

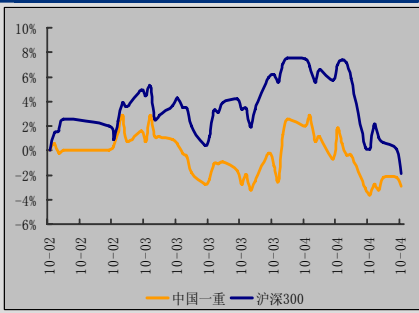
增持（首次）

目标价：6.25元

研究员

庞琳琳
执业证号：S1250209110200
电话：010-57631198
邮箱：pll@swsc.com.cn

市场表现（090209~100427）



收入结构不断优化保证未来持续发展

——中国一重（601106）2009年报点评——

业绩总结：

公司2009年实现营业收入915,252.66万元，同比减少10.33%，利润总额132,929.14万元，同比减少3.34%，实现归属上市公司股东净利润118,921.83万元，同比增长18.17%；基本每股收益0.26元，净资产收益率为34.33%；公司拟不进行利润分配，不实施资本公积转增股本。

点评：

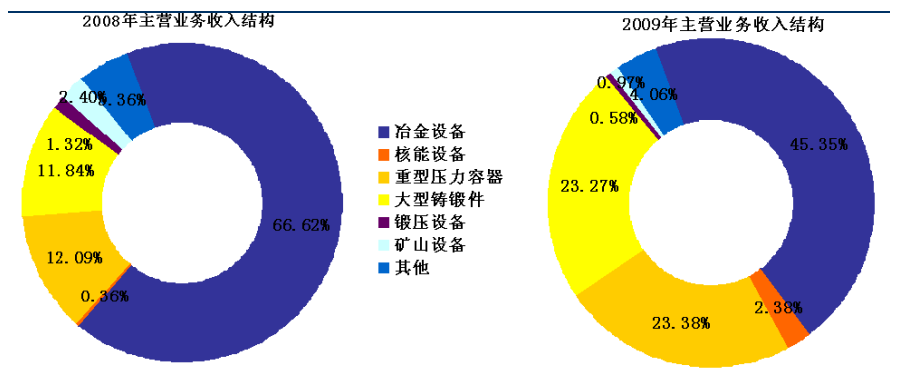
● 营业收入、营业利润下滑，靠营业外收入净利润实现增长

报告期内，虽然核能设备、大型铸锻件等产品快速增长，但传统的冶金设备业务收入却大幅下滑，致使全年营业收入同比下降；由于高盈利水平的核电设备等业务占比的提高，公司综合毛利率同比提高3.52个百分点，但同时管理费用率也同比提高2.9个百分点，资产减值损失也较上年多，导致营业利润下降31.16%，降幅大于营业收入降幅；公司本期由于前期计提的预期负债转回和政府补助等营业外收入较大，最终致净利润同比出现增长。

● 新的增长点已形成，收入结构不断优化

从收入构成上看，冶金设备仍占比最大，2009年为45.35%，但较2008年的66.62%显著下降，而重型压力容器、大型铸锻件及核电设备等新重要支柱业务增长快速，2009年收入分别同比增长73.42%、76.30%和483.75%，占主营业务收入比重分别达到23.38%、23.27%和2.38%，合计占比达49.03%，而2008年仅为24.29%，成为公司新的经济增长点。

图1，公司主营业务收入结构对比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

公司的收入结构不断优化。随着国内钢铁市场总量和结构的调整，未来冶金设备业务占比将逐步下降，而重型压力容器和大型铸锻件业务将保持增长态势，并成为利润的主要来源。核能设备业务目前规模虽小，但其增长快速。

公司公告的 2009 年新签订单情况也充分显示了收入结构的变化趋势，2009 年公司共新签合同额 94.75 亿元，同比下降 39%，主要是冶金设备订单大幅下滑所致。其中，冶金设备新签订单比重仅为 17.44%，而 2008 年比重为 46.05%，核能设备、重型压力容器和大型铸锻件业务比重分别为 39.46%、12.31% 和 25.78%，核能设备比重提升最大，已成为新签订单中占比最大一类。截至 2009 年公司核电产品订货量达 37.39 亿元，占在手合同的比重高达 24.93%，未来核能设备业务占营业收入比重将会迅速提升，将成为公司收入高增长的最大动力。

表 1, 公司新签订货情况表

单位: 万元

	2009 年		2008 年	
	金额	比重	金额	比重
冶金设备	165278	17.44%	716184	46.05%
核能设备	373893	39.46%	154099	9.91%
重型压力容器	116651	12.31%	301904	19.41%
大型铸锻件	244239	25.78%	329771	21.20%
锻压设备	23888	2.52%	3745	0.24%
矿山设备	13057	1.38%	2935	0.19%
其他	10532	1.11%	46732	3.00%
合计	947538	100.00%	1555370	100.00%

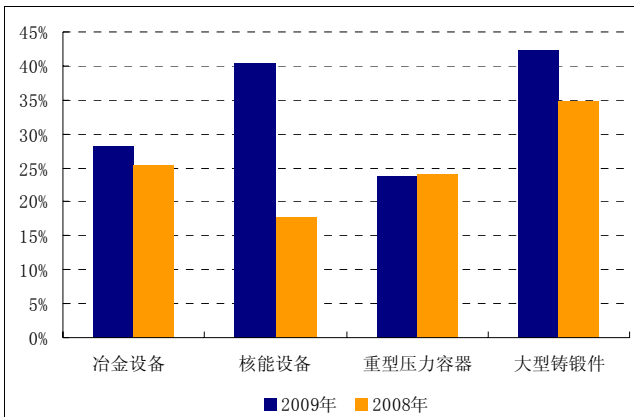
资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

从地区看，国内市场始终是公司收入的主要来源，2009 年国内市场收入比重达 77%，但由于近年来实施走出去战略，积极开拓国际市场，使得公司国外市场的增速较快，2009 年国外市场收入同比增长 53.50%，预计未来国外业务将继续增长，占收入比重也将进一步上升。

● 毛利率显著提升，但期间费用高企

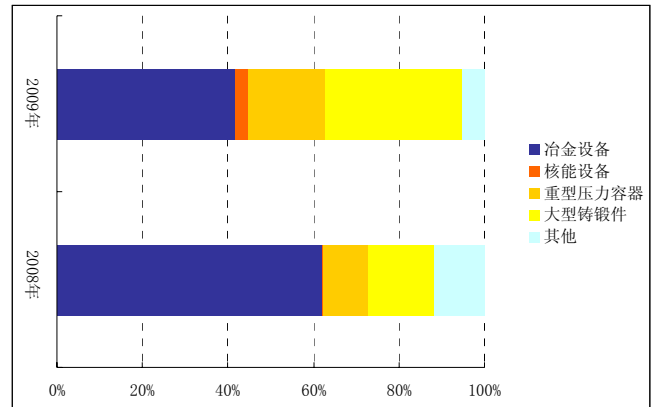
2009 年公司综合毛利率为 30.79%，比上年同期提高 3.52 个百分点，一方面占主营业务收入比大 70% 以上的冶金设备、核能设备和大型铸锻件等主要业务的毛利水平平均好于 2008 年，重型压力容器业务的毛利水平与去年基本持平；另一方面，盈利能力较强的核能设备和大型铸锻件业务占收入比重进一步提升，对毛利的贡献也显著加大，2009 年对毛利的贡献分别为 3.12% 和 31.97%，比 2008 年分别提升 2.88 个百分点和 16.87 个百分点。

图 2: 公司分项业务毛利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 3: 公司毛利结构对比



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

报告期公司期间费用率较上年提高 4.02 个百分点, 是营业利润降幅大于收入降幅的主要原因。具体来看, 管理费用率提高 2.9 个百分点, 财务费用率提高 0.95 个百分点, 而销售费用率提高 0.17 个百分点; 其中, 管理费用大幅提高主要是因为研发费用投入加大所致, 而新增流动资金贷款较多和折现率的上调导致了财务费用的增加。

● 其他情况

公司同时公告了旗下大连加氢反应器制造有限公司收购大连工投所持大连一重核电设备制造有限责任公司 80% 股权事项, 双方约定收购价格为 56,140 万元, 收购价格较账面价值溢价程度 0.25%。核电公司由加氢公司与大连工投于 2009 年 6 月 12 日共同发起设立, 加氢公司原持有核电公司 20% 股权, 该公司主营业务范围为核电设备制造、产品售后安装、调试服务及相关技术咨询等。核电公司目前尚在建设中, 没有实际业务经营。

公司还公布了 2010 年一季报, 实现营业收入 144,644.77 万元, 利润总额 14,993.09 万元, 归属母公司所有者净利润 9,211.54 万元, 基本每股收益 0.02 元。

● 估值与评级

估算公司 2010 年、2011 年和 2012 年分别可实现收入 1,002,273 万元、1,047,751 万元和 1,279,326 万元, 同比分别增长 9.51%、4.54% 和 22.10%, 实现归属母公司股东净利润 164,101 万元、199,773 万元和 256,118 万元, 同比分别增长 37.99%、21.74% 和 28.20%, 那么, 以总股本 653,800 万股计算, 2010 年、2011 年和 2012 年分别可实现每股收益 0.25 元、0.31 元和 0.39 元。

公司目前股价 5.36 元, 对应 2010 年、2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 21.35 倍、17.54 倍和 0.39 倍, 综合考虑, 给予公司 2010 年每股收益 25 倍市盈率, 则公司合理股价为 6.25, 首次给予“增持”评级。

表 2, 利润预测表

单位: 万元

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,020,688.07	915,252.65	1,002,273.45	1,047,751.33	1,279,316.54
增速		-10.33%	9.51%	4.54%	22.10%
营业成本	742,346.43	633,446.36	673,920.16	688,162.54	833,523.59
毛利率	27.27%	30.79%	32.76%	34.32%	34.85%
营业税金及附加	5007.45	7458.02	8118.41	8486.79	10362.46
/收入	0.49%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%
销售费用	13066.97	13238.11	14532.97	14668.52	17910.43
/收入	1.28%	1.45%	1.45%	1.40%	1.40%
管理费用	76,317.33	95,036.32	100,227.35	94,297.62	102,345.32
/收入	7.48%	10.38%	10.00%	9.00%	8.00%
财务费用	41,110.36	45,621.50	40,090.94	36,671.30	44,776.08
/收入	4.03%	4.98%	4.00%	3.50%	3.50%
资产减值损失	17,721.20	34,317.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	125,118.33	86,135.12	165,383.63	205,464.57	270,398.65
营业外收入	14,188.34	47,821.08	20,000.00	20,000.00	20,000.00
营业外支出	1784.85	1028.26	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	137,521.82	132,927.94	184,383.63	224,464.57	289,398.65
所得税	37,584.86	14,483.22	20,282.20	24,691.10	33,280.84
所得税率	27.33%	10.90%	11.00%	11.00%	11.50%
净利润	99,936.96	118,444.72	164,101.43	199,773.47	256,117.81
少数股东权益	-699.41	-475.91	0	0	0
归属母公司股东净利润	100,636.37	118,920.63	164,101.43	199,773.47	256,117.81
总股本(万股)	453,800.00	453,800.00	653,800.00	653,800.00	653,800.00
每股收益(元)	0.22	0.26	0.25	0.31	0.39

资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>