

华锐铸钢(002204)调研报告

专注细分市场，风电、核电市场将成为公司发展新动力

工业/通用机械

推荐

首次评级

2010年2月9日

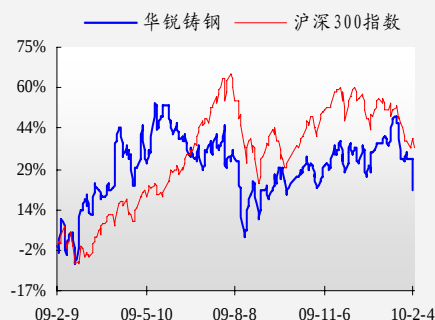
投资要点:

- 公司业务涵盖了电站铸钢件、电站铸铁件、重型机械铸件及船用铸件，电站铸件业务是公司主要业务，随着风电、核电发展规模的壮大，该项业务的重要性愈加凸显。
- 面对火电投资放缓、水电建设适度的经营环境，公司加大风电（包括海上风电）、核电产品的开发力度，未来风电、核电市场将成为公司发展新动力。
- 针对公司的技术优势、行业渠道、行业地位，公司确定了专注细分市场，更注重中等规模铸件产品开发（固定资产投资有限），同时公司将从微笑曲线的中段向左右南段扩展，即注重技术、专利、品牌及营销。
- 考虑到火电、水电铸钢件的建设周期较长，加之库存原材料有限，为了抵御原材料价格波动的风险，公司与客户一般签订了敞口合同，一定程度上增强了公司抗风险能力。
- 公司关联交易有所下降，但现阶段风电项目对关联交易的依存度较高，公司已着手拓展市场，建立多渠道销售模式。
- 投资风险：原材料特别是钢价波动风险；陆上风电投资规模变动风险。
- 预测公司 2010 年每股收益为 0.70 元，我们给予公司推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	86,443	25.91	12,910	66.19	0.62		36.5	
2009E	138,647	60.39	14,675	13.67	0.70		32.3	
2010E	176,793	27.51	16,276	10.91	0.78		29.0	
2012E								

走势图



市场数据

2010-2-8

收盘价:	22.64 元
52 周最高价:	29.94 元
52 周最低价:	17.20 元
平均持仓成本:	25.89 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	21,400
流通 A 股 (万股):	21,400
每股收益 (元):	0.51
每股净资产 (元):	4.71
每股经营现金流 (元):	0.52
市净率:	4.81

分析师: 吴江涛

TEL: (8621)6337 7000-234

FAX: (8621)6337 3209

Email: wujt@nesc.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 公司业务概况

■ 业务范围

公司实际控制人为大连市国资委，业务主要涵盖了电站铸钢件业务（火电、水电为主）、电站铸铁件（风电为主）、船用铸件及重型机械铸件。

公司2009年中报披露的数据表明，电站铸钢件收入占到总收入的46.56%，电站铸铁件收入占到21.53%，船用铸件6.1%，重型机械铸件（风电铸钢件为主）25.75%。不难看出，电站铸件业务是公司主要业务，随着风电、核电发展规模的壮大，该项业务的重要性愈加凸显，而船用铸件及机械铸件作为公司业务不可或缺的重要组成部分。

公司在做好铸件业务同时，适度拓展锻件，规划产能2.5万吨左右。

■ 产能状况

公司铸钢件产能为3.5万吨，其中水电铸钢件为2230吨；船用铸钢件约为5000吨；伴随瓦房店球磨铸铁一期项目于08年11月投产，铸铁件产能达到了4万吨以上。

2. 经营环境及公司战略

➤ 电源建设现状分析

■ 火电建设放缓，水电建设适度

伴随着火电投资高峰过去，管理层严格控制新上项目的审批，在建或在核项目多为高效、节能的大机组或热电联供机组，因此，火电业务的萎缩已成既定现实。与此同时，水电开发出于管制无序状态及环保因素，节奏也有所放缓。

■ 陆上风电发展存在障碍，核电建设有望提速

陆上风电场的大力开发，掀起了风电建设高潮，但出于电网建设、负荷消纳、调峰等问题制约，快速发展的势头有所减缓，我们在相关报告中提到，风电目前是阶段性过剩，随着智能电网试点工作的开展及取得良好效果，陆上风电还会迎来大发展。值得关注的是，海上风电将会给风电建设带来新机遇。

核电在优化电源结构中承担比较大的重任，核电建设在未来将保持快速增长，这对核电相关设备生产商带来较好机会。

➤ 公司技术竞争优势

公司的发展脉络相当清晰，火电铸钢件与国内五大汽轮机厂建立良好合作关系，在火电铸钢件领域建立起自己的业绩认证，并以此逐步进入水电铸钢件领域。目前公司已成为

第一家能够锻造百万千瓦超超临界机组的气缸铸件和 70 万千瓦混流式水电机组转轮的公司。在相关技术领域具备一定比较优势。我们判断，公司在风电以至核电都将传承这一发展思路。

➤ 公司发展战略

公司针对技术特点及行业内定位，公司确定了专注细分市场，与国内几家大型铸件企业形成差异化经营，形成局部优势，从现阶段战略来看，公司更注重中等规模铸件产品开发（固定资产投资有限），同时公司将从微笑曲线的中段向左右南段扩展，即注重技术、专利、品牌及营销。

3. 公司盈利能力分析

在公司产品构成中，火电、水电铸钢件作为单件定单化生产，生产周期较长，进入壁垒较高，具有较高地毛利率，但风电铸件受风机整机价格下降的压缩，毛利率较低，此外，船用铸件的毛利率也就在 16% 左右，机械铸件毛利率更低（10% 左右）。从 2009 年中报来看，公司营业收入大幅增长得益于风电业务增长，于此同时，低毛利率的风电业务占比增长带动了公司整体毛利率的下降，公司整体毛利率降到了 2009 年年中的 18%。

我们分析，针对火电业务，尽管存在总量萎缩，但随着 60 万甚至 100 万千瓦超超临界机组项目上马，公司可以发挥其技术优势，增加毛利率较高地高铬铸钢气缸在产品中的比重（目前产品以 30 万千瓦以下为主），减缓火电铸钢件需求减少带来利润降低的冲击。

水电业务，同业面临水电建设步伐放缓的现状，但公司大型水电铸钢件项目在 2008 年底投产，与阿尔斯通、GE、西门子等外资企业建立良好的合作关系，通过这种方式进入水电市场，现阶段保持了较好的态势，一定程度弥补了火电业务的萎缩，增强公司的盈利能力。

4. 核电是公司未来主攻的方向

鉴于火电、水电项目现状，风电（含海上风电）、核电必将成为公司业务扩展的新动力，考虑到核电进入门槛较高，认证时间长，为了尽早取得安全认证，公司引入了无损探伤检查设备。公司目前涉及常规岛的主泵泵壳和气缸，2009 年拿到订单，为迈入核电打下基础，一旦获取安全认证，公司会往附加值高的主岛进发。我们对公司未来进入核电的发展保持相对乐观态度。

5. 敞口合同提升公司抵御风险能力

公司库存以在产品为主，原材料较少，而原材料基本市场化购买，价格风险敞口较大，特别是火电、水电铸钢件生产周期较长，受原材料（废钢、钼等）价格的波动影响较大，公司与客户一般签订敞口合同，原材料上浮一定幅度以后，公司可以和客户协商上调产品价格。

6. 风电业务发展过度依赖关联交易

公司风电业务的发展，相当程度得益于 2009 年风电市场的快速发展及集团华锐风电市场份额的增加所致，即公司与大重成套和减速机厂的关联交易，其中蕴含了较大风险，公司意识到其中存在问题，通过目前所取得的业绩，缩短了从工厂认证、试制订单、业绩认证的过程，积极开拓相关市场，效果拭目以待。

7. 公司评级

从电网公司 2010 年初次招标的情况来看，风电装机容量一月份共招标风电装机容量 107 万千瓦，预计年内总装机规模不低于 2009 年，以及年内火电、水电建设情况来看，公司产品需求仍保持较为乐观状态。此外，2009 年底公司评为高新技术公司，将于 2009-2011 年享受相关优惠税收政策，2009 年增加公司净利润 1000 万元，每股增厚近 5 分钱。

考虑到公司股价近期回调较大，2010 年每股收益预计为 0.70 元，我们给予公司推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。