

国内风电主轴龙头，制造能力将提升

报告关键点:

- 公司产品在风电主轴和管模生产行业中的市场占有率为22%和34%，是国内龙头
- 下游发展较快，对公司产品需求量较大
- 我们建议的询价区间为19.6-21.2元，对应的2011年动态市盈率大约为24-26倍

报告摘要:

- 公司主要从事大型自由锻件产品的研发、生产和销售，形成了集大型锻件坯料制备、锻造、热处理、机械加工于一体的较为完善的产业链，主要产品为MW级风力发电机主轴和DN50-1600mm球墨铸铁管管模等大型锻件。
- 公司营业收入增长较快。2007-2009年营业收入分别为6.25、12.24和11.15亿元，年复合增长率33.57%，同期净利润分别为0.99、1.54和1.69亿元，年复合增长率30.65%。2010年1-9月营业收入为8.12亿元，净利润为1.41亿元。主营业务收入中，风电主轴占比53%，管模占比19%，其他锻件占28%。
- 公司产品下游需求：我们估算，今后每年市场需求毛坯锻件40万吨以上，铸件15万吨左右。从市场规模来看，未来2-3年每年大型铸锻件的销售总额约在300亿元以上；以2010年至2015年平均每年1.8万MW的增长速度及每台风机平均1.5MW计算，不考虑原有风机的更新维修，则每年需要风电主轴的数量稳定在12000支以上；2009年，国内全年消耗的管模数量为2700支，根据球墨铸管12%的年增长率计算，到2015年，国内管模需求数量将达到4760支。
- 从未来的增长点来看，公司的增长将主要来自：（1）国内风电等行业高速发展，大型铸锻件的需求旺盛；（2）公司风电主轴产品和球墨铸铁管管模市场占有率高，居行业首位，未来仍将保持龙头地位；（3）核电、船用轴等新产品领域的开展；（4）公司极限制造能力将得到有效提升。
- 我们预计2011、2012两年公司收入增长率为-1%和41%，净利润分别增长10%和58%，2011年和2012年EPS分别为0.69和0.82元，未来三年净利润复合增长率31.6%。公司未来增长有保障，行业前景好，我们认为公司估值适用的2011年动态市盈率在28-32倍之间，按此计算预计上市合理价格区间在22.8-26.2元。建议的询价区间为19.6-21.2元，对应的2011年动态市盈率大约为24-26倍。
- 风险提示：公司主导产品的市场需求相对集中；公司主要材料为钢铁，如果钢材价格波动将对公司产生较大影响；大型锻件行业周期波动。

建议询价区间:

19.60 - 21.20 元

上市首日定价区间:

22.80 - 26.20 元

报告日期: 2011-02-21

发行数据

总股本(万股)	27,000
发行数量(万股)	9,000
网下发行(万股)	1,800
网上发行(万股)	7,200
保荐机构	国金证券股份有限公司
发行日期	2011-02-25
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

司兴奎	22.20%
山东省高新技术投资有限公司	20.00%
朱金枝	11.86%
赵美娟	10.00%
其他自然人股东	9.13%
陈秉志	8.33%
李德兴	2.22%
杨兴厚	1.91%
杨洪	1.73%
王世镇	1.56%

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号
张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450511020006
高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

报告联系人

王舒婷

 021-68765993
 wangst@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

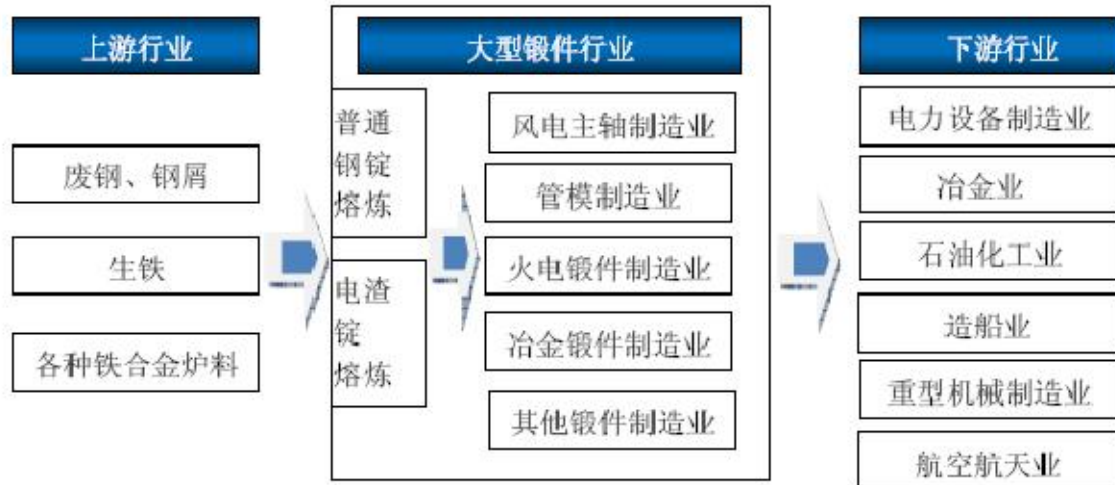
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,224.3	1,114.5	1,103.4	1,550.8	1,956.5
Growth(%)	95.8%	-9.0%	-1.0%	40.5%	26.2%
净利润	152.8	168.6	185.9	293.5	384.7
Growth(%)	54.3%	10.4%	10.2%	57.9%	31.1%
毛利率(%)	27.1%	27.5%	28.0%	30.1%	30.3%
净利润率(%)	12.5%	15.1%	16.8%	18.9%	19.7%
每股收益(元)	0.57	0.62	0.69	0.82	1.07
每股净资产(元)	2.15	3.58	4.13	9.00	9.85
净资产收益率(%)	26.5%	17.5%	16.7%	9.1%	10.8%
ROIC(%)	40.3%	20.3%	14.7%	16.5%	13.9%

1. 公司简介

1.1. 公司主要从事大型自由锻件生产

- 公司自成立以来，一直专注大型锻件的研发生产。公司主要从事大型自由锻件产品的研发、生产和销售，形成了集大型锻件坯料制备、锻造、热处理、机械加工于一体的较为完善的产业链，主要产品为MW 级风力发电机主轴和DN50-1600mm 球墨铸铁管管模等大型锻件。

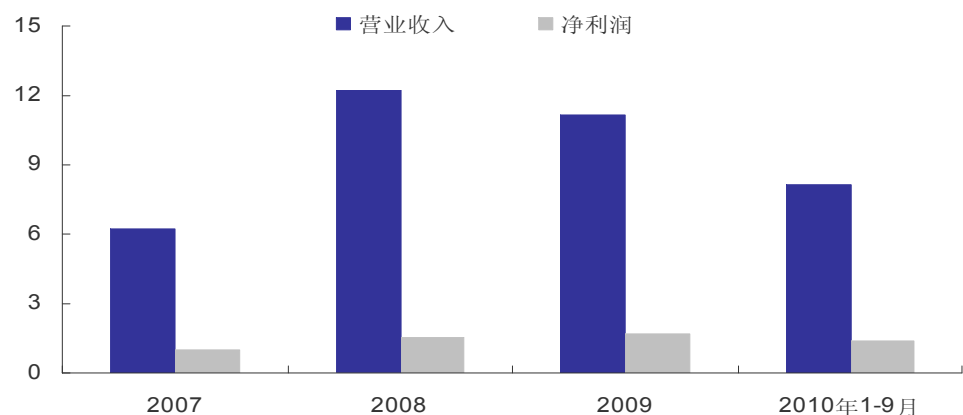
图 1 大型铸锻件与上下游之间的关系



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

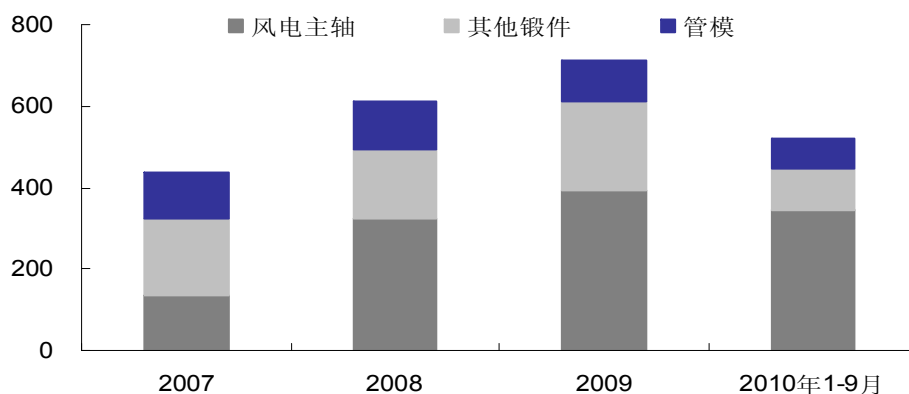
- 公司营业收入增长较快。2007-2009 年营业收入分别为 6.25、12.24 和 11.15 亿元，年复合增长率 33.57%，同期净利润分别为 0.99、1.54 和 1.69 亿元，年复合增长率 30.65%。2010 年 1-9 月营业收入为 8.12 亿元，净利润为 1.41 亿元。主营业务收入中，风电主轴占比 53%，管模占比 19%，其他锻件占 28%。

图 2 公司主营业务收入和归属于母公司所有者的净利润情况(单位：亿元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 3 公司产品按行业分类(单位: 百万元)

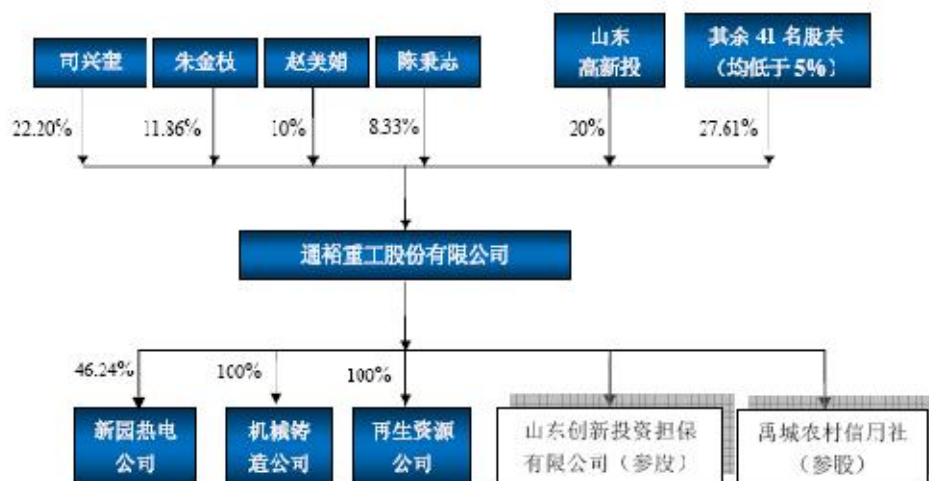


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

- 2010 年3月25日, 经山东省工商行政管理局核准注册登记, 通裕重工领取了《企业法人营业执照》, 注册资本为27000万元, 法定代表人为司兴奎。公司设立时的发起人为山东高新投及司兴奎、朱金枝等45位自然人。
- 董事长司兴奎先生为本公司控股股东及实际控制人, 技术出身, 本次发行前持有本公司5993.55万股, 占总股本的22.20%。

图 4 公司发行前股权结构图



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2. 行业情况介绍

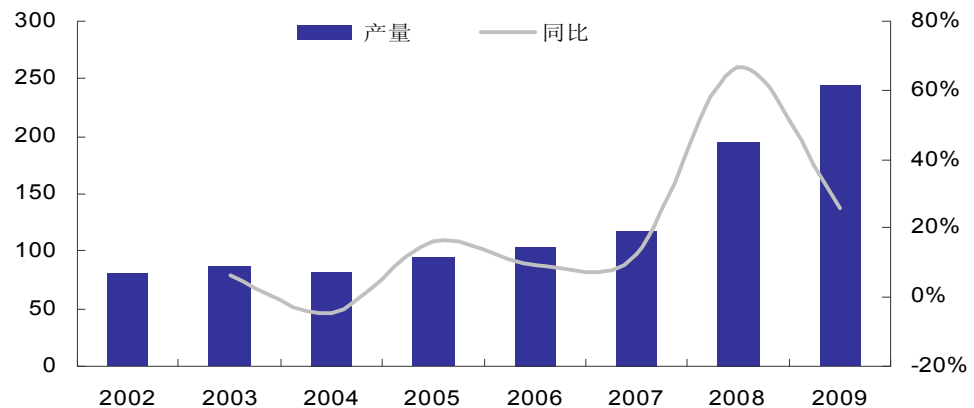
2.1. 大型铸锻件行业前景较好

- 大型锻件行业是将废钢、生铁及合金材料通过熔炼、锻造、热处理、机械加工工序将其制成与相关产业配套的关键重要部件产品的制造行业。大型锻件分为大型模锻件、大型自由锻件、环件和大口径厚壁无缝管件。使用1000吨以上自由锻液压机或3吨以上自由锻锤生产的自由锻件为大型自由锻件; 6000吨以上模锻液压机、8000吨以上模锻液压机或10吨以上模锻锤生产的模锻件为大型模锻件。
- 大型铸锻件行业体现一国装备制造业的水平, 广泛用于多个行业的大型设备制造, 是国家重大技术装备和重大工程建设所必需的关键基础部件, 大型锻件行

业是军工、航空航天、石化、冶金、电力等行业必需的基础工业，大型锻件的制造能力和水平直接决定着我国装备工业的制造能力和整体水平。大力发展大型锻件行业，可有效避免军工、核电、航空航天等重要行业受制于外国，具有极其重要的战略意义。

- 2009年5月12日，国务院颁布《装备制造业调整和振兴规划》，明确指出要提升大型锻件产品制造水平，这为大型锻件行业未来发展提供了强有力的政策支持。随着中国经济的发展，未来几年，我国电力、石化、冶金、船舶等行业的发展将对大型锻件产业发展起巨大拉动作用。
- 截至2009年底，我国的大型锻件需求仍然维持在一个较高的水平。根据中国锻压协会统计，我国自由锻件年产量逐年增加，2009年同比增长25.6%。

图 5 我国自由锻件产量(单位: 万吨)

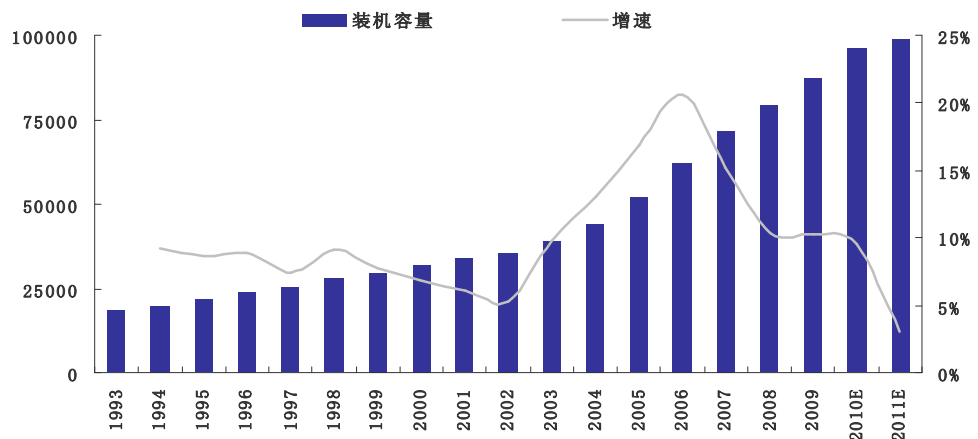


数据来源：安信证券研究中心

2.2. 大型铸锻件市场空间广阔

- 发电设备大型铸锻件呈结构性增长：不断攀升的用电量和市场需求将会带动国内电力设备投资，从而拉动电站类大型铸锻件的市场需求。

图 6 我国发电设备装机容量情况(单位: 万千瓦)



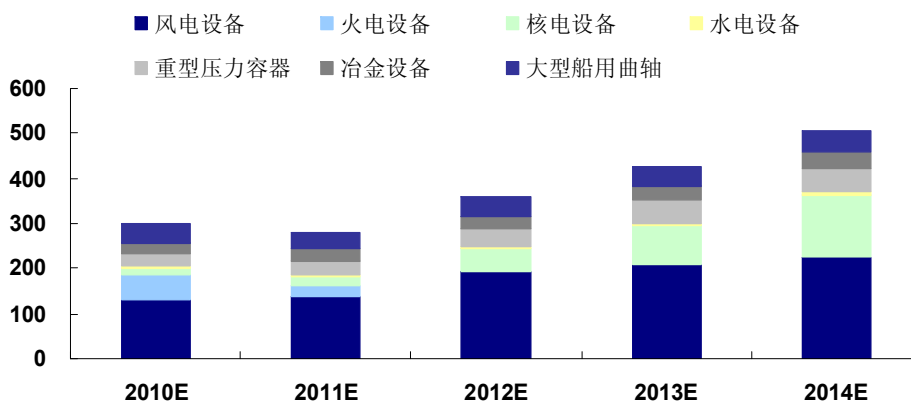
数据来源：安信证券研究中心

- 我国发电设备装机容量稳步增长。预计到2010年装机容量达到95762万千瓦，比09年增长10%。2011年的实际装机容量将很有可能大于我们的预期。其中，核电和风电设备增速最快，市场前景不容小觑。
- 火电设备大型铸锻件需求：我们预计未来几年之内火电装机容量每年会增加5000万千瓦左右。大型燃煤机组每年约增加100台。根据中国重型机械工业协会

统计，每台大型燃煤机组平均需要大型锻件约230吨，大型铸件约250吨。预计每年火电需要的大型锻件约2.3万吨，大型铸件约2.5万吨。按照从锻件毛坯到成品锻件收得率55%计算，火电平均年需毛坯锻件约5万吨。

- **核电设备大型铸锻件需求旺盛：**我们估计，未来我国核电装机容量将超过国家规划。2011年后平均每年需新增核电机组6-7台或以上，保持较高的增长率。每套百万千瓦核电机组至少需要1台反应堆压力容器，每年需要反应堆压力容器6-7个。一个反应堆压力容器有3000吨铸锻件。根据安信证券电力小组的预测，2012以后我国每年需要约2-3吨核电设备锻件。成品收得率按照50%计算，年均需核电设备毛坯锻件5吨。
- **水电设备大型铸锻件需求平稳：**据统计，我国水利资源非常丰富，但开发程度只有20%左右。根据《可再生能源中长期发展规划》和我们的估计，未来10年内将新增单机容量50万千瓦及以上大型水电机组200多台，每年平均新装20台。按照每台大型水电机组需锻件200-250吨，大型铸件150吨计算，我国每年需要水电大型铸锻件7500多吨。按照从锻件毛坯到成品锻件收得率60%算，水电设备年均需求毛坯锻件1.2万吨以上。
- **重型压力容器需求平稳增长：**根据发改委《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产业调整和振兴规划》，至2010年，我国炼油行业新增炼油能力至少9000万吨。到2011年，原油加工量将达到4.05亿吨。预计未来几年，平均每年需要30台左右锻焊结构的重型容器，那么毛坯锻件需求量约5万吨以上。
- **冶金设备大型铸锻件需求稳定：**据资料显示，目前国内主要钢厂热连轧设备约74套，冷连轧设备约44套，中厚板轧制设备约58套，共计176套。根据中国重机协会统计，国内每年所需锻钢支撑辊850支左右，毛坯锻件约6.5万吨，热轧工作辊需毛坯锻件约3万吨，合计每年需要毛坯锻件10万吨左右。
- 我们估算，今后每年市场需求毛坯锻件40万吨以上，铸件15万吨左右。从市场规模来看，未来2-3年每年大型铸锻件的销售总额约在300亿以上。

图 7 大型铸锻件市场需求汇总(单位: 亿元)

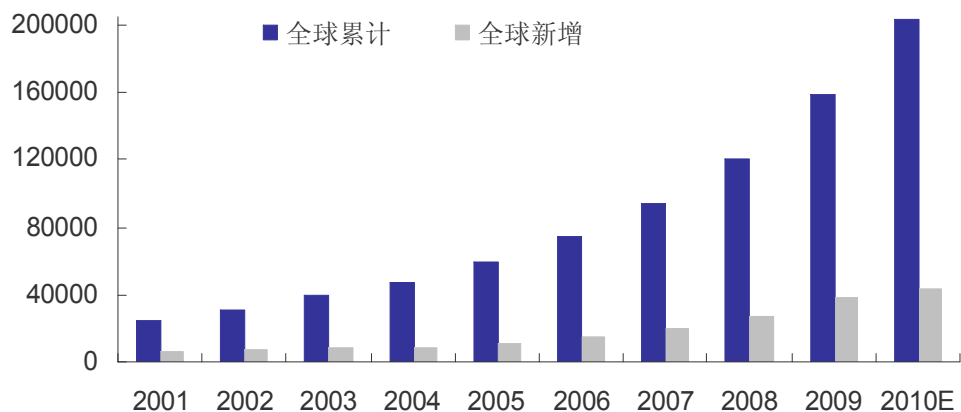


数据来源：安信证券研究中心

2.2.1. 风电主轴行业需求

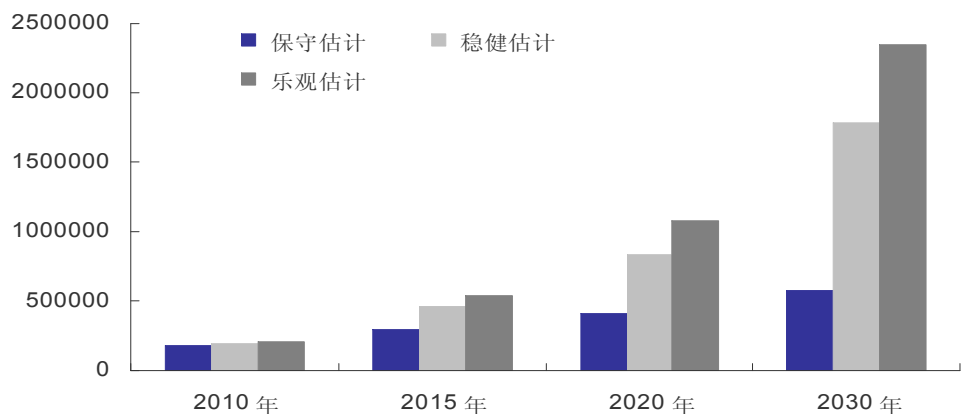
- 整机制造厂商的整机销量直接决定风电主轴的市场需求。预计2010年全球新增风电装机容量为44000MW。按照全球风能理事会的稳健预测，全球风电所占电力能源的份额将由2010年的2.4%升至2020年的8.9%，到2030年该比例进一步升至15.1%，风力发电的市场前景广阔。

图 8 全球累计和全球新增装机容量(单位: MW)



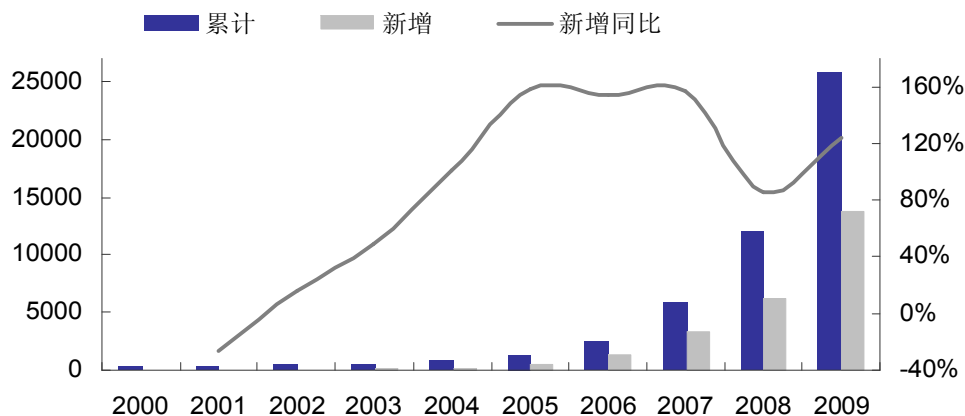
数据来源: 全球风能理事会, 安信证券研究中心

图 9 未来全球风电装机容量预测(单位: MW)



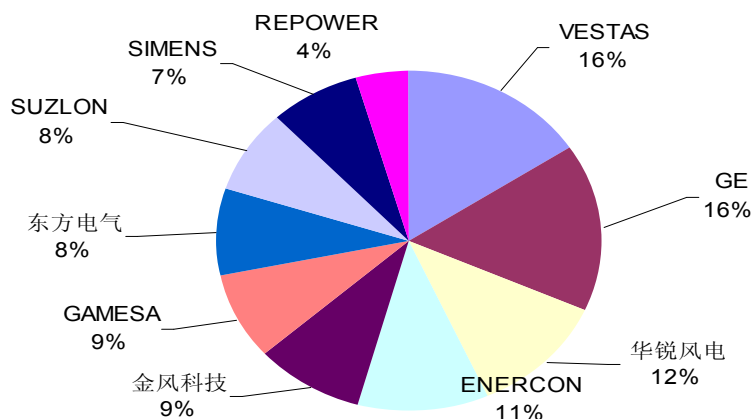
数据来源: 全球风能理事会, 安信证券研究中心

图 10 我国累计和全球新增装机容量(单位: MW)



数据来源: 全球风能理事会, 安信证券研究中心

图 11 2009 年全球前十大风电机组制造企业市场份额



数据来源：全球风能理事会，安信证券研究中心

- 风电发电市场的繁荣将直接带动风电主轴市场的发展，以前述全球风能理事会预测数字为例，未来十年平均每年新增8.70万MW风电装机容量，以平均每台风机2MW计算，则不计原有风机更新改造的影响，每年新增MW级风电主轴市场需求为43488支。
- 根据中国风能协会的统计(不含中国台湾省的数据)，2007年国内新增装机3155台，累计装机数达到6469台；2008年新增装机台数5130台，累计装机数达到11600多台；2009年新增装机台数10129台，累计装机数达到21729台。以2010年至2015年平均每年1.8万MW的增长速度及每台风机平均1.5MW计算，不考虑原有风机的更新维修，则每年需要风电主轴的数量稳定在12000支以上。

2.2.2. 管模行业需求

- 管模是球墨铸管的生产用模具，球墨铸管广泛用于城镇供排水管道，少量用于燃气管道，属于为城镇基础公用事业服务的行业。
- 根据中国市长协会发布的《中国城市发展报告》，2007年中国城镇化率为44.9%，2008年为45.7%，2009年为46.6%。我国城镇体系在逐步完善，以大城市为中心，中小城市为骨干，小城镇为基础的多层次的城镇体系已经形成，特别是城市群发展取得了积极的成效，中西部地区一些密集的城市群地区也在迅速发展。随着我国城市化进程的加快和城市建设水平的提高，水务市场不断发展，为铸管产品发展带来诸多商机。根据《中国城市供水年鉴2007》及国家统计局数据，中国城市供水管道长度已经由1996年的202613公里增长为2008年的480083公里，年复合增长率达7.5%。中国与发达国家70%以上的城市化率相比仍有较大差距，随着中国城市化进程的持续，球墨铸管市场仍将稳定增长。
- 2009年，国内全年消耗的管模数量为2700支，根据球墨铸管12%的年增长率计算，到2015年，国内管模需求数量将达到4760支。

2.3. 行业竞争格局

2.3.1. 大型铸锻件行业竞争格局

- **国内：**目前，以一重、二重、上重等为代表的传统大型锻造企业占据了国内大型锻件的大部分市场份额。目前的大型锻件行业竞争格局体现为国有控股的大型综合性设备制造企业继续保持领先地位，民营锻造企业则不断壮大，在各细分市场不断发展壮大。
- 根据中国锻压协会的统计，截至2009年底，我国用自由锻液压机(水压、油压)生产大型锻件的锻造企业约220多家，拥有8MN-160MN自由锻液压机(水压、油压)353台，估计尚有总量5%约20台没有统计在内，现有总量约370台。具体统计情况如下：8-20MN约202台，25-50MN约118台，60-100MN约25台，120-185MN为8台，正在制造、安装的自由锻液压机仍在增加，没有统计在内。当前，在220

多家锻造企业中有冶炼能力，能自主提供冷、热钢锭的企业约25家，其他企业所需钢锭全部外购。

- 公司目前锻造能力达到年锻造38000吨锻件坯料，目前在风电主轴及管模细分市场已经成为龙头企业；120MN压机达产后，锻造能力将超过每年10万吨，并将成为民营企业中首个具有万吨压机的企业，在锻造能力上成为国内大型自由锻行业的领先企业，并将以其灵活的体制优势与一重、二重、上重等大型自由锻行业传统企业展开竞争。
- 国外：目前国外锻压能力较强的国家主要是日本、韩国、法国、英国、意大利等。代表性的企业有日本制钢所、斗山重工、法国克鲁索等。
- 中国万吨级锻压机数量及大型自由锻件产能均已经居世界首位，但与国际最先进锻造企业相比，中国企业在技术水平上尚有一定差距，部分大型、复杂锻件尚未攻关成功，只能依靠进口。在高端锻件的生产能力上，也无法满足国内旺盛的市场需求。如核电核岛锻件及百万千瓦级核电机组常规岛低压整体转子锻件等，对日本制钢所等世界顶级锻造企业尚存在一定依赖。

表1 国内外主要生产商产能表

国内外主要生产商	一重	二重	中信重工	上重	太重	日本制钢所	斗山重工
钢水年产量(万吨)	25 (50)	30	25	25	25		26
最大浇注能力(吨)	700	790	600	500			
最大钢锭(吨)	600	560	600	600	52	600	530
最大锻件(吨)	400	400	400	350		600	280
最大铸件(吨)	500	500	570	450	153		350
最大自由锻造液压机(吨)	15000	16000	18500	16500	4500	14000	14000

数据来源：安信证券研究中心

表2 世界各国 6000 吨以上大型自由锻液压机拥有量(2008 年底，单位：台)

国别	18500	16500	16000	15000	14000	13000	12000	11000	10000	9000	8000	7000	6000	总计
中国	1	1	1	1			3				4	1	5	17
俄罗斯				(1)			3		1				4	8
美国				(1)	(5)		1		1	1		3	3	9
法国							1		1			1	5	8
日本					1	1	(1)		2		3		2	8
德国				(2)					1		1	3	2	7
韩国					1	1			1		3		3	9
意大利							1			1	1		1	4
英国									1			1	2	4
捷克							2						1	3
印度									1				1	2

数据来源：安信证券研究中心

2.3.2. 风电主轴行业竞争格局

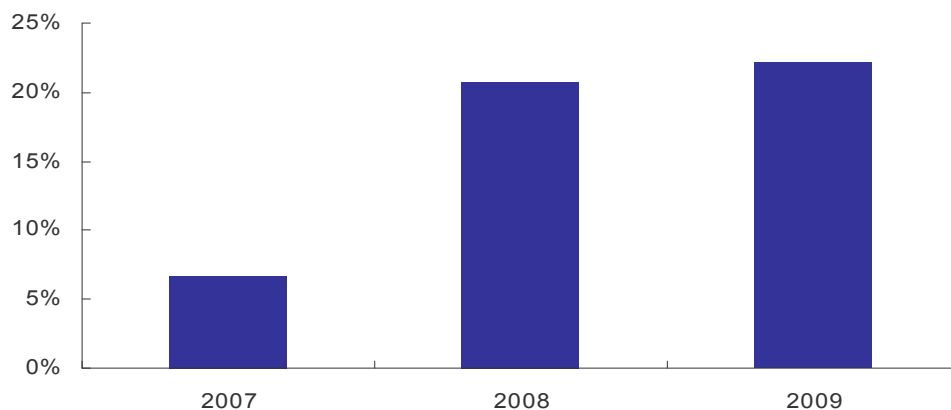
- 目前，我国风电主轴生产企业以民营企业为主，风电主轴国产化率接近100%。
- 作为风力发电机的重要部件，主轴的生产主要集中在一批能迅速把握市场节奏并调整产品结构的民营企业，如公司、江苏国光等。二重、太原重工等企业也已经步入风电主轴制造业，但尚未取得重要市场地位。

表 3 风电主轴行业公司国内主要竞争对手

主要竞争对手	简介
江苏国光重型机械有限公司	江苏国光现有7000吨和4000吨自由锻油压机各一台，可以加工70吨以下锻件，年生产锻件能力达8万吨。目前主要以风电主轴为主，规格范围为600KW-3MW，具备的生产能力为1500支/年，其2009年销售量在1000-1200支
武汉重工铸锻有限责任公司	武汉重工创建于1958年，拥有3吨以下的电液锤和45MN以下的锻造机群及完整的配套设施，拥有水压机大型锻件、大口径厚壁无缝钢管、船用柴油机曲轴总成、有色铸件、成套设备等五条专业化生产线。现已成为我国造船工业铸锻件专业配套基地和大口径厚壁无缝钢管生产基地。武汉重工风电主轴年产量为1000支左右，主要为2.0MW以下规格
莱芜金雷风电科技股份有限公司	莱芜金雷拥有4000吨自由锻压机一台，主要产品有1.0MW至2.5MW的风电主轴及Φ1,200mm以下冷、热轧辊等各类大型锻件，具有年生产I-V级各类大型锻件5万吨的生产能力。具有1.0MW至2.5MW的风电主轴的生产能力，年产量大约为800-1000支
二重	在风电主轴市场，二重是通裕重工的潜在竞争对手，其正利用资本市场募集资金建设风电主轴项目，新增60MN油压快锻压机，预计2011年将形成年产1500根MW级风电主轴的生产能力

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 12 公司风电主轴市场占有率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.3.3. 管模行业竞争格局

- 国内管模生产企业数量较少，主要集中在通裕重工、北重安东、中原特钢、太原重机等企业，行业集中度相对保持稳定。其中中原特钢采用精锻机及快锻机进行生产，产品以小规格管模为主。通裕重工报告期内一直是管模市场的龙头企业，公司管模产品远销至印度（印度电力钢铁公司、印度电热公司、印度KDU公司、印度GDU公司）、韩国（韩国新安公司）、马来西亚（勇达球墨铸铁管有限公司），并通过飞洛贸易销售至埃及、伊朗、沙特、瑞士、土耳其等亚洲、欧洲、非洲各国。国内企业在风电主轴及管模行业占据绝对优势地位，国外企业在风电主轴及管模的国内市场基本没有竞争能力。

表 4 管模行业公司国内主要竞争对手

主要竞争对手	简介
中原特钢	中原特钢隶属于中国南方工业集团公司，是一家专业特殊钢材料及产品生产企业，拥有冶炼、锻造、热处理、机加工一体化制造设备和技术经验，擅长大规格、超长锻件及成品件制造，在长轴类件和深孔加工上独具特色。目前已经形成以石油钻具为基础，兼顾轧辊等轴类锻件的产品格局。其2009年铸管模销售量达1884吨
北重安东机械制造有限公司	北重安东是内蒙古北方重工业集团有限公司与北京安东石油技术集团有限公司共同投资的专注于生产特殊钢深孔制造产品的企业，主要生产设备有深孔设备、大型车床等设备，主要产品包括管模、钻铤、钻杆、超高压钢管、人造水晶高压釜等

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 5 管模行业主要厂家市场占有率（单位：吨）

企业名称	2006 年		2007 年		2008 年	
	产量	占有率	产量	占有率	产量	占有率
山东通裕	500	22%	800	33%	850	34%
中原特钢	430	19%	750	31%	780	32%
北重安东	400	17%	500	21%	455	18%
太原重机	200	9%	200	8%	120	5%
其它企业	760	33%	170	7%	285	11%
市场总量	2,300	100%	2,420	100%	2,490	100%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

- **锻件坯料成本优势：**公司拥有特殊钢熔炼设备与技术，可以按照客户的需求进行特殊钢原材料的生产，并且保证生产时间，从而降低特殊钢原材料成本。公司电渣重熔钢锭熔炼能力尤为突出，公司成功开发出了73吨AP1000超低碳控氮不锈钢电渣锭，填补了国内技术空白，钢锭产品已被用于高端核电锻件中，也为公司未来进军核电锻件市场提供了前期准备。
- **完整的生产链优势：**公司生产工序完整，除拥有熔炼、锻造能力外，还具备强大的机械加工、热处理能力，生产工序完整，工艺可控能力强。公司现有12.5MN、31.5MN 两台自由锻液压机，均属油泵直传动型，与水泵蓄势器传动的水压机相比，可节能15%-20%。经公司技术人员改造，该两台压机兼具常规锻造和快锻功能，且自动化程度较高，提高了生产效率，降低了生产成本。该两台锻压机已经完全发挥其产能，2009 年此两台压机锻造锻件毛坯总重超过3.8 万吨。
- 公司正在调试120MN 自由锻压力机。公司现有各式先进车床百余台。公司具有种类齐全的各类探伤设备及技术人员，可进行超声波探伤、磁粉探伤、涡流探伤、渗透探伤等各种检验。
- **技术及工艺优势：**公司的锻件产品以轴类、管类及筒类锻件为主。形成多项专有技术，特别是在风电主轴及管模产品的生产方面，技术及工艺优势明显。公司的大孔径深孔套料技术使公司生产的管模的材料利用率大幅提升，获得了高于市场平均水平的利润率；公司的风力发电机主轴成型工艺独创了自由锻与胎模锻相结合的锻造工艺，与传统工艺相比，新工艺采用了专用模具锻大冒，并用专用芯棒拔长等新工装，改变了传统锻造方法的火次多、能源消耗大，纤维流被切断，内部质量不易保证等缺点，在保证产品质量的前提下又实现了降耗节能。同时，公司的超高压锻造大直径特厚壁无缝钢管成型工艺、细长管道锻件全纤维自由锻技术使公司在管类锻件技术与工艺方面领先于同行。

4. 公司未来增长点

- 从未来的增长点来看,公司的增长将主要来自:(1)国内风电等行业高速发展,大型铸锻件的需求旺盛;(2)公司风电主轴产品和球墨铸铁管模市场占有率高,居行业首位,未来仍将保持龙头地位;(3)募集项目达产后,公司将有效地解决产能瓶颈;(4)公司极限制造能力将得到有效提升。
- **年增3000支3MW以上纤维保持型及直驱式风电主轴技术改造项目:**目前通裕重工在自由锻件生产能力方面已拥有较强的生产能力和规模,但是由于31.5MN 油压机不具备生产3MW 及以上风电主轴和大型管模的生产能力,120MN 油压机虽然可以生产上述产品,但3MW 及3.5MW 主轴与该油压机的生产能力是不相匹配的,同时也降低了该油压机的生产能力和效率,严重影响了公司在大型锻件市场上的竞争力。本项目产品等级以3MW-5MW 纤维保持型主轴及高品质2.5MW 以上直驱式主轴为主,原有设备热处理生产能力已经基本满负荷,且产品等级提升,现有设备不能进行协作生产,由于现有工艺装备等级、能力和厂房面积等均不能合理地满足本项目产品的生产要求,因此本项目建设十分必要。
- **年增1000 支高淬透性球墨铸铁管模具技术改造项目:**通裕重工具备较强的产品开发能力和较好的生产基础,管模产品在市场上有很高的知名度和良好的信誉,企业经济效益良好,具备该项目的承办条件。随着我国城市化进程的不断推进,球墨铸铁管的需求不断增长,对管模的需求产生连带增长。公司作为国内最大的管模制造企业,其生产能力已经饱和,不能够满足未来强劲的市场需求,本项目的实施将进一步提高公司的工艺装备水平,提高公司产品附加值和市场占有率,进一步形成规模效益,提高企业的市场竞争能力。

表 6 此次募集资金项目情况(单位:万元)

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投资额
		(万元)	(万元)
1	年增3000 支3MW 以上纤维保持型及直驱式风电主轴技术改造项目	99,493.00	62,156.00
2	年增1000 支高淬透性球墨铸铁管模具技术改造项目	27,345.00	15,914.00
3	年增5000t MC 级系列高速冷轧工作辊技术改造项目	37,900.00	30,019.00
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-

数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

5. 财务分析

5.1. 主营业务收入

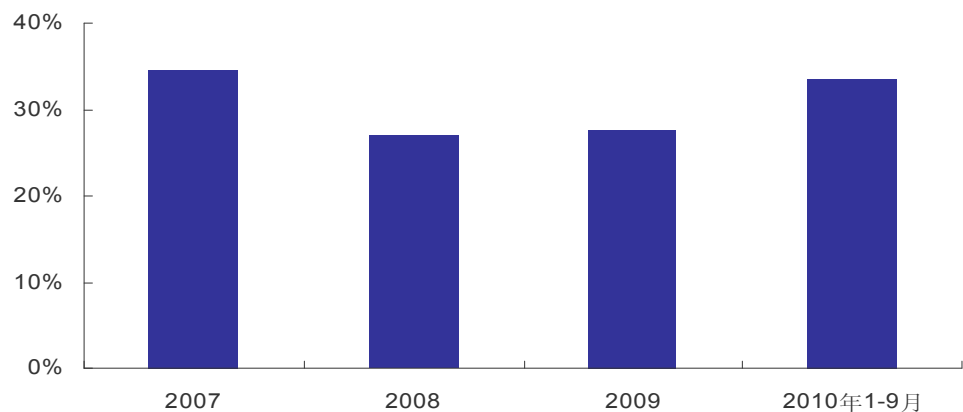
- 公司的主营业务为大型锻件的研发、生产及销售,目前能生产MW 级风电主轴、管模、火电锻件、冶金锻件、船用锻件等其他大型锻件产品,产品结构比较齐全,可以根据下游各行业的景气周期及时调整产品结构,保证公司的持续快速发展。报告期内公司主营业务收入主要由MW 级风电主轴、管模等大型锻件销售构成。从上表来看,公司收入结构比较稳定,各主要品种的销售收入均保持了稳定增长。风电主轴是公司目前销售收入比重最大的品种,销售额保持持续增长,发展前景良好。其他大型锻件的销售也呈上升趋势。
- 总的来看,公司报告期主要产品的销量保持了快速增长:①公司主导产品风电主轴及管模具有较强的市场竞争力,市场占有率第一,长期的大型锻件行业的技术及经验积累使得公司既能够保持传统主导产品管模的市场地位,又能够及时调整产品结构,抓住了风电产业快速发展所带来的机遇,这样能够规避单一行业景气度波动所带来的风险。②近几年,公司加大科研投入和新产品开发的力度,极大地提升了公司产品的核心竞争力,巩固和加深了与相关核心客户的

战略合作关系，对这些厂家的销售量增长迅速，为公司的持续快速发展提供了有力的保障。③公司近几年来加大了固定资产投入，尤其是机械加工能力及热处理能力的提升，使得公司产能增加，在一定程度上缓解了产品需求迅速增长所带来的产能不足的问题，确保了公司经营业绩持续快速增长。

5.2. 公司毛利率分析

- 公司传统主导产品—管模由于技术和市场均较为稳定，其毛利率保持在较高水平，为公司利润的主要来源之一。其他锻件的毛利率水平相对比较稳定。公司现主导产品 MW 级风力发电机主轴从 2006 年公司开始生产以来，成为公司的利润增长点，盈利能力良好。
- 分年度来看，近三年一期公司主营业务毛利率分别为 45.40%、42.13%、37.85% 和 44.43%，平均毛利率为 42.45%，2007 年至 2009 年尽管保持着较高的水平，但是受金融危机的影响有所下降，2010 年逐步恢复。

图 13 公司毛利率情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 总体看，公司盈利能力较强，主营业务收入快速增长，公司整体财务情况良好。

6. 主要风险点

- 公司存在着主要产品相对集中的风险。造成该等情况的主要原因是，报告期内在产能有限的情况下，公司集中资源做大、做强、做优主导产品，形成规模化、产业化优势，目前公司是国内最大的管模及风电主轴生产企业，公司同时也生产其他大型锻件，随着公司产能的逐步扩大，除满足市场管模及风电主轴的需求外，将增加其他大型锻件产品的市场供应。目前，若公司主导产品的市场需求发生较大不利变化，将对公司业绩产生一定的不利影响。
- 公司主要材料为钢铁，如果钢材价格波动将对公司产生较大影响。
- 随着我国经济结构的调整及国家加强宏观经济的调控，如果电力、冶金、石化、造船、重型机械、航空航天等行业的发展受到不利影响，将会对大型锻件行业的增长和利润水平产生不确定性影响。

7. 盈利预测与估值

- 我们预计 2011、2012 两年公司收入增长率为-1%和 41%，净利润分别增长 10% 和 58%，2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.69 和 0.82 元，未来三年净利润复合增长率 31.6%。
- 我们选取上市公司中与铸锻件产品相关的（如下表所示），按 2 月 18 日的价格计算，其 2011 年的动态市盈率平均为 29 倍。我们认为公司规模较小，增长较快，下游以新能源为主，因此估值适用的 2011 年动态市盈率在 28-32 倍之间，

按此计算预计上市合理价格在 22.8-26.2 元。建议的询价价格为 19.6-21.2 元，对应的 2011 年动态市盈率大约为 24-26 倍。

表 7 可比公司估值表（股价时间：2 月 18 日）

代码	名称	股价	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB
601106	中国一重	7.43	30.79%	12.94%	40.36	27.31	5.31	10.96
601268	二重重装	15.49	18.48%	5.03%	71.28	43.30	3.47	9.23
601558	华锐风电	75.59	20.75%	13.79%	26.86	20.81	5.53	29.55
002204	华锐铸钢	24.76	18.72%	11.14%	0.00	20.87	3.82	5.03
002531	天顺风能	23.47	29.21%	20.72%	28.00	33.43	10.44	17.79
002423	中原特钢	9.31	20.23%	8.08%	29.00	26.23	2.60	4.30

数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-2-19		
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表						成长性					
营业收入	2008	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入增长率	95.8%	-9.0%	-1.0%	40.5%	26.2%
减: 营业成本	1,224.3	1,114.5	1,103.4	1,550.8	1,956.5	营业利润增长率	41.6%	3.6%	-3.0%	64.7%	33.3%
营业税费	8.3	8.4	8.3	11.6	14.7	净利润增长率	54.3%	10.4%	10.2%	57.9%	31.1%
销售费用	13.7	10.1	9.9	14.0	17.6	EBITDA 增长率	32.0%	-6.6%	12.8%	59.7%	30.7%
管理费用	42.2	50.6	49.7	69.8	88.0	EBIT 增长率	43.4%	-7.1%	1.6%	50.1%	28.0%
财务费用	62.6	37.3	47.1	42.2	36.8	NOPLAT 增长率	52.9%	-4.5%	9.4%	45.7%	26.3%
资产减值损失	11.9	-7.7	0.5	9.2	8.3	投资资本增长率	89.6%	51.3%	29.9%	49.4%	25.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	135.5%	66.5%	15.4%	190.6%	9.5%
投资和汇兑收益	1.5	-6.6	2.0	2.0	2.0						
营业利润	194.6	201.7	195.7	322.3	429.6	利润率					
加: 营业外净收支	7.6	21.0	23.0	23.0	23.0	毛利率	27.1%	27.5%	28.0%	30.1%	30.3%
利润总额	202.2	222.7	218.7	345.3	452.6	营业利润率	15.9%	18.1%	17.7%	20.8%	22.0%
减: 所得税	48.6	53.4	32.8	51.8	67.9	净利润率	12.5%	15.1%	16.8%	18.9%	19.7%
净利润	152.8	168.6	185.9	293.5	384.7	EBITDA/营业收入	24.4%	25.1%	28.6%	32.5%	33.6%
						EBIT/营业收入	21.0%	21.4%	22.0%	23.5%	23.8%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2008	2009	2010E	2011E	2012E	固定资产周转天数	137	145	231	342	418
交易性金融资产	281.6	201.2	88.3	1,265.7	857.3	流动营业资本周转天数	-14	74	150	144	151
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	314	273	343	386
应收票据	157.9	190.8	204.1	286.8	361.8	应收账款周转天数	29	48	57	51	53
预付款项	33.9	88.5	90.7	127.5	160.8	存货周转天数	137	143	114	90	93
存货	52.1	55.5	58.7	63.0	68.5	总资产周转天数	516	681	736	804	876
其他流动资产	513.4	372.1	326.4	445.4	560.4	投资资本周转天数	228	413	577	579	619
可供出售金融资产	0.1	-0.0	-0.0	0.0	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	26.5%	17.5%	16.7%	9.1%	10.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	7.9%	7.9%	6.4%	7.8%
投资性房地产	2.9	74.1	70.0	70.0	70.0	ROIC	40.3%	20.3%	14.7%	16.5%	13.9%
固定资产	-	-	-	-	-	费用率					
在建工程	490.3	410.3	1,003.9	1,940.1	2,602.0	销售费用率	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
无形资产	283.7	581.4	348.8	209.3	125.6	管理费用率	3.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	202.1	171.8	160.5	149.9	140.0	财务费用率	5.1%	3.3%	4.3%	2.7%	1.9%
资产总额	42.2	8.4	8.0	8.0	8.0	三费/营业收入	9.7%	8.8%	9.7%	8.1%	7.3%
短期债务	2,060.1	2,154.2	2,359.3	4,565.6	4,954.3	偿债能力					
应付账款	334.0	448.8	550.9	545.0	541.3	资产负债率	71.8%	55.1%	52.7%	29.0%	28.4%
应付票据	348.7	160.6	134.9	184.1	231.6	负债权益比	255.0%	123.0%	111.6%	40.9%	39.7%
其他流动负债	221.8	34.9	65.3	89.1	112.1	流动比率	1.00	1.08	0.86	2.29	1.96
长期借款	107.2	76.4	79.6	79.6	79.6	速动比率	0.51	0.64	0.50	1.82	1.41
其他非流动负债	384.0	233.7	243.7	253.7	263.7	利息保障倍数	4.11	6.41	5.15	8.64	12.69
负债总额	57.3	110.2	110.1	114.6	118.6	分红指标					
少数股东权益	1,479.8	1,188.0	1,244.4	1,325.9	1,406.9	DPS(元)	-	0.12	0.14	0.16	0.21
股本	7.7	-	-	-	-	分红比率	0.0%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	143.2	180.0	270.0	360.0	360.0	股息收益率					
股东权益	429.4	786.2	844.9	2,879.7	3,187.4	业绩和估值指标					
现金流量表	580.4	966.2	1,114.9	3,239.7	3,547.4	EPS(元)	0.57	0.62	0.69	0.82	1.07
净利润	2008	2009	2010E	2011E	2012E	BVPS(元)	2.15	3.58	4.13	9.00	9.85
加: 折旧和摊销	153.6	169.2	185.9	293.5	384.7	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	46.8	44.4	72.4	139.1	191.8	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	11.9	-7.7	0.5	9.2	8.3	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
投资收益	42.0	62.6	37.3	47.1	42.2	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	-1.5	6.6	-2.0	-2.0	-2.0	CAGR(%)	24.1%	31.5%	35.4%	-82.0%	-100.0%
营运资金的变动	0.8	0.6	-	-	-	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	-62.5	69.5	34.7	-174.6	-162.6	ROIC/WACC	9.0	4.5	3.3	3.7	3.1
投资活动产生现金流量	153.9	261.1	338.7	307.3	457.0	REP	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-329.9	-413.5	-416.0	-758.1	-758.1						
融资产活动产生现金流量	270.7	71.9	26.4	1,793.2	-107.3						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034