国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com

中小盘研究

伐谋-中小盘 IPO 公司报告

证券研究报告

华电重工（601226）

华电重工新股申购策略

——中小盘 IPO 公司报告

	白晓兰（分析师）	孙金钜（分析师）
	021-38674660	021-38674757
	baixiaolan@gtjas.com	sunjinju008191@gtjas.com
证书编号	S0880511110002	S0880512080014

本报告导读:

本报告分析了华电重工新股发行价、中签率、年化回报率，并分析了公司经营的基本情况。建议报价 10 元，预估合理价格合理价格区间是 14.21-19.46 元。

投资要点:

- 公司摊薄后 13-15 的实际与预测 EPS0.46、0.52、0.57。可比公司 2014 平均 PE 27，证监会可比行业最近 1 个月平均估值 42 倍，按证监会行业公司 2013 年摊薄市盈率折价 49%，可比公司 2014 年折价 30%。
- 建议公司报价 10 元，对应 2013 年摊薄 PE 为 21.56 倍。
- 预估中签率：网上 1.44%；网下中公募与社保 0.6%，年金与保险 0.35%，其他 0.23%。预计网上冻结资金量 430 亿元，网下冻结 195 亿元，总计冻结 625 亿元。
- 资金成本：最近资金市场充裕，10 月新股申购冻结资金最高的 10 月 24 日 7 天回购利率仅冲至 6.8%。
- 预计涨停板 9 个，破板卖出的打新年化回报率：网上 118%、网下公募与社保 49%，年金与保险 28%，其他 17%。预估破板卖出的年化收益率最高。但从股价涨幅来看，最近很多新股持有 1 个月涨幅大于破板时，预计公司也可能出现这个情况。
- **公司基本情况分析**

➢ 公司是工程整体解决方案提供商，主要是物料输送系统工程（收入占比 60%）、热能工程及高端钢结构工程。公司是华电集团的下属公司，华电集团贡献公司约 30%的收入。

➢ **公司竞争优势**：1）由于公司背靠华电集团，所以公司介入行业早，具有丰富的经验与业绩优势。2）资金优势：公司属于大型国有集团，截至 2014 年 6 月，总资金量 5.1 亿元，本次上市又可融资 1.6 亿元。3）技术资质优势：公司具有专业技术团队，与相关钢结构资质。

➢ **发展空间**：下游与我国固定资产投资增速高度相关，我们认为公司的业绩增长不大会出现 30%以上增速，但是由于电力等基础设施投资的增速均值仍在 20%左右，仍可保障公司业绩稳健。公司未来的业绩增长点：1）国外市场的拓展 2）风电行业的装机量增加。

➢ **风险提示**：客户过度集中风险、下游固定资产投资巨幅下降等。

注：每股净收益按预计发行后的总股本万股计算

财务摘要（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,426	4,745	5,441	6,093	6,703
(+/)%	*28%*	*7%*	*15%*	*12%*	*10%*
经营利润（EBIT）	352	417	461	510	527
(+/-)%	*38%*	*18%*	*10%*	*11%*	*3%*
净利润	300	357	401	440	455
(+/-)%	*30%*	*19%*	*12%*	*10%*	*3%*
每股净收益（元）	0.39	0.46	0.52	0.57	0.59
每股股利（元）			0.10	0.11	0.12

建议询价区间（元）

10.00-10.00

合理定价区间（元）

14.21-19.46

2014.11.17

发行上市资料

发行前总股本(万股)	62,000
本次拟发行量(万股)	15,000
发行日期	2014 年 11 月 26 日
发行方式	网上询价，上网定价
保荐机构	招商证券股份有限公司
预计上市日期	未知

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.79
净资产收益率（%）	23.07
资产负债率（%）	67.68

中小盘研究团队

孙金钜（分析师）：021-38674757
证书编号：S0880512080014
邮箱：sunjinju008191@gtjas.com

王永辉（分析师）：021-38674743
证书编号：S0880514080004
邮箱：wangyonghui@gtjas.com

白晓兰（分析师）：021-38674660
证书编号：S0880511110002
邮箱：baixiaolan@gtjas.com

沈莉（分析师）：021-38674842
证书编号：S0880512020001
邮箱：shenli009584 @gtjas.com

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p2

1. 申购策略

1.1. 利润表预测与同行业估值

表 1：利润表预测（单位：百万元）

	2011	2012	2013	1H14	2014E	2015E	2016E
营业总收入	3,461	4,426	4,745	2,790	5,441	6,093	6,703
YOY		*28%*	*7%*		*15%*	*12%*	*10%*
营业总成本							
营业成本	2,953	3,695	3,914	2,327	4,537	5,082	5,590
YOY		*25%*	*6%*		*16%*	*12%*	*10%*
营业税金及附加	14	20	23	10	25	28	31
销售费用	20	28	26	8	32	41	46
管理费用	203	285	330	214	408	427	469
财务费用	11	23	22	16	-54	-30	0
资产减值损失	5	22	12	17	33	37	40
营业利润	255	352	417	197	461	510	527
加：营业外收入	20	10	9	7	12	8	8
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	275	361	425	204	472	518	535
减：所得税	44	61	68	33	71	78	80
净利润	231	300	357	171	401	440	455
减：少数股东损益	4	1	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	227	299	357	171	401	440	455
YOY		*32%*	*19%*		*12%*	*10%*	*3%*
发行后摊薄 EPS	0.30	0.39	0.46	0.22	0.52	0.57	0.59

数据来源：公司首发招股说明书，国泰君安证券研究

表 2：可比公司与行业平均估值

		股价	EPS				PE			
		2014/11/14	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
工程类										
002116.SZ	中国海诚	14.05	0.78	0.66	0.82	1.01	25.1	21.2	17.1	13.9
002469.SZ	三维工程	12.64	0.48	0.49	0.63	0.80	40.5	25.9	20.0	15.8
601618.SH	中国中冶	2.78	0.16	0.21	0.29	-	-4.8	13.3	9.7	
002140.SZ	东华科技	18.18	0.53	0.65	0.89	1.21	25.2	27.9	20.5	15.1
300125.SZ	易世达	22.94	0.18	0.23	0.55	0.90	121.8	98.4	41.6	25.4
	工程类平均						**41.6**	**37.3**	**21.8**	**17.5**
机械类										
000425.SZ	徐工机械	9.34	0.73	0.74	0.97	1.10	6.4	12.6	9.7	8.5
600481.SH	双良节能	11.05	0.64	0.51	0.72	0.95	42.8	21.7	15.3	11.6
002204.SZ	大连重工	11.32	0.36	-	-	-	22.8			
	机械类平均						**24.6**	**17.2**	**12.5**	**10.0**
	可比公司平均值						**33.1**	**27.2**	**17.1**	**13.8**

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p3

板块估值							最新估值	最近 1 月估值	
	专业设备制造业						43.3	42.0	
	建筑业						10.1	9.5	
	板块平均值						**26.7**	**25.7**	
601226.SH	**华电重工**	**10.00**	**0.46**	**0.52**	**0.57**	**0.59**	21.6	19.2	17.5

数据来源：可比公司 EPS 来自 wind 一致性预测、证监会行业估值、国泰君安证券研究

1.2. 报价预测：10 元

根据华电重工的发行股份数与募集资金总额分析，我们预估发行价 10 元，相比证监会参考的可比行业估值折价 49%,；我们采用可比公司（我们参考了建筑与专业机械设备 2 个行业的公司）2014 年估值看，折价率 30%。我们以 2014 年对应的可比公司估值与公司 2014 年的预测摊薄 EPS 来计算公司的合理价格是 14.21，以证监会可比行业估值合理价格是 19.46 元，所以我们认为合理价格区间是 14.21-19.46 元。

表 3：预测发行价

项目	单位	数据
发行股份数	万股	15,000
老股转让	万股	-
募集资金数	万元	144,580
发行费用	万元	5,420
发行费用率		4%
发行价格	**元/股**	**10.00**

数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

根据公司的盈利与 2014 年我们预测的盈利情况，公司的发行估值比可比公司折价 30%，我们认为折价空间越大，中签率越低，涨幅越大（虽然第一天的涨幅就可以把折价填平，但是新股的超涨现象却仍然非常显著。）。

表 4：根据证监会、可比公司计算的发行价折价率

	2013	2014E
可比公司估值	33.07	27.25
可比证监会行业估值	41.95	
EPS（元/股）	0.46	0.52
发行价对应的 PE	21.56	19.18
相比证监会行业折价率	49%	
相比可比公司估值折价率	35%	30%

数据来源：wind、证监会行业估值、国泰君安证券研究

1.3. 中签率分析

分析公司的中签率时，我们采用了回归模型，但是检验显示网上的回归相对有效，而网下分机构的中签率则不太显著，尤其是 R 检验不显著，

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p4

所以我们结合了公司的成长能力、盈利能力、所处行业特点、发行折价率来考虑。

我们认为华电重工在本次发行中有如下特点:

1) 发行规模是本次发行中第二大的，这一特点有助于网上中签率提升，因此建议网上申购的投资者可以积极申购。
2) 发行价绝对值不高，上市以后上涨的程度可能偏高。
3) 收入增速的预判是往下的，盈利能力也不算高，净利率 5%左右。

表 5: 中签率与冻结资金量预测

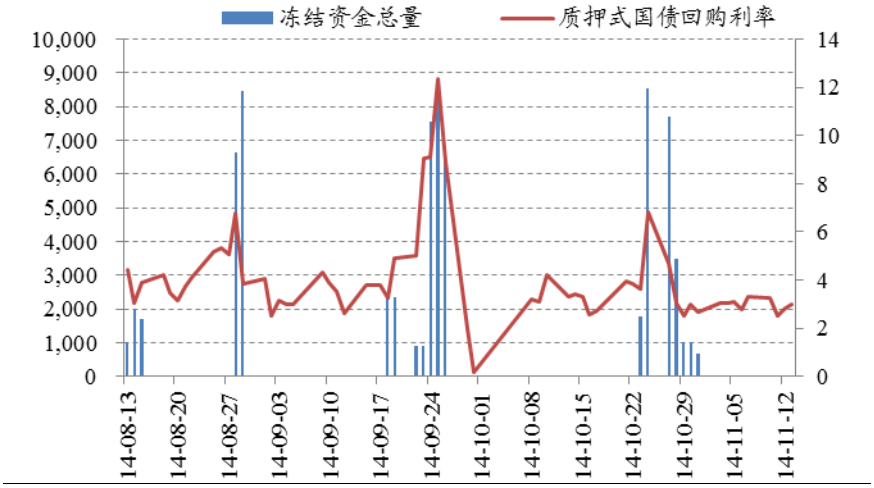
	新股中签率	冻结资金量预测（亿元）
网上中签率	1.44%	430.12
网下无老股中签率		
A-公募和社保	0.60%	45.64
B-年金跟保险	0.35%	58.57
C-其他	0.23%	90.91
总计		**625.24**

数据来源：国泰君安证券研究

1.4. 资金成本分析

最近资金市场充裕，10 月新股冲击回购利率仅达 6.8%。相比 9 月达到 12%，9%已经显著回落。

图 1: 近期质押式国债回购利率走低，打新机会成本下降



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1.5. 打新回报率分析

我们根据目前新股的市场表现，假设持有公司不同时间所获得不同的涨幅，不考虑持有期间资金的机会成本，仅考虑打新冻结 3 天的机会成本，我们认为从年化收益率的角度，破板时卖出的收益是最大的。如果仅考虑股票涨幅，最近很多新股持有 1 个月涨幅大于破板时，预计公司也可能出现这个情况。

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p5

2014 年 6 月以后第五批新股涨停板均未打开，但是平均涨停板个数已经达到 9 个。目前新股上市以后涨停板的数量不断增加，我们采用行业、成长、盈利、折价、所处行业是否热点、发行价绝对值的高低综合分析，认为华电重工在本批新股中综合排名第七，所以我们预计华电重工会出现 9 个涨停板。（具体分析我们将在第六批新股分析报告中呈现。）

表 6：打新年化收益率分析

年化收益率（%）	破板即抛出	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
预测股市收益率（%）	209%	280%	220%	210%	250%
年化收益率					
网上（%）	118.04	47.75	12.46	5.94	3.55
网下无老股（%）					
公募和社保（%）	48.88	19.83	5.16	2.46	1.47
年金跟保险（%）	27.94	11.40	2.95	1.41	0.84
其他（%）	17.46	7.18	1.85	0.88	0.53

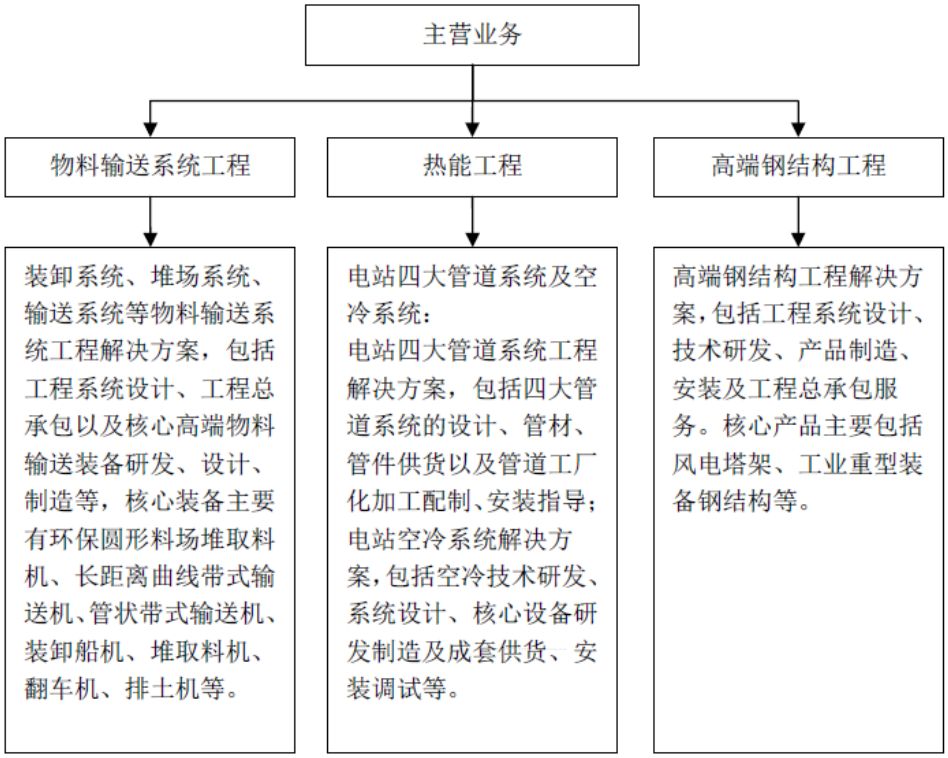
数据来源：国泰君安证券研究

2. 公司业务与竞争力

2.1. 基本情况：电力港口冶金矿产是主要客户

公司作为工程整体解决方案提供商，业务集工程系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体，主要包括物料输送系统工程、热能工程及高端钢结构工程三大业务板块。目前业务已拓展至电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等多个行业，项目遍及全国各地及海外十余个国家。

图 2：公司主营业务说明

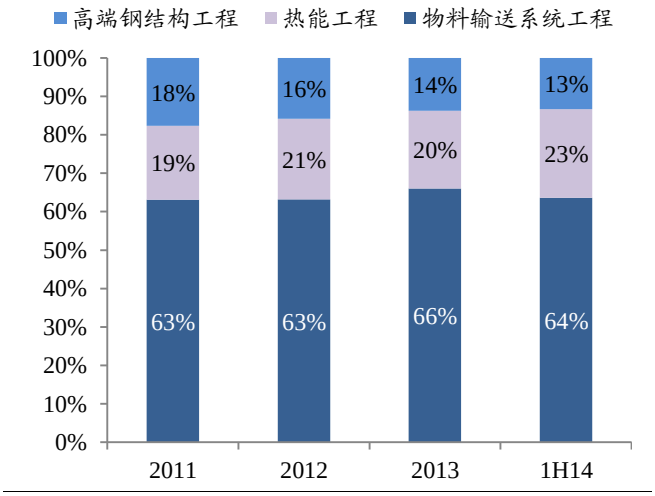


数据来源：公司首发招股说明书

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p6

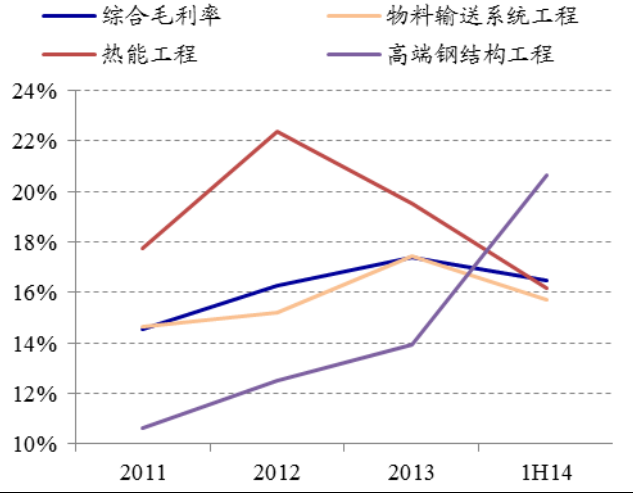
物料输送系统工程是公司收入利润的主要来源，占比 60%以上。物料输送主要与国家固定资产投资，电力、冶金、化工、煤炭等基础行业的投资需求相关。

图 3：收入来源占比



数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

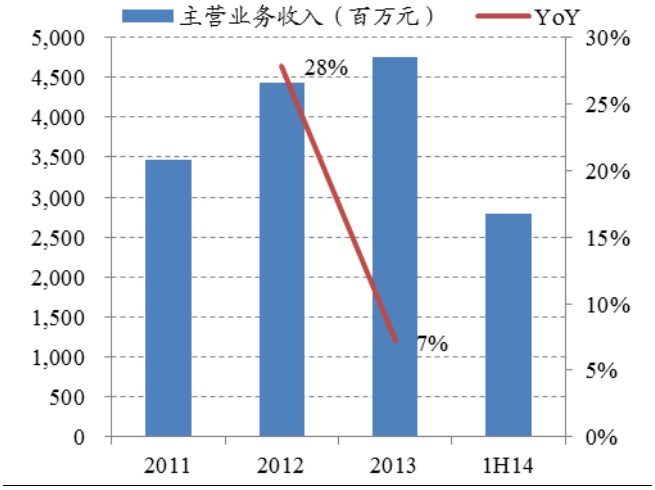
图 4：毛利率水平 16%左右



数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

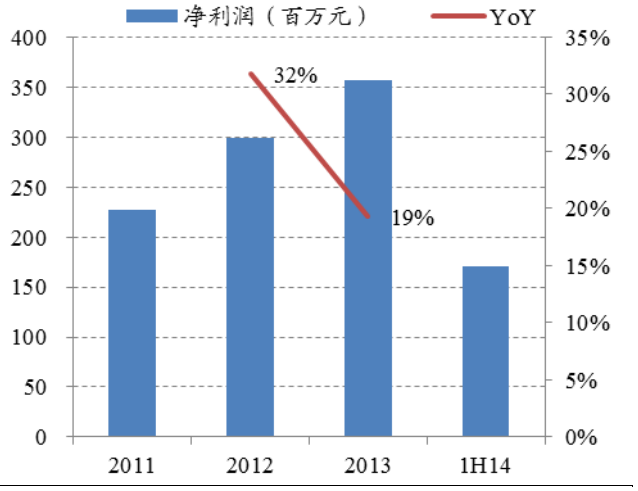
随着经济的逐渐转型，2013 年公司的收入与利润增速已经有所下降。

图 5：收入规模与增速



数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

图 6：净利润规模与增速



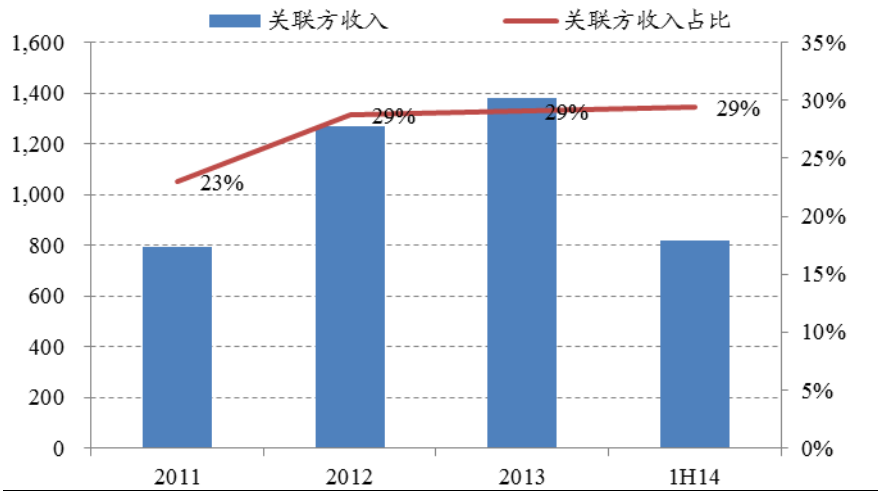
数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

2.2. 关联方特点：华电集团是实际控制人

实际控制人华电集团贡献公司约 30%的收入，一方面可以稳定公司的收入，另一方面也说明了公司在电力行业具有优势。

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p7

图 7：来自关联方华电集团的收入占比 29%



数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

2.3. 竞争态势：业绩、资金、技术资质优势

公司的竞争力最主要的在于：

1、 **业绩壁垒**：公司在这些子行业中进入早，具有大量以往的经验，所以对其他竞争对手构成了业绩壁垒。

2、 **资金优势**：公司背靠华电集团，随着多年的积累，具有一定的资金优势。截至 2014 年 6 月，总资金量 5.1 亿元；公司资产负债率 69%，基本与国内大型建筑、工程类设备公司一致。

3、 **技术与资质壁垒**：公司相关业务开展早，并有专业的技术团队。具有拥有钢结构制造特级资质、轻型钢结构工程设计专项甲级资质、建筑行业乙级工程设计资质、环境工程专项乙级设计资质，能够开展各类钢结构工程业务。

表 7：公司 3 大类业务不同的竞争情况与竞争对手、公司的竞争力

业务	业务类别	类别/公司	特点/公司	竞争关系	行业壁垒	公司竞争力
物料输送系统工程		设计院	如电力、钢铁、冶金、港口等行业的各类专业设计院，该类参与者根据项目需求进行针对性设计，提出技术解决方案	相互依存、相互竞争。设计院与设备制造商中标以后，会分别把自己不擅长的领域外包。	1、技术壁垒 2、业绩壁垒（以过往业绩考察） 3、资金壁垒（垫付资金大）	业务体系完整、一体化程度高，在物料输送行业表现出领先的整体服务实力。
		设备制造商	根据设计和合同标准进行各部件设备生产并组装，主要作为物料输送系统设备提供商			
		建设施工企业	主要提供物料输送系统的建设施工安装服务			
		综合性企业	同时具备系统设计能力、大型项目管理能力、关键设备供应能力的企业在行业竞争中占据优势地位。			
热能	四大	国有专业管	中国水利电力物资有限公司、上海电投管	竞争	1、技术壁	截至2014年6月，

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p8

工程	管道系统	道公司	道工程有限公司、		垒 2、业绩壁垒（以过往业绩考察） 3、资金壁垒（垫付资金大）	国内投运的百万千瓦级超超临界火电机组中超过五成由公司提供四大管道系统的管材、管件或工厂化配制。
		逐步进入本行业并取得一定业绩的非国有企业	沈阳东管电力科技集团股份有限公司、吉林昊宇电气股份有限公司			
		普通管道生产企业				
	电站空冷系统	国外	美国 SPX（斯必克）公司	竞争		进口替代过程中
			德国 GEA 集团（基伊埃集团）			
		国内	哈尔滨空调股份有限公司			
			北京首航艾启威节能技术股份有限公司			
			北京龙源冷却技术有限公司			
			江苏双良空调设备股份有限公司			
高端钢结构工程		电站钢结构	辽宁大金重工股份有限公司、山东鲁能光大钢结构有限公司、青岛三联金属结构有限公司	竞争	1、资质壁垒； 2、技术壁垒； 3、业绩壁垒（以过往业绩考察）； 4、资金壁垒（垫付资金大）	发展历史早，汇聚了一批经验丰富的专家团队，并具有较强的品牌优势
		风电塔架	上海泰胜风能装备股份有限公司、中船澄西船舶修造有限公司、天顺风能（苏州）股份有限公司、北车风电有限公司、青岛天能重工股份有限公司	竞争		

数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

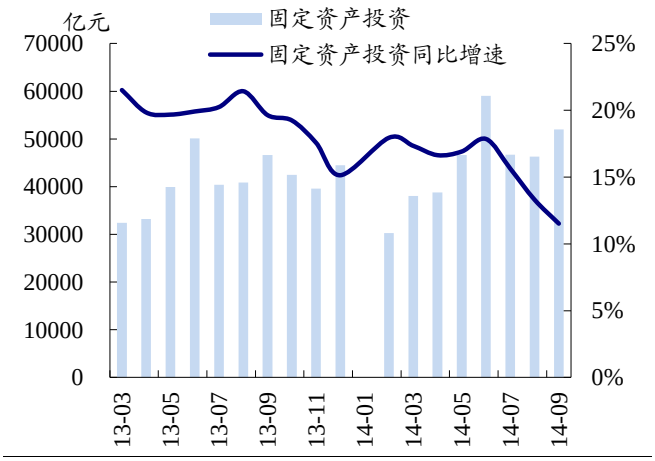
2.4. 发展空间：稳定为主，订单驱动

公司的业绩增长主要由电力、冶金、矿产、建材行业的投资增速保障。我们认为由于中国处于转型期，传统的重工业投资不会大幅增长，固定资产投资的月度增速在 2014 年以后持续下降。但是公司最主要的业绩贡献来自电力行业，从电力、热力燃气及水的生产供应业投资增速看，仍然保持在 20%左右的，这部分投资增速相对稳定，所以我们认为公司很难出现 30%以上的业绩增速，但是由于近年来，基础设施行业还保持一定的投资增速，风电行业的投资增速很快，所以公司的业绩仍有一定保障。

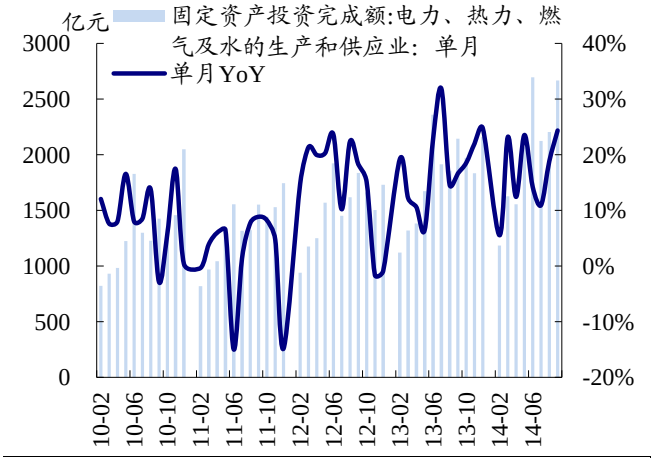
图 8：固定资产投资月度投资额增速同比呈下降趋势

图 9：电力、热力、燃气及水的生产供应业的投资增速保持

国泰君安版权所有发送给中国太平.太平投研:yanbao@tpa.cntaiping.com p9



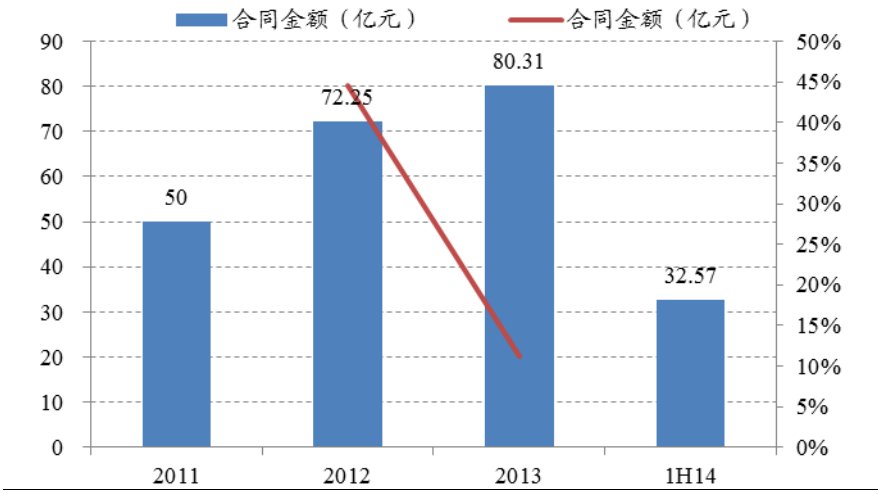
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

但是这个行业具有建筑工程行业的特点，公司的业绩增长是订单驱动的，2012 年公司订单增速高达 45%，收入增速也搞到 28%，2013 年订单增速 11%，收入增速也就仅 7%。2014 年上半年的订单不到 2013 年全年的一半，趋势外推的话，2014 年的收入总体增速不会太高，但是不排除下半年获得远多于上半年订单的可能性。

图 10：公司每年签订的合同金额：14 年上半年不到 13 年一半



数据来源：公司首发招股说明书、国泰君安证券研究

我们根据公司招股书信息判断，公司业绩未来的增长点来自于：

1) 国外发展中市场的需求：印度、越南、印尼等亚洲国家以及苏丹、几内亚、尼日利亚等非洲国家的电力建设相对落后，电力建设空间巨大，这些国家对电站四大管道系统的需求也逐渐增长。

2) 国内风电投资增长：中国风力发电占比已经从 2008 年的 0.38%快速增长到 2013 年的 2.52%，连续两年超过核电成为第三大电源，2014 年上半年风电装机在电力装机总量中比重超 6%。能源局也正在落实相关政策，希望实现 2020 年总装机量突破 2 亿千瓦时（2014 年底达到 1 亿千瓦时），占电力消费比重达 5%以上的目标。

2.5. 风险提示

1、 **客户过度集中风险**，华电重工是华电集团业务板块的唯一平台，华

电集团贡献的收入占到公司收入的 30%左右。如果没有开拓新客户的能力，可能不利于公司业绩增长。

2、 经济转型后，电力、港口、冶金等行业建设需求大幅下降。

3、 **质量与安全生产风险**：公司作为工程整体解决方案提供商，一旦出现质量问题，会对公司的市场形象造成较大影响，并需将承担巨额赔偿。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com