

华锐铸钢(002204)

风电铸件是业绩增长的主要驱动力

——华锐铸钢 2009 年中报点评

吕娟 吴昊
021-38676139 0755-23976716
lvjuan@gtjas.com wuh@gtjas.com

本报告导读：上半年风电铸件对收入和毛利增量的贡献分别约为 83% 和 71%，是业绩增长的主要驱动力。预计 09-11 年 EPS 分别为 0.82、1.11、1.48 元，目标价 25 元，谨慎增持。

投资要点：

- **中报概述：**2009 年上半年公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 696、125、75 百万元，同比分别增长 61%、56%、30%；毛利率、净利润率分别为 18%、11%，同比分别下降 0.6、2.5 个百分点。中报 EPS 为 0.35 元，低于预期。
- **风电业务大幅增长是业绩增长的主要驱动力：**(1) 风电业务收入 328 百万元，同比增长 192%，占当期营业收入 47%，贡献了收入增量的 83%；(2) 风电业务毛利 40 百万元，同比增长 336%，占当期营业毛利 32%，贡献了毛利增量的 71%。
- **风电业务占比提升是综合毛利率下降的主要原因：**(1) 风电铸件属于批量产品，毛利率相对较低，而水电和火电铸件属于单件小批量产品，毛利率相对较高，所以随着风电铸锻件占比的提升，综合毛利率会下行；(2) 风电铸钢件因为是转包业务，毛利率只有 10% 左右，所以风电铸钢件占比的提升也会导致综合毛利率下行。
- **管理费用大幅增长是净利润低于预期的主要原因：**上半年管理费用因为固定资产维修费用增加等原因同比增加 14.79 百万元，同比增长 135.46%，管理费用率同比上升 1.17 个百分点。
- **在建三大项目进展：**(1) 募投大型锻件项目上半年已经实现销售，尚未确认收入，根据公司 4 月网上交流会情况，预计下半年收入确认 2 亿元左右；(2) 募投大型水电铸钢件产能扩容项目上半年已经实现 2,295 万元毛利，下半年该项目产能将继续释放；(3) 自筹资金的瓦房店热加工基地项目上半年已经形成 1.42 亿收入。
- **盈利预测及投资建议：**考虑下游需求持续增长、订单饱满和产能释放，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.82、1.11、1.48 元。公司是成长性较好的中小板公司，依照 2009 年预测业绩，给予 30 倍 PE，目标价 25 元，维持“谨慎增持”评级。
- **风险因素：**目前风电业务 80% 左右是与集团大重成套和减速机厂的关联交易。对此，公司在努力将该业务第三方交易占比提升至 50% 左右。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	686.52	864.43	1523.99	2111.40	2814.33
(+/-)%	32.50%	25.91%	76.30%	38.54%	33.29%
经营利润 (EBIT)	110.22	151.29	233.07	335.24	446.89
(+/-)%	48.35%	37.25%	54.06%	43.83%	33.31%
净利润	77.68	129.10	175.59	237.74	316.92
(+/-)%	48.67%	66.19%	36.01%	35.39%	33.31%
每股净收益 (元)	0.36	0.60	0.82	1.11	1.48
每股股利 (元)	0.15	0.18	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	16.06%	17.50%	15.29%	15.88%	15.88%
市盈率	69.86	42.04	30.91	22.83	17.12
股息率 (%)	0.59%	0.72%	-	-	-

评级：谨慎增持
上次评级：谨慎增持
目标价格：¥25.00
上次预测：¥23.30
当前价格：¥25.70
2009.08.05

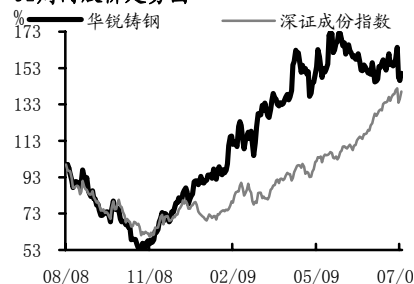
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.80 ~ 29.94
总市值 (百万元)	5,363
总股本/流通 A 股 (百万股)	214/43
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.20
日均成交量 (百万股)	1.9
日均成交值 (百万元)	39.2

资产负债表摘要 (06/09)

股东权益 (百万元)	973.15
每股净资产	4.55
市净率	5.57
资产负债率	57.15%

52 周内股价走势图



相关报告

手持订单充足 风电和核电铸件增长可期

(09.03.24)

1. 中报概述

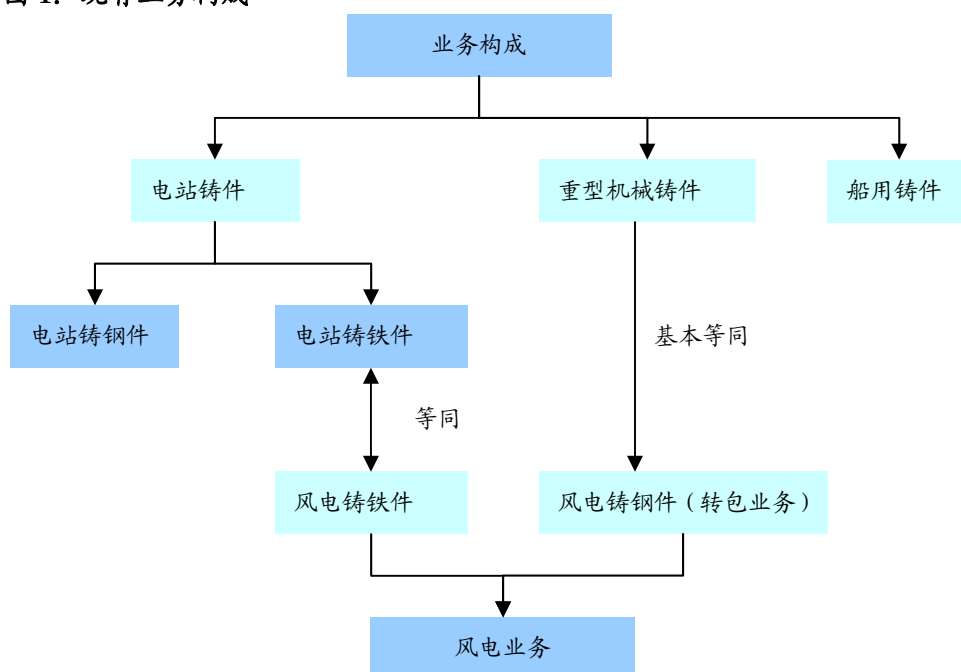
2009 年上半年公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 696、125、75 百万元，同比分别增长 61%、56%、30%；综合毛利率、净利润率分别为 18%、11%，同比分别下降 0.6、2.5 个百分点。中报 EPS 为 0.35 元，低于预期。

毛利率相对较低的风电业务大幅增长是上半年收入增长和综合毛利率下滑的主要原因。管理费用大幅提升是净利润增长低于毛利增长并且低于预期的主要原因。

2. 业绩增长和综合毛利率下滑的主要原因分析

目前公司业务主要包括电站铸钢件、电站铸铁件、重型机械铸件、船用铸件，其中电站铸铁件即风电铸铁件业务，重型机械铸件基本是风电铸钢件转包业务，这两项业务即是公司目前风电业务的构成。

图 1：现有业务构成



数据来源：公司公告、国泰君安证券

2.1. 风电业务大幅增长是业绩增长的主要驱动力

2009 年上半年，电站铸钢件、风电业务、船用铸件实现收入分别为 323、328、42 百万元，同比分别增长 13.26%、192.00%、24%；实现毛利分别为 77、40、7 百万元，同比分别增长 14.93%、336.36%、104.75%。

风电业务大幅增长，收入占比达 47%，贡献了收入增量的 83%；毛利占比为 32.21%，贡献了毛利增量的 71%。

公司风电业务主要是与集团大重成套和减速机厂的关联交易，能够获得大幅增长，一方面受益于我国风电行业高速增长——2008 年我国风电累计装机容量 1215 万 KW，同比增长 105.76%；另一方面受益于集团华锐风电市场份额的提升，使得为华锐风电配套的大重成套和减速机厂业务量增加——2008 年华锐风电新增装机容量 140 万 KW，占全国新增装机总容量 22.5%，市场份额第一，累计装机容量 216 万 KW，占全

国累计装机容量 17.75%，市场份额第二。

图 2：2009 年上半年收入构成

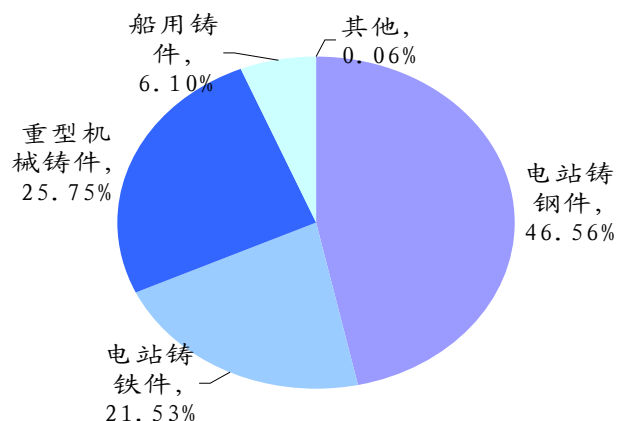


图 3：2009 年上半年毛利构成

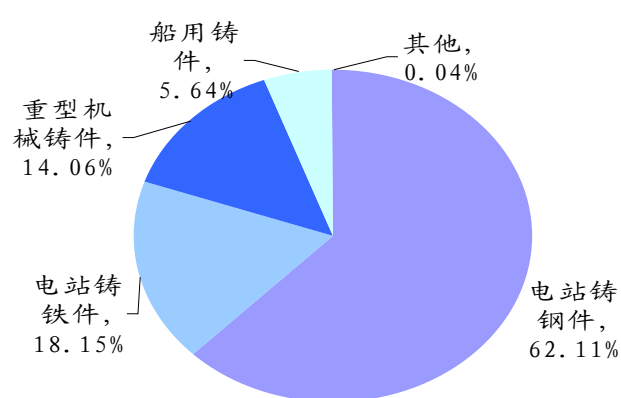


图 4：全国风电装机容量高速增长

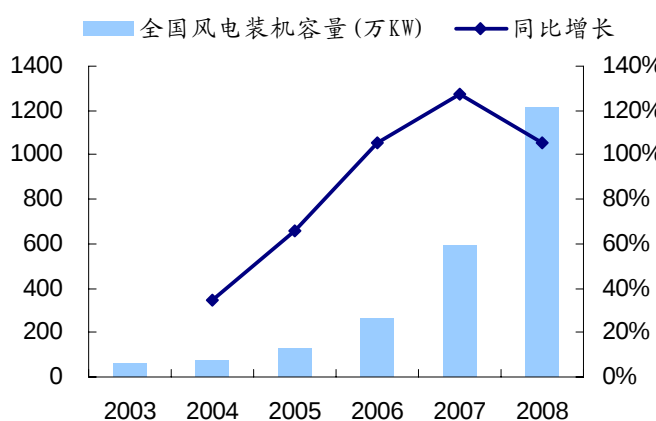
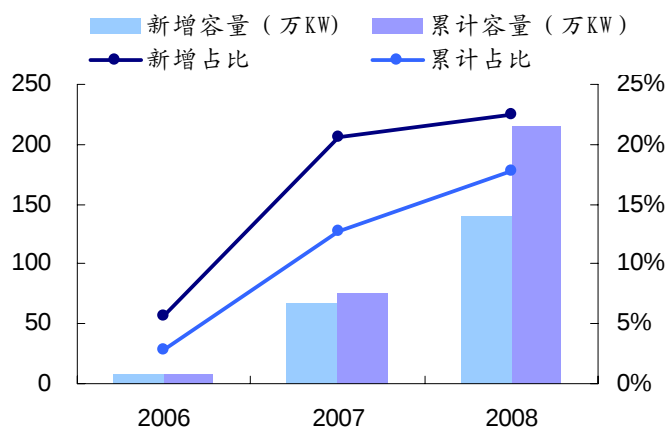


图 5：华锐风电装机容量及市场份额不断提升

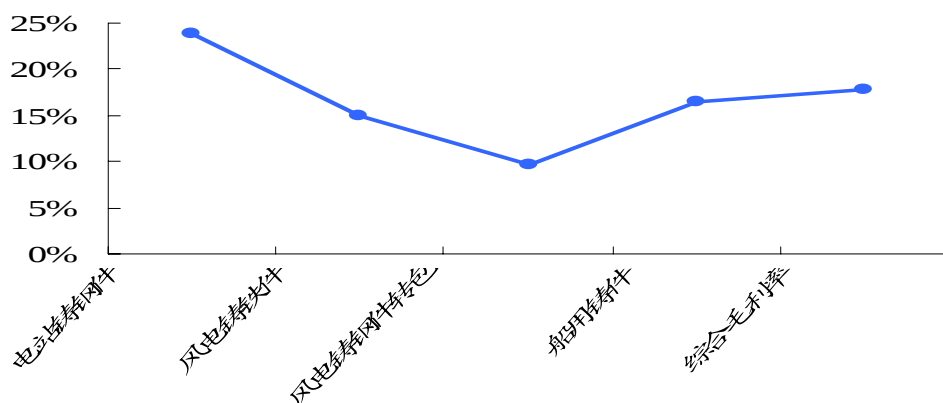


数据来源：公司公告、风电协会、国泰君安证券

2.2. 风电业务占比提升是综合毛利率下降的主要原因

风电业务占比提升是综合毛利率下降的主要原因：（1）风电铸铁件属于批量产品，毛利率相对较低，而水电和火电铸件属于单件小批量产品，毛利率相对较高，所以随着风电铸锻件占比的提升，综合毛利率会下行；（2）风电铸钢件因为是转包业务，毛利率只有 10%左右，所以风电铸钢件占比的提升也会导致综合毛利率下行。

图 6：2009 年上半年分业务毛利率比较



数据来源：公司公告、国泰君安证券

3. 净利润增长低于预期的主要原因分析

上半年净利润增长低于毛利增长，并且低于预期的主要原因就是因为管理费用同比大幅增长 135.46%，管理费用率同比上升 1.17 个百分点。

管理费用大幅增长的原因主要是因为固定资产维修费用增加及由于销售收入增长，相应增加管理费用。

图 7：三项费用比较

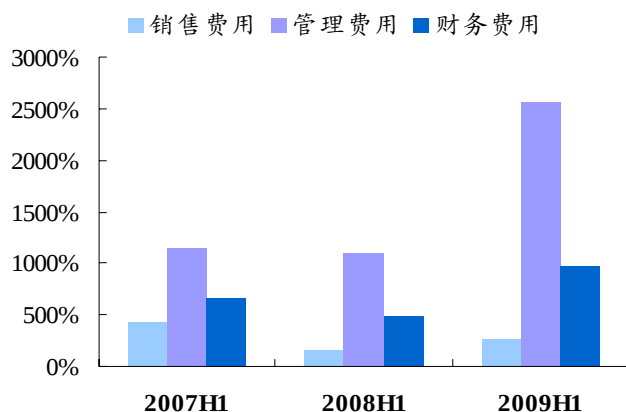
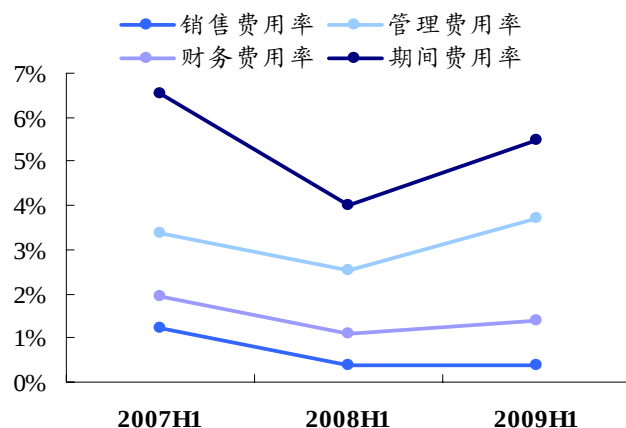


图 8：三项费用率比较



数据来源：公司公告、国泰君安证券

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 在建项目进展

公司目前有三大项目处于产能释放阶段，其中两个是募投项目，还有一个是自筹资金项目：（1）募投大型锻件项目上半年已经实现销售，尚未确认收入，根据公司 4 月网上交流会情况，预计下半年收入确认 2 亿元左右；（2）募投大型水电铸钢件产能扩容项目上半年已经实现 2,295 万元毛利，下半年该项目产能将继续释放；（3）自筹资金的瓦房店热加工基地项目上半年已经形成 1.42 亿收入。

4.2. 盈利预测及投资建议

公司下游主要是电力和船舶行业。目前电力行业固定资产投资增速和风电新增装机容量不断增长，而且未来三年我国船舶行业计划交付量相比 2008 年有大幅跃升，因此我们认为公司需求将持续有支撑，未来新增的产能可以有效转化为效益。

此外，公司手持订单已基本排满 2010 年，综合考虑，我们预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.82、1.11、1.48 元。公司是成长性较好的中小板公司，依照 2009 年预测业绩，给予 30 倍 PE，目标价 25 元，维持“谨慎增持”评级。

图 9：电力行业固定资产投资增长处于高位

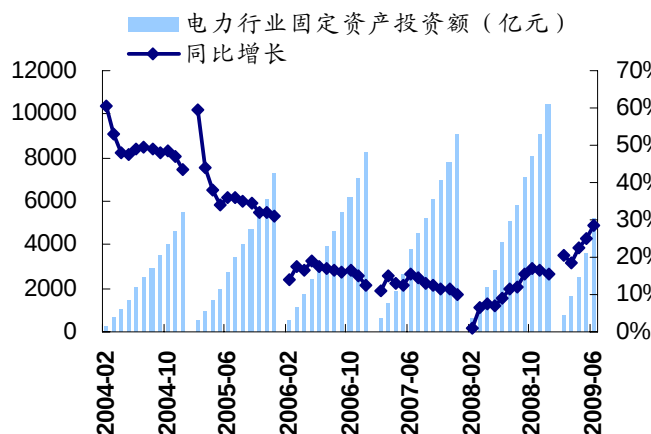
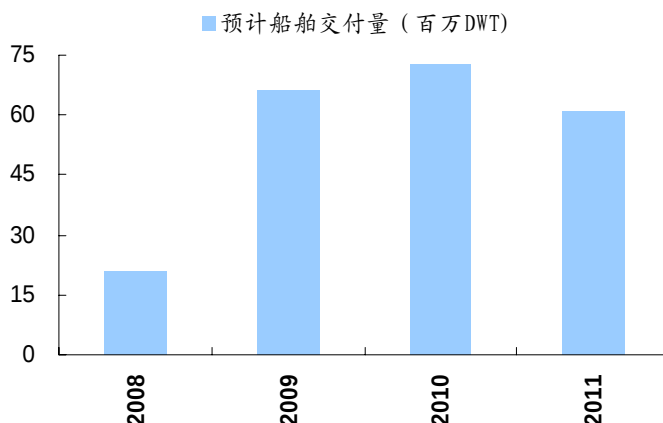


图 10：未来三年我国船舶交付量处于绝对高位



数据来源：中经网、国泰君安证券

表 1：盈利预测表

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	686.52	864.43	1523.99	2111.40	2814.33
(+/-)%	32.50%	25.91%	76.30%	38.54%	33.29%
经营利润 (EBIT)	110.22	151.29	233.07	335.24	446.89
(+/-)%	48.35%	37.25%	54.06%	43.83%	33.31%
净利润	77.68	129.10	175.59	237.74	316.92
(+/-)%	48.67%	66.19%	36.01%	35.39%	33.31%
每股净收益 (元)	0.36	0.60	0.82	1.11	1.48
每股股利 (元)	0.15	0.18	-	-	-
利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	16.06%	17.50%	15.29%	15.88%	15.88%
市盈率	69.86	42.04	30.91	22.83	17.12
股息率 (%)	0.59%	0.72%	-	-	-

数据来源：国泰君安证券

5. 风险因素

目前风电业务 80%左右属于关联交易，关联交易比重太高，不利于公司的独立成长。对此，公司努力拓展与三菱、北汽、恩德、维斯塔斯等第三方的交易，力争尽快将第三方交易占比提升至 50%的左右。

作者简介:

吕娟: 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com