

一树春风，一重千里

中国一重深度分析报告

报告关键点:

- 一重的真正价值在于所代表的重大装备制造业的发展前景。
- 预计公司2010-2012年净利润复合增长率将达到26%。
- 首次投资评级“买入-A”，合理股价7元。

报告摘要:

- 公司在国内重型机械行业首屈一指，其核心竞争力体现在稳固的市场龙头地位、堪称一流的技术实力、业内领先的盈利能力、产品结构优化带来的增长驱动、以及由设备制造商向系统集成、工程总包发展的战略转型。
- 公司核电设备面临低碳背景下的大发展机遇，预计2011年后平均每年需新增核电机组6台，相应核岛铸锻件市场规模约70亿元。2009年公司这块业务收入仅2.17亿元，有着极大的上升空间，募投项目达产后公司将具备5台套的产能，预计2010-2011年公司核电设备业务收入分别为15.2、19.8、25.7亿元，年复合增速高达39%。
- 石化设备高压高效的发展带动重型压力容器进一步大型化。未来每年需要30台左右锻焊结构的重型容器，毛坯锻件需求量约5万吨以上。而煤制油领域的压力容器需求将在2015年达到高峰。此外外该项产品出口空间潜力较大。我们估计3-5年内每年的市场需求约40-60亿元。2011-2012年这块业务销售收入分别为23、31、38亿元，年复合增长率约为28%。
- 公司是全球制造大型铸锻件主要的厂家之一，其极限制造能力与国际先进水平相差无几，大型铸锻件是重大装备制造业的重要基础，市场需求稳步增长。未来2-3年大型铸锻件的市场规模约在300-400亿元，我们预计2010-2012年公司该项业务收入分别为31.9、41.5、49.8亿元，年复合增速约25%。
- 冶金设备的机会来自存量规模与出口。我国钢铁行业规模决定冶金轧辊将有一定存量需求，冶金设备及备件出口市场或可期待，公司在冶炼和轧制设备领域品牌卓越，预计公司冶金设备业务将逐步恢复至均衡状态，2010-2012年冶金成套设备及备件收入分别为27.5、28.8、31.1亿元。
- 海水淡化已经解决了全球1/50人口的饮水困难，我国沿海地区已经具备了海水淡化的产业基础，市场需求约160亿元，公司海水淡化设备业务已经进入商业化运作阶段，未来有望成为新兴增长点之一。
- 我们预测2010-2012年公司主营业务收入分别为106.8、132.8、160.4亿元，净利润分别为16.5、20.9、26.4亿元，每股收益分别为0.25、0.32、0.4元。基于公司强大的综合实力和良好的发展前景，我们认为公司合理市盈率应高于行业平均水平，以2010年的28倍PE计算，对应的股价为7元。6月18日收盘价5.69元，首次投资评级为“买入-A”。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,206.9	9,152.5	10,685.2	13,285.7	16,044.5
Growth(%)	43.7%	-10.3%	16.7%	24.3%	20.8%
净利润	1,006.4	1,189.2	1,654.3	2,095.9	2,643.1
Growth(%)	114.1%	18.2%	39.1%	26.7%	26.1%
毛利率(%)	27.3%	30.8%	32.6%	33.0%	33.1%
净利润率(%)	9.9%	13.0%	15.5%	15.8%	16.5%
每股收益(元)	0.15	0.18	0.25	0.32	0.40
每股净资产(元)	0.38	0.68	2.67	3.00	3.40
市盈率	36.6	31.0	22.3	17.6	14.0
市净率	14.9	8.3	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	40.1%	23.6%	9.2%	10.4%	11.6%
ROIC(%)		20.0%	15.7%	14.5%	15.1%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级: **买入-A**

上次评级:

目标价格: **7.00 元**

期限: 6个月 上次预测:

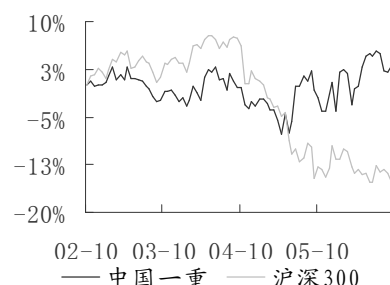
现价: 5.69 元

报告日期: **2010-06-19**

市场数据

总市值(百万元)	37,201.22
流通市值(百万元)	11,380.00
总股本(百万股)	6,538.00
流通股本(百万股)	2,000.00
12个月最高/最低	5.00/5.93 元
十大流通股(%)	4.15%
股东户数	177,284

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.75	22.17	15.54
绝对收益	7.36	4.02	3.08

研究员

张仲杰 高级行业分析师
021-68767839 zhangzj@essence.com.cn
证书编号 S1450209100287

前期研究成果

中国一重: 重大技术装备首屈一指

2010-01-24

目录

中国一重：重大装备制造业首屈一指.....	4
1. 核电：低碳背景下的大发展机遇.....	4
1.1. 新一轮核电投资高潮正在到来.....	4
1.2. 我国核电装机：10年内平均每年新增6台.....	5
1.3. 核岛设备市场规模约70亿元.....	6
1.4. 预计公司核电业务收入复合增速39%.....	6
2. 重型压力容器：高压高效带动的大型化趋势.....	7
2.1. 重型压力容器市场前景广阔.....	7
2.2. 从日本制钢所看一重的出口空间.....	8
2.3. 煤制油：尚待全面展开的应用领域.....	9
2.4. 重型压力容器业务复合增速28%.....	10
3. 大型铸锻件：极限制造能力支撑稳步增长.....	10
3.1. 火电设备大型铸锻件年需求约5万吨.....	10
3.2. 水电设备大型铸锻件年需求1.2万吨.....	11
3.3. 风电大型铸锻件年需求与约18万吨.....	11
3.4. 大型铸锻件极限制造能力比较.....	12
3.5. 预计大型铸锻件业务增速25%.....	12
4. 冶金设备：存量规模与出口机会.....	13
4.1. 钢铁行业的结构性调整带来市场机遇.....	13
4.2. 市场规模决定冶金轧辊将有一定存量需求.....	13
4.3. 冶金设备及备件出口市场或可期待.....	13
4.4. 公司在冶炼和轧制设备领域实力雄厚.....	15
4.5. 冶金设备业务将逐步恢复至均衡状态.....	15
5. 海水淡化：远水将解近渴.....	16
5.1. 海水淡化已经解决了全球1/50人口饮水.....	16
5.2. 中东水荒成就全球第一海水淡化产业.....	16
5.3. 我国沿海地区化具备海水淡产业条件.....	17
5.4. 海水淡化市场规模约160亿元.....	18
5.5. 海水淡化成本已经具有竞争力.....	19
6. 公司竞争力：市场地位、技术水平、盈利能力、产品结构.....	19
6.1. 稳固的市场龙头地位.....	19
6.2. 技术实力国内堪称一流.....	20
6.3. 盈利能力：毛利率水平30%以上业内领先.....	21
6.4. 结构优化：三大类新兴产品占比约七成.....	22
6.5. 由设备制造商向系统集成、工程总包发展.....	22
6.6. 未来规划：5年达到400-500亿规模.....	23
7. 盈利预测与估值.....	23
7.1. 盈利预测：3年复合增长率26%.....	23
7.2. 估值：合理价格7元.....	23
8. 风险提示.....	25

图表目录

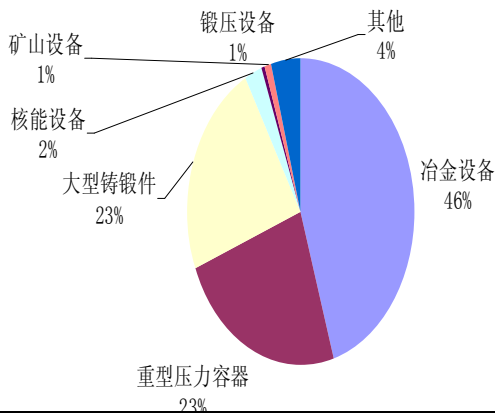
图 1 2009年公司主营业务构成比例.....	4
图 2 2006-2009年各项业务收入(单位:亿元).....	4
图 3 世界各国在建的核反应堆(单位:座).....	5
图 4 中国在运行、在建和计划中的核电站装机容量情况(单位:兆瓦).....	5
图 5 中国核电投产新机预测(单位:万千瓦).....	6
图 6 核电设备结构.....	6
图 7 一重核电业务收入及预测(单位:百万元).....	7

图 8 国内公司炼油和加氢反应器产能情况(单位:万吨)	8
图 9 未来 3 年全国新建 9 个大型炼化基地产能(万吨)	8
图 10 日本制钢所重型压力容器历年生产情况(单位:)	9
图 11 日本制钢所重型压力容器出口分布	9
图 12 一重核电业务收入及预测(单位:万元)	10
图 13 火电新增装机容量(单位:万千瓦)	11
图 14 水电新增装机容量(单位:万千瓦)	11
图 15 世界各国 10000 吨以上大型自由锻液压机拥有量(2008 年底)	12
图 16 一重大型铸锻件收入及预测(单位:万元)	13
图 17 冶金设备及零部件出口趋势企稳(单位:亿元人民币)	14
图 18 冶金设备市场占有率比较	14
图 19 金属轧制设备生产量(单位:吨)	14
图 20 金属轧机零部件进出口(单位:百万美元)	15
图 21 一重冶金设备收入及预测(单位:百万元)	15
图 22 卡塔尔海水淡化工厂产量(单位:百万加仑)	17
图 23 我国沿海城市工业用水价格情况 1(单位:元/吨)	18
图 24 我国沿海城市工业用水价格情况 2(单位:元/吨)	18
图 25 近年来公司研发费用在销售收入占比持续上升	21
图 26 公司销售利润率明显高于行业平均水平	22
表 1 在建和规划中的煤制油项目(万吨)	10
表 2 国内外主要生产商产能表	12
表 3 海水淡化主要方法	16
表 4 以色列海水淡化工厂建设情况	17
表 5 我国海水利用专项规划情况一览表	19
表 6 我国海水利用计划	19
表 7 我国海水淡化工厂产能和技术情况	19
表 8 我国各种淡水来源成本比较	20
表 9 公司主要产品市场占有率	20
表 10 历年来公司取得一系列重大产品创新成果令人瞩目	21
表 11 国内重型机械企业 2008 年营业收入与市场份额	22
表 12 公司近年来新签订单情况	23
表 13 分项业务预测表(单位:百万元)	24
表 14 上市公司估值比较	25

中国一重：重大装备制造业首屈一指

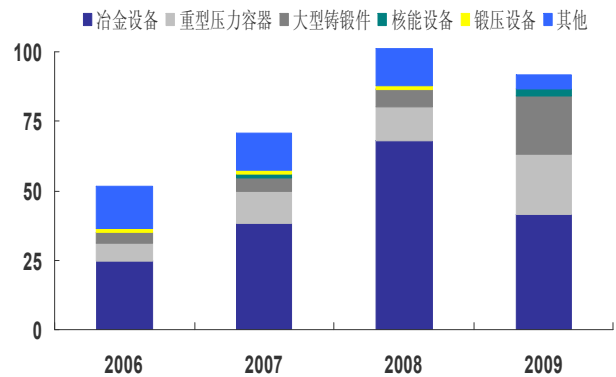
- 中国一重是由中央直接管理的涉及国家安全和国民经济命脉的 53 户国有重要骨干企业之一，主要为钢铁、有色、电力、能源、汽车、矿山、石油、化工、交通运输等行业及国防军工提供重大成套技术装备、高新技术产品和服务，主要产品有冶金设备、重型容器、核岛设备、大型发电设备铸锻件、工矿配件、重型锻压设备、矿山设备和专项产品等八大类。
- 50 多年来，一重为我国国民经济和国防事业的发展做出了重要贡献，提供机器产品近 200 万吨，填补工业产品技术空白 400 多项，开发研制新产品 300 余项，创造了多项“中国第一”，打造了著名的“一重”品牌。产品质量始终保持国内领先水平，部分产品质量达到国际先进水平。
- 中国一重是国内最大的重型机械制造企业。公司是中国最大的冶金成套设备制造商、重型压力容器制造商、核电锻件制造商，还是少数具备向国内外钢铁企业提供具有自主知识产权成套轧制设备能力的制造商之一，并拥有世界一流的大型铸锻件制造基地。
- 目前公司形成以冶金设备、大型铸锻件、重型压力容器和核能设备为主的业务结构。2009 年公司销售收入 91.5 亿元，从占比上看，冶金设备 46%，重型压力容器 23%，大型铸锻件 23%，核电设备 2.7%，锻压设备 1%，其他 4%。

图 1 2009 年公司主营业务构成比例



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 2 2006-2009 年各项业务收入（单位：亿元）



数据来源：招股说明书，公司年报，安信证券研究中心

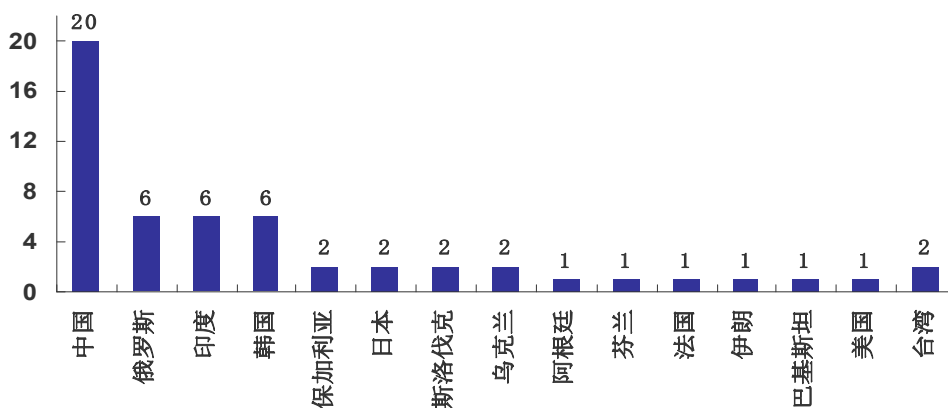
1. 核电：低碳背景下的大发展机遇

1.1. 新一轮核电投资高潮正在到来

- **核电成为世界清洁能源的热点。**在全球气候变暖和低碳的背景下，核电正成为世界能源最为瞩目的焦点，世界各国都在加快建设核电站，就连美国也时隔 20 年重启核电项目。而核电发展蕴藏的商机早已被世界各核电大国觊觎。
- **我国核电发展高峰期即将到来。**2009 年 9 月，胡锦涛总书记在联合国气候变化峰会上的讲话提出，大力发展可再生能源和核能，争取到 2020 年非化石能源占一次能源的比重达到 15%。要实现这一目标，主要依靠发展核能、水能和以风能、太阳能、生物质能等非水能可再生能源。相对于其他非化石能源，核电作为清洁、安全、高效的能源，具有更大的自身优势。
- **核电是实现二氧化碳零排放的必然选择。**2009 年 11 月，国务院常务会议决定，到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%，并作为约束性指标将纳入国民经济和社会发展中长期规划。而核电是技术成熟的可大规模提供电力的清洁能源，如果到 2020 年建成 7000 万千瓦核电机组，一年可以减排二氧化碳 6.73 亿吨，占 2020 年全国排放总量的 7.9%。由此可见，要确保上述约束性目标的实现，大规模发展核电是最为有效的选择。
- **世界各国在建的核反应堆共计 57 座。**截止到 2009 年底，世界各国正在兴建的核反应堆达到 57 座。其中，中国有 20 座，位居第一；俄罗斯、印度和韩国各

有 6 座；台湾有 2 座。全球共计 57 座，核反应堆装机容量达到 51.92GWe。

图 3 世界各国在建的核反应堆（单位：座）

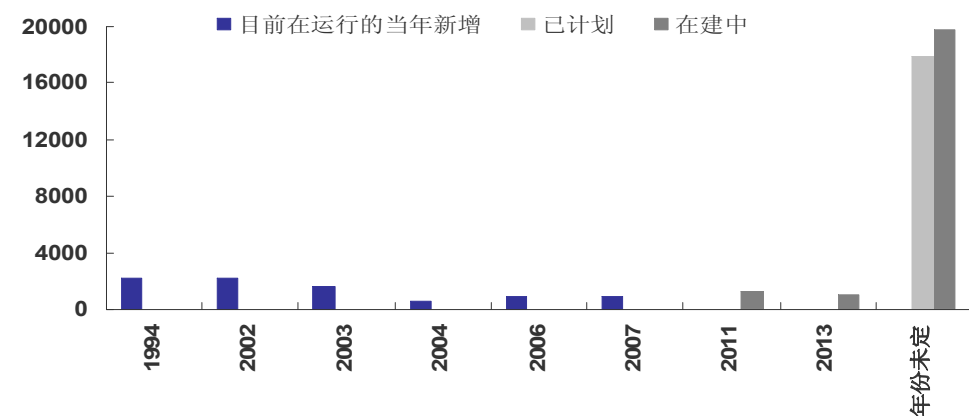


数据来源：相关资料，安信证券研究中心

1.2. 我国核电装机：10 年内平均每年新增 6 台

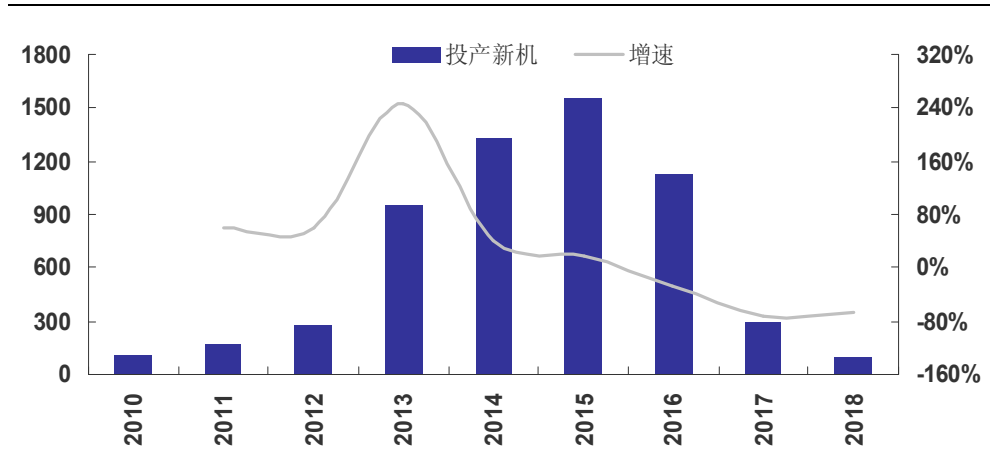
- 2009年我国核电装机容量仅占电力装机容量的2%左右,远远低于16%的世界平均水平。2007年中国颁布的《核电长期发展规划》中提出,到2020年,中国核电装机容量将达4000万千瓦,核电在电力总装机比例在4%以上。
- 实际上核电业务发展超出预期,国家有关部门已经表示计划调整核电中长期发展规划,力争2020年核电占电力总装机比例达到5%以上,即2020年中国核电运行装机容量调整为7000-8000万千瓦,
- 目前我国运行中的核电装机容量共8487兆瓦,正在兴建的核电站装机容量达到19800兆瓦。已经计划但尚未动工的核电装机容量达到17880兆瓦。由此计算,2020年核电装机容量将至少是现在的5倍左右。
- 而根据正处于草案修改阶段的《新兴能源产业发展规划》,2020年核电发展目标或将调整为8600万千瓦。目前已建和在建的机组合计约3000万千瓦,则到2020年需新建装机容量5600万千瓦,按照平均每台机组100万千瓦计算,约合56台,即10年内平均每年新增机组6台。

图 4 中国在运行、在建和计划中的核电站装机容量情况（单位：兆瓦）



数据来源：WNA，安信证券研究中心

图 5 中国核电投产新机预测 (单位: 万千瓦)

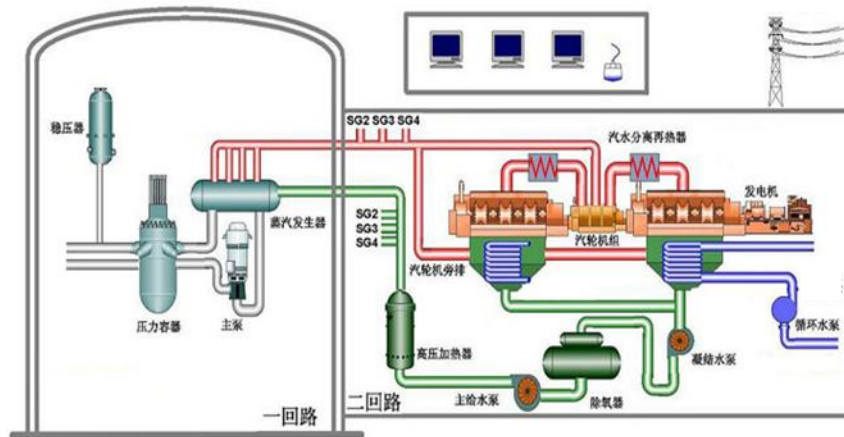


数据来源: 安信证券研究中心

1.3. 核岛设备市场规模约 70 亿元

- **核电设备主要包括: 核岛、常规岛和一些辅助设备系统。**核岛包括: 反应堆压力容器、蒸汽发生器、堆内构件、稳压器、主冷却泵等。常规岛包括: 汽轮机、发电机等。辅助设备系统包括: 各种 HVAC 系统和变压器等。
- 一座百万千瓦双堆核电站, 造价约 30 亿美元。约合人民币 200 亿元。核电铸锻件材料所占的费用约占核电站总投资的 36%。相应铸锻件材料金额约 70 亿人民币左右, 其中每套核岛一回路设备的产值约 10-12 亿元, 按照每年 6 台计算就是 70 亿元。可见核电设备铸锻件市场有着极大的市场需求。

图 6 核电设备结构



数据来源: 安信证券研究中心

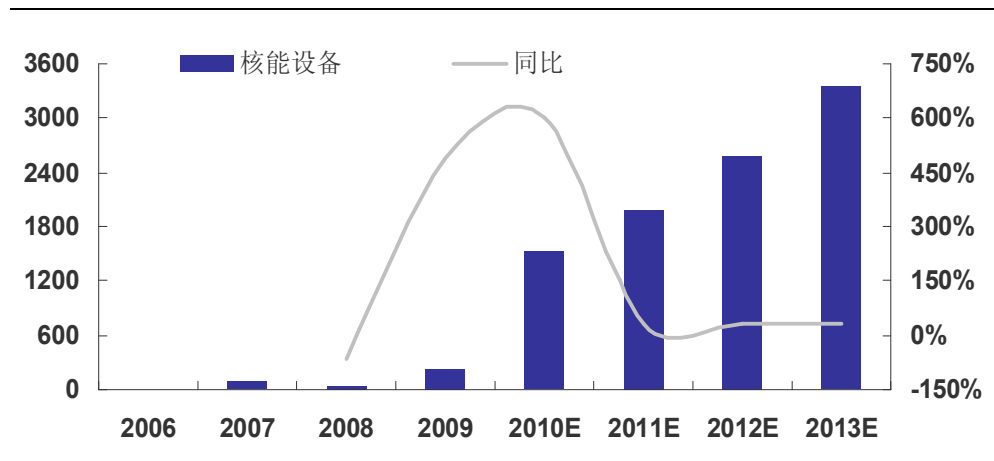
1.4. 预计公司核电业务收入复合增速 39%

- 公司是国内最早开发生产核能设备的企业, 产品包括反应堆压力容器、蒸发器、稳压器、以及主管道、主泵等, 是国内唯一既有大型加氢反应器、核反应堆压力容器, 又有核锻件制造能力和业绩的企业。目前, 公司为国内首个具备了全套百万千瓦级核电锻件自主提供能力的企业。
- 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水堆重大专项完成了阶段性任务, 部分锻件制造达到了世界领先水平。预计 2010 年公司这一业务收入将保持快速上升的趋势。考虑到核

电大型化的发展趋势，公司除为将来生产 160 万千瓦、SYSTEM 80+（135 万千瓦）核电机组、重水堆及其它堆型核电机组核承压设备做好准备外，募投项目还留有国际先进、安全性较好的高温气冷堆机组及未来第四代核电快堆机组重型部件的制造能力，为公司将来进一步的发展奠定基础。

- 2009 年公司核电设备实现营业收入 2.17 亿元，占主营业务收入的 2%，2009 年核电设备新签合同额约 38 亿元，2010 年估计应能完成一半左右。我们估计 2010 年核电设备新签合同额也将接近这一水平，2011、2012 年将会更高。综上所述，我们预计 2010-2012 年这块业务的销售收入分别为 15.2、19.8、29.7 亿元，复合增长率约为 29%。
- 2009 年度公司核电设备的毛利率 40.39%，公司技术趋于成熟，订单批量较大，业务具有垄断性质，我们认为毛利率可以维持在 40%左右。

图 7 一重核电业务收入及预测（单位：百万元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

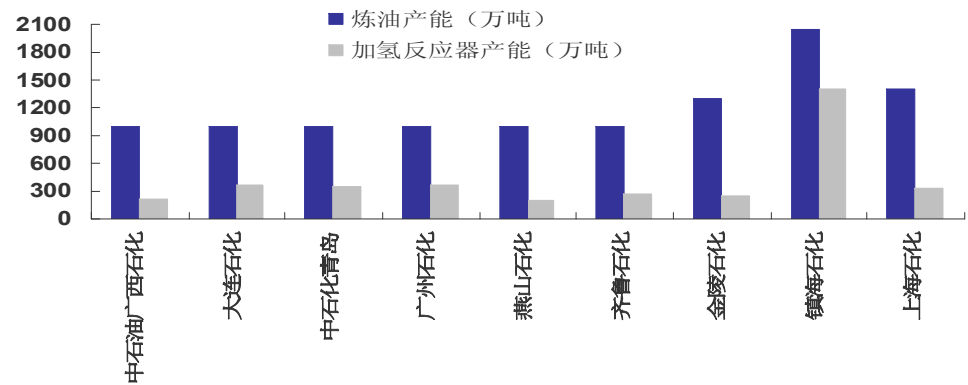
2. 重型压力容器：高压高效带动的大型化趋势

2.1. 重型压力容器市场前景广阔

- 根据发改委《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产业调整和振兴规划》，至 2010 年，我国炼油行业新增炼油能力至少 9000 万吨。到 2011 年，原油加工量将达到 4.05 亿吨。
- 从石化、PTA、煤化工三大领域的需求来看，未来重型压力容器的订单是有保障的。其中，需要特别关注的是，随着我国排放标准逐步向欧洲标准靠拢，成品油的含硫量指标仍需显著降低，我国的加氢产能占比将继续上升，从而推动重型加氢压力容器的持续需求。
- **重型加氢压力容器仍有很大空间。**市场需求主要来自大型炼油项目的投资、现有炼油项目的扩产改造。目前，欧美国家的加氢产能的配置约占炼油产能的 60%，而中国的加氢产能约占炼油产能的 35%左右，与国际水平有较大差距，我们认为随着排放标准的逐步提高，高品质油品的需求将持续增长，中国的加氢产能在炼油产能的占比将接近国际水平。
- **压力容器大型化具有明显的经济效益。**建设 1 座 1000 万吨/年炼油厂和 2 座 500 万吨/年炼油厂相比，投资可节约 20%左右。我国也正在进行炼油厂大型化的过程，其中，大型加氢压力容器是技术含量较高的大型装备，能带来更高的反应效率，从而降低了成本。目前，加氢裂化反应器的外园直径达到 5000 毫米以上，壁厚达到 300 毫米，单台重量达到 1000 吨以上。2008 年 11 月，1550 吨级的加氢反应器在中石油广西石化的成功应用。
- **根据能源部规划，中国未来 3 年要建设 9 个大型炼化基地。**以每 1000 万吨炼油产能需要配置 400 万吨加氢产能计算，需要配置 8400 万吨生产能力的加氢压力容器，估计共需要 1500 吨级的加氢压力容器 42 台。
- 根据国家能源局公开资料显示，预计至 2010 年，每年需锻焊结构的厚壁重型

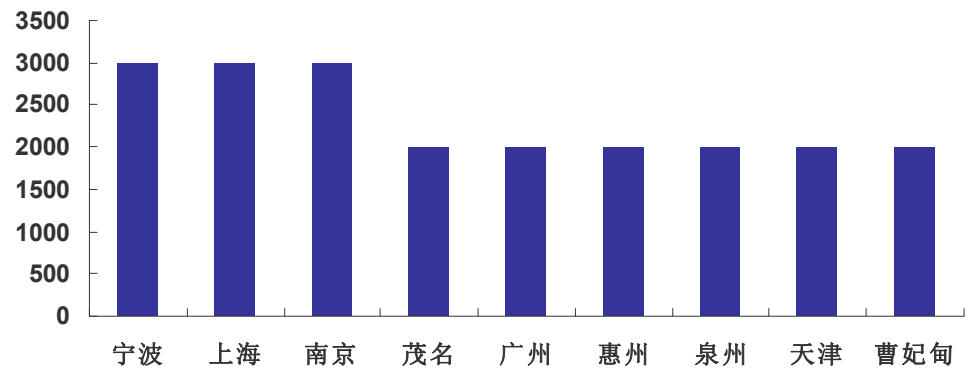
容器 30 台左右，其中千吨级以上加氢反应器占三分之一。据中国联合工程公司预计，“十一五”期间需要石化重大装备将达到 70 多万吨，厚壁锻焊结构的重型容器需求量约为 25 万吨左右，年均需求在 5 万吨左右。因此，石化重型容器处于快速成长期，市场前景广阔。

图 8 国内公司炼油和加氢反应器产能情况(单位: 万吨)



数据来源: 安信证券研究中心

图 9 未来 3 年全国新建 9 个大型炼化基地产能 (万吨)

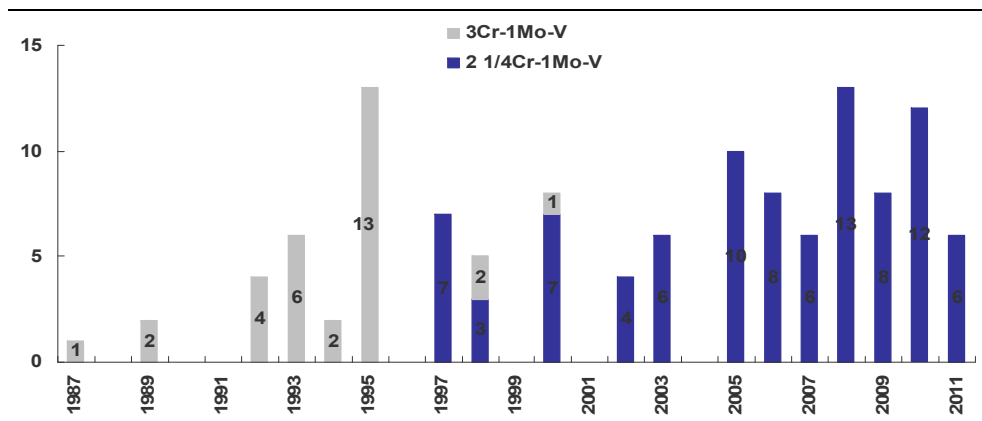


数据来源: 安信证券研究中心

2.2. 从日本制钢所看一重的出口空间

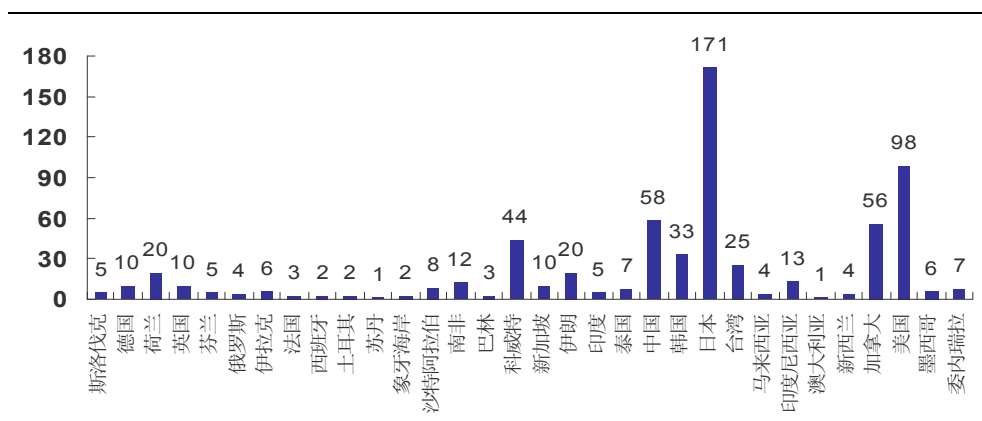
- 日本制钢所是国际上最大的加氢反应器制造商，具备第三代核电大型锻件制造能力。制造的重型压力容器性能好，精度高，安全性和可靠性强。曾生产最重压力容器 1450 吨，最大厚度压力容器壁厚 347mm，直径最大压力容器直径 6354mm。
- 迄今为止，日本制钢所已经生产核电厂设备约 130 多件套。其一年可以生产 4 个反应堆压力容器及相关部件。目前公司正在更新设备，计划扩大一倍产能。主要目标是中国和美国的核反应堆压力容器市场。
- 中国一重 2009 年获得伊朗国家石油公司合同，金额为人民币 9 亿元，共 5 台加氢反应器，每台重 600 吨以上，采用分段制造，现场组焊的方式完成。而且一次探伤合格，一次水压测试合格。这是一重首次在海外现场批量制造压力容器，为一重开拓海外压力容器市场积累宝贵经验，可以预见未来公司的国际业务将进入快速增长期，全球市场的市场份额将会明显提高。

图 10 日本制钢所重型压力容器历年生产情况 (单位:)



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 11 日本制钢所重型压力容器出口分布



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

2.3. 煤制油: 尚待全面展开的应用领域

- **2008 年神华煤直接液化百万吨级示范工程试车成功。**这是煤化工领域的标志性事件, 中国一重制造了该工程的核心设备: 世界首台 2000 吨级煤液化反应器, 攻克了世界上最厚不锈钢管线焊接与热处理的技术难题, 而且一次性完成了设备吊装。
- **中国发展煤化工的具有战略意义。**我国拥有全球最丰富的煤炭资源, 油气资源匮乏, 石油的进口依存度高达 50%, 发展煤化工可以一定程度上缓解我国对石油的严重依赖。政策上强调“重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程, 探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。”
- **大型煤炭集团的煤制油项目获得支持。**璐安集团已建成建成 16 万吨煤基合成油示范厂, 主要产品为柴油、石脑油和 LPG 等, 并已规划好未来 10 年的煤制油项目。神华 320 万吨直接煤液化项目已在建, 与南非沙索集团的合资谈判还在进行中, 不排除神化另起炉灶的可能。伊泰集团已于 2006 年投资建设 48 万吨煤制油项目, 计划在 2015 年达到 500 万吨的规模。晋煤集团已经完成示范工程 10 万吨/年的煤制油项目, 2015 年规划产能为 300 万吨
- **煤制油领域的压力容器需求将在 2015 年达到高峰。**预计届时 2000 吨级的超大压力容器的需求量达 8 台。

表 1 在建和规划中的煤制油项目(万吨)

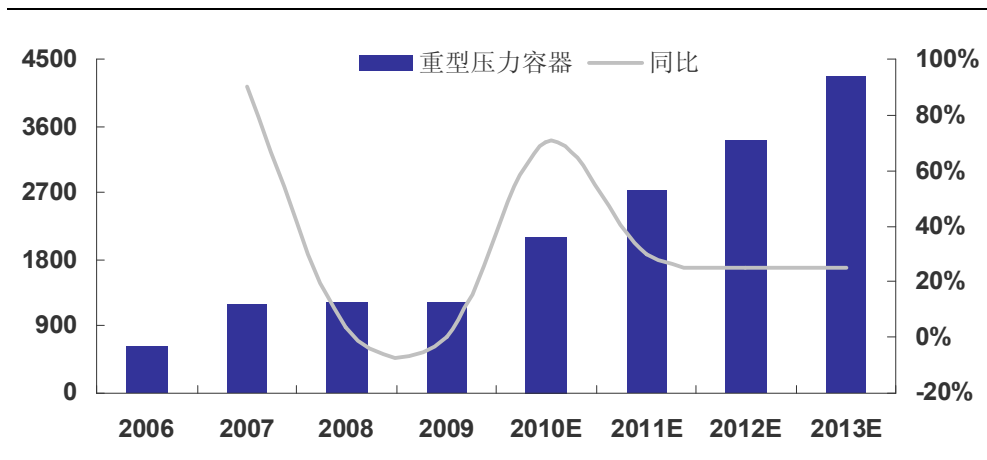
公司	2010	2011	2012	2015	2016	2020	合计
璐安集团			300	300		900	1500
神华集团			320	200			520
神华-沙索					400		400
伊泰集团	150			300			450
晋煤集团				300			300

数据来源: 安信证券研究中心

2.4. 重型压力容器业务复合增速 28%

- 大型石化容器即大型锻焊结构加氢厚壁反应器, 包括石油加氢裂化、高压分离器、热交换器和煤液化反应器等。综合考虑国内外需求, 大致推算未来 3-5 年期间, 每年的市场需求约 40-60 亿元。
- 中国一重的核电石化事业部位于大连市, 占地面积 25 万平方米, 拥有 5000 吨级出海码头, 三个联合厂房总面积约 7.5 万平方米, 是专业化的重型容器制造基地, 主要产品包括, 核反应堆压力容器、石油炼制加氢反应器(锻焊、板焊)、石化大型换热容器等。是国家认定的高新技术企业。该事业部成功制造出中国首台 400 吨级锻焊结构热壁加氢反应器、首台 1000 吨级锻焊结构热壁加氢反应器、首台 1600 吨级锻焊结构热壁加氢反应器。
- IPO 募投项目将形成年产 7200 吨大型炼油、乙烯、PTA 等石化容器装备, 总重 7200 吨。按照集团公司发展战略要求, 该事业部未来将建设成为国际一流的核岛主设备和石油化工容器制造基地。
- 2009 年公司这块业务实现营业收入 21.4 亿元, 新签压力容器订单约 11 亿元, 从目前市场需求形势分析, 2010 年新签订单可能大幅超过 2009 年的水平。重型压力容器一般生产周期为 18 个月, 估计 2010 年可实现销售收入 23 亿元。我们估计 2011-2012 年这块业务仍然可以平稳增长, 预计销售收入分别为 30、38 亿元, 三年复合增长率约为 28%。
- 2009 年度公司重型压力容器业务的毛利率为 23.85%, 公司这块业务技术领先, 生产流程稳定, 市场竞争实力突出, 我们认为毛利率可以维持在 25% 左右。

图 12 一重核电业务收入及预测(单位: 万元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

3. 大型铸锻件: 极限制造能力支撑稳步增长

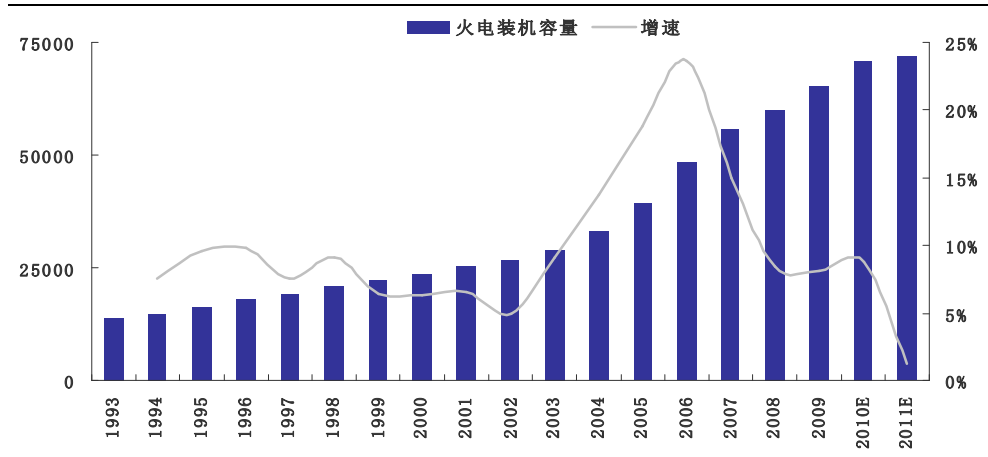
3.1. 火电设备大型铸锻件年需求约 5 万吨

- 我国火电装机容量约占总发电设备装机容量的 75%。按照现在发展态势, 预计今后我国火电建设速度会适当放缓。
- 根据国家发改委重大技术装备协调办公室公布资料, 我国 10-15 年内将新增单机

容量60万千瓦及以上大型燃煤机组620多台。我们预计未来几年之内火电装机容量每年会增加5000万千瓦左右。大型燃煤机组每年约增加100台。

- 根据中国重型机械工业协会统计，每台大型燃煤机组平均需要大型锻件约230吨，大型铸件约250吨。预计每年火电需要的大型锻件约2.3万吨，大型铸件约2.5万吨。按照从锻件毛坯到成品锻件收得率55%计算，火电平均年需毛坯锻件约5万吨。

图 13 火电新增装机容量(单位: 万千瓦)

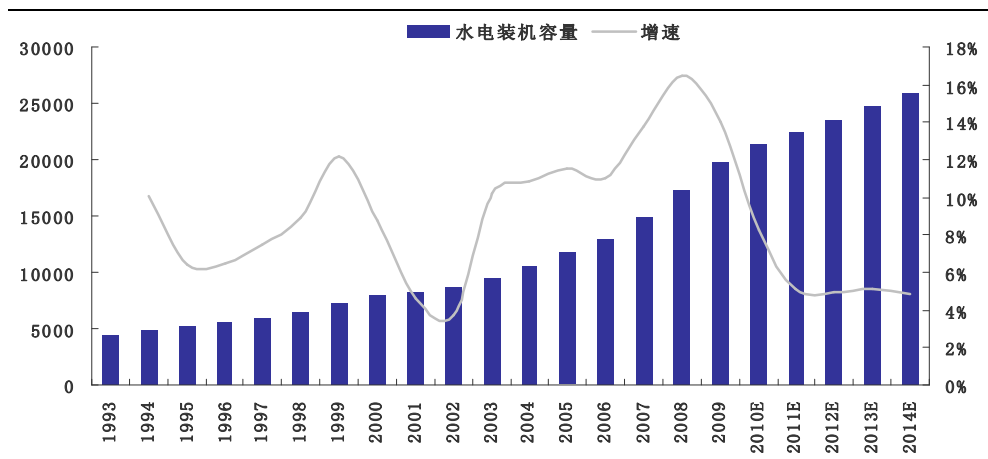


数据来源: 安信证券研究中心

3.2. 水电设备大型铸锻件年需求 1.2 万吨

- 据统计，我国水利资源非常丰富，但开发程度只有20%左右。根据《可再生能源中长期发展规划》和我们的估计，未来10年内将新增单机容量50万千瓦及以上大型水电机组200多台，每年平均新装20台。
- 按照每台大型水电机组需锻件200-250吨，大型铸件150吨计算，我国每年需要水电大型铸锻件7500多吨。按照从锻件毛坯到成品锻件收得率60%算，水电设备年均需求毛坯锻件1.2万吨以上。

图 14 水电新增装机容量(单位: 万千瓦)



数据来源: 安信证券研究中心

3.3. 风电大型铸锻件年需求与约 18 万吨

- 我国风能储量居世界首位，但目前利用率不到 2%。我们预计今后 3 年内，我国每年平均风电装机容量将增加 700-1000 万千瓦，保持 30%以上的增长率。
- 按照每台风机 1.5MW 计算，每年平均需要风机 5000 台以上。每台风机有 35 吨左右的铸锻件，年均需求约 18 万吨大型铸锻件，前景广阔。

3.4. 大型铸锻件极限制造能力比较

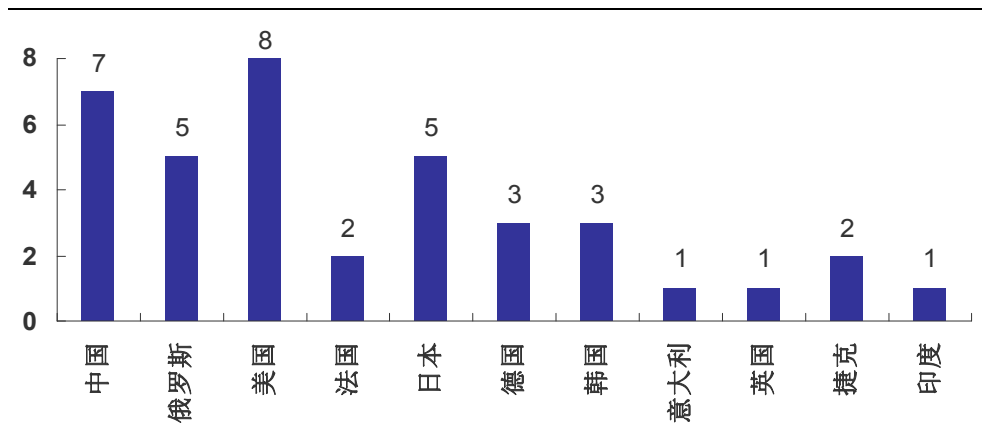
- 从表7可看出,与国外相比,我国大型自由锻件液压机的拥有量遥遥领先其他国家,已初步形成了大型铸锻件行业发展所需的竞争实力。我国的产能将得到进一步的提高。在国内,一重、二重具有明显的产能优势。

表 2 国内外主要生产商产能表

国内外主要生产商	一重	二重	中信重工	上重	太重	日本制钢所	斗山重工
钢水年产量(万吨)	25(50)	30	25	25	25		26
最大浇注能力(吨)	700	790	600	500			
最大钢锭(吨)	600	560	600	600	52	600	530
最大锻件(吨)	400	400	400	350		600	280
最大铸件(吨)	500	500	570	450	153		350
最大自由锻造液压机(吨)	15000	16000	18500	16500	4500	14000	14000

数据来源:公司网站、公司年报、招股说明书、相关资料、安信证券研究中心

图 15 世界各国 10000 吨以上大型自由锻液压机拥有量(2008 年底)

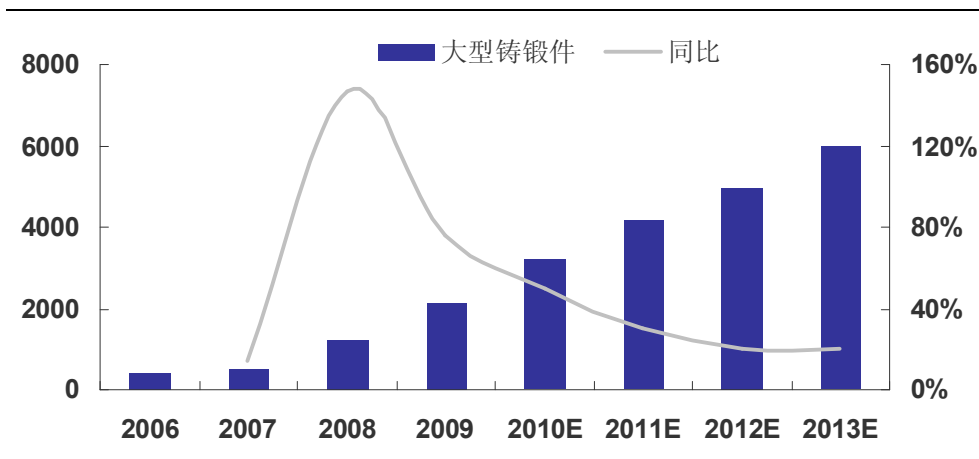


数据来源:安信证券研究中心

3.5. 预计大型铸锻件业务增速 25%

- 公司是全球制造大型铸锻件主要的厂家之一,也是国内制造大型铸锻件最主要的厂家之一。拥有先进的生产装备和制造工艺,已有40多年的生产铸锻件的历史和良好的业绩。产品包括:亚临界汽轮机缸体、超临界缸体、亚临界汽轮机(600MW及600MW以下)高中压转子、中压主轴、超纯转子、高低压联合转子、低压转子、叶轮等火力发电机组(300MW及300MW以下)铸锻件;叶片、转轮体、推力头、上冠、下环、大轴、镜板、上下圆盘等水力发电机组铸锻件;大型船用铸锻件等。
- 公司大型铸锻件自主化改造项目建成后,年产钢水将由项目建设前的25万吨增加到50万吨,锻件将由12万吨增加到24万吨,铸钢件将由3万吨增加到6万吨。大型火电机组(含超超临界)铸锻件、大型水电铸锻件、核电锻件、机架类铸件产量均有不同程度的增加;同时形成加氢反应器、船用曲轴、大型锻钢支承辊的规模化生产能力。
- 公司大型铸锻件销售收入呈现逐年增加的趋势,2007-2009年销售收入增长率分别为3.38%、14.37%、76%,在主营业务收入中的占比从7%快速提升到23%。估计2010年大型铸锻件的订单有较大幅度的增长,预计2010年销售收入约32亿元,在主营收入中将达到30%左右。我们估计2011-2012年这块业务仍然保持较高速度的增长,预计销售收入分别为41、49亿元,三年复合增长率约为25%。公司拥有极限制造能力,全球也是屈指可数,毛利率可望维持在40%的较高水平。

图 16 一重大型铸锻件收入及预测 (单位: 万元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

4. 冶金设备: 存量规模与出口机会

4.1. 钢铁行业的结构性调整带来市场机遇

- 根据《钢铁产业调整和振兴规划》，2009 年我国将严格控制新增产能，不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目，所有项目必须以淘汰落后产能为前提。未来冶金成套设备的需求将主要由建设钢铁精品生产基地和推动城市钢厂搬迁来创造。成套冶金设备行业未来的机会主要已经不再是行业新增规模的扩张，而是行业结构调整带来的机会。
- 受金融危机冲击，钢材市场需求及价格回落，加之产能过剩，钢铁行业的投资处于观望状态，部分产品要求延期交付，导致 2009 年冶金产品销售收入和毛利率呈现负增长。随着国家颁布的《钢铁产业调整和振兴规划》政策的实施，淘汰落后产能、更新现有装备和提高钢材品种质量将成为国内钢铁行业投资重点，预计 2010 年冶金设备市场需求将会有小幅回升；随着钢厂开工率恢复正常，设备备件及轧辊的需求也将提供一定的市场需求。

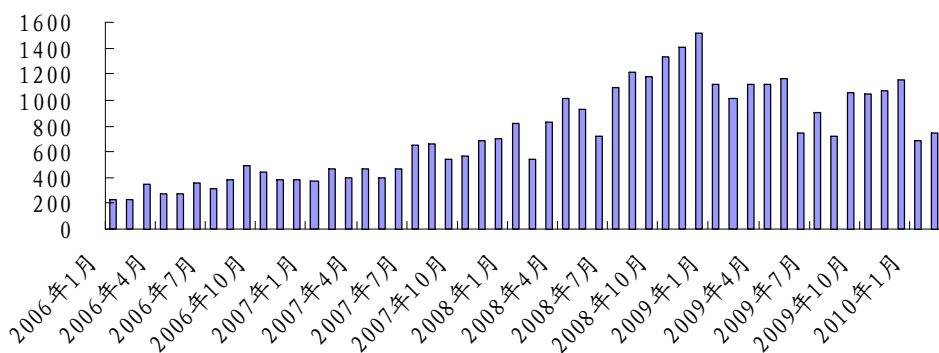
4.2. 市场规模决定冶金轧辊将有一定存量需求

- 随着近年来国内轧制设备投资的增大，目前国内主要钢厂热连轧设备约 74 套、中厚板轧制设备约 58 套、冷连轧设备约 44 套，共计约 176 套。据测算，国内每年冷、热连轧制设备新建和配件所需锻钢支承辊约 700 支左右，毛坯锻件约 5 万吨，每年中厚板轧制设备锻钢支承辊新建和备件约 150 件，毛坯锻件约 1.5 万吨，热轧工作辊每年需要毛坯锻件约 3 万吨，上述合计的大型铸锻件接近 10 万吨，冶金备件还有一定的市场机会。
- 冶金设备备件和传动设备属于消耗品，主要包括支承辊及其轴承座、工作辊及轴承座、衬板、传动轴备件等，其消耗量与产品产量应具有较好的正相关关系。国内钢材产量巨大，预计 2010 年钢铁表观消费量仍然可达到 6 亿吨，市场规模决定冶金轧辊作为备件还有一定的需求。

4.3. 冶金设备及备件出口市场或可期待

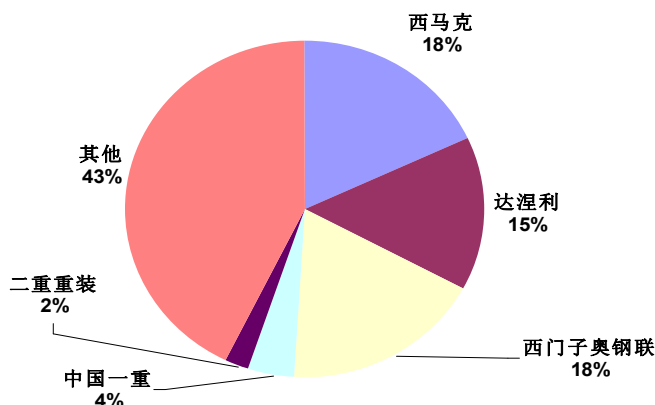
- 随着近几年我国钢材轧制设备制造技术能力的不断提升，轧机的出口数量和金额不断增长，2009 年 9-12 月出口金额连续保持在 10 亿人民币之上，今年 2 月份出口额为 7.5 亿元，基本恢复到 2008 年上半年水平。且出口金额增速高于出口数量增速，出口单价不断提升，体现出我国正在不断抢占海外高端钢铁轧制设备市场。

图 17 冶金设备及零部件出口趋势企稳 (单位: 亿元人民币)



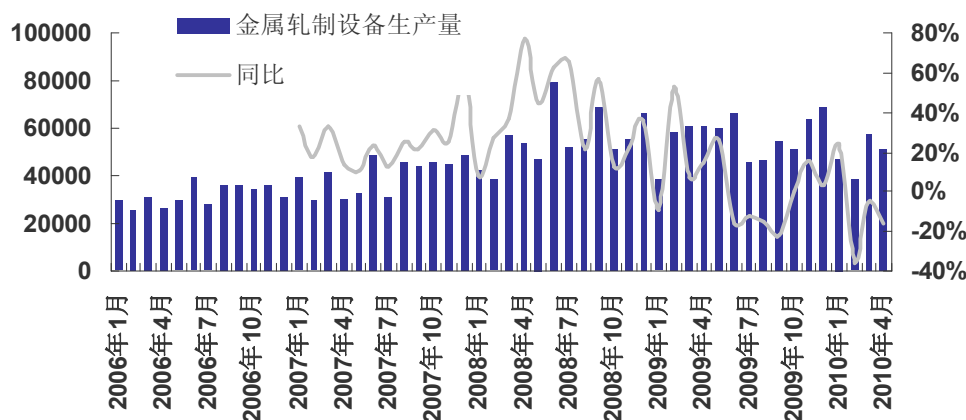
数据来源: CEIC 安信证券研究中心

图 18 冶金设备市场占有率比较



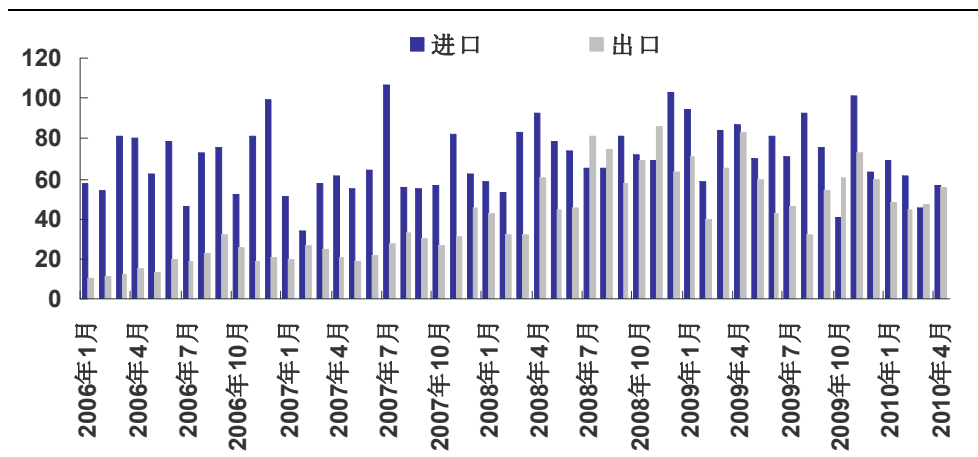
数据来源: 安信证券研究中心

图 19 金属轧制设备生产量 (单位: 吨)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 20 金属轧机零部件进出口(单位: 百万美元)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

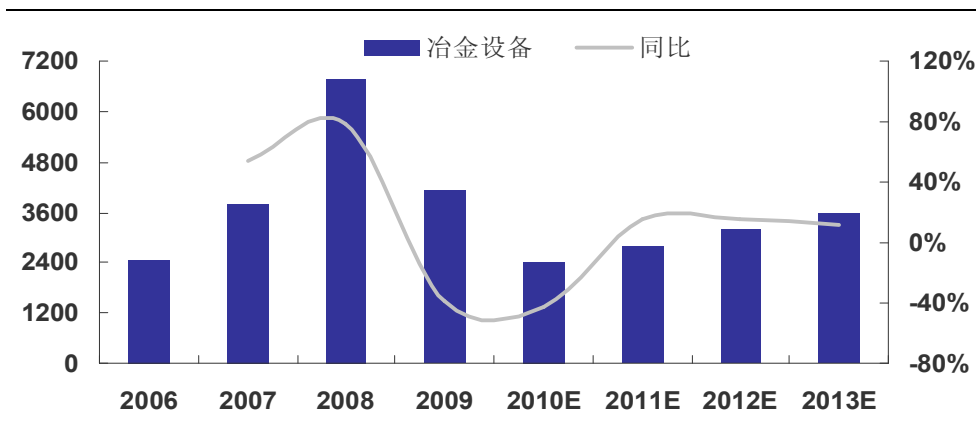
4.4. 公司在冶炼和轧制设备领域实力雄厚

- 公司生产的冶炼设备有高炉、混铁炉(600-1300)、转炉(50-330)、电炉以及各种规格板坯、大方坯/圆坯连铸机。公司生产的轧制设备包括冷、热带钢连轧机、中宽厚板轧机、型钢轧机、棒线材轧机、单双机架冷轧机、平整机、镀锌、酸洗、重卷、纵切、横切等精整设备(机组); 有色金属(铝、铜、锌等)板、带、箔轧机; 以及为上述生产线配套的辅助设备。
- 公司先后与德国 SMS、奥地利 VAI、英国 VAI-UK 等国际知名公司合作, 为宝钢、武钢、本钢、舞钢、济钢、包钢等钢铁公司以及 ARCELOR、ISPAT 等国外知名钢铁集团提供过各类冶炼和轧制设备。目前中国一重已经具备向国内外钢铁公司提供具有自主知识产权冶炼和轧制设备的能力。

4.5. 冶金设备业务将逐步恢复至均衡状态

- 我们认为未来一到两年冶金成套设备的新增需求主要来源于新的钢铁基地建设和继续抢占海外市场份额。随着全球经济的缓慢复苏, 钢铁企业将在 2010 年缓解目前现金流紧张的局面, 预期之前拖延的冶金成套设备订单将于 2010 年开始陆续交货, 2010 年有底部企稳迹象, 2011-2012 年应可逐步复苏。
- 2009 年公司冶金成套设备及备件实现营业收入 41.5 亿元, 占主营业务收入的 45.4%, 同比减少 39%。预计公司冶金成套设备及备件合同额为 40 亿元。值得注意的是在钢铁行业不景气的情况下, 公司却取得了毛利率不错的总包项目, 预计公司 2010-2012 年冶金成套设备及备件收入分别为 27.5、28.8、31.1 亿元, 由于钢材价格较低, 毛利率将可望大致维持在 27-28%。

图 21 一重冶金设备收入及预测(单位: 百万元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

5. 海水淡化：远水将解近渴

- 公司即将加大力度开拓海水淡化设备的市场。目前在海水淡化装备制造产业链中，公司的综合实力最强，公司的多级闪蒸海水淡化设备已经签订了1亿元的小规模订单。公司已经掌握了具有自主知识产权的成套装备技术，未来将独立承包总体项目。预计这一业务未来几年将有较大的发展。

5.1. 海水淡化已经解决了全球 1/50 人口饮水

- 海水淡化即利用海水脱盐生产淡水。是实现水资源利用的开源增量技术，可以增加淡水总量，且不受时空和气候影响，水质好、价格渐趋合理，可以保障沿海居民饮用水和工业锅炉补水等稳定供水。
- 现在所用的海水淡化方法有海水冻结法、电渗法、蒸馏法、反渗透法，目前应用反渗透膜的反渗透法以其设备简单、易于维护和设备模块化的优点迅速占领市场，逐步取代蒸馏法成为应用最广泛的方法。
- 目前全球海水淡化日产量约3500万立方米左右，其中80%用于饮用水，解决了1亿多人的供水问题，即世界上1/50的人口靠海水淡化提供饮用水。全球有海水淡化厂1.3万多座，海水淡化作为淡水资源的替代与增量技术，愈来愈受到世界上许多沿海国家的重视；全球直接利用海水作为工业冷却水总量每年约6000亿立方米左右替代了大量宝贵的淡水资源；全世界每年从海洋中提盐5000万吨、镁及氧化镁260多万吨、溴20万吨等。

表 3 海水淡化主要方法

方法	说明	优点	缺点
反渗透法 (RO)	淡水通过半透膜扩散到海水一侧，使海水一侧的液面逐渐升高，直至一定的高度才停止。对海水一侧施加一大于海水渗透压的外压，海水中的纯水反渗透到淡水中	节能	需要高压设备，膜要定期清洗
低温多效蒸馏 (LT-MED)	将一系列的水平管喷淋降膜蒸发器串联起来，用一定量的蒸汽输入通过多次的蒸发和冷凝，后面一效的蒸发温度均低于前面一效，从而得到多倍于蒸汽量的蒸馏水	设备的一次性投资少、热电消耗低、传热效率高、操作弹性大、装置的安全性好	设备结构比较复杂，需经常清洗并采取防垢措施
多级闪蒸 (MSF)	将经过加热的海水，依次在多个压力逐渐降低的闪蒸室中进行蒸发，将蒸汽冷凝而得到淡水	设备简单可靠、防垢性能好、易于大型化、操作弹性大以及可利用低位热能和废热	

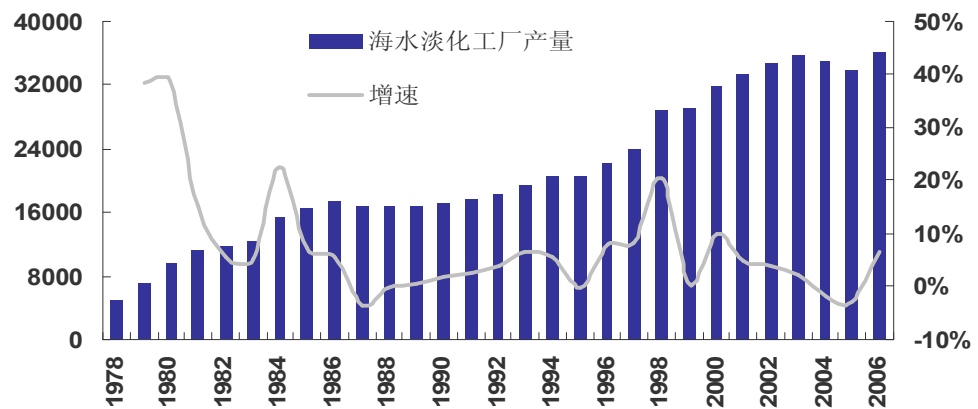
数据来源：安信证券研究中心

5.2. 中东水荒成就全球第一海水淡化产业

- 中东地区淡水资源稀缺，海水淡化使用普遍。中东地区人口约占世界总人口的5%，但水资源量仅占世界水资源的1%。据统计，目前该地区人均淡水年占有量不足1200立方米，只有世界平均水平的六分之一。世界银行警告说，到2025年，西亚北非地区人均水资源占有量可能低于500立方米。水资源问题已经成为困扰本地区经济发展的主要障碍。
- 海湾合作委员会国家（GCC）的居民饮用水消费量从1985年的11.69亿立方米上升至1990年的32.19亿立方米，而预计到2010年将达到88.55亿立方米。沙特阿拉伯的水资源形势最为严峻，预计到2010年，居民用水和工业用水将比目前翻一番，达1000万立方米/日。由于传统的水资源几近枯竭，GCC国家不得不寄希望于海水淡化。据预测，未来30年内，全世界对淡化海水的需求量将以年均9%的速度递增。中东地区成为世界上使用淡化海水最多的地区，约占全世界淡化海水总量的60%。今天一半以上的沙特阿拉伯家庭用水来自海水淡化。

- 海水淡化需要大量能量，所以在不富裕的国家经济效益并不高。沙特阿拉伯的海水淡化厂占全球海水淡化能力的24%。阿拉伯联合酋长国的杰贝勒阿里海水淡化厂第二期是全球最大的海水淡化厂，每年可产生3亿立方米淡水。
- 卡塔尔地势低平，多荒漠。年降水量仅有125mm，非常缺水。因此海水淡化成为该国重点发展的业务之一。2006年，卡塔尔的海水淡化厂产量为36115.93百万加仑，约136.7百万立方米。
- 以色列海水淡化工程。不久前，以色列新的哈代拉海水淡化工厂举行了落成典礼。该工厂耗资4.25亿美元，利用反渗透技术进行海水淡化，是世界上最大的海水淡化工厂之一，可以为以色列提供2/3的饮用水。而以色列将建设阿什杜德和索雷克两个更大规模的海水淡化厂，计划2012年投入使用。

图 22 卡塔尔海水淡化工厂产量(单位: 百万加仑)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

表 4 以色列海水淡化工厂建设情况

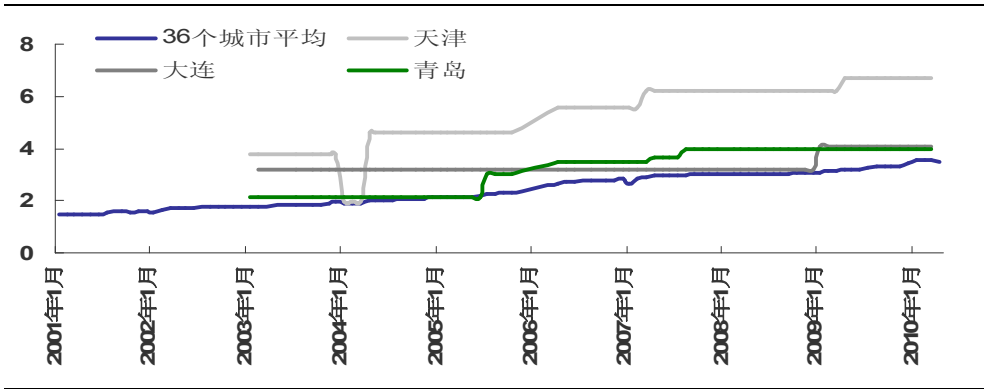
地点	建设状况	运行时间	产能			价格(新谢克尔/m ³)
			百万m ³ /年	百万加仑/天	兆升	
阿什凯隆	已建	2005.8	111	83.2	315	2.6
帕尔马奇姆	已建	2007.5	30	32.6	123.4	2.9
哈代拉	已建	2009.12	127	91.9	349	2.6
阿什杜德	在建	2012	100-150			2.7
索雷克	在建	2012	150			2.01-2.19

数据来源: 安信证券研究中心

5.3. 我国沿海地区具备海水淡产业条件

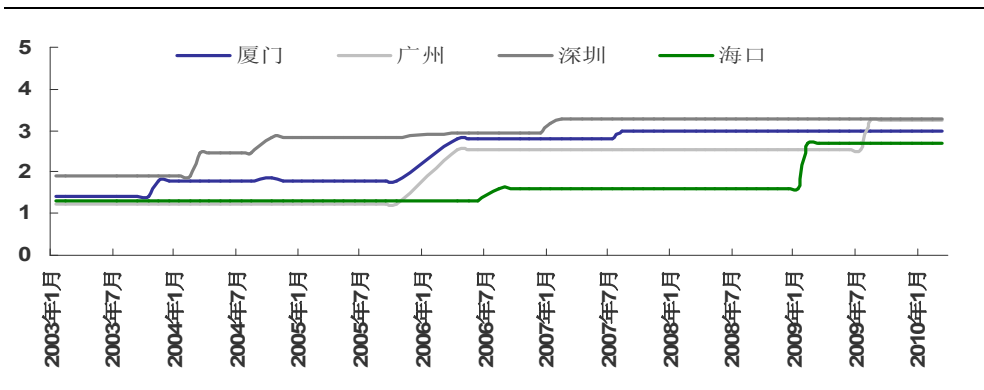
- 我国淡水资源日益短缺，为内陆节约更多的淡水资源，发展海水淡化是必然途径。目前，我国海水淡化技术已经基本成熟，具备产业化发展的条件。
- 根据我国沿海城市工业用水价格比较，天津价格最高，达到6.7元/吨。相应的，天津海水淡化工程在国内也是领先的。目前，天津海水淡化与利用水平在全国保持领先。天津已逐渐成为我国海水淡化关键技术的研发中心和装备制造基地。据统计，目前我国已建和即将建成的工程累计海水淡化能力约为每日60万吨，其中天津约为每日20万吨，占全国总量的三分之一。

图 23 我国沿海城市工业用水价格情况 1(单位: 元/吨)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 24 我国沿海城市工业用水价格情况 2(单位: 元/吨)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

5.4. 海水淡化市场规模约 160 亿元

- 沿海地区特别是北方沿海地区是我国最缺水的地区之一。根据国家颁布的《海水利用专项规划》，我国将在沿海城市如天津、大连、青岛、宁波等建设若干海水淡化工厂。到2020年，我国的海水淡化能力争取能够达到250-300万立方米/日，对解决沿海地区缺水问题可以贡献26%-37%。
- 海水淡化市场规模估算。按照每台10000 m³/日的MSF(多级闪蒸)海水淡化装置8000万元估算，未来10年我国需要有150-200台此类装置，市场规模达到120-160亿元。

表 5 我国海水利用专项规划情况一览表

	北方沿海	南方沿海	海岛
人口(亿)	2.11	3.1	
占全国	16.30%	23.60%	
GDP占全国	23.90%	42.90%	
水资源量(亿立方米)	873.4		
人均水资源量(立方米)	413.9		
人均综合用水量(立方米)	269		
是否缺水	极度缺水		
任务	在天津、大连、青岛等较大城市建设若干个5~10万立方米/日级及以上的蒸馏法和反渗透法海水淡化工程	大规模发展海水直接利用。通过海水淡化作为工业用纯水，以及海水直接作为工业冷却水等	以发展海水淡化为主，兼顾海水冲厕，以满足海岛居民生活用水和国防用水需要为目标。

数据来源: 海水利用专项规划, 安信证券研究中心

表 6 我国海水利用计划

	2010	2020
海水淡化能力(万立方米/日)	80-100	250-300
海水直接利用能力(亿立方米/年)	550	1000
海水利用对解决沿海地区缺水问题的贡献率	16-24%	26-37%

数据来源：海水利用专项规划，安信证券研究中心

表 7 我国海水淡化工厂产能和技术情况

海水淡化电厂	技术	淡化能力(万吨/日)	装机容量(MW)	燃料
浙江华能双环	双膜	3.5	4000	煤
大唐黄岛	反渗透	2.6	2050	煤
国华沧东	低温蒸馏	8	4800	煤
天津大港	低温蒸馏	0.6	1314	煤
天津北疆	低温蒸馏	40	4000	煤
福华德电力			1000	天然气
国华宁海	低温蒸馏	10	4400	煤

数据来源：安信证券研究中心

5.5. 海水淡化成本已经具有竞争力

- 对于海水淡化，能耗是直接决定其成本高低的关键。40多年来，随着技术的提高，海水淡化的能耗指标降低了90%左右（从26.4kwh/m³降到2.9kwh/m³），成本随之大为降低。目前我国海水淡化的成本已经降至4-7元/立方米，苦咸水淡化的成本则降至2-4元/立方米，如天津大港电厂的海水淡化成本为5元/立方米左右，河北省沧州市的苦咸水淡化成本为2.5元/立方米左右。如果进一步综合利用，把淡化后的浓盐水用来制盐和提取化学物质等，则其淡化成本还可以大大降低。至于某些生产性的工艺用水，如电厂锅炉用水，由于对水质要求较高，需由自来水进行再处理，此时其综合成本将大大高于海水淡化的一次性处理成本。可见，如果抛开政府补贴等政策性因素而单从经济技术方面分析，海水淡化尤其是苦咸水淡化的单位成本实际上是很有竞争力的。

表 8 我国各种淡水来源成本比较

方式	成本(元/m ³)	优点	缺点
远程调水引滦入津(直接成本)	2.3	工程量小、成本低	受资源条件限制很大
南水北调(到北京平均水价)	5-20		投资大、占用大量耕地
海水淡化海水(综合成本)	4-7	成本具有竞争力	
苦咸水(综合成本)	2-4	成本具有竞争力	

数据来源：安信证券研究中心

6. 公司竞争力：市场地位、技术水平、盈利能力、产品结构

6.1. 稳固的市场龙头地位

- 公司是国内最大的冶金轧制设备制造企业；国内最大的加氢反应器制造企业，国内化工企业使用的国产加氢反应器90%以上为一重生产；国内最大的轧辊生产基地之一，所生产的大型锻钢支承辊在国内市场占有率达到80%左右；国内最大的锻件生产企业之一，2008年以重量计算，占市场份额的40%；中国一重还是国内主要的核电设备制造商，是国内核电站80%以上反应堆压力容器，90%以上核电锻件的制造商。

表 9 公司主要产品市场占有率

产品类别	细分产品	2006年	2007年	2008年	国内竞争对手	国外竞争对手
冶金成套设备	大型轧制设备	50%	70%	70%	二重、太重	西马克、西门子奥钢联、达涅利
重型压力容器	锻焊结构加氢反应器	80-90%	80-90%	80-90%	无	日本制钢所、日本神户制钢
工矿配件	大型锻钢支承辊	80-90%	80%	80%	中钢集团邢台机械	日本制钢所、美国联合电钢
核能设备	反应堆压力容器	80%	80%	80%	无	通用电气公司、东芝、三菱重工、阿日本制钢所、克鲁索、斗山重工
	核岛锻件	90%	90%	90%	二重、上重	

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

6.2. 技术实力国内堪称一流

- 重型机械制造业的竞争关键体现在技术的竞争。公司拥有重型机械行业中唯一的国家工程研究中心，同时在大连还设有重型机械产品设计院，建立了完整的技术创新体系，近年来公司研制与开发费持续增长，2006—2009年分别为0.5、0.87、1.27、2.77亿元，在销售占比分别为0.96%、1.23%、1.25%、2.41%、3.04%。
- 公司主导产品技术水平国内领先，部分产品达到国际先进水平，由于具备业内领先的新产品、新工艺和新材料的开发能力、成套集成能力，从而形成了强大的自主创新能力，历年来取得了一系列举国瞩目的重大产品和技术创新成果，公司技术实力堪称国内一流。

表 10 历年来公司取得一系列重大产品创新成果令人瞩目

年代	产品名称	创新程度
1964	12500吨自由锻造水压机	国内最大
1972	30000吨模锻水压机	国内最大
1980	1700毫米热连轧机	国内首套
1989	220吨锻焊结构热壁加氢反应器	国内首台
1993	30万千瓦核反应堆压力容器	国内首台
1995	400吨锻焊结构热壁加氢反应器	国内最大，国家科学技术进步一等奖
1999	千吨级锻焊结构热壁加氢反应器	国内首台
2003	1780毫米大型宽带钢冷连轧机生产线	国内首套自主研发的现代化大型冷连轧机，国家科学技术进步一等奖
2005	2150毫米热连轧机组	型宽带钢热连轧机组，中国机械工业科学技术奖一等奖
2006	2044吨煤液化反应器	世界最大
2006	快中子堆容器及旋塞	国内首套
2007	15000吨自由锻造水压机	世界最大、技术最先进，国家科学技术进步一等奖
2007	第三代核电AP1000蒸发器锥形筒体锻件	世界首件
2008	1600吨加氢裂化反应器	世界最大

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 25 近年来公司研发费用在销售收入占比持续上升

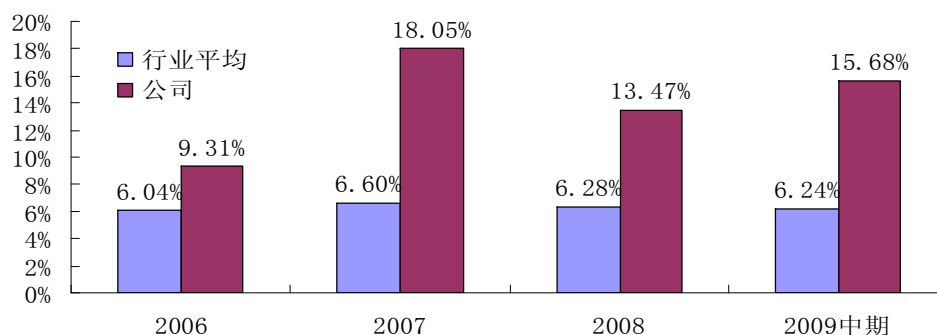


数据来源：招股说明书 公司年报 安信证券研究中心

6.3. 盈利能力：毛利率水平 30%以上业内领先

- 2000 至 2008 年，公司产值年均复合增长率达 50.24%，同期重型机械行业总产值年均复合增长率为 33.13%；2008 年公司主营业务收入排名第二，实现利润总额为 14.1 亿元，在重型机械行业排名第一；2004-2008 年，公司利润的年均复合增长率高达 106%，增速全行业第一。
- 从销售利润率看，2008 年公司比行业平均水平高 8 个百分点，盈利能力较强。2009 年这一优势继续扩大。
- 2008 年公司综合毛利率为 27.9%，2009 年进一步上升到 31%，主要是毛利率较高的铸锻件、核电设备的占比提升所致。这一水平在重型机械行业属于较高的。
- 公司在冶金设备方面具备了系统集成和工程总包能力，从这个意义上看，一重正从专业的重型装备制造商向提供系统集成整体解决方案的服务商转型，未来更有可能像核电系统设备供应商发展，这将使公司的毛利率水平有了更加坚实的基础。

图 26 公司销售利润率明显高于行业平均水平



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

表 11 国内重型机械企业 2008 年营业收入与市场份额

序号	企业名称	主营业务收入 (亿元)	综合市场份额 (%)
1	大连重工·起重集团有限公司	121.83	6.10%
2	中国第一重型机械集团公司	101.25	5.07%
3	太原重型机械集团有限公司	100.1	5.01%
4	北方重工有限公司	97.59	4.89%
5	中信重工机械股份有限公司	80.67	4.04%
6	二重重装	74.89	3.76%
7	上海重型机器厂有限公司	37.75	1.89%
8	上海建设路桥机械设备有限公司	14.13	0.71%
9	唐山冶金矿山机械厂	11.56	0.58%
10	中冶陕压重工设备有限公司	10.04	0.50%
11	中钢集团西安重机有限公司	9.64	0.48%
12	中钢集团衡阳重机有限公司	8.07	0.40%
13	山东山矿机械有限公司	6.68	0.33%
14	济南重工股份有限公司	5.33	0.27%
15	上海冶金矿山机械厂	4.52	0.23%
冶金矿山机械行业合计		1996.62	

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

6.4. 结构优化: 三大类新兴产品占比约七成

- 从公司近年来新签订单看, 冶金成套设备占比逐步减少, 而核能设备和大型铸锻件的占比大幅上升, 公司的产品结构将逐步改善。截至 2009 年底, 公司在手合同金额 150 亿元, 其中核能设备、大型铸锻件、重型压力容器的订单占比约 77%。
- 公司的产品结构调整在 2009 年已初见端倪。未来两年公司的产品结构将逐步改善, 冶金成套设备销售收入将逐步减少, 而核能设备、大型铸锻件、重型压力容器的销售收入将大幅上升, 成为公司新的利润增长点。
- 2009 年, 公司销售收入共计 91.5 亿元, 从占比上看, 冶金设备从 2008 年的 67.17% 下降到 46%, 重型压力容器则从 12.19% 增加到 23%, 大型铸锻件从 5.95% 上升到 23%。核电业务占比 2.7%。这四大业务结构合计占比 86%。

表 12 公司近年来新签订单情况

	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
冶金成套设备	374,354	66	922,167	65.6	623,500	36.2	165,278	17%
重型压力容器	89,996	15.9	253,526	18	383,367	22.3	116,651	12%
工矿配件	10,414	1.8	14,398	1	12,422	0.7	10,532	1%
大型铸锻件	55,837	9.8	113,818	8.1	494,910	28.7	244,239	26%
核能设备	15,000	2.6	62,347	4.4	177,109	10.3	373,893	39%
锻压设备	8,543	1.5	10,744	0.8	17,435	1	23,888	3%
重型矿山设备	12,997	2.3	29,227	2.1	14,135	0.8	13,057	1%
合计	567,141	100	1,406,227	100	1,722,878	100	947,538	100

数据来源: 招股说明书 公司年报 安信证券研究中心

6.5. 由设备制造商向系统集成、工程总包发展

- 公司将致力于产品结构的调整, 加大在核能设备、大型铸锻件的经营力度; 在冶金行业未来需求不明朗的背景里, 加快开发国际市场的进度, 以抵抗国内冶金市场需求可能下滑的风险。通过建设一重滨海制造基地、大连石化容器及核电设备制造基地、富拉尔基铸锻件基地, 完成制造能力的整体布局, 并积极拓展汽车覆

盖件成型自动生产线、重型矿用挖掘机、海水淡化等新产品，确保盈利和经营规模的持续增长。

- 滨海制造基地项目的建设，以节能减排、交通、基础设施建设等领域为方向，向绿色装备集约化发展，为国家倡导的“节能降耗减排”政策提供装备保障。大型汽车覆盖件成型自动生产线、成套薄板轧制生产线、重型矿用挖掘机和冶金连铸辊为已有产品，其他如内压卧式辊磨设备、盾构掘进机、多级闪蒸海水淡化设备、大型固体垃圾处理装备、多工位压力机生产线、岩巷掘进机均属新产品。项目产品均为大型成套设备，通过对该类设备的集中、专业化生产，有利于产品质量的提升和产能的提高，形成大型成套设备的系统集成能力和工程项目总承包能力。
- 2010年公司除了投资建设三大制造基地外，还将投资建设检测中心、研发中心、能源装备大型锻件生产流程专业化自动化技术升级改造项目，总投资24.3亿元。同时向一重集团苏州重工公司追加投资1亿元，继续几块制造基地的布局。
- 公司将在AP1000、CAP1400、CPR1000大型核电设备关键制造技术上继续投入，以适应核电领域的发展新趋势；产能配备方面，实现年产50万吨钢水，24万吨锻件，6万吨铸件，40万吨机器产品的目标；系统集成方面，实现大型成套设备技术总负责和系统集成，并具备工程总承包能力。

6.6. 未来规划：5年内收入规模达到400-500亿

- 公司规划未来四大产品齐头并进，用5年左右的时间，实现销售收入400-500亿元。其中核电80亿、冶金70亿、大型铸锻件80亿，石化容器40亿，其他产品为海水淡化、大型垃圾焚烧炉、盾构机等。我们认为这一产品结构既是对传统产品优势的保持，也是新产品在分层推进，后者的变化趋势更为重。综合考虑公司的市场地位、技术水平、盈利能力、产品结构等竞争要素，同时结合我国重大装备制造业的发展前景，我们认为这一目标实现的可能性较大。

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测：3年复合增长率26%

- 我们基于公司在手订单情况以及行业的发展趋势，对公司主要业务销售收入的增长作出预测。
- 由于材料价格相对稳定，并且公司毛利率较高的大型铸锻件、核能设备、重型压力容器占比增大，总体毛利率水平稳中略升。
- 预计公司2010—2011年三项费用率有所下降。
- 2009年公司实际所得税率为10.84%，假定2010-2012年所得税率为15%。
- 基于上述假设，我们预测2010-2012年公司主营业务收入分别为106.8、132.8、160.4亿元，净利润分别为16.5、20.9、26.4亿元，相应每股收益分别为0.25、0.32、0.4元。

7.2. 估值：合理价格7元

- 上市公司中属于重机行业的有二重重装、振华重工、太原重工、天地科技、华锐铸钢、泰尔重工等六家。2010年的PE均值为27倍。基于公司强大的综合实力和良好发展前景，我们认为公司合理市盈率应高于行业平均水平，以2010年的28倍PE计算，对应的股价为7元。6月11日收盘价5.69元，给予“买入-A”的投资评级。

表 13 分项业务预测表 (单位: 百万元)

	历史年份				预测年份			
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产品总收入	5,220.0	7,102.0	10,806.1	9,151.5	10,685.2	13,285.7	16,044.5	19,337.4
产品总成本	3,337.5	4,778.1	7,786.0	6,301.4	7,198.2	8,900.2	10,735.9	12,905.4
综合毛利率	36.1%	32.7%	27.9%	31.1%	32.6%	33.0%	33.1%	33.3%
冶金成套设备收入	2,465.0	3,806.0	6,800.0	4,151.1	2,781.2	3,198.4	3,678.2	4,119.6
收入增速		54.4%	78.7%	-39.0%	-33.0%	15.0%	15.0%	12.0%
收入占比	47.2%	53.6%	62.9%	45.4%	26.0%	24.1%	22.9%	21.3%
成本	1,707.5	2,701.5	5,074.8	2,980.1	2,002.5	2,302.9	2,648.3	2,966.1
成本增速		58.2%	87.9%	-41.3%	-32.8%	15.0%	15.0%	12.0%
成本占比	51.2%	56.5%	65.2%	47.3%	27.8%	25.9%	24.7%	23.0%
产品毛利率	30.7%	29.0%	25.4%	28.2%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
重型压力容器收入	628.0	1,194.0	1,234.0	2,140.0	2,354.0	3,060.2	3,825.3	4,781.6
收入增速		90.1%	3.4%	73.4%	10.0%	30.0%	25.0%	25.0%
收入占比	12.0%	16.8%	11.4%	23.4%	22.0%	23.0%	23.8%	24.7%
成本	-	847.4	937.6	1,629.6	1,789.0	2,310.5	2,888.1	3,586.2
成本增速			10.6%	73.8%	9.8%	29.1%	25.0%	24.2%
成本占比	0.0%	17.7%	12.0%	25.9%	24.9%	26.0%	26.9%	27.8%
产品毛利率	100.0%	29.0%	24.0%	23.9%	24.0%	24.5%	24.5%	25.0%
大型铸锻件收入	428.0	489.0	1,208.1	2,130.0	3,195.0	4,153.5	4,984.2	5,981.0
收入增速		14.3%	147.1%	76.3%	50.0%	30.0%	20.0%	20.0%
收入占比	8.2%	6.9%	11.2%	23.3%	29.9%	31.3%	31.1%	30.9%
成本	261.0	289.8	787.0	1,229.0	1,853.1	2,409.0	2,890.8	3,469.0
成本增速		11.1%	171.5%	56.2%	50.8%	30.0%	20.0%	20.0%
成本占比	7.8%	6.1%	10.1%	19.5%	25.7%	27.1%	26.9%	26.9%
产品毛利率	39.0%	40.7%	34.9%	42.3%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
核能设备收入	-	98.0	37.0	217.4	1,522.1	1,978.7	2,572.3	3,344.0
收入增速			-62.2%	487.7%	600.0%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	0.0%	1.4%	0.3%	2.4%	14.2%	14.9%	16.0%	17.3%
成本	-	-	30.4	129.6	913.2	1,191.2	1,556.3	2,039.8
成本增速				326.0%	604.6%	30.4%	30.6%	31.1%
成本占比	0.0%	0.0%	0.4%	2.1%	12.7%	13.4%	14.5%	15.8%
产品毛利率		100.0%	17.8%	40.4%	40.0%	39.8%	39.5%	39.0%
锻压设备收入	98.0	144.0	135.0	53.0	318.0	333.9	350.6	368.1
收入增速		46.9%	-6.3%	-60.7%	500.0%	5.0%	5.0%	5.0%
收入占比	1.9%	2.0%	1.2%	0.6%	3.0%	2.5%	2.2%	1.9%
成本	75.5	131.6	98.7	43.7	263.9	277.1	291.0	305.5
成本增速		74.3%	-25.0%	-55.7%	503.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本占比	2.3%	2.8%	1.3%	0.7%	3.7%	3.1%	2.7%	2.4%
产品毛利率	23.0%	8.6%	26.9%	17.5%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
重型矿山设备收入	1.0	44.0	245.0	89.0	106.8	112.1	117.7	123.6
收入增速		4300.0%	456.8%	-63.7%	20.0%	5.0%	5.0%	5.0%
收入占比	0.0%	0.6%	2.3%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
成本	1.0	31.2	186.3	77.9	90.8	95.3	100.1	105.1
成本增速		3021.8%	496.8%	-58.2%	16.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本占比	0.0%	0.7%	2.4%	1.2%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
产品毛利率	0.0%	29.1%	24.0%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务收入	1,261.0	672.0	547.0	371.0	408.1	448.9	516.2	619.5
收入增速		-46.7%	-18.6%	-32.2%	10.0%	10.0%	15.0%	20.0%
收入占比	24.2%	9.5%	5.1%	4.1%	3.8%	3.4%	3.2%	3.2%
成本	1,094.8	379.7	307.7	211.5	285.7	314.2	361.4	433.6
成本增速		-65.3%	-19.0%	-31.3%	35.1%	10.0%	15.0%	20.0%
成本占比	32.8%	7.9%	4.0%	3.4%	4.0%	3.5%	3.4%	3.4%
产品毛利率	13.2%	43.5%	43.8%	43.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

表 14 上市公司估值比较

证券简称	收盘价	2009PE	2010PE	2011PE	2009PB	2010PB	2011PB	2009PEG	2010PEG	2011PEG
二重重装	10.42	46.31	27.42	18.95	6.21	2.93	2.53	4.78	0.75	1.35
振华重工	6.76	35.58	33.80	30.73	1.70	1.53	1.35	88.95	-0.93	3.63
太原重工	12.28	15.51	13.27	10.71	2.71	2.25	1.86	0.69	0.91	0.69
天地科技	23.60	25.38	20.00	16.24	7.98	5.22	3.93	0.67	1.54	0.97
华锐铸钢	26.69	34.41	28.90	22.03	5.51	4.60	3.86	1.74	1.36	1.10
泰尔重工	21.99	62.83	39.27	29.32	4.35	4.11	3.46	0.98	1.68	2.15
均值		36.67	27.11	21.33	4.75	3.44	2.83	1.20	1.34	1.65
中国一重	5.64	31.33	22.56	17.63	8.32	2.11	1.88	1.72	0.80	1.17

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

8. 风险提示

- 公司使用的各种原料包括钢材、废钢及各类合金等，这些原材料的价格受到其各自生产成本、市场需求及市场短期投机因素的影响，波动较大。这些材料的价格波动将导致公司生产成本的波动，进而影响公司的盈利能力。
- 重型机械制造行业是国家重点鼓励发展的产业，国家针对该行业出台了大量的优惠措施及指导意见，这些措施给公司的生产经营及未来发展提供了较为宽松的政策空间。未来如果国家产业政策调整，将对公司的业务造成一定的影响。
- 重型机械行业的竞争格局可谓强手如林，国内有二重、大重、太重、上重、中信重机等。国际巨头如德国西马克、日本三菱重工、韩国斗山重工、意大利达涅利、西门子奥钢联、日本神户制钢所、法国阿尔斯通、法玛通等，大多实力不凡，公司现有的市场份额将面临来自国内外对手的激烈竞争。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-15

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,206.9	9,152.5	10,685.2	13,285.7	16,044.5	成长性					
减: 营业成本	7,423.7	6,334.8	7,198.2	8,900.2	10,735.9	营业收入增长率	43.7%	-10.3%	16.7%	24.3%	20.8%
营业税费	50.1	74.6	74.8	79.7	96.3	营业利润增长率	-9.6%	-31.2%	93.8%	34.3%	28.7%
销售费用	130.7	132.4	160.3	199.3	240.7	净利润增长率	114.1%	18.2%	39.1%	26.7%	26.1%
管理费用	763.2	950.4	1,282.2	1,594.3	1,764.9	EBITDA 增长率	23.0%	-11.6%	38.3%	25.1%	25.1%
财务费用	411.1	456.2	298.5	250.1	299.8	EBIT 增长率	4.8%	-20.7%	49.3%	26.6%	27.8%
资产减值损失	177.2	343.2	2.1	20.6	22.2	NOPLAT 增长率	36.5%	16.3%	16.5%	21.0%	25.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-	48.3%	31.2%	20.4%	17.5%
投资和汇兑收益	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	-	100.9%	260.7%	11.6%	13.1%
营业利润	1,251.2	861.4	1,669.1	2,241.7	2,884.8	利润率					
加: 营业外净收支	124.0	467.9	281.0	229.0	231.0	毛利率	27.3%	30.8%	32.6%	33.0%	33.1%
利润总额	1,375.2	1,329.3	1,950.1	2,470.7	3,115.8	营业利润率	12.3%	9.4%	15.6%	16.9%	18.0%
减: 所得税	375.8	144.8	292.5	370.6	467.4	净利润率	9.9%	13.0%	15.5%	15.8%	16.5%
净利润	1,006.4	1,189.2	1,654.3	2,095.9	2,643.1	EBITDA/营业收入	19.1%	18.9%	22.3%	22.5%	23.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.3%	14.4%	18.4%	18.8%	19.8%
货币资金	2,300.0	2,280.4	7,164.1	6,911.1	6,304.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	125	168	176	160
应收帐款	4,772.2	5,822.6	5,693.9	6,715.7	8,110.2	流动营业资本周转天数	99	248	276	295	313
应收票据	713.5	633.8	746.5	928.2	1,120.9	流动资产周转天数	269	598	624	635	602
预付帐款	1,617.9	1,331.5	2,411.2	3,301.2	4,374.8	应收帐款周转天数	92	214	190	164	162
存货	5,823.9	5,123.9	5,827.6	7,205.5	8,691.6	存货周转天数	104	219	187	179	181
其他流动资产	-0.0	0.0	-	0.0	-0.0	总资产周转天数	350	840	909	892	823
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	145	401	474	477	469
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.8	15.8	4.0	4.0	4.0	ROE	40.1%	23.6%	9.2%	10.4%	11.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	5.2%	5.3%	6.0%	6.9%
固定资产	2,408.7	3,926.2	6,049.2	6,908.5	7,393.6	ROIC	-	20.0%	15.7%	14.5%	15.1%
在建工程	1,207.6	1,176.7	706.6	424.6	255.3	费用率					
无形资产	602.0	1,141.7	1,052.0	975.7	904.9	销售费用率	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	376.4	1,434.0	1,418.5	1,418.9	1,419.1	管理费用率	7.5%	10.4%	12.0%	12.0%	11.0%
资产总额	19,825.9	22,886.7	31,073.7	34,793.3	38,578.4	财务费用率	4.0%	5.0%	2.8%	1.9%	1.9%
短期债务	5,477.6	7,971.3	3,600.0	4,500.0	4,600.0	三费/营业收入	12.8%	16.8%	16.3%	15.4%	14.4%
应付帐款	2,763.0	2,840.1	3,254.0	4,023.4	4,853.2	偿债能力					
应付票据	1,078.1	570.9	591.6	731.5	882.4	资产负债率	87.4%	78.1%	41.9%	42.0%	40.9%
其他流动负债	3,482.8	2,510.3	1,424.6	1,026.1	1,026.1	负债权益比	695.1%	357.0%	72.0%	72.5%	69.1%
长期借款	1,960.0	1,765.0	1,765.0	1,765.0	1,765.0	流动比率	1.14	1.04	2.29	2.29	2.38
其他非流动负债	1,989.0	1,558.5	1,711.7	1,919.8	1,974.9	速动比率	0.70	0.69	1.67	1.62	1.64
负债总额	17,332.4	17,878.2	13,007.6	14,627.1	15,763.8	利息保障倍数	4.04	2.89	6.59	9.96	10.62
少数股东权益	20.3	575.6	578.9	583.1	588.4	分红指标					
股本	-	4,538.0	6,538.0	6,538.0	6,538.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	-	-105.1	10,949.2	13,045.1	15,688.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,493.6	5,008.5	18,066.1	20,166.2	22,814.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	999.4	1,184.5	1,654.3	2,095.9	2,643.1	EPS(元)	0.15	0.18	0.25	0.32	0.40
加: 折旧和摊销	291.3	408.9	419.2	494.9	551.3	BVPS(元)	0.38	0.68	2.67	3.00	3.40
资产减值准备	177.2	343.2	2.1	20.6	22.2	PE(X)	36.6	31.0	22.3	17.6	14.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.9	8.3	2.1	1.9	1.7
财务费用	-	418.2	428.6	298.5	250.1	P/FCF	44.8	-93.6	-5.7	-143.4	-60.2
投资收益	-0.2	-0.4	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	3.6	4.0	3.5	2.8	2.3
少数股东损益	-7.0	-4.8	3.3	4.2	5.3	EV/EBITDA	-	-	14.8	12.2	10.0
营运资金的变动	-1,035.2	-5,517.2	-2,245.7	-2,772.8	-3,132.9	CAGR(%)	28.1%	30.8%	27.3%	27.6%	29.1%
经营活动产生现金流量	-1,140.6	-1,762.1	131.6	92.8	388.8	PEG	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-1,250.6	-767.7	-1,990.3	-1,002.1	-802.1	ROIC/WACC	-	2.1	1.7	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	2,415.8	2,464.3	6,728.2	649.9	-199.8	REP	-	-	1.3	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034