

日期: 2013年5月13日

行业: 专用设备



赵冰  
021-53519888-1902  
Zhaobing@shzq.com  
执业证书编号: S0870511030004

潘贻立  
021-53519888-1909  
Panyili@shzq.com  
执业证书编号: S0870112110005

**基础数据(13Q1)**

报告日股价(元)	3.54
3mth A 股价格区间(元)	4.89/3.25
总股本(百万股)	2,740.00
无限售 A 股/总股本	20.62%
流通市值(亿元)	2,000.10
每股净资产(元)	2.80
PBR(X)	1.27
DPS(Y11,元)	

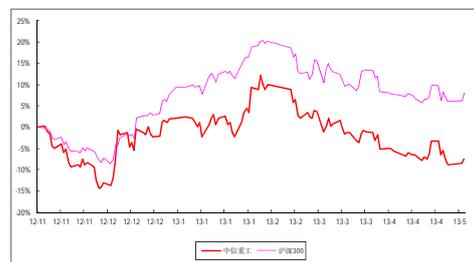
**主要股东(13Q1)**

中国中信股份有限公司	63.87%
中信投资控股有限公司	4.78%
洛阳城市发展投资集团有限公司	3.12%
全国社会保障基金理事会转持三户	2.50%
中信汽车有限责任公司	2.39%

**收入结构(Y11)**

矿山行业	38.45%
建材行业	28.94%
冶金行业	12.55%
煤炭行业	9.16%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**



报告编号: PYL13-ZX001

首次报告时间: 2013年5月13日

# 向新兴节能和环保领域不断拓展

**■ 投资摘要:**

**节能环保、新能源和关键零部件制造未来空间大**

公司上市的募集资金主要投向节能环保、新能源项目和关键零部件制造项目,其中投向节能环保项目和新能源装备制造产业化项目的资金共占 81%,资金的投入结构与公司未来发展的战略分配基本符合。在国家对节能环保要求日益提升的情况下,公司大力发展环保节能产品,尤其是在余热发电、活性石灰、褐煤提质、尾矿处理、矿渣处理、城市垃圾利用等资源的综合循环利用和高压辊磨、大型辊压机、原料立磨等高效节能产品上,公司获得了较好的收益,2012 年节能环保、循环经济项目服务收入 21.19 亿元,占公司营业收入的 29.29%。

**具备高端重机制造优势**

公司的“新重机”工程构建了以世界上规格最大、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。公司围绕着 18,500 吨自由锻造油压机,建成了相应的高端重型装备制造工艺体系,配备了一系列的制造设备。可以说,通过实施“新重机”工程,公司已形成了目前国内乃至世界稀缺的高端重型机械加工制造能力,使公司跻身国内外同行业第一梯队,构筑了未来公司发展的竞争优势,为未来公司的快速发展奠定了坚实基础。

**■ 投资建议:**

**看好公司未来长期的发展,给予未来 6 个月“大市同步”评级**

预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入同比增长 7.50%、12.50% 和 14.80%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 5.56%、14.53% 和 22.68%; 分别实现每股收益(按最新股本摊薄) 0.34 元、0.38 元和 0.47 元。目前股价对应 2013-2015 年的动态市盈率分别为 10.55、9.21 和 7.51 倍。我们看好公司未来长期的发展,给予“未来六个月,大市同步”评级。

**■ 数据预测与估值**

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	7,235.81	7,778.49	8,750.81	10,045.92
年增长率(%)	2.77	7.50	12.50	14.80
归属于母公司所有者的净利润	870.96	919.42	1,053.01	1,291.78
年增长率(%)	6.54	5.56	14.53	22.68
每股收益(最新股本摊薄,元)	0.32	0.34	0.38	0.47
PER(X)	11.14	10.55	9.21	7.51

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所(对应股价为 2013-05-03 日收盘价)

## 一、公司概况：研发实力雄厚，志在创新

公司前身为洛阳矿山机器厂，是国家“一五”期间 156 项重点工程之一，1994 年划归中信集团，2007 年分立式重组改制为股份公司。公司是中国重型机械行业的领军企业“七大重机”之一，主营建材、矿山、冶金、电力以及节能环保等行业的大型设备、大型成套技术装备及大型铸锻件的开发、研制及销售，并提供相关配套服务和整体解决方案。现已是国内最大的矿山机械制造商和水泥设备制造企业，名列中国建材机械制造 20 强首位。作为一家创新型企业，公司拥有着国家首批认定的国家级企业技术中心和国内最大的矿山机械综合性技术开发研究机构，公司产品在国内外也占据较大的市场份额。

公司主要为建材行业、矿山行业等提供专用设备，因此订单量也会随着这些主要下游行业的需求产生变化。中国的工业化进程仍在继续，第二产业占 GDP 比例多年一直维持在 46% 上下，并且此比重仍会持续相当长的一段时间。工业增加值平均预测值多年维持增长趋势。作为专用机械制造的企业，中信重工的订单量将是未来利润增长的保证。从专用设备制造业的 PPI 指数可以看出，虽然工业品出厂价格增速有所放缓，但仍保持着增长态势，这也为企业利润的稳步增长提供有力支持。

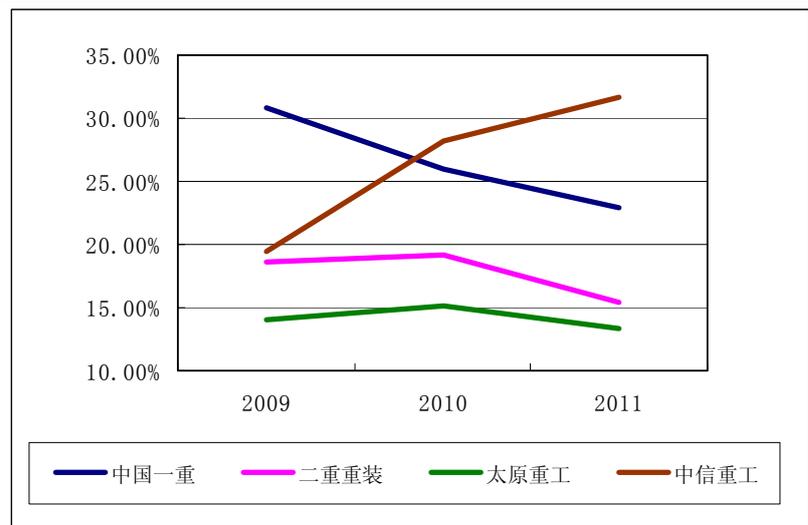
## 二、公司核心业务未来增长空间

### 2.1 贡献收入和利润最大的建材设备、矿山设备及成套装备

从收入构成分析，建材行业、矿山行业、冶金行业和煤炭行业是公司主要的收入来源，四个行业收入占总收入的 89.10%。矿山行业目前成为公司收入来源的最有力支撑，2012 年报显示所占比重为 38.45%，建材行业、冶金行业、煤炭行业占比分别为 28.94%、12.55%、9.16%。同时，四个行业还提供了毛利额的 88.82%。从收入的产品分布构成来看，报告期内，建材设备、矿山设备、成套项目及安装和自动化控制产品仍是公司重要的收入和盈利来源。

公司的毛利率在同行普遍下降的情况下，保持高增长，从 2009 年的 19.43% 增至 2010 年的 28.25%、2011 年的 31.67%。与同行业可比上市公司的综合毛利率相比，公司的毛利率保持在一个较高的水平。

图 1 可比公司综合毛利率趋势比较 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 2.1.1 矿山设备领域

中国仍处于长期发展的进程中，能源消耗量与日俱增。伴随着城镇居民比重不断上升，能源的消耗量也与日俱增，城镇化建设将带来大量的煤炭、金属和非金属需求的长期增长，拉动了相应矿山设备的需求长期旺盛。随着矿山设备的产量持续走高，我国矿山设备的产量从 2001 年的 36.29 万吨增长到 2012 年的 688.58 万吨，为 2001 年产量的 19 倍，12 年间产量呈现出爆发式的增长。

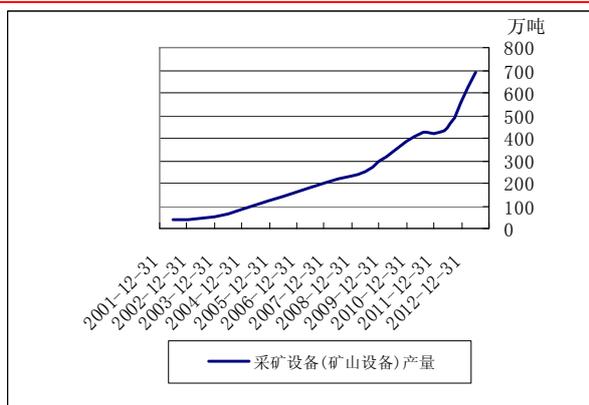
我国矿山设备进口替代空间有限，在国家各项产业政策扶持下，进口矿山机械在国内市场的占有率逐年下降，预计 2011 年降至 1.95%，且多为大型成套设备和高附加值核心部件。同时，我国的矿山机械出口额近年来维持高速增长，2005 至 2010 年间年均增长率为 25%-30%，2011 年同比增长 34%。市场需求的带动同时促进了整个行业的技术进步，一批拥有自主知识产权的新产品涌现，提升了国际竞争力。

公司是国内最大的矿山机械制造企业，目前已具备了自行研制大型矿用球磨机的成套能力，并拥有强大的加工装备。公司的矿山设备主要分为煤炭设备和金属、非金属矿山设备两大领域。煤炭设备可提供年产千万吨级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 万吨级的洁净煤设备等；金属、非金属矿山设备还可提供磨矿设备、辊磨机和高效洗选设备等。公司还研制出了超细碎高压辊磨机等设备，在提高产量的同时节省大量的能耗和钢耗，为冶金矿山节能减排和提高产量都发挥了巨大的作用。

考虑到矿山设备相较于建材设备的较高的毛利率更高，增长幅度

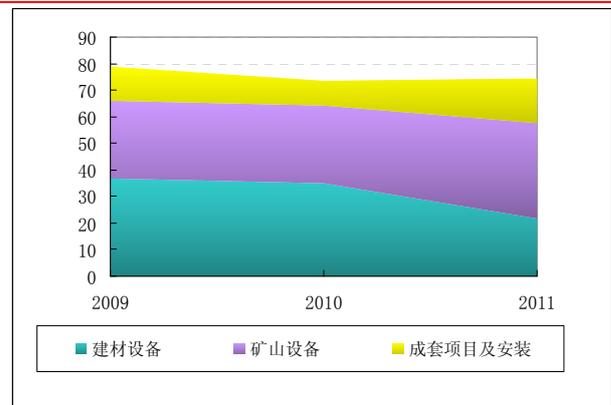
也较大，从 2009 年的 19.03%，增至 2010 年的 27.19%，2011 年的 35.49%，因此，矿山设备领域任将成为公司未来主要的收入来源；公司在矿山设备领域的收入占总收入的比例也持续上升，从 2009 年的 29.25%，2010 年的 29.59% 上升至 2011 年的 35.93%，收入同比增长在 2010 年时达到 15.9%，在 2011 年的收入更是同比增长 31.3%，占总收入的最大比重；随着较高毛利率的矿山设备的收入占比的加大，公司的收入和综合毛利率也随之增长明显。随着矿山企业订单量的持续高增长，公司矿山设备业务的营业收入也有望保持良好的上升趋势。

图 2 矿山设备年产量 (万吨)



数据来源：贝格数据，上海证券研究所

图 3 公司主营业务收入占比 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 2.1.2 建材设备领域

公司的建材设备主要是用于水泥生产的专业设备如大型水泥成套设备、立磨系统、辊压机、回转窑等，市场需求与水泥产量正相关。近年来围绕传统建材设备设计开发的节能环保设备，在市场上广泛受到了认可。

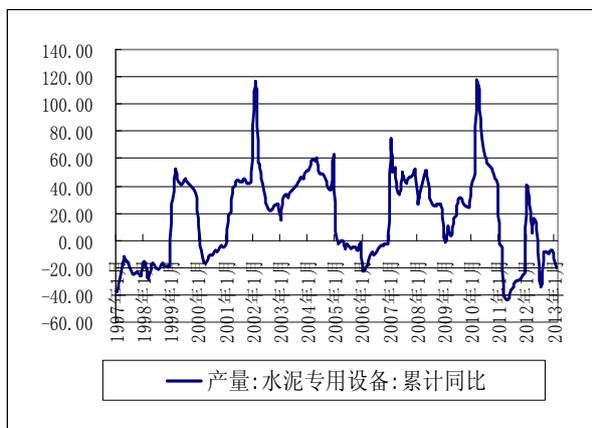
公司在建材设备领域的收入占总收入比例近年来持续下降，从 2009 年的 36.75%，2010 年的 34.81% 降至 2011 年的 21.66%，虽然收入同比增长在 2010 年时达到 8.6%，但 2011 年的收入同比负增长 32.7%；虽然收入水平下降，但仍占总收入相当大的比重。建材装备的毛利率相对较为稳定，2009 年至 2011 年分别为 21.12%、28.02%、28.24%，但与公司综合毛利率相比，已从略高于综合毛利率下降到略低于综合毛利率。作为公司的主要收入来源之一，公司提升了建材设备领域中毛利率最高的水泥磨产品销售的比例，并利用大型立磨粉磨系统处理矿渣，从而降低水泥的生产成本。

随着城镇化的建设，对于水泥的需求仍将保持相对较高水平。数据显示，水泥专用设备的产量常年维持高增长，虽然因近期中央对房

地产业的调控政策而增速有所下降，但长期来看依旧会有着可观的增长，因此虽然建材设备占总收入比例持续下降，但仍将为公司带来可观的收入。

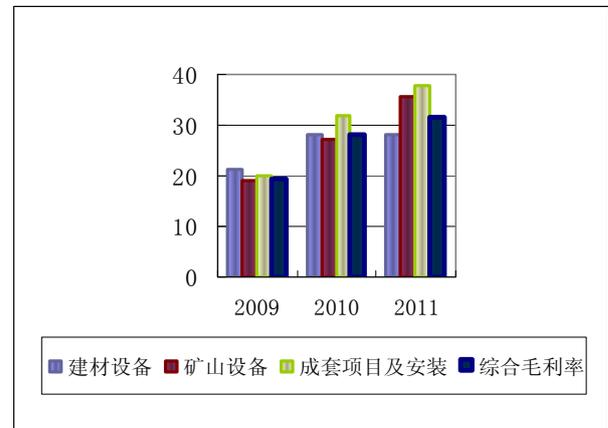
吸取了汶川玉树地震中低质量水泥造成大量间接损失的教训，工信部在 2010 年发布过《水泥行业准入条件》的公告，增强了对于水泥品质、生产工艺和环保节能方面的要求，虽然导致大量不达标的小企业倒闭，但也提高了大企业对于高端设备的需求。考虑到公司不仅生产符合标准的水泥磨产品，还生产相应节能环保的大型立磨粉磨系统，将为公司提供长期稳定的设备订单量，从而维持此项业务收入。

图 4 建材（水泥）专用设备产量累计同比（%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 公司主要产品毛利率和综合毛利率(%)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

### 2.1.3 成套装备领域

公司成套项目及安装业务实现的营业总收入占比存在波动，从 2009 年的 12.88% 降至 2010 年的 9.19%，又大幅升至 2011 年的 16.89%，而其毛利率在三项最大收入贡献项目中最高，有望成为将来拉动收入进一步增长的动力。成套装备系统对于企业的要求较高，不仅需要制造的能力，还需要有规划整合的能力，因此虽然拥有最高的毛利率，但在中国却很难成为企业最主要的营业收入来源。公司作为最大规模的重型装备制造和矿山、水泥装备研发制造服务商之一，已形成了以高端制造和成套经营为突出特色的核心竞争力，在成套装备领域的投资目前主要集中在节能环保方面研发的余热发电和水泥窑消纳城市生活垃圾等项目，且都已完成安装并投入使用。随着募集资金投入了新能源节能环保等项目，预计公司在今后几年中成套装备所带来的收入增长将会愈发重要，其高毛利率更是能带来极为可观的收入增长。随着公司在该领域的发展，相信未来一定能从中获益。

## 2.2 募投项目主要向新兴节能和环保领域拓展

公司上市的募集资金主要投向节能环保、新能源项目和关键零部件制造项目，其中投向节能环保项目和新能源装备制造产业化项目的资金共占 81%，资金的投入结构与公司未来发展的战略分配基本符合。在国家对节能环保要求日益提升的情况下，公司大力发展环保节能产品，尤其是在余热发电、活性石灰、褐煤提质、尾矿处理、矿渣处理、城市垃圾利用等资源的综合循环利用和高压辊磨、大型辊压机、原料立磨等高效节能产品上，公司获得了较好的收益，2012 年节能环保、循环经济项目服务收入 21.19 亿元，占公司营业收入的 29.29%。

### 2.2.1 近期节能环保装备收入占比不断提高

节能环保设备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。

#### (1) 大型水泥厂双压纯低温余热发电技术

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 CO<sub>2</sub> 6.5 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。2009 年，“纯低温余热双压利用成套工艺技术及装备”获中国机械工业科学技术特等奖。

#### (2) 水泥回转窑处理城市垃圾技术

公司开发的利用回转窑处理城市垃圾技术及装备符合国家节能环保技术发展要求，通过对城市生活垃圾预处理技术，将处理后的原料做为生产水泥的工业原料，从而使城市生活垃圾真正实现无害化、资源化处理，解决城市垃圾污染问题。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。示范工程将利用洛阳黄河同力水泥有限责任公司现有 5,000t/d 水泥干法回转窑系统，建设一条 500t/d 城市生活垃圾处理线，项目设计年处理生活垃圾 16.5 万吨。二期 5,000t/d 水泥生产线投产后，年处理生活垃圾能力可达到 33 万吨。

在国家对节能环保要求日益提升的情况下，公司大力发展环保节能产品，尤其是在余热发电、活性石灰、褐煤提质、尾矿处理、矿渣处理、城市垃圾利用等资源的综合循环利用和高压辊磨、大型辊压机、原料立磨等高效节能产品上，公司获得了较好的收益，2012 年节能

环保、循环经济项目服务收入 21.19 亿元，占公司营业收入的 29.29%。

## 2.2.2 我国环保行业充满机会与挑战

从国内看，随着中国经济的持续快速发展，城市进程和工业化进程的不断增长，环境污染日益严重。近期以来，粗放经营、摊大饼式的发展恶果已经加速显现：阴霾持续笼罩广漠的华夏天空、污水侵蚀河水、地下水受到严重污染、作为财富之母，我们赖以生存的水资源突然开始受到严重的污染、众多的癌症村不断被揭露出来，凡此等等，都揭示出，我们的环境是多么的令人触目惊心，环保的形势是多么的严峻。面对日趋强化的资源环境约束，加快转变经济发展方式，必须加快提升我国节能环保技术装备和服务水平。我国节能环保产业发展前景广阔。据测算，到 2015 年，城镇污水垃圾、脱硫脱硝设施建设投资超过 8000 亿元，环境服务总产值将达 5000 亿元；产业废物循环利用市场空间巨大。

空前严峻的环保形势需要我们采取切实的行动来制止与改善，日益加剧的国际竞争需要我们尽快提升我国的环保处理技术。从 2007 年开始，环保支出科目被正式纳入国家财政预算，政府对环保工作提出了新思路、新对策，受益于此，中国环保行业继续高速增长，且增速进一步提高。“十一五”期间，中国环保产业保持在年均 15% 以上的速度增长，环保投资的重点领域主要包括水环境、大气环境、固体废物、生态环境、核安全及辐射环境保护建设以及环境能力建设。进入“十二五”时期，从国家《“十二五”节能环保产业发展规划》到 2012 年 3 月的《环保装备“十二五”发展规划》再到当前被社会广泛议论的 PM2.5，国家政策持续大力扶持环境保护行业，特别注重发展大气治理（废气治理）、污水处理、固体废弃物治理等子行业。

与此同时，产业技术不断成熟，在环保领域，我国环保产业已具备自行设计、建设大型城市污水处理厂、垃圾焚烧发电厂及大型火电厂烟气脱硫设施的能力，关键设备可自主生产，电除尘、袋式除尘技术和装备等达到国际先进水平；环保服务市场化程度不断提高，大部分烟气脱硫设施和污水处理厂已经采取市场化模式建设运营。

面对巨大的环保压力与挑战，摆在目前我国的任务是繁重的。首先要更新发展理念与环保理念。一定要从原来粗放式经营、摊大饼式发展的方式中转变过来，大力倡导科学发展观，走可持续发展的道路，绝不能走边污染边治理，甚至只污染不治理的老路。就具体的环保理念而言，也要不断更新理念，与时俱进，加大技术研发与资金投入。

我国环保产业虽然有了较快发展，但总体上看，发展水平还比较低，行业理念还比较落后。主要表现为：一是创新意识薄，以企业为主体的环保技术创新体系不完善，技术开发投入不足，一些核心技术

尚未完全掌握，部分关键设备仍需要进口；二是市场化意识弱，地方保护、行业垄断、低价低质恶性竞争现象严重，污染治理设施重建设、轻管理，运行效率低、治理效果差；三是法制意识不强，我国环保法规和标准体系不健全，资源性产品价格改革和环保收费政策尚未到位，生产者责任延伸制尚未建立。

值得注意的是，目前我国环保行业的资金投入缺乏有效保障。目前，我国环境污染修复治理资金缺乏有效保障，修复治理工作难以开展，资金问题成为很多环境污染得不到治理的主要障碍。以资金需求巨大的污染土壤修复治理为例，国内除了个别政府主导项目（如湘江流域重金属修复）的资金来源明确，其他基本都是房地产开发驱动的修复需求，而对于农业用地或者纯生态修复土地，资金来源就成了极大的问题。

从整体上看，中国环保产业还处于快速发展阶段，总体规模相对还很小，面临着诸多问题和挑战。未来，伴随中国社会经济的发展和产业结构的调整，借助环保产业这个“抓手”，中国环保产业对国民经济的直接贡献将由小变大，逐渐成为改善经济运行质量、促进经济增长、提升民生质量、提高经济技术层次的朝阳产业。

### 2.2.3 通过募集资金大力发展新能源和节能环保两大项目

#### （1）新能源项目

新能源装备制造产业化项目主要投向地热与超低温余热发电成套装备、褐煤提质成套装备、洁净煤装备和水电站大型装备生产的加工、车间、厂房以及配套辅助设施及部门。

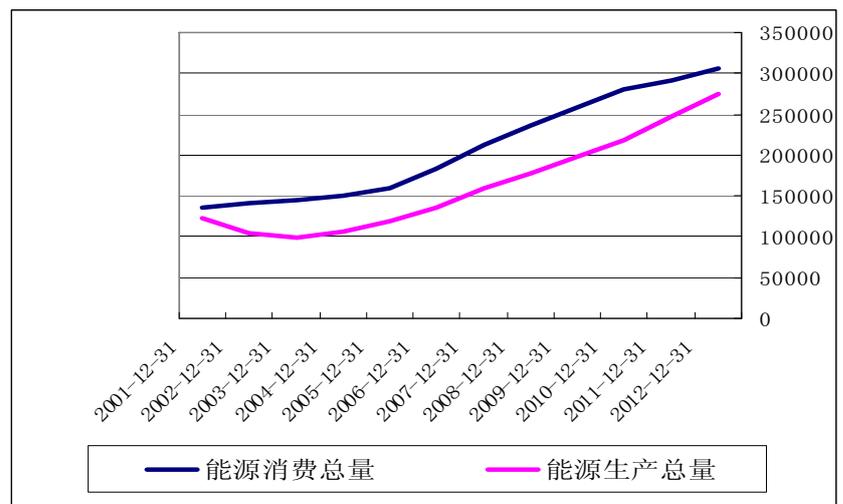
过去几十年的高增长，拉动我国的能源消费量急剧上升，虽然能源生产量也在不断上升，但始终存在着巨大的能源缺口，能源战略地位的重要性不言而喻，巨大的能源缺口将制约着中国未来的发展。因此从长期来看，能源问题始终是一个国家要面对的最基本问题之一，而不断开发新能源、提高能源转换效率将是一个国家必须长期投入精力解决的问题。而中信重工此次将募集资金的39%投入新能源装备制造产业化项目，也体现了企业对于未来进入新兴市场的战略意图。

地热与超低温余热发电利用地热和工业余热资源发电，属于国家“十二五”计划中的可再生能源，据估计，喜马拉雅山地带高温地热有255处共5800MW，而现运行的地热电站仅5处共27.78MW，中国存在着大量待开发地热资源，市场前景十分乐观。公司开发的水泥窑余热发电技术结合水泥窑消纳城市垃圾产业化成套装备，不仅解决了城市生活垃圾处理的难题，余热发电技术也解决了可再生能源的问题，生产出的水泥更为进一步城镇化贡献了一份力量，是真正意义上的可持续发展模式。

褐煤长期以来因为燃值水平低而没有开展大规模的开发利用，而我国褐煤保有量占煤炭的储量达到了 13%，公司此次投资的褐煤提质成套设备通过褐煤提质技术，提高褐煤的燃值水平，使其成为可利用的资源。由于我国东北存在着大量褐煤资源，国家振兴东北老工业区的战略为褐煤提质技术提供了广阔的市场前景，相信企业未来能在该项目获得可观的利润。

该项目建设期为 3 年，达产后预计可实现年销售收入 341,000 万元。

图 6 能源消费/生产总量 (万吨)



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

## (2) 节能环保项目

节能环保产业的发展是“十二五”规划中明确指出要为节约能源资源、发展循环经济、保护生态环境提供物质基础和技术保障的，是战略性的新兴产业之一，有 42% 的募集资金投向该项目，将会成为企业未来发展的重要增长点之一。

城市垃圾产业化成套装备利用水泥窑处理城市生活垃圾，是环保产业的关键技术之一，更是荣获金袋鼠世界创新奖，在国外已是一项较为成熟的城市生活垃圾处理方案。随着我国城镇化进程加快，城市垃圾量逐年递增，垃圾的处理问题日益显著，利用水泥窑协同处理的方式在节约能源、提高能源利用效率的同时对城市垃圾进行无害化处理。相对国外同类产品，价格优势明显，对将来市场占有率有着积极作用，项目建成后每年能提供 5 套成套装备。

尾矿及选矿处理与利用成套装备对于我国现时大量尾矿未经处理，造成严重的生态破坏和环境污染的情况有着极大的改善作用。预计未来五年，我国需要尾矿（选矿）处理系统 120 套、大型尾矿用盘

式过滤机 960 台。而矿渣、钢渣破碎粉磨与利用对于水泥生产、废弃物再利用都起着积极的作用。企业对于这两个项目的投资有利于提高资源利用率、减少环境污染。

高压辊磨机可以降低碎磨流程产生的能耗，提高产能的同时节省大量能耗和钢耗，在金属矿山、冶金等行业运用广泛。由于目前我国普遍采用高能耗的制粉工艺，矿石的生产成本和能耗比国外要高 30% 至 40%，因此本项目有利于矿山、冶金行业的节能环保状况，提高资源利用率。项目建设期为 3 年，达产后预期年销售收入达到 368,830 万元。

### (3) 高端电液智能控制装备制造项目

高端电液智能控制装备制造广泛应用在矿山、建材、冶金、电力、节能环保等行业中的综合成套大型机械装备，是整个主机装备的核心部件。该项目主要为公司生产的主机和成套项目提供关键零部件配套，部分产品也单独对外销售，各个细分产品的市场占有率自 20% 至 50% 不等，由于掌握了部分核心技术，该投资项目的未来收益情况较为稳定，也能进一步提高公司生产主机和成套项目的竞争力。

该项目建设期为 2 年，截至 2011 年末该项目已支出 324.9 万元，预计达产后年销售收入将达到 172,000 万元。由于是核心零配件生产能力的提升，对其他装备生产的项目也起到了积极的辅助作用，对提升公司未来的竞争力起到了实质性的作用。

## 2.2.4 募集资金投向收益分析

由于发行募集资金投资项目中固定资产投资总额为 406,400 万元，上述投资结转固定资产后，新增固定资产年折旧额总计约为 26,383 万元，公司未来固定资产年折旧额将有所增加。募投项目达产前，由于项目还没有完全产生收益，新增固定资产的折旧费用会对公司短期内的经营业绩造成一定的压力。根据公司招股说明书中给出的主要设备的估价和数量，采用直线折旧法，12 年设备折旧年限和 5% 的残值率计算，年新增折旧费合计至少将达到 73,894 万元。在预测年新增营业收入不变的条件下，年新增利润总额将从 119,137 万元下降至 71,626 万元，这将大大降低募集资金投向的内部收益率。但项目达产后，由于募集资金投资项目盈利前景良好，预计年新增销售收入足以抵消年新增固定资产折旧费，因此新增固定资产折旧对公司总体经营业绩影响较小，并不会影响公司未来现金流状况。

**图 7 募集资金投向收益分析**

单位：万元

序号	项目	年新增营业收入	年新增利润总额	年新增折旧费
1	高端电液智能控制装备制造项目	172,000	23,113	5,187
2	新能源装备制造产业化项目	341,000	45,925	10,145
3	节能环保装备产业化项目	368,830	50,099	11,051
合计		881,830	119,137	26,383

注：固定资产折旧采用综合直线折旧方法计算。房屋建筑物折旧年限为 30 年，设备的折旧年限为 12 年，残值率为 5%。

数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 三、 公司在行业内的竞争优势

#### 3.1 行业环境仍较为严峻

截至 2012 年末，全国重机行业共有企业 3829 家，比 2011 年末增加了 503 家，说明行业竞争更加激烈。公司主营业务所属的冶金矿山设备行业中，2012 年大型企业实现的工业总产值占同期全行业的比重为 37.64%，比 2011 年末下降了 7.04 个百分点，说明大型企业虽然仍在冶金矿山机械行业中居于主导地位，但行业集中度已经开始有所下降。

公司在国内面临中国一重、北方重工、太原重机、上海重机等公司规模不断扩大、服务领域不断扩展带来的生存空间挤压的同时，在国际市场上也直接面临美卓矿机、史密斯公司等国际知名大型公司的激烈竞争。

中国作为全球第二大经济体，城镇化水平相比发达国家仍有很大的距离，城市人口比重为 51%，仅为世界平均水平。因此，从中长期来看，随着城镇化建设的推进，将会给重型机械市场带来持续旺盛的需求。

#### 3.2 技术创新体现公司优势

公司是中国重型机械行业内规模最大的矿山机械制造商和水泥设备制造商之一。公司的利润总额也在近年取得了飞速提升，利润总额从 2009 年的 4.93 亿元增长到了 2011 年的 9.64 亿元，在宏观经济

持续低迷的三年间实现了利润总额 95% 的增长。公司的核心竞争力主要体现在技术及研发优势、高端制造优势、客户资源优势以及在全球范围内的资源进行整合能力，公司如何保持今后的高增长还看以下几个方面的发展：

### 3.2.1 技术及研发优势

中信重工相比国内同行，尤其注重技术创新，早在 2008 年公司就被国家评为创新型企业。公司的技术中心是国家首批认定的 40 家国家级企业技术中心之一，是国内目前唯一的一家矿山装备综合性研究机构。公司还建立了矿山重型装备领域首个企业国家重点实验室。公司主导的产品均为自主开发，拥有自主知识产权。公司十分注重新产品的开发，2009 年至 2012 年间，开发的新产品产值占比一直维持较高水平，分别达到 70.20%、71.59%、70.72%、74.3%。带动同期营业收入和净利润增长高于行业平均水平。公司的管理团队对技术研发的持续性投入和贴近用户的营销战略是支撑其灵活经营战略优势的关键。

### 3.2.2 高端重机制造优势

公司的“新重机”工程构建了以世界上规格最大、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。公司围绕着 18,500 吨自由锻造油压机，建成了相应的高端重型装备制造工艺体系，配备了一系列的制造设备。可以说，通过实施“新重机”工程，公司已形成了目前国内乃至世界稀缺的高端重型机械加工制造能力，使公司跻身国内外同行业第一梯队，构筑了未来公司发展的竞争优势，为未来公司的快速发展奠定了坚实基础。

### 3.2.3 产品结构优化符合国家发展方向

国家在“十二五”中明确将节能环保、新能源产业列入规划扶持项目，河南省政府也致力于将洛阳建设为节能环保装备产业基地，并加大了资金投入力度。公司在 2012 年多项节能环保产品获奖，包括公司研发的“水泥窑纯低温余热发电成套工艺技术及装备”获国家科技进步二等奖，“工业水泥窑协同处置城市生活垃圾新技术”荣获金袋鼠世界创新奖等。公司在 2012 年成功上市的募集资金主要投入新能源装备制造产业化项目、“节能环保装备产业化项目”和“高端电液智能控制装备制造项目”，预计项目建成后能够新增利润 11.91 亿元，相较于公司 2011 年利润总额为 9.64 亿元，将是一个新的高增长点。公司未来在同行业中的竞争力将因项目募集资金而有所提升，有助于公司进入新兴产业并优化公司现有的产品结构。

### 3.3 高端市场竞争较少，矿山设备主要竞争对手是海外品牌

公司在矿山设备与外资品牌共同占据我国高端市场，研发制造能力居国内同业市场领先地位，但与国际市场上的知名矿山机械企业如美卓矿机、奥托昆普、FFE 等矿山机械巨头相比，在矿用磨机、破碎机的设计制造能力上还村来一定的差距。

公司在建材设备领域的国内主要竞争对手包括唐水机、上海新建和中天仕名等。唐水机、上海新建地处沿海，有水路通道优势，但是单一的建材设备制造商，而中天仕名则有天津院得天独厚的设计优势。

## 四、公司财务状况分析

### 4.1 净利润增长快于收入增长

从 2012 年 1-12 月的财务情况看，公司实现营业总收入 7,235.81 百万元，同比增长 2.77%，较 2011 年实现平稳小幅增长；公司全年实现营业毛利 2,279.37 百万元，同比增长 2.21%，慢于收入增长；公司实现营业毛利率 31.50%，低于上年同期（31.67%）0.17 个百分点；2012 年 1-12 月，公司实现主营业利润 831.09 百万元，同比增长 1.44%，慢于收入增长；主营业利润率为 11.49%，低于上年同期（11.64%）0.15 个百分点；对应的期间费用合计为 1,448.28 百万元，同比增长 2.65%，其中，营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失等分别同比增长-6.35%、21.86%、5.88%、-25.62%和-5.16%；期间费用率合计为 20.02%，较上年同期（20.04%）基本持平，其中，营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失的费用率分别为 0.76%、1.80%、15.38%、1.71%和 0.37%。

2012 年 1-12 月，公司实现归属于母公司所有者的净利润 870.96 百万元，同比增长 6.54%，快于收入增长，净利润率 12.04%，高于上一年同期（11.61%）0.43 个百分点；其中，实现主营业利润、其他营业收益、营业外收益、所得税和少数股东损益分别同比增长 1.44%、-47.25%、81.91%、-20.26%和-89.71%，对净利润的贡献率分别为 95.42%、5.36%、11.83%、-12.49%和-0.12%，相比去年同期，分别变动-0.15、-0.61、0.62、-0.43 和-0.13 个百分点。

从 2013 年一季报情况看，公司实现营业总收入 1,531.56 百万元，公司实现归属于母公司所有者的净利润 169.19 百万元。

## 五、盈利预测、估值和投资建议

### 5.1 主要假设

1) 结合公司募集资金项目投资进度，未来公司产能与业绩仍能稳定增长，但增速相对来说并不高，略超行业平均增长速度。

2) 由于募集资金投资项目存在实施周期，项目达产需要一定时间，在短期内难以完全产生效益，公司短期内净资产收益率会有所下降。但随着募集资金投资项目的逐步达产，将极大增强公司的生产能力和市场竞争力，盈利水平将显著增加，公司的净资产收益率将稳步提高。

### 5.2 给予“未来六个月，大市同步”评级

在不考虑资产注入的情况下，预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入同比增长 7.50%、12.50% 和 14.80%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 5.56%、14.53% 和 22.68%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.34 元、0.38 元和 0.47 元。目前股价对应 2013-2015 年的动态市盈率分别为 10.55、9.21 和 7.51 倍。

公司目前以重型机械制造为主，主营业务正逐步实现从传统市场转向代表我国经济未来发展方向的节能环保和能源相关领域扩张，并较快实现产品结构优化调整，因此发展前景相比同类型机械行业及部份矿山设备行业上市公司更为乐观。同时经济与政策的走向仍对行业整体趋势带来一定不确定性，行业内公司发展差异也正逐渐扩大。我们看好公司未来长期的发展，给予“未来六个月，大市同步”评级。

### ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	7,235.81	7,778.49	8,750.81	10,045.92
年增长率 (%)	2.77	7.50	12.50	14.80
归属于母公司所有者的净利润	870.96	919.42	1,053.01	1,291.78
年增长率 (%)	6.54	5.56	14.53	22.68
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.32	0.34	0.38	0.47
PER (X)	11.14	10.55	9.21	7.51

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2013-05-03 日收盘价）

## 六、风险提示

### 1、宏观经济和固定资产投资波动性导致的产品需求风险

作为重型装备制造制造商，公司产品覆盖众多下游产业，与固定资产投资直接相关。市场需求容易受到宏观经济波动的影响。国家发展高端装备制造业是十二五重点政策扶持方向，国内装备制造业升级将有力推动重型机械行业发展。宏观经济和调控对固定资产投资可能存在不确定影响，对公司所处的重型机械行业带来产品需求上的冲击。

### 2、原材料价格波动导致公司盈利能力下降的风险

公司在产品生产过程中使用大量钢材，钢材原料成本占公司制造成本比例较高。公司虽不断提高对下游客户的议价能力，但钢材等原材料价格的短期大幅波动将对公司盈利能力产生较大影响。

### 3、房地产调控政策对企业建材装备下游市场的影响

公司的建材机械设备主要是用于水泥生产的专用设备，市场需求与水泥的产量和下游需求密切相关。近两年由于基建和房地产增速显著下滑，新投放的水泥产能仍然较多，行业整体产能过剩问题严重。水泥设备恐难有增长。房地产调控政策的出台和落实会对建材市场形成进一步威胁。

### 4、国家对节能环保、新能源产业政策的变化风险

公司的产品结构向节能环保方向的逐步转化受到国家对节能环保、新能源相关产业政策的鼓励，对公司新产品的市场拓展起到了积极作用。公司的募投项目中也加大了相关领域的投资力度。未来国家政策可能发生的变化对公司业务的成长和长期持续性也将产生一定不确定因素，投入的大量资金在达不到预期收益等。

## 七、附表

附表 1: 中信重工利润简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012 A	2013 E	2014 E	2015 E
营业总收入	7,235.81	7,778.49	8,750.81	10,045.92
营业总成本	6,404.72	7,070.65	7,879.23	9,045.35
营业税金及附加	55.29	52.89	65.63	75.34
销售费用	130.12	140.01	183.77	210.96
管理费用	1,112.77	1,252.34	1,382.63	1,587.26
财务费用	123.45	108.90	140.01	180.83
资产减值损失	26.64	32.67	34.13	39.18
营业外收入	110.71	260.00	180.00	180.00
营业外支出	7.68	12.00	15.00	15.00
利润总额	980.84	1,058.62	1,221.59	1,498.59
所得税费用	108.79	137.62	164.91	202.31
少数股东权益	1.09	1.59	3.66	4.50
归属于母公司受益者的净利润	870.96	919.42	1,053.01	1,291.78
每股收益 (元)	0.32	0.34	0.38	0.47

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所整理; 每股收益按最新股本 2,740.00 百万股摊薄计

附表 2: 公司历年财务指标

指标名称	2009A	2010 A	2011 A	2012 A
销售毛利率(%)	19.43	28.25	31.67	31.50
销售净利率(%)	9.03	12.42	15.83	15.34
息税前利润/营业总收入(%)	7.27	10.02	11.76	12.05
净资产收益率(摊薄)(%)	19.94	27.32	26.43	15.82
流动比率	0.73	0.85	0.91	1.42
速动比率	0.51	0.65	0.63	1.12
资产负债率(%)	82.51	78.08	72.78	54.36
存货周转率(次)	2.31	2.55	2.45	2.23
应收账款周转率(次)	7.14	6.61	4.54	3.36
总资产周转率(次)	0.48	0.53	0.55	0.49
净利润同比增长率(%)	0.00	58.74	27.28	6.54
每股收益-稀释(元)	0.31	0.50	0.40	0.32
每股经营活动现金流量净额(元)	0.66	0.51	-0.27	0.30
每股未分配利润(元)	0.41	0.87	0.54	0.70
每股资本公积(元)	0.06	0.06	0.06	0.93

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 赵冰 潘怡立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。