

宝鼎重工 (002552) 新股定价

稳健发展的大型铸锻件生产商

定价区间
22.30—25.00 元

工业/机械工业

发布时间: 2011 年 2 月 25 日

投资要点:

- 公司是大型铸锻件专业生产企业, 主要为船舶、电力、工程机械、石油化工等行业提供配套大型铸锻件产品。公司在船舶配套细分领域具有竞争优势, 产品 70% 以上为船舶配套大型铸锻件并最终应用于船舶行业。
- 大型铸锻件行业保持平稳增长。2005 年-2009 年, 我国大型铸件、大型锻件的产量年复合增长率分别为 21.45%、21.12%。我国大型铸锻件历年产量均小于市场销量, 部分产品需求还需要通过进口满足。
- 公司是大型铸锻件行业中具有一定规模的民营企业。我国大型铸锻件生产企业第一阵营为以一重、二重、华锐铸钢、中信重工等为代表的国有大型企业, 产能通常在 10 万吨以上。第二阵营以能通常在 2 万吨-10 万吨的中小型民营企业为主, 公司目前产能为 3.3 万吨, 属于第二阵营的领先企业。
- 募投项目: 公司募投项目“年精加工 20,000 吨大型铸锻件建设项目”和“年产 2,000 套起重机吊钩总成建设项目”建设期为两年, 预计 11 年将开始小批量投产, 12 年产能释放 50%, 13 年全面达产。项目建设后, 公司将提高产品精加工与吊钩总成生产能力, 延伸产业链, 有助于扩大规模与公司盈利能力提升。
- 盈利预测与估值: 预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.69、0.89、1.24 元, 参考同类公司的估值, 给予 2011 年 25-28 倍的市盈率, 对应的价格为 22.30-25.00 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	37,980	-12.6%	6,764	9.4%	0.68			
2010E	40,409	6.40%	6,870	1.6%	0.69			
2011E	50,916	26.0%	8,917	29.8%	0.89			
2012E	69,245	36.0%	12,148	39.3%	1.24			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	7,500
发行数量 (万股)	2,500
发行价格 (元)	20.00
发行前 EPS (元)	0.68
发行后 EPS (元)	0.90
发行前每股净资产 (元)	2.98
发行日期	2011-02-16
上市日期	2011-2-25
主承销商	兴业证券

分析师: 周思立 联系人: 黎焜
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6337 7000-273
FAX: (8621)6337 3209
Email: lik@nescn.cn
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编: 200002

一. 公司概况

公司是一家主要从事各类大型铸锻件产品生产和销售的企业，主要为船舶、电力、工程机械、石油化工等行业提供配套大型铸锻件产品，年生产能力33000吨。

表1：公司主要产品类别与用途

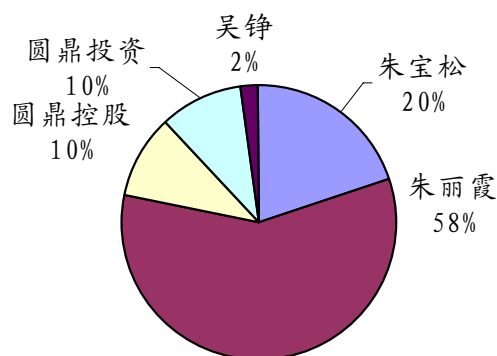
产品分类	产品名称	产品用途
船舶配套大型铸锻件	连杆、十字头、汽缸盖、活塞头、活塞杆、推力轴、输出轴、输出齿轮、鳍柄、尾轴、中间轴、联轴器、轴套、尾柱、舵杆螺母、舵销、舵杆、挂舵臂、舵叶、舵承座、螺旋桨轴、导架、连接轴、柱塞销、柱销、锚链轮主轴、齿轮箱外壳	船用柴油机设备、船用推进器设备、船用舵系设备等
电力配套大型铸锻件	转子、主轴、磁轭、轴套、滑转子、推力头、镜板、法兰	风力、火力、核电、水力发电设备
工程机械配套大型铸锻件	桥梁上下承板、桥梁底板、齿轮、齿轮轴、起重吊钩、吊钩横梁、吊钩螺母、吊具、轴承座、套筒	工程机械设备
石化配套大型铸锻件	吊卡、齿轮、阀门	石油开采设备

资料来源：公司招股说明书，东北证券

公司获得的产品认证包括CCS、DNV、NK、RINA、GL、ABS、KR、BV、LR、RS等十大主流船级社认证、起重吊钩和起重吊钩组的《产品质量认证证书》、ISO9001-2000质量管理体系认证等，是目前国内唯一同时拥有10大主流船级社认证的企业。

在公司上市之前，朱宝松、朱丽霞父女合计直接持有公司78%股权，通过圆鼎控股和圆鼎投资合计间接持有公司18.13%股权，直接和间接合计持有公司本次发行前96.13%股权。

图 1：公司上市前股权结构图



资料来源：公司招股说明书，东北证券

二、公司产品结构以船舶配套产品为主

公司船舶配套产品的毛利率相对较高，由于近期船舶配套产品的销售占比提升，综合毛利率也有上升。

图 2：2007 年-2010 年上半年公司综合毛利率

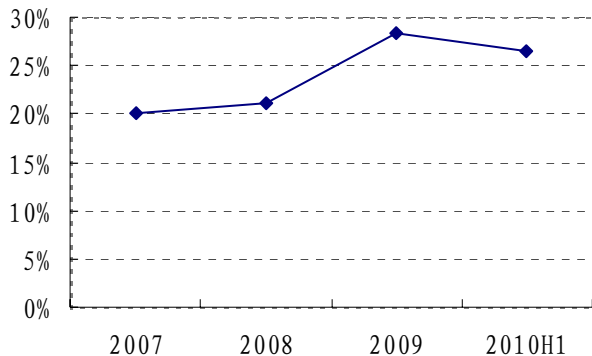
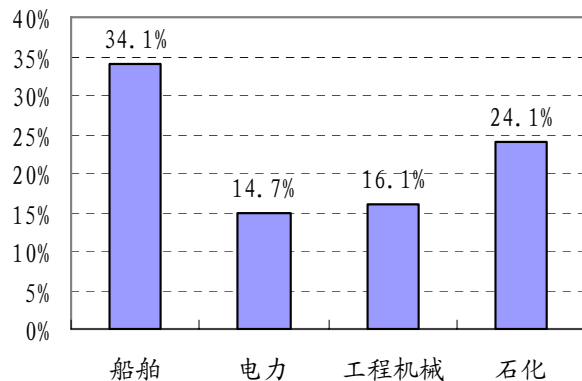


图 3：公司大型铸锻件不同产品的毛利率



资料来源：公司招股说明书，东北证券

公司在船舶配套细分领域具有竞争优势，产品70%以上为船舶配套大型铸锻件并最终应用于船舶。2007年-2010年1-6月，公司船舶配套大型铸锻件产品销售收入占公司主营业务收入的比例分别为50.84%、69.05%、67.27%和72.16%。

图 4：公司大型铸锻件不同产品的销售收入占比

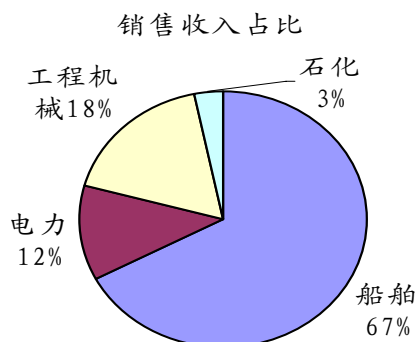
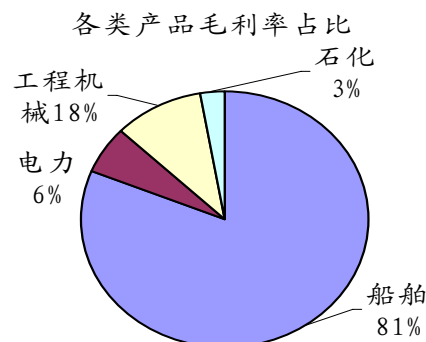


图 5：公司大型铸锻件不同产品的毛利率占比



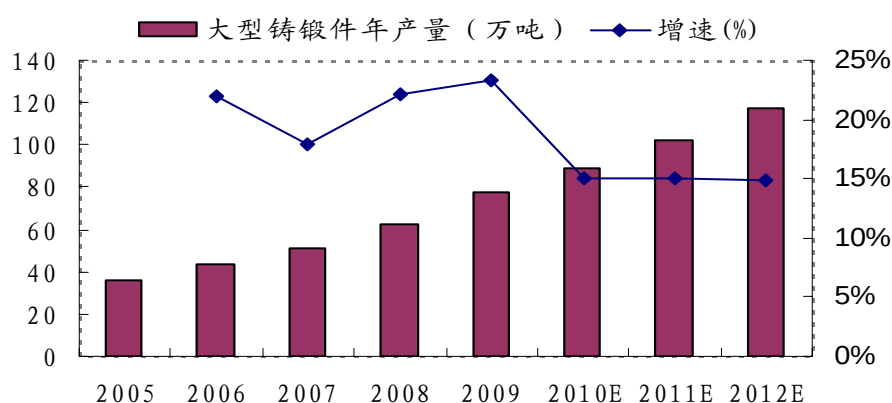
资料来源：公司招股说明书，东北证券

三、大型铸锻行业需求保持平稳增长

3.1 大型铸锻行业产销状况

近年来，我国大型铸锻件行业快速发展，大型铸件产量从2005 年的20.5 万吨增至2009 年的44.6 万吨，年复合增长率达21.45%；大型锻件产量从2005 年的15.1 万吨增至2009 年的32.5 万吨，年均复合增长率达21.12%。

图 6：大型铸锻件行业国内年产量与增速



资料来源：公司招股说明书，东北证券

2005年-2009年，我国大型铸锻件产量均为小于销量，部分产品需求需要通过进口满足；在产品性能要求更高的大型锻件产品自产率更低。

图 7：2005-2009 年大型铸件历年产量与消费量

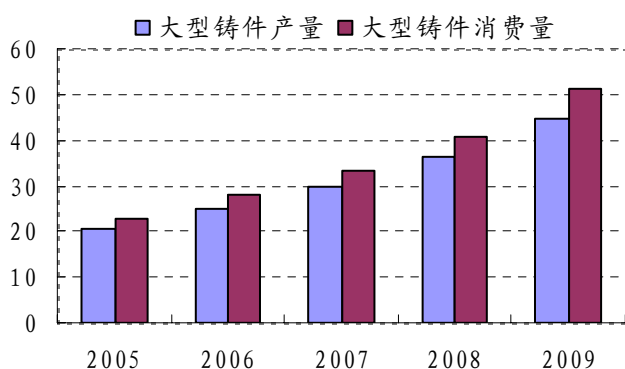
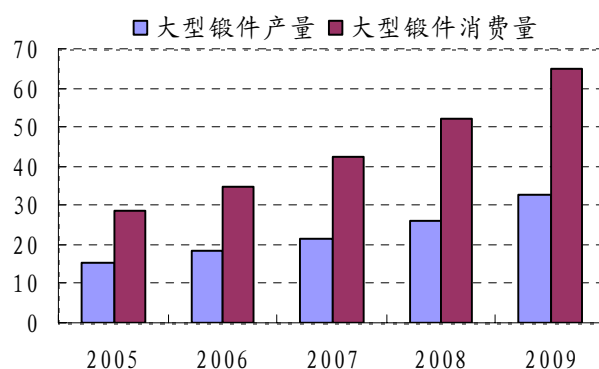


图 8：2005-2009 年大型锻件产量与消费量



资料来源：公司招股说明书，东北证券

3.2 大型铸锻件行业的市场需求

大型铸锻件的市场需求将主要取决于船舶、电力、工程机械、石化等主要下游行业：

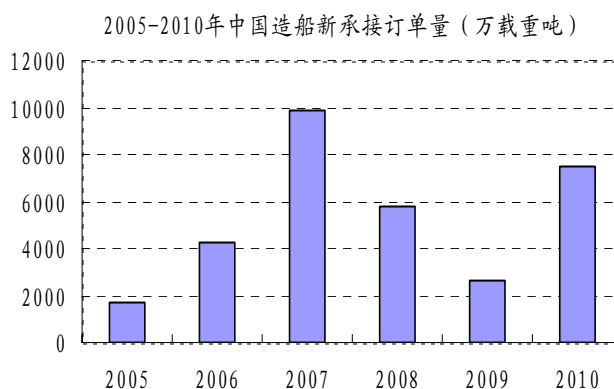
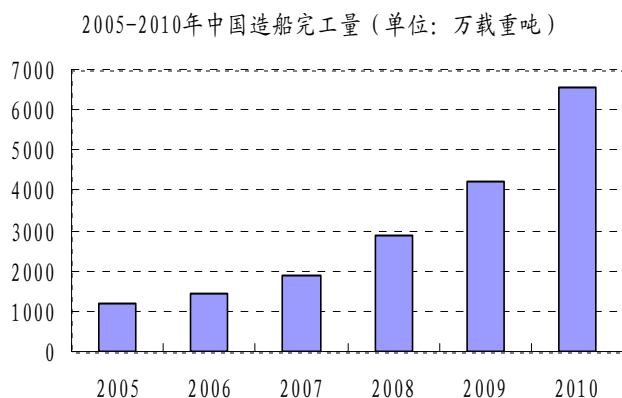
(1) 船舶配套大型铸锻件

船舶配套设备大约占船舶价值的 40%-50%，主要产品按功能可分为船用动力及部件、船用辅机和其他船舶配套设备等三类，船舶配套大型铸锻件主要应用于船用柴油机、船用推进器、船用舵系等船舶配套设备的关键部件。

2010 年1-6 月我国新承接船舶订单2,378 万载重吨，为去年同期新增订单量的4倍，已基本接近去年全年的水平。根据中国船舶工业行业协会的估计，全年造船完工量将达到5,500 万载重吨左右，新承接船舶订单有望达到3,500-4,000 万载重吨。

图 9：2005 年-2010 年中国造船完工量

图 10 2005 年-2010 年中国造船新承接订单量



资料来源：公司招股说明书，东北证券

(2) 电力，工程机械，石化设备等配套大型铸锻件

大型铸锻件在电力行业中是各种发电设备的关键部件，水电，核电，风电等行业的快速发展将带动对大型铸锻件的产品需求，在工程机械行业中应用于工程建设、矿山设备及起重设备等产品，石化配套大型铸锻件主要应用于炼油装置和化工装备的四大类设备即化工单位设备、化工非标专用设备、通用机械设备及仪器仪表等。此外，大型铸锻件在冶金、航空航天、军工、汽车等行业也有相当的应用。

3.3 公司在行业中的地位

我国大型铸锻件生产企业逐渐形成了稳定的三大阵营：

第一阵营为以一重、二重、华锐铸钢、中信重工等企业为代表的国有大型企业，主要提供大型及超大型船舶、大型核电站、大型水电站所需超大型铸锻件、大型海洋工程装备，产能通常在10 万吨以上。

第二阵营以中小型民营企业为主，产能通常在2 万吨-10 万吨，公司属于该阵营的领

先企业。

第三阵营为年产量在2万吨以下的小型企业。

四. 募投项目

公司计划募集资金并投资于“年精加工20,000吨大型铸锻件建设项目”和“年产2,000套起重机吊钩总成建设项目”，通过前一项目，公司将在现有生产工序基础上实现向下道精加工工序延伸，提高公司产品的加工深度；通过后一项目，公司将形成吊钩总成生产能力。项目建设期为两年，第三年开始完全达产。

表2：募投项目投资金额与达产后预计收益（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金年度投入额		项目完全达产预计收益	
		第一年	第二年	年销售收入	年新增净利润
年精加工 20000 吨大型铸锻件项目	21,050	6,938	14,112	35,384	7,512
年产 2000 套起重机吊钩总成项目	12,390	4,460	7,930	21,047	3,832
合计	33,440	11,398	22,042	56,431	11,344

资料来源：公司招股说明书，东北证券

年精加工20000吨大型铸锻件项目投产后，公司大部分产品将实现精加工后出售。以公司2009年的经营数据测算，2009年公司主营业务毛利率为28.34%，大型铸锻件的平均售价为1.24万元/吨（不含税），进行产品精加工后的平均售价预计为1.77万元/吨，产品进行精加工后，整体毛利率上升为40.74%。

年产2,000套起重机吊钩总成的建设项目，将形成对吊钩、滑轮、横梁等吊钩总成主要零部件的精加工及精加工后的装配能力。

五. 公司盈利预测与估值

预计公司2010-2012年的EPS分别为0.69、0.89、1.24元，参考同类公司的估值，给予2011年25-28倍的市盈率，对应的价格为22.3-25.0元。

表3：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
601890	亚星锚链	20.01	0.57	0.75	0.91	35.0	26.8	22.0
002483	润邦股份	32.58	0.93	1.24	1.61	35.2	26.3	20.2
平均						35.1	26.6	21.1

资料来源：东北证券

表4：公司盈利预测（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	43,465	37,980	40,409	50,916	69,245
减：营业成本	34,507	27,570	29,765	37,525	50,410
营业税金及附加	218	352	323	433	589
销售费用	340	399	404	509	692
销售费用率（%）	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	1,919	2,475	2,263	2,851	3,808
管理费用率（%）	4.4%	6.5%	6.5%	6.3%	6.0%
财务费用	27	-12	242	-305	-138
财务费用率（%）	0.1%	0.0%	0.6%	-0.6%	-0.2%
资产减值损失	683	-217	-40	-51	-69
二、营业利润	5,770	7,412	7,451	9,954	13,953
加：营业外收入	791	752	808	815	1,039
减：营业外支出	75	117	81	153	208
三、利润总额	6,486	8,047	8,179	10,616	14,784
减：所得税	304	1,283	1,309	1,699	2,365
四、净利润	6,182	6,764	6,870	8,917	12,418
五、每股收益	0.62	0.68	0.69	0.89	1.24

资料来源：公司公告，东北证券

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。