



中以博胜 小求精当

核电军工焊材助公司业绩稳步增长

2014 年 10 月 28 日

强烈推荐/维持

大西洋

财报点评

——大西洋（600558）财报点评

分析师：弓永峰 何昕

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人：高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队：弓永峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件：

公司发布 2014 年三季报，报告期内公司分别实现营业收入和归属母公司所有者净利润 16.89 亿元、0.34 亿元，较去年同期分别增长 1.78% 和 41.77%，累计实现每股盈利约为 0.13 元。从单季度盈利数据来看，2014 年 7-9 月，公司实现营业收入 5.68 亿元、归属母公司所有者净利润约为 0.04 亿元。同比增幅分别为 4.18% 和 10.80%。公司单季度盈利增速的回落主要是受到费用率上升的影响，为促进转型，公司适当加大了在销售和研发领域的投入，期间费用率同比增长 1.06 个百分点至 12.42%，同时公司毛利率仍维持在 15.57%，高于去年 14% 的水平。

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 86、47 和 30，维持公司“强烈推荐”评级。

	13Q1	13Q2	13Q3	13.1-9	13Q4	13A	14Q1	14Q2	14Q3	14.1-9
营业收入 (百万元)	528.66	585.64	544.99	1659.29	526.82	2186.11	527.66	593.47	567.76	1688.89
增长率 (%)	-11.28%	-7.70%	-5.33%	-8.13%	2.59%	-5.75%	-0.19%	1.34%	4.18%	1.78%
毛利率 (%)	14.03%	14.11%	14.65%	14.26%	14.47%	14.31%	15.04%	17.13%	14.44%	15.57%
期间费用率 (%)	9.91%	10.90%	13.26%	11.36%	8.89%	10.76%	10.81%	13.20%	13.10%	12.42%
营业利润率 (%)	3.81%	1.59%	0.95%	2.09%	3.90%	1.42%	3.82%	3.71%	1.63%	3.05%
净利润 (百万元)	13.45	6.73	3.56	23.74	16.14	39.88	12.96	16.75	3.95	33.66
增长率 (%)	19.61%	26.02%	404.91%	37.30%	53.24%	43.34%	-3.63%	148.87%	10.80%	41.77%
每股盈利 (元)	0.097	0.032	0.017	0.115	0.078	0.192	0.060	0.060	0.010	0.130
资产负债率 (%)	39.77%	39.50%	43.74%	43.74%	44.19%	44.19%	28.99%	29.67%	27.52%	27.52%

点评:

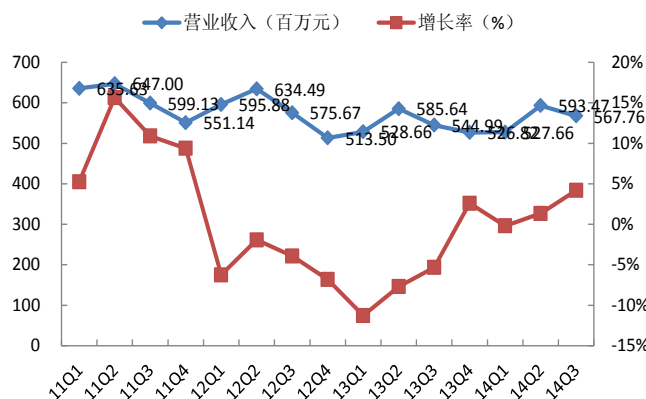
1. 产品结构调整助公司业绩触底回升

作为国内焊条行业内的领军企业之一,近年来公司受到下游行业需求放缓的影响盈利能力出现下滑,为应对这一现象公司进一步加大了在特种焊条领域的投入,迅速扩充自身在中高端产品的品质与品类,目前已成为国内特种焊条领域内的龙头企业,在国内特种焊条市场占有率接近 35%。

公司凭借自身在焊材领域的技术优势,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。

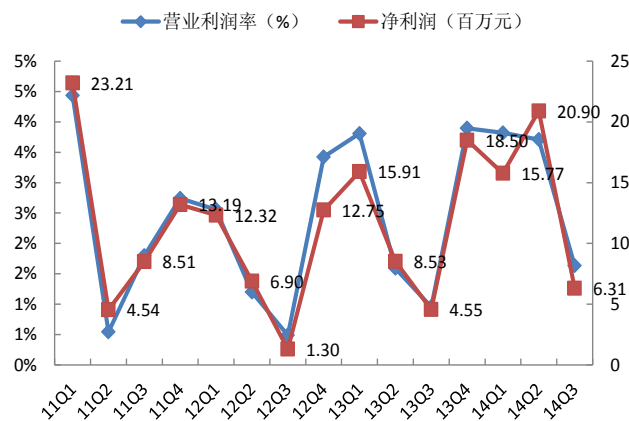
进入 2014 年后随着公司特种焊材业务的放量,盈利能力明显好转。2014 年前三季度公司分别实现营业收入和归属母公司所有者净利润 16.89 亿元、0.34 亿元,较去年同期分别增长 1.78%和 41.77%,累计实现每股盈利约为 0.13 元。同时,公司产品综合毛利率也同比提升 1.31 个百分点至 15.57%。

图 1:公司营业收入及增速情况



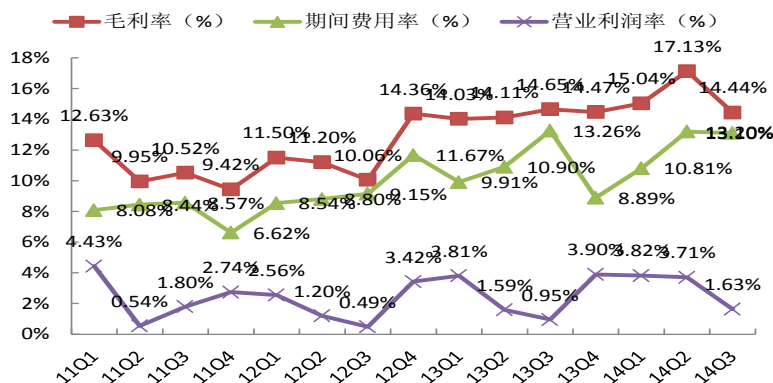
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2:公司单季度营业利润和净利润情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 3: 公司毛利率、期间费用率、营业利润率情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

2. 大股东承诺未来避免同业竞争

为避免未来可能发生的同业竞争，公司控股股东四川大西洋集团有限责任公司 2009 年 1 月 19 日向上市公司出具《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺：大西洋集团目前在越南设立附属公司，生产销售焊接材料产品。鉴于目前股份公司类似产品的主要海外市场并不包含越南，因此大西洋集团越南市场的开拓并不直接与股份公司构成同业竞争。大西洋集团承诺，若股份公司将来在越南进行焊接材料的生产销售，大西洋集团同意股份公司在同等条件下优先收购该等业务所涉及的资产或股权，以避免与股份公司的业务构成同业竞争。

3. 实现销地产的战略布局

随着普通焊材盈利能力的下滑，焊材企业对于运输等成本控制越发严格。目前，公司已经完成了对于传统焊材业务产地销的战略布局。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，公司的营销网络在各省市区都有一级经销商，在地级市都有二级经销商和零售商。

同时，为配合公司未来的发展转型需要，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内的一篮子服务；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。

4. 做好特种焊条，适度推进产能扩张

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%，公司在国内市场占有率约为 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已经高达 35%，排在行业首位。特种焊材作为公司重点发展的业务之一。

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%。

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。

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、股权收购等形式切入，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 86、47 和 30，维持公司“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	73.80	77.68	86.12	47.45	30.91
PB	1.21	1.76	2.78	2.60	2.36

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学术论文近 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：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。