



中以博胜 小求精当

# 特种焊材主要供应商，产业链延伸促公司腾飞

2014 年 08 月 29 日

强烈推荐/首次

大西洋

调研报告

## ——大西洋（600558）调研报告

分析师：弓永峰 何昕

执业证书编号:S1480111020051 010-66554025 [gongyf@dxzq.net.cn](mailto:gongyf@dxzq.net.cn)

联系人：侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

### 事件：

近日，我们对大西洋（600558）进行了调研，与公司管理层就公司所处行业情况、经营近况以及未来发展目标进行了深入沟通。作为国内特种焊材领域的龙头企业，公司已经成功进入核电、军工用等特种焊材市场；同时，为满足公司未来发展战略，公司将本着“做好特种焊材，向两个方向延伸”的方针加快扩张。

### 公司亮点：

公司未来亮点：1) 公司是国内特种焊材领域龙头企业，市场占有率高达 35%，随着产品品类的丰富未来公司市占率仍有提升空间；2) 公司技术研发投入年复合增长率高达 23%，并与多家研究院所合作开发进口替代焊材产品，在核电、军工领域均实现突破；3) 公司核电常规岛焊材已得到广泛应用，核岛焊材为国内独家生产企业，并已具备项目经验；4) 军工焊材随着我国海军装备的发展，未来需求量持续增长，核电军工焊材年需求量约 7 万吨；5) 沿产业链向下游延伸，积极布局自动化焊接设备、焊接工艺总包等业务，计划以兼并重组等形式实现快速突破；6) 推进混合经营所有制改革，以子公司试点逐步向母公司过度，结合各方资本优势加快公司发展步伐；7) 新厂区搬迁在即，预计明年班前完成届时可为公司至少降低货物运输费用 3,000 万元/年。8) 即将突破产能瓶颈，目前公司焊材产能约为 40 万吨，产能利用率高于 95%，2015 年公司扩产的 5 万吨焊材产能即将投产，将有效缓解公司高端产品产能不足的现状。我们预计公司 2014-2016 年每股盈利分别为 0.17、0.31 和 0.48，对应动态 PE 分别为 53、30、和 19，我们给予公司“强烈推荐”评级。

### 点评：

#### 1. 高端装备、建筑焊材提供商，特种焊材领域龙头企业

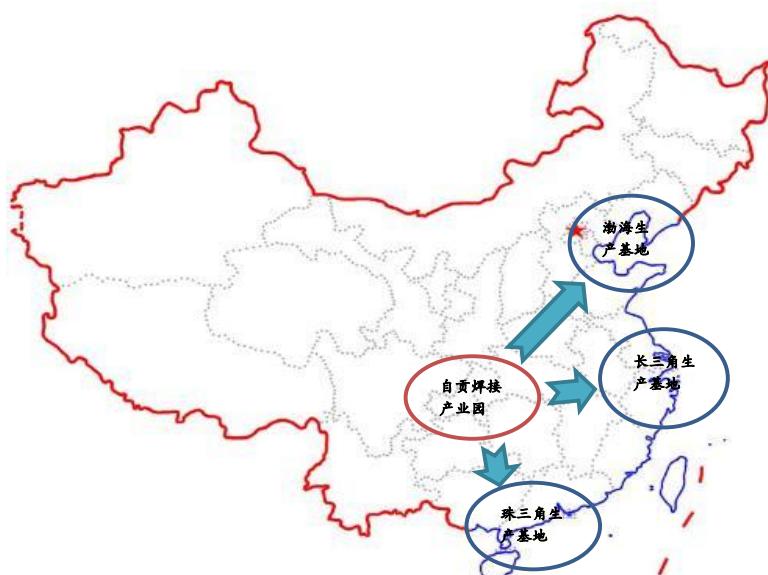
公司成立于 1949 年，是我国首家从事焊材研发、生产的企业，在该领域内已有 65 年的生产经验。目前，公司主要产品围绕着焊条、焊剂、实芯焊丝、药芯焊丝等产品展开，产品品类多达 600 余种，在我国特种焊材领域内产品品类、销售规模均位于同行业第一的位置。

多年来公司凭借在焊材领域的技术优势以及丰富的产品品类，先后进入了包括核电、军工在内的多个高端特种焊材市场，实现了产品的进口替代。公司主要客户包括中国一重、二重重装、东方电气、广船、武船等国内大型装备制造企业。同时，为三峡工程、鸟巢、水立方、西气东输管道、神州飞船以及天宫一号等国家级项目提供焊接材料。

## 2. 实现销地产的战略布局, 打造“一个中心、三个基地”

由于焊接材料下游行业应用广泛, 需求较为分散等特性, 公司积极推进生产基地的合理布局。现已形成了包括自贡、成都、昆明、广西宜州、深圳、上海、天津以及江苏南通在内的多个生产基地, 并且已经形成了合理的销地产战略布局, 公司的营销网络在各省市自治区都有一级经销商, 在地级市都有二级经销商和零售商。为配合公司未来的发展需要, 公司管理层正在积极推进固定区域内以及跨区域厂区间的合同协作, 打造“一个中心、三个基地”的发展模式。其中一个中心是指公司自贡本部, 在这里公司将建设焊接产业园区, 为下游客户提供包括焊接材料、自动化焊接设备以及焊接工艺在一篮子服务; 而三个基地是指公司将现有各地厂区以长三角、珠三角以及环渤海地区为基础进行划分, 协同本部的发展思路及项目需求提供产品及服务。这样有利于公司更快、更好地发现及满足客户的总体需求, 加快公司在焊接领域各业务的快速推进与成长。

图 1: 公司产能及重点发展区域布局



资料来源: 东兴证券研究所

## 3. 持续丰富特种焊材产品品类, 适度推进产能扩张

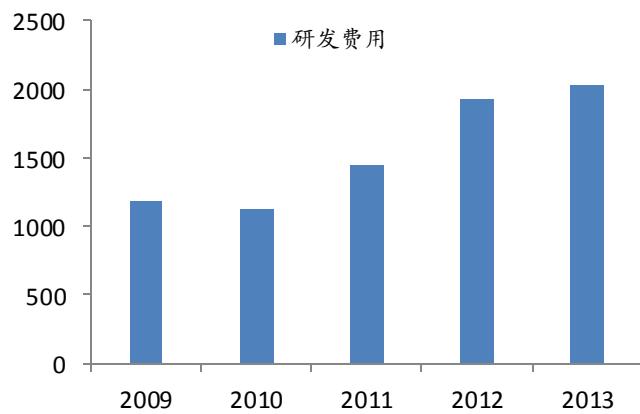
自公司成立至今已拥有自主知识产权技术成果近 600 余项, 同时, 近年来仍在加快新产品、新技术的研发和投入, 2011-2013 年公司技术开发费用年复合增长率高达 23.35%, 新获得发明专利 13 项, 另有 10 项发明专利申报得到受理。

随着下游行业在生产工艺、材料使用方面的发展和改进, 对于焊接材料的需求结构也在发生变化, 公司持续丰富产品品类, 加大研发投入正是为了迎合这一行业特性。同时, 作为国内特种焊材的龙头企业, 公司也肩负着开发新型产品实现进口替代的重任。公司先后与江苏热工院、上海核工院、中广核、武船等机构, 进行深入合作, 委托开发特种高端焊材产品。目前, 公司已经在核电、军工等领域实现突破, 未来在海洋工程、

煤制气等领域仍有巨大发展空间。

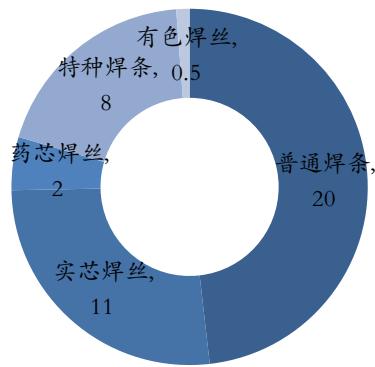
在产能方面，公司现有焊接材料产能 40 余万吨，其中，主要的包括普通焊条 20 万吨、实心焊丝 11 万吨、有色金属焊丝 5000 吨、药芯焊丝 2 万吨、特种焊条（包括军工核电）8 万吨等。未来公司的产能扩张计划是在现有基础上再增加 20 万吨的产能，主要包括有色、焊丝和核电军工等产品。但在扩产节奏上，公司更加倾向于循序渐进，将本着市场消化一批，扩产一批的原则进行推进，避免产能空置，现阶段公司产能利用率高于 95% 的水平。

**图 2:2009-2011 年公司研发费用** （单位：万元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 3:目前公司产能情况** （单位：万吨）



资料来源：东兴证券研究所

#### 4. 特种焊材市场占有率约 35%，核电军工用焊材实现进口替代

从产品销售价格差异来看，普通焊接材料价格约为 3,000-4,000 元/吨，而特种焊接材料售价从几万至几十万不等，毛利率高、盈利空间大。

我国焊接材料整体市场规模约 200 余亿，约占全球总规模的 50%，公司在国内市场中占有率为 10% 左右，排在行业内第三的位置。然而，从高毛利率的特种焊材领域来看，目前公司市场占有率达到 35%，排在行业首位。特种焊材作为公司重点发展的业务之一，未来公司仍将加大在该领域的投入，市场占有率为 35%，排在行业首位。特种焊材作为公司重点发展的业务之一，未来公司仍将加大在该领域的投入，市场占有率为 35%，排在行业首位。

公司特种焊材在核电常规岛领域应用已经较为普遍，目前国内已建、在建项目中都有用到公司的产品。而在核岛领域的应用突破始于 2009 年，一方面，我国提出要加快核电主设备国产化比例的进程；另一方面，公司产品已经具备了进口替代的实力。目前，公司所生产的核电用焊接材料客户中包括了各核电运营机构，以及核电主设备生产商。从市场需求情况来看，核电项目所需的焊接材料，一般为用钢量的千分之五，产品均价约在 10 万元/吨。

在军工领域，公司产品主要应用于舰船的制造，海军装备作为我国军队中期内重点发展的领域之一，在装备的质量、数量方面的提升都有较大的发展空间，而焊接材料在舰船制造中的占比约为用钢量的 1.5%-1.8%。

综合来看，我国核电和军工领域每年所需特种焊接材料需求规模预计在 7 万吨以上，这还是在核电新项目建

设没有重启的前期。

## 5. 向产业链下游延伸，为客户提供全面、系统的焊接解决方案

除大力发展特种焊材外，公司将产业链的延伸也作为中长期战略布局的重要一环，特别是对于下游自动化焊接生产线的系统集成以及焊接工艺服务两个方面。

公司向下游的延伸具备两个天然条件，首先，作为国内知名的焊接材料生产企业，公司的品牌在焊接行业内已具有极高的知名度，公司的焊材客户同样拥有对于焊接设备和焊接工艺服务的需求，这有利于公司新业务的拓展；其次，公司现有销售模式为直销与分销并存，直销销售额占比约 15%左右，主要服务各领域内的领军企业，与各行业内的大客户建立了长期稳定的合作关系。而自动化焊接系统集成以及焊接工艺服务将主要依靠直销网络进行拓展，公司现有直销网络已经具备推进这些业务的能力。

而对于下游业务的延伸，公司也认识到自身在产业链下游行业内技术和经验的不足，希望通过兼并重组、股权转让等形式切入，以弥补这一短板。

## 6. 子公司试点混合所有制，逐步推进国企改革

随着新一轮国企改革大幕的开启，混合所有制已经成为不少省市推动改革的抓手和突破点，包括四川省在内的 16 个省市自治区已经先后出台相关改革方案。作为四川省内历史最为悠久的国有控股企业之一，多年来公司在各领域的创新一直走在同类公司的前列。

从公司各子公司股权结构来看，除天津合荣钛业有限公司为全资子公司外，其余 10 家子公司均为控股及参股，在股东组成方面包括了各类资本。可见公司在新一轮的国企改革中处于先行者的位置。依靠在子公司上积累的丰富经验，未来公司有望逐步将改革层面提升至母公司。

### 盈利预测：

未来随着公司特种焊条在核电、军工领域下游需求的增长，以及公司进入海洋工程和煤制气领域，公司特种焊条业务仍具备较快增长的潜力。同时，随着公司焊接产业园的建设，将促进公司向下游产业链延伸的步伐。我们预计公司 2014-2016 年每股盈利分别为 0.17、0.31 和 0.48，对应动态 PE 分别为 53、30 和 19，给予公司“强烈推荐”评级。

### 投资风险：

1. 我国核电建设速度低于预期
2. 公司产能扩张速度低于预期

## 盈利预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,319.55	2,186.11	2,254.10	2,966.70	3,646.60
增长率 (%)	-4.66%	-5.75%	3.11%	31.61%	22.92%
净利润(百万元)	33.27	47.49	78.32	133.71	205.21
增长率 (%)	-32.72%	42.73%	64.93%	70.73%	53.47%
净资产收益率 (%)	2.60%	3.62%	5.16%	8.61%	12.21%
每股收益(元)	0.20	0.19	0.17	0.31	0.48
PE	46.52	48.70	53.85	30.22	19.35
PB	1.21	1.76	2.78	2.60	2.36

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
<b>流动资产合计</b>	1344	1364	1221	1763	2522	<b>营业收入</b>	2320	2186	2254	2967	3647			
货币资金	397	330	188	445	912	<b>营业成本</b>	2048	1873	1907	2457	2966			
应收账款	153	156	173	224	287	营业税金及附加	8	8	7	10	12			
其他应收款	4	10	10	13	17	营业费用	81	87	92	126	153			
预付款项	105	131	150	175	204	管理费用	119	129	135	179	218			
存货	457	507	464	601	714	财务费用	20	19	10	19	28			
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.35	14.49	0.00	0.00	0.00			
<b>非流动资产合计</b>	631	900	805	709	613	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	21	41	41	41	41	<b>投资净收益</b>	0.78	0.14	0.00	0.00	0.00			
固定资产	457.29	484.38	517.85	447.92	377.99	<b>营业利润</b>	43	55	102	175	269			
无形资产	94	259	234	208	182	<b>营业外收入</b>	2.95	4.37	3.00	4.00	5.00			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业外支出</b>	3.10	0.60	0.50	0.52	0.54			
<b>资产总计</b>	1975	2264	2026	2472	3135	<b>利润总额</b>	43	59	104	178	274			
<b>流动负债合计</b>	758	823	489	832	1339	<b>所得税</b>	10	11	26	45	68			
短期借款	323	400	0	143	426	<b>净利润</b>	33	47	78	134	205			
应付账款	138	200	188	253	305	少数股东损益	5	8	9	10	12			
预收款项	37	30	120	239	385	归属于母公司净利润	28	40	69	124	193			
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	196	375	208	290	393			
<b>非流动负债合计</b>	17	177	20	20	20	<b>RPS(元)</b>	0.20	0.19	0.17	0.31	0.48			
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
<b>负债合计</b>	775	1001	510	853	1359	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	128	162	171	181	193	营业收入增长	-4.66%	-5.75%	3.11%	31.61%	22.92%			
实收资本(或股本)	138	207	399	399	399	营业利润增长	-24.93%	27.61%	84.77%	71.50%	53.98%			
资本公积	566	497	497	497	497	归属于母公司净利润增长	74.06%	78.21%	74.06%	78.21%	56.18%			
未分配利润	297	324	350	396	467	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权益合计	1071	1101	1345	1438	1583	毛利率(%)	11.69%	14.31%	15.40%	17.18%	18.67%			
<b>负债和所有者权益</b>	1975	2264	2026	2472	3135	净利率(%)	1.43%	2.17%	3.47%	4.51%	5.63%			
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>	1.41%	1.76%	3.43%	5.01%	6.16%			
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	<b>ROE(%)</b>	2.60%	3.62%	5.16%	8.61%	12.21%			
<b>经营活动现金流</b>	117	28	251	164	260	<b>偿债能力</b>								
净利润	33	47	78	134	205	资产负债率(%)	39%	44%	25%	35%				
折旧摊销	133.33	300.48	0.00	95.87	95.87	流动比率	1.77	1.66	2.50	2.12	1.88			
财务费用	20	19	10	19	28	速动比率	1.17	1.04	1.55	1.40	1.35			
应收账款减少	0	0	-16	-51	-62	<b>营运能力</b>								
预收款项增加	0	0	90	119	146	总资产周转率	1.21	1.03	1.05	1.32	1.30			
<b>投资活动现金流</b>	-34	-135	0	0	0	应收账款周转率	16	14	14	15	14			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.96	12.95	11.61	13.45	13.07			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.19	0.17	0.31	0.48			
<b>筹资活动现金流</b>	22	41	-393	93	207	每股现金流(最新摊薄)	0.76	-0.32	-0.36	0.64	1.17			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.75	5.31	3.37	3.60	3.97			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	69	192	0	0	P/E	46.52	48.70	53.85	30.22	19.35			
资本公积增加	0	-69	0	0	0	P/B	1.21	1.76	2.78	2.60	2.36			
<b>现金净增加额</b>	105	-67	-142	257	467	EV/EBITDA	6.23	5.37	17.05	11.86	8.27			

## 分析师简介

### 弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

## 东兴证券中小市值团队简介

### 弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

### 宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

### 孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济

学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

### 何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究。

### 汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

### 罗柏言 研究员

经济学硕士，4年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014年2月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好数： 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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。