

公司研究/年报点评

2010年03月19日

华锐铸钢（002204） 业绩稳健，订单持续增长

评级：增持

■ **事件：**华锐铸钢今日发布 2009 年年报。公司 2009 年实现销售收入 13.88 亿元，同比增长 60.59%；归属母公司净利润为 1.55 亿元，同比增长 19.83%；其中政府补贴为 593 万元，扣除非经常性损益，归属母公司净利润为 1.50 亿元，同比增长 15.76%。净利润增速远低于销售收入增速。实现每股收益 0.72 元，分配预案：每 10 股拟分配现金股利 1.29 元。

■ 投资要点：

关联交易进一步加大，成为业绩主要支柱。2009 年公司的一半以上销售收入来自关联交易，华锐风电的快速成长给公司带来更多的业绩保障，但同时也削弱了公司的市场化份额和综合竞争能力。
风电铸件收入占比大幅增长。公司的电站铸件整体毛利率下滑了 4.6 个百分点，主要由于毛利率较低的风电铸件收入占比大幅上升。但随着风电制造行业的整体洗牌，风电制造行业的毛利率将维持稳定。火电铸件将难以恢复到 2008 年前水平，公司力主高端产品百万千瓦超超临界火电机组铸钢件以保持竞争力。水电机组铸钢件将维持良好业绩。核电铸钢件技术安全要求较高，毛利率可观，2011 年后将迎来景气发展。

船用铸件依托船舶工业复苏将继续走好。据工信部统计 2010 年 1-2 月份我国造船完工量同比增长 168%。公司近三年船用件销售收入保持 30%以上增长。因此我们预测 2010 年船用件销售收入可增长 40%以上。

重型机械铸件前景看好。重型、大型设备将在“十二五”期间得到大规模发展。重型机械铸件有一定的技术门槛和设备要求，市场新进不是那么容易，所以我们预计公司重型机械铸件业务未来几年将有良好的发展。

■ 盈利预测和估值

公司在手订单超 25 亿元，我们预测公司 2010 年和 2011 年销售收入分别为 20.65 亿元和 21.83 亿元，实现每股收益 0.96 元 1.01 元。公司合理股价为 26~30 元，给予“增持”评级。

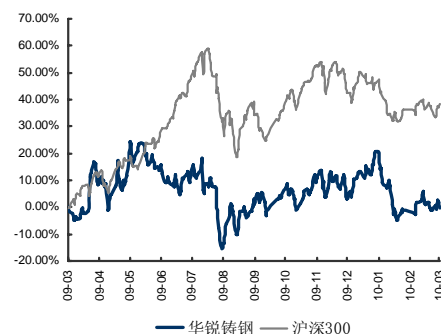
黄海方

0512-62938651

huanghf@gsjq.com.cn

证书：S0600209060100

华锐铸钢与沪深 300 百分比走势比较图



市场数据 2010年3月19日

总股本（万股）	21400
流通股（万股）	5400
收盘价（元）	23.24
6 个月换手率（%）	320.71

财务数据 2009

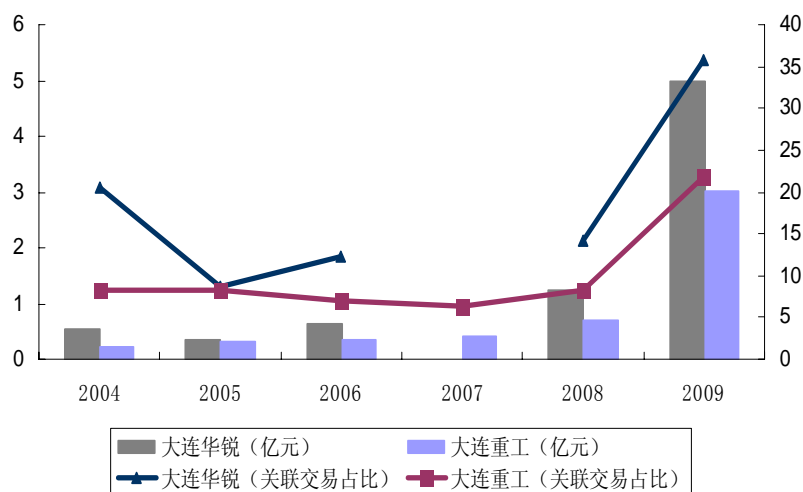
主营收入（亿元）	13.88
净利润（亿元）	1.55
摊薄每股收益（元）	0.72

	2009A	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1388	2065	2183
同比（%）	60.59	48.78	5.72
净利润（百万元）	155	205	217
同比（%）	19.83	32.26	5.86
毛利率（%）	18.72	18.72	18.72
ROE（%）	14.72	16.66	14.99
EPS（元，摊薄）	0.72	0.96	1.01
P/E	32.27	24.21	23.00
P/B	4.72	4.04	3.44

1.0 关联交易进一步加大，成为业绩的主要支柱

公司控股股东为大连重工集团有限公司。持有公司 59.81% 的股权；大连重工集团控股股东为大连重工●起重集团，控股比例为 87.13%，与公司有关联交易的公司皆为大连重工●起重集团旗下子或孙公司。尽管公司一再避免关联交易，但多年来，关联交易比重非但没有减少，2009 年出现了大幅增长的情况，达到 57.65%。特别是华锐风电已成功超越金风科技成为国内第一、世界第四大风机设备商，其风机设备的轮毂、底座毛坯几乎全部由华锐铸钢制造。华锐风电的快速发展带动华锐铸钢与之关联交易加大。

图一：华锐铸钢关联交易情况



资料来源：招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

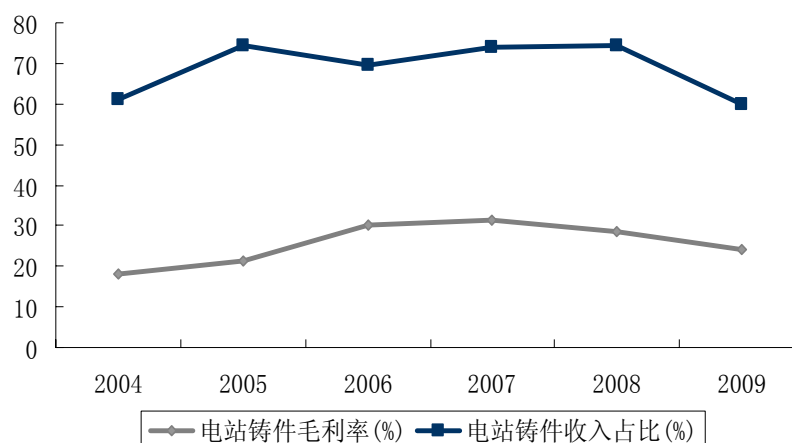
2.0 风电铸件收入占比大幅增长

后经济危机时期，以节能、环保为特征的低碳发展模式成为世界经济的主流。我国政府已经承诺大力发展绿色经济，积极发展低碳经济和循环经济。以核电、风电为代表的清洁能源面临着难得的发展机遇，水电有望保持稳定，火电难以恢复到 2008 年以前的景气程度，但大功率火力发电机组将成为发展方向，公司已能生产百万千瓦超超临界气缸铸件。

电站铸件整体毛利率由 2008 年的 28.53% 下滑至 2009 年的 23.96%。下滑主要是由于毛利率较低的风电铸件收入占比大幅上升所致。火电及水电铸钢件 2009 年收入为 4.56 亿元，同比下滑 20.36%，风电铸件销售收入 3.74 亿元，同比上升 421%。由于近几年全国涌现出大批风电整机厂，导致风电每千瓦装机容量整机价格下滑 25% 左右。间接导致上游风电铸件销售价格同步下滑。公司风电铸件的毛利率为 19.47%，远低于两年前 30% 以上的毛利率水平。但随着风电制造行业的整体洗牌，风电制造行业的毛利率将维持稳定。

2008 年底, 公司自筹资金建设的瓦房店热加工基地建成投产, 新增风电铸件 40000 吨。产品针对 1.5 兆瓦以上级别装机容量的轮毂和底座。目前为全面进攻海上风电, 积极研发 5 兆瓦以上级别装机容量铸件。铸件下游客户主要包括华锐风电、日本三菱、丹麦 VESTAS、德国恩德、东方汽轮机、北京汽轮机等 6 大厂家, 其中华锐风电占 80% 以上。从订单看, 公司 09 年签署铸件订单为 12.41 亿元, 考虑到新增产能的保证, 预计 2010 年公司业绩实现高增长不是问题。

图二：电站铸件收入占比和毛利率情况



资料来源：招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

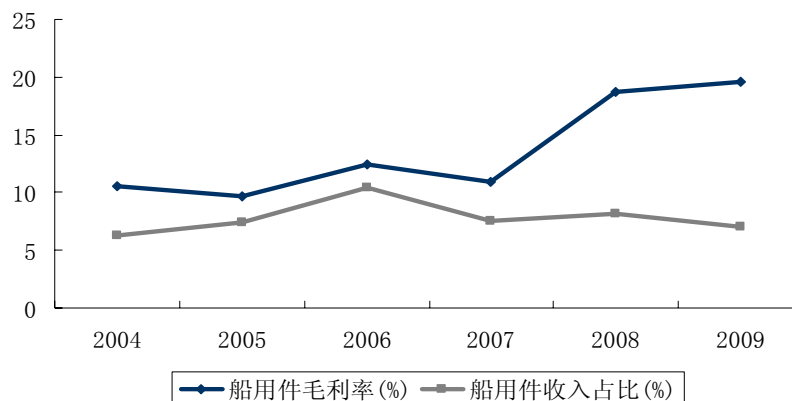
水电铸钢件产品主要为 70 万千瓦机组上下环叶片。目前的满产能的产值为 2.3 亿元。下游客户为阿尔斯通和西门子等大牌公司。水电铸钢件业绩稳健, 情景看好, 将可抵扣火电铸钢件业务的下滑。

核电方面, 公司产品目前为核岛气缸泵壳铸件, 客户主要为上海电气和东方汽轮机。2009 年已有两套交付并确认了收入。核电泵壳的售价为每吨 40 万元, 是普通铸件产品单位价格的 10 倍以上。我们认为毛利率可达 50% 左右。由于核电产品的安全限制较多, 后续订单未必能成规模。我国目前正在扩大核电建设, 前两年为土建部分, 预计 2011 年后, 核电设备建设进入高峰期后, 公司的核电铸件能有良好表现。

3.0 船用铸件依托船舶工业复苏将继续走好

船用铸件主要产品为螺旋桨和挂壁铸件。2007 年以来, 公司船用铸件年销售收入保持 30% 以上增幅。毛利率经过 08 年的全面提升, 目前稳定在 20% 左右。工信部统计数据显示, 今年 1-2 月全国造船完工量 918 万载重吨, 同比增长 168%。根据此数据, 我们预测公司船用铸件 2010 年销售可同比增长 40% 以上。

图三：船用件收入占比和毛利率情况

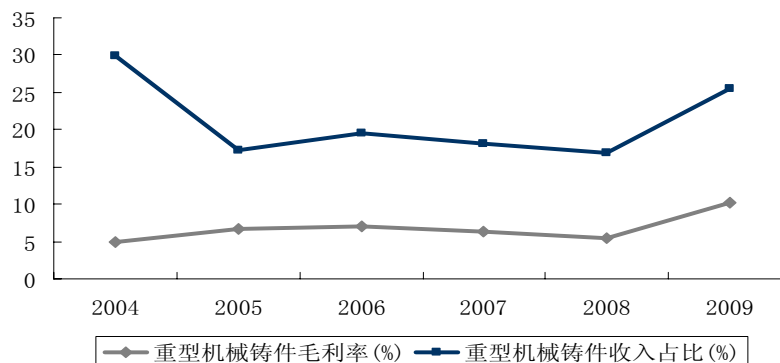


资料来源：招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

4.0 重型机械铸件前景看好

大力发展重大装备，提高重大装备自主化将成为我国机械“十二五”规划重要内容之一。重型、大型设备将在“十二五”期间得到大规模发展。公司 2009 年重型机械铸件销售收入同比增长 143%，毛利率和收入占比也双双提升，这些变化也体现了这个趋势。重型机械铸件有一定的技术门槛和设备要求，市场新进不是那么容易，所以我们预计公司重型机械铸件业务未来几年将有良好的发展。

图四：重型机械铸件收入占比和毛利率情况



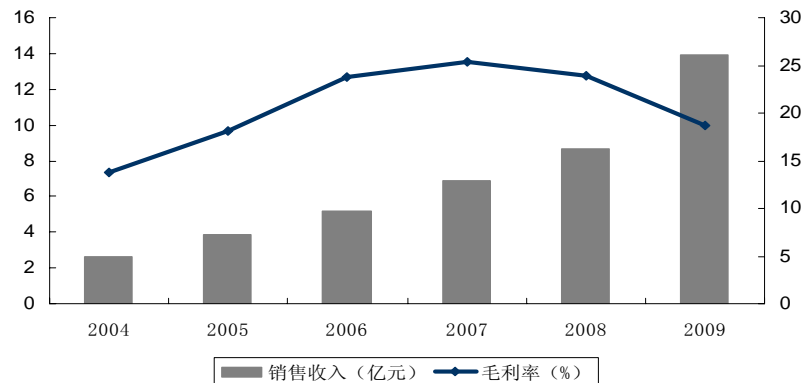
资料来源：招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

5.0 盈利预测

5.1 综合毛利率可保持 2009 年水平

风电铸铁件的毛利率将趋于稳定或略微下滑；船用铸件和大型机械铸件毛利率有进一步提升可能；百万千瓦超超临界火电设备气缸铸件及核电气缸铸件收入占比将提升而抬升综合毛利率。我们预测 2010 年和 2011 年公司的综合毛利率将至少维持 2009 年水平。

图五：公司历年销售收入和综合毛利率情况



资料来源：招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

5.2 在手订单超或超 25 亿元

表一：订单签订、完成及在手订单预测情况

单位：亿元

	2007	2008	2009	三年订单总计	三年销售总计	在手订单
电站铸钢件	9.20	9.61	6.89	25.70	14.77	10.93
电站铸铁件（风电）	1.69	4.99	12.41	19.09	5.06	14.03
船用铸件	1.11	1.57	1.46	4.14	2.22	1.92
合计	12.00	16.17	20.76	48.93	22.05	26.88

资料来源：公司年报、东吴证券研究所

5.3 后续订单将有保障

根据我国新能源发展规划，我国未来 10 年核电、水电、风电业务将有持续大份额的新增装机容量，公司电站铸件业务发展空间将有保障。

表二：新能源装机容量发展预测

	核电	太阳能光伏发电	水电	风电
2009 年装机容量	900 万千瓦	290 兆瓦	5100 万千瓦	1000 万千瓦
2020 年预计装机	8600 万千瓦	20000 兆瓦	3 亿千瓦	1.5 亿千瓦

资料来源：中国核工业集团公司科学技术委员会、发改委能源研究所、中国水力发电工程学会、国家能源局、东吴证券研究所

5.4 2010 年可实现每股收益 0.96 元

根据以上假设计算得出，2010 年和 2011 年公司可实现销售收入 20.66 亿元和 21.83 亿元，对应每股收益为 0.96 元和 1.01 元。参考中国一重 2010 年动态 22 倍市盈率和二重重装 2010 年动态 31 倍市盈率，给予公司 2010 年的动态市盈率为 26.5 倍，对应公司 2010 年合理股价为 25.44 元。若考虑公司小盘流通因素及华锐风电即将上市带来的影响产生的溢价，公司合理价值区间为 26~30 元，给予“增持”评级。

表三：盈利预测

	2009 A	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	1,388,203,430	2,065,800,000	2,183,000,000
电站铸件(元)	830,915,248	1,350,000,000	1,300,000,000
其中：风电铸件	374,706,109	1,000,000,000	1,000,000,000
重型机械铸件(元)	353,263,315	450,000,000	550,000,000
锻件(元)	101,860,153	120,000,000	150,000,000
船用铸件(元)	97,880,071	135,800,000	163,000,000
其他收入(元)	4,284,643	10,000,000	20,000,000
二、营业总成本(元)	1,219,927,990	1,815,387,563	1,918,380,797
营业成本(元)	1,128,400,427	1,679,184,441	1,774,450,400
营业税金及附加(元)	3,991,918	5,940,415	6,277,436
销售费用(元)	5,283,055	7,861,770	8,307,795
管理费用(元)	62,375,711	92,821,946	98,088,057
财务费用(元)	15,762,237	23,455,949	24,786,686
资产减值损失(元)	4,114,642	6,123,042	6,470,424
三、其他经营收益(元)			
四、营业利润(元)	168,275,440	250,412,437	264,619,203
加：营业外收入(元)	11,810,818	12,000,000	12,000,000
减：营业外支出(元)	21,000	100,000	100,000
五、利润总额(元)	180,065,257	238,312,437	252,519,203
减：所得税(元)	25,357,704	33,560,368	35,561,037
六、净利润(元)	154,707,553	204,752,069	216,958,166
减：少数股东损益(元)			
归属于母公司所有者的净利润(元)	154,707,553	204,752,069	216,958,166
七、每股收益：			
基本每股收益(元)	0.72	0.96	1.01

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>