

核电装备龙头再谱新篇

中国一重核电装备业务近况点评

报告关键点:

- 公司已经具备了核岛锻件及核反应堆压力容器的批量生产能力
- 股价充分调整,核电项目重启对股价形成触发因素
- 合理股价4.5元,投资评级“增持-A”

报告摘要:

- 2011年公司核电生产创历史新高。公司承担了一年出产福清1号、2号、阳江1号、2号、方家山1号共计5台核反应堆压力容器的制造任务,这在中国一重乃至国内核电设备制造史上均属史无前例。2011年12月30日福清2号核反应堆压力容器水压试验成功,从而一举实现了年产5台核反应堆压力容器的目标,创造了国内核反应堆压力容器制造的最高纪录,标志着中国一重自主化、专业化、批量化制造核电装备取得重大突破。
- 目前,公司在核能装备研制方面形成了显著优势,成为国内全部掌握“二代加”和“三代”核电大型铸锻件制造技术的企业,实现了“二代加”、“三代”核岛主设备全部锻件批量生产,并率先通过第三方评定,承担着国家90%以上的核电锻件、80%以上的核反应堆压力容器的生产任务,是国内唯一兼备核电大型铸锻件和核岛成套装备制造能力的企业。
- 公司目前在手的百万千瓦核电压力容器承制合同共28台。一重大连加氢公司现已紧锣密鼓地进行福清三号、四号,阳江三号、四号以及宁德三号、四号,C3、C4RPV的部件堆焊和组焊,为2012年和2013年的生产夯实了基础。
- 一重正全力研发更先进更安全的新一代核能装备,力争全面实现新一代核电装备国产化。目前三代蒸汽发生器、堆内构件取证工作正稳步推进,预计在2012年可初步形成相应的成套生产能力。此外,CAP1400、EPR、快中子堆、高温气冷堆等堆型的一回路设备铸锻件及成套设备的研发工作也在按计划运行。我们相信公司在核电装备业务领域再谱新篇。
- 我们预测2011-2013年公司主营业务收入分别为87.9、96.6、111.6亿元,净利润分别为3.46、5.79、9.08亿元,每股收益分别为0.05、0.09、0.14元,较之前分别下调67%、55%、39%。
- 公司股价前期已经过较为充分的调整,2012年市净率只有0.8倍。核电新建项目审批有望在今年上半年内恢复重启,这将对股价形成触发因素。按照2012年50倍PE估值,合理股价4.5元,1月20日收盘价为3.44元,投资评级由“买入-A”下调至“增持-A”。
- 风险提示:行业及公司基本面变化超出预期导致不能达成盈利预测目标。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,152.5	8,591.2	8,787.3	9,657.2	11,155.5
Growth(%)	-10.3%	-6.1%	2.3%	9.9%	15.5%
净利润	1,189.2	789.8	346.4	579.5	907.8
Growth(%)	18.2%	-33.6%	-56.1%	67.3%	56.6%
毛利率(%)	30.8%	26.0%	21.8%	23.3%	24.7%
净利润率(%)	13.0%	9.2%	3.9%	6.0%	8.1%
每股收益(元)	0.18	0.12	0.05	0.09	0.14
每股净资产(元)	0.68	2.51	4.00	4.09	4.23
市盈率	18.7	28.2	64.4	38.5	24.6
市净率	5.0	1.4	0.9	0.8	0.8
净资产收益率(%)	23.6%	4.8%	1.3%	2.2%	3.3%
ROIC(%)	20.0%	8.5%	3.3%	3.5%	5.1%
EV/EBITDA	-	19.4	18.2	13.0	9.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

增持-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

4.50元

期限: 3个月 上次预测: 6.00元

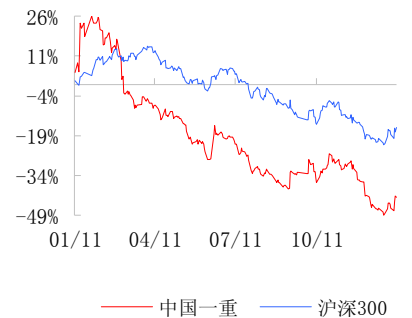
现价(2012年01月20日): 3.44元

报告日期:

2012-01-30

总市值(百万元)	22,294.58
流通市值(百万元)	7,808.90
总股本(百万股)	6,538.00
流通股本(百万股)	2,290.00
12个月最低/最高	3.00/7.67元
十大流通股股东(%)	18.04%
股东户数	289,013

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.55)	(9.30)	(26.27)
绝对收益	0.29	(11.37)	(42.45)

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

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

前期研究成果

- 中国一重: 股价调整充分,业绩触底回升 2011-05-03
- 中国一重: 营业收入季度环比逐步上升 2010-11-01
- 中国一重: 四大业务有序推进 2010-08-24

财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间	2012-01-19			
					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	9,152.5	8,591.2	8,787.3	9,657.2	11,155.5	成长性					
减: 营业成本	6,334.8	6,353.7	6,874.9	7,408.1	8,401.6	营业收入增长率	-10.3%	-6.1%	2.3%	9.9%	15.5%
营业税费	74.6	65.2	61.5	67.6	78.1	营业利润增长率	-31.2%	-26.4%	-51.6%	114.0%	59.3%
销售费用	132.4	102.7	123.0	135.2	156.2	净利润增长率	18.2%	-33.6%	-56.1%	67.3%	56.6%
管理费用	950.4	1,068.5	1,186.3	1,255.4	1,338.7	EBITDA 增长率	-11.6%	-20.6%	-35.1%	35.8%	35.5%
财务费用	456.2	236.5	211.7	129.6	127.9	EBIT 增长率	-20.7%	-33.9%	-40.4%	51.6%	49.3%
资产减值损失	343.2	131.3	14.1	4.4	7.0	NOPLAT 增长率	16.3%	-36.8%	-48.8%	31.3%	47.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.3%	32.0%	24.8%	0.6%	4.6%
投资和汇兑收益	0.4	0.7	-9.0	-	-	净资产增长率	100.9%	230.8%	58.9%	2.2%	3.4%
营业利润	861.4	634.1	306.9	656.8	1,046.0	利润率					
加: 营业外净收支	467.9	513.0	106.0	34.0	36.0	毛利率	30.8%	26.0%	21.8%	23.3%	24.7%
利润总额	1,329.3	1,147.1	412.9	690.8	1,082.0	营业利润率	9.4%	7.4%	3.5%	6.8%	9.4%
减: 所得税	144.8	346.7	61.9	103.6	162.3	净利润率	13.0%	9.2%	3.9%	6.0%	8.1%
净利润	1,189.2	789.8	346.4	579.5	907.8	EBITDA/营业收入	18.9%	16.0%	10.1%	12.5%	14.7%
资产负债表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
货币资金	2,280.4	3,577.7	10,415.6	10,770.6	10,563.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	125	180	208	216	201
应收帐款	5,822.6	7,697.7	9,726.2	9,895.3	11,124.9	流动营业资本周转天数	248	337	454	501	477
应收票据	633.8	1,005.6	1,011.1	1,111.2	1,283.6	流动资产周转天数	598	719	993	1,113	1,009
预付帐款	1,331.5	1,410.9	1,496.9	1,589.5	1,694.5	应收帐款周转天数	214	279	353	362	335
存货	5,123.9	5,436.8	6,679.0	6,997.1	7,482.0	存货周转天数	219	225	252	259	237
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	840	1,069	1,364	1,457	1,314
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	401	591	740	749	665
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	15.8	15.6	16.0	16.0	16.0	ROE	23.6%	4.8%	1.3%	2.2%	3.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	2.8%	0.9%	1.5%	2.2%
固定资产	3,926.2	4,653.0	5,512.0	6,056.6	6,396.5	ROIC	20.0%	8.5%	3.3%	3.5%	5.1%
在建工程	1,176.7	1,946.1	1,287.7	892.6	655.6	费用率					
无形资产	1,141.7	1,152.7	1,062.1	985.0	913.5	销售费用率	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	1,434.0	1,233.2	1,263.0	1,385.1	1,595.0	管理费用率	10.4%	12.4%	13.5%	13.0%	12.0%
资产总额	22,886.7	28,129.3	38,469.5	39,698.9	41,724.9	财务费用率	5.0%	2.8%	2.4%	1.3%	1.1%
短期债务	7,971.3	3,874.5	5,000.0	5,000.0	5,000.0	三费/营业收入	16.8%	16.4%	17.3%	15.7%	14.5%
应付帐款	2,840.1	3,772.4	3,955.4	4,262.2	4,833.8	偿债能力					
应付票据	570.9	633.4	659.2	710.4	805.6	资产负债率	78.1%	41.1%	31.6%	32.2%	33.3%
其他流动负债	2,510.3	2,063.5	1,203.4	843.9	174.6	负债权益比	357.0%	69.8%	46.2%	47.5%	49.9%
长期借款	1,765.0	75.0	45.0	45.0	45.0	流动比率	1.04	1.85	2.71	2.81	2.97
其他非流动负债	1,558.5	1,140.7	1,285.8	1,929.5	3,038.3	速动比率	0.69	1.31	2.08	2.15	2.27
负债总额	17,878.2	11,561.2	12,150.5	12,792.7	13,899.0	利息保障倍数	2.89	3.68	2.45	6.07	9.18
少数股东权益	575.6	139.8	144.4	152.0	164.0	分红指标					
股本	4,538.0	4,538.0	6,538.0	6,538.0	6,538.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	-105.1	9,890.2	19,636.6	20,216.2	21,123.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,008.5	16,568.0	26,319.0	26,906.2	27,825.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	1,184.5	800.4	346.4	579.5	907.8	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	408.9	500.9	371.3	422.4	464.0	EPS(元)	0.18	0.12	0.05	0.09	0.14
资产减值准备	343.2	131.3	14.1	4.4	7.0	BVPS(元)	0.68	2.51	4.00	4.09	4.23
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	18.7	28.2	64.4	38.5	24.6
财务费用	418.2	428.6	249.1	211.7	129.6	PB(X)	5.0	1.4	0.9	0.8	0.8
投资收益	-0.4	-0.7	9.0	-	-	P/FCF	-56.6	-2.3	-8.8	47.5	-2,345.6
少数股东损益	-4.8	10.6	4.6	7.6	12.0	P/S	2.4	2.6	2.5	2.3	2.0
营运资金的变动	-5,517.2	-3,736.8	-3,906.6	-164.3	-1,102.8	EV/EBITDA	-	19.4	18.2	13.0	9.6
经营活动产生现金流量	-1,762.1	-1,707.5	-2,949.7	979.3	415.8	CAGR(%)	-20.9%	4.7%	56.8%	51.8%	47.1%
投资活动产生现金流量	-767.7	-864.7	-510.5	-501.1	-501.1	PEG	-0.9	6.0	1.1	0.7	0.5
融资活动产生现金流量	2,464.3	3,842.3	12,283.9	-129.6	-127.9	ROIC/WACC	2.2	0.9	0.4	0.4	0.5
						REP	-	1.8	2.3	2.1	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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

张仲杰声明，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

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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: 200123

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