



新股投资价值分析报告

研究报告
机械工业—电力设备

谨慎申购

大金重工 (002487)

2010年9月27日

股票价格

发行价格	38.60 元
合理价值区间	30.11- 34.41 元
网下发行数量 (万股)	600
网上发行数量 (万股)	2400

股本结构 (发行后)

总股本 (万股)	12000
流通 A 股 (万股)	12000
B 股/H 股 (万股)	0/0

重要日期

网下缴款日	2010 年 9 月 27 日
网上申购日	2010 年 9 月 27 日

依托蓬莱基地 未来业务主攻海上风电

公司主要从事电力重型钢结构产品的制造和销售,主营产品主要包括火电锅炉钢结构产品和风机塔架,2009 年分别占据全国市场的 9.35%和 2.85%。蓬莱基地将是公司未来发展的最大亮点,依托蓬莱港口,公司进军海上风电初具条件;同时将打破区域瓶颈、提升市场份额。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	33.02	59.64	18.07	27.55
毛利率 (%)	34.12	28.73	29.36	30.78
净资产收益率 (%)	42.57	9.06	10.48	12.56
每股收益 (元)	0.79	1.08	1.36	1.81

注: 每股收益按本次发行结束后的总股本计算。

资料来源: 海通证券研究所

- **黄河以北最大的电力重型钢结构制造商。**公司主要从事电力钢结构产品的制造和销售,产品涵盖30万kw到100万kw的火电锅炉钢结构以及750kw到2MW的管塔式风电塔架,2009年市场份额分别占据全国的9.35% (东北及内蒙东部地区的2/3) 和2.85%。公司07-10H1营业收入分别为1.78亿元、3.13亿元、4.16亿元和3.03亿元,公司07年开始进入风电行业,到10H1占据主营收入81.11%,成为收入主要贡献。
- **海上风电、核电市场将为重型钢结构产业带来新增长空间。**按照年均新增火电机组4500万千瓦计算,火电锅炉钢结构产品年均需求为30-37万吨,预计21-26亿元的年均市场容量;按照2020年150GW的风电装机,我们预计国内风电塔架需求每年为70-100亿元,另外按照目前1200万千瓦以上的海上风电规划容量,海上风电塔架及水下结构件总市场容量为156-252亿元以上;核电方面,按照新的核电规划,预计到2020年核电常规岛总需求将达到100万吨,年均市场容量接近10亿元。
- **区域市场,竞争格局较为分散。**能源资源分布的不平衡以及重型钢结构产品运输半径的限制,使得该行业形成区域分布、竞争格局分散的特点。火电锅炉钢结构市场前九名企业市场份额为75%左右,风电塔架市场前20名企业市场份额仅60%左右。公司2010年风电塔架市场份额将有所提升,截至中期,公司已签署并正在执行的风电塔架订单数量为421套,合同金额总计为4.30亿元,公司预计全年风电塔架产销量将达到700套以上,按照全国每年7000套的市场总量计算,公司风电塔架市场占有率将达到10%左右。
- **募投项目主攻海上风电、打破区域瓶颈。**公司本次公开发行3000万股,募资5.13亿元用于山东蓬莱6万吨重型装备钢结构制造项目建设。项目建设完成后,将为公司贡献营业收入6亿元,实现净利润1.18亿元。蓬莱基地是公司最大亮点,依托蓬莱港口深水港优势,公司进军海上风电初具条件;同时将打破区域瓶颈、提升市场份额。
- **公司股票合理价值区间为30.11- 34.41元。**我们预测公司2010-2012年的每股收益为1.08元、1.36元、1.81元。结合公司的成长性以及风电行业的估值水平,我们给予公司2010年28-32倍的PE,对应的价值区间为30.11- 34.41元,建议谨慎申购。
- **公司主要不确定因素。**(1) 原材料价格波动风险;(2) 单一客户风险;(3) 下游行业风险;(4) 市场竞争风险。

电气设备与新能源行业分析师

张浩

SAC 执业证书编号: S0850209040620

电话: 021-23219383

Email: zhangh@htsec.com

请务必阅读正文之后的免责条款

表 1 大金重工盈利预测假设条件(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入						
火电锅炉钢结构	15808.34	16518.56	19828.88	16800.00	20400.00	25200.00
风电塔架	1836.43	11631.14	20662.92	49600.00	56400.00	70000.00
核电常规岛钢结构					1600.00	4800.00
其他	21.36	2881.19	868.68			
合计	17666.13	31030.89	41360.48	66400.00	78400.00	100000.00
yoy						
火电锅炉钢结构		4.49%	20.04%	-15.28%	21.43%	23.53%
风电塔架		533.36%	77.65%	140.04%	13.71%	24.11%
核电常规岛钢结构						200.00%
其他		13388.72%	-69.85%			
合计		75.65%	33.29%	60.54%	18.07%	27.55%
毛利率						
火电锅炉钢结构	13.14%	25.09%	34.54%	25.00%	22.00%	22.00%
风电塔架	16.13%	18.07%	31.49%	30.00%	32.00%	34.00%
核电常规岛钢结构					30.00%	30.00%
其他	38.20%	70.11%	74.71%			
合计	13.49%	26.64%	33.86%	28.73%	29.36%	30.78%
营业收入	17797	31267	41593	66400	78400	100000
yoy		75.69%	33.02%	59.64%	18.07%	27.55%
营业成本	15284	22765	27402	47320	55384	69216
营业利润率	14.12%	27.19%	34.12%	28.73%	29.36%	30.78%

资料来源:公司公告,海通证券研究所

表 2 大金重工损益表预测(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	17797	31267	41593	66400	78400	100000
增长率		75.69%	33.02%	59.64%	18.07%	27.55%
营业成本	15284	22765	27402	47320	55384	69216
毛利率	14.12%	27.19%	34.12%	28.73%	29.36%	30.78%
营业税金及附加	1	1	0	0	0	0
销售费用	179	566	1008	1461	1960	2500
销售费用率	1.01%	1.81%	2.42%	2.20%	2.50%	2.50%
管理费用	478	696	1538	2125	2744	3300
管理费用率	2.69%	2.23%	3.70%	3.20%	3.50%	3.30%
财务费用	321	533	559	261	-910	-648
资产减值损失	-51	114	394	500	500	500
期间费用	928	1909	3500	4347	4294	5652
期间费用率	5.21%	6.11%	8.41%	6.55%	5.48%	5.65%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	1585	6592	10692	14733	18722	25132
EBIT	2174	7439	11640	15444	18262	24934
增长率		242.13%	56.47%	32.68%	18.24%	36.54%
EBIT margin	12.22%	23.79%	27.99%	23.26%	23.29%	24.93%
营业外收入	275	319	438	500	500	500
营业外支出	6	6	49	50	50	50
利润总额	1853	6906	11081	15183	19171	25582
增长率		272.62%	60.46%	37.02%	26.27%	33.44%
所得税	264	866	1633	2277	2876	3837
所得税率	14.25%	12.53%	14.74%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	1589	6040	9448	12906	16296	21744
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	1589	6040	9448	12906	16296	21744
总股本(万股)	1730	1730	9000	12000	12000	12000
摊薄 EPS(元)	0.92	3.49	1.05	1.08	1.36	1.81

资料来源:公司公告,海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

张浩：电力设备和新能源行业分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾、长园集团、国电南自。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。