

## 往前看

公司于近日公布 2011 前三季报(关键数据可参见本报告附页), 业绩不尽如人意。主要体现在公司第三季度虽然营收未见明显下滑, 但其盈利能力趋弱, 尤其是环比继续趋弱令人担忧, 全年业绩差于预期基本确定。三季报同时披露今年以来新签订单量较多, 我们因此调整 2011 年 EPS 为 0.026 元、2012 年 EPS 为 0.102 元, 保守预测。一般预测则显示 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.034 元和 0.120 元。

第三季度业绩较差, 主要原因有两个:

1. **第三季度毛利率下降:** 第三季度毛利率与第一、二季度相比都显示下降。一、二季度的毛利率还都在 21% 之上, 第三季度的毛利率则已降至仅略高于 19%。其中的主要因素除了去年下半年以来一直高企的原材料价格之外(去年下半年原材料价格高于今年上半年, 公司产品的生产周期导致今年第三季度确认的产品成本高于今年上半年确认的产品成本), 第三季度确认的高毛利率产品收入在总营收中的占比低于前二季度的也是重要原因。
2. **其它营业收入产生 9.57 百万元的损失:** 并购苏州重工之成本与可辨认之被并购资产的公允价值之间的差额作为商誉列示于营业外收入。也就是说, 并购成本大于可辨认之被并购资产之公允价值, 商誉为负。这是一次性发生的损失, 考虑税赋之后, 对于 EPS 的拖累极小。

另外, 第三季度营收接近 20.3 亿元, 好于第一季度和第二季度, 与去年同期相比, 差异不大, 甚至可以说持平(去年第三季度营收 20.7 亿元)。但今年第三季度由于客户方面原因, 有近 8.5 亿元的营收将延后至明年确认。仍假设 2.12% 的净利润率, 这一延后使得第三季度 EPS 下降 0.0028 元, 降幅接近 29%(无此延后, 第三季度 EPS 将在 0.0098 元左右)。

这样, 前三季度业绩同比下降较多之主要原因还是在于, 与去年同期相比, 货币政策趋紧, 通胀居高不下, 人力成本又上升, 整体宏观环境偏负面。在整体市况不佳的情况下, 公司为了保持营收, 不得不降价促销(部分产品的降价幅度甚至达到了 40%), 各种促销费用跟随上涨, 这导致期间费用同比有所上升(管理费用同比上扬接近 10%, 销售费用同比上扬 20%)。银根抽紧, 宏观环境不佳又使得公司客户付款延迟, 计提之资产减值损失不得不上升。

中国一重  
(601106)

暂不评级

分析师: 徐缨

投资咨询执业证书编号:

S063051101011

联系信息:

Tel.0086-21-50586660\*8608

Email: [xuying@longone.com.cn](mailto:xuying@longone.com.cn)

日期: Nov. 04 2011

股价表现(截止到 2011. 11. 04)



Year	2010	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.110	0.026	0.102	0.166

注释: 保守预计下之 EPS.

公司资产负债表同时反映出:

1. 公司存货环比大增 43%，主要原因在于因交货推迟，新接订单量的增加等因素导致制成品、在制品及原料的库存都上升。
2. 短期借款、应付票据以及一年内到期的非流动负债环比都现不小的上升幅度。不过公司尚有 27 亿元的货币资金，公司流动性不存在任何问题。

## 估值

### 1. 保守预测

#### (1) 假设

	2011E	2012E	2013E
锻压等其它产品占比总营收	10%	6%	6%
锻压等其它产品毛利率	13%	8%	8%
冶金设备营收增长率	-10%	0	5%
冶金设备毛利率	8%	9%	9%
核电设备营收增长率	18%	25%	45%
核电设备毛利率	38.5%	42%	45%
重型压力容器营收增长率	7%	110%	25%
重型压力容器毛利率	25.5%	26%	26%
大型铸锻件营收增长率	-10%	0	5%
大型铸锻件毛利率	19%	20%	21%

#### (2) 分产品预测(单位: 百万元, 除比率数据外)

	2010	2011E	2012E	2013E
冶金业务	2,493.40	2,244.06	2,244.06	2,356.26
增长率	-	-10%	0%	5%
成本	2,121.47	2,064.54	2,042.10	2,144.20
毛利	371.94	179.52	201.97	212.06
毛利率	14.92%	8.00%	9.00%	9.00%
核能业务	1,414.17	1,668.73	2,085.91	3,024.57
增长率	-	18%	25%	45%
成本	887.15	1,026.27	1,209.83	1,663.51
毛利	527.02	642.46	876.08	1,361.05
毛利率	37.27%	38.50%	42%	45%
重型压力容器	1,933.58	2,068.93	4,344.76	5,430.94
增长率	-	7%	110%	25%
成本	1,448.51	1,541.35	3,215.12	4,018.90

毛利	485.07	527.58	1,129.64	1,412.05
毛利率	25.09%	25.50%	26%	26.0%
大型铸锻件	1,918.92	1,727.03	1,727.03	1,813.38
增长率	-	-10.00%	0%	5%
成本	1,178.38	1,398.89	1,381.62	1,432.57
毛利	740.54	328.14	345.41	380.81
毛利率	38.59%	19.00%	20.00%	21.00%

	2010	2011E	2012E	2013E
总营收	8,591.23	8,565.27	11,065.69	13,431.01
增长率	-	-0.30%	29.19%	21.38%
成本	6,418.90	6,776.23	8,459.49	10,000.57
毛利	2,172.33	1,789.05	2,606.20	3,430.44
毛利率	25.29%	20.89%	23.55%	25.54%

分产品营收占比	2010	2011E	2012E	2013E
冶金	29.02%	26.20%	20.28%	17.54%
核能	16.46%	19.48%	18.85%	22.52%
重型压力容器	22.51%	24.15%	39.26%	40.44%
大型铸锻件	22.34%	20.16%	15.61%	13.50%

## (3) 利润表预测(Income Statement Projection)

	2010	2011E	2012E	2013E
营收(Gross)	8,470.61	8,565.27	11,065.69	13,431.01
- 销售税	68.26	59.96	77.46	94.02
营收(Net)	8,402.35	8,505.32	10,988.23	13,337.00
- 被售商品成本	5,634.43	6,716.27	8,382.03	9,906.56
毛利	2,767.91	1,789.05	2,606.20	3,430.44
- SG&A	1,167.50	250.47	351.84	445.96
EBITDA	1,600.42	1,538.58	2,254.37	2,984.48
- 折旧	734.19	893.06	1,164.75	1,467.07
- 摊销	48.86	46.78	60.44	73.35
EBIT	817.37	598.74	1,029.18	1,444.06
+ 其它营业收入	0.74	0	0	0
营业收入	818.11	598.74	1,029.18	1,444.06
+ 非营业活动收益	536.54	679	819	982.80
- 非营业活动损失	152.18	85.05	109.88	133.37
其中: 资产减值	131.29	0.00	0.00	0.00
其它损失	20.89	0.00	0.00	0.00

- 财务费用	177.56	1,033.02	899.69	872.70
<b>税前收入</b>	<b>1,024.92</b>	<b>244.72</b>	<b>948.49</b>	<b>1,554.16</b>
- 收入税	294.53	73.42	284.55	466.25
<b>异常项、非延续运营等前收入</b>	<b>730.39</b>	<b>171.31</b>	<b>663.94</b>	<b>1,087.91</b>
- 非延续运营损失	0.00	0	0	0
- 异常项损失	0.00	0	0	0
- 财务原则改变损失	0.00	0	0	0
- 估算改变损失	0.00	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>730.39</b>	<b>171.31</b>	<b>663.94</b>	<b>1,087.91</b>
- 小股东利润	11.19	0	0	0
<b>归属母公司股东利润</b>	<b>719.20</b>	<b>171.31</b>	<b>663.94</b>	<b>1,087.91</b>
总股本	6,538.00	6,538.00	6,538.00	6,538.00
<b>EPS</b>	<b>0.110</b>	<b>0.026</b>	<b>0.102</b>	<b>0.166</b>
增长率		-76.2%	287.6%	63.9%
<b>净利润率</b>	<b>9.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.1%</b>

按照保守估计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.026 元、0.102 元和 0.166 元。

## 2. 一般预测

### (1) 假设

	2011E	2012E	2013E
锻压等其它产品占比总营收	10%	6%	6%
锻压等其它产品毛利率	13%	8%	8%
冶金设备营收增长率	-3%	5%	8%
冶金设备毛利率	8%	9%	10%
核电设备营收增长率	18%	28%	45%
核电设备毛利率	40%	42%	45%
重型压力容器营收增长率	7%	120%	25%
重型压力容器毛利率	27%	27%	27%
大型铸锻件营收增长率	-8%	10%	10%
大型铸锻件毛利率	20%	22%	22%

### (2) 分产品预测(单位:百万元,除比率数据外)

	2010	2011E	2012E	2013E
冶金业务	2,493.40	2,418.60	2,539.53	2,742.69
增长率	-	-3%	5%	8%
成本	2,121.47	2,225.11	2,310.97	2,468.42
毛利	371.94	193.49	228.56	274.27
毛利率	14.92%	8.00%	9.00%	10.00%

核能业务	1,414.17	1,668.73	2,135.97	3,097.16
增长率	-	18%	28%	45%
成本	887.15	1,001.24	1,238.86	1,703.44
毛利	527.02	667.49	897.11	1,393.72
毛利率	37.27%	40.00%	42%	45%

重型压力容器	1,933.58	2,068.93	4,551.65	5,689.56
增长率	-	7%	120%	25%
成本	1,448.51	1,520.66	3,322.70	4,124.93
毛利	485.07	548.27	1,228.95	1,564.63
毛利率	25.09%	26.50%	27%	27.5%

大型铸锻件	1,918.92	1,765.41	1,941.95	2,136.14
增长率	-	-8.00%	10%	10%
成本	1,178.38	1,412.32	1,514.72	1,666.19
毛利	740.54	353.08	427.23	469.95
毛利率	38.59%	20.00%	22.00%	22.00%

	2010	2011E	2012E	2013E
总营收	8,591.23	8,801.85	11,882.01	14,537.82
增长率	-	2.45%	34.99%	22.35%
成本	6,418.90	6,925.10	9,043.14	10,765.47
毛利	2,172.33	1,876.75	2,838.87	3,772.35
毛利率	25.29%	21.32%	23.89%	25.95%

分产品营收占比	2010	2011E	2012E	2013E
冶金	29.02%	27.48%	21.37%	18.87%
核能	16.46%	18.96%	17.98%	21.30%
重型压力容器	22.51%	23.51%	38.31%	39.14%
大型铸锻件	22.34%	20.06%	16.34%	14.69%

## (3) 利润表预测 (Income Statement Projection)

	2010	2011E	2012E	2013E
营收 (Gross)	8,470.61	8,801.85	11,882.01	14,537.82
- 销售税	68.26	61.61	83.17	101.76
营收 (Net)	8,402.35	8,740.23	11,798.84	14,436.05
- 被售商品成本	5,634.43	6,863.48	8,959.97	10,663.70
毛利	2,767.91	1,876.75	2,838.87	3,772.35
- SG&A	1,167.50	262.75	383.25	490.41
EBITDA	1,600.42	1,614.01	2,455.62	3,281.95

- 折旧	734.19	917.72	1,250.68	1,587.97
- 摊销	48.86	48.07	64.89	79.40
<b>EBIT</b>	<b>817.37</b>	<b>648.21</b>	<b>1,140.05</b>	<b>1,614.58</b>
+ 其它营业收入	0.74	0	0	0
<b>营业收入</b>	<b>818.11</b>	<b>648.21</b>	<b>1,140.05</b>	<b>1,614.58</b>
+ 非营业活动收益	536.54	679	819	982.80
- 非营业活动损失	152.18	87.40	117.99	144.36
其中: 资产减值	131.29	0.00	0.00	0.00
其它损失	20.89	0.00	0.00	0.00
- 财务费用	177.56	1,012.86	838.75	832.07
<b>税前收入</b>	<b>1,024.92</b>	<b>314.35</b>	<b>1,120.30</b>	<b>1,765.31</b>
- 收入税	294.53	94.31	336.09	529.59
<b>异常项、非延续运营等前收入</b>	<b>730.39</b>	<b>220.05</b>	<b>784.21</b>	<b>1,235.71</b>
- 非延续运营损失	0.00	0	0	0
- 异常项损失	0.00	0	0	0
- 财务原则改变损失	0.00	0	0	0
- 估算改变损失	0.00	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>730.39</b>	<b>220.05</b>	<b>784.21</b>	<b>1,235.71</b>
- 小股东利润	11.19	0	0	0
<b>归属母公司股东利润</b>	<b>719.20</b>	<b>220.05</b>	<b>784.21</b>	<b>1,235.71</b>
总股本	6,538.00	6,538.00	6,538.00	6,538.00
<b>EPS</b>	<b>0.110</b>	<b>0.034</b>	<b>0.120</b>	<b>0.189</b>
增长率		<b>-69.4%</b>	256.4%	57.6%
<b>净利润率</b>	<b>9.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>8.5%</b>

按照一般估计, 公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.034 元、0.120 元和 0.189 元。

**附页：公司前三季度业绩简表**

(1) 公司 2011 前三季度总体经营情况：

	2011. 1-3 月	2011. 4-6 月	2011. 7-9 月
总营收(百万元)	1,325.82	1,793.22	2,029.17
毛利(百万元)	282.01	398.90	391.84
毛利率	21.27%	22.24%	19.31%
资产减值损失(百万元)	0.00	26.50	(0.07)
其它营业收入(百万元)	0.00	(0.19)	(9.57)
营业外收支(百万元)	1.27	22.78	34.03
净利润(百万元)	21.51	39.14	43.02
归属母公司净利润(百万元)	21.51	34.34	43.15
净利率	1.62%	2.18%	2.12%
EPS(元)	0.003	0.005	0.007

	2010. 1-3 月	2010. 4-6 月	2010. 7-9 月
总营收(百万元)	1,446.45	1,522.49	2,072.69
毛利(百万元)	469.47	462.54	506.20
毛利率	32.46%	30.38%	24.42%
资产减值损失(百万元)	0.00	15.47	0.00
其它营业收入(百万元)	0.00	0.00	0.95
营业外收支(百万元)	(1.41)	62.43	0.86
净利润(百万元)	91.56	207.32	164.78
归属母公司净利润(百万元)	92.12	208.36	164.78
净利率	6.33%	13.62%	7.95%
EPS(元)	0.014	0.032	0.025

	2011. 1-9 月	2010. 1-9 月	同比增减
总营收(百万元)	5,148.21	5,041.63	2.1%
毛利(百万元)	1,072.74	1,438.22	-25.4%
毛利率	20.84%	28.53%	减少 7.7 个百分点。
资产减值损失(百万元)	26.43	15.47	70.9%
其它营业收入(百万元)	(9.77)	0.95	-
营业外收支(百万元)	58.07	61.88	-6.2%
净利润(百万元)	103.67	463.66	-77.6%
归属母公司净利润(百万元)	99.00	465.26	-78.7%
净利率	2.01%	9.20%	减少 7.2 个百分点。
EPS(元)	0.015	0.071	-78.7%

三项费用	2011/3/31	2011/6/30	2011/9/30	2011 前三季度
管理费用	192.04	269.77	239.03	700.85
销售费用	23.22	22.84	30.86	76.92
财务费用	40.28	50.60	73.42	164.29

管理费用占比总营收	14.5%	15.0%	11.8%	13.6%
销售费用占比总营收	1.8%	1.3%	1.5%	1.5%

三项费用	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010 前三季度
管理费用	198.77	223.86	218.43	641.06
销售费用	20.17	18.45	25.77	64.39
财务费用	99.18	41.75	24.50	165.43

管理费用占比总营收	13.7%	14.7%	10.5%	12.7%
销售费用占比总营收	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%



**作者简介**

**徐缨**：毕业于美国 Georgia State University，获 MBA/金融学双硕士学位。2007 年加入东海证券研究所。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在 -20%—20% 之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在 -5%—5% 之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**分析师承诺**

本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系，本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京东海证券研究所	上海东海证券研究所
中国北京 100089	中国上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897