

华锐铸钢 (002204.SZ/002204 CH)

大型锻件募投项目顺利投产

Rmb14.12

持有

首次评级

动态更新

V 王志霖

W 886.2.2181.8730

X stephen.wang@kgi.com.tw

V 魏宏达 (Coordinator)

W 86.21.6125.8673

大型锻件项目如期投入试生产

配合主要客户东方电气跨足风电及核电铸锻件商机

09 年 EPS 为 0.86 元

大型锻件项目如期投入试生产

公司募投项目—大型锻件生产项目进度符合预期，08 年 12 月 10 日公告成功锻造 4 根风电输出轴，并且成功浇注首件船用大型螺旋桨，开始涉足船用大型螺旋桨铸铜件产品，根据公司募集资金投资计划，大型锻件生产项目达产受年营收以及利润贡献将分别达到 6.7 亿元以及 1.02 亿元，隐含净利润率达 15.2%，我们预估 09-10 年大型锻件营收贡献将分别为 2.5 亿元以及 5 亿元。

图一：募投项目效益分析

项目	投资额 (百万元)	产能	预计投产时间	达产后效益预估(百万元)		
				营收	税后净利润	净利率(%)
大型锻件生产项目	392	2.5万吨	4Q08	670	102	15.2
大型水电铸钢件生产项目	128	5套70万千瓦水电铸钢件产能	4Q08	208	34	16.5

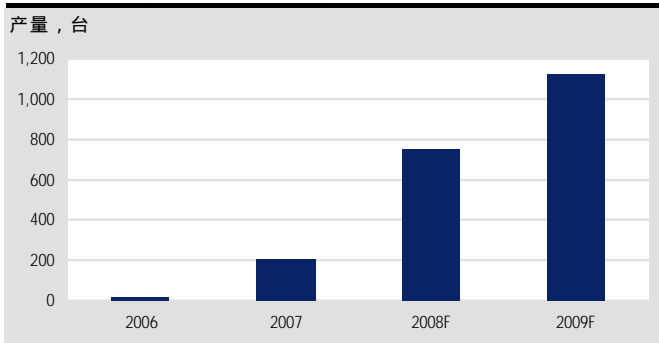
资料来源：凯基证券集团整理

配合主要客户东方电气跨足风电及核电铸锻件商机

东汽一直是公司稳定的主要客户，而公司的业务开展方向也一直与东汽保持密切的配合，东汽目前是中国风电第二大生产厂商也是核电设备第一大生产厂商，我们认为公司将持续受惠，公司目前计划在瓦房店大幅扩充风电铸锻件产能 4 万吨，产品将由目前的风机轮毂延伸至底座及机舱罩等，预估达产后年营收贡献约在 6-7 亿元之间。

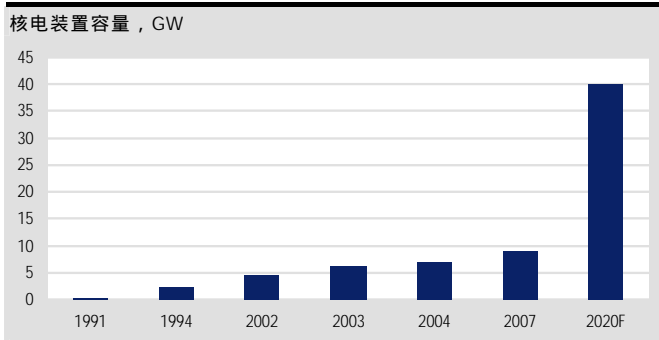
由于中国核电产业也于 09 年重启动能，东汽目前在 2.5 代核设备的技术成熟度最佳，目前核电设备订单量也远超过上海电气，市场份额达到 65-70%，华锐铸钢目前也开始送产品至东汽做产品认证，我们认为核电相关铸锻件商机可于 2010 年逐渐显现。

图二：东汽风力发电机销量持续增长



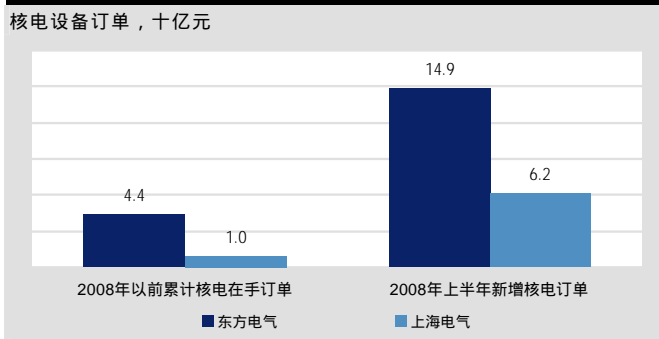
资料来源：凯基证券集团整理

图三：中国核电产业重启动能



资料来源：凯基证券集团整理

图四：东汽核电设备订单量居中国第一位



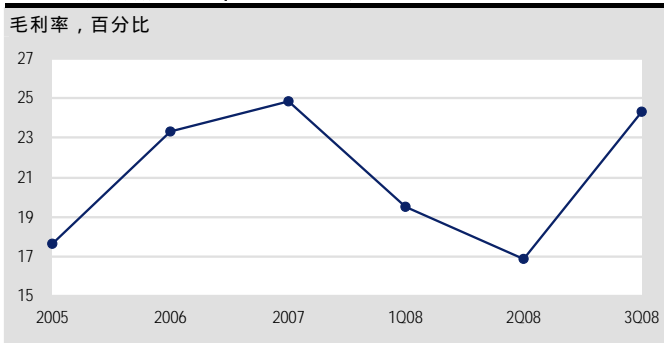
资料来源：凯基证券集团整理

第三季提价效应拉升毛利率回升

虽然火电铸件未来增速将趋缓，但「关停小火电、扶持大火电」的政策对公司而言仍相对有利，此外公司也积极调整产品结构，逐渐转往水电、风电、核电发展，并且也跨足大型锻件领域提升公司附加价值。

08 年第三季提价效应发挥，毛利率止跌回升，好于我们的预期，加上大型锻件项目进度符合预期，我们预估 08-09 年营收分别为 9.25 亿元及 15.3 亿元，增长 35% 及 65%，净利润分别为 1.15 亿元及 1.85 亿元，成长 48% 及 60%，EPS 分别为 0.54 元及 0.86 元。

图五：调价效应发挥，毛利率止跌回升



资料来源：凯基证券集团整理

图六：财务预估主要假设

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
营收(百万元)					
大型锻件	-	-	-	250	500
电站铸钢件	361	448	600	700	900
电站铸铁件	0	59	100	350	500
船用件	54	52	70	100	150
机械制造件	101	125	150	120	120
其它	2	3	5	5	5
总营收	518	687	925	1,525	2,175
毛利率(%)					
大型锻件	-	-	-	25	28
电站铸钢件	30.0	31.9	26	25	25
电站铸铁件	-	27.0	18	18	16
船用件	12.5	10.9	12	12	11
机械制造件	7.1	6.3	7	7	7
其它	52.3	57.4	55	55	55
平均毛利率	23.7	25.3	21.2	21.2	21.7

资料来源：凯基证券集团预估

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	687	170	111	164	78	0.49
2008F	925	196	136	189	115	0.54
2009F	1,525	323	224	295	185	0.86
2010F	2,175	472	331	447	266	1.24
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	36.8
2008F	3.3	22.4	10.6	26.2	4.4	31.3
2009F	2.0	13.9	16.1	16.4	3.1	33.9
2010F	1.4	9.4	10.6	11.3	2.2	34.5
产业		制造		52 周股价 (低/高):		8.9 - 34.8
12个月目标价 (人民币元)		15.5		市值 (十亿元/美金百万):		3/420
上涨/下跌空间 (%)		9.8		流通在外股数 (百万股):		214
上涨空间排名 (percentile, %)		59		不受大股东掌控股数 (百万股):		54
股利收益率-12/08估 (%)		N.A.		外资持有股数 (百万股):		N.A.
每股净值-12/08估 (人民币元)		2.1		3 个月平均日成交量 (百万股):		1.5
价格每股净值比-12/08估 (x)		6.7		股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)		14.8; -10.7; N.A.
净负债比率-12/08估 (%)		5.3		股价相对表现 % (3, 6, 12个月)		8.8; 24.9; N.A.

公司评价与投资建议

公司为专业铸件制造商，将持续受惠于中国重工业发展的黄金周期，由于与东汽配合度佳，将因此受惠中国电源结构调整商机，风电及核电比重将逐渐提高，另外涉入锻件领域也将为公司创造新的盈利增长点，我们预估08-09年EPS分别为0.54元及0.86元计算，我们给予公司一年目标价为15.5元，首次评级为「持有」。

资产负债表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	523	723	1,055	1,547	2,063
流动资产	507	347	578	833	1,136
现金及短期投资	384	93	207	257	395
存货	105	172	250	390	500
应收帐款及票据	16	82	120	185	240
其它流动资产	2	1	1	1	1
非流动资产	16	375	476	714	927
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16	314	416	649	862
什项资产	1	62	60	65	65
负债总额	384	439	601	909	1,159
流动负债	204	259	370	550	680
应付帐款及票据	170	214	320	500	630
短期借款	32	0	0	0	0
什项负债	2	45	50	50	50
长期负债	180	180	231	359	479
长期借款	180	180	231	359	479
其它负债及准备	0	0	0	0	0
股东权益总额	140	284	453	638	904
普通股本	48	160	214	214	214
资本公积	1	37	37	37	37
保留盈余	91	87	203	387	653

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务报表分析

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率 (%)					
营业收入	33.5	32.5	34.7	64.9	42.6
营业利益	86.5	48.2	22.5	64.9	47.5
EBITDA	27.8	(21.2)	14.9	56.3	51.5
税后纯益	(41.4)	721.1	47.9	60.2	44.1
每股盈余	(41.4)	144.3	10.6	60.2	44.1
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	23.3	24.8	21.2	21.2	21.7
营业利益率	14.5	16.2	14.7	14.7	15.2
EBITDA 利益率	40.2	23.9	20.4	19.3	20.5
税后纯益率	3.1	11.4	12.5	12.1	12.2
平均资产报酬率	3.9	12.5	13.0	14.2	14.7
平均净值报酬率	8.4	36.8	31.3	33.9	34.5
稳定 \ 偿债能力分析					
毛负债比率 (%)	151.7	63.4	51.1	56.3	53.0
净负债比率 (%)	Net cash	30.8	5.3	16.0	9.3
利息保障倍数(X)	--	--	--	--	--
利息及短期债保障倍数 (X)	1.0	--	--	--	--
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	4.9	--	--	--	--
流动比率 (X)	2.5	1.3	1.6	1.5	1.7
速动比率 (X)	2.0	0.7	0.9	0.8	0.9
净负债 (Rmb百万)	(152.0)	(42.2)	55.8	63.2	93.1
每股资料分析 (人民币元)					
每股盈余	0.2	0.5	0.5	0.9	1.2
每股现金盈余	3.0	0.8	0.8	1.2	1.8
每股净值	2.9	1.8	2.1	3.0	4.2
每股营收	10.9	4.3	4.3	7.1	10.2
EBITDA/shr	1.6	0.7	0.6	1.0	1.5
每股股利	4.8	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
资产运用状况					
资产周转率 (X)	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2
应收帐款周转天数	11.3	43.6	47.4	44.3	40.3
存货周转天数	74.1	91.3	98.6	93.3	83.9
应付帐款周转天数	119.8	113.7	126.3	119.7	105.7
现金转换循环天数	(34.5)	21.1	19.7	18.0	18.5

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	518	687	925	1,525	2,175
营业成本	397	516	729	1,202	1,703
营业毛利	121	170	196	323	472
营业费用	46	59	60	99	141
营业利益	75	111	136	224	331
利息收入净额	(12)	(13)	(15)	(12)	(13)
利息收入	(12)	(13)	(15)	(12)	(13)
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	(31)	0	0	0	0
其它营业外收入净额	1	8	23	18	15
税前纯益	32	106	144	231	333
所得税费用	16	28	29	46	67
非常项目税后利润	16	78	115	185	266
非常项目 (包括少数股东权益)	(6)	0	0	0	0
税后纯益	9	78	115	185	266
EBITDA	208	164	189	295	447
每股盈余(人民币元)	0.20	0.49	0.54	0.86	1.24

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	157	86	163	230	347
本期纯益	16	78	115	185	266
折旧及摊提	133	53	53	71	116
本期运用资金变动	(23)	(45)	(5)	(25)	(35)
其它营业资产及负债变动	31	0	0	0	0
投资活动之现金流量	(154)	(412)	(153)	(309)	(329)
资本支出净额	(113)	(350)	(155)	(303)	(328)
本期长期投资变动	(31)	0	0	0	0
其它资产变动	(9)	(62)	1	(6)	(1)
Free Cash Flow	3	(326)	9	(78)	18
融资活动之现金流量	215	34	105	128	120
现金增资	43	66	54	0	0
本期负债变动	172	(32)	51	128	120
其它长期负债变动	0	0	0	0	0
本期产生现金流量	218	(291)	115	49	139

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1- 营业成本 / 营业收入	+ 折旧及摊提 / 营业收入	+ 销管费用 / 营业收入	= 营业利益率
2006A	51.0%	25.8%	8.8%	14.5%
2007A	67.5%	7.7%	8.6%	16.2%
2008F	73.1%	5.7%	6.5%	14.7%
2009F	74.2%	4.6%	6.5%	14.7%
2010F	73.0%	5.3%	6.5%	15.2%
至12月31日	1/ 营业运用资金 / 营业收入	+ 净固定资产 / 营业收入	+ 什项资产 / 营业收入	= 资本周转率
2006A	(0.0)	0.0	0.0	(82.5)
2007A	0.0	0.5	0.1	1.7
2008F	0.1	0.4	0.1	1.8
2009F	0.1	0.4	0.0	1.9
2010F	0.1	0.4	0.0	2.0
至12月31日	营业利益率 x	资本周转率 x	1- 有效现金税率	= 税后 ROIC
2006A	14.5%	(82.5)	49.1%	(585.8%)
2007A	16.2%	1.7	73.6%	20.2%
2008F	14.7%	1.8	80.0%	20.8%
2009F	14.7%	1.9	80.0%	22.0%
2010F	15.2%	2.0	80.0%	24.1%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估