

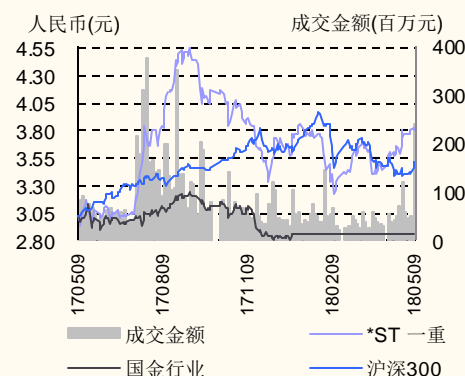
## 中国一重 (601106.SH) 买入 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 3.81 元  
 目标价格 (人民币): 5.00-5.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 6,538.00  
 总市值 (百万元) 26,128.15  
 年内股价最高最低 (元) 4.57/2.93  
 沪深 300 指数 3871.62  
 上证指数 3159.15



## 相关报告

- 1.《下游需求全面回暖, 公司业绩大幅反转- \*ST 一重公司点评》, 2018.4.26
- 2.《大国重器——中国一重全面解析系列报告之二: 重型制造中坚力量, ...》, 2018.3.8
- 3.《大国重器——中国一重全面解析系列报告之一: 重型机械龙头, 十年...》, 2018.1.19

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001  
 (8621)60870938  
 sijz@gjzq.com.cn

时代 分析师 SAC 执业编号: S1130518040002  
 (8621)60893123  
 shidai@gjzq.com.cn

卞晨曦 联系人  
 biancy@gjzq.com.cn

赵玥玮 联系人  
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

## 大国重器——中国一重全面解析系列报告之三: 产能置换正当时, 冶炼设备迎来新景气

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	-0.877	0.012	0.065	0.151	0.169
每股净资产 (元)	1.41	1.58	1.64	1.79	1.96
每股经营性现金流 (元)	0.08	0.14	-0.36	-0.17	0.11
市盈率 (倍)	-6.17	307.11	59.00	25.27	22.56
行业优化市盈率 (倍)	19.47	19.47	19.47	19.47	19.47
净利润增长率 (%)	219.43%	-101.47%	426.02%	133.51%	11.98%
净资产收益率 (%)	-62.29%	0.78%	3.93%	8.40%	8.60%
总股本 (百万股)	6,538.00	6,857.78	6,857.78	6,857.78	6,857.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **三大领域优势扩大, 2017 年营收创历史新高:** 公司是我国重型机械龙头, 具备国内顶级、世界一流的重型机械制造能力和研发实力。我国重型机械行业自 2008 年金融危机以来经历十年低迷, 2017 年起行业整体趋势性回暖, 公司在石化、钢铁、核电三大下游领域优势显现, 订单及销量明显回升。2017 年, 公司实现营收 102.52 亿元, 同比增长 219.93%, 创历史最好水平; 利润总额 1.05 亿元, 同比增利 56.52 亿元; 新增订货 122.5 亿元, 同比增长 50.9%; 回款 120.7 亿元, 同比增长 50.4%; 公司经营确定性反转。
- **产能置换逢迎盈利改善, 钢企设备升级需求高企:** 我国钢铁行业自 2016 年进入大规模供给侧改革, 前半程主要以长期停产的“僵尸产能”为去产能首要对象, 2017 年下半年以来, 行业改革步入深水区, 产能置换成为实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。2017 年全年, 钢铁工业以产能置换方式化解产能近 2500 万吨, 结合钢企盈利已实质性好转, 我们判断 2018 年参与产能置换的钢铁产能总量将大概率与 2017 年持平, 从而带来持续性设备采购需求。
- **公司冶金设备收入利润已实现反转, 2018 年有望实现大幅提升:** 公司冶金成套设备订单自 2016 年下半年以来实现迅速增加。2016 年新增订货 20.36 亿元, 2017 年新增 33.78 亿元, 2017 年全年实现收入 24.87 亿元, 同比增加 167.59%。在销售大幅增长情况下, 公司冶金设备成本得以摊薄, 产品盈利能力明显提升, 毛利率重回两位数, 仅次于 2008 年 25.37% 的历史高峰。结合过去两年情况, 我们判断公司冶金设备在手订单仍丰厚, 且在钢铁产能整体提效要求下, 公司今明两年冶金设备销售有望维持高景气状态。

## 估值与投资建议

- 我们判断公司有望随多个下游需求回暖, 开启三年以上的高景气周期。我们预计公司 2018-2020 年有望实现营收 123.16/145.39/152.34 亿元, 归母净利润 4.43/10.34/11.58 亿元, 同比 +426.02%/133.51%/11.98%; 摊薄 EPS 0.065/0.151/0.169 元。我们维持公司“买入”评级, 6-12 个月目标价 5 元/股, 当前股价对应 59X18PE、25X19PE。

## 风险

- 钢铁产能置换提前结束; 钢价大幅下跌压缩下游企业盈利。

## 内容目录

三大领域优势扩大，业绩迎来确定性反转 .....	3
钢铁工业大规模产能置换，公司冶炼设备业务重回景气 .....	8
钢铁供给侧改革正当时，产能置换催生新一轮设备采购高峰 .....	8
公司冶金成套设备具备优势，产品销售正重回高景气 .....	11
盈利预测与投资建议 .....	14
盈利预测、估值与投资建议 .....	14
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：公司是大国重器“航母” .....	3
图表 2：公司业务构成（2017 年利润口径） .....	4
图表 3：公司分产品毛利（亿元） .....	4
图表 4：公司营业收入及增速 .....	4
图表 5：公司归母净利润及增速 .....	4
图表 6：公司单季度营业收入及增速 .....	5
图表 7：公司单季度归母净利润及增速 .....	5
图表 8：公司历年营业收入、净利率及当年新增订单情况 .....	5
图表 9：公司历年毛利率、净利率 .....	6
图表 10：公司三费税金 2017 年有所回落 .....	6
图表 11：公司减值损失 2017 年回归低位 .....	6
图表 12：公司现金指标呈现逐季度好转 .....	7
图表 13：钢铁产能置换政策频出 .....	8
图表 14：2017 年各地新建炼钢产能分布 .....	9
图表 15：2017 年各地新建炼铁产能分布 .....	9
图表 16：2017 年钢铁产能置换项目新增设备情况 .....	9
图表 17：重点区域钢铁去产能完成情况及 2018 年任务目标 .....	10
图表 18：部分钢厂 2018-2020 产能置换计划（不完全统计） .....	11
图表 19：中国大宗商品价格指数（钢铁类） .....	11
图表 20：钢铁行业大中型企业年度利润总额（百万元） .....	11
图表 21：轧制时的钢锭与轧辊 .....	12
图表 22：造船及海上采油平台用特厚钢板 .....	12
图表 23：公司生产的 5500 毫米宽厚板轧机 .....	12
图表 24：公司生产的我国第一套 2130 毫米五机架冷连轧机 .....	12
图表 25：公司冶金设备板块收入回升、毛利率快速反弹 .....	13
图表 26：公司上一轮业绩高峰对应 60XPE .....	14

### 三大领域优势扩大，业绩迎来确定性反转

- 中国第一重型机械股份公司（601106.SH）是我国最大的铸锻钢生产和重大技术装备制造企业，具备国内顶级、世界一流的重型机械制造能力和研发实力。公司产品包括冶金设备、核能设备、重型压力容器、大型锻铸件及锻压设备等，下游广泛应用于钢铁有色、石油化工、电力能源、交通运输等国民经济命脉领域。
- 公司致力于国家首台、首套重大技术装备的研发，为我国工业发展提供重大技术装备。公司承担着装备制造业高端产品的研发和持续创新的使命，装备水平和制造能力已经达到世界先进水平，形成了从冶炼、铸造、锻造、焊接、热处理到机械加工、装配、检测等工序完备的生产体系，具备了国际先进制造能力，代表着强大的生产力。

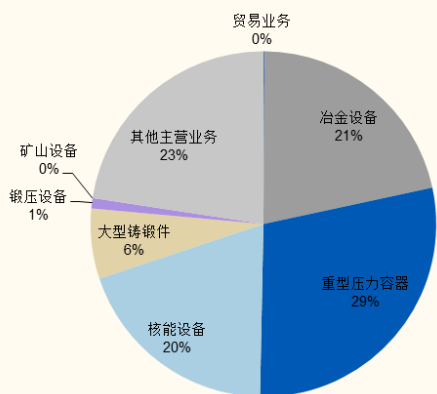
图表 1：公司是大国重器“航母”



来源：公司公告、国金证券研究所

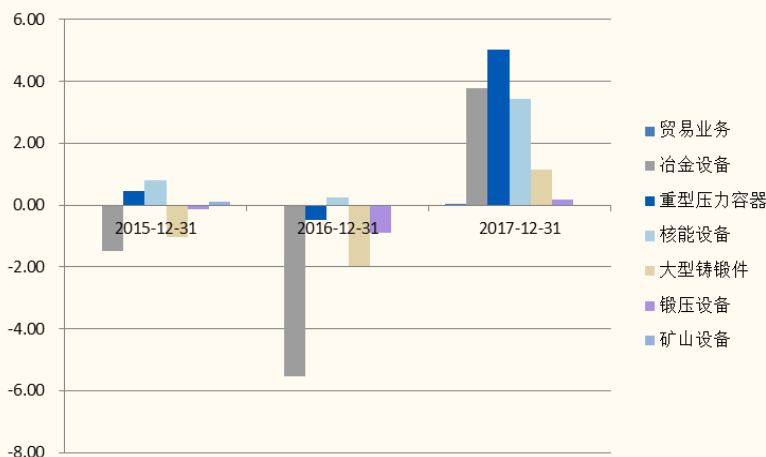
- 重型压力容器、冶金设备、核能设备是公司三大优势领域。2016 年下半年以来，公司下游需求全面回暖，订单同比大幅增加。2017 年公司产品产量显著增加，成本摊薄优势显现，公司各版块收入利润得以明显好转。2017 年，重型压力容器、冶金设备、核能设备成为公司三大主要利润来源，公司在这三大领域也具备绝对的优势和话语权。
- 公司的重型石化容器生产技术全国领先，锻焊结构加氢反应器占国内市场份额达 80%以上。公司是最早实现锻焊结构热壁加氢反应器国产化的企业，曾成功制造出世界单重最大的煤液化反应器（2044 吨）、世界最大的加氢裂化反应器（1600 吨），公司产品几乎装备了中石油、中石化和中海油的全部炼油基地，并实现了向苏丹、伊朗、印度等国家和地区的出口。
- 公司是国内最大的冶金成套设备制造商。公司是钢铁公司全流程设备供应商，产品包括冶炼设备、轧制设备和连铸设备等，具备钢铁公司工程总承包能力和业绩。公司为宝钢、鞍钢、武钢、首钢等钢铁公司提供过各类冶炼和轧制设备，产品远销美洲、欧洲、东南亚、非洲等地区。
- 此外，公司是国内最早开发生产核能设备的企业之一，是国内目前唯一既能生产核反应堆压力容器、又拥有全套核锻件制造能力的企业，承担了中国核工业集团“华龙一号”全部核反应堆压力容器和反应堆冷却剂泵壳泵盖的制造任务。

图表 2：公司业务构成（2017 年利润口径）



来源：公司公告、国金证券研究所

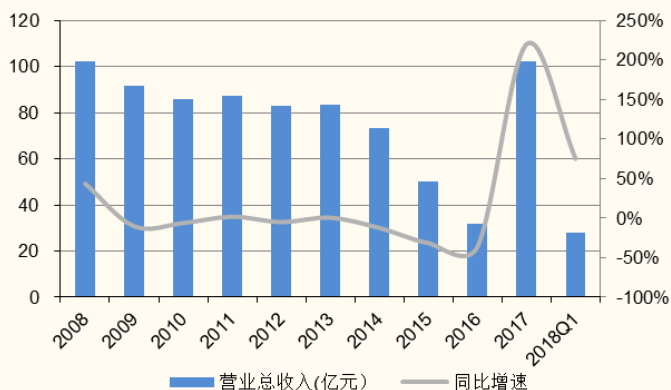
图表 3：公司分产品毛利（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

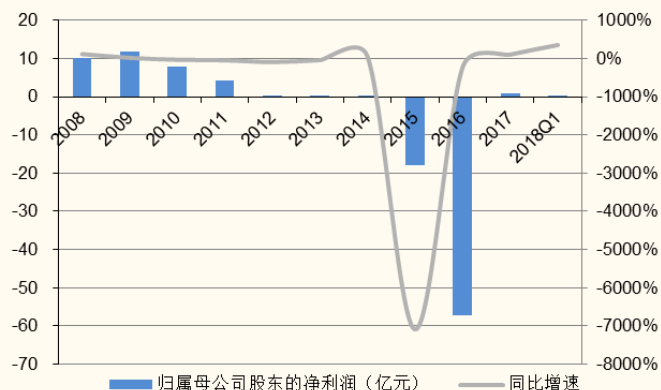
- **业绩经历十年低迷，迎来确定性反转。**以 2008 年全球金融危机为起点，公司业绩受行业影响经历了近十年的低迷。2016 年下半年起，公司在经营方面加强开源节流，同时把握国家振兴实体经济的利好政策，2017 年业绩开始出现回暖。公司 2017 全年实现营收 102.52 亿元，同比+219.93%，创历史最好水平；归母净利润 0.84 亿元，同比增利 56.52 亿元。公司 2018Q1 实现营收 27.97 亿元，同比+75.26%；归母净利润 0.27 亿元，同比+352.16%，为 2010 年后一季度最高利润。
- 根据公司招股说明书，公司 2000-2008 年产值的年均复合增速达到 50.24%，增速位列当时我国“七大重机”之首，高于行业平均增速 17.11 个百分点。2008-2009 年，公司迎来业绩巅峰。2008 年公司营业收入首次突破百亿，2009 年公司归母净利润超过 11.84 亿元，毛利率突破 30%，净利率接近 13%。
- 此后，受 2008 年全球经济危机、2011 年福岛事件影响，公司下游多个领域需求走弱，新签订单自 2011 年起持续减少；与此同时，行业供给在 2000-2008 年大量增加，重型机械行业总产值年均复合增速达到 33.13%。2008 年以后行业供需关系走向恶化的拐点，随之迎来持续十年的低迷，公司业绩受到重创。

图表 4：公司营业收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：公司归母净利润及增速

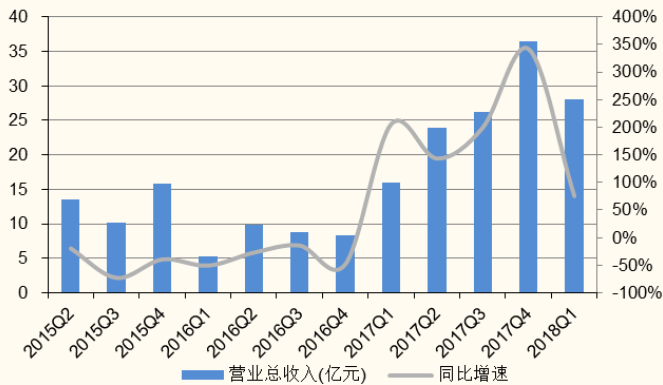


来源：公司公告、国金证券研究所

- 2017 年以来，在国家振兴实体经济背景下，公司抢抓国企增质提效和央企抱团取暖的有利时机，以供给侧结构性改革为主线，不断强化生产经营，取得了收入利润的显著提升。公司 2017Q1 起单季收入接连同比提升，并实现连续单季度盈利，2017 全年收入创历史最好水平，

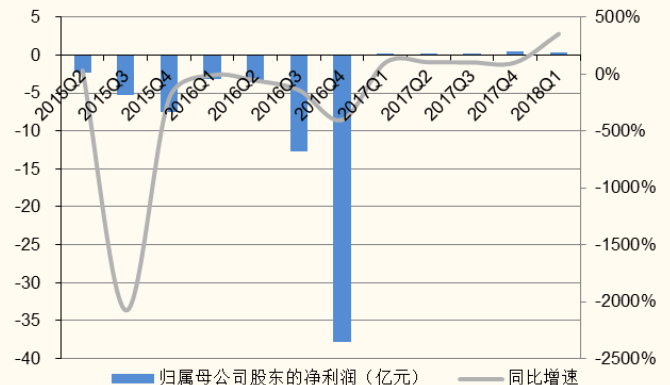
新增订货 122.5 亿元，同比增长 50.9%。结合公司过往每年新增订单情况，我们判断公司业绩已走出最差的时刻，迎来确定性的反转。

图表 6：公司单季度营业收入及增速



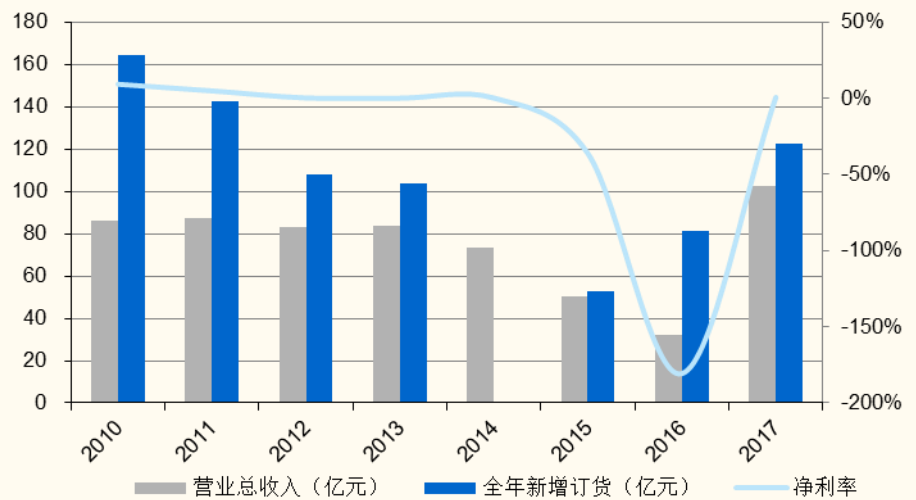
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司单季度归母净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

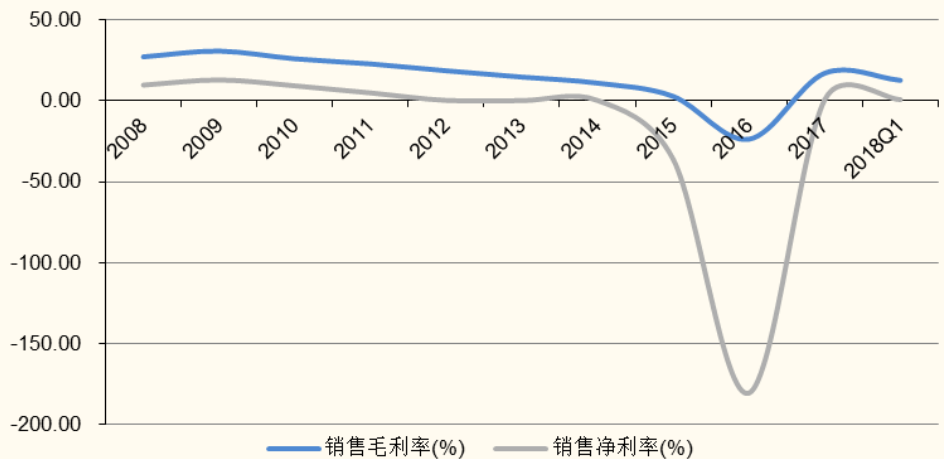
图表 8：公司历年营业收入、净利率及当年新增订单情况



来源：公司公告、国金证券研究所

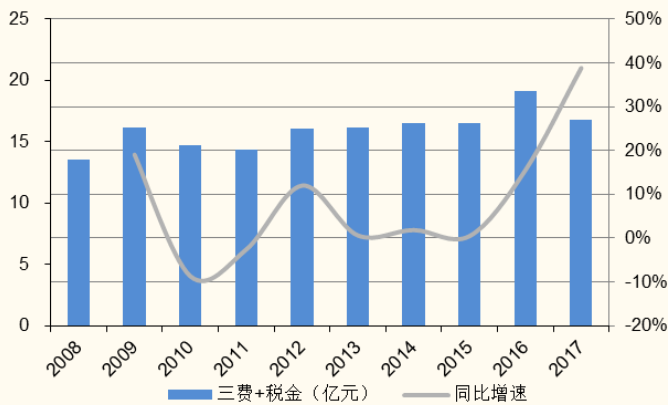
- **量增摊薄成本，费用管控得当。**2017 年，公司冶金成套设备、重型压力容器、核能设备、大型铸锻件等主要产品销量均出现大幅回升，有效摊薄了生产成本，公司综合毛利率比 2016 年同期提升 40.81ppt 至 17.1%，接近 2012 年历史水平。同时，公司大力管控销售费用和管理费用，减值损失也回归历史低位，从而实现净利率的稳健回升。公司 2017 年全年净利率 0.74%，2018Q1 净利率 0.82%，已实现扭亏，但距离 13% 的历史高位尚有较大提升空间。我们判断，随着下游需求的持续改善，公司产品销售有望实现量价齐升，历史包袱厘清后，公司的盈利空间将有望进一步打开。

图表 9：公司历年毛利率、净利率



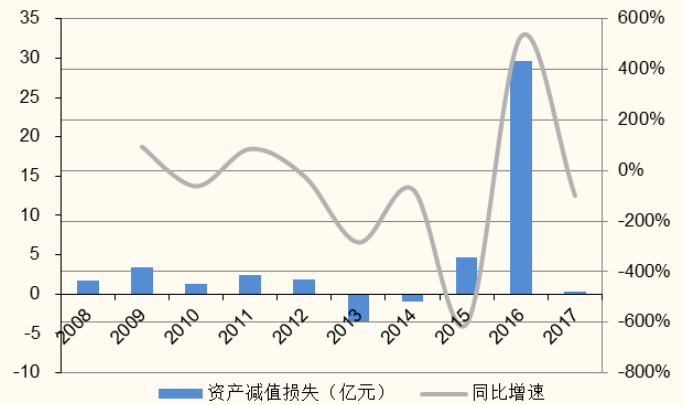
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：公司三费税金 2017 年有所回落



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：公司减值损失 2017 年回归低位

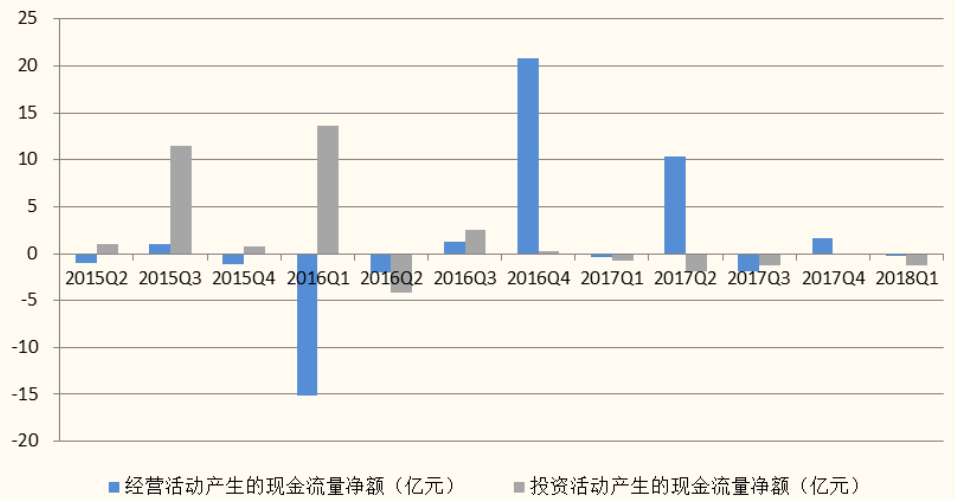


来源：公司公告、国金证券研究所

- **2017 年回款历史最好，投资项目显著增多。**公司经营活动产生的现金流量净额自 2016Q4 起呈现明显好转，2017 年回款达到历史最好水平。此外，公司投资活动产生的净现金流量自 2017Q1 起呈现连续净流出，2017 全年项目投资额与投资数量均实现同比显著提升，公司经营正在步入良性发展的轨道。

  - 公司 2016Q4 单季度经营活动现金净流入超过 20 亿元，为史上最好水平。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净流入为 9.83 亿元，同比增加 4.83 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 83.28 亿元，同比增加 68.68%。年报显示公司 2017 年销售回款达到了历史最好水平，全年完成 120.7 亿元，同比增加 50.4%。
  - 2017 年公司实际完成固定资产投资逾 10 亿，主要用于境内主业投资，投资额与项目数量相较 2016 年显著增多。公司 2017 年投资区域涵盖公司富拉尔基、大连棉花岛、天津滨海三大生产基地，其中 35.7% 投向大型石化容器制造基地项目，主要完成了桥式起重机、电动平车、堆焊机、窄间隙焊机、热处理炉等设备的安装以及厂房地面设备基础、厂房动力管网、厂房配电等设施的建设。

图表 12：公司现金指标呈现逐季度好转



来源：公司公告、国金证券研究所

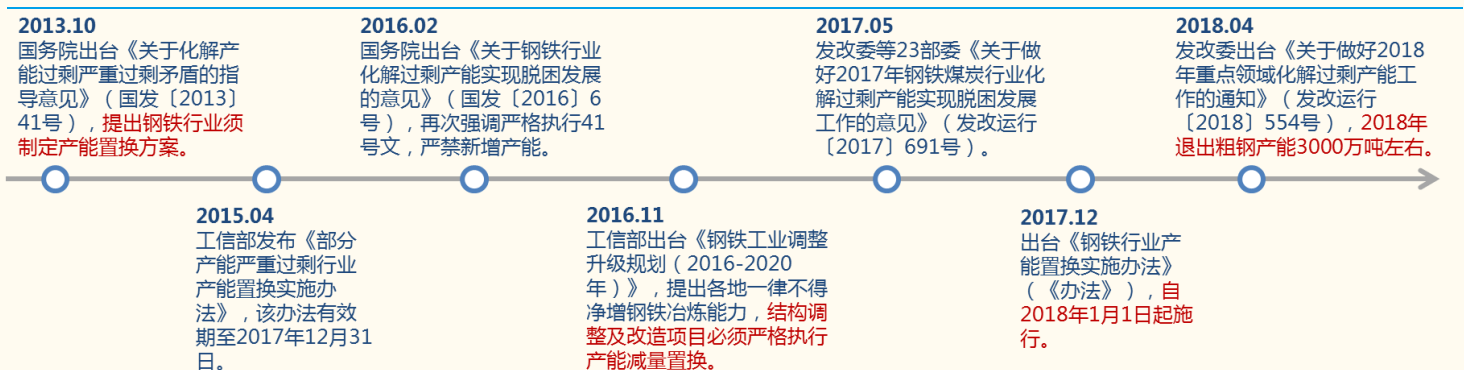
- **大股东定增 15 亿元，缓解部分财务压力。**2017 年 10 月，公司完成向大股东一重集团的非公开发行。公司大股东一重集团以 4.85 元/股的价格认购公司股份 319.78 万股，合计募集资金 15.5 亿元，用于补充公司对一重集团委托贷款和往来款所形成的资金缺口。我们认为，此次定增将有效降低公司的资产负债率（此前已达到 71.85%），减轻此前的财务费用压力；同时，定增限售期为 36 个月，4.85 元的底价也为公司股价提供了足够的安全边际。

## 钢铁工业大规模产能置换，公司冶炼设备业务重回景气

### 钢铁供给侧改革正当时，产能置换催生新一轮设备采购高峰

- **钢铁工业供给侧改革势在必行。**由于历史原因，我国钢铁企业分布呈现城市集中度高、北重南轻、内陆多于沿海三大特点，导致内陆钢企运输成本高企、京津冀地区钢企环保限产压力凸显等诸多现实问题。在总需求波动向下、产能全面过剩情况下，钢铁工业结构调整、转型升级势在必行。
- **产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。**2013年起，国务院、工信部相继出台钢铁产能置换指导意见和实施办法。目前，京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域正实施不低于 1.25:1 的产能退出重建，其他地区也需进行不同程度的减量置换。整体而言，我国钢铁工业处于总体产能严控、置换升级加速的结构调整期。
- 2013年10月，国务院出台《关于化解产能过剩严重过剩矛盾的指导意见》(国发〔2013〕41号)，提出钢铁行业严禁建设新增产能项目，项目建设须制定产能置换方案，实施等量或减量置换。
- 2015年，工信部制定发布《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，要求对钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃行业新(改、扩)建项目，实施产能等量或减量置换，从而达到加快淘汰落后产能、化解产能过剩矛盾、促进产业升级和布局优化、改善环境质量的的目的，该办法有效期至2017年12月31日。
- 2017年12月31日，工信部对原产能置换办法进行修订，出台《钢铁行业产能置换实施办法》(《办法》)，自2018年1月1日起施行。新《办法》将可置换产能缩小范围至2016年上报数，将减量置换范围扩大至京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域以外的其他区域，并允许钢企内部转炉等量置换电炉。
- 2018年4月，发改委发布《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》(发改运行〔2018〕554号)，提出“2018年退出粗钢产能3000万吨左右，基本完成“十三五”期间压减粗钢产能1.5亿吨的上限目标任务”，并将“着力推进钢铁企业兼并重组，合理高效利用废旧钢铁资源，进一步推动钢铁行业转型升级和结构优化”。

图表 13：钢铁产能置换政策频出



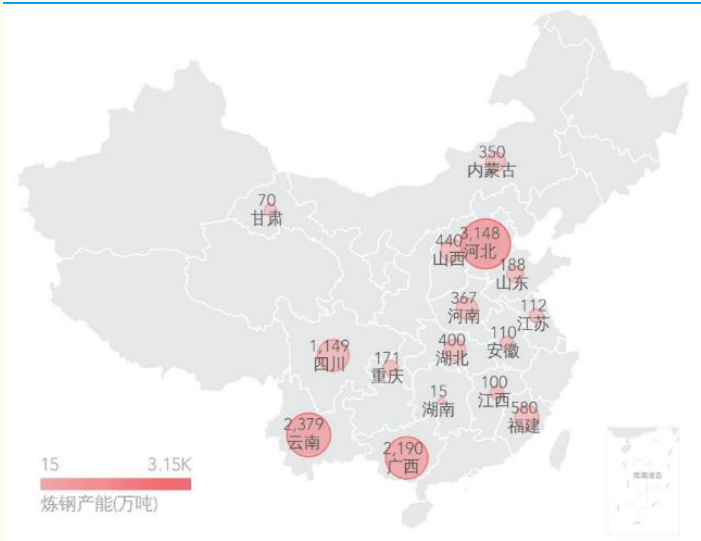
来源：国务院、工信部、国金证券研究所

- **从“僵尸产能”清理走向产能置换，钢铁行业改革步入深水区。**2016年底，工信部提出“十三五”期间粗钢去产能 1-1.5 亿吨的总体目标；根据新华网统计，截至 2017 年底，钢铁工业已完成去产能超过 1.15 亿吨，其中 2016、2017 年分别去产能 0.65、0.5 亿吨，其中 2017 年以产能置换方式化解炼铁、炼钢产能合计近 2500 万吨。
- 根据工信部 2016 年 11 月出台的《钢铁工业调整升级规划(2016-2020 年)》，“十三五”期间，粗钢产能需从 2016 年的 11.3 亿吨降至 10 亿吨以内，产能利用率由 2015 年的 70%提高到 80%。



- 据冶金报不完全统计，从 2017 年年初至 2017 年 12 月 25 日，参与钢铁产能置换的企业（新建项目）共 72 家，拟分别淘汰炼铁、炼钢产能 10562.5、13162.5 万吨，拟分别新建炼铁、炼钢产能 9453、11768.3 万吨，产能置换中将分别压减炼铁、炼钢 1109.5、1394.2 万吨。新建炼钢产能中，转炉、电炉产能分别为 7503、4265 万吨，其中约 1000 万吨电炉产能由高炉产能置换而来。

图表 14：2017 年各地新建炼钢产能分布



来源：《中国冶金报》、国金证券研究所

图表 15：2017 年各地新建炼铁产能分布



来源：《中国冶金报》、国金证券研究所

图表 16：2017 年钢铁产能置换项目新增设备情况

设备种类	计划新增数量	详细情况
高炉	63 座	新增高炉容积从 616 立方米至 5500 立方米不等，容积在 1000 立方米至 2000 立方米之间的高炉座数占比为 79.4%。
转炉	49 座	合计新建的转炉炼钢产能为 7503 万吨，占总新建炼钢产能的 63.8%；新建 100 吨和 200 吨规格的转炉数量分别为 16 座、10 座，共计占比 53%。
电炉	50 座	合计新建的电炉炼钢产能为 4265 万吨，占总新建炼钢产能的 36.2%；新建 100 吨和 50 吨规格的转炉数量分别为 19 座、7 座，共计占比 52%。

来源：《中国冶金报》、国金证券研究所

- 产能置换将成为未来 2-3 年去产能的首要途径。由于钢铁去产能初期主要以亏损停产的“僵尸产能”为目标，我们判断以产能置换为首要途径的钢铁去产能起始于 2017 年中期，且将成为未来 2-3 年的行业改革主旋律。根据发改委 4 月发布的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2018〕554 号），规划 2018 年减压钢铁产能任务量将达 3000 万吨，我们估算其中参与置换的产能总量应与 2017 年齐平。
- 2017 年，全国钢铁工业共计减压产能 5000 万吨，其中一半通过产能置换方式化解，河北、广东等重点省份减压钢铁产能超千万吨。根据各省发改委公布的 2018 年工作计划及官网披露新闻，2018 年仍将是重点区域钢铁去产能的持续之年，且我们判断今后减压方式将以产能置换为主。

图表 17: 重点区域钢铁去产能完成情况及 2018 年任务目标

省/市	2017 年以来各省公布关于钢铁产能文件	2017 年钢铁去产能成果及目标	2018 计划指标
河北省	河北省 2018 年政府工作报告全文	全年共压减炼钢产能 2555 万吨、炼铁 2066 万吨。“6643”工程超额完成，累计压减炼钢产能 6993 万吨、炼铁产能 6442 万吨。	2018 年河北省将大力推进重点行业去产能，目标压减钢铁产能 600 万吨。
浙江省	2017 年浙江省取缔“地条钢”情况公示	2017 年全年取缔地条钢 148.3 万吨。	
江西省	2016 年落实有关重大政策措施真抓实干成效明显的地方名单及激励措施	全年退出粗钢产能 433 万吨、生铁产能 50 万吨，将 2016 至 2020 年期间钢铁去产能五年任务于 2016 年一年内提前完成。我省钢铁行业退出产能全部为在产产能，于 2016 年 8 月底拆除了所有应退出产能装备。	
山东省	2018 年山东省政府工作报告（全文）	全年压减粗钢产能 527 万吨、生铁产能 175 万吨，超额完成国家下达的目标任务。	2018 年将继续化解生铁过剩产能 60 万吨和粗钢过剩产能 355 万吨。
江苏省	2018 年江苏省政府工作报告（全文）	2017 年全年压减钢铁产能 634 万吨。	从 2017 年开始，用 2 年时间压减钢铁（粗钢）产能 1170 万吨。2018 年指标剩余 536 万吨。
天津市	2018 年天津市政府工作报告（全文）	2017 年全年压减粗钢产能 750 万吨，市行政辖区钢铁产能控制在 2000 万吨以内，处置了一批“僵尸企业”	到 2020 年目标压减粗钢产能 900 万吨。
福建省	去年降成本、去产能、去杠杆见成效	2017 年全年累计取缔 35 户“地条钢”企业、合计产能 535 万吨，全面完成国家钢铁去产能目标任务，在全国率先成功进行跨省钢铁产能置换交易。钢铁行业“僵尸企业”得到全面处置。	
广东省	广东省 2017 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2018 年计划草案的报告	2017 年完成压减 50 万吨钢铁过剩产能任务，全面取缔 87 家企业共 1143 万吨“地条钢”产能，淘汰落后造纸产能 9.22 万吨。	到 2018 年，钢铁产能控制在 4000 万吨以内。
上海市	上海市发改委《谋划好发展这篇文章，意义重大——勇当排头兵敢为先行者系列访谈》	自 2008 年起截至去年末已累计关停粗钢产能 710 万吨，今后上海还将进一步减少对重工业和劳动密集型产业的依赖，进一步压减“三高一低”产能。	

来源：各省市发改委、国金证券研究所

- 自 2017 年下半年起，钢铁产能置换的项目规划已层出不穷。据不完全统计，2017 年 12 月以来，国内已有超 20 家钢企发布产能置换方案。目前，山东、安徽等省份也已开始支持跨地区产能置换，允许企业按照自愿、有偿、真实原则，通过协议转让、拍卖、入股等方式，在省内外开展产能置换指标交易。
  - 2017 年 8 月 7 日，福建省宁德市青拓集团与河北省保定市奥宇钢铁两家钢铁企业联手推动了全国首例钢铁产能跨省域置换，涉及 6 个项目的建设，总投资 82 亿元。
  - 河北省政府办公厅于 2017 年 8 月 23 日公开河北省河钢集团石钢公司、首钢京唐钢铁、河北太行钢铁集团有限公司、河北永洋特钢集团有限公司、唐山渤海钢铁有限公司、冀南钢铁集团有限公司六大钢铁集团（公司）重组搬迁改造项目产能置换方案，涉及置换前钢铁企业 19 家、高炉 27 座、转炉 26 座、电炉 4 座，置换后钢铁企业 6 家、高炉 9 座、转炉 14 座，将合计减压炼铁产能 102 万吨、炼钢产能 87 万吨。

图表 18: 部分钢厂 2018-2020 产能置换计划 (不完全统计)

钢厂名称	拟淘汰产能	拟新建产能
新余钢铁集团有限公司	50 吨电弧炉 2 座, 合计产能 100 万吨/年	100 吨电弧炉 1 座, 合计产能 100 万吨/年
大理大钢钢铁	40 吨电弧炉 2 座, 合计产能 80 万吨/年	70 吨电炉 1 座, 合计产能 77 万吨普钢, 其他 3 万吨产能将用于云南省其他项目产能置换
福建罗源闽光钢铁	高炉 2 座, 合计炼铁产能 134 万吨/年	1250 立方米高炉 1 座、1280 立方米高炉 1 座, 合计炼铁产能 233 万吨; 120 吨转炉 1 台, 合计炼钢产能 140 万吨
福建三安钢铁	高炉 3 座, 合计炼铁产能 228 万吨/年	1200 立方米高炉 1 座, 合计炼铁产能 113 万吨; 1250 立方米高炉 1 座, 合计炼铁产能 115 万吨

来源: 新华网、福建省经济和信息化委员会、国金证券研究所

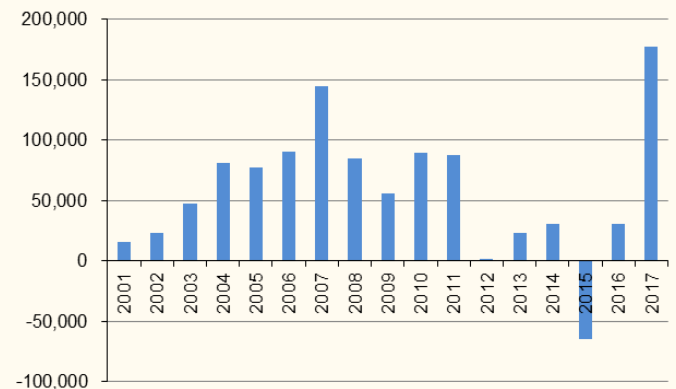
- 此外, 钢价回升带动企业盈利显著改善, 先进设备采购需求应运而生。2016 年起, 供给侧改革对钢企盈利改善效用开始逐步显现, 全年企业盈利扭负为正。2017 年, 我国钢铁行业大中型企业年度利润总额创下历史新高, 钢企增质提效、升级产线的动能显著增强。
  - 自 2015 年钢铁工业进入供给侧改革以来, 钢铁产品价格稳步回升, 我国钢企盈利状况大幅改善, 全行业自 2016 年起进入盈利新周期。2017 年, 我国黑色金属冶炼和压延加工业主营业务收入 6.74 万亿元, 同比增长 22.4%, 实现利润 3419 亿元, 较去年同期增加 2189 亿元, 同比增长 177.8%。据中国钢铁工业协会统计的钢铁行业大中型企业 2017 年度利润总额达到 1773 亿元, 同比增长 613.6%, 已高于 2007 年创下的历史最好水平。
  - 由于供给侧改革的真正目标是先进钢铁产能对落后产能的置换, 从而实现整个行业的结构性调整, 大型化、集约化产能的成本优势将日益凸显。我们判断盈利改善后的钢企先进产能置换的意愿将大大增强, 对冶炼设备的主动性采购需求也将应运而生。

图表 19: 中国大宗商品价格指数 (钢铁类)



来源: WIND、国金证券研究所

图表 20: 钢铁行业大中型企业年度利润总额 (百万元)



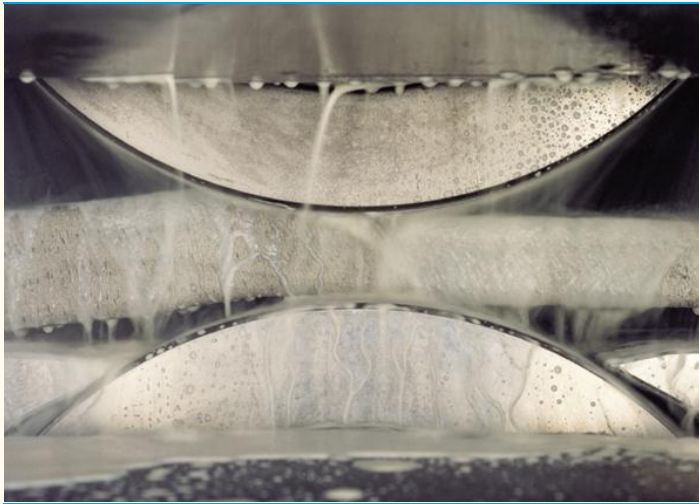
来源: 中国钢铁工业协会、国金证券研究所

### 公司冶金成套设备具备优势, 产品销售正重回高景气

- 轧钢机是钢铁工业核心装备之一。钢铁加工包含原料、烧结、化工、炼铁、炼钢、轧钢等环节, 其中轧钢是钢坯形状的压力加工过程。轧钢机是钢铁工业核心装备之一, 可将钢坯钢锭轧制成钢材 (管、板、型、丝), 分为钢管轧机、板带轧机、型钢轧机、线材轧机、薄板坯连铸连轧等类型。

- 钢板是钢材四大品种中用途最广泛的一种，按生产工艺分为热轧钢板和冷轧钢板，按厚度可分为薄板(厚度<4 毫米)、中板(厚度 4-20 毫米)、厚板(厚度>20-60 毫米)、特厚板(厚度>60 毫米，最厚达 700 毫米)。
- 宽幅中厚板是重要的战略物资，主要用于 10 万吨以上大型船舶（航母、战列舰等）和大口径油气直缝焊管，以及武器装备、巨型桥梁结构钢、海上钻井平台结构钢、核电站安全壳、大型水坝闸门、电站高压锅炉钢板、炼钢高炉炉壳、大型油气储罐、大型机械结构钢、模具钢、超高层建筑等领域。

图表 21：轧制时的钢锭与轧辊



来源：blog.sina.com.cn/chinatop10、国金证券研究所

图表 22：造船及海上采油平台用特厚钢板



来源：blog.sina.com.cn/chinatop10、国金证券研究所

- 公司具备顶尖钢铁冶金设备配套能力，将显著受益下游新增需求。公司是全球为数不多的钢铁公司全流程设备供应商之一，是国内最大的冶金成套设备制造商，产品包括冶炼设备、轧制设备和连铸设备等，技术水平国内领先，并具备钢铁公司工程总承包能力和业绩。
- 公司参与制造鞍钢 5.5 米宽厚板粗轧轧机，是当时世界上规格最大、装机水平最高、轧制能力最强，具有国际先进水平的宽厚板轧机。此外，公司生产的“鞍钢 1780 毫米大型宽带钢冷轧生产线”荣膺 2006 年度国家科学技术进步一等奖、“2150 毫米热连轧机组”荣获 2008 年度中国机械工业科学技术奖一等奖。
- 此外，公司还生产高炉、混铁炉（600-1300 吨）、转炉（100-300 吨）等各式冶炼设备，以及各种规格连铸机，是宝钢、鞍钢、武钢等十几家大型钢铁企业及国外大型钢铁企业常年合作伙伴。

图表 23：公司生产的 5500 毫米宽厚板轧机



图表 24：公司生产的我国第一套 2130 毫米五机架冷轧机

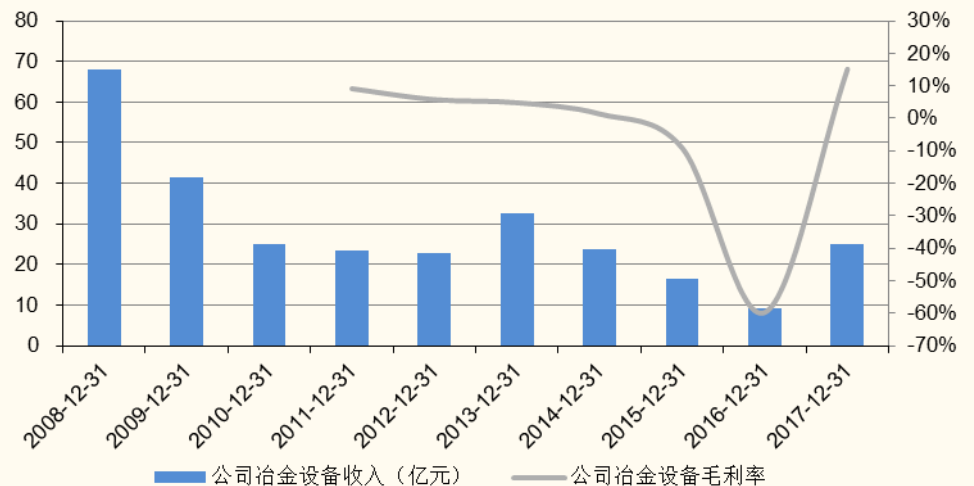


来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- **纵向延伸产业链、横向拓展海外市场，公司冶金业务后劲十足。**除上述冶金设备销售之外，公司近年来着重拓展两方面业务：纵向发展工程总承包项目，实现从单机制造向设备的系统成套和工程总承包转变；横向大力拓展海外市场，增加冶金等设备的出口占比。
  - 通过将业务模式从传统的设备生产延伸至全产业链服务，能够实现附加值与毛利率的显著提升。近年来，公司的工程总承包业务实现快速发展，在冶金设备整体订单的占比实现大幅提升。
  - 公司通过与奥钢联等公司合作开拓国外市场，并在巴西、印度、德国等地区设立办事处，大大增强在海外市场的影响力和竞争优势。目前，公司的冶金成套设备供应能力已经具备和国际一流公司同台竞争的實力，成为公司在海外的主打龙头产品之一。
- **公司冶金设备收入利润已实现反转，2018 年有望实现大幅提升。**公司冶金成套设备订单自 2016 年下半年以来实现迅速增加。2016 年新增订货 20.36 亿元，2017 年新增 33.78 亿元，2017 全年实现收入 24.87 亿元，同比增加 167.59%。在销售大幅增长情况下，公司冶金设备成本得以摊薄，产品盈利能力明显提升，毛利率重回两位数，仅次于 2008 年 25.37% 的历史高峰。结合过去两年情况，我们判断公司冶金设备在手订单仍丰厚，且在钢铁产能整体提效要求下，公司今明两年冶金设备销售有望维持高景气状态。

图表 25：公司冶金设备板块收入回升、毛利率快速反弹



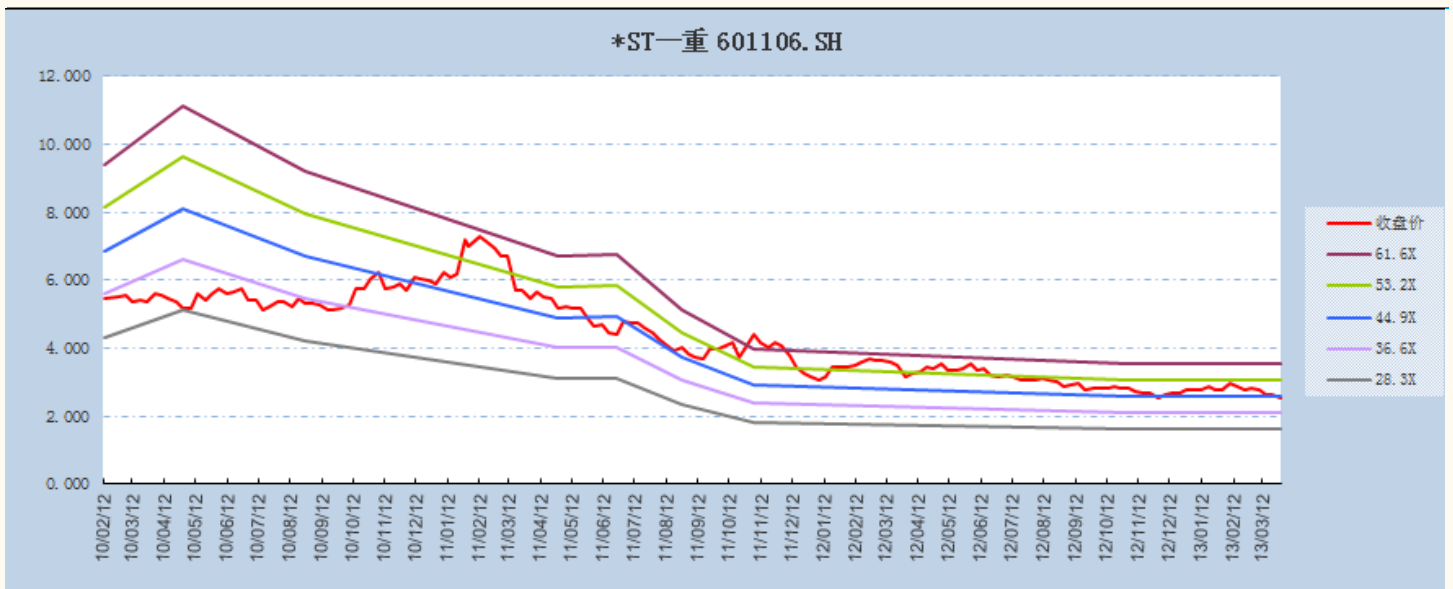
来源：公司公告、国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测、估值与投资建议

- 中国一重是我国重型机械行业的代表，今年以来公司产品下游全面回暖：冶金设备受益钢铁冶金产能升级置换需求，销量和在手订单实现大幅增加；公司的核反应堆压力容器已成功交付华龙一号，有望随我国三代核反应堆自主建设和走出国门开启新一轮增长；大型铸锻件产品有望受益火电、水电需求的双共振触底反弹；此外，公司重型压力容器已伴随下游订单释放呈现确定性反转趋势。我们判断公司在低迷近十年后，有望开启三年以上的业绩高景气周期。
- 我们预计公司 2018-2020 年有望实现营收 123.16/145.39/152.34 亿元，同比 +20.1%/18.1%/4.8%；归母净利润 4.43/10.34/11.58 亿元，同比 +426.0%/133.5%/12.0%；摊薄 EPS0.065/0.151/0.169 元。
- 我们维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 5 元/股，当前股价对应 59X18PE、25X19PE。考虑到公司在上一轮业绩高峰时期对应 PE 估值约为 60 倍，且 2017 年定增底价为 4.85 元/股，我们认为公司目前股价具有较高的安全边际。

图表 26：公司上一轮业绩高峰对应 60XPE



来源：WIND、国金证券研究所

### 风险提示

- **钢铁产能置换提前结束**：根据工信部“十三五”规划去产能目标，我们判断产能置换仍将是未来 2-3 年的行业主旋律，从而带来较大的更替性采购需求；若钢铁行业产能置换提前结束，则将影响公司冶金设备销量及盈利；
- **钢价大幅下跌压缩下游企业盈利**：在此轮供给侧改革影响下，国内钢材价格大幅抬升，钢铁行业迎来盈利巅峰，下游钢企的改善型需求应运而生，若中长期钢价难以维持坚挺，则将对钢企盈利带来威胁，从而影响设备的更替需求及采购进度。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,012	3,204	10,252	12,316	14,539	15,234	货币资金	3,082	2,910	3,506	3,600	4,000	4,000
增长率		-36.1%	219.9%	20.1%	18.1%	4.8%	应收账款	14,406	12,770	14,100	18,317	22,413	24,311
主营业务成本	-4,874	-3,964	-8,498	-10,088	-11,277	-11,736	存货	6,513	3,440	3,799	4,146	4,943	5,466
%销售收入	97.2%	123.7%	82.9%	81.9%	77.6%	77.0%	其他流动资产	3,388	982	1,132	1,344	1,519	1,605
毛利	138	-760	1,754	2,228	3,262	3,498	流动资产	27,388	20,102	22,537	27,407	32,875	35,381
%销售收入	2.8%	n.a.	17.1%	18.1%	22.4%	23.0%	%总资产	71.9%	66.1%	67.5%	70.6%	73.2%	74.6%
营业税金及附加	-41	-82	-136	-164	-193	-202	长期投资	239	77	75	75	75	75
%销售收入	0.8%	2.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	8,347	8,222	8,223	8,784	9,304	9,195
营业费用	-114	-302	-193	-222	-254	-267	%总资产	21.9%	27.0%	24.6%	22.6%	20.7%	19.4%
%销售收入	2.3%	9.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	1,362	1,469	1,581	1,528	1,591	1,653
管理费用	-808	-841	-701	-837	-945	-975	非流动资产	10,680	10,315	10,842	11,402	12,035	12,023
%销售收入	16.1%	26.2%	6.8%	6.8%	6.5%	6.4%	%总资产	28.1%	33.9%	32.5%	29.4%	26.8%	25.4%
息税前利润 (EBIT)	-824	-1,985	723	1,005	1,870	2,055	<b>资产总计</b>	<b>38,068</b>	<b>30,417</b>	<b>33,380</b>	<b>38,809</b>	<b>44,910</b>	<b>47,404</b>
%销售收入	n.a.	n.a.	7.1%	8.2%	12.9%	13.5%	短期借款	9,721	12,205	7,999	12,061	15,364	15,719
财务费用	-692	-687	-648	-433	-593	-657	应付款项	6,772	6,326	8,482	9,593	11,281	12,228
%销售收入	13.8%	21.4%	6.3%	3.5%	4.1%	4.3%	其他流动负债	460	452	531	580	660	688
资产减值损失	-470	-2,959	-27	-128	-31	-16	流动负债	16,953	18,983	17,012	22,233	27,305	28,635
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,525	1,255	4,520	4,520	4,520	4,520
投资收益	113	10	142	150	170	200	其他长期负债	3,505	890	931	703	688	675
%税前利润	-6.3%	-0.2%	134.9%	24.4%	11.7%	12.2%	<b>负债</b>	<b>22,983</b>	<b>21,127</b>	<b>22,464</b>	<b>27,456</b>	<b>32,513</b>	<b>33,830</b>
营业利润	-1,873	-5,621	210	594	1,415	1,582	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,902</b>	<b>9,205</b>	<b>10,830</b>	<b>11,269</b>	<b>12,303</b>	<b>13,461</b>
营业利润率	n.a.	n.a.	2.0%	4.8%	9.7%	10.4%	少数股东权益	183	85	85	83	93	113
营业外收支	61	74	-105	20	40	60	<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,068</b>	<b>30,417</b>	<b>33,380</b>	<b>38,809</b>	<b>44,910</b>	<b>47,404</b>
税前利润	-1,812	-5,547	105	614	1,455	1,642							
利润率	n.a.	n.a.	1.0%	5.0%	10.0%	10.8%	<b>比率分析</b>						
所得税	-2	-243	-30	-174	-411	-464		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	n.a.	n.a.	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	<b>每股指标</b>						
净利润	-1,814	-5,790	76	441	1,044	1,178	每股收益	-0.275	-0.877	0.012	0.065	0.151	0.169
少数股东损益	-19	-56	-9	-2	10	20	每股净资产	2.279	1.408	1.579	1.643	1.794	1.963
归属于母公司的净利润	-1,795	-5,734	84	443	1,034	1,158	每股经营现金净流	-0.066	0.076	0.143	-0.364	-0.174	0.111
净利率	n.a.	n.a.	0.8%	3.6%	7.1%	7.6%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	-12.05%	-62.29%	0.78%	3.93%	8.40%	8.60%
							总资产收益率	-4.72%	-18.85%	0.25%	1.14%	2.30%	2.44%
							投入资本收益率	-2.75%	-9.03%	2.20%	2.56%	4.13%	4.33%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-31.60%	-36.07%	219.93%	20.13%	18.05%	4.78%
							EBIT增长率	288.91%	140.82%	-136.44%	39.01%	85.98%	9.87%
							净利润增长率	-	219.43%	-101.47%	426.02%	133.51%	11.98%
							总资产增长率	-4.80%	-20.10%	9.74%	16.27%	15.72%	5.55%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	894.7	1,314.6	346.8	380.0	400.0	420.0
							存货周转天数	498.3	458.2	155.5	150.0	160.0	170.0
							应付账款周转天数	274.7	322.4	167.1	170.0	180.0	190.0
							固定资产周转天数	484.6	728.0	212.3	181.5	156.8	142.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	78.62%	115.72%	84.40%	116.10%	129.74%	121.10%
							EBIT利息保障倍数	-1.2	-2.9	1.1	2.3	3.2	3.1
							资产负债率	60.37%	69.46%	67.30%	70.75%	72.40%	71.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-19	增持	3.81	4.50~4.50
2	2018-03-08	增持	3.58	4.50~4.50
3	2018-04-26	买入	3.73	5.00~5.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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方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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH