

2010年4月27日

# 中国一重

2009年业绩同比增长18%

**A**
**买入**

601106.SS - 人民币 5.40

目标价格: 人民币 6.36

**史祺, CFA**

(8621) 6860 4866 分机 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(%)	n.a	0	n.a	n.a
相对新华富时A50指数(%)	n.a	7	n.a	n.a

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)	10,945
3个月日均交易额(人民币 百万)	207
净负债比率(%)	9
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**

中国一重公告2009年净利润同比上升18%至11.9亿人民币, 收入同比下滑10%至91.5亿人民币, 在全球经济危机以及下游冶金行业出现结构调整的背景下, 作为行业龙头, 公司通过产品结构的优化和新产品的开发, 保证了公司业绩稳定增长。由于公司高端产品比如核电以及大型铸锻件的占比不断上升, 公司整体毛利率同比上升3.2个百分点; 净利润率上升了3.1个百分点。

**支撑评级的要点**

- 从业务构成分析, 冶金设备业务收入依然占比最高, 但是相比2008年, 2009年来自冶金设备的收入占比显著下降, 未来重型压力容器、大型铸锻件及核电设备等产品将成为公司的支柱产品和盈利增长点。
- 截至2009年, 公司未完成合同金额接近150亿元, 其中核能设备和大型铸锻件的订单占比估计超过一半。我们认为, 公司在核能设备和大型铸锻件上的竞争力处于国内领先, 世界一流的水平。
- 我们预计2010年的公司销售收入同比增长18%, 销售额达到108亿元, 预计2010年净利润同比增长30.7%, 净利润达到15.5亿元, 每股收益0.24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大幅提升。我们认为中国一重估值应较机械装备类公司平均存在一定溢价, 并在新能源核电设备公司中处于平均水平。基于27.0倍2010年预期市盈率, 我们维持中国一重的目标价6.36元人民币和**买入**评级。

**图表1. 投资摘要**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	10,207	9,153	10,803	13,503	15,449
变动(%)	44	(10)	18	25	14
净利润(人民币百万)	1006	1189	1554	2077	2452
全面摊薄每股收益(人民币)	0.22	0.26	0.24	0.32	0.38
变动(%)	114	18	(9)	34	18
市盈率(倍)	24.4	20.6	22.7	17.0	14.4
每股现金流量(人民币)	(0.25)	0.17	0.15	0.21	0.79
价格/每股现金流量(倍)	(21.3)	31.3	36.4	25.8	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.0	16.4	14.3	11.2	9.3
每股股息(人民币)	0.00	0.04	0.04	0.05	0.06
股息率(%)	0.0	0.7	0.7	0.9	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

**估值。**我们估计公司今后两年的盈利能力将大幅提升。我们认为中国一重估值应较机械装备类公司平均存在一定溢价，并在新能源核电设备公司中处于平均水平。基于 27.0 倍 2010 年预期市盈率，我们维持中国一重的目标价 6.36 元人民币和**买入**评级。

**2009 年盈利同比上升 18%。**中国一重公告 2009 年净利润同比上升 18%至 11.9 亿人民币，收入同比下滑 10%至 91.5 亿人民币，在全球经济危机以及下游冶金行业出现结构调整的背景下，作为行业龙头，公司通过产品结构的优化和新产品的开发，保证了公司业绩稳定增长。由于公司高端产品比如核电以及大型铸锻件的占比不断上升，公司整体毛利率同比上升 3.2 个百分点；净利润率上升了 3.1 个百分点。

**收入水平分析。**从业务构成分析，冶金设备业务收入依然占比最高，但是相比 2008 年，2009 年来自冶金设备的收入占比显著下降，未来重型压力容器、大型铸锻件及核电设备等产品将成为公司的支柱产品和盈利增长点。随着国内钢铁市场总量饱和以及结构调整，预计 2010 年公司冶金设备业务将继续出现 30-40%的下滑，未来冶金设备业务占比将保持在 20%的水平；公司二代加核电锻件实现批量生产，第三代 AP1000 核电锻件研制取得了成功，承担的国家大型先进压水堆重大专项完成了阶段性任务，预计 2010 和 2011 年将是核能设备业务爆发式增长的阶段；重型压力容器业务保持稳定增长，毛利水平也相对稳定，预计未来压力容器业务稳定增长；公司是世界制造大型铸锻件主要的厂家之一，2009 年收入同比增长 76%，在公司突破百万千瓦火电超临界以及超超临界大型锻件的基础上，2010 年大型铸锻件将进一步快速扩大。

**展望未来。**中国一重将受益于我国政府大力推动经济结构调整和战略性新兴产业发展的政策决定。我们估计中国一重的产品结构调整在 2009 年已基本完成。今后两年，冶金成套设备销售收入将逐步减少，而核能设备和大型铸锻件的销售收入将大幅上升。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。我们估计核能设备和大型铸锻件可能成为公司今后盈利增长的主要引擎。截至 2009 年，公司未完成合同金额接近 150 亿元，其中核能设备和大型铸锻件的订单占比估计超过一半。我们认为，公司在核能设备和大型铸锻件上的竞争力处于国内领先，世界一流的水平。

盈利预测。我们预计2010年的公司销售收入同比增长18%，销售额达到108亿元，预计2010年净利润同比增长30.7%，净利润达到15.5亿元，每股收益0.24元。

图表 2. 09 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
<b>经营收入</b>	10,206.9	9,152.5	(10)
销售成本	(7,473.8)	(6,409.4)	(14)
<b>毛利润</b>	2,733	2,743	0
销售费用	(131)	(132)	1
管理费用	(763)	(950)	25
<b>经营利润</b>	1,839	1,660	(10)
财务成本	(411)	(456)	11
投资及其它收益	(53)	125	(336)
<b>税前利润</b>	1,375	1,329	(3)
税金	(376)	(145)	(61)
少数股东权益	7.0	4.8	(32)
<b>净利润</b>	1,006	1,189	18
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	26.8	30.0	
经营利润率	18.0	18.1	
净利率	9.9	13.0	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	10,207	9,153	10,803	13,503	15,449
销售成本	(7,474)	(6,409)	(7,244)	(9,090)	(10,368)
经营费用	(604)	(713)	(665)	(639)	(531)
息税折旧前利润	2,129	2,031	2,894	3,774	4,550
折旧及摊销	(289)	(370)	(590)	(903)	(1,233)
经营利润(息税前利润)	1,839	1,660	2,303	2,871	3,317
净利息收入(费用)	(411)	(456)	(306)	(311)	(312)
其他收益/(损失)	(53)	125	(143)	(84)	(47)
税前利润	1,375	1,329	1,855	2,476	2,957
所得税	(376)	(145)	(278)	(371)	(473)
少数股东权益	7	5	(22)	(27)	(31)
净利润	1,006	1,189	1,554	2,077	2,452
核心净利润	1,006	1,189	1,554	2,077	2,452
每股收益(港币)	0.407	0.262	0.238	0.318	0.375
核心每股收益(港币)	0.407	0.262	0.238	0.318	0.375
每股股息(港币)	0.000	0.039	0.036	0.048	0.056
收入增长(%)	n.a.	(10)	18	25	14
息税前利润增长(%)	n.a.	(10)	39	25	16
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(5)	43	30	21
每股收益增长(%)	n.a.	(36)	(9)	34	18
核心每股收益增长(%)	n.a.	(36)	(9)	34	18

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,300	2,324	4,712	3,788	7,325
应收帐款	5,486	5,841	6,909	8,599	9,077
库存	5,824	5,751	6,594	8,152	8,316
其他流动资产	1,618	1,415	1,638	2,055	2,260
流动资产总计	15,227	15,332	19,853	22,594	26,977
固定资产	3,616	4,820	8,540	10,111	10,215
无形资产	602	1,104	1,091	1,078	1,066
其他长期资产	380	381	383	385	387
长期资产总计	4,599	6,305	10,013	11,573	11,667
总资产	19,826	21,636	29,866	34,168	38,645
应付帐款	3,540	2,865	3,119	3,987	4,969
短期债务	5,478	6,478	3,778	4,578	4,878
其他流动负债	4,365	3,490	3,923	4,852	5,932
流动负债总计	13,383	12,833	10,820	13,417	15,778
长期借款	1,960	2,340	2,340	2,340	2,340
其他长期负债	1,989	1,689	1,589	1,500	1,500
股本	2,473	4,538	6,538	6,538	6,538
储备	0	221	8,542	10,308	12,392
股东权益	2,473	4,759	15,080	16,846	18,930
少数股东权益	20	16	38	65	97
总负债及权益	19,826	21,636	29,866	34,168	38,645
每股帐面价值(港币)	1.00	1.05	2.31	2.58	2.90
每股有形资产(港币)	0.76	0.81	2.14	2.41	2.73
每股净负债(现金)	2.08	1.43	0.22	0.48	(0.02)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,375	1,329	1,855	2,476	2,957
折旧与摊销	289	370	590	903	1,233
净利息费用	411	456	306	311	312
运营资本变动	(3,170)	(1,228)	(1,502)	(1,946)	1,159
税金	(376)	(145)	(278)	(371)	(473)
其他经营现金流	318	0	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	(1,152)	783	969	1,370	5,186
购买固定资产净值	(1,243)	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(9)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,252)	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)
净增权益	0	0	9,000	0	0
净增债务	2,500	1,080	(2,800)	711	300
支付股息	37	0	(178)	(233)	(312)
其他融资现金流	(121)	238	(306)	(311)	(312)
融资活动产生的现金流	2,416	1,318	5,716	167	(324)
现金变动	11	24	2,388	(924)	3,537
期初现金	2,289	2,300	2,324	4,712	3,788
公司自由现金流	(2,359)	(1,247)	(3,258)	(1,006)	3,972
权益自由现金流	(316)	(670)	(6,434)	(691)	3,849

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	20.9	22.2	26.8	27.9	29.5
息税前利润率	18.0	18.1	21.3	21.3	21.5
税前利润率	13.5	14.5	17.2	18.3	19.1
净利率	9.9	13.0	14.4	15.4	15.9
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.2	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	4.0	3.3	6.1	7.2	7.8
净权益负债率(%)	206.0	136.0	9.3	18.5	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.7	1.2	1.1	1.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	2.5	3.8	4.2	3.1	2.7
核心业务市盈率	2.5	3.8	4.2	3.1	2.7
目标价对应核心业务	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
市盈率					
市净率	1.0	1.0	0.4	0.4	0.3
价格/现金流	(2.1)	5.8	6.7	4.8	1.3
企业价值/息税折旧前利润	3.6	5.4	2.8	2.6	1.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	142.2	329.6	311.0	296.1	289.9
应收帐款周转天数	98.1	225.9	215.4	209.6	208.8
应付帐款周转天数	63.3	127.7	101.1	96.0	105.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	0.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	81.4	32.9	15.7	13.0	13.7
资产收益率	13.5	7.1	7.6	7.6	7.7
已运用资本收益率	38.0	14.5	13.6	13.1	13.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 23 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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