

锻件盈利能力将提高

买入(持平)

投资要点:

- 📖 公司锻造产能和盈利能力将提高;
- 📖 公司今年预计新签订单规模高于市场预期;
- 📖 公司今年收入预测符合市场预期。

报告摘要:

- **公司锻造产能和盈利能力将提高。**由于2010年电炉、水压机、热处理炉相继投产,锻件产能顺利实现扩张;预计2011年操作机、筒节轧机和空心钢锭技术将投入使用,将大幅提高公司锻钢件,特别是容器类锻件的锻造精度,提高材料利用率和生产效率。调高2011年大型铸锻件、石化容器、核电设备的毛利率预测。
- **公司今年预计新签订单规模高于市场预期。**冶金设备、石化重型容器、其他设备的预计新签订单金额高于此前市场预期。
- **公司今年收入预测符合市场预期。**根据公司排产计划,2010年冶金成套设备、重型压力容器收入高于此前市场预期,大型铸锻件收入低于市场预期。
- **原材料价格保持平稳,预计不会对公司盈利能力带来负面影响。**
- **公司出口业务将发力。**
- **公司薪酬体系合理,有助于强化公司核心竞争力。**
- **研发投入力度不减。**
- **盈利预测。**维持2010年EPS预测0.23元不变,将EV/EBITDA上调至17,调高2010年目标价格为7.1元,对应2010年PE30.9倍。调高2011年盈利预测至0.34元,维持EV/EBITDA水平为17,调高2011年目标价格为9.4元,对应2011年PE27.6倍。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	10207	9153	10896	13260
同比增长率	43.7%	-10.3%	19.0%	21.7%
净利润	999	1184	1474	2205
同比增长率	20.3%	18.5%	24.4%	49.6%
每股收益(元)	0.154	0.182	0.226	0.339
净资产收益率	40.7%	26.8%	8.5%	11.3%

分析师

杜朴

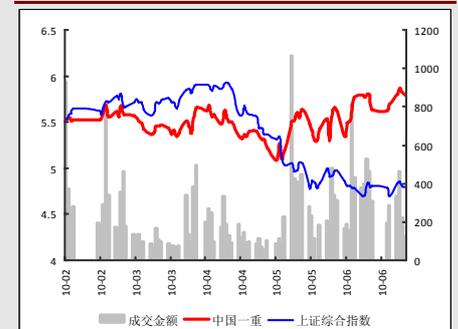
电话: 010-88085971

Email: dupu@hysec.com

公司数据

总股本(万股)	653800
流通股(万股)	200000
每股净资产	2.41
主要股东	中国第一重型机械集团公司
主要股东持股比例	62.11%

市场表现



相关研究

宏源证券 * 公司深度研究 * 中国一重: 核电业务开启公司十年增长周期 * 601106 * 机械行业 * 杜朴

目录

一、公司锻造产能和盈利能力将提高，调高 2011 年大型铸锻件、石化容器、核电设备的毛利率预期	4
(一) 公司锻造产能快速提高	4
1、炼钢能力提升	4
2、水压机能力提升	4
3、热处理炉产能提升	4
(二) 2011 年锻造产品盈利能力将提高	4
1、操作机将要投入使用	4
2、空心钢锭技术将大量推广使用	4
3、全球首创自主研发筒节轧机	4
二、公司今年预计新签订单规模高于市场预期	5
三、公司今年收入预测符合市场预期	5
四、原材料价格保持平稳	5
五、公司出口业务将发力	7
六、公司薪酬体系合理，行业内具有竞争力	7
七、研发投入力度不减	8
八、盈利预测：上调公司 10、11 年盈利预测及目标价	8

插图

图 1: 公司预测 2010 年新签订单高于市场预期.....	5
图 2: 中厚板价格 (元/吨)	6
图 3: 生铁价格 (元/吨)	6
图 4: 废钢价格 (元/吨)	6
图 5: 国内镍均价 (万元/吨)	6
图 6: 铁矿砂及其精矿进口价格 (美元/吨)	6
图 7: 2011-2020 年全球各地区冶金产能扩张构成预测.....	7
图 8: 已建、在建、计划核电建设地区结构分布	7
图 9: 日本制钢加氢反应器销售区域分布.....	7

表格

表 1: 中国一重 EV/EBITDA 估值测算.....	8
表 2: 中国一重分业务收入预测.....	8
表 3: 中国一重分业务毛利率预测.....	9
表 4: 中国一重预测利润表.....	9
表 5: 中国一重预测资产负债表.....	10

一、公司锻造产能和盈利能力将提高，调高 2011 年大型铸锻件、石化容器、核电设备的毛利率预期

（一）公司锻造产能快速提高

公司的锻件年产能已经由 7、8 万吨提升到目前的 15、16 万吨，未来将达到 24 万吨。

1、炼钢能力提升

公司在 80 吨电炉基础上新上 100 吨电炉，未来钢水达到 50 万吨产能。

2、水压机能力提升

公司新上 1.5 万吨水压机大幅提升锻造能力，目前 1.5 万吨水压机工作稳定，老旧的 1.25 万吨水压机正在进行技术改造，完工后公司锻造能力将继续提高。

3、热处理炉产能提升

公司已新上几台热处理炉，包括一台自主研发的开合式热处理炉，大幅提升钢锭热处理效率，目前 1.5 万吨水压机锻造效率已经由之前的 6 火次/天提升至 14、15 火次/天。

（二）2011 年锻造产品盈利能力将提高

预计 2011 年操作机、筒节轧机和空心钢锭技术将投入使用，这些新工具和新技术将大幅提高公司锻钢件，特别是容器类锻件的锻造精度，提高材料利用率和生产效率。由于其效用尚需继续跟踪观察，目前我们暂时仅小幅提高公司 2011 年铸锻件、石化压力容器、核能设备的毛利率预测。

1、操作机将要投入使用

操作机可代替翻装机，与水压机联动实现自动控制锻造。操作机可以提高毛坯锻造精度，减少加工余量，节约能源动力。预计操作机投产后，由钢锭锻造为锻件的材料利用率可提升 10%-15%左右。以往操作机多配合小型水压机使用，此次公司研发的 300 米操作机可配套万吨水压机，技术水平全球领先。预计经过调试可于年底投入使用。

2、空心钢锭技术将大量推广使用

经过几年的研发，目前公司的空心钢锭技术已基本稳定成熟，预计明年可大量推广使用。使用空心钢锭可以大幅提升容器类产品的材料利用率，有助于提高加氢反应器、核电压力容器和蒸发器产品的利润率水平。

3、全球首创自主研发筒节轧机

公司自主研发全球首创的筒节轧机专用于容器类锻件的锻造，可大幅提升容器锻件的锻造效率，节约能源，提高材料利用率。

二、公司今年预计新签订单规模高于市场预期

公司预期今年冶金成套设备新签订单 41 亿，大型铸锻件新签订单 33 亿，核能设备新签订单 36 亿，石化重型容器新签订单 28.5 亿，其他设备 21.6 亿，总订单金额达到 160 亿元。由于与客户存在持续沟通，公司对于未来新签订单趋势可以前瞻 9 个月左右，因此公司的预测确定性较强。

其中冶金设备订单显著高于市场预期，规模已经恢复至 2006 年较高的景气水平，表明公司在冶金设备方面的战略可能已收到成效，为公司冶金业务收入提供了持续性。公司目前对于冶金设备的战略是：发展工程总承包、开拓国际市场、重新重视冶金备品备件业务。

石化重型容器订单高于市场预期，规模恢复至 2007 年水平。

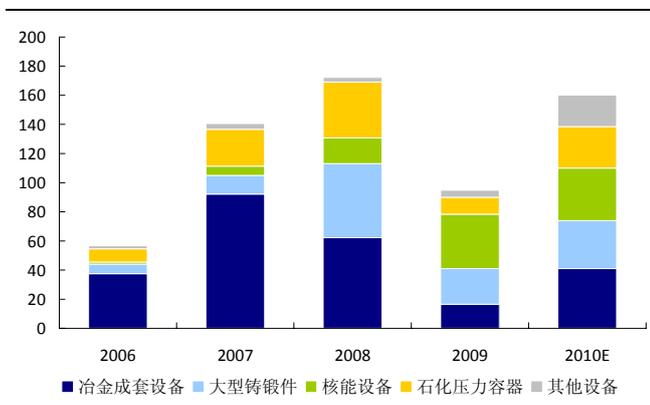
其他设备订单大幅增长，并首次占到全部订单的规模的 10%以上，及时弥补了其他设备订单下滑的风险，体现公司新产品市场导入顺利进行，已经开始放量。

核能设备订单水平与 2009 年持平，符合市场预期，由于近期新开工核电机组数已经高于未来 10 年我国年均上马 7-9 台的速度，因此订单增速趋缓属正常。

公司认为大型铸锻件今年新签 33 亿订单有难度，符合我们之前对市场需求的判断。

总体上 2010 年公司新签订单规模可能在 130-150 亿之间，与 2007 年相近，仍然超出市场预期。

图 1：公司预测 2010 年新签订单高于市场预期



数据来源：宏源证券研究所

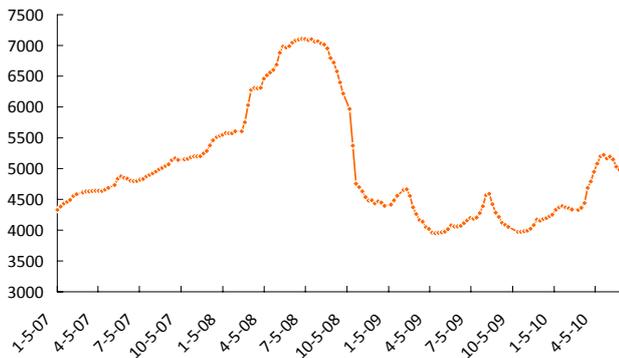
三、公司今年收入预测基本符合市场预期

根据公司排产计划，今年可实现冶金成套设备收入 30 亿（未计入已暂停合同恢复）、大型铸锻件 30 亿、核能设备 17 亿、重型压力容器 25 亿，总收入 105 亿元。其中冶金成套设备、重型压力容器收入高于此前市场预期，大型铸锻件收入低于市场预期。

四、原材料价格保持平稳

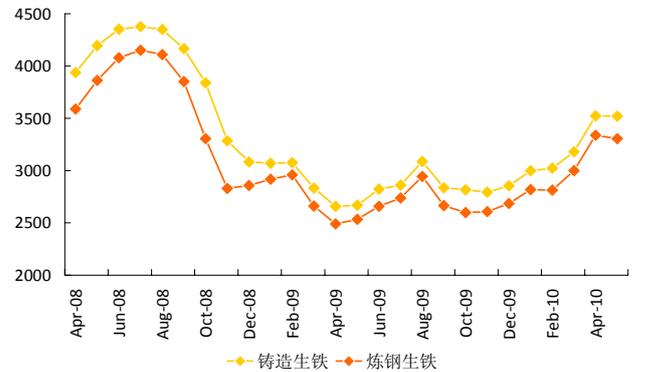
2010 年以来世界 3 大矿业巨头不断要求提高铁矿石长协价格，目前进口铁矿石价格明显上涨，而在国内钢铁产能过剩的情况下，钢材价格上涨幅度可能低于铁矿石涨价幅度，钢厂亏损压力加大，但短期内各种钢材价格仍然出现了一定幅度的上涨。而随着经济周期拐点出现，中期内钢价将重新回落，总体来说，中国一重面临的成本环境仍然处于宽松的状况，预期未来一两年成本因素都不会对企业盈利能力产生较大的负面影响。

图 2: 中厚板价格 (元/吨)



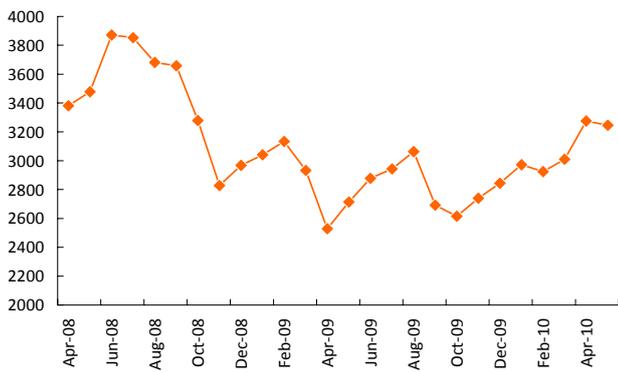
数据来源: CEIC、宏源证券研究所

图 3: 生铁价格 (元/吨)



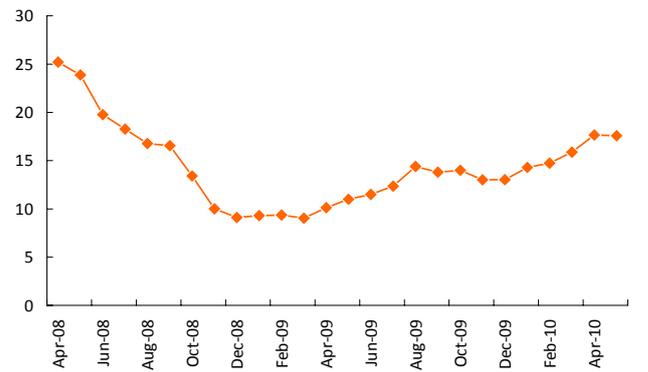
数据来源: CEIC、宏源证券研究所

图 4: 废钢价格 (元/吨)



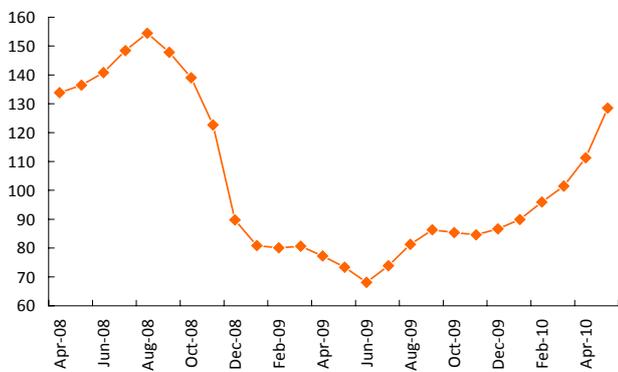
数据来源: CEIC、宏源证券研究所

图 5: 国内镍均价 (万元/吨)



数据来源: CEIC、宏源证券研究所

图 6: 铁矿砂及其精矿进口价格 (美元/吨)



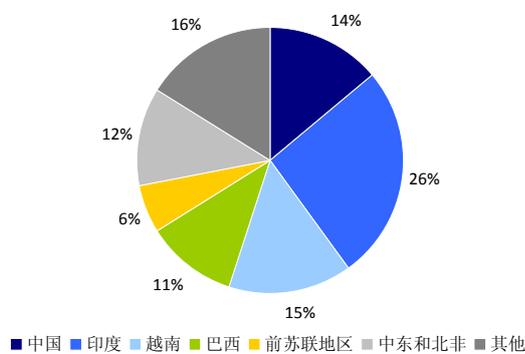
数据来源: CEIC、宏源证券研究所

五、公司出口业务将发力

未来公司冶金设备、核能设备和石化容器设备的需求将越来越依赖海外。根据世界钢铁社会预测,未来10年全球冶金设备需求中中国仅占14%,其他发展中国家则将提供80%的需求;而核电方面,未来全球其他发展中国家的需求总量与我国相近;石化压力容器方面,历史上看中国国内需求也仅是全球需求的一小部分。

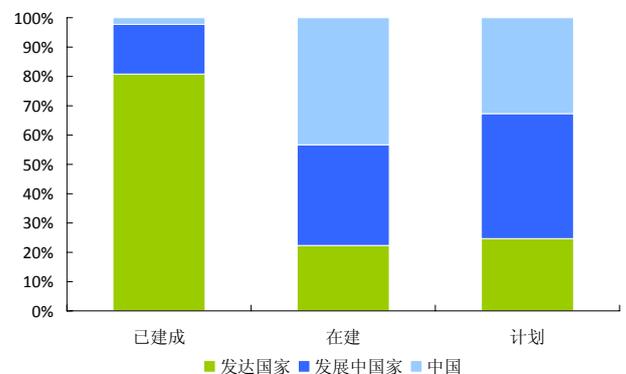
目前公司已高薪聘请在机械设备行业具有影响力的西门子奥钢联(Siemens VAI)常务副总裁专门负责公司冶金成套设备、核能设备和石化重型容器业务的海外市场开拓。同时公司已开始着手在海外重点国家建立办事处,增强海外需求信息搜集,与当地客户加强了解 and 沟通。

图 7: 2011-2020 年全球各地区冶金产能扩张构成预测



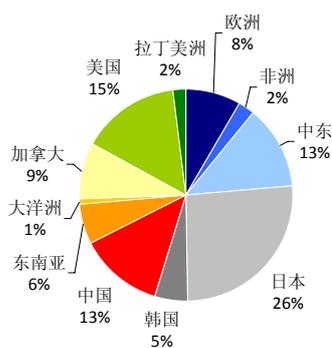
数据来源: WSA、宏源证券研究所

图 8: 已建、在建、计划核电建设地区结构分布



数据来源: WNA、宏源证券研究所

图 9: 日本制钢加氢反应器销售区域分布



数据来源: JSW、宏源证券研究所

六、公司薪酬体系合理, 行业内具有竞争力

公司薪酬体系灵活, 各级别员工收入差别极大, 核心技术人员收入高于公司高级管理人员, 这种薪酬模式有助于进一步强化公司的技术壁垒, 维持公司核心竞争力。

七、研发投入力度不减

公司拟成立能源装备材料研究中心, 继续进行超大型加氢反应器材料研究; 继续加大海水淡化业务研发投入。预计公司研发支出将以至少每年 1 亿元的速度增长。

八、盈利预测: 上调公司 10、11 年盈利预测及目标价

公司冶金、石化业务的预期订单和收入双双高于预期, 同时新业务订单快速增长, 消除了市场对这两项业务需求及总收入下滑的担心, 因此将 2010 年 EV/EBITDA 由 15 上调至正常水平 17。

由于即将采用全球领先的高效生产设备, 公司锻造生产效率仍将继续提高, 小幅调高 2011 年公司大型铸锻件、石化压力容器、核能设备的毛利率水平。

公司产能扩张、海外市场开拓、研发等工作如此前预期进展顺利, 其他预测维持不变。

维持 2010 年 EPS 预测 0.23 元不变, 将 EV/EBITDA 由 15 上调至正常水平 17, 调高 2010 年目标价格为 7.1 元, 对应 2010 年 PE30.9 倍。调高 2011 年盈利预测至 0.34 元, 维持 EV/EBITDA 水平为 17, 调高 2011 年目标价格为 9.4 元, 对应 2011 年 PE27.6 倍。

表 1: 中国一重 EV/EBITDA 估值测算

	2010E	2011E
EBITDA	2621	3468
EV/EBITDA	17	17
EV	44557	58956
净贷款	-1838	-2813
企业价值 (百万元)	46395	57514
总股本 (百万股)	6538	6538
每股价值 (元/股)	7.1	9.4
目标价格 (元/股)	7.1	9.4
PE (市场一致预期)	29.6	28.5
PE (宏源证券)	30.9	27.6

资料来源: 宏源证券研究所

表 2: 中国一重分业务收入预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
冶金成套设备	2465	3806	6800	4151	2800	3000
重型压力容器	628	1194	1234	2140	2400	2800
大型铸锻件	767	1144	1209	2130	3000	3960
核能设备	0	98	37	217	1750	2530
锻压设备	98	144	135	53	420	410
重型矿山设备	1	44	245	89	106	110
其他	1261	672	547	372	420	450
总计	5219	7102	10207	9152	10896	13260

数据来源: 宏源证券研究所

表 3: 中国一重分业务毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
冶金成套设备	30.7%	29.0%	25.4%	28.2%	29.5%	29.0%
重型压力容器	8.9%	29.0%	24.0%	23.9%	24.0%	26.0%
大型铸锻件	39.2%	40.5%	34.9%	42.3%	40.0%	41.0%
核能设备		48.9%	17.8%	40.4%	40.0%	42.0%
锻压设备	23.0%	8.6%	26.9%	17.5%	17.5%	17.0%
重型矿山设备		29.1%	24.0%	12.5%	16.0%	16.0%
其他	13.2%	43.5%	43.8%	43.0%	30.0%	30.0%
合计	25.1%	32.0%	27.3%	30.8%	32.3%	34.0%

数据来源: 宏源证券研究所

表 4: 中国一重预测利润表

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	10207	9153	10896	13260
减: 营业成本	7424	6335	7378	8754
营业税金及附加	50	75	73	88
销售费用	131	132	177	215
管理费用	763	950	1090	1286
财务费用	411	456	196	23
资产减值损失	177	343	250	300
加: 投资收益	0	0	0	0
营业利润	1251	861	1734	2594
加: 其他非经营损益	124	468	0	0
利润总额	1375	1329	1734	2594
减: 所得税费用	376	145	260	389
净利润	999	1184	1474	2205
减: 少数股东损益	-7	-5	-6	-9
归属母公司所有者 的净利润	1006	1189	1480	2214
全面摊薄每股收益	0.154	0.182	0.226	0.339
增长率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	43.7%	-10.3%	19.0%	21.7%
营业利润	1.4%	-15.6%	92.1%	49.6%
净利润	20.3%	18.5%	24.4%	49.6%

数据来源: Wind、宏源证券研究所

表 5: 中国一重预测资产负债表

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	2478	2435	3303	3978
应收和预付款项	7104	7788	9153	8904
存货	5824	5124	6680	6288
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	4	16	16	16
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	3616	5103	7828	10802
无形资产和开发支出	602	1142	1021	900
其他非流动资产	11	962	957	952
资产总计	19639	22569	28957	31840
短期借款	5478	7971	0	996
应付和预收款项	7138	5604	7390	7372
长期借款	1960	1765	1465	1165
其他负债	2570	2220	2220	2220
负债合计	17145	17561	11075	11753
股本	0	4538	4538	4538
资本公积	0	-790	10610	10610
留存收益	2473	685	2165	4379
归属母公司股东权益	2473	4433	17313	19527
少数股东权益	20	576	570	561
股东权益合计	2494	5009	17882	20087
负债和股东权益合计	19639	22569	28957	31840

数据来源: Wind、宏源证券研究所

表 6: 中国一重预测现金流量表

现金流量表(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
经营现金流	-1069	-1306	1475	4002
投资现金流	-1251	-768	-3500	-4000
融资现金流	2416	2464	2893	673
现金及现金等价物净增加额	83	391	867	675

数据来源: Wind、宏源证券研究所

分析师简介:

杜朴: 宏源证券研究所机械行业研究员, 天津大学工学硕士、管理学博士, 2009 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 中国一重、二重重装、三一重工、柳工、徐工机械、安徽合力、中国南车、巨力索具。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。