

金属非金属/金属制品

量质齐飞，二次腾飞在即

投资评级	买入（首次）
当前股价	19.86 元
6—12 个月目标价	24.60 元

基础数据	
上证指数	3053.13
总股本（百万）	120.00
流通 A 股（百万股）	119.32
流通 B 股（百万股）	0
流通 A 股市值（百万）	2369.70
总市值（百万）	2383.20
可转债（百万）	265.00
转股价（元）	14.55
每股净资产（元）	6.23
资产负债率	52.81%
动态市盈率	24.11
动态市净率	2.48

近一年股价表现

大西洋 1 年涨跌幅在行业内名列第 50，弱于行业指数，强于上证指数



研究员：魏福正

执业证书号：S0640208120093

电话：0755-83688575

Email: fzwei@scstock.com

报告日期：2010.03.24

江南金融研究所：

联系人：邝野、毛艳琼

联系电话：0755-83778731

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

投资要点：

- 四川大西洋焊接材料股份有限公司前身为国内第一家焊接材料制造厂——中国电焊条厂，目前公司具有年产 41 万吨焊条、焊丝及焊剂的生产能力，并将在 10 年底进一步扩大到 48 万吨。
- 在 4 万亿投资继续推进的背景下，我们认为国内焊材行业中期前景较为稳定。从细分市场看，未来国内电焊条行业竞争将有所加剧，不过，包括大型原油储罐高强钢焊条、铁道车辆用焊接材料在内的一些技术含量和附加值较高的特种焊条市场前景仍较为广阔。
- 焊丝市场方面，焊接自动化水平持续提高对国内焊丝市场的增长构成重要支撑，但即使是其中的药芯焊丝行业，由于国内产品较为单一，其结构性过剩仍不可避免。
- 公司为国内焊材行业龙头，是目前国内产品种类最全的焊材制造商，产销规模始终名列行业前三位。与国内同行相比，公司在品牌、技术研发、销售网络、品种和质量方面的优势较为明显。
- 在行业景气中期仍然向好的背景下，随着包括转债项目在内的一系列新建产能的投产和达产，公司 2010 年起将迎来新一轮的突破性增长。与此同时，公司在高附加值新产品开发和投放方面也有望进入收获期，从而有助于公司规避行业结构性过剩的风险，提高盈利增长的稳定性和可持续性。
- 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.83 元，1.13 元和 1.18 元。参照相关公司 2010 年市盈率，并综合 2010 年后成长前景和抗风险能力等因素，我们给予其 2010 年 23—30 倍的市盈率，得到大西洋合理股价为 18.86—24.60 元，由此我们就目前价格给予公司“买入”的投资评级。

财务数据与估值

金额单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1959	2350	2710	2800
收入同比(%)	-7%	20%	15%	3%
归属母公司净利润	76	114	157	163
净利润同比(%)	46%	50%	38%	4%
毛利率(%)	15.0%	14.9%	16.2%	16.3%
ROE(%)	10.2%	10.3%	12.7%	12.0%
每股收益(元)	0.55	0.82	1.13	1.18
P/E	36.17	24.11	17.53	16.83
P/B	3.67	2.48	2.22	2.03
EV/EBITDA	16	13	9	9

资料来源：江南金融研究所

一、公司基本情况

四川大西洋焊接材料股份有限公司前身为国内第一家焊接材料制造厂——中国电焊条厂，公司主要开发、生产、销售电焊条、焊丝、焊剂三大类别、八大系列、400 多个品种的焊接材料。目前大西洋已形成年产 41 万吨焊条、焊丝及焊剂的生产能力，并在 2010 年底进一步扩充至 48 万吨。2009 年公司共生产焊材约 36 万吨，实现营业收入 19.59 亿元，净利润 0.76 亿元。

图表 1：大西洋焊材产能及产量

单位：万吨	09 年底产能	09 年产量
普通焊条	18.5	18
特种焊条	11.15	7
实芯焊丝	10	9
药芯焊丝	2	1
焊剂	1	1
合计	42.65	36

资料来源：公司公告

公司本部为其主要生产基地，另在自贡，上海，深圳和云南分别设有子公司，主要从事电焊条等中低端焊接材料的生产和销售，有关子公司的主要情况如下：

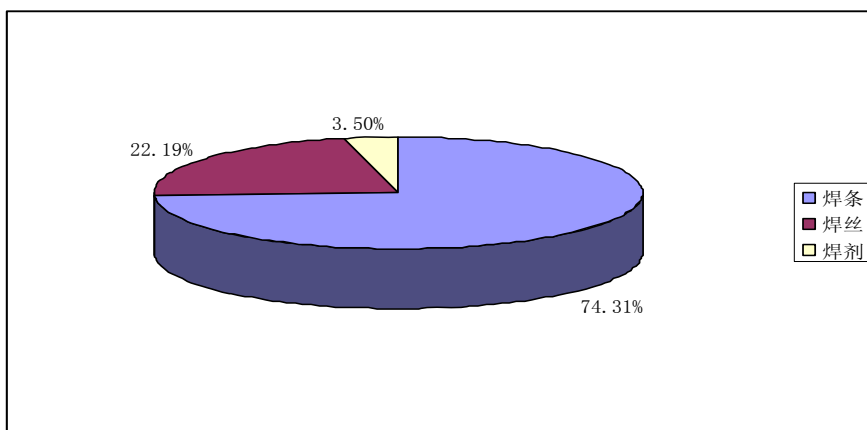
图表 2：大西洋 09 年底产能及产量

公司名称	主营产品	持股比例	09 年净利润(万元)
自贡大西洋焊丝制品有限公司	焊丝系列产品	75%	1178.43
上海大西洋焊接材料有限公司	电焊条、焊丝	85%	1078.83
深圳市大西洋焊接材料有限公司	电焊条	61.90%	473.07
云南大西洋焊接材料有限公司	电焊条	55%	851.11

资料来源：公司公告

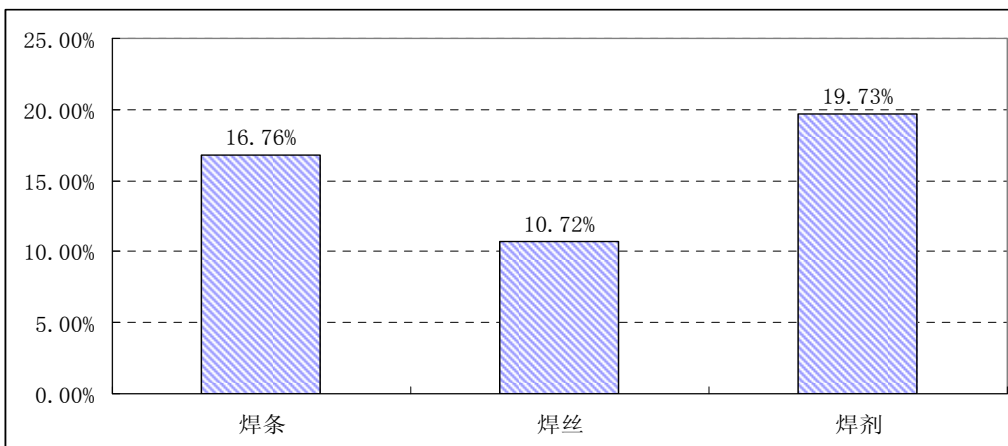
目前公司三大类产品中，焊条所贡献的利润将近四分之三。毛利率方面则以焊剂为最高，但由于市场需求量很小，因此其产销量和利润贡献非常有限；毛利率最低的焊丝为 10.72%，随着药芯焊丝项目的持续建成投产以及一些高附加值药芯焊丝的开发，未来公司焊丝产品的毛利率将会有一定提升；而由于利润水平较高的特种焊条产量占焊条总产量比例接近 30%，此使得公司焊条产品的毛利率达到 16.76%，随着 5 万吨特种焊条项目的逐步达产，预计未来公司焊条产品的毛利率仍会有所提升。

图表 3: 大西洋 09 年主营利润结构



资料来源: 公司公告

图表 4: 大西洋 09 年产品毛利率



资料来源: 公司公告

二、焊接材料行业发展前景

焊接过程中的各种填充金属及为了提高焊接质量而附加的保护物质统称为焊接材料,其主要包括焊条、焊丝、焊剂、保护气体以及钎剂,钎料等。不同焊接工艺条件下采用的焊接材料如下:

图表 5: 不同焊接工艺条件下采用的焊接材料

焊接工艺	焊接材料
气焊	气焊溶剂(焊粉)
手工电弧焊	电焊条(普通焊条, 专用焊条, 自动盘状焊条)
气体保护焊	焊丝(实芯焊丝、药芯焊丝)+保护气体(活性气体、惰性气体、混合气体)
埋弧焊、电渣焊	焊丝、带极+焊剂(熔炼焊剂、非熔炼焊剂)
钎焊	钎剂、钎料
堆焊	焊条、焊丝、带极、焊剂

热喷涂	丝极、带极、合金粉末
其他	保护气体、衬垫、熔嘴

焊接材料的消费与钢材消费密切正相关，全世界钢产量的 50%以上要通过焊接加工制成产品，因此，伴随钢材产量和消费量的快速增长，我国焊材的生产和消费也高速增长，其中焊材产量由 2000 年的 114 万吨增加到 2008 年的 375 万吨，年复合增长率达 16.05%。从终端用户看，焊接材料主要应用领域有钢筋混凝土，建筑钢结构、造船、汽车、油气管道、压力容器、重型机械和石油储备等，在国内上述领域的焊材消费占全部焊材消费量比例超过 60%，其中包括钢筋混凝土和建筑钢结构在内的基建领域年焊材消费量达 100 万吨，占全部焊材消费量的 30%。

焊接材料自 20 世纪初开始起步发展，大致经历了四个阶段：（1）薄药皮焊条阶段；（2）厚药皮焊条阶段；（3）实芯焊丝阶段；（4）药芯焊丝阶段，即第四代焊材。从世界焊接材料发展历程看，焊条的使用比例逐步减少，以药芯焊丝为代表的自动化焊材使用比例不断增加（焊丝是自动和半自动焊接的主要消耗材料），各国焊条和焊丝产量的比例，在一定程度上反映了该国的焊接自动化水平。目前欧、美等工业发达国家焊条产量比例已不到 20%，而我国当前焊条产量占焊接材料总产量比例仍高达 50%

图表 6：我国焊材产品结构及变化

年份	粗钢产量 (亿吨)	焊材产量 (万吨)	电焊条 比例	实芯焊丝 比例	药芯焊丝 比例	埋弧焊材 比例
2006 年	4.2	320	57.8%	25.9%	3.8%	12.5%
2007 年	4.9	360	50%	31.1%	7.2%	11.7%
2008 年	5.0	375	49.3%	30.9%	9.1%	10.7%

资料来源：中国焊接协会

在 4 万亿投资继续推进的背景下，我们认为国内焊材行业中期前景较为稳定，惟随着投资高峰的过去，加上全球造船业 09 年以来订单持续低迷，行业在 2012 年后或面临一定调整压力。从细分市场看，随着焊接自动化水平持续提高，未来电焊条行业市场将相对萎缩。根据有关资料，目前国内电焊条生产企业有近 300 家，产能超过 200 万吨，而 2008 年国内电焊条需求约 165 万吨，因此未来国内电焊条行业的竞争将有所加剧，不过，包括高强高韧性焊条、新型耐热钢焊条、新型不锈钢焊条、管线钢焊条、大型原油储罐高强钢焊条、抗氢钢焊接材料、铁道车辆用焊接材料在内的一些技术含量和附加值较高的特种焊条的市场前景仍较为广阔。

焊丝市场方面，焊接自动化水平持续提高对国内焊丝市场的增长构成重要支撑，不过行业整体过剩亦已初露端倪，其中技术含量和附加值较低的实芯焊丝 2008 年产量已达到 120 万吨，出口量超过 15 万吨。国内药芯焊丝 2008 年产量亦达到 34 万吨，业内估算 2008 年药芯焊丝出口量达 8.1 万吨，进口量约 1.5 万吨，虽然国内药芯市场中期增速有望达到 20%，但考虑在建和新建项目，预计 2010 年底国内药芯焊丝产能亦将超过 40 万吨，而由于国内药芯焊丝产品较为单一，其中多以 E71T1 类为主，因此未来国内药芯焊丝市场结构性过剩将不可避免。

三、公司竞争能力分析

大西洋作为目前国内焊材行业的龙头企业，经过近 60 年的积淀和发展，形成了焊条、焊丝和焊剂三大系列 400 多个焊材产品品种，为目前国内产品种类最全的焊材制造商，先后获得国家、省部级科技成果奖 62 项，完成焊材新产品开发 136 项和老产品升级换代 103 项。公司科研实力、技术装备和生产工艺技术均处于国内同行业领先地位，产销规模始终名列行业前三位，其中特种焊条的品种和规模位居国内第一。与国内同行相比，大西洋主要竞争优势如下：

（1）品牌优势。“大西洋”注册商标是我国焊材行业第一个注册商标，并于 2007 年被国家商标局认定为“中国驰名商标”，由于品牌市场认同度高，因此公司产品售价通常可比市场上非品牌产品高 2%。

（2）技术优势。公司的产品研发和设备设计能力为国内领先水平，拥有国家实验室认可的检测研究所和省级技术中心，并有一批在焊接材料领域中具有重要影响的知名专家，从而为公司产品质量和技术开发提供强有力的保障。

（3）销售网络优势。公司在上海、深圳、昆明、自贡等地投资设立了 4 家控股子公司，在成都、柳州、武汉、西安建立了分公司，并在重庆、武汉、沈阳、广州等 25 个中心城市建立了一级经销商网点，在大部分地级市建立了二级经销商或零售商网点，基本完成全国市场的战略布局。公司完善的销售网络使产品更加贴近市场，既节约了营销成本又加强了区域市场的服务、控制和管理，提升了市场竞争能力。

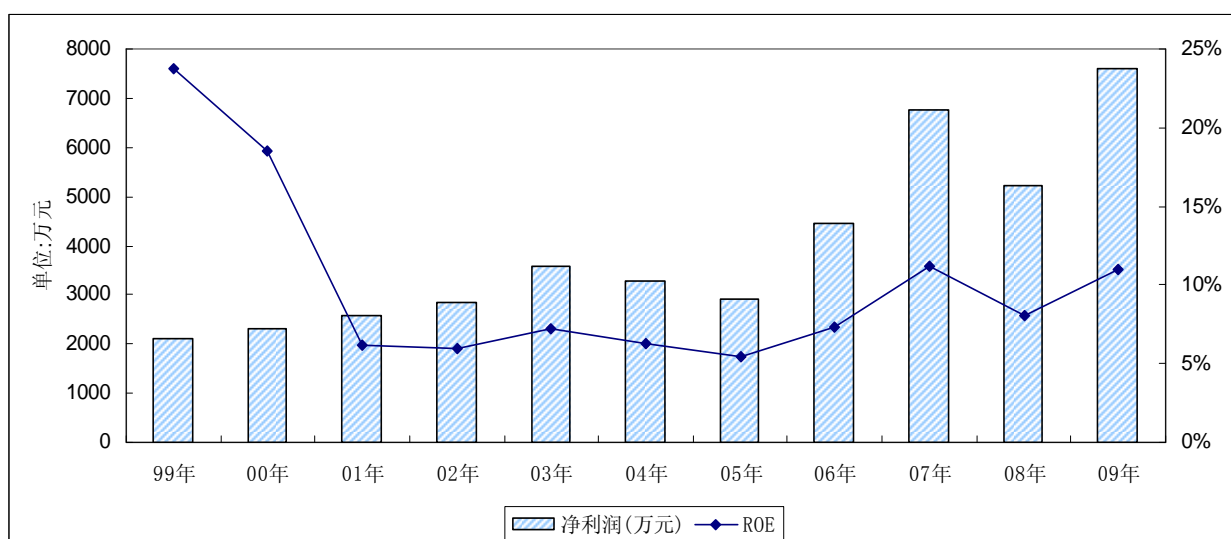
（4）品种与质量优势。公司产品规格齐全，形成焊条、焊丝、焊剂三大系列 400 多个品种，为目前国内种类最全的焊接材料制造商，同时也是国内少数能够生产金属粉型药芯焊丝的企业之一。公司产品广泛应用于国家战略石油储备工程、长江三峡水利工程、黄河小浪底工程、西气东输工程、国内核电建设工程、奥运场馆工程（鸟巢、水立方）、央视工程及国家大剧院工程等重要工程。主营产品通过中（CCS）、英（LR）、美（ABS）、法（BV）、德（GL）、挪威（DNV）、日本（NK）、印尼（BKI）八国船检机构及加拿大焊接局（CWB）质量认证。

从劣势方面看，主要是与林肯电气，神户制钢等国际巨头比较，公司在产品品种和技术水平方面仍有所不足，其中部份产品是公司已具备开发能力，但因不能获得高品质的特种钢材供应而无法生产。

四、公司成长前景

公司上市后的最初 5 年中业绩总体较为平淡，06 年起随着国内宏观经济走强和固定资产投资激增，加上 IPO 项目达产见效，公司业绩出现突破性增长，并在 08 年爆发金融危机的情况下仍然保持住较高的盈利水准（而若进一步剔除 2426.25 万元的投资亏损，则公司 08 年利润实际仍有一定增长），显示出较强的抗风险能力。

图表 7：公司历年净利润和 ROE



资料来源：公司公告

在行业景气中期仍然向好的背景下，随着包括转债项目在内的一系列新建产能的投产和达产，以及若干高附加值新产品的开发和投放，公司 2010 年起将迎来新一轮的突破性增长。

1. 众多新建项目集中投产达产

公司 09 年投产的 5 万吨特种焊条项目以及转债一期 1 万吨药芯焊丝项目预计 10 和 11 年将正式产生效益，与此同时 2010 年尚有 1 万吨埋伏焊丝，3 万吨普通焊条等总计约 7 万吨的新建焊材项目投产。在众多新建产能集中投产达产的背景下，公司新一轮的突破性增长已呼之欲出。

图表 8：公司新建项目投产时间及新增利润预测

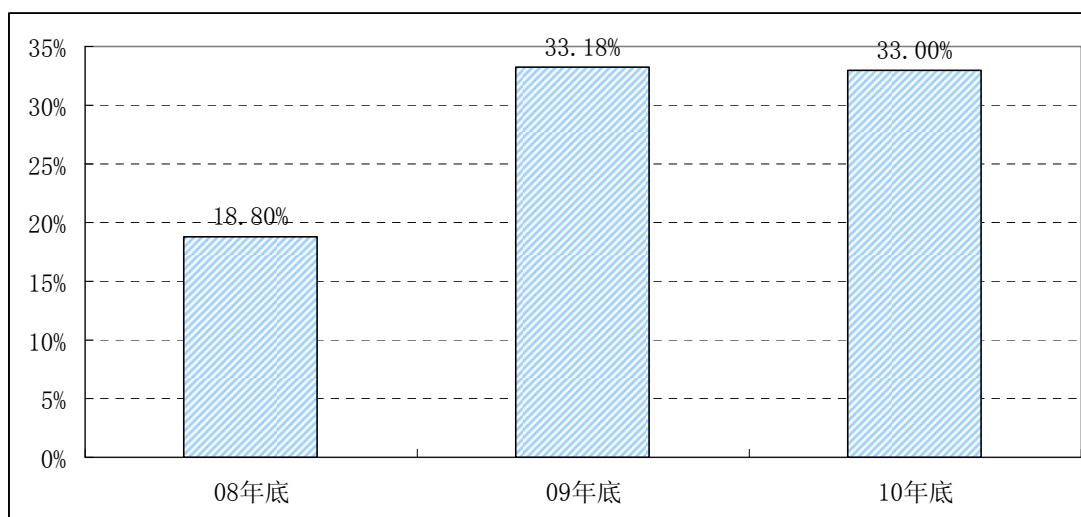
金额单位：万元	投产时间	预计达产后 新增净利润	预计 10 年 新增净利润	预计 11 年 新增净利润	预计 12 年 新增净利润
5 万吨特种焊条	09 年中期	5000	3000	1500	
转债一期 1 万吨药芯焊丝	09 年底	1000	500	500	-
1 万吨埋伏焊丝	10 年 3 月	700	200	500	
3 万吨普通焊条	10 年 4 月	1200	200	1000	
转债二期 1 万吨药芯焊丝	10 年底	1000	-	500	500
2 万吨实芯焊丝	10 年底	600	-	300	300
1000 吨有色金属焊材	NA	NA	-	-	NA
转债三期 2 万吨药芯焊丝	NA	NA	-	-	NA
合计		9500	3900	4300	800
摊薄后 EPS 增量(元)		0.69	0.28	0.31	0.06

资料来源：公司公告，江南金融研究所

2. 高附加值新产品开发与投放提升业绩增长的稳定性和可持续性

近年来公司产能的扩张主要围绕特种焊条，药芯焊丝等中高端焊材项目展开，从而使得公司中高端产品产能比例大幅提升，抗风险能力进一步增强。此外，结合国家城轨、高铁、动车组、核电以及石油储备基地的建设，2010 年公司将加快对高附加值的品种药芯焊丝、品种焊条、实芯焊丝、焊丝焊剂组合、有色金属焊接材料以及带级堆焊焊剂、核电核级产品的研发速度，全面实现公司高附加值产品的品种加速化进程，实现业绩的稳定和可持续增长。

图表 9：大西洋中高端产品产能比例变化



资料来源：公司公告，江南金融研究所

五、未来三年业绩预测

根据上述新项目投产，假定公司产品价格基本维持 09 年水平，主要原材料钢材成本也维持略高于 09 年的水平，在此基础上，我们预计公司 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.82 元，1.13 元和 1.18 元，同比分别增长 30.16%、37.80%和 4.42%。需要指出的是，如果 2011 年公司实施转债三期 2 万吨药芯焊丝项目和 1000 吨有色金属焊材项目，则 2012 年公司业绩增幅有望高于预期。

图表 10: 大西洋 2010-2012 年财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1176	1240	1456	1666	营业收入	1959	2350	2710	2800
现金	492	475	596	745	营业成本	1665	2000	2270	2345
应收账款	94	110	129	132	营业税金及附加	5	5	6	7
其他应收款	5	5	6	6	营业费用	68	77	88	94
预付账款	101	132	144	152	管理费用	101	110	127	131
存货	379	417	463	500	财务费用	18	3	5	2
其他流动资产	106	101	118	131	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	603	782	743	705	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	11	13	12	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	465	642	605	564	营业利润	103	154	214	222
无形资产	86	91	103	107	营业外收入	3	4	3	3
其他非流动资产	40	38	22	21	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1780	2023	2199	2371	利润总额	103	155	214	222
流动负债	702	807	837	868	所得税	17	28	38	39
短期借款	280	282	281	281	净利润	86	127	176	183
应付账款	127	156	177	181	少数股东损益	10	13	19	20
其他流动负债	294	370	380	405	归属母公司净利润	76	114	157	163
非流动负债	238	3	4	4	EBITDA	152	197	265	271
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄、元)	0.63	0.82	1.13	1.18
其他非流动负债	238	3	4	4	主要财务比率				
负债合计	940	811	841	872	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	92	105	124	144	成长能力				
股本	120	138	138	138	营业收入	-7.0%	20.0%	15.3%	3.3%
资本公积	344	590	590	590	营业利润	43.0%	49.6%	38.7%	3.8%
留存收益	284	379	506	627	归属于母公司净利润	45.9%	50.0%	37.6%	4.1%
归属母公司股东权益	748	1108	1235	1355	获利能力				
负债和股东权益	1780	2023	2199	2371	毛利率 (%)	15.0%	14.9%	16.2%	16.3%
现金流量表					净利率 (%)	3.9%	4.8%	5.8%	5.8%
单位: 百万元					ROE (%)	10.2%	10.3%	12.7%	12.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	11.9%	13.0%	17.6%	18.3%
经营活动现金流	47	178	173	199	偿债能力				
净利润	86	127	176	183					

折旧摊销	32	39	47	47	资产负债率 (%)	52.8%	40.1%	38.2%	36.8%
财务费用	18	3	5	2	净负债比率 (%)	29.78%	34.73%	33.39%	32.25%
投资损失	-1	0	0	0	流动比率	1.68	1.54	1.74	1.92
营运资金变动	-88	23	-72	-32	速动比率	1.11	1.00	1.16	1.32
其他经营现金流	-0	-14	18	-1	营运能力				
投资活动现金流	-48	-205	-17	-6	总资产周转率	1.19	1.24	1.28	1.23
资本支出	52	200	0	0	应收账款周转率	18	21	20	19
长期投资	1	-3	2	-1	应付账款周转率	12.20	14.13	13.66	13.10
其他投资现金流	5	-8	-14	-7	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	192	9	-35	-45	每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.82	1.13	1.18
短期借款	-3	2	-1	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	1.29	1.25	1.44
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.41	8.01	8.93	9.81
普通股增加	0	18	0	0	估值比率				
资本公积增加	20	247	0	0	P/E	36.17	24.11	17.53	16.83
其他筹资现金流	175	-257	-34	-45	P/B	3.67	2.48	2.22	2.03
现金净增加额	192	-18	122	149	EV/EBITDA	16	13	9	9

重要财务指标

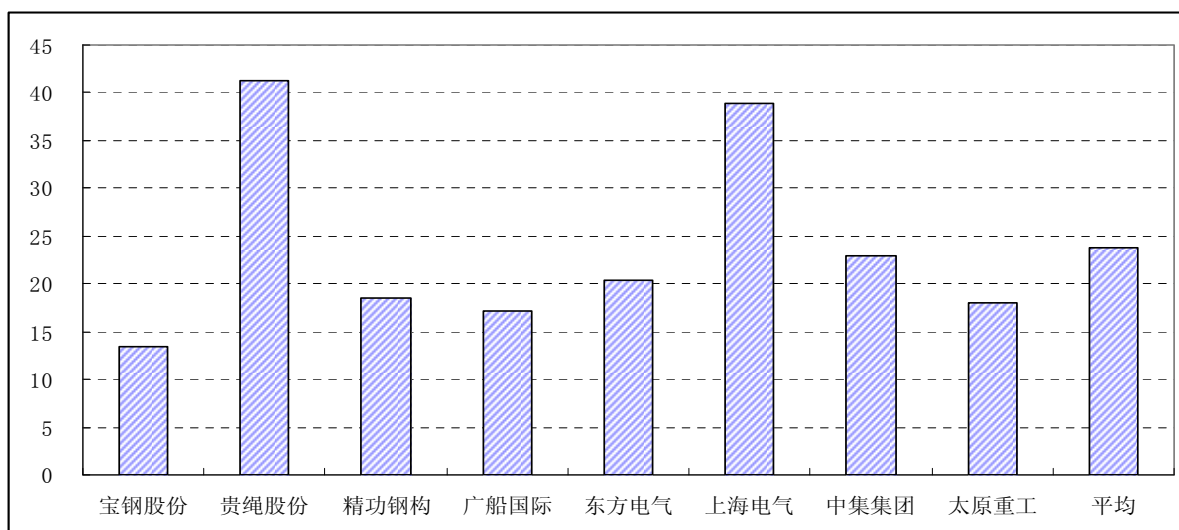
单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1959	2350	2710	2800
收入同比 (%)	-7%	20%	15%	3%
母公司净利润	76	114	157	163
净利润同比 (%)	46%	50%	38%	4%
毛利率 (%)	15.0%	14.9%	16.2%	16.3%
ROE (%)	10.2%	10.3%	12.7%	12.0%
每股收益 (元)	0.55	0.82	1.13	1.18
P/E	36.17	24.11	17.53	16.83
P/B	3.67	2.48	2.22	2.03
EV/EBITDA	16	13	9	9

六、估值及投资评级

我们选取的八家相关上市公司 2010 年平均市盈率为 23.81 倍, 其中多数公司 2010 年市盈率在 17-23 倍之间, 考虑到大西洋 2011 年业绩仍有较大增长潜力, 抗风险能力也相对较强, 结合小市值公司溢价因素, 因此我们建议按 10 年 23-30PEX 对其估值, 得到大西洋合理股价为 18.86-24.60 元, 由此我们就目前价格给予公司“买入”的首次投资评级, 并将未来 6-12 个月目标价设定为 24.60 元。

图表 11：与大西洋相关公司 2010 年市盈率



资料来源：今日投资，江南金融研究所

分析师简介:**魏福正, SAC 执业证书号: S0640208120093**

经济学硕士, 2000 年加入江南证券, 目前为江南金融研究所资源组首席分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义**我们设定的上市公司投资评级如下:**

买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责条款:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。