

2011年6月29日

中国一重

核电危机阴霾已过

A
买入

601106.SS - 人民币 5.02

目标价格: 人民币 5.88

史祺, CFA

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(15)	2	(11)	(11)
相对新华富时A50指数(%)	(15)	1	(6)	(14)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	6,538
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	10,174
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
净负债比率(%) (2011E)	19.8
主要股东(%)	
中国第一重型机械集团公司	62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

日本福岛核事故会暂时影响核电项目的发展速度, 但无法改变核电在我国长期能源结构中的重要地位和发展趋势。中国一重是目前我国唯一能提供全套核电大型铸锻件又具有核岛成套设备制造能力的企业, 在第三代核电装备制造方面优势明显。目前, 公司第三代核电技术蒸汽发生器、堆内构件取证工作正稳步推进, 预计在今年底及后年可初步形成相应的生产能力。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在按计划运行。我们认为核电的负面影响已经过去, 因此我们维持公司目标价格 5.88 元不变, 并维持买入评级。

支撑评级的要点

- 从2010年盈利的角度来看, 冶金设备收入严重下滑, 而核能设备还无法弥补, 但是我们相信2011和2012年冶金设备的增长将超过之前的预期。
- 公司2010年新签订单为164亿元, 同比增长73.5%; 其中冶金订单约98亿元, 增长492%, 钢铁行业上大压小的产业政策拉动了设备的更新换代需求; 重型石化容器订单为22亿元, 增长83%。
- 我们预计2011年公司销售收入同比增长26%, 销售额达到108亿元, 预计2011年净利润同比增长39%, 净利润达到11亿元, 每股收益0.17元。

评级面临的主要风险

- 公司属于重型机械行业, 主要为冶金、石化、电力等行业提供重型装备, 是国家基础工业的上游行业, 受宏观经济影响较大。

估值

- 我们估计公司今后两年的盈利能力将有所改善。基于28倍2012年预期市盈率, 我们维持公司目标价格5.88元不变, 并维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	9,153	8,591	10,801	12,980	15,030
变动(%)	(10)	(6)	26	20	16
净利润(人民币百万)	1,189	790	1,097	1,379	1,740
全面摊薄每股收益(人民币)	0.262	0.121	0.168	0.211	0.266
变动(%)	(35.6)	(53.9)	38.9	25.8	26.1
市盈率(倍)	19.2	41.6	29.9	23.8	18.9
每股现金流量(人民币)	0.17	0.22	0.12	0.22	0.35
价格/每股现金流量(倍)	29.1	22.4	43.3	23.0	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	21.2	14.2	11.3	9.1
每股股息(人民币)	0.039	0.018	0.025	0.032	0.040
股息率(%)	0.8	0.4	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。我们估计公司今后两年的盈利能力将有所提升。基于28倍2012年预期市盈率,我们维持公司目标价格5.88元不变,并维持公司**买入**评级。

走出核电危机阴霾。在中国一重现有核电项目中,国家正式批准的项目共计82台,已投料96%,不会受任何影响;国家同意开展前期工作的项目共计21台,已投料56%,其中,AP1000堆型压力容器5台,蒸发器4台,属于国家致力发展的第三代堆型,目前来看后续制造不受影响。中国一重目前在手的百万千瓦核电压力容器承制合同共28台,只有部分项目被要求暂停。

有关专家指出,福岛核电站使用的是上世纪60年代的核电技术,我国正在沿海建设并将向内陆推广的第三代AP1000核电技术,安全性能已得到大幅度提升。日本福岛核事故会暂时影响核电项目的发展速度,但无法改变核电在我国长期能源结构中的重要地位和发展趋势。中国一重是目前我国唯一能提供全套核电大型铸锻件又具有核岛成套设备制造能力的企业,制造能力和技术水平跻身世界前列,在第三代核电装备制造方面优势明显。

目前,中国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,第三代蒸汽发生器、堆内构件取证工作正稳步推进,预计在今年底及后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。

展望未来。中国一重将受益于政府大力推动高端制造业和战略性新兴产业发展的政策决定。目前中国一重手持合同订单饱满,主要生产设备均保持在满负荷运转状态。公司2010年新签订单为164亿元,同比增长73.5%;其中冶金订单约98亿元,增长492%,钢铁行业上大压小的产业政策拉动了设备的更新换代需求;重型石化容器订单为22亿元,增长83%。2011年公司的新签订单情况依然喜人,1-5月新增订单60亿元,一般来说公司下半年的订单要好于上半年订单情况。

新产品新市场。未来我们认为公司的工程总包与出口将成为新的增长点。2010年公司冶金设备新签订单中，工程总承包占比在50%左右。工程总承包具有附加值与盈利能力较高等优点，将是公司未来的重要发展方向。出口目前占比较小，未来有较大的发展空间。高端装备相关新产品是未来发展的新领域。公司11年将进行海水淡化和环保设备等新产品的生产与研制工作，新产品将是公司中长期的重要发展领域。

盈利预测。我们预计2011年的公司销售收入同比增长26%，销售额达到108亿元，预计2011年净利润同比增长39%，净利润达到11亿元，每股收益0.17元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	9,153	8,591	10,801	12,980	15,030
销售成本	(6,409)	(6,419)	(7,898)	(9,468)	(10,940)
经营费用	(713)	(581)	(375)	(302)	(245)
息税折旧前利润	2,031	1,592	2,528	3,210	3,845
折旧及摊销	(370)	(590)	(903)	(1,233)	(1,533)
经营利润(息税前利润)	1,660	1,001	1,625	1,977	2,312
净利息收入(费用)	(456)	(236)	(305)	(347)	(337)
其他收益/(损失)	125	382	(14)	32	119
税前利润	1,329	1,147	1,306	1,661	2,094
所得税	(145)	(347)	(196)	(266)	(335)
少数股东权益	5	(11)	(13)	(16)	(19)
净利润	1,189	790	1,097	1,379	1,740
核心净利润	1,189	790	1,097	1,379	1,740
每股收益(人民币)	0.262	0.121	0.168	0.211	0.266
核心每股收益(人民币)	0.262	0.121	0.168	0.211	0.266
每股股息(港币)	0.039	0.018	0.025	0.032	0.040
收入增长(%)	(10)	(6)	26	20	16
息税前利润增长(%)	(10)	(40)	62	22	17
息税折旧前利润增长(%)	(5)	(22)	59	27	20
每股收益增长(%)	(36)	(54)	39	26	26
核心每股收益增长(%)	(36)	(54)	39	26	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,324	5,277	3,861	3,750	4,854
应收帐款	5,841	5,495	6,879	8,267	9,572
库存	5,751	5,855	7,096	8,377	9,532
其他流动资产	1,415	1,454	1,789	2,139	2,466
流动资产总计	15,332	18,081	19,625	22,533	26,424
固定资产	4,820	8,540	10,111	10,215	9,113
无形资产	1,104	1,091	1,078	1,066	1,054
其他长期资产	381	381	383	385	387
长期资产总计	6,305	10,012	11,572	11,666	10,555
总资产	21,636	28,093	31,197	34,199	36,979
应付帐款	2,865	2,769	3,471	4,237	4,985
短期债务	6,478	3,778	4,578	4,878	4,878
其他流动负债	3,490	3,161	3,907	4,653	5,388
流动负债总计	12,833	9,708	11,955	13,768	15,250
长期借款	2,340	2,340	2,340	2,340	2,140
其他长期负债	1,689	1,589	1,500	1,500	1,500
股本	4,538	6,538	6,538	6,538	6,538
储备	221	7,892	8,825	9,997	11,476
股东权益	4,759	14,430	15,363	16,535	18,014
少数股东权益	16	26	40	56	74
总负债及权益	21,636	28,093	31,197	34,199	36,979
每股帐面价值(人民币)	1.05	2.21	2.35	2.53	2.76
每股有形资产(人民币)	0.81	2.04	2.18	2.37	2.59
每股净负债/(现金)(人民币)	1.43	0.13	0.47	0.53	0.33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,329	1,147	1,306	1,661	2,094
折旧与摊销	370	590	903	1,233	1,533
净利息费用	456	236	305	347	337
运营资本变动	(1,228)	(162)	(1,558)	(1,549)	(1,359)
税金	(145)	(347)	(196)	(266)	(335)
其他经营现金流	0	(1)	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	783	1,465	757	1,426	2,268
购买固定资产净值	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)	(420)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)	(420)
净增权益	0	9,000	0	0	0
净增债务	1,080	(2,800)	711	300	(200)
支付股息	0	(178)	(118)	(165)	(207)
其他融资现金流	238	(236)	(305)	(347)	(337)
融资活动产生的现金流	1,318	5,785	288	(212)	(744)
现金变动	24	2,953	(1,416)	(111)	1,104
期初现金	2,300	2,324	5,277	3,861	3,750
公司自由现金流	(1,247)	(2,756)	(1,612)	177	1,934
权益自由现金流	(670)	(5,869)	(1,297)	53	1,311

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	22.2	18.5	23.4	24.7	25.6
息税前利润率	18.1	11.7	15.0	15.2	15.4
税前利润率	14.5	13.4	12.1	12.8	13.9
净利率	13.0	9.2	10.2	10.6	11.6
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.9	1.6	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	3.3	3.2	4.1	4.7	5.5
净权益负债率(%)	136.0	5.8	19.8	20.9	12.0
速动比率(倍)	0.7	1.3	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	19.2	41.6	29.9	23.8	18.9
核心业务市盈率	19.2	41.6	29.9	23.8	18.9
目标价对应核心业务	22.4	48.7	35.0	27.9	22.1
市盈率					
市净率	4.8	2.3	2.1	2.0	1.8
价格/现金流	29.1	22.4	43.3	23.0	14.5
企业价值/息税折旧前	14.4	21.2	14.2	11.3	9.1
利润					
周转率					
存货周转天数	329.6	330.0	299.2	298.2	298.7
应收帐款周转天数	225.9	240.8	209.1	212.9	216.6
应付帐款周转天数	127.7	119.7	105.4	108.4	112.0
回报率(%)					
股息支付率	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	32.9	8.2	7.4	8.6	10.1
资产收益率	7.1	2.8	4.7	5.1	5.5
已运用资本收益率	14.5	6.3	8.0	8.9	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371