

日期: 2014 年 11 月 26 日

行业: 制造业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB10.00 元
上市合理定价 RMB15.54-18.65 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 150
发行后总股本 (百万股) 770
发行数量占发行后总股本 19.48%
发行方式 网上定价申购
网下询价配售
保荐机构 招商证券

主要股东 (发行前)

中国华电工程 (集团) 有限公司 80.65%
绵阳科技城产业投资基金 8.06%

收入结构 (2013)

物料输送系统工程 66.01%
热能工程 20.26%
高端钢结构工程 13.73%

报告编号: JLJ14-NSP07

首次报告日期: 2014 年 11 月 26 日

一体化服务的工程方案提供商

■ 投资要点:

一体化服务的工程整体解决方案提供商

公司作为工程整体解决方案提供商,业务集工程系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体,主要包括物料输送系统工程、热能工程及高端钢结构工程三大业务板块。公司是细分领域具有丰富工程总承包经验和突出技术创新能力的骨干企业之一,经过多年发展,积累了丰富的客户资源,树立了良好的市场品牌,目前业务已拓展至电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等多个行业,项目遍及全国各地及海外十余个国家。

募投项目扩大产能,提高核心竞争力

公司拟将本次发行股票所募集的资金投资于华电曹妃甸重工装备有限公司曹妃甸重工装备制造基地二期项目、华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目、华电重工高端钢结构产品扩大产能项目和华电重工研发中心建设项目、补充工程项目运营资金项目。募投项目投产后有利于公司增大产能,提高核心竞争力。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2014、2015 年归属于母公司的净利润分别为 3.99 亿元和 4.51 亿元,同比增速分别为 11.72%和 12.96%,相应的稀释后每股收益为 0.52 元和 0.59 元。

定价结论

公司本次发行前总股本 62,000 万股,本次公开发行 15,000 万股,不进行老股转让,发行后总股本 77,000 万股,公司发行价格为 10.00 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 15.54-18.65 元,对应 2014 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	4,426.24	4,744.57	5,535.42	6,160.16
年增长率 (%)	27.87%	7.19%	16.67%	11.29%
归属于母公司的净利润	299.26	357.10	398.96	448.09
年增长率 (%)	31.85%	19.33%	11.72%	12.32%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.39	0.46	0.52	0.58

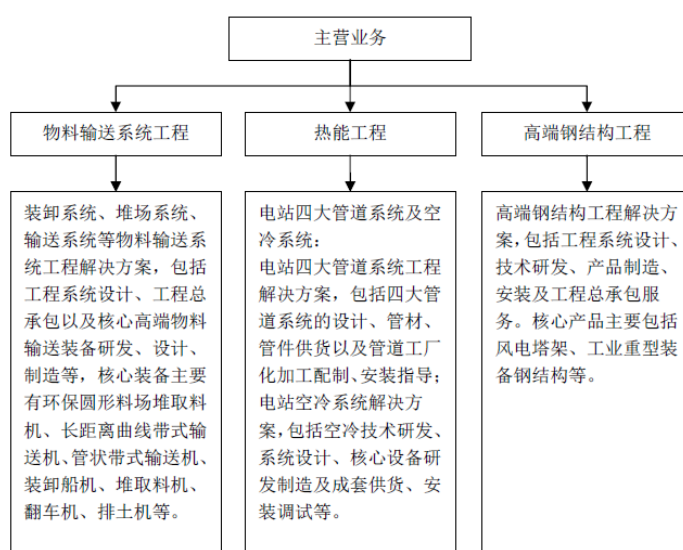
数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司作为工程整体解决方案提供商，业务集工程系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体，主要包括物料输送系统工程、热能工程及高端钢结构工程三大业务板块。目前，公司在煤炭清洁高效利用领域已取得初步成效，并正在大力拓展海上风电、油气服务等新兴业务。公司是细分领域具有丰富工程总承包经验和突出技术创新能力的骨干企业之一，经过多年发展，积累了丰富的客户资源，树立了良好的市场品牌，目前业务已拓展至电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等多个行业，项目遍及全国各地及海外十余个国家。

图1 公司主营业务涉及的业务板块和主要产品/服务情况



数据来源：公司招股说明书

公司被评为“北京市高新技术企业”和“中关村国家自主创新示范区十百千工程企业”，具有业内领先的科研实力。公司拥有《机械行业（物料搬运及仓储）专业甲级》、《特种设备设计许可证（压力管道）》、《轻型钢结构工程专项设计甲级资质》等二十余项资质，并参与起草了2项行业级别以上标准。

此外，公司与五大发电集团、宝钢集团有限公司、鞍山钢铁集团公司、华润（集团）有限公司、神华集团有限责任公司、国家开发投资公司、中国石油化工集团公司等多家大型企业及其子公司建立了良好的合作关系，并凭借高效的项目管理和可靠的工程质量，得到了上述客户的高度认可。

公司主营业务所属行业为“制造业”中的“专用设备制造业”。

● 行业增长前景

物料输送系统工程

公司的物料输送系统工程业务适用于有大宗散货装卸、储存、输送需求的行业，该业务涉及工程设计服务、重型机械制造、工程建设等领域，为客户提供工程整体解决方案和产品系统化集成高端研发设计服务，属于国家产业政策重点支持和鼓励发展的行业。

物料输送行业为下游相关行业提供物料输送系统的工程设计服务和相关核心设备，兼具工程设计服务业和重型机械制造业的诸多基本特征。国民经济持续稳定发展、固定资产投资额不断增加，为物料输送行业提供了良好的发展机遇。一方面，国民经济持续发展促进了我国工程设计服务业的发展。根据住房和城乡建设部于2011年7月发布的《建筑业十二五规划》，“十一五”期间，全国工程勘察设计企业营业收入年均增长26.5%。截至2012年末，全国工程勘察设计企业实现营业收入16,170.63亿元，同比增长25.21%。另一方面，电力、冶金、化工、煤炭等基础行业的投资规模大幅扩张，相应增加了对物料输送装备等重型机械装备的需求。根据中国重型机械工业协会第118期统计简报，2013年我国重型机械行业营业收入达到11,299.25亿元，同比增长10.83%。

2006年至2013年，我国国内生产总值的年均复合增长率达到9.75%。具体而言，各主要下游行业的发展状况及对物料输送系统的需求如下：

（1）电力

火力发电目前仍然是电力行业的主力军，2006年至2013年火电装机容量占我国电力装机总量的比例长期稳定在70%左右，总体保持较高水平。

2006年至2013年，全国火电装机容量从48,405万千瓦增加到86,238万千瓦，年均复合增长率为8.60%，保持平稳增长。虽然在国内已建有大量的水电站，也出现了部分核电机组和风力发电机组，但由于我国能源的基本格局是“富煤、缺油、少气”，丰富的煤炭资源使得火力发电具有天然的成本优势，因此火力发电仍将是未来一段时间内的主要能源来源。根据中电联编制的《电力工业“十二五”规划研究报告》（中国水利水电出版社，2011年5月），“十二五”期间全国规划煤电开工规模将达到3亿千瓦。随着火电装机容量的不断增加，火电行业对物料输送行业的需求将保持持续增长。

（2）港口

上世纪80年代以来，我国港口吞吐量快速增长，根据国家统计局数据，至2013年，全国规模以上港口货物吞吐量已达到72.59亿吨。《全国沿海港口布局规划》（交通部2006年9月发布）涉及的长江三角洲、珠江三角洲、环渤海湾、东南沿海和西南沿海港口群以及上海国际航运中心建设促

进了物料输送行业的发展。未来五年，新建铁矿石码头和煤炭公用接卸码头将继续保持对物料输送系统的旺盛需求。根据交通部于 2011 年 4 月发布的《交通运输“十二五”发展规划》，在“十二五”期间，国家将结合沿海大型钢铁基地布局配套建设铁矿石码头，规划新增大型铁矿石码头接卸能力 3.9 亿吨；同时，结合国家煤炭铁路外运通道的扩能和新建、国家煤炭中转储备基地布局建设华东、华南地区煤炭公用接卸码头规划新增北方煤炭装船港煤炭码头通过能力 3.1 亿吨。

除了上述行业以外，物料输送系统还广泛应用于粮食、建材等行业。整体而言，未来五年，下游行业将对物料输送系统的整体需求将呈现持续增长的趋势。

热能工程

公司热能工程业务主要提供电站四大管道系统和空冷系统的整体解决方案。

四大管道在国内火电厂的大规模应用始于上世纪九十年代中期，受“十一五”期间我国火电装机容量迅速增长的影响，电站四大管道系统行业也获得快速发展。印度、越南、印尼等亚洲国家以及苏丹、几内亚、尼日利亚等非洲国家的电力建设相对落后，电力建设空间巨大，这些国家对电站四大管道系统的需求也逐渐增长。未来五年，国内企业可触及的电站四大管道系统行业规模将保持稳定。首先，国内新增火电装机容量仍较大。其次，海外市场需求不断增长。未来，印度、印尼、越南等东南亚国家新建电厂对四大管道的需求将对国内市场形成有益补充。此外，我国冶金、采矿、化工等行业的企业自备电厂的新增装机容量对四大管道也有一定的需求。

电站空冷技术是为解决“富煤缺水”地区建设火电厂而逐步发展起来的一种汽轮机乏汽冷却技术，其应用已有半个多世纪的历史，目前国内最大的空冷机组单机容量已达到 1,000MW。截至 2010 年底，我国空冷机组的总装机容量达到 10,772 万千瓦。

未来 5-10 年，我国新增火电装机容量增长将保持稳定，而火电布局将向三北地区（华北、西北、东北）集中。根据《电力行业“十二五”规划研究报告》，“十二五”和“十三五”期间，我国新增的火电开工规模将分别有 66% 和 63% 位于煤电基地，而全国 16 个大型煤电基地中有 14 个位于三北地区。三北地区虽然煤炭资源丰富，但是水资源非常贫乏，淡水资源总量仅为全国的 16%。由于具备良好的节水性能，电站空冷系统在我国煤炭资源丰富、但水资源贫乏的三北地区具有广阔的市场空间。

高端钢结构工程

我国钢结构行业起步于建筑钢结构（如工业厂房等）。由于具有自重轻、

制造工业化程度较高、安装方便等优势，上世纪 90 年代以来，钢结构开始逐渐替代传统的混凝土结构，并广泛应用于超高层建筑、工业厂房、体育场馆、道路桥梁、工业设备等领域。重型钢结构作为钢结构行业的一个重要分支，已成为火电、风电、化工、海洋工程等行业的重要支撑。公司高端钢结构业务主要服务于火电和风电行业。

火力发电仍然是我国当前最主要的电力来源，截至 2013 年底，我国火电装机总量为 8.62 亿千瓦，占总装机容量的比重约为 69%。未来火电装机总量将继续保持增长，《电力工业“十二五”规划研究报告》预测“十二五”期间的全国规划煤电开工规模将达到 3 亿千瓦。另外，我国正在推行优化发展火电、鼓励建设大容量机组的政策，国内新增火电机组基本完成以 60 万千瓦机组为主力机组的转变，随着大容量发电机组的广泛应用，锅炉钢结构和主厂房钢结构的尺寸和载荷越来越大，电站钢结构行业将保持平稳发展。

我国风电行业虽然起步较晚，但近两年发展速度很快。国家出台了对新能源的鼓励政策，明确提出将大力发展风电行业。同时，由于风电的建设成本接近火电，所以风电成为最早大规模商用的新能源。根据《风电发展“十二五”规划》，2015 年风电规划容量将达到 10,400 万千瓦，其中海上风电规划容量为 500 万千瓦，分别较 2012 年增长约 3,000 万千瓦、490 万千瓦；2020 年风电规划容量将达到 20,000 万千瓦，其中海上风电规划容量为 3,000 万千瓦。

● 行业竞争结构及公司的地位

物料输送行业

除公司外，物料输送行业主要还有三类参与者：第一类为设计院，如电力、钢铁、冶金、港口等行业的各类专业设计院，该类参与者根据项目需求进行针对性设计，提出技术解决方案；第二类为设备制造商，该类参与者根据设计和合同标准进行各部件设备生产并组装，主要作为物料输送系统设备提供商；第三类为建设施工企业，主要提供物料输送系统的建设施工安装服务。一般而言，同时具备系统设计能力、大型项目管理能力、关键设备供应能力的企业在行业竞争中占据优势地位。

公司的竞争对手及竞争地位物料输送系统工程项目的业主一般以总承包方式发包，行业内相关企业参与投标的方式包括单独投标和联合投标两类。公司与设计院主要采用单独投标，设计院中标后一般将设备建造标段分包给设备制造商，公司单独投标并中标后一般将安装施工标段分包给建设施工企业。设备制造商往往联合设计院进行联合投标，以达到业主对于系统设计、设备制造等各方面的要求。因此，物料输送行业的参与者之间

既存在竞争，也存在合作，目前未出现从业务模式、客户范围等方面一直与公司进行竞争的市场参与者。

公司同时具备技术研发、系统设计、核心装备制造和大型项目管理能力，在电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等多个行业具有众多良好的项目总承包业绩，业务体系完整、一体化程度高，在物料输送行业表现出领先的整体服务实力。

热能工程

除锅炉、汽轮机、发电机等三大主机以外的电站配套设备均为辅机，这些设备直接关系到发电机组的稳定运行，具有可靠性要求高、制造难度大等特点。公司的热能工程业务为电站提供四大管道系统、空冷系统等两类辅机系统，隶属于电力设备行业。

电站四大管道系统行业的竞争分为三类：第一类参与者为国有专业管道公司，包括公司及中国水利电力物资有限公司等，这些公司的经营历史悠久、经营规模较大、技术实力较强，并且专注于本行业业务；第二类参与者为逐步进入本行业并取得一定业绩的非国有企业；第三类参与者为普通管道生产企业，这些公司具备一定的四大管道加工能力，但是本行业业务量占其总业务量比重较小。

在电站四大管道系统行业内，与公司直接形成竞争的主要企业为中国水利电力物资有限公司、上海电投管道工程有限公司、沈阳东管电力科技集团股份有限公司、吉林昊宇电气股份有限公司等。公司掌握了四大管道系统的设计、工厂化配制的全套工艺流程和超超临界机组管道用钢焊接技术等核心技术，打造了大容量、高参数火电机组四大管道领域的品牌优势，截至2014年6月末，国内投运的百万千瓦级超超临界火电机组中超过五成由公司提供四大管道系统的管材、管件或工厂化配制。

空冷系统行业的竞争格局经历了由跨国公司垄断向国内企业相互竞争的转变。当前空冷系统行业主要的国内竞争者包括哈尔滨空调股份有限公司、北京首航艾启威节能技术股份有限公司、中国国电北京龙源冷却技术有限公司、江苏双良空调设备股份有限公司以及公司，这些公司在空冷设备领域竞争较为激烈。公司同时具备系统总包、系统设计、核心设备制造及系统集成能力，先后为多个电厂提供了空冷系统整体解决方案，其中包括国投哈密2X660MW超临界机组、新疆天富2X330MW机组、神华准东2X660MW超临界机组等空冷岛项目，已成长为空冷系统行业强有力的竞争者。

高端钢结构工程

根据钢结构工程整体设计的复杂程度以及钢结构产品生产技术的先进

性、制造工艺的难易度，钢结构业务划分为高端钢结构业务和常规钢结构业务。一般而言，高端钢结构业务主要面向火电、风电、核电、冶金、化工、海洋工程等领域经营，常规钢结构业务主要指普通钢结构工程。

公司的高端钢结构业务主要为火电、风电、化工等领域的工业企业提供承受大载荷的钢结构产品及工程总承包服务，公司钢结构业务发展历史早，汇聚了一批经验丰富的专家团队，并具有较强的品牌优势，在钢结构行业尤其是电力行业重型钢结构领域得到了客户广泛认可。

表 1 电站钢结构主要企业

企业名称	业务介绍
辽宁大金重工股份有限公司	一家 A 股上市公司，主要从事火电锅炉岛和风力发电塔架设计制造业务。
山东鲁能光大钢结构有限公司	主要从事锅炉钢结构、厂房钢结构、工业与民用建筑钢结构、脱硫设备、风电产品、核电产品、起重设备、压力管道支吊架等产品的制作业务。
青岛三联金属结构有限公司	主要生产 50MW—1050MW 电站锅炉金属结构、高层建筑钢结构、厂房钢结构、桥梁钢结构、塔类钢结构、风力发电塔以及电站锅炉消声器、壳体、风门、烟风道等系列产品。

数据来源：公司招股说明书

表 2 风电塔架主要企业

企业名称	业务介绍
上海泰胜风能装备股份有限公司	A 股上市公司，主营风力发电设备、钢结构、化工设备制造安装、货物和技术的进出口业务、风力发电设备、辅件、零件销售等。
中船澄西船舶修造有限公司	中国船舶工业股份有限公司的全资子公司，具备年制造风电塔架 500 余套的生产能力。
天顺风能（苏州）股份有限公司	专业从事兆瓦级大功率风力发电塔架及其相关产品的生产。
北车风电有限公司	专业从事风力发电设备整机及主要部件的研发、制造、销售，同时可承担风力发电工程的设计、建设和技术服务。
青岛天能重工股份有限公司	该公司的经营范围为风力发电设备、钢结构、化工设备制造、安装，风力发电设备辅件、零件销售等。

数据来源：公司招股说明书

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由原华电重工装备有限公司股东华电工程、绵阳基金、深圳汇鑫、天津邦泰、安信乾宏、深圳泰昌瑞、北京舍尔、茂名鑫兴顺、上海泽玛克作为发起人，于 2011 年 7 月 26 日由华电重工装备有限公司依法整体变更设立的股份公司

公司控股股东为华电工程，其直接持有公司 50,000 万股股份，持股比例为 80.65%。公司实际控制人为华电集团。华电集团是 2002 年底国家电力体制改革时组建的五家全国性国有独资发电企业集团之一。

公司本次发行前总股本 62,000 万股，本次公开发行 15,000 万股，不进行老股转让，发行后总股本 77,000 万股，公司发行价格为 10.00 元/股。

表 3 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	华电工程 (SS)	50000	80.65%	48538.01	63.04%
2	绵阳基金	5000	8.06%	5000	6.49%
3	深圳汇鑫	1800	2.90%	1800	2.34%
4	天津邦泰	1600	2.58%	1600	2.08%
	安信乾宏 (SS)	1300	2.10%	1261.988	1.64%
	深圳泰昌瑞	1000	1.61%	1000	1.30%
	北京舍尔	500	0.81%	500	0.65%
5	茂名鑫兴顺	500	0.81%	500	0.65%
6	上海泽玛克	300	0.48%	300	0.39%
	全国社会保障基金理				
7	事会	-	-	1500	1.95%
	社会公众股	-	-	15000	19.48%
	合计	62000	100%	77000	100%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 4 公司营业收入构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度		2012 年度		2011 年度
	金额	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	278,534.30	473,210.84	7.35%	440,801.22	27.64%	345,358.66
其他业务收入	470.81	1,245.82	-31.66%	1,823.08	133.07%	782.20
合计	279,005.11	474,456.65	7.19%	442,624.30	27.87%	346,140.86

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等；

表 5 公司主营业务收入构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
物料输送系统工程	177,225.30	63.63	312,375.39	66.01	278,681.50	63.22	218,042.74	63.14
热能工程	64,134.07	23.03	95,854.55	20.26	92,286.65	20.94	66,403.89	19.23
高端钢结构工程	37,174.94	13.35	64,980.90	13.73	69,833.07	15.84	60,912.03	17.64
合计	278,534.30	100.00	473,210.84	100.00	440,801.22	100.00	345,358.66	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等；

表 6 公司营业成本构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度		2012 年度		2011 年度
	金额	金额	增长率	金额	增长率	金额

主营业务成本	232,669.47	391,047.33	5.94%	369,134.18	25.04%	295,209.79
其他业务成本	16.78	388.14	-4.93%	408.25	867.65%	42.19
合计	232,686.25	391,435.47	5.92%	369,542.43	25.16%	295,251.98

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等;

表 7 公司主营业务成本构成 单位: 万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
物料输送系统工程	149,418.69	64.22%	257,986.03	65.97%	236,382.34	64.04%	186,151.00	63.06%
热能工程	53,755.95	23.10%	77,133.81	19.72%	71,668.35	19.42%	54,609.54	18.50%
高端钢结构工程	29,494.83	12.68%	55,927.49	14.30%	61,083.49	16.55%	54,449.25	18.44%
合计	232,669.47	100.0%	391,047.33	100.0%	369,134.18	100.0%	295,209.79	100.0%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等;

表 8 报告期主要装备的产量

产品名称	单位	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
圆形堆取料机	套	12	30	16	14
各种带式输送机	千米	32	63	49	70
装卸船机	套	6	13	7	3
排土机	台	0	0	1	0
斗轮堆取料机	套	9	19	13	4
翻车机	套	4	4	2	1

资料来源: 公司招股说明书等;

表 9 报告期电站四大管道系统的加工能力 单位: 吨

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	加工量	加工能力	加工量	加工能力	加工量	加工能力	加工量	加工能力
电站四大管道	13,578	28,000	20,072	28,000	19,926	18,000	24,960	18,000

资料来源: 公司招股说明书等;

表 10 报告期电站空冷系统的产量 单位: 折合装机容量 MW

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能
电站空冷系统	660	1,500	300	1,500	-	-	-	-

资料来源: 公司招股说明书等;

表 11 公司钢结构产品的产销情况

产品	单位	2014 年 1-6 月			2013 年		
		销量	产量	产能	销量	产量	产能
钢结构件	吨	18,930	29,640	50,000	29,548	54,338	50,000
风电塔架	台	207	100	300	305	102	300
产品	单位	2012 年			2011 年		
		销量	产量	产能	销量	产量	产能

钢结构件	吨	27,289	25,404	45,000	28,395	41,960	43,000
风电塔架	台	310	191	300	241	185	200

资料来源：公司招股说明书等；

表 12 公司主营业务毛利构成情况 单位：万元

项目	2014 年 1-3 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
物料输送系统工程	27,806.61	60.63%	54,389.36	66.20%	42,299.16	59.02%	31,891.74	63.59%
热能工程	10,378.12	22.63%	18,720.74	22.78%	20,618.30	28.77%	11,794.35	23.52%
高端钢结构工程	7,680.11	16.75%	9,053.41	11.02%	8,749.58	12.21%	6,462.78	12.89%
合计	45,864.83	100.0%	82,163.51	100.0%	71,667.04	100.0%	50,148.87	100.0%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等；

● 募投项目

公司拟将本次发行股票所募集的资金（扣除发行费用），围绕主营业务并按轻重缓急顺序投资于华电曹妃甸重工装备有限公司曹妃甸重工装备制造基地二期项目、华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目、华电重工高端钢结构产品扩大产能项目和华电重工研发中心建设项目、补充工程项目运营资金项目。

表 13 公司 IPO 募集资金项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟使用 量 (万元)
1	华电曹妃甸重工装备有限公司曹妃甸重工装备制造基地二期项目	54,760.00	54,760.00
2	华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目	30,752.00	30,752.00
3	华电重工高端钢结构产品扩大产能项目	23,936.62	23,936.62
4	华电重工研发中心建设项目	16,522.00	16,522.00
5	补充工程项目运营资金项目	37,111.00	18,609.38
	合计	163,081.62	144,580.00

资料来源：公司招股说明书

华电曹妃甸重工装备有限公司曹妃甸重工装备制造基地二期项目

项目投资总额为 54,760 万元，项目产品为排土机、转载机、浮吊、连续卸船机、集装箱岸桥、海上风电塔基。预计项目计算期年均销售收入为 102,542.75 万元，年均利润总额 12,402.75 万元。公司将通过对曹妃甸重工进行增资来实施本项目，本项目建设期为 2 年。项目达产后，曹妃甸重工将具备年产 10 套排土机、5 套转载机、1 套浮吊台、4 套连续卸船机、5 套

集装箱岸桥、20,000 吨海上风电塔基的生产能力。截至 2014 年 6 月末，该项目已先期投入公司的自有资金 97.30 万元。

华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目

项目投资总额为 30,752 万元，项目产品为堆取料机、翻车机、电气控制系统、机加工件，预计项目达产年销售收入为 48,504.27 万元，利润总额 5,818.84 万元。项目建成达产后，重工机械将新增 15 台堆取料机、8 台翻车机、130 套电气控制系统以及 5,800 吨机加工件的年产能。公司通过对重工机械增资来实施本项目。截至 2014 年 6 月末，该项目已先期投入自有资金 7.40 万元。

华电重工高端钢结构产品扩大产能项目

项目投资总额为 23,936.62 万元，项目产品为火电锅炉钢结构、胶带机钢结构、桥梁钢结构、建筑钢结构。项目建成达产年实现销售收入 44,572.65 万元，利润总额 4,303.01 万元。

公司通过对武汉华电进行增资来实施华电重工高端钢结构产品扩大产能项目，项目建设期为 1 年。截至 2014 年 6 月末，该项目尚未投入自有资金。

华电重工研发中心建设项目

项目投资总额为 16,522 万元，项目内容包括建设研发中心大楼、采购先进的工程模拟及远程监测等软硬件设施、引进高端的技术人才。项目顺利建成后，公司将立足于主营业务的同时拓展相关领域，执行科研课题的研发：一方面巩固物料输送系统工程、热能工程和高端钢结构工程等主营业务的核心技术优势，另一方面开展主营业务相关领域的技术创新，拓展公司的科研领域，从深度和广度上提升公司的研发实力和技术创新能力。

表 14 项目经济效益分析

序号	项目	预期值（万元）		
		华电曹妃甸重工装备有限公司 曹妃甸重工装备制造基地二期 项目	华电重工物料输送系统 核心产品扩能及配套项 目	华电重工高端钢结构产品 扩大产能项目
1	计算期年均销售收入（不含税）	102,542.75	48,504.27	44,572.65
2	计算期年均利润总额	12,402.75	5,818.84	4,303.01
3	财务净现值（税后）	22,950.20	5,728.04	3,474.39
4	投资回收期（税后）（含）	5.9 年	6.79 年	6.67 年

	建设期)			
5	资本金内部收益率 (税后)	20.90%	16.11%	15.23%

资料来源：公司招股说明书，

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014、2015 年归属于母公司的净利润分别为 3.99 亿元和 4.51 亿元，同比增速分别为 11.72% 和 12.96%，相应的稀释后每股收益为 0.52 元和 0.59 元。

表 15 公司损益简表及预测 (单位：万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	4,426.24	4,744.57	5,535.42	6,160.16
二、营业总成本	4,074.35	4,327.69	5,075.33	5,623.53
营业成本	3,695.42	3,914.35	4,618.66	5,139.96
营业税金及附加	20.23	23.24	24.91	27.72
销售费用	27.71	25.52	16.61	18.48
管理费用	285.35	329.89	381.94	425.05
财务费用	23.31	22.41	33.21	12.32
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	351.89	416.88	460.09	536.62
加：营业外收入	9.61	8.75	15.00	0.00
减：营业外支出	0.38	0.19	0.05	0.00
五、利润总额	361.11	425.44	475.04	536.62
减：所得税	61.04	68.28	76.01	85.86
六、净利润	300.08	357.16	399.04	450.76
减：少数股东损益	0.82	0.06	0.08	0.09
归属于母公司所有者的净利润	299.26	357.10	398.96	450.67
总股本 (百万股)	770.00	770.00	770.00	770.00
七、每股收益：	0.39	0.46	0.52	0.59

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

四、风险因素

宏观经济波动风险

公司为主要分布于电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等行业的客户提供物料输送系统工程、热能工程、高端钢结构工程的工程整体解决方案，涉及工程系统设计、工程总承包以及相关核心高端装备

研发、设计、制造，所从事业务与宏观经济的运行发展密切相关，易受社会固定资产投资规模等宏观经济因素的影响。近年来，中国全社会固定资产投资的增长直接促进了公司在电力、港口、冶金等领域业务的发展。但全球经济复苏缺乏强劲动力，未来不能排除宏观经济出现周期性波动的可能，宏观经济波动可能影响公司下游行业的发展和景气状况，从而对公司经营业绩产生不利影响。

原材料价格波动风险

公司业务开展有赖于以合理价格及时采购足够数量的高品质原材料，如钢材、钢板、耐高温高压管材、铝带等，该等原材料的市场价格可能出现一定幅度波动，并直接或间接地影响经营成本。若出现原材料供应急剧短缺或价格大幅上涨导致成本上升无法完全转嫁的情况，则公司可能面对单个项目利润减少甚至亏损的风险。

税收优惠政策变化风险

公司于2010年9月被认定为北京市高新技术企业，并于2013年11月通过高新技术企业复审，按照《企业所得税法》等相关法规享受国家高新技术企业15%的所得税税率。2011年、2012年、2013年、2014年1-6月公司合并财务报表的综合所得税率分别为16.10%、16.90%、16.05%、16.06%。若公司不能够持续被认定为高新技术企业，或国家调整相应税收优惠政策，公司的所得税费用将会上升，公司的经营业绩、现金流水平都将受到不利影响。

客户集中风险

华电重工作为华电集团重工业业务板块的唯一平台，承接了部分华电集团所控制电力企业的输煤系统、电站四大管道系统等辅机系统工程项目，导致报告期内来自华电集团及其控制企业的营业收入占比较高。2011年、2012年、2013年、2014年1-6月，公司营业收入中来自华电集团及其控股企业的收入金额占当期营业收入的比例分别为22.96%、28.71%、29.08%、29.39%。另外，公司持续将业务领域拓展至港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等行业，并积极利用自身优势承揽大型集团的工程项目，并与其保持长期良好的合作关系，导致公司报告期内来自相关大型集团的收入占比较高。按照受同一集团控制的客户合并计算，2011年、2012年、2013年、2014年1-6月，公司前五大集团客户的收入金额占当期营业收入的比例分别为55.05%、44.65%、53.25%、70.17%。尽管重组完成后，公司的下游行业和客户构成进一步多元化，但该等大型集团客户仍然是公司的主要客户，公司也需要持续保持与该等大型集团客户良好的业务合作关系。在未来的经营中，若包括华电集团在内的大型集团客户降低对公司的业务需求，而公司又不能及时开拓新的可替代客户，将对公司业绩产生较大不

利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均市盈率为 34.09 倍，2014 年平均动态市盈率 26.05 倍；最近上市的十家主板企业中，2013 年、2014 年平均市盈率为 65.95 倍、66.19 倍。

表 16 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
002116.SZ	中国海诚	15.54	0.39	0.52	0.66	0.82	39.88	30.15	23.55	18.98
002469.SZ	三维工程	13.89	0.27	0.37	0.49	0.63	50.55	38.03	28.55	22.13
000425.SZ	徐工机械	10.37	1.20	0.73	0.66	0.85	8.67	14.18	15.71	12.13
	平均						79.48	34.09	26.05	20.56

资料来源：Wind

表 17 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
603456.SH	九洲药业	36.64	0.66	0.80	0.89	1.03	55.87	45.80	41.39	35.59
603010.SH	万盛股份	29.59	0.54	0.59	0.53	0.63	55.07	50.30	56.27	46.75
603018.SH	设计股份	65.74	1.31	1.44	1.74	2.09	50.12	45.62	37.81	31.53
603606.SH	东方电缆	27.75	0.55	0.44	0.46	0.58	50.25	62.69	60.50	48.10
603688.SH	石英股份	27.30	0.42	0.35	0.33	0.43	65.68	78.09	82.06	63.31
603988.SH	中电电机	47.56	0.66	0.75	0.80	0.91	72.08	63.58	59.68	52.48
601015.SH	陕西黑猫	19.14	0.36	0.28	0.21	0.39	52.90	67.83	90.33	48.98
603019.SH	中科曙光	26.32	0.50	0.32	0.39	0.49	52.15	81.66	66.97	54.08
603011.SH	合锻股份	19.26	0.26	0.21	0.19	0.24	72.72	90.65	99.90	79.88
603088.SH	宁波精达	32.02	0.80	0.44	0.48	0.67	39.81	73.29	67.06	47.98
	平均值						56.67	65.95	66.19	50.87

资料来源：Wind

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 15.54-18.65 元，对应 2014 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。