

增持（首次）

目标价：27元

研究员

庞琳琳

执业证书编号：S1250209110200

电话：010-88092288-3705

邮箱：pll@swsc.com.cn

市场表现（090319~100319）



风电铸件兴起，大型锻件可期！

——华锐铸钢（002204）2009年报点评——

业绩总结：

公司2009年实现营业收入138,820.34万元、营业利润16,827.54万元和归属上市公司股东的净利润15,470.76万元，分别同比增长60.59%、21.37%和19.83%；实现基本每股收益0.72元，净资产收益率15.58%。分配方案为每10股分配现金1.29元（含税）。

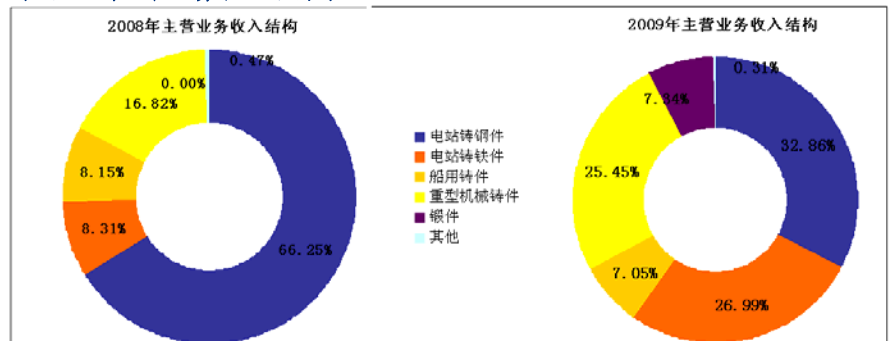
点评：

● 风电铸件和风电行星架业务两驾马车拉动收入快速增长

2009年公司收入同比增速高达60.59%，为近五年来历史最高。

占全年收入比近60%的电站铸件业务增速为28.93%，其中，水电站铸件受下游电站建设增幅放缓影响，火电铸件市场尤为低迷，至电站铸件业务收入较上年同期下降20.33%；而随着瓦房店热加工基地一期项目的达产，以风电为主的铸件业务业绩释放快速，2009年全年实现收入3.75亿，同比增幅高达421.68%，占收入比重也有2008年的8.31%提升到了2009年的26.99%，不仅使得电站铸件业务实现增长，也是公司主营业务收入大幅增长的重要力量之一。

图1，公司主营业务收入结构对比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

致使公司收入快速增长的另一重要支撑来自重型机械铸件业务，2009年该业务实现收入3.53亿，同比增长142.92%，占主营业务收入比重为25.45%，较上年提升8.63个百分点；该项业务快速增长主要是由于自2008年起重型机械铸件中合并了风电行星架等产品的销售收入。

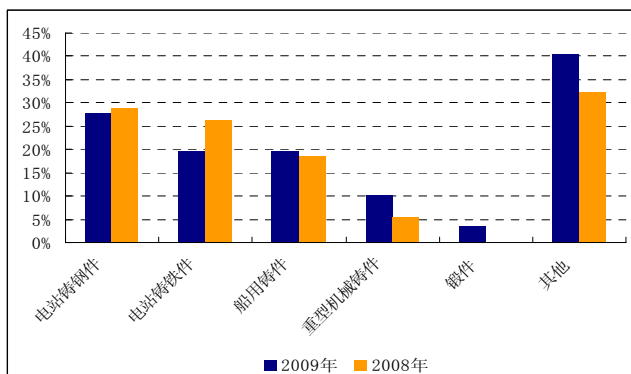
大量的在手订单保证了风电铸件和风电行星架业务2010年的增长，而船用铸件业务将基本保持稳定，IPO募投项目的锻件业务将成为未来几年业绩增长的新动力。

● 综合毛利率下滑导致利润增幅远小于收入增幅

2009 年公司主营业务综合毛利率为 18.72%，比上年同期下滑 5.15 个百分点，致使公司利润增幅选小于收入增幅。电站铸件业务毛利率为 23.96%，其中水火电站铸钢件毛利率为 27.65%，较上年同期下降 1.15 个百分点，而收入占比提升较大的风电站铸钢件业务市场竞争激烈，价格下滑严重，该项业务 2009 年毛利率仅为 19.47%，较上年同期下降 6.94 个百分点，对公司综合毛利率影响较大。

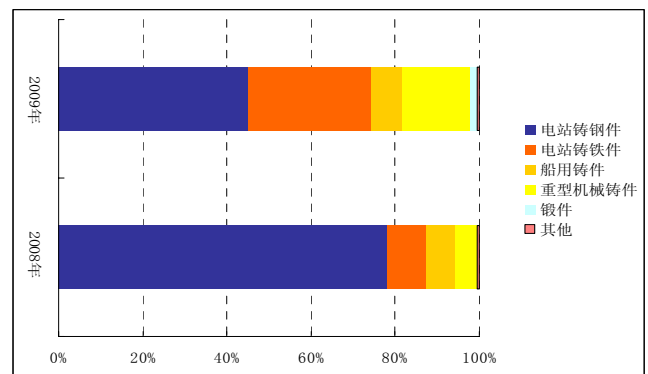
另一方面，由于公司新建项目完工导致本期集体的固定资产折旧费用增加较大，而相关项目尚处于达产初期，业绩释放有限，这也是公司本年度业务毛利率下滑的重要影响因素，相信随着项目达产后业绩的快速释放，折旧费用对毛利率的影响就会显著削弱。而对业绩贡献较大的重型机械铸件业务由于合并范围变化后，毛利率提升到 10.28%，上年同期仅为 5.50%。

图 2：公司分项业务毛利率对比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

图 3：公司毛利结构对比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

同时，本期公司计提的资产减值损失数额较大，为 411.46 万元，而上年同期仅为 152.10 万元，这也是公司本年度利润增幅不如收入增幅的原因之一。具体来看，主要为计提的坏账损失和存货（在产品）跌价准备，本期应收帐款为 6.04 亿，而上年同期仅为 1.26 亿，几乎全部为 1 年以内的应收帐款，而且与属同一控制人——大连化锐股份有限公司发生的应收帐款占比高达 57.35%，估计公司这些应收帐款成为坏账的可能性不大。

● 集团整体上市步伐加速，公司股价上涨或有推动因素

公司实际控制人为大连重工·起重集团。1 月 27 日，大连市政府下发《关于同意大连重工·起重集团有限公司实行股份制改革的批复》，同意采取国有存量控股、增量吸收大连装备创新投资有限公司和经营团队持股的方式，将重工·起重集团由国有独资公司改建为多元投资主体的有限责任公司。1 月 29 日重工·起重集团完成工商登记变更，取得新营业执照，这标志着重工·起重集团整体改制取得阶段性成果。据了解，改制方案拟分三步实施：第一步，集团公司经营团队成立大连华锋投资股份有限公司，与大连装备创新投资有限公司共同增资入股 10%；第二步，引入战略投资者；第三步，择机上市。

集团 2009 年商品产值突破 200 亿元大关，实现销售收入 185 亿元，完成国内最大 90 型曲轴和首台 3 兆瓦风电整机及增速机等核心部件成功下线，出产兆瓦级风电机组 2,000 套，装机容量居全国第一。集团旗下未上市优质资产还包括：减（增）速机、起重资产、风电设备资产以及船用曲轴资产等。从目前行业情况看，重工企业的多元化、品牌化发展趋势已经非常明确，考虑到行业内的一重和二重也都是采用了 IPO 的整体上市方式，我们认为，大连重工·起重集团不太可能采取优质资产分拆上市思路，这不利于公司整体的做大做强，资产整体上市的可能性较大。如果在 A 股上市，并定涉及到集团旗下现有唯一上市公司——华锐铸钢与集团之间存在大量关联交易的解决问题，华锐铸钢风电配套件产品直接或间接销售给集团旗下的华锐风电，同时公司还受集团委托为其提供部分来料加工业务，09 年关联交易比例已占公司

总收入的 58%，未来集团整体上市，关联交易问题的解决将最终决定公司的归属问题。当然，如果集团到境外上市，就会避开关联交易的解决问题。

● 估值与评级

估算公司 2010 年、2011 年和 2012 年分别可实现收入 176,638.40 万元、225,315.72 万元和 272,175.35 万元，实现归属母公司股东净利润 19,199.77 万元、25,926.06 万元和 31,529.33 万元，那么，以总股本 21,400.00 万股计算，2010 年、2011 年和 2012 年分别可实现每股收益 0.90 元、1.27 元和 1.47 元。

公司目前股价 23.24 元，对应动态市盈率分别为 25.90 倍、19.18 倍和 15.78 倍，估值水平合理，综合考虑，给予 6 个月 27 元的目标价，建议“增持”，但短期内有调整可能。

表，利润预测表

单位：万元

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	86,442.57	138,820.34	176,638.40	225,315.72	272,175.35
增速		60.59%	27.24%	27.56%	20.80%
营业成本	65,804.72	112,840.04	143,634.21	181,393.96	218,765.83
毛利率	23.87%	18.72%	18.68%	19.49%	19.62%
营业税金及附加	239.13	399.19	512.25	653.42	789.31
/收入	0.28%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
销售费用	311.64	528.31	671.23	856.20	1034.27
/收入	0.36%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
管理费用	4,806.19	6,237.57	7,772.09	9,913.89	11,975.72
/收入	5.56%	4.49%	4.40%	4.40%	4.40%
财务费用	1,263.57	1,576.22	2,013.68	2,568.60	3,102.80
/收入	1.46%	1.14%	1.14%	1.14%	1.14%
资产减值损失	152.10	411.46	500.00	500.00	500.00
营业利润	13,865.22	16,827.55	21,534.94	29,429.65	36,007.43
营业外收入	1,185.15	1,181.08	1,000.00	1,000.00	1,000.00
营业外支出	101.79	2.1	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,948.58	18,006.53	22,534.94	30,429.65	37,007.43
所得税	2,038.48	2,535.77	3,335.17	4,503.59	5,477.10
所得税率	13.64%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
净利润	12,910.10	15,470.76	19,199.77	25,926.06	31,530.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	12,910.10	15,470.76	19,199.77	25,926.06	31,530.33
总股本（万股）	21,400.00	21,400.00	21,400.00	21,400.00	21,400.00
每股收益（元）	0.60	0.72	0.90	1.21	1.47

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>