

## 故事的另一面

- 投资价值正在体现

最近我们赴公司进行实地调研,与管理层就 2011 半年业绩及未来前景做了深入交流。仅从半年的 EPS 8.5 厘上看,公司业绩的确令人失望,但在国家将加大核电行业的投入力度的假设条件下,也许能够看到故事的另一面。

### 一. 公司 2011 上半年业绩分析

#### 1. 公司 2011 上半年总体经营情况

	2011. 第一季度	2011 第二季度	2011 上半年
总营收(百万元)	1,325.82	1,793.22	3,119.0
毛利(百万元)	282.01	398.90	680.9
毛利率	21.3%	22.2%	21.8%
净利润	21.51	39.14	60.6
归属母公司净利润(百万元)	21.51	34.34	55.8
净利润率	1.6%	2.2%	1.9%
EPS(元)	0.0033	0.0053	0.0085

	2010. 第一季度	2010. 第二季度	2010. 上半年
总营收(百万元)	1,446.45	1,522.49	2,968.9
毛利(百万元)	469.47	462.54	932.0
毛利率	32.5%	30.4%	31.4%
净利润	91.56	207.32	298.9
归属母公司净利润(百万元)	92.12	208.36	300.5
净利润率	6.3%	13.6%	10.1%
EPS(元)	0.0141	0.0319	0.0460

中国一重  
(601106)

调升

买入

分析师: 徐纘

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: Thursday, September 29, 2011

股价表现(截止到 2011.9.26)



	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.12	0.148	0.187	0.256

2011-2013 年总股本 6,538 百万股

	半年同比增减
总营收(百万元)	5.1%
毛利(百万元)	-26.9%
毛利率	减少 9.6 个百分点
净利润	-79.7%
归属母公司净利润(百万元)	-81.4%
净利润率	减少 8.1 个百分点
EPS(元)	-81.4%

## 2. 分产品营收及占比情况

分产品营收(百万元)	2010	2010. 上半年	2011. 上半年	增减
冶金设备	2,493.40	709.34	707.04	-0.32%
核能设备	1,414.17	318.26	526.62	<b>65.47%</b>
重型压力设备	1,933.58	811.09	838.29	3.35%
大型铸锻件	1,918.92	849.02	684.05	-19.43%
锻压和矿山设备	273.37	61.18	114.54	<b>87.22%</b>
其它	557.79	220.05	248.50	12.93%

营收占比总营	2010	2010. 上半年	2011. 上半年	增减
冶金设备	29.02%	23.89%	22.67%	减少 1.22 个百分点
核能设备	16.46%	10.72%	16.88%	<b>增加 6.16 个百分点</b>
重型压力设备	22.51%	27.32%	26.88%	减少 0.44 个百分点
大型铸锻件	22.34%	28.60%	21.93%	减少 6.67 个百分点
锻压和矿山设备	3.18%	2.06%	3.67%	<b>增加 1.61 个百分点</b>
其它	6.49%	7.41%	7.97%	<b>增加 0.56 个百分点</b>

## 3. 分产品毛利及贡献情况

分产品毛利	2010	2010. 上半年	2011. 上半年	增减
冶金设备	371.94	154.15	64.22	-58.34%
核能设备	527.02	110.18	207.01	<b>87.88%</b>
重型压力设备	485.07	255.81	226.27	-11.55%
大型铸锻件	740.54	398.04	134.85	-66.12%
其它产品(锻压等)	47.75	13.83	48.55	<b>250.98%</b>

分产品毛利贡献	2010	2010. 上半年	2011. 上半年	增减
冶金设备	17.12%	16.54%	9.43%	减少 7.11 个百分点
核能设备	24.26%	11.82%	30.40%	增加 18.58 个百分点
重型压力设备	22.33%	27.45%	33.23%	增加 5.78 个百分点
大型铸锻件	34.09%	42.71%	19.80%	减少 22.90 个百分点
其它产品(锻压等)	2.20%	1.48%	7.13%	增加 5.65 个百分点

#### 4. 分产品毛利率情况

分产品毛利率	2010	2010. 上半年	2011. 上半年	增减
冶金设备	14.92%	21.73%	9.08%	减少 12.65 个百分点
核能设备	37.27%	34.62%	39.31%	增加 4.69 个百分点
重型压力设备	25.09%	31.54%	26.99%	减少 4.55 个百分点
大型铸锻件	38.59%	46.88%	19.71%	减少 27.17 个百分点
其它产品(锻压等)	8.56%	4.92%	13.37%	增加 8.45 个百分点

#### 5. 分产品业绩分析

- (1) **冶金设备**: 报告期, 无论在营收、营收占比总营, 如与去年同期相比都无太大变化。变化显著的是毛利、毛利占比总毛利和毛利率。报告期, 冶金设备的毛利是 64.22 百万元, 同比下降超过 58%; 占比总毛利由去年同期的 16.5% 剧降至 9.4%, 毛利率也由去年同期的 21.7% 降至 9.1%。

业绩发生如此变化的原因: (a) 原材料价格的上扬。比如: 就平均而言, 钢材的价格今年以来上扬幅度接近 10%。煤价今年也有一定幅度上升, 大约 3.6%。除原材料之外, 人工成本的上升也是原因之一。(b) 市场竞争加剧导致公司产品的售价不得不有所下调。另外, 公司冶金总包业务上半年占比总的冶金设备业务大约 1/7, 总包的毛利率较低, 大约在 5% 上下。这拉低了冶金设备的整体毛利率。

公司目前的总包业务主要是通过由其它厂家做, 公司仅收管理费的形式, 因而毛利较低。公司目前采用这个形式的目的在于积累做总包的经验, 为将来完全由自己做总包做准备。公司的目标是未来总包业务占比整个冶金设备业务的 50%。总包完全自做后, 毛利将会有一定程度的上升。

我们认为, 冶金设备的低毛利率状况至少今年下半年不会有实质性的改变。进入 2012-2013 年, 随着公司逐渐开始自做总包业务, 冶金设备的总体毛利率将会有一定程度上升, 但难现实质性上升。我们认为能维持在 10-12% 已属不错。

- (2) **核能设备**: 这是报告期的一个亮点。无论在营收、营收占比、毛利、毛利贡献以及毛利率上, 核能设备同比都显示大幅上扬。营收 526.6 百万元, 增长超过 65%; 营收占比增加 6.2 个百分点, 毛利增长接近 88% (远超营收的增长), 毛利贡献 30.4%, 增加 18.6 个百分点; 毛利率 39.3%, 增加 4.7 个百分点。

原因：(a)上半年确认了部分军品的收入，军品的毛利稍高一些。(b)由于核能设备的交货期比较长，上半年交货的产品所用原材料，有部分是在年前进的，去年以来原材料价格的大幅上扬的负面影响不大。(c)出于通胀的因素，订货方在订货价格上有所考虑。(d)交货的产品中，成套的数量有所上升，毛利自然也就高一些。

我们相信中国的国情决定了弃核电是不可能的。在运营、在建的不算，中国未来继续建造二代加技术的核电站几无可能。业内企业的在手订单中，原本提供给二代加技术的核电站的主设备，现已基本为业主要求改为三代 AP1000 的了。如果政策的目标是 2020 年核电装机容量为 60GW 的话(从原先的 86GW 下调下来。安全固然是一个原因，更重要的是如果钉住 86GW，从现在到 2020 年就要建造大约 44 座三代技术的核电站。按照中国目前的技术水平，这几乎是不可能的。不是不想达到装机 86GW，实在是技术的提升是需要时间和投入的。)，从现在到 2020 年的 9 年里还将建造 19 座 AP1000 的核电站，这势必推动国家加大对整个核电行业的投入，我们认为公司将成为最受益者之一，公司未来核能设备的毛利率再上一个台阶并非小概率事件。

- (3) 重型压力容器: 营收及营收占比与去年同期相比无太大变化。营收 838.29 百万元, 增长 3.3%; 营收占比 26.9%, 同比减少 0.4 个百分点。毛利 226.27 百万元, 同比下降 11.5%; 毛利贡献 33.2%(分产品中毛利贡献最大), 同比增多 5.8 个百分点。毛利率下降 4.5 个百分点。

原因：市场竞争加剧导致销售价格下降是主因。不过公司在该产品上的在手订单充足，2011-2012 年的营收及利润能在一定程度上得到保证。重型压力容器未来仍将是未来公司营收和毛利的最重要贡献者之一。

公司的重型压力容器主要是用于石化行业的加氢裂化反应器，其业绩的好坏与我国石化行业未来的发展趋势密切相关。在“十一五”期间，我国石化装备的国产化率已获大幅提高：1,000 万吨/年炼油设备的国产化率已达到 90%以上，100 万吨/年乙烯设备国产化率已达到 75%以上。

未来我国新建炼油项目的起步规模都要达到 1,000 万吨/年之上。2015 年，全国炼油企业平均炼油能力将提高到 600 万吨/年，形成若干个 2,000 万吨/年的大型炼油基地。2015 年，国内规划的乙烯产能达到 2,200-2,300 万吨，“十二五”期间将新建乙烯装置 7-800 万吨，继续提高百万吨乙烯装置成套设备质量和运行稳定性，国产化率则由目前的 80%提高到 90%。

若想要实现上述目标，千万吨级炼油、百万吨级乙烯、大化肥、大型煤化工等成套设备的建设将不得不成为重点。这为像中国一重这样的在国内首屈一指的大型加氢裂化反应器的制造企业开辟了广阔的空间。

公司在煤化工设备领域的进展相对缓慢。

- (4) 大型铸锻件: 报告期内，同比的话，这项业务的表现相对是最弱的。营收 684.0 百万元，同比大幅下降接近 20%; 营收占比总营下降 6.7 个百分点。毛利 134.8 百万元，同比下降超过 66%; 毛利率 19.8%，同比减少 22.9 个百分点。

原因：(a)2011上半年，市场竞争的激烈时的大型铸锻件价格的波动非常剧烈，原来售价7万元/吨，现仅售4万元/吨，价格下浮40%。受负面影响最大的是用于火电设备的铸锻件。受到宏观调控等因素的影响，上半年火电投资减少，公司获得火电铸锻件(尤其是用于制造火电转炉的铸锻件)订单减少，且价格下行严重。(b)接单制造的程序与以往有所不同，交货期的缩短使得合同价格的谈判往往是放在原材料采购之后，于是公司在原材料普遍上扬的情况下就比较波动。

一般而言，公司的大型铸锻件业务中，铸件的毛利率低于锻件的毛利率。而锻件中，大型的锻件占比较高的话，整体毛利率就会被带上去。另外，在大型锻件的制造过程中，如果对废品率的控制比较好的话，毛利率自然也会提高。

根据目前在手订单的状况，公司力争下半年在上述几个方面有所改进，使得大型铸锻件全年的毛利率达到25%。

- (5) 锻压设备：上半年锻压设备营收104.0百万元，同比大幅上扬超过180%，该产品毛利率并未披露，但应该不会比公司的冶金业务的整体毛利率高多少。公司的锻压设备产品主要用作汽车的顶盖，因而与汽车行业的景气度有一定关联性。这项业务存在不确定性和不可持续性，不能对其未来抱有太多的乐观。
- (6) 三项费用：(a)管理费同比上涨9.3%，主要是由于研发费用增加了26百万元，如果扣除这笔开支，管理费用同比上扬3.1%，应属正常。(b)销售费用：同比上升超过19%。原因在于展览费用同比上升539%，职工薪酬同比增长了86%，业务费用增加了43%，广告费用增加了43%。市场状况不佳，促销方面的开支就会上升，这不令人感到意外。(c)财务费用减少的原因在于公司上市后，超募的资金被用以归还银行贷款，利息费用支出自然减少。

三项费用	2010	2010.1-6	2011.1-6	增减
管理费用	1,068.52	422.64	461.81	9.3%
销售费用	102.66	38.62	46.06	19.3%
财务费用	236.46	140.93	90.88	-35.5%
三项费用占比总营	2010	2010.1-6	2011.1-6	增减
管理费用	12.4%	14.2%	14.8%	0.6%
销售费用	1.2%	1.3%	1.5%	0.2%
财务费用	2.8%	4.7%	2.9%	-1.8%

## 二. 估值

### 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%

## 2. 分产品营收预测(单位:百万元,比率数据除外)

	2010	2011E	2012E	2013E
冶金业务	2,493.40	3,191.55	3,989.44	4,986.80
增长率	-	28%	25%	25%
成本	2,121.47	2,866.02	3,558.58	4,418.31
毛利	371.94	325.54	430.86	568.50
毛利率	14.92%	10.20%	10.80%	11.40%
核能业务	1,414.17	1,668.73	2,169.34	3,145.55
增长率	-	18%	30%	45%
成本	887.15	992.89	1,258.22	1,730.05
毛利	527.02	675.83	911.12	1,415.50
毛利率	37.27%	40.50%	42%	45%
重型压力容器	1,933.58	2,687.68	3,359.60	4,367.48
增长率	-	39%	25%	30%
成本	1,448.51	1,958.51	2,452.51	3,188.26
毛利	485.07	729.17	907.09	1,179.22
毛利率	25.09%	27.13%	27%	27%
大型铸锻件	1,918.92	2,154.56	2,585.48	3,231.84
增长率	-	12.28%	20%	25%
成本	1,178.38	1,611.61	1,892.57	2,320.46
毛利	740.54	542.95	692.91	911.38
毛利率	38.59%	25.20%	26.80%	28.20%
	2010	2011E	2012E	2013E
总营收	8,591.23	10,780.58	12,876.44	16,735.82
增长率	-	25.48%	19.44%	29.97%
成本	6,418.90	8,366.94	9,872.66	12,580.90
毛利	2,172.33	2,413.64	3,003.79	4,154.92
毛利率	25.29%	22.39%	23.33%	24.83%
分产品营收占比	2010	2011E	2012E	2013E
冶金	29.02%	29.60%	30.98%	29.80%
核能	16.46%	15.48%	16.85%	18.80%
重型压力容器	22.51%	24.93%	26.09%	26.10%

大型铸锻件	22.34%	19.99%	20.08%	19.31%
-------	--------	--------	--------	--------

### 3. Income Statement Projection(2011-2013)

	2010	2011E	2012E	2013E
营收(Gross)	8,591.23	10,780.58	12,876.44	16,735.82
- 销售税	65.18	75.46	90.14	117.15
营收(Net)	8,526.05	10,705.11	12,786.31	16,618.67
- 被售商品成本	5,605.71	8,291.48	9,782.52	12,463.75
毛利	2,920.35	2,413.64	3,003.79	4,154.92
- SG&A	1,171.18	337.91	405.51	540.14
EBITDA	1,749.17	2,075.73	2,598.28	3,614.78
- 折旧	699.13	1,124.04	1,355.35	1,828.05
- 摊销	48.89	58.88	70.32	91.40
EBIT	1,001.15	892.81	1,172.60	1,695.33
+ 其它营业收入	0.74	0	0	0
营业收入	1,001.89	892.81	1,172.60	1,695.33
+ 非营业活动收益	536.36	679	819	982.80
- 非营业活动损失	154.68	107.05	127.86	166.19
其中: 资产减值	131.29	0.00	0.00	0.00
其它损失	23.39	0.00	0.00	0.00
- 财务费用	236.46	185.74	244.09	287.29
税前收入	1,147.12	1,386.07	1,747.52	2,390.83
- 收入税	346.68	415.82	524.26	717.25
异常项、非延续运营等前收入	800.44	970.25	1,223.26	1,673.58
- 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
净利润	800.44	970.25	1,223.26	1,673.58
- 小股东利润	10.63	0	0	0
归属母公司股东利润	789.81	970.25	1,223.26	1,673.58
总股本	6,538.00	6,538.00	6,538.00	6,538.00
EPS	0.12	0.148	0.187	0.256
增长率	-	22.8%	26.1%	36.8%
净利润率	9.0%	9.0%	9.5%	10.0%

六. 结论: 在目前的市场环境下, 给予 28 倍市盈率, 并且在国家将于明年早些时候重启核电新项目审批的假设条件下, 2011、2012 和 2013 目标价分别是 4.15 元, 5.24 元和 7.17 元, 予以“买入”评级。

## 附：中国一重股票表现分析

评估一个股票的投资价值，不能不考查其走势与大市走势之间的关系，毕竟大市一旦下行，于是就“泥沙俱下”是中国股市中大小股票的不二选择。

表一. Standard Deviation(数据范围:2010.2.9. ~ 2011.9.5.)

	中国一重	二重重装	东方电气	上海电气	沪深 300 指数
日数据	2.07%	2.95%	2.49%	2.03%	1.45%
周数据	4.23%	6.48%	5.07%	4.24%	2.93%

来源: Wind, 东海证券研究所

表二.  $\beta$  值(数据范围: 2010.2.9. ~ 2011.9.5.)

	中国一重	二重重装	东方电气	上海电气	沪深 300 指数
日数据	0.7801	1.1455	1.0826	0.9443	1
周数据	0.7083	1.2192	1.0383	1.0246	1

来源: Wind, 东海证券研究所

解读: 就平均而言, 公司股价的日收益和周收益的分布较之沪深 300 指数(如果以沪深 300 指数代表大市)的更广, 也就是说风险更大。但如若与同业竞争者相比较, 公司股价的日收益和周收益 $\leq$ 它的同业竞争者(收益分布最大的是二重重装, 其次是东方电气)。

公司的  $\beta$  值, 无论是由日数据还是周数据所得, 都小于 1(沪深 300 指数的  $\beta=1$ ), 这说明公司的股价收益的波动在 2010/2/9 ~ 2011/9/5 这段时间内, 小于大市收益的波动。当大市收益波动 1%, 公司股价收益仅波动 0.71%-078%。公司股价收益的波动也小于它的同业竞争者。

表三. Standard Deviation(数据范围:2011.3.11. ~ 2011.9.5.)

	中国一重	二重重装	东方电气	上海电气	沪深 300 指数
日数据	2.03%	2.47%	2.02%	1.56%	1.16%
周数据	4.25%	5.62%	4.13%	3.14%	2.32%

来源: Wind, 东海证券研究所

表四.  $\beta$  值(数据范围: 2011.3.11. ~ 2011.9.5.)

	中国一重	二重重装	东方电气	上海电气	沪深 300 指数
日数据	1.0870	1.1913	1.1264	0.9468	1
周数据	0.7971	1.1100	0.9676	0.8060	1

来源: Wind, 东海证券研究所

将数据范围缩小在 2011.3.11. ~ 2011.9.5(即: 发生日本 3.11. 核泄漏事故之后), 中国一重的日股价和周股价收

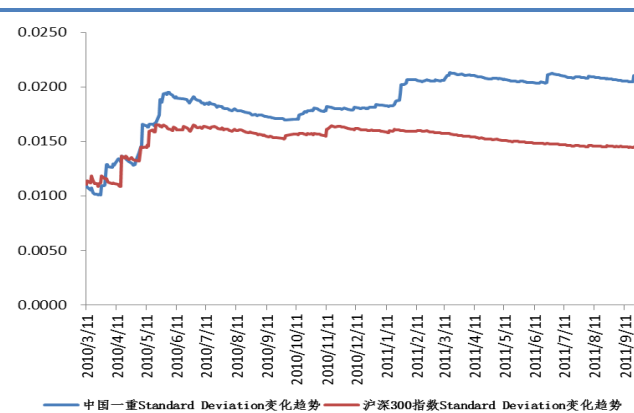


益的分布与数据范围在 2010.2.9. ~ 2011.9.5. 基本一致。

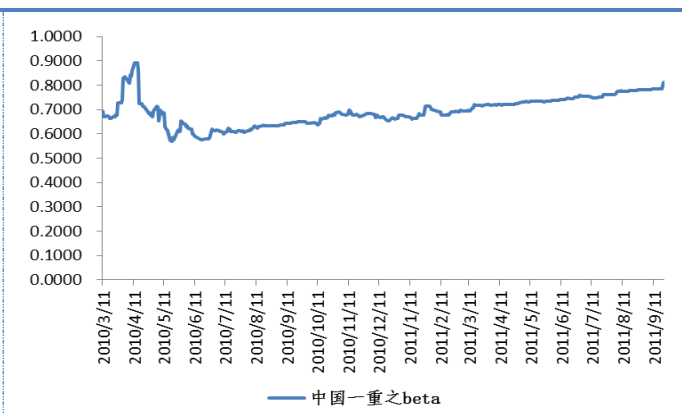
值得注意的是，公司股价日收益的波动在 2011.3.11. ~ 2011.9.5. 范围内，如与 2010.2.9. ~ 2011.9.5. 时间范围内的波动相比较，则发生较大变化。前者接近 1.09，强于大市的波动，而后者仅为 0.78 左右，弱于大市的波动。股价周收益的波动则变化不明显。

公司同业竞争者的股价收益分布，无论日数据还是周数据，在 2011.3.11. ~ 2011.9.5. 时间范围内与 2010.2.9. ~ 2011.9.5. 时间范围内相比，有所收窄，但不是很显著。

图一. 2011.3.11 以来 Standard Deviation 变化趋势

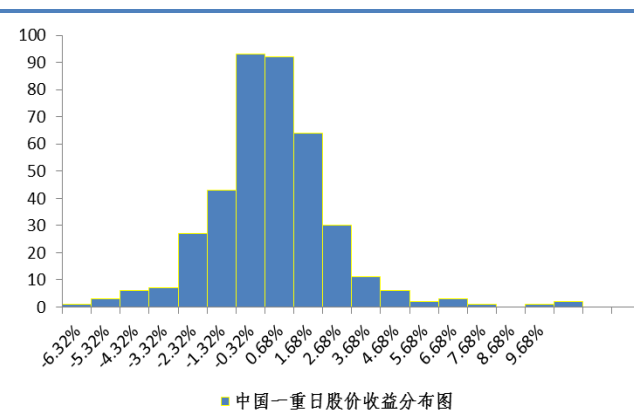


图二. 2011.3.11 以来中国一重  $\beta$  值之变化趋势

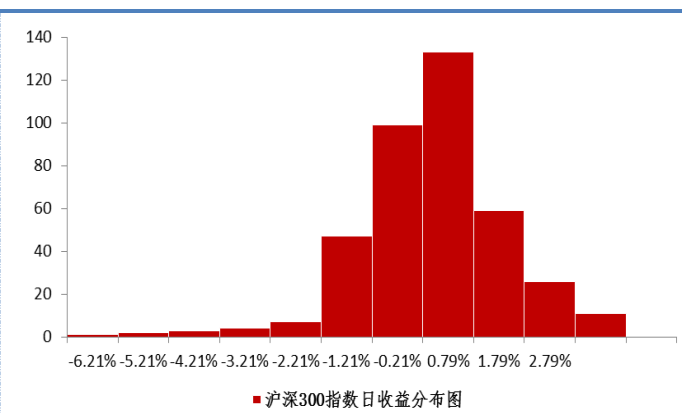


来源: Wind, 东海证券研究所

图三. 中国一重日股价收益分布图

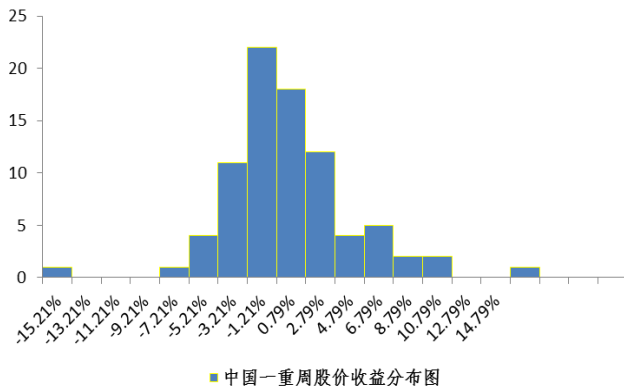


图四. 沪深 300 指数日收益分布图

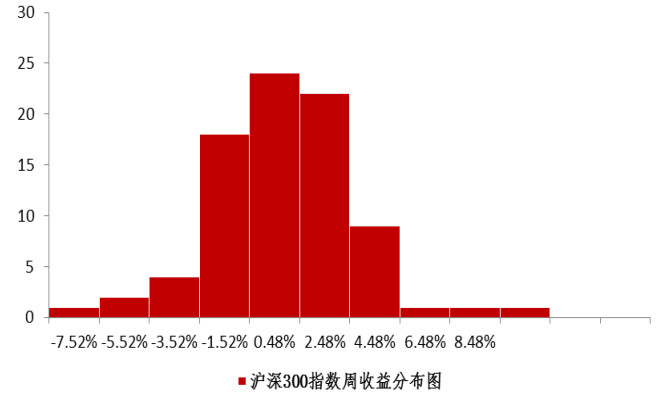


来源: 东海证券研究所

图五. 中国一重股价周收益分布图



图六. 沪深 300 指数周收益分布图



来源：东海证券研究所

结论：与 大市及其同业竞争者比较，无论从股价收益的分布还是股价收益的波动来看，中国一重的风险都不能说大。

**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**

<b>北京东海证券研究所</b>	<b>上海东海证券研究所</b>
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