在轧制过程中以规定速度运行，结束后快速返回原位。

世界范围内无缝钢管生产设备分为两类：老式连轧管机组与新式连轧管机组。老式连轧管机组主要使用浮动芯棒与半限动芯棒，而新式连轧管机组则主要使用限动芯棒。

限动芯棒市场一方面随无缝钢管总体产量的增长而不断成长，另一方面，世界范围内新式连轧管机组将成为无缝钢管生产企业的首选设备，通过新式连轧管机组所生产无

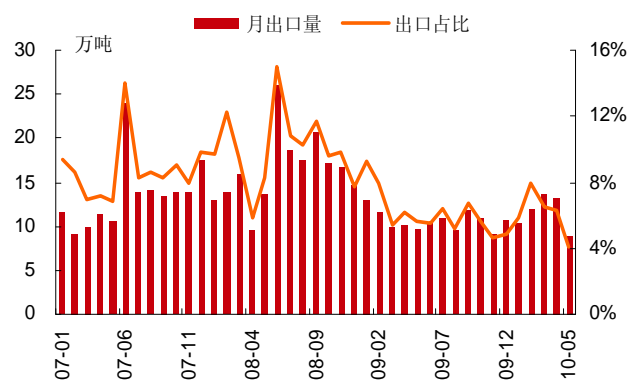
缝钢管的占比在稳定增加，上述新式连轧管机组以限动芯棒为专用装备，带动限动芯棒市场需求增速进一步提升。限动芯棒消耗按 1.5kg/t 钢管（厂家经验数据）计算，国内 09 年限动芯棒的需求量约为 1.25 万吨，预计 2010 年将达到 1.45 万吨。

图 12、国内无缝钢管月度产量



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

图 13、国内无缝钢管月度出口量



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

表 8、国内、外限动芯棒需求量统计

	2007	2008	2009	2010E
无缝钢管总产量（万吨）	1,853	1,980	2,143	2,400
新式连轧管机组钢管产量（万吨）	565	595	835	965
国内 占比	30.49%	30.05%	38.96%	40.00%
限动芯棒需求量（吨）	8,475	8,925	12,525	14,475
yoy		5.31%	40.34%	15.57%
新式连轧管机组钢管产量（万吨）	701	726	911	911
国外 限动芯棒需求量（吨）	10,515	10,890	13,665	13,665
yoy		3.57%	25.48%	0.00%

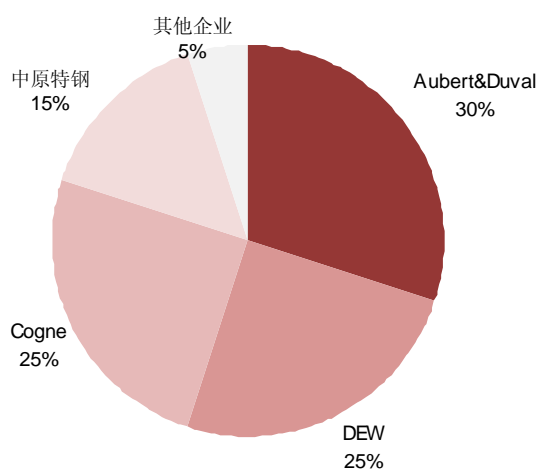
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

#### 大口径芯棒开发是公司未来增长的亮点

由于制造限动芯棒技术性强、难度大，目前在国际上只有法国、意大利、德国少数几个国家的企业能够生产。国内市场供给无法满足需求，多年来主要从国外进口，2007 年进口量约为 9000 吨。由于进口芯棒价格昂贵，供货周期长，供需矛盾十分突出。而国内只有中原特钢一家拥有限动芯棒从材料冶炼、锻造、热处理、机械加工到成品完整工序、工艺可控的规模性生产企业，全球市场份额 15% 左右。

随公司在 300mm 以下小口径限动芯棒的生产技术趋于成熟，公司规划借整体锻造、加工设备升级改造之机，进一步开发进入 300mm 以上大口径芯棒市场，以加快进口替代力度，进而提升在国际市场的整体份额。

图 14、中原特钢限动芯棒产品国际市场占有率



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

表 9、公司大口径限动芯棒开发规划

直径(mm)	长度(m)	单重(t)	原产能(吨)	新增产能(吨)
Ø170	10.5 ~ 10.6	1.9	500	1,000
Ø230	10.5 ~ 10.6	3.5	200	200
Ø280	10.5 ~ 10.6	5.1	80	20
Ø160	12.5 ~ 15.5	2.4	300	200
Ø180	11.5 ~ 14	2.6	1,000	1,000
Ø220	12.5 ~ 15.5	4.2	500	1,000
Ø250	12.5 ~ 15.5	5.4	600	2,400
<b>Ø300</b>	12.5 ~ 15.5	7.8	0	<b>500</b>
<b>Ø350</b>	12.5 ~ 15.5	10.6	0	<b>300</b>
<b>Ø400</b>	12.5 ~ 14	13.8	0	<b>250</b>
<b>Ø450</b>	12.5 ~ 15	18.7	0	<b>150</b>

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

参照公司当前规划的产能扩张进程，综合考虑市场的需求承载能力，公司开发大口径产品对整体毛利率水平的提升作用，及行业总供给增长对单位产品销售价格与毛利率的冲击，我们做出了相应的销售预测：

表 10、中原特钢限动芯棒销售预测

	2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
产能(吨)	3000	5000	7000	8400	12600	14000	16000	18000	20000
产能利用率	93%	82%	78%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
产量(吨)	2782	4111	5491	6720	10080	11200	12800	14400	16000
毛利率	31.76%	32.16%	33.53%	34.00%	35.00%	34.00%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

## 铸管模市场

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。在生产过程中，铸管模安装在离心铸管机上并高速旋转，铸管模外表面被冷却水包容，内表面直接与 1350℃ ~ 1400℃ 的高温铁水接触，长期承受交变热应力、拉伸应力、扭转应力等作用，耗损较快，属于工业消耗品。

我国球墨铸铁管需求旺盛。预计 2010 年全国城市数量将从 1999 年的 700 个增加到 1,200 个，随着城市化进程、国家经济建设及人民生活高压锅炉管水平的提高，球墨铸铁管产量也逐步提高，2000~2004 年我国球墨铸铁管年增速一直保持在 20% 左右，从 2005 年开始增速有所下降，2005 年和 2006 年国内球墨铸铁管产量约为 210 万吨、230 万吨，2007 年国内产量在 260 万吨左右，2008 年继续上升至约 310 万吨。

国际球墨铸铁管市场稳步增长。国际球墨铸管需求增长一直较稳定，近 10 年平均增长率 5% 左右。

作为球墨铸铁管生产的重要工业装备，铸管模市场需求与供应平稳成长。不同口径铸管模生产铸铁管的吨数不同，根据铸铁管厂家每种规格铸管模平均生产铸铁管重量及主要铸管模生产厂家铸管模产量测算，中国 2008 年球墨铸铁管产量 310 万吨，约占世界铸铁管总产量的 33%，约消耗铸管模 1000 支，约 1.5 亿元。预计 2015 年之前世界铸铁管产量增量较为平稳，铸管模年需求量将保持在 4% 增长率水平上。预测 2015 年全世界需求铸管模约 3,500 支，约 5.3 亿元。

国内铸管模生产企业约 10 余家，主导企业为北重安东、山东通裕及本公司三家厂商，行业集中度相对保持稳定，山东通裕在规模上最大，主要为大规格的铸管模，本公司原以中小规格铸管模生产为主，2009 年 4500/5000 吨油压快锻机投产以来，铸管模产品扩大到 DN400mm 以上，最大能达到 DN1200mm。

依据公司产线扩张规划，未来 3 年内铸管模产品将主要以开发大规格产品，产品结构调整置换为主，产量将基本保持稳定，毛利率将逐步抬升。

**表 11、中原特钢铸管模销售预测**

	2007	2008	2009	2010E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
产能（吨）	1200	1200	1800	1800	1800	1800	2000	2200	2400
产能利用率	82%	89%	105%	100%	100%	100%	95%	95%	95%
产量（吨）	982	1063	1884	1800	1800	1800	1900	2090	2280
毛利率	17.49%	17.53%	19.26%	20.00%	21.00%	21.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

## 新兴市场的开拓

我们总结公司在新兴市场开拓的可能演进趋势如下：

公司的核心竞争力在于依靠先进“冶炼 — 快锻液压机 — 精锻机 — 机械深加工”生产线装备，在大型精密锻件市场建立国内领先的技术实力与品牌美誉，现募投项目 SX-65 精锻机改造项目及后续加工设备的扩建投产将进一步巩固其优势；

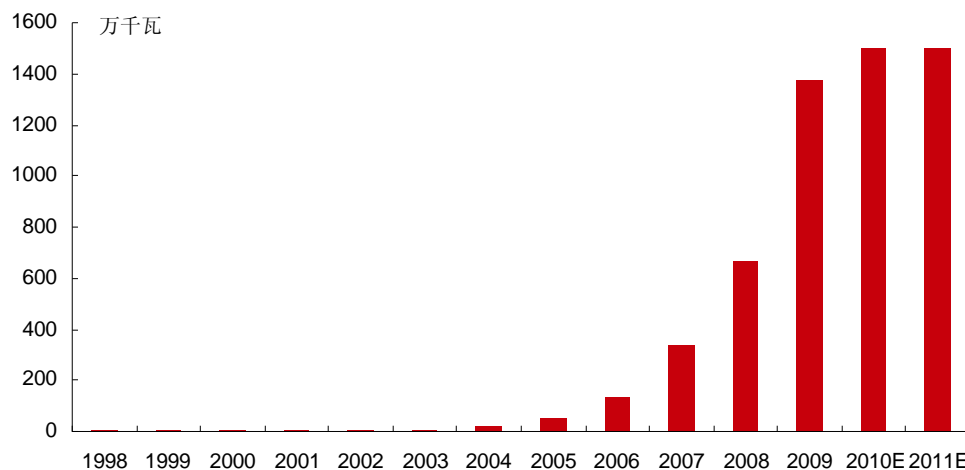
未来的市场拓展将围绕其核心竞争力，发掘高速成长的新兴应用领域，如公司已成功进入的风电设备领域、模具钢领域，及筹划进入的高铁领域；

展望公司长期规划在锻造、加工领域的形成产能将达到 20 万吨左右，我们基于公司目前已投产领域预测长期稳定产量仅达到 14.6 万吨，也为其在新市场的拓展预留产能空间，公司的实际增长空间必将超越市场想象。

### 风电设备市场

经过 05-08 年政策扶持之下的市场导入阶段，中国风电市场步入快速而稳定的增长阶段，预计未来 5 年年均新增装机容量将保持在 13-14 吉瓦的高位。在新增装机容量保持高位的同时，累积装机容量将自 2009 年的 26 吉瓦达到 2020 年的 150 吉瓦。

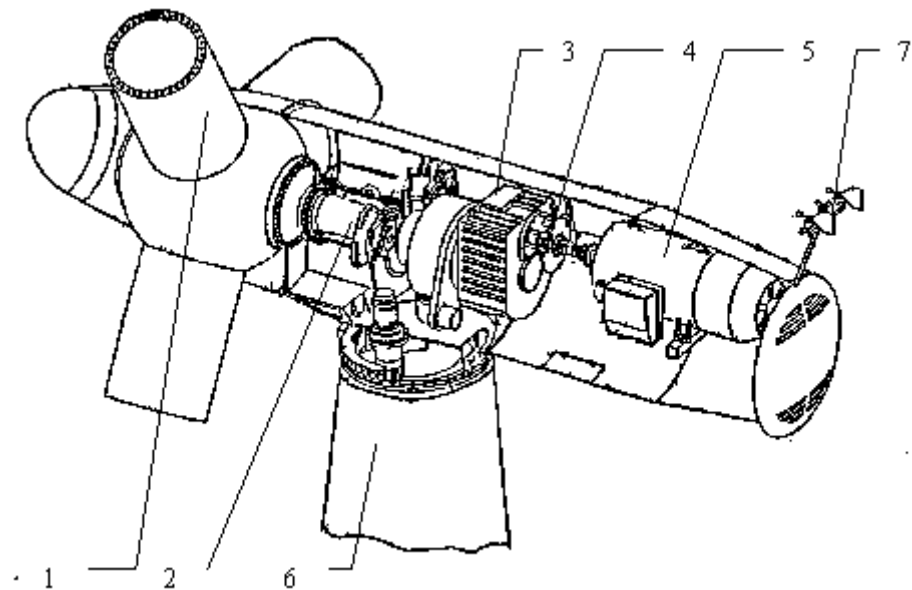
**图 15、风电装机容量进入平稳增长阶段**



资料来源：华泰联合证券研究所整理

随我国年均新增风电装机容量稳定在 13 吉瓦以上的高位，占据全球风电新增装机容量 36% 的市场份额，成为全球最大的风电设备采购市场，必然带动对风电机组配件的需求。

图 16、风电机组配件分布情况



注：1. 轮毂（装叶片） 2. 传动系统（主轴） 3. 增速齿轮箱 4. 刹车系统 5. 电机 6. 塔架 7. 风速风向仪  
资料来源：华泰联合证券研究所整理

按照 2010-2011 年新增装机容量 15 吉瓦、15 吉瓦；1.5MW 风电机组容量占比为 75%、80%测算，预计 2010-2011 年风电机组配件市场容量约为 35000 套、36000 套。

表 12、风电机组配件市场容量预测

	公式	2008	2009	2010E	2011E
新增风电机组装机容量 (万千瓦)	①	663	1375	1500	1500
全部折算成 1.5MW 机组 (台)	②=①×100/15	4420	9167	10000	10000
1.5MW 风电机组容量占比	③	0.7	0.75	0.75	0.8
新增 1.5MW 风电机组(台)	④=②×③	3094	6875	7500	8000
新增 750KW 风电机组(台)	⑤=②×(1-③)×2	2652	4583	5000	4000
新增风电机组配件(套)	⑥=④×4+⑤	15028	32083	35000	36000

数据来源：华泰联合研究所

公司作为风电配件市场的新进入者，凭借其在特殊钢锻件领域的技术优势，力图以风力发电机主轴为突破口，目前已初步形成现 500 支、5000 吨风电主轴加工生产能力，在上海电气、天威保变等国内主要的风电设备制造商获得稳定的订单销量。公司反馈风电主轴作为大吨位、高技术含量产品，盈利状况良好，单位毛利率在 30%以上。

公司预计将在 2012 年前形成 1000 支、10000 吨风电主轴产能，在 2014 年前形成 2000 支、20000 吨风电主轴产能。

表 13、中原特钢风电主轴销售预测

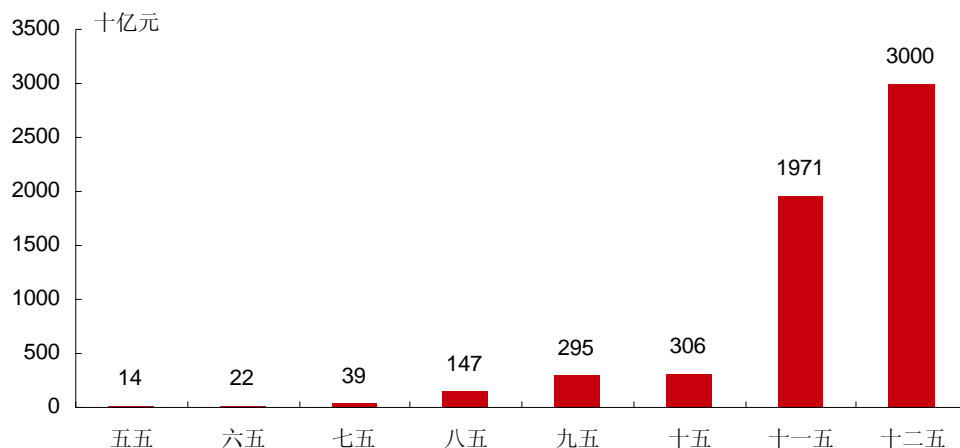
	2009	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
产能（吨）	0	5000	8000	10000	15000	20000	20000
产能利用率	—	60%	80%	90%	90%	90%	100%
产量（吨）		3000	6400	9000	13500	18000	20000
毛利率	—	30%	32%	35%	35%	35%	35%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

### 高速铁路机车设备市场

“十二五”期间铁路建设整体投资规模巨大，将推动我国成为全球最大的铁路设备采购市场，并可能成为富有竞争力的铁路设备制造国。

图 17、“十二五”期间铁路建设投资规模再创历史新高



资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 14、我国铁路网建设规划（公里）

	客运专线	城际轨道交通	货运路网	合计
2008	1,406	-	78,398	79,804
2009	3,719	-	82,310	86,029
2010	4,257	775	88,476	93,507
2012	10,865	2076	96,781	109,722
2015	19,324	3773	105,407	128,504
2010-2015				
CAGR	31.61%	-	4.21%	6.92%

数据来源：华泰联合研究所整理

从建设过程而言，高铁建设涉及的行业非常多，产业链较长，涵盖基建、铺轨、车辆购置、运营和后续的车辆维护 5 大阶段。从建设周期来看，包括动车组在内的整车及车辆配件等铁路设备的需求在 2010 年起将步入高增长期。

图 18、高铁产业链中的受益顺序

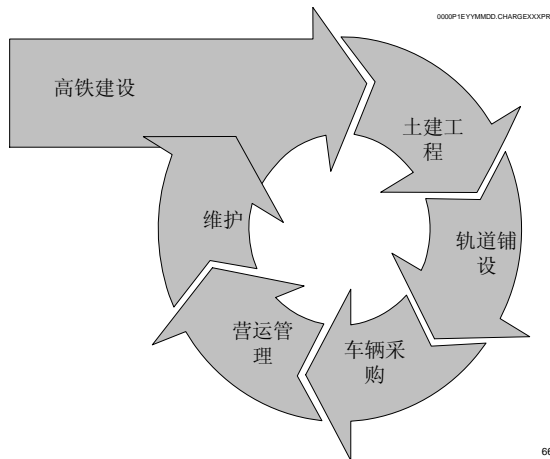
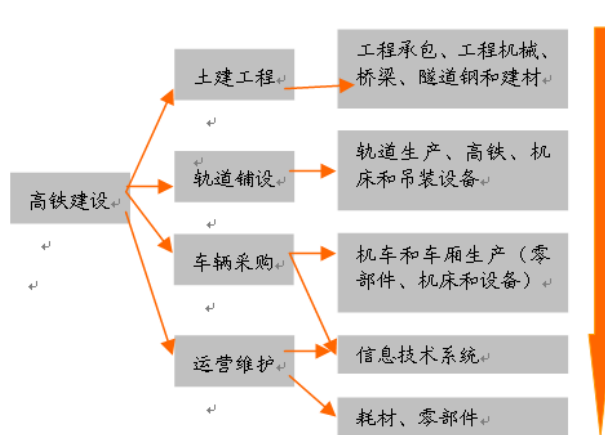


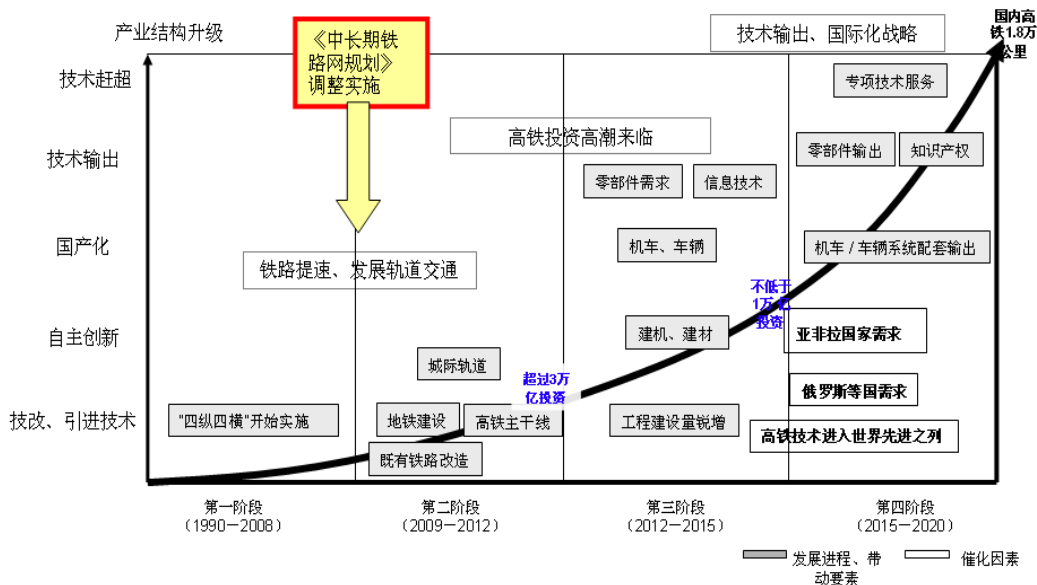
图 19、高铁产业链解析



资料来源：华泰联合证券研究所整理

资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 20、高铁发展的四个阶段及产业链延伸



资料来源：华泰联合证券研究所整理

目前我国整车企业已可完成部分型号车辆的组装，后期将从一般零部件到核心零部件逐步推进国产化，并带动国产配件企业发展。我们认为，在车辆配件的进口替代过程中，较简单的非核心和外围配件，如高速（>300km/h）空心车轴等将先行完成替代过程。

公司目前尚处于前期产品论证阶段，但综合高铁配件市场的高成长特性与公司在锻件领域业已形成的技术优势，我们相信高铁配件将成为公司又一重要的增长源泉。

## 公司业绩预测

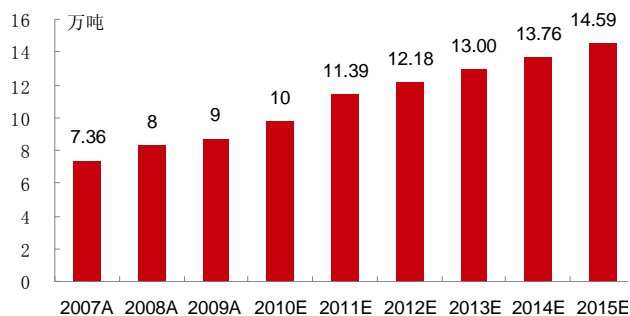
基于公司产能扩张进程与下游需求动态变化的预测，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.46 元、0.53 元。

与市场的不同之处：

由于我们判断公司募投项目进度快于市场预期，对公司业绩的增进在 2011 年即可充分体现，我们对 2011 年的业绩预测显著高于市场一致预期；

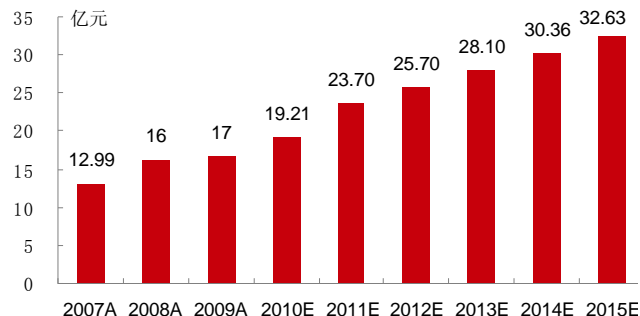
由于我们对公司增长远景的判断优于市场预期，故我们认为公司在 2010-2015 年都将处于高速发展阶段，2009-2015 年公司年收入复合增长率 12%，年净利润复合增长率 18%。但我们的预测并未考虑公司潜在新开发产品对公司业绩的提升，存在上行风险。

图 21、公司历年销量及预测值统计



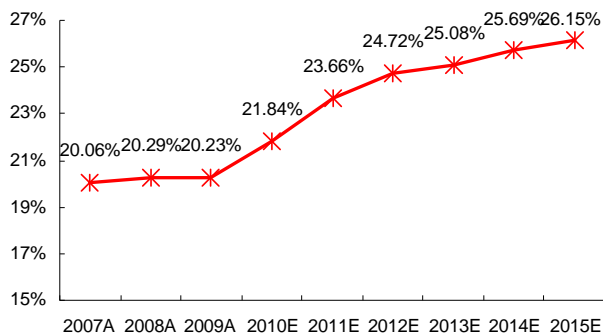
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 22、公司历年销售收入及预测值统计



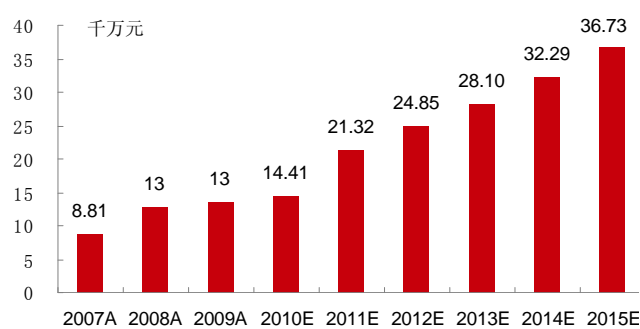
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 23、公司历年毛利率及预测值统计



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 24、公司历年净利润及预测值统计



资料来源：华泰联合证券研究所整理

## 公司税收问题说明

### 三线企业增值税退税

公司作为三线企业，根据《财政部、国家税务总局关于“十五”期间三线企业税收政策问题的通知》（财税[2001]133号）和《财政部、国家税务总局关于三线企业增值税先征后退政策的通知》（财税[2006]166号）两个文件，公司 2001-2005 年增值税超基数部分按 100% 返还，2006 年- 2008 年增值税超基数部分按 80% 的比例退税。

截至目前，三线企业增值税优惠已持续了 8 年，但财政部和国家税务总局没有再发布相应的税收优惠政策文件，发行人除收到以前年度的三线企业增值税退税款外，2009 年 1 月 1 日以来不再享受三线企业增值税优惠。因此发行人未来享受三线企业增值税优惠不具有持续性。但三线调整协调中心这一部门并未撤销，后续是否有相应的三线企业增值税优惠政策出台尚不确定。

目前我们的盈利预测假设公司未来不再享有增值税退税优惠，公司 2001-2005 年增值税返还确认为递延收益的余额合计 5873.22 万元，将在 2010-2018 年平均转入营业外收入。

### 所得税减免

根据《关于认定河南省 2008 年度第一批高新技术企业的通知》，公司被认定为高新技术企业，并于 2008 年 11 月 14 日取得《高新技术企业证书》，有效期三年，2008 年-2010 年享受 15% 的企业所得税优惠。我们认为公司的高新技术企业认证仍将在未来持续，目前的盈利预测假设公司将持续享受 15% 的企业所得税优惠。

## 估值与投资建议

### 绝对估值

根据公司未来盈利稳定增长的商业特质，我们采用 DCF 方法确定公司的合理内在价值。公司的内在价值约为 12 元/股，基于 2010 年 0.31 元，2011 年 0.46 元 EPS 的隐含市盈率为  $38.71 \times 2010PE$ ， $26.09 \times 2011PE$ 。基于我们的预测并未考虑公司潜在新开发产品对公司业绩的提升，存在上行风险，我们对公司永续增长率设定为 2%，并给出相应的敏感性分析。

**表 15、我国铁路网建设规划（公里）中原特钢 DCF 估值模型假设及估值结果**

模型假设	
贝塔值 ( $\beta$ )	1.1
无风险利率 ( $R_f$ )	2.52%
市场预期收益率 ( $R_m$ )	8.00%
股权资本成本 ( $K_e$ )	8.55%
债务成本 ( $K_d$ )	4.04%
债务比率 ( $D/(D+E)$ )	2.54%

加权平均资本成本 (WACC)	8.43%
永续增长率	2%
公司核心评估价值 (百万元)	5,238.70
其中: 显性价值 (百万元)	-241.09
其中: 半显性价值 (百万元)	1,686.74
其中: 永续增长价值 (百万元)	3,793.06
加: 公司非核心评估价值 (百万元)	392.07
公司评估总价值 (百万元)	5,630.77
减: 债务价值 (百万元)	100.00
减: 少数股东权益 (百万元)	0.00
公司内在评估价值 (百万元)	5,530.77
每股内在价值 (元)	11.88
隐含市盈率	38.37

数据来源: 华泰联合证券研究所整理

**表 16、DCF 估值敏感性分析**

WACC(%)	永续增长率 (%)				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
6.43%	13.87	15.76	18.49	22.82	30.71
7.43%	11.57	12.83	14.56	17.08	21.06
<b>8.43%</b>	9.83	10.72	<b>11.88</b>	13.48	15.79
9.43%	8.48	9.12	9.94	11.01	12.48
10.43%	7.40	7.88	8.47	9.23	10.22

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

### 相对估值

我们相应选取了与中原特钢处于相类似领域的机械类公司进行估值对比。考虑到公司正处于新一轮扩张期的初始阶段, 我们的预测尚未包含公司潜在新开发产品对业绩的可能拉动, 故公司理应获得较可比公司一定的估值溢价, 我们认为中原特钢的合理估值区间为 22-25 × 2011 年 PE, 对应 33-37 × 2010 年 PE, 即 10-11.5 元。

**表 17、可比公司估值对比**

简称	股价 (元)	EPS (元)		PE (×)	
	2010-07-14	2010E	2011E	2010E	2011E
中国一重	5.36	0.24	0.33	22.33	16.24
二重重装	9.66	0.34	0.47	28.84	20.51
华锐铸钢	18.15	0.90	1.19	20.19	15.30
神开股份	14.23	0.45	0.54	31.98	26.43
江钻股份	8.57	0.30	0.34	28.27	25.05
杰瑞股份	80.75	2.12	3.06	38.02	26.41
中航重机	12.03	0.45	0.56	26.45	21.49

泰尔重工	23.46	0.83	1.08	28.11	21.76
平均				<b>28.02</b>	<b>21.65</b>

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

### 投资建议

参考相近可比上市公司相对估值水平, 并结合 DCF 绝对估值 12 元评估结果, 我们认为公司合理价值区间应在 10-12 元, 对应 22-26 × 2011PE, 33-39 × 2010PE, 首次给予“买入”投资评级。

### 风险提示

我们的盈利预测主要基于公司成本加成型盈利模式, 对公司未来业绩增长赋予稳定预测, 而未包含由于宏观经济恶化, 行业整体衰退对公司业绩造成的可能冲击。但观察 2008-2009 年全球经济危机下公司的业绩波动主要反应在销量的萎缩与销售均价的下滑, 公司的毛利率水平仍然保持稳定, 公司可能的业绩下滑幅度有限;

我们的盈利预测并未考虑公司潜在新开发产品, 如高铁配件产品对公司业绩的提升, 存在上行风险。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	862	1621	1552	1589	<b>营业收入</b>	1670	1921	2370	2570
现金	166	767	522	484	营业成本	1332	1501	1809	1935
应收账款	212	211	273	302	营业税金及附加	7	8	10	11
其它应收款	1	4	4	4	营业费用	28	31	38	41
预付账款	102	97	120	131	管理费用	208	223	277	303
存货	267	418	478	500	财务费用	7	-5	-9	-6
其他	113	125	154	167	资产减值损失	-11	0	0	0
<b>非流动资产</b>	991	1170	1452	1703	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	106	106	106	106	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	536	744	1036	1292	<b>营业利润</b>	104	163	244	286
无形资产	180	180	180	180	营业外收入	48	7	7	7
其他	169	140	130	125	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1853	2791	3003	3291	<b>利润总额</b>	151	170	251	292
<b>流动负债</b>	599	726	840	882	所得税	16	25	38	44
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	135	144	213	249
应付账款	320	337	416	445	少数股东损益	0	0	0	0
其他	279	389	424	437	<b>归属母公司净利润</b>	135	144	213	249
<b>非流动负债</b>	245	237	122	120	EBITDA	167	238	356	449
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.35	0.31	0.46	0.53
其他	145	137	22	20					
<b>负债合计</b>	844	963	962	1002	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	387	466	466	466	<b>成长能力</b>				
资本公积	298	894	894	894	营业收入	2.9%	15.0%	23.4%	8.5%
留存收益	324	468	681	930	营业利润	-6.2%	57.1%	49.8%	17.0%
归属母公司股东权益	1008	1828	2041	2290	归属于母公司净利润	4.7%	6.9%	47.9%	16.6%
<b>负债和股东权益</b>	1853	2791	3003	3291	<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.2%	21.8%	23.7%	24.7%
					净利率	10.1%	8.1%	7.5%	9.0%
					ROE	13.4%	7.9%	10.4%	10.9%
					ROIC	11.7%	12.6%	14.1%	14.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	45.6%	34.5%	32.0%	30.4%
					净负债比率	11.84%	10.38%	10.39%	9.98%
					流动比率	1.44	2.23	1.85	1.80
					速动比率	0.99	1.66	1.28	1.24
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.93	0.83	0.82	0.82
					应收账款周转率	9	9	10	9
					应付账款周转率	4.36	4.57	4.81	4.50
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.31	0.46	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.40	0.32	0.81
					每股净资产(最新摊薄)	2.17	3.93	4.38	4.92
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.45	26.61	17.99	15.44
					P/B	3.80	2.10	1.88	1.68
					EV/EBITDA	21	15	10	8
<b>现金流量表</b>									
单位: 百万元									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
<b>经营活动现金流</b>	134	184	149	377					
净利润	135	144	213	249					
折旧摊销	56	79	120	169					
财务费用	7	-5	-9	-6					
投资损失	-5	0	0	0					
营运资金变动	-50	-13	-63	-34					
其它	-8	-22	-113	-2					
<b>投资活动现金流</b>	-104	-264	-402	-420					
资本支出	123	268	402	420					
长期投资	0	0	0	0					
其他	19	4	0	0					
<b>筹资活动现金流</b>	-8	680	9	6					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	79	0	0					
资本公积增加	56	596	0	0					
其他	-64	5	9	6					
<b>现金净增加额</b>	22	600	-244	-38					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhq.com