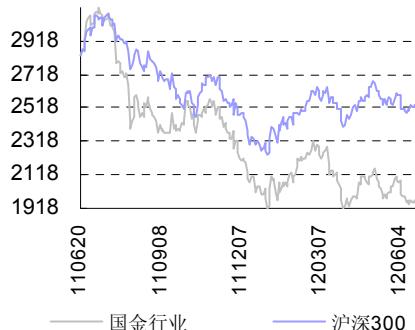


上市定价 (人民币): 4.80-5.50 元  
 目标价格 (人民币): 4.33-5.00 元  
 询价价格 (人民币): 3.90-4.50 元  
 长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

发行 A 股上限(百万股)	685.00
总股本(百万股)	2,055.00
国金重型机械指数	1946.69
沪深 300 指数	2552.61
上证指数	2292.88



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.499	0.398	0.333	0.391	0.433
每股净资产(元)	2.08	1.71	2.61	2.92	3.35
每股经营性现金流(元)	0.51	-0.27	0.24	0.46	0.51
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率(%)	58.74%	27.28%	11.63%	17.36%	10.88%
净资产收益率(%)	24.03%	23.27%	12.74%	13.41%	12.94%
总股本(百万股)	1,288.00	2,055.00	2,740.00	2,740.00	2,740.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- 公司前身系洛阳矿山机器厂, 是我国“七大重机厂”之一, 1993 年并入中信集团。经过 50 多年发展, 公司目前已成为国内最大的矿山机械制造企业和水泥设备制造企业, 2011 年实现营业收入 7,041 百万元, 同比增长 8.14%。
- 公司产品线涵盖建材装备、矿山装备、冶金装备、电力装备和节能环保装备等领域, 其高端装备的生产能力可为客户提供大型设备、大型成套技术装备及大型铸锻件, 具备较强的产品结构优势。其中矿山设备、建材设备与成套设备是公司的三项主要业务, 合计占 2011 年营业收入和毛利的比重分别为 75% 和 80%。
- 公司生产设备先进, “新重机”工程构建了以 18,500 吨自由锻造油压机为核心的高端重型装备制造工艺体系的系统工程; 主导产品均具备自主知识产权, 技术先进, 深得客户认可, 市场占有率高, 享有高于行业均值的毛利率和净利率水平。
- 公司此次公开发行不超过 6.85 亿股 A 股, 募集资金将主要用于高端电液智能控制装备制造项目、新能源装备制造产业化项目和节能环保装备产业化项目

## 盈利预测和估值

- 根据下游需求和公司订单情况, 我们预计公司 12~14 年营业收入分别为 8,054, 9,105 和 10,084 百万元, 同比分别增长 14.39%, 13.05% 和 10.75%; 净利润分别为 913, 1,071 和 1,188 百万元, 同比分别增长 11.63%, 17.36% 和 10.88%; 对应发行后全面摊薄的每股收益为 0.333, 0.391 和 0.433 元。
- 公司产品技术领先, 应用广泛, 有良好的盈利能力, 根据未来业绩预测增速, 我们给予公司 12 年 13~15 倍 PE 估值, 合理价值区间为 4.33~5.00 元, 我们建议的询价区间为 3.90~4.50 元, 较合理股价折让 10%。

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005  
 (8621)61038289  
 dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人  
 (8687)21485949  
 liuzj@gjzq.com.cn

## 风险提示

- 宏观行业波动风险; 政策影响; 原材料价格波动风险

## 内容目录

公司简介	4
市场需求与公司竞争力	6
矿山装备：受益于采掘业投资持续增长	6
建材装备：韬光养晦，等待下游回暖	9
节能环保装备：节能减排，规划利好	10
冶金装备：产业升级拉动高端市场需求	12
重型机械行业简介	13
行业现状	错误！未定义书签。
中信重工：深厚积累，继往开来	14
产品多样，技术领先	14
制造领先，装备先进	15
高端客户资源优势	16
订单充裕，增长有保障	17
盈利能力显著高于国内同行企业	17
风险提示	20
附录：三张报表预测摘要	21

## 图表目录

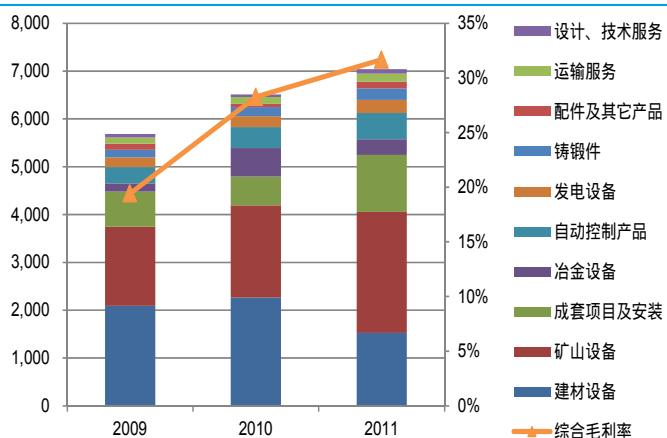
图表 1：公司收入构成及综合毛利率（百万元）	4
图表 2：市场份额（公司总产值/冶金矿山机械总产值）	4
图表 3：2011年主营收入构成	4
图表 4：2011年毛利构成	4
图表 5：公司产品结构	5
图表 6：公司发行前股权结构图	6
图表 7：采掘业固定资产投资及增速	7
图表 8：2011年各领域投资完成额（亿元）	7
图表 9：2011年采选业投资分布	7
图表 10：矿山机械行业收入	8
图表 11：公司矿山设备营业收入及其增速	8
图表 12：我国水泥产量及增速	10
图表 13：水泥专用设备产量及其增速	10
图表 14：节能中长期专项规划	11

图表 15: 公司建材设备业务销售收入 .....	12
图表 16: 冶金机械主要产品 .....	12
图表 17: 行业销售收入增速情况 .....	13
图表 18: 重型机械近年利润率 .....	14
图表 19: 2011 年重机行业主营收入前 6 名 (亿元) .....	14
图表 20: 行业集中度 .....	14
图表 21: 公司业务覆盖领域 .....	15
图表 22: 国内主要大型铸锻件制造企业设计产能对比 .....	16
图表 23: 公司主要合作伙伴 .....	17
图表 24: 公司目前在手订单结构 .....	17
图表 25: 公司 12 年新增订单结构 .....	17
图表 26: 毛利率对比 .....	18
图表 27: 净利率对比 .....	18
图表 28: 公司募投项目 .....	18
图表 29: 分项收入预测 .....	19

## 公司简介

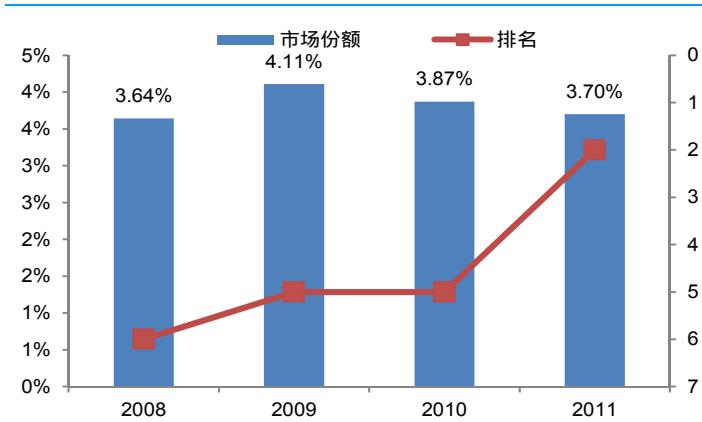
- 公司前身系洛阳矿山机器厂，是我国“七大重机厂”之一，1993年并入中信集团。经过50多年发展，公司目前已成为国内最大的矿山机械制造企业和水泥设备制造企业，2011年实现营业收入7,041百万元，同比增长8.14%。

图表1：公司收入构成及综合毛利率（百万元）



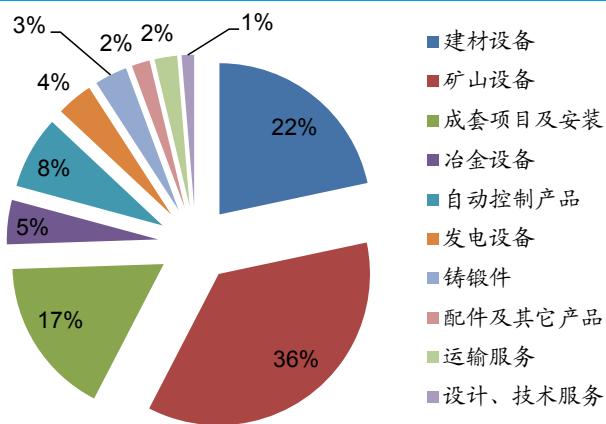
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表2：市场份额（公司总产值/冶金矿山机械总产值）



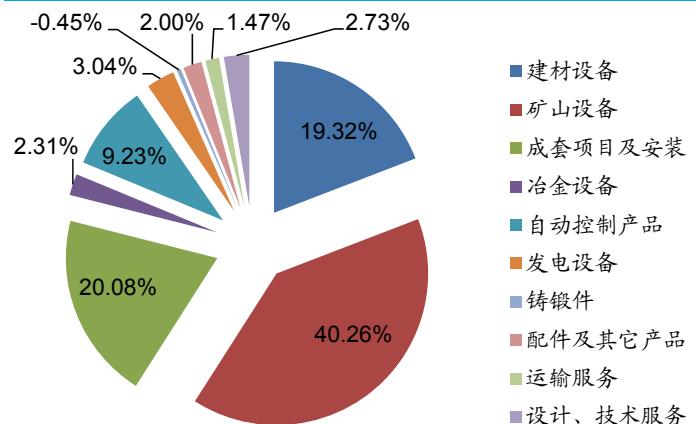
- 公司产品线涵盖建材装备、矿山装备、冶金装备、电力装备和节能环保装备等领域，其高端装备的生产能力可为客户提供大型设备、大型成套技术装备及大型铸锻件，具备较强的产品结构优势。其中矿山设备、建材设备与成套设备是公司的三项主要业务，合计占2011年营业收入和毛利的比重分别为75%和80%。

图表3：2011年主营收入构成



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表4：2011年毛利构成



- 随着以18,500吨油压机为核心的“新重机工程”的投产，公司铸锻件能力得以提升，将提高公司电力设备和铸锻件业务的竞争力。

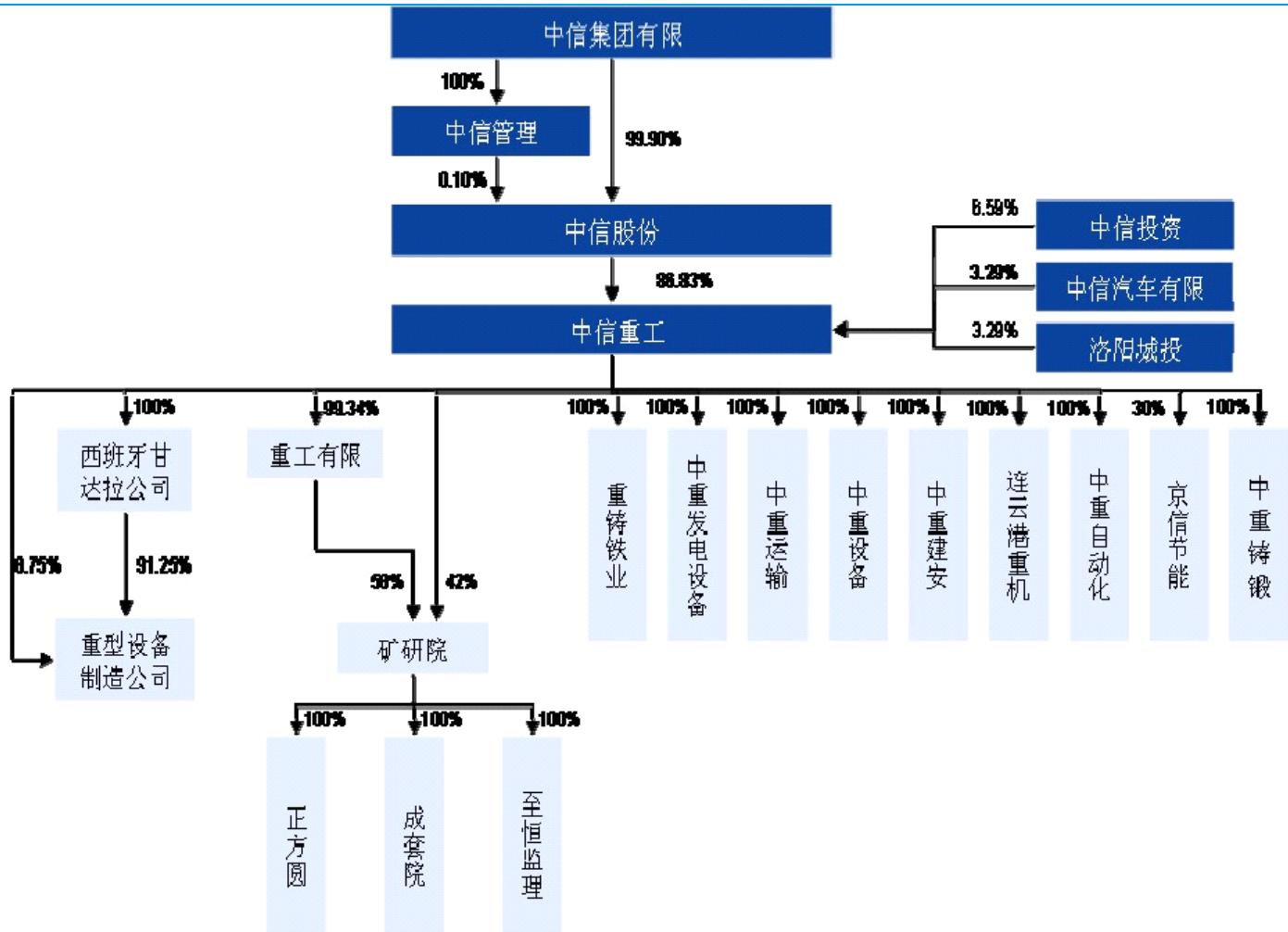
图表5：公司产品结构

产品领域	主导产品	产品地位
建材装备领域	新型干法水泥成套主线设备	公司荣获中国水泥机械龙头企业称号，全国建材机械制造20强中位列第一。
	大型立磨粉磨系统	是世界上唯一能够提供机电液成套矿渣立磨、原料立磨的厂家，是国内大型立磨的最大生产制造商。
矿山装备领域	大型露天矿成套破碎设备	最早研制露天矿用破碎站和露天采石场破碎站的企业
	大型矿井提升设备	国内市场占有率达85%以上。本公司年产600万吨级以上大型矿井提升设备技术在国内处于领先地位，并开发了国内最大的落地多绳、塔式多绳和液压防爆提升机
	超深矿建井钻机	开发了世界先进水平的AS12-800强力竖井钻机及AD130-1,000动力头钻机，对深埋于800-1,000米以上的煤矿开采提供了技术保障，国内市场占有率达到90%以上
	褐煤提质工艺及成套设备	褐煤提质工艺及成套设备。目前，褐煤提质尚属成套设备在国内率先由本公司成功推向市场，技术水平居国际领先地位。
	破碎设备	开发拥有自主知识产权的大型破碎机产品
金属、非金属矿山装备领域	磨矿装备	在矿磨制造领域，本公司的实力位居世界第一，大型磨矿装备国内市场占有率达80%以上。2009年，世界最大矿业公司——淡水河谷一次订购本公司23台大型磨机，显示了公司产品已经得到国际市场的认可
	超细碎高压辊磨装备	是国内第一家成功将适用于各种金属矿石的高压辊磨机推向市场的企业。
	大型高效洗选设备	具有自主知识产权的大型高效盘式过滤机，是物料处理过程中实现固液分离的设备。产品广泛应用于选煤、建材、化工、环保及冶金等行业的过滤脱水作业
	大型活性石灰设备	目前，750t/d以上规模的活性石灰国内市场占有率达80%以上
冶金装备领域	其他冶金设备	承担并完成了大型高速冷轧管机、大型矫直机、高速成套矫直设备等国家重大装备创新研制项目
	升船机和启闭机	
电力装备领域	大型铸锻件	完成了国内最大的铸锻件能力建设，建成了世界规格最大、最先进的18,500吨油压机和750吨·米操作机，其中最大单个铸件为520吨上横梁。公司目前可一次组织精炼钢水最大浇注能力达到900吨，具有完成600吨钢锭、660吨铸钢件和400吨锻件的制造及相应热处理的能力。
	大型水泥厂双压纯低温余热发电技术	发明的纯低温双压余热发电技术用于日产5,000吨水泥生产线，发电功率达到10,000kW，技术达到世界先进水平，国内市场占有率达到80%以上。
节能环保装备领域	水泥回转窑处理城市垃圾技术	

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司控股股东为中信股份，持有公司 86.83%的股份；而中信集团持有控股股东 99.90%的股份，间接持有公司 86.74%的股份，为公司实际控制人。中信集团有限公司是国有独资公司，除中信重工外，旗下还有中信机电制造公司等 12 家一级子公司。

图表6：公司发行前股权结构图



来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司此次发行前总股本为 2,055 百万股，拟发行不超过 685 百万股，发行后股份为 2,740 百万股，根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》规定，中信重工作为含国有股的股份有限公司，此次发行须按实际发行股份数量的 10% 将本公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有。发行后国有法人、全国社保基金和社会公众持股比例分别为 72.5%，2.5%，和 25%。

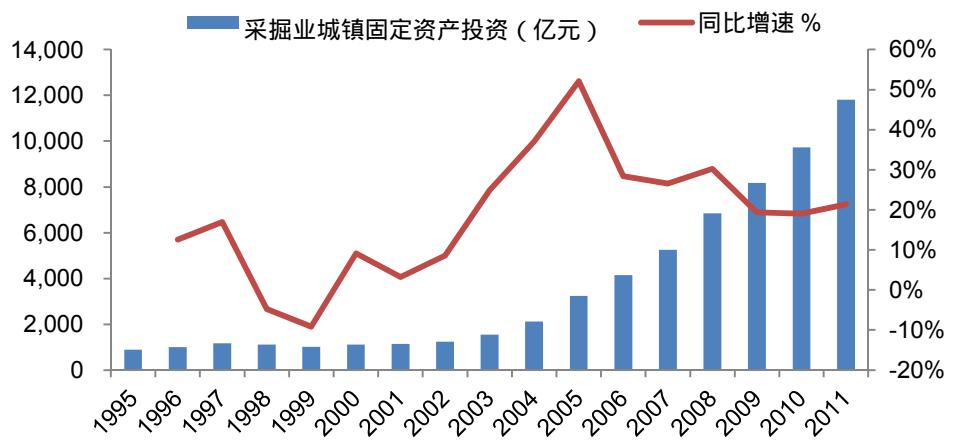
## 市场需求与公司竞争力

### 矿山装备：受益于采掘业投资持续增长

- 矿山机械：**按矿类应用可分为煤炭机械、金属矿山装备、非金属矿山装备等。按用途大致可以分为采掘设备、提升设备、窄轨运输设备、破碎粉磨设备、矿用筛分设备、洗选设备和焙烧设备 7 大类，30 小类，700 多个品种和千余种规格。公司是国内最大的矿山机械制造企业，产品种类丰富，覆盖范围广泛，在国内高端市场具备良好的竞争力。

- **采掘业投资持续增长：**近年来在我国基础工业和基础建设大发展的驱动下，采掘业一直保持景气，带动相关固定资产投资保持增长。2011年，我国采掘业固定资产投资达11,810亿元，同比增长21.4%；2005年来，投资的复合增速达24.09%。

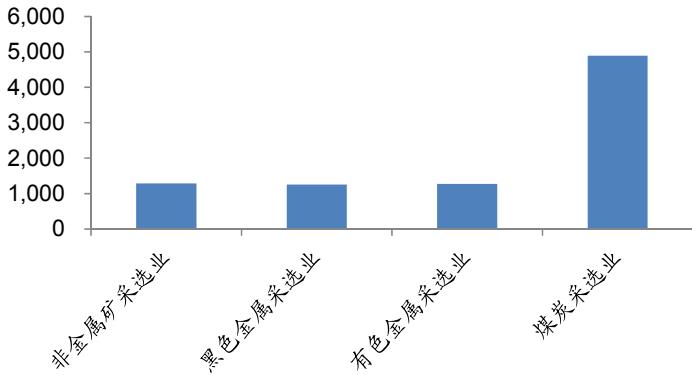
图表7：采掘业固定资产投资及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

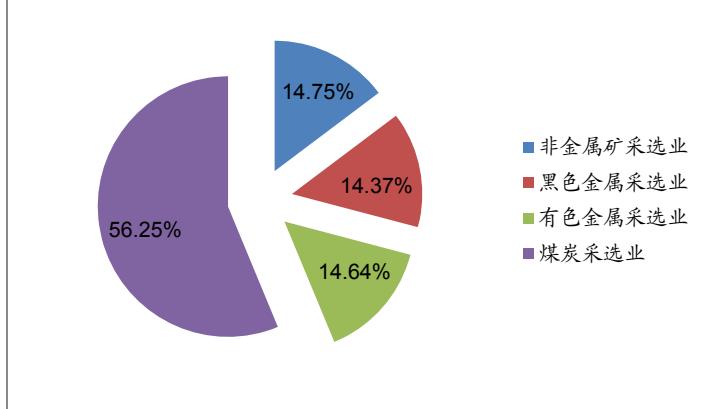
- **投资分布：**从各个资源领域看，投资力度最大的是煤炭行业，其投资完成额大约占采选业投资完成额的56%，黑色金属、有色金属和非金属矿采选业投资完成额比重大约在14%~15%。这与我国煤炭资源丰富，其它金属和非金属矿产相对贫乏有关。

图表8：2011年各领域投资完成额（亿元）



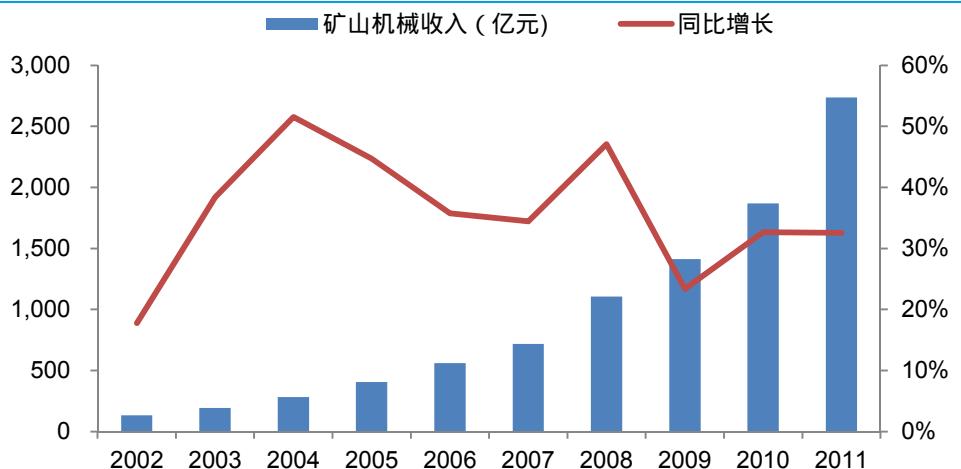
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表9：2011年采选业投资分布



- **矿山机械产销两旺：**受益于下游投资热情，矿山机械也一直持续景气，根据统计，2011年行业销售规模达到2,737亿元，同比增长32.55%，体现出旺盛的市场需求。在发展趋势上，“十二五”期间，我国矿山机械将重点支持发展大型露天矿山成套设备、大型矿用挖掘机、电牵引采煤机、提升机等，公司产品符合未来投资发展趋势，前景看好。

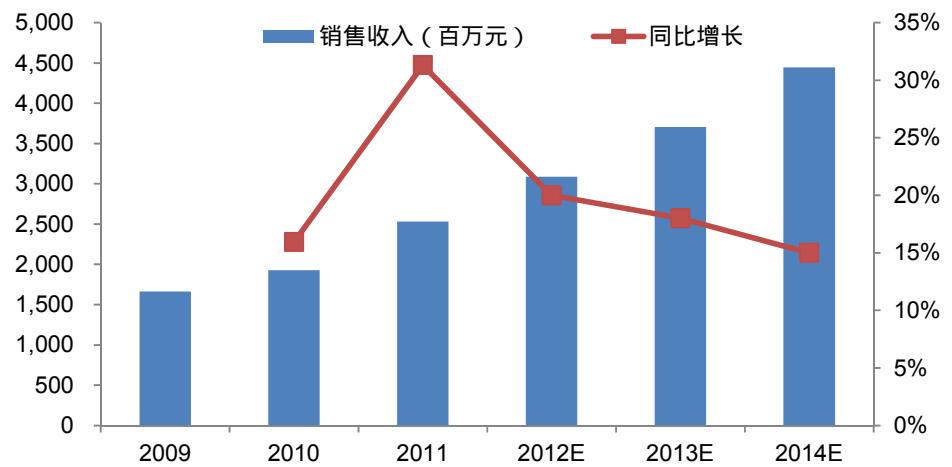
图表10: 矿山机械行业收入



来源: WIND, 国金证券研究所

- 公司 11 年矿山设备收入 25.3 亿元, 占总销售额的 35.93%。结合行业发展趋势和公司优势, 在行业投资增速保持和竞争格局稳定的前提下, 我们判断在未来 2 年公司矿山设备设备可以保持 15-20%左右的增速。

图表11: 公司矿山设备营业收入及其增速



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 目前世界上排名前十位的矿山机械制造商占据了中国之外 85%的市场份额, 整个产业的控制权集中于少数企业手中。就国内市场而言, 公司和太原重工等大型设备制造厂在竞争中处于有利地位。
- **公司产品竞争力:** 在煤炭装备领域, 公司可提供年产千万吨级及以上露天矿成套破碎设备、大型矿井提升设备、超深矿建井钻机、褐煤提质工艺及成套设备、年产 600 万吨级洁净煤设备等。
  - **大型露天矿成套破碎设备:** 是国内最早研制露天矿用破碎站和露天采石场破碎站的企业。主要产品为用于大型露天煤矿的半连续开采工艺系统, 公司曾为元宝山、霍林河、宝日希勒等露天煤矿提供 1,000-3,000t/h 系列固定、半固定破碎站
  - **大型矿井提升设备:** 大型提升机的国内市场占有率达 85%以上。公司年产 600 万吨级及以上大型矿井提升设备技术在国内处于领先地位, 并开发了国内最大的落地多绳、塔式多绳和液压防爆提升机。公司研制的国内最大的 JKMD6.2 × 4 落地多绳提升机、JKM4.5 × 6 塔式提升

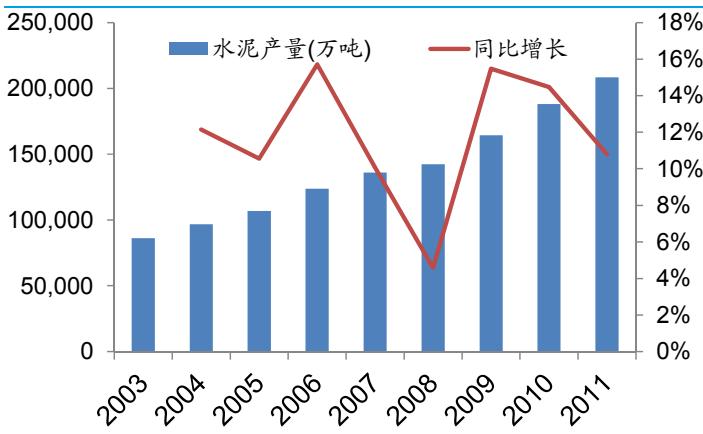
机和 2JKYB-3.5 × 1.7J 液压防爆提升机等，用于装备千万吨级大型、特大型煤矿。

- **超深矿建井钻机：**开发了世界先进水平的 AS12-800 强力竖井钻机及 AD130-1,000 动力头钻机，解决了含大涌水流砂层、膨胀性泥岩层、破碎卵石层等易塌方地层中的钻凿竖井难题，对深埋于 800-1,000 米以上的煤矿开采提供了技术保障，国内市场占有率达到 90%以上。
- **褐煤提质工艺及成套设备：**开发研制了国内首台用于褐煤提质工业化生产的高压对辊成型机目前，褐煤提质用高压成型装备在国内率先由本公司成功推向市场，技术水平居国际领先地位。
- 在其它采矿业领域，公司可提供年产千万吨级破碎设备、磨矿设备、超细碎高压辊磨装备、高效洗选设备等。
- **破碎设备：**拥有自主知识产权的大型破碎机产品，技术指标达到国外同类产品的性能 2009 年，公司向淡水河谷出口两台 PXZ1500II 国内最大规格旋回破碎机。
- **磨矿装备：**是目前世界最大的矿磨装备研究开发和制造企业，研发了全系列自磨机、半自磨机、球磨机、棒磨机，制造技术达到国际领先水平。公司为澳大利亚 CP MINING 铁矿项目研制的拥有完全自主知识产权的球磨机、自磨机标志着我国大型磨机进入世界矿业设备高端市场。在矿磨制造领域，公司的实力位居世界第一，大型磨矿装备国内市场占有率达 80%以上。2009 年，世界最大矿业公司——淡水河谷一次订购公司 23 台大型磨机，显示了公司产品已经得到国际市场的认可。
- **超细碎高压辊磨装备：**是国内第一家成功将适用于各种金属矿石的高压辊磨机推向市场的企业。公司研制的大型高效辊压磨系统及装备以料层粉碎取代颗粒破碎，是国际首推的节能新技术。2007 年，公司大型辊压机荣获“中国名牌产品”称号。
- **大型高效洗选设备：**自主知识产权的大型高效盘式过滤机，是物料处理过程中实现固液分离的设备。产品广泛应用于选煤、建材、化工、环保及冶金等行业的过滤脱水作业，实现了无底流配料，特别是在氧化铝行业，能耗指标比国际同类盘式过滤机低 25-30%，比国内同等系统能耗降低 50-60%。

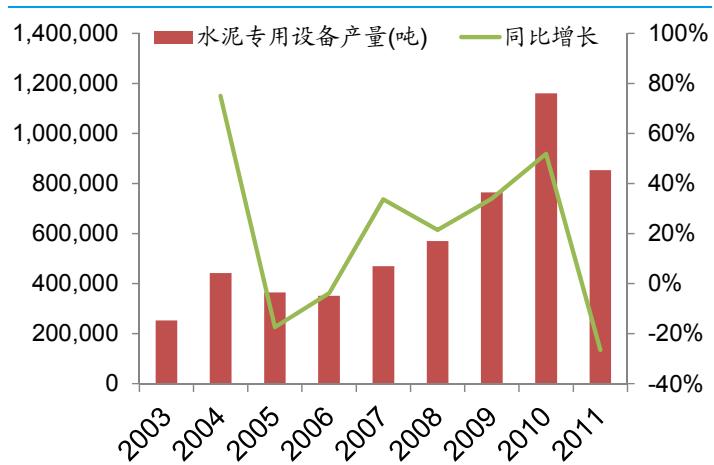
### 建材装备：韬光养晦，等待下游回暖

- 水泥设备主要有大型水泥成套系统、大型立磨系统、水泥磨机、辊压机、大型回转窑、大型减速器等。
- 水泥设备的需求主要由水泥产品的需求决定。而水泥产品作为具有代表性的周期品，其需求与宏观经济形势和基建投资密切相关。短期内我国水泥行业依然受产能过剩的问题困扰，但长期来看，我国经济将依然保持增长，城市化率、公路等基础设施建设和发达国家依然有一定距离，相关固定资产投资也将保持增长，对水泥的需求并不会有大幅衰减。
- 2011 年我国水泥产量达 20.85 亿吨，同比增长 10.79%；水泥专业设备产量 85.35 万吨，同比下滑 26.48%。水泥设备产量下滑和受水泥产能过剩影响，水泥行业放缓与产业投资有关，伴随着淘汰落后产能和节能减排工程的实施，水泥行业在度过此段低迷时期后可能有望扩大其在水泥设备上的需求。

图表12：我国水泥产量及增速



图表13：水泥专用设备产量及其增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 从世界范围来看，在过去的 10 年里，亚洲水泥产量增长了 200%以上，是世界水泥产量增长最快的地区。其次为非洲，再次为东欧国家。以“金砖四国”为代表的新兴市场国家的经济强劲增长带动了这些国家水泥业的长足发展。
- 水泥设备供给方面，国内新型干法已形成 2,000t/d ~ 12,000t/d 系列生产线的技术与装备，5,000t/d 以下的技术装备已经实现国产化。在加大淘汰立窑生产线力度的同时，新型干法水泥生产线由 2000 年的 135 条增加到 2010 年的 1,300 多条。以公司为代表的国内水泥设备生产企业在技术方面已经达到国际先进水平，产品在满足国内水泥生产的同时，还出口到出口至中东、印度、印度尼西亚、澳大利亚、巴基斯坦、泰国等国家。
- 生产能力：公司建材装备领域产品主要为新型干法水泥成套主线设备、大型立磨粉磨系统，可承接日产 5,000 吨以上水泥成套交钥匙工程。日产 5,000 吨以上水泥主机装备的国内市场占有率 70%以上，居国内同行业之首。
- 产品竞争力：
  - 新型干法水泥成套主线设备：在日产 5,000-12,000 吨大型水泥装备方面，本公司拥有独特的技术优势，在国内水泥设备制造行业中占据主导地位，是国内少数具有成套提供水泥主机装备能力的企业，生产了国内最大的水泥磨机、辊压机、回转窑、立磨粉磨系统等。
  - 大型立磨粉磨系统：承担的大型水泥立磨研制项目列入国家重大技术装备创新计划，是世界上唯一能够提供机电液成套矿渣立磨、原料立磨的厂家，是国内大型立磨的最大生产制造商。公司开发的我国最大的 5.7m 矿渣立磨，其技术指标达到国际先进水平。

#### 节能环保装备：节能减排，政策利好

- 2009 年，我国在哥本哈根会议上承诺的到 2020 年一系列减排指标（二氧化碳排放量比 2005 年降低 45%，2020 年可再生能源在能源消耗结构中的比例争取达到 15%），相关节能规划也随后陆续出台，节能环保装备迎来政策规划利好。

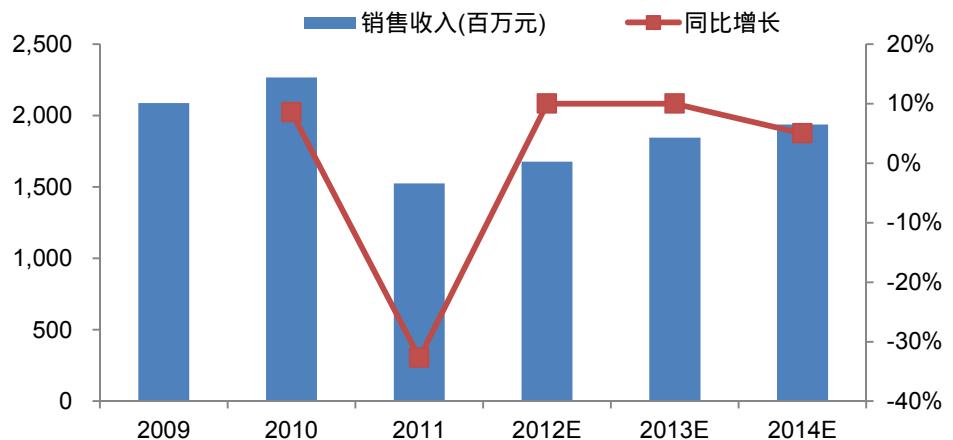
图表14：节能中长期专项规划

	单位	2000年	2005年	2010年	2020年
火电供电煤耗	克标准煤/千瓦时	392	377	360	320
吨钢综合能耗	千克标准煤/吨	906	760	730	700
吨钢可比能耗	千克标准煤/吨	784	700	685	640
10种有色金属综合能耗	吨标准煤/吨	4.809	4.665	4.595	4.45
铝综合能耗	吨标准煤/吨	9.923	9.595	9.471	9.22
铜综合能耗	吨标准煤/吨	4.707	4.388	4.256	4
炼油单位能量因数能耗	千克标准油/吨·因数	14	13	12	10
乙烯综合能耗	千克标准油/吨	848	700	650	600
大型合成氨综合能耗	千克标准煤/吨	1372	1210	1140	1000
烧碱综合能耗	千克标准煤/吨	1553	1503	1400	1300
水泥综合能耗	千克标准煤/吨	181	159	148	129
平板玻璃综合能耗	千克标准煤/重量箱	30	26	24	20
建筑陶瓷综合能耗	千克标准煤/平方米	10.04	9.9	9.2	7.2
铁路运输综合能耗	吨标准煤/百万吨换算公里	10.41	9.65	9.4	9

来源：节能中长期规划，国金证券研究所

- 根据节能中长期规划，我国水泥能耗将由 2010 年 148 千克标准煤/吨降低到 2020 年 120 千克标准煤/吨。“38 号文”明确支持企业在现有水泥生产线上进行余热发电、粉磨系统节能改造和处置工业废弃物、城市污泥及垃圾等。余热发电设备使用寿命一般为 15-20 年，目前已使用 10 年以上的比例达 25% 以上，未来需要更新替换的余热发电设备数量将大幅增加。
- **公司生产能力：**主要产品是双压纯低温余热发电系统工艺及设备、水泥窑消纳城市垃圾技术及工艺设备等。
- **公司产品竞争力：**
  - 余热发电技术：公司发明的纯低温双压余热发电技术用于日产 5,000 吨水泥生产线，发电功率达到 10,000kW，技术达到世界先进水平，国内市场占有率 80% 以上。单条线每年可发电 6,480 万度，减排 CO26.5 万吨，并可拓展应用于钢铁、化工、玻璃等领域。截至 2010 年底，公司已经总承包建成投产 50 余条水泥生产线的余热发电项目，累计签订合同总计 120 余条生产线。
  - 水泥回转窑处理城市垃圾技术：公司与河南省建设投资总公司签订了“利用水泥厂回转窑消纳城市生活垃圾项目”示范工程总承包合同。
- 2011 年，公司建材设备共实现销售收入 15.25 亿元，同比减少 32.71%。我们判断公司大型化，成套化的建材设备产品对市场的适应性更好，节能减排政策的引导也会催生水泥行业设备更新需求，预计公司在今年扭转收入增速，实现正增长。

图表15：公司建材设备业务销售收入



来源：公司招股书，国金证券研究所

### 冶金装备：产业升级拉动高端市场需求

- 冶金机械是重型机械行业的传统主营业务，冶金机械制造是为钢铁（黑色金属）和有色金属加工工业提供的金属冶炼、轧制、铸造等生产专用设备。其主要产品包括：

图表16：冶金机械主要产品

冶金专用设备制造业	炼铁设备制造	炼铁用转炉、铸模、铁水包等
	炼钢设备制造	炼钢用转炉、铸模等
	金属轧制机械制造	金属管轧机、金属冷轧机、金属热轧机及联合连轧机、开坯机、薄板轧机等
	冶金普通铸造设备制造	浇铸机、钢坯连铸机、电磁搅拌设备、造型设备、制芯设备、砂处理设备、熔炼设备、落砂及输送设备、树脂砂机、清理设备等
	轧辊、金属专用设备零件制造	

来源：国金证券研究所

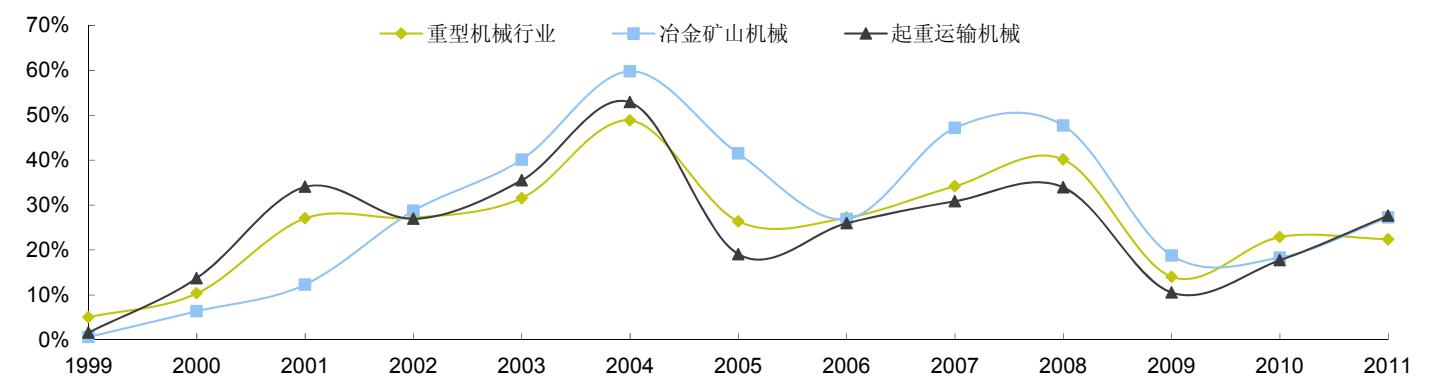
- 冶金机械为有色金属与钢铁行业的下游，我们认为在“十二五”期间，推动冶金机械发展的关键在于钢铁行业进一步淘汰落后产能和产品结构调整，由此将推动钢厂进行设备采购等投资，为冶金机械行业提供市场和发展机会，尤其利好高效、大型的高端冶金装备制造厂商。
- 有色金属行业的发展策略，将由中小型向国家大型化转变，也将为高端、大型的有色金属冶炼设备提供发展机遇。
- **市场需求：**从市场角度看，粗略估计，世界钢铁工业的发展将为冶金设备制造业提供每年180万吨设备的市场，其中亚洲市场约为每年80万吨，中国市场约为40~50万吨。以冶金机械成套设备总报价6万元/吨计算，中国市场容量约在240~300亿元。发展中国家是未来几年冶金装备市场的最大需求者，特别是对“高、精、尖”产品需求比例将大幅度提高。

- 冶金设备制造业的重点在欧洲，它占据着世界冶金设备市场 70%的份额。通过兼并重组，欧洲现有 3 家世界级冶金设备制造公司，即西马克 (SMS) 公司、奥钢联 (已成为西门子公司的控股子公司)、意大利达涅利公司。在黑色和有色金属的冶炼和轧制加工设备方面，SMS 占 30%，奥钢联集团公司占 20%~25%，达涅利公司占 15%~20%。
- 从国内市场看，冶金设备市场的需求量主要来自两个方面，一是国内现有冶金设备的技术改造量每年约 20 万吨，二是国内新增能力所需的冶金设备量，每年约 30 万吨。目前国产冶金机械产品在国内市场的占有率已达 88%以上，并在逐步提升中。
- **公司生产能力：**公司冶金装备领域的主要产品为日产 600-1,200 吨大型活性石灰成套技术与设备、年产 200-600 万吨球团烧结成套装备、大型矫直机、穿孔机、120-320 吨大型转炉、大型有色冶金炉、宽厚板轧机及炉卷轧机、冷拔冷轧设备等。
- **公司产品竞争力：**
  - 大型活性石灰设备：研究开发的高效节能活性石灰成套技术及关键装备已经处于国内领先和主导地位。单条日产 750 吨的生产线每年可节约标煤 5,198 吨、电能 124 万度。日产 1,000 吨活性石灰技术整体达到当前国际先进水平，系统能耗降低 12-15%，目前，750t/d 以上规模的活性石灰国内市场占有率达 80%以上。
  - 其它冶金设备：研制了世界最大的Φ930mm 穿孔机、Φ920mm 钢管矫直机、Φ6.96 × 52m 大型氧化球团烧结窑，国内最大的Φ4.5 × 13.6m 卧式转炉、Φ4.86 × 13.7 米的炼铜阳极炉、300 吨冷拔机、3.5m 炉卷轧机、4.3m 中厚板轧机及 250 吨转炉，主要技术指标均达到国际先进水平。

### 重型机械行业简介：

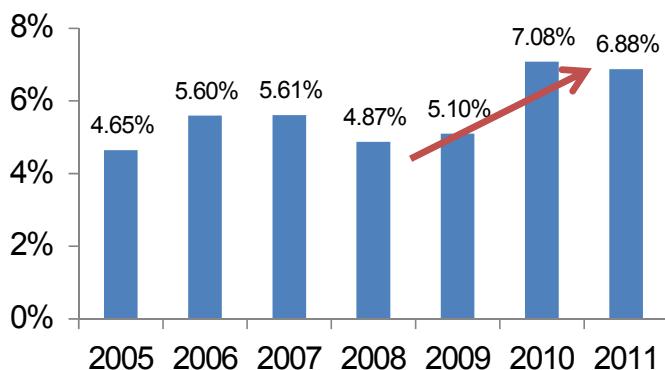
- 重型机械行业 2011 年完成工业总产值 8,686 亿元，同比增长 26.17%，实现工业销售产值 8461 亿元，同比增长 26.99%，实现销售 8,495 亿元，增长 22.4%。其中冶金矿山机械行业实现总产值 3946 亿元，同比增长 26.15%，实现销售收入 3771 亿元，同比增长 27.2%。

图表17：行业销售收入增速情况



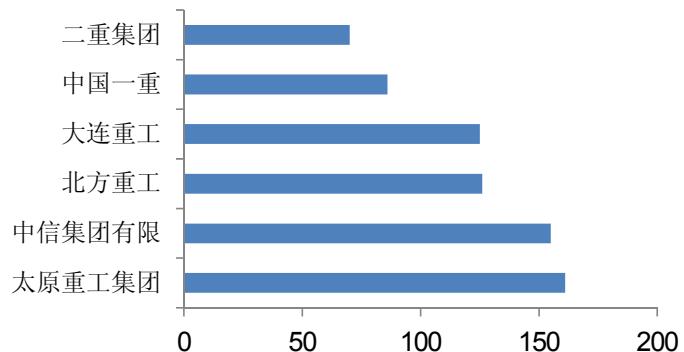
来源：重型机械协会统计简报，国金证券研究所

图表18：重型机械近年利润率



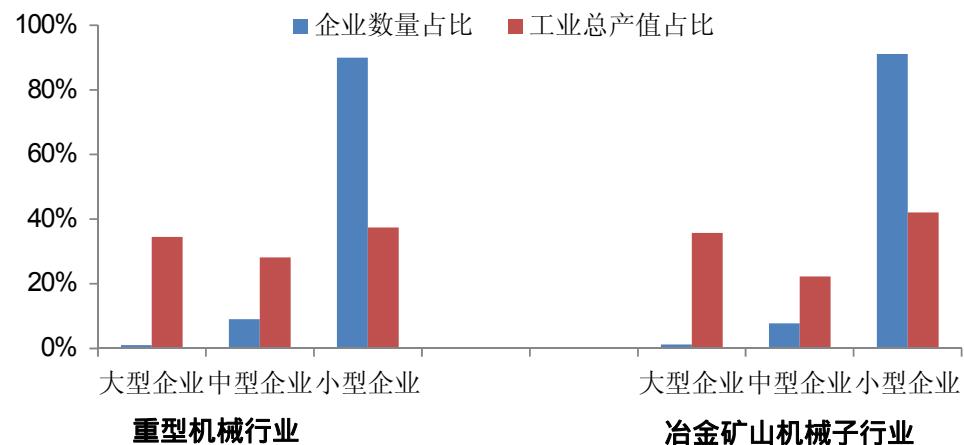
来源：中国重型机械协会统计简报，国金证券研究所

图表19：2011年重机行业主营收入前6名（亿元）



- 总体上，重型机械行业的利润水平保持平稳，近 2 年来，得益于行业内企业技术能力提升和产品结构调整，行业内如电力设备等高利润产品比重增大，利润率有所提高，2011 年达到 6.88%。
- 竞争格局基本稳定：我国重型机械行业是在计划经济体制下形成的，受过去我国计划经济影响，我国重型机械行业总体呈现行业较为分散、集中度较低的特点。截至 2010 年，我国重型机械行业共有企业 4,686 家，其中大型企业 46 家，占全行业企业总数的 0.98%；大型企业实现的工业总产值占全行业工业产值的 34.51%；其中冶金矿山机械子行业企业 2,384 家，其中大型企业 29 家，家数占比 1.2%，其工业总产值占全行业产值的 35.7%。

图表20：行业集中度



来源：重型机械行业，公司公报，国金证券研究所

## 中信重工：厚积薄发，继往开来

### 产品多样，技术领先

- 公司以“回转类”和大型铸锻等核心装备为中心进行产业链延伸，实现了建材、矿山、冶金、电力、节能环保装备领域的均衡发展，提高了公司抗行业波动的能力。同时，公司正在构筑大型化、高端化、成套化、集成化、低碳化的产业格局，形成了明显的竞争优势。

图表21：公司业务覆盖领域

业务领域	核心技术
矿山装备	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 年产千万吨级的露天矿成套设备设计、制造及检测技术</li> <li>● 千米深井提升机的设计、制造和检测技术</li> <li>● 高效洗矿设备设计、制造和检测技术</li> <li>● 千米深井建井装备设计、制造和检测技术</li> </ul>
建材装备	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 年产 160 万吨矿渣粉磨线成套装备设计、制造和检测技术</li> </ul>
冶金装备	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 年产 600 万吨的氧化球团设备成套装备设计、制造和检测技术</li> <li>● 250-350 吨转炉设计、制造和检测技术</li> <li>● 大型矫直、穿孔、冷轧、冷拔装备设计、制造和检测技术</li> <li>● 有色冶炼炉装备设计、制造和检测技术</li> </ul>
电力装备	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大型水力式升船机、大型启闭机、门机等装备设计、制造和检测技术</li> <li>● 火电厂煤磨装备设计、制造和检测技术</li> </ul>
节能环保装备	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 矿渣、钢渣破碎粉磨与利用成套装备设计、制造和检测技术</li> <li>● 尾矿处理与利用成套装备设计、制造和检测技术</li> <li>● 纯低温余热、余压利用技术</li> </ul>

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司研发优势突出主导产品均为自主开发，拥有自主知识产权。截至 2011 年 12 月 31 日，拥有有效专利 221 项，其中发明专利 46 项，多项领先技术及产品获得国家级奖项。

### 制造领先，装备先进

- 衡量重型机械公司生产能力的通用标准即公司的铸锻件生产能力，以一次提供钢水吨位，最大铸钢件，最大锻件为衡量装备生产水平的重要标志。
- “新重机”工程是公司通过系统投资，构建以世界上规格最大、技术最先进的 18,500 吨自由锻造油压机为核心的高端重型装备制造工艺体系的系统工程。围绕 18,500 吨自由锻造油压机，公司建成了包括重型冶铸工部、重型锻造工部、重型热处理工部、重型机加工部、重型磨机加工工部、重铸铁业工部的六大工部在内的高端重型装备制造工艺体系，并配备一系列精、大、稀制造设备。
- 通过实施“新重机”工程，公司实现一次提供钢水 900 吨、最大钢锭 600 吨、最大铸钢件 600 吨、最大锻件 400 吨、箱形件最大长宽高 30m × 9m × 8m、轴类件最大长度 25m、筒体类件  $\phi 7 \times 20m$ 、环形件  $\phi 22m$  和大齿圈件最大加工直径 16m 的行业领先制造能力，形成了高端重型机械加工制造能力。

图表22：国内主要大型铸锻件制造企业设计产能对比

企业	钢水	锻件	铸件	主要装备
一重	50 万 t	24 万 t	6 万 t	150MN,120MN,60MN 水压机各一台, 100t 电炉 2 台
二重	65 万 t	25 万 t	7 万 t	160MN,125MN,80MN,31.5MN 水压机各一台, 100t 电炉, 80t 电炉各一台
上重	25 万 t	12 万 t	2 万 t	165MN 油压机, 100MN 水压机, 40MN 水压机, 80t 电炉
中信重机		10 万 t	8 万 t	185MN 油压机, 80t 电炉
大重起		2.5 万 t		50MN 油压机
太重	—	6.5 万 t	5 万 t	
北方重工	15 万 t	4 万 t	6 万 t	最大锻件 100t, 最大铸件 250t
内蒙北方重工	20 万 t	15 万 t	—	36MN 挤压机 (主要生产无缝钢管和小轴锻件)
邢台冶金轧辊厂		7 万 t	7 万 t	80MN 水压机 (主要生产铸件锻件轧辊)
鞍钢重机厂		4 万 t		
合计	~200 万 t	~100 万 t	>35 万 t	

来源：重型机械十二五规划，国金证券研究所

- 目前世界上拥有超过万吨级压机的重机企业不超过 10 家，大部分集中在中国，形成了规模最大的重型机械生产制造国。公司“新重机”工程的实施创建了公司一流装备制造企业的硬件条件。

### 高端客户资源优势

- 目前，本公司成为世界上最大的水泥和矿山装备制造，是国内少有的几家能按照欧美标准设计、制造水泥和矿业设备的企业之一。其产品定位高端客户，依照国际定价标准，享有更好的毛利率。
- 公司先后与世界五大水泥生产商——法国拉法基、瑞士豪西姆、墨西哥康麦克斯、德国海德堡、意大利水泥集团结成合作伙伴。目前，公司长期客户还包括很多各行业内的国内外知名企业如中国神华、华能集团、中国黄金、海螺水泥、淡水河谷、必和必拓等。

图表23: 公司主要合作伙伴

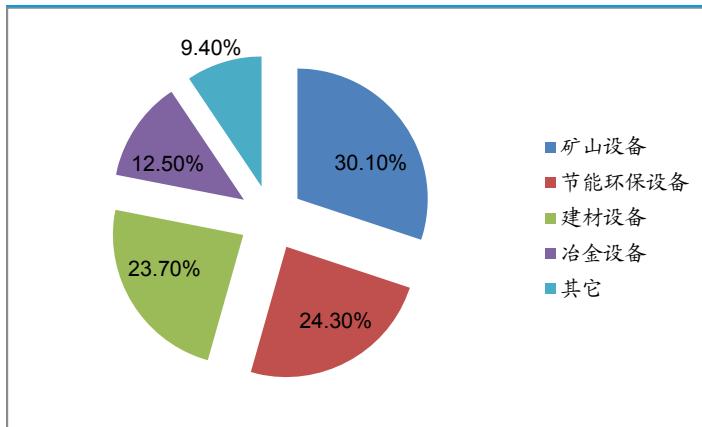
国内的客户有 (排名不分先后) :	国外的客户有:
1.安钢集团	1.美国福勒公司
2.安徽海螺水泥股份有限公司	2.美国史密斯公司
3.鞍钢集团	3.福斯特惠勒公司
4.宝钢集团	4.通用电器能源集团
5.山西长治钢铁 (集团) 有限公司	5.美卓矿机
6.中国长江动力公司	
7.德州晶华集团	
8.中国光宇集团	
9.广东塔牌集团有限公司	
10.杭州锅炉集团有限公司	
11.河南建设	
12.淮南矿业集团	
13.吉林亚太集团公司	
14.山东济南发电设备	
15.江苏磊达股份有限公司	
16.江西铜业股份有限公司	
17.杭州锦江集团有限公司	
18.辽源市金钢水泥厂	
19.洛阳栾川钼业集团有限责任公司	
20.铜陵有色金属集团公司	
21.攀枝花钢铁	
22.南京水泥工业设计研究院	
23.天津水泥工业设计研究院	
24.中国机械进出口集团公司	
25.浦项 (张家港) 设备工程服务有限公司	

来源: 公司网站, 国金证券研究所

### 订单充裕, 增长有保障

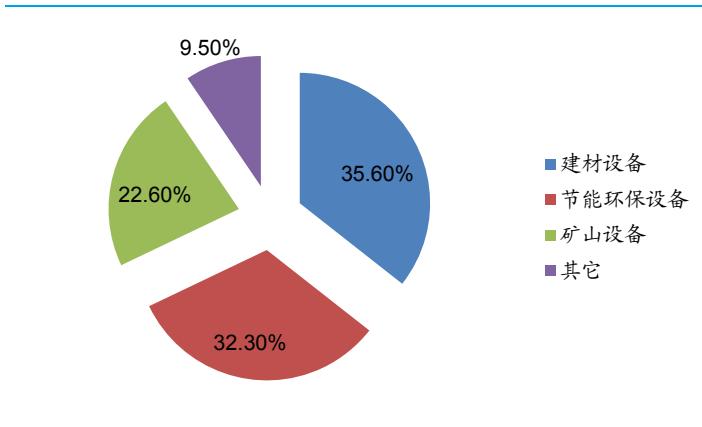
- 据了解, 2012 年 4 月末, 公司在手订单已超过 260 亿元 (含税), 较去年同期增长 20%, 其中新签订单 86 亿元。

图表24: 公司目前在手订单结构



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表25: 公司 12 年新增订单结构



- 在经济形势复杂多变的局面下, 公司订单取得了稳定的增长, 显示出公司对宏观经济风险有一定的抵抗力。充足的在手订单也是公司未来收入增长的保证, 基于对在手订单的判断, 我们预计公司 12 年销售收入有 14% 左右的增长。

### 盈利能力显著高于国内同行企业

- 近 3 年来，国内重机行业企业效益普遍低迷，公司在行业利润下滑的背景下依旧保持了收入和净利润的良好增长，11 年公司收入同比增长 8.14%，净利润同比增长 27.28%，相较同行业公司表现出更好的增长态势。这可能是因为公司在矿山设备和石化设备上比重较大，而这 2 个子行业需求并未出现如冶金、风电等行业的需求萎缩。
- 公司产品技术附加值高，定位高端，享有良好的毛利率空间，11 年公司毛利率逆势扩张，达 31.67%，远高出行业其他企业的毛利率。而在净利率水平上，公司也体现出优异的盈利能力，11 年净利率达 11.76%，较 10 年提高 1.7 个百分点。
- 对比来看，公司毛利率和净利率水平高于国内同行业公司，与国外美卓矿机的盈利能力相当。

**图表26：毛利率对比**

	2009	2010	2011
太原重工	14.10%	15.40%	13.33%
二重重装	18.48%	19.03%	15.45%
中国一重	30.79%	26.04%	22.85%
<b>中信重工</b>	<b>28.25%</b>	<b>28.25%</b>	<b>31.67%</b>
美卓矿机	32.04%	33.30%	34.20%
美国福勒	30.70%	29.29%	28.70%
奥托昆普	-5.87%	4.21%	2.54%
芬兰史密斯	23.37%	25.80%	26.70%
德国洪堡	16.56%	20.01%	22.36%

来源: bloomberg, 公司公报, 国金证券研究所

**图表27：净利率对比**

	2009	2010	2011
太原重工	6.86%	6.75%	3.78%
二重重装	5.03%	4.16%	-1.92%
中国一重	12.94%	9.32%	4.94%
<b>中信重工</b>	<b>10.02%</b>	<b>10.02%</b>	<b>11.76%</b>
美卓矿机	12.64%	14.27%	14.00%
美国福勒	6.78%	5.23%	5.72%
奥托昆普	-12.72%	-2.91%	-3.61%
芬兰史密斯	7.22%	6.36%	6.49%
德国洪堡	10.30%	5.43%	5.74%

### 募投项目分析

- 公司此次公开发行不超过 6.85 亿股 A 股，募集资金将主要用于高端电液智能控制装备制造项目、新能源装备制造产业化项目和节能环保装备产业化项目。

**图表28：公司募投项目**

项目名称	项目总投资额			募集资金使用额	银行贷款额	年新增营业收入	年新增利润总额
	固定资产投资	铺底流动资金金额	小计				
高端电液智能控制装备制造项目	77,360	12,390	89,750	89,759	11,000	172,000	23,113
新能源装备制造产业化项目	158,360	24,400	182,760	182,760	22,000	341,000	45,925
能环保装备产业化项目	170,680	26,920	197,600	197,600	24,000	368,830	50,099
合计	406,400	63,710	470,110	470,110	57,000	881,803	119,137

来源:公司招股书, 国金证券研究所

- 我们认为公司此次募投项目具备较好的盈利前景，有利于公司完善产品线，提高产品盈利能力，对公司未来发展形成良好的助力。且募集资金到位后，公司资产负债率将有较大幅度下降。公司偿债风险将大大降低，财务结构将显著改善，利用财务杠杆融资的能力将进一步提高。

### 盈利预测、估值和定价

- 根据下游需求和公司订单情况，我们预计公司 12~14 年营业收入分别为 8,054, 9,105 和 10,084 百万元，同比分别增长 14.39%，13.05% 和 10.75%；净利润分别为 913, 1,071 和 1,188 百万元，同比分别增长 11.63%，17.36% 和 10.88%；对应发行后全面摊薄的每股收益为 0.333, 0.391 和 0.433 元。
- 公司产品技术领先，应用广泛，有良好的盈利能力，根据未来业绩增速，我们给予公司 12 年 13~15 倍 PE 估值，合理价值区间为 4.329~5.00 元，我们建议的询价区间为 3.90~4.50 元，较合理股价折让 10%。

**图表29：分项收入预测**

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>建材设备</b>						
平均售价 (元/吨)	18,631.73	18,954.60	19,500.46	19,500.46	19,500.46	19,500.46
增长率 (YOY)	#DIV/0!	1.73%	2.88%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	112,075.00	119,594.00	78,224.58	86,047.04	94,651.74	99,384.33
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.71%	-34.59%	10.00%	10.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	2,088.15	2,266.86	1,525.41	1,677.96	1,845.75	1,938.04
增长率 (YOY)	#DIV/0!	8.56%	-32.71%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	21.12%	28.02%	28.24%	27.00%	26.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	1,647.15	1,631.71	1,094.60	1,224.91	1,365.86	1,453.53
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-0.94%	-32.92%	11.90%	11.51%	6.42%
毛利 (百万元)	441.00	635.15	430.81	453.05	479.90	484.51
增长率 (YOY)	#DIV/0!	44.02%	-32.17%	5.16%	5.93%	0.96%
占总销售额比重	36.75%	34.81%	21.66%	20.83%	20.27%	19.22%
占主营业务利润比重	39.95%	34.53%	19.32%	18.61%	17.83%	16.54%
<b>矿山设备</b>						
平均售价 (元/吨)	36,943.47	31,573.04	30,998.14	30,998.14	30,998.14	30,998.14
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-14.54%	-1.82%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	44,980.00	61,019.00	81,609.80	97,931.76	115,559.48	132,893.40
增长率 (YOY)	#DIV/0!	35.66%	33.74%	20.00%	18.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	1,661.72	1,926.56	2,529.75	3,035.70	3,582.13	4,119.45
增长率 (YOY)	#DIV/0!	15.94%	31.31%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	19.03%	27.19%	35.49%	33.00%	32.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	1,345.57	1,402.76	1,631.94	2,033.92	2,435.85	2,842.42
增长率 (YOY)	#DIV/0!	4.25%	16.34%	24.63%	19.76%	16.69%
毛利 (百万元)	316.15	523.79	897.81	1,001.78	1,146.28	1,277.03
增长率 (YOY)	#DIV/0!	65.68%	71.40%	11.58%	14.42%	11.41%
占总销售额比重	29.25%	29.59%	35.93%	37.69%	39.34%	40.85%
占主营业务利润比重	28.64%	28.48%	40.26%	41.16%	42.58%	43.60%
<b>成套设备及安装</b>						
销售收入 (百万元)	731.93	598.34	1,189.32	1,308.25	1,439.08	1,582.99
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-18.25%	98.77%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.10%	32.01%	37.66%	37.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	584.80	406.81	741.42	824.20	935.40	1,028.94
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-30.44%	82.25%	11.16%	13.49%	10.00%
毛利 (百万元)	147.13	191.53	447.90	484.05	503.68	554.05
增长率 (YOY)	#DIV/0!	30.18%	133.85%	8.07%	4.05%	10.00%
占总销售额比重	10.53%	9.19%	16.89%	16.24%	15.80%	15.70%
占主营业务利润比重	13.33%	10.41%	20.08%	19.89%	18.71%	18.92%
<b>发电设备</b>						
平均售价 (元/kw)	266.45	212.63	233.33	233.33	233.33	256.66
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-20.20%	9.73%	0.00%	0.00%	10.00%
销售数量 (kw)	753,019	1,076,812	1,165,900	1,317,467	1,449,214	1,317,467
增长率 (YOY)	#DIV/0!	43.00%	8.27%	13.00%	10.00%	-9.09%
销售收入 (百万元)	200.65	228.96	272.03	307.40	338.14	338.14
增长率 (YOY)	#DIV/0!	14.11%	18.81%	13.00%	10.00%	0.00%
毛利率	18.92%	31.24%	24.92%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	162.68	157.42	204.23	233.62	256.98	256.98
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-3.23%	29.73%	14.39%	10.00%	0.00%
毛利 (百万元)	37.96	71.54	67.80	73.78	81.15	81.15
增长率 (YOY)	#DIV/0!	88.44%	-5.23%	8.82%	10.00%	0.00%
占总销售额比重	3.53%	3.52%	3.86%	3.82%	3.71%	3.35%
占主营业务利润比重	3.44%	3.89%	3.04%	3.03%	3.01%	2.77%
<b>配件及其他产品</b>						
平均售价 (元/吨)	16,019.75	17,651.50	32,839.77	32,839.77	32,839.77	32,839.77
增长率 (YOY)	#DIV/0!	10.19%	86.05%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	7,793.00	3,897.00	4,156.26	4,364.07	4,582.28	4,811.39
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-49.99%	6.65%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	124.84	68.79	136.49	143.32	150.48	158.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-44.90%	98.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.23%	21.47%	32.72%	30.00%	28.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	99.59	54.02	91.83	100.32	108.35	116.92
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-45.76%	69.99%	9.24%	8.00%	7.92%

设计、技术服务						
销售收入 (百万元)	68.64	52.73	93.20	102.52	112.77	124.05
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-23.17%	76.74%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	39.17%	40.58%	65.30%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	41.75	31.33	32.34	41.01	45.11	49.62
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-24.96%	3.22%	26.80%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	26.88	21.40	60.86	61.51	67.66	74.43
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-20.39%	184.38%	1.07%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	1.21%	0.81%	1.32%	1.27%	1.24%	1.23%
占主营业务利润比重	2.44%	1.16%	2.73%	2.53%	2.51%	2.54%
冶金设备						
平均售价 (元/吨)	15,229.52	29,831.18	24,454.94	24,454.94	24,454.94	24,454.94
增长率 (YOY)	#DIV/0!	95.88%	-18.02%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	10,924.00	20,055.00	13,618.00	13,618.00	12,937.10	12,290.25
增长率 (YOY)	#DIV/0!	83.59%	-32.10%	0.00%	-5.00%	-5.00%
销售收入 (百万元)	166.37	598.26	333.03	333.03	316.38	300.56
增长率 (YOY)	#DIV/0!	259.60%	-44.33%	0.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	10.36%	28.59%	15.46%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	149.13	427.21	281.53	283.07	268.92	255.47
增长率 (YOY)	#DIV/0!	186.46%	-34.10%	0.55%	-5.00%	-5.00%
毛利 (百万元)	17.23	171.05	51.50	49.95	47.46	45.08
增长率 (YOY)	#DIV/0!	892.61%	-69.89%	-3.00%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	2.93%	9.19%	4.73%	4.13%	3.47%	2.98%
占主营业务利润比重	1.56%	9.30%	2.31%	2.05%	1.76%	1.54%
运输服务						
销售收入 (百万元)	135.20	143.82	169.47	183.03	197.67	213.49
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.38%	17.83%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	6.66%	19.10%	19.37%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本 (百万元)	126.19	116.35	136.65	148.25	160.11	172.92
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-7.80%	17.44%	8.49%	8.00%	8.00%
毛利 (百万元)	9.01	27.47	32.82	34.78	37.56	40.56
增长率 (YOY)	#DIV/0!	204.91%	19.49%	5.95%	8.00%	8.00%
占总销售额比重	2.38%	2.21%	2.41%	2.27%	2.17%	2.12%
占主营业务利润比重	0.82%	1.49%	1.47%	1.43%	1.40%	1.38%
铸锻件						
平均售价 (元/吨)	16,543.27	17,243.82	14,968.46	14,968.46	14,968.46	14,968.46
增长率 (YOY)	#DIV/0!	4.23%	-13.20%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	9,614.00	10,901.00	16,357.11	20,446.39	24,535.67	29,442.80
增长率 (YOY)	#DIV/0!	13.39%	50.05%	25.00%	20.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	159.05	187.97	244.84	306.05	367.26	440.71
增长率 (YOY)	#DIV/0!	18.19%	30.25%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	12.57%	18.21%	-4.06%	5.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	139.05	153.75	254.78	290.75	330.54	396.64
增长率 (YOY)	#DIV/0!	10.57%	65.71%	14.12%	13.68%	20.00%
毛利 (百万元)	20.00	34.23	-9.94	15.30	36.73	44.07
增长率 (YOY)	#DIV/0!	71.17%	-129.05%	-253.92%	140.00%	20.00%
占总销售额比重	2.80%	2.89%	3.48%	3.80%	4.03%	4.37%
占主营业务利润比重	1.81%	1.86%	-0.45%	0.63%	1.36%	1.50%
自动控制产品						
销售收入 (百万元)	345.35	438.99	547.55	657.06	755.61	868.96
增长率 (YOY)	#DIV/0!	27.11%	24.73%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.35%	33.77%	37.61%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本 (百万元)	281.99	290.74	341.61	440.23	506.26	582.20
增长率 (YOY)	#DIV/0!	3.10%	17.50%	28.87%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	63.36	148.26	205.94	216.83	249.35	286.76
增长率 (YOY)	#DIV/0!	133.98%	38.91%	5.29%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	6.08%	6.74%	7.78%	8.16%	8.30%	8.62%
占主营业务利润比重	5.74%	8.06%	9.23%	8.91%	9.26%	9.79%
销售总收入 (百万元)	5681.88	6511.29	7041.10	8054.31	9105.28	10084.38
销售总成本 (百万元)	4577.90	4672.11	4810.94	5620.28	6413.38	7155.66
毛利 (百万元)	1103.99	1839.19	2230.16	2434.03	2691.90	2928.72
平均毛利率	19.43%	28.25%	31.67%	30.22%	29.56%	29.04%

来源：公司招股书，国金证券研究所

## 风险提示

- **宏观行业波动风险：**公司的需求受石化、冶金、水泥、电力等下游行业投资影响，从而容易受到宏观经济波动的影响。

- 政策影响：**公司节能环保装备、水泥装备等受益于国家节能减排政策，未来新的环保规划以及能源规划对公司的业务会有所影响。
- 原材料价格波动风险：**钢材是公司的主要原材料，钢材价格的波动将影响公司毛利率。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,682</b>	<b>6,511</b>	<b>7,041</b>	<b>8,054</b>	<b>9,105</b>	<b>10,084</b>							
增长率		14.6%	8.1%	14.4%	13.0%	10.8%							
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,578</b>	<b>-4,672</b>	<b>-4,811</b>	<b>-5,620</b>	<b>-6,413</b>	<b>-7,156</b>							
%销售收入	80.6%	71.8%	68.3%	69.8%	70.4%	71.0%							
<b>毛利</b>	<b>1,104</b>	<b>1,839</b>	<b>2,230</b>	<b>2,434</b>	<b>2,692</b>	<b>2,929</b>							
%销售收入	19.4%	28.2%	31.7%	30.2%	29.6%	29.0%							
<b>营业税金及附加</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-59</b>	<b>-64</b>	<b>-73</b>	<b>-81</b>							
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%							
<b>营业费用</b>	<b>-59</b>	<b>-81</b>	<b>-107</b>	<b>-121</b>	<b>-137</b>	<b>-151</b>							
%销售收入	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%							
<b>管理费用</b>	<b>-544</b>	<b>-880</b>	<b>-1,051</b>	<b>-1,168</b>	<b>-1,229</b>	<b>-1,311</b>							
%销售收入	9.6%	13.5%	14.9%	14.5%	13.5%	13.0%							
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>469</b>	<b>824</b>	<b>1,013</b>	<b>1,081</b>	<b>1,253</b>	<b>1,386</b>							
%销售收入	8.3%	12.6%	14.4%	13.4%	13.8%	13.7%							
<b>财务费用</b>	<b>-25</b>	<b>-54</b>	<b>-166</b>	<b>-72</b>	<b>-55</b>	<b>-51</b>							
%销售收入	0.4%	0.8%	2.4%	0.9%	0.6%	0.5%							
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-23</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>							
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资收益</b>	<b>13</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>45</b>	<b>20</b>	<b>20</b>							
%税前利润	2.6%	10.4%	9.2%	4.2%	1.6%	1.4%							
<b>营业利润</b>	<b>455</b>	<b>832</b>	<b>908</b>	<b>1,030</b>	<b>1,216</b>	<b>1,353</b>							
<b>营业利润率</b>	<b>8.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.4%</b>							
<b>营业外收支</b>	<b>39</b>	<b>-69</b>	<b>57</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>							
<b>税前利润</b>	<b>493</b>	<b>763</b>	<b>964</b>	<b>1,080</b>	<b>1,266</b>	<b>1,403</b>							
<b>利润率</b>	<b>8.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.9%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-81</b>	<b>-110</b>	<b>-136</b>	<b>-157</b>	<b>-184</b>	<b>-203</b>							
<b>所得税率</b>	<b>16.3%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>							
<b>净利润</b>	<b>413</b>	<b>653</b>	<b>828</b>	<b>924</b>	<b>1,083</b>	<b>1,200</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>405</b>	<b>642</b>	<b>818</b>	<b>913</b>	<b>1,071</b>	<b>1,188</b>							
<b>净利率</b>	<b>7.1%</b>	<b>9.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>405</b>	<b>642</b>	<b>818</b>	<b>924</b>	<b>1,083</b>	<b>1,200</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
<b>非现金支出</b>	<b>268</b>	<b>336</b>	<b>411</b>	<b>455</b>	<b>528</b>	<b>623</b>							
<b>非经营收益</b>	<b>114</b>	<b>94</b>	<b>81</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>24</b>							
<b>营运资金变动</b>	<b>66</b>	<b>-423</b>	<b>-1,871</b>	<b>-743</b>	<b>-398</b>	<b>-458</b>							
<b>经营活动现金净流</b>	<b>853</b>	<b>648</b>	<b>-562</b>	<b>665</b>	<b>1,250</b>	<b>1,388</b>							
资本开支	-1,074	-808	-591	-699	-1,359	-460							
投资	-1,055	-1,478	1,989	-1	0	0							
其他	5	75	101	45	20	20							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,124</b>	<b>-2,211</b>	<b>1,498</b>	<b>-655</b>	<b>-1,339</b>	<b>-440</b>							
股权募资	0	0	0	2,719	-243	0							
债权募资	2,450	217	-171	-1,296	-562	-756							
其他	-118	-188	-181	-104	-107	-94							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,332</b>	<b>29</b>	<b>-352</b>	<b>1,319</b>	<b>-911</b>	<b>-850</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>1,061</b>	<b>-1,534</b>	<b>584</b>	<b>1,330</b>	<b>-1,000</b>	<b>98</b>							
资产负债表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>619</b>	<b>1,082</b>	<b>1,670</b>	<b>3,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,098</b>							
<b>应收账款</b>	<b>3,163</b>	<b>1,692</b>	<b>2,535</b>	<b>2,935</b>	<b>3,195</b>	<b>3,402</b>							
<b>存货</b>	<b>1,981</b>	<b>1,683</b>	<b>2,249</b>	<b>2,464</b>	<b>2,811</b>	<b>3,137</b>							
<b>其他流动资产</b>	<b>888</b>	<b>2,877</b>	<b>928</b>	<b>845</b>	<b>964</b>	<b>1,075</b>							
<b>流动资产</b>	<b>6,650</b>	<b>7,334</b>	<b>7,381</b>	<b>9,244</b>	<b>8,970</b>	<b>9,712</b>							
% <b>总资产</b>	55.9%	58.8%	57.1%	61.5%	57.4%	59.7%							
<b>长期投资</b>	<b>1,055</b>	<b>304</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>							
<b>固定资产</b>	<b>3,227</b>	<b>3,872</b>	<b>4,144</b>	<b>4,733</b>	<b>5,627</b>	<b>5,525</b>							
% <b>总资产</b>	27.2%	31.1%	32.1%	31.5%	36.0%	34.0%							
<b>无形资产</b>	<b>933</b>	<b>908</b>	<b>1,322</b>	<b>1,048</b>	<b>1,038</b>	<b>1,028</b>							
<b>非流动资产</b>	<b>5,236</b>	<b>5,136</b>	<b>5,545</b>	<b>5,788</b>	<b>6,671</b>	<b>6,559</b>							
% <b>总资产</b>	44.1%	41.2%	42.9%	38.5%	42.6%	40.3%							
<b>资产总计</b>	<b>11,886</b>	<b>12,470</b>	<b>12,927</b>	<b>15,032</b>	<b>15,641</b>	<b>16,271</b>							
<b>短期借款</b>	<b>2,746</b>	<b>2,663</b>	<b>2,441</b>	<b>1,319</b>	<b>757</b>	<b>0</b>							
<b>应付款项</b>	<b>6,050</b>	<b>5,604</b>	<b>5,409</b>	<b>5,216</b>	<b>5,502</b>	<b>5,647</b>							
<b>其他流动负债</b>	<b>292</b>	<b>390</b>	<b>323</b>	<b>327</b>	<b>372</b>	<b>413</b>							
<b>流动负债</b>	<b>9,088</b>	<b>8,657</b>	<b>8,172</b>	<b>6,862</b>	<b>6,631</b>	<b>6,060</b>							
<b>长期贷款</b>	<b>640</b>	<b>940</b>	<b>992</b>	<b>992</b>	<b>992</b>	<b>993</b>							
<b>其他长期负债</b>	<b>79</b>	<b>139</b>	<b>244</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>负债</b>	<b>9,807</b>	<b>9,737</b>	<b>9,408</b>	<b>7,854</b>	<b>7,623</b>	<b>7,053</b>							
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,029</b>	<b>2,673</b>	<b>3,513</b>	<b>7,162</b>	<b>7,990</b>	<b>9,177</b>							
<b>少数股东权益</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>6</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>40</b>							
<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,886</b>	<b>12,470</b>	<b>12,927</b>	<b>15,032</b>	<b>15,641</b>	<b>16,271</b>							
比率分析								2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标													
每股收益		0.314	0.499	0.398	0.333	0.391		0.314	0.499	0.398	0.333	0.391	0.433
每股净资产		1.576	2.075	1.709	2.614	2.916		1.576	2.075	1.709	2.614	2.916	3.349
每股经营现金流		0.660	0.507	-0.272	0.243	0.456		0.660	0.507	-0.272	0.243	0.456	0.507
每股股利		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率													
净资产收益率		19.94%	24.03%	23.27%	12.74%	13.41%		19.94%	24.03%	23.27%	12.74%	13.41%	12.94%
总资产收益率		3.40%	5.15%	6.32%	6.07%	6.85%		3.40%	5.15%	6.32%	6.07%	6.85%	7.30%
投入资本收益率		7.13%	11.06%	12.39%	9.74%	10.97%		7.13%	11.06%	12.39%	9.74%	10.97%	11.60%
增长													
主营业务收入增长率		N/A	14.60%	8.14%	14.39%	13.05%		14.60%	8.14%	14.39%	13.05%	10.75%	
EBIT增长率		N/A	75.54%	23.05%	6.67%	15.95%		75.54%	23.05%	6.67%	15.95%	10.58%	
净利润增长率		N/A	58.74%	27.28%	11.63%	17.36%		58.74%	27.28%	11.63%	17.36%	10.88%	
总资产增长率		N/A	4.91%	3.66%	16.29%	4.05%		4.91%	3.66%	16.29%	4.05%	4.03%	
资产管													
应收账款周转天数		25.5	55.2	80.3	105.0	100.0		25.5	55.2	80.3	105.0	100.0	95.0
存货周转天数		79.0	143.1	149.1	160.0	160.0		79.0	143.1	149.1	16		

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;

中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979  
传真: 010-6621 5599-8803  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100032  
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015  
传真: 0755-33516020  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518026  
地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B