

# 核电设备业务即将迎来增长高峰

## 中国一重分析报告

**评级: 买入-A**

上次评级: 买入-A

**目标价格: 7.00 元**

期限: 6 个月 上次预测: 7.00 元

现价: 5.27 元

**报告日期: 2010-07-25**
**报告关键点:**

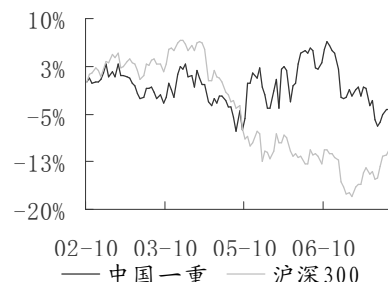
- 📖 公司核电设备业务有序推进, 即将迎来增长高峰。
- 📖 我们认为2010年公司有望完成120亿元产值的既定目标。
- 📖 合理股价为7元, 维持“买入-A”的投资评级。

**报告摘要:**

- 公司核电设备业务有序推进。目前公司已经取得二代加全套核岛锻件的生产资质并提供成套核电锻件, 同时掌握了AP1000压力容器和蒸发器成套锻件的生产制造能力, AP1000主泵泵壳试制工作已经正式启动, 核电设备交货期已经排到2014年, 公司2010年核电设备产值目标为18亿元, 可望实现销售收入15亿元左右。
- 加氢反应器主要用于石化公司, 中石油和中石化两大集团公司2010年在炼油和化工领域的投资继续增加, 公司相关业务领域进展势头良好。目前公司在手订单来自安庆、金山、茂名等公司, 新签订单约10亿元, 在手订单约19亿元, 我们预计2010年可望实现销售收入23亿元。
- 4月份以来, 公司先后与山东远大板业科技有限公司就“年产120万吨1420毫米冷连轧工程”、浙江联鑫板材科技有限公司“年产500万吨1420冷连轧工程”签约, 成为冶金成套装备市场中的一大亮点, 由一重自主设计、制造的冷连轧机在国内市场占有率达100%。我们估计全年收入可能接近30亿元。
- 为保证完成今年120亿产值的目标, 公司在年中全体干部大会上提出了13条措施, 结合主要业务领域的进展情况, 我们认为在公司的努力下, 完成120亿产值目标是可能的, 我们维持2010年销售收入的预测值不变。
- 一重的核电设备业务, 2009年开始启动, 2010年有较大幅度增长, 随着公司核电设备生产能力逐步提高, 2011年对业绩贡献效果凸现, 这意味着公司即将迎来增长高峰, 未来3-5年有望以较快速度持续发展。
- 目前公司在手订单170亿元, 我们预计2010年全年公司新接订单可望达到160亿元。这将为公司的发展奠定坚实的基础, 基于公司强大的综合实力和良好发展前景, 我们按照2010年的28倍PE计算, 对应的股价为7元。7月25日收盘价5.27元, 维持“买入-A”的投资评级。

**市场数据**

总市值(百万元)	34,455.26
流通市值(百万元)	10,540.00
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	5.00/5.96 元
十大流通股股东(%)	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	(10.75)	10.03	19.31
绝对收益	(8.67)	(2.41)	(4.53)

**研究员**

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

**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	34.2	29.0	20.8	16.4	13.0
市净率	13.9	7.8	2.0	1.8	1.6
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%
EV/EBITDA	-	-	13.8	11.4	9.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

**前期研究成果**

一树春风, 一重千里

2010-06-21

## 1. 核电设备业务有序推进，即将迎来增长高峰

- 核电设备无疑是公司未来 3-5 年的最大亮点，核电设备生产流程大致 3 年，按照毛坯、堆焊、试压三个节点确认收入。整个核电设备制造过程控制非常严格，验收环节包括国家核安全局、业主单位、指定检测商等，环环相扣，缺一不可。目前一重已经能够提供成套核电锻件，核电设备交货期已经排到 2014 年，整个核电设备业务有序推进，我们预计公司核电设备业务即将进入高速增长期。

### 1.1. 泰山核电二期扩建工程反应堆压力容器顺利出厂

- 2010 年 2 月初，由中国一重承担制造的泰山核电二期扩建工程 4 号机组反应堆压力容器 (RPV) 一次验收合格，准许出厂。核电第三代压力容器 RPV 目前公司在手合同 31 套。
- 泰山核电二期扩建工程作为国家重大建设项目，由多个复杂的单项工程组成，投资大、要求高、建设周期长。反应堆压力容器 (RPV) 是核电站核岛一回路系统中不可更换的核一级设备，设计要求安全可靠地运行四十年。能否保证其制造质量，直接关系到核电站的运行安全、公众环境安全和电站寿命。
- 泰山核电二期扩建工程是我国“十一五”期间开工的首个核电项目，其压力容器的制造完成对实现我国核电设备的国产化目标意义非凡。同时，它也是我国自主设计的首个所有主体锻件全部国产化的核电核心设备，对进一步提高国内核电技术的创新能力，促进核电产业的自主化、国产化发展具有十分深远的现实意义。

### 1.2. 公司已经取得二代加全套核岛锻件的生产资质

- 经中国广东核电集团核级设备鉴定与评定中心对我公司评定部件 CPR1000 蒸汽发生器中 (下) 筒体锻件的评定审查，认为公司根据相关制造技术大纲制造的蒸汽发生器部件符合评定预期，于 3 月中旬颁发核级关键部件制造工艺评定认可证书。
- 作为目前国内最大的核能设备及核电锻件制造商，公司从 2006 年以来，积极响应国家调整能源结构、大力推进核电建设的战略部署，投入百万千瓦级核电大型铸锻件国产化研制工作。在“二代加”CPR1000 堆型核电锻件研制中，公司先后攻克整体锻造成型、特厚锻件制造等难点，具备了“二代加”CPR1000 堆型全套核岛锻件的生产能力。公司成为目前国内唯一获得此资质且允许批量生产“二代加”核电锻件的企业。

### 1.3. AP1000 蒸发器核心锻件机械性能试验成功

- 3 月初，公司承制的三门核电 2 号机组 2B 蒸汽发生器管板机械性能试验完成，各项试验数据合格。国家核安全局、哈电重装公司、西屋公司、国家核电技术公司、三门业主等单位的监造代表见证了试验，三门核电 2B 蒸发器管板的一次试验成功，说明一重通过改进工艺，掌握了蒸发器核心锻件的制造技术。
- 目前，一重已相继制造出蒸发器锻件中难度较大的水室封头、锥形筒体、管板等锻件。继 AP1000 压力容器成套锻件制造成功后，一重又掌握了 AP1000 蒸发器成套锻件的生产制造能力。

### 1.4. 目前 AP1000 主泵壳体正在制造过程中

- 我国第三代核电 AP1000 堆型后续 10 台核电机组 (包括我国首批内陆核电站湖南桃花江、湖北咸宁、江西彭泽的各 2 台 AP1000 核电机组，以及三门核电站二期工程、海阳核电站二期工程的各 2 台 AP1000 核电机组) 需要 40 台主泵。
- 6 月底，为依托国内重点核电建设项目，加速推进三代核电 AP1000 主泵泵壳国产化进程，公司与沈阳鼓风机集团、桃花江核电、国核工程公司等三家公司在上海签署了 AP1000

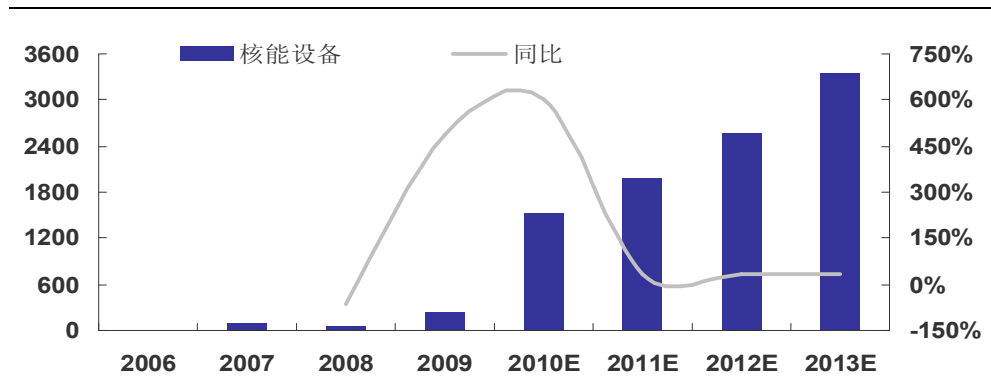
主泵泵壳合作研制技术协议。

- 公司在今年 2 月与沈鼓签署了联合开发 AP1000 主泵泵壳协议后，经数次大规模的技术交流与项目互动，完成了包括制造大纲、质量计划、质保大纲、探伤规程、不符合项处理、焊材采购技术条件、水压试验方案等 AP1000 主泵泵壳有关技术文件的编制及审查，基本具备了 AP1000 主泵泵壳投料条件。
- 根据 AP1000 主泵泵壳合作研制技术协议，主泵泵壳研制成功后，将优先向沈鼓供货，并用于湖南桃花江核电项目。后续项目上优先采购公司制造的泵壳。此次合作研制技术协议的签订，标志着 AP1000 主泵泵壳试制工作正式启动，向最终实现 AP1000 主泵国产化迈出了坚实的一步。目前主泵壳体正在制造过程中。

### 1.5. AP1000 反应堆压力容器再签新单

- 一重曾投入大量的人力、物力进行全面的核电大锻件科研攻关，为韩国斗山成功制造了大型核电锻件，是国内率先制造完成 AP1000 反应堆压力容器主体锻件的企业，由此积累了较丰富的制造经验。目前公司 AP1000 压力容器在手合同 6 台。
- 4 月底，由中国一重承制的国内首台自主制造的第三代 AP1000 核电机组反应堆压力容器项目在大连中国一重核电石化事业部开工。三门 2 号机组反应堆压力容器项目是国内首台自主制造的第三代 AP1000 核电机组反应堆压力容器项目。
- 2010 年 5 月，公司与中电投控股的山东核电有限公司及江西核电有限公司签订了山东海阳核电厂 3、4 号机组，江西彭泽核电厂 1、2 号机组反应堆压力容器供货合同，合同总价共计 5.65 亿元。合同履行期间为 2010 年至 2014 年。公司为山东核电有限公司和江西核电有限公司各提供 2 台 AP1000 反应堆压力容器设备。该合同的签订，继续巩固和加大了中国一重在核电站反应堆压力容器市场的主导地位和市场份额。

图 1 一重核电业务收入呈现高速增长态势（单位：百万元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

### 1.6. 预计核电设备业务收入高速增长

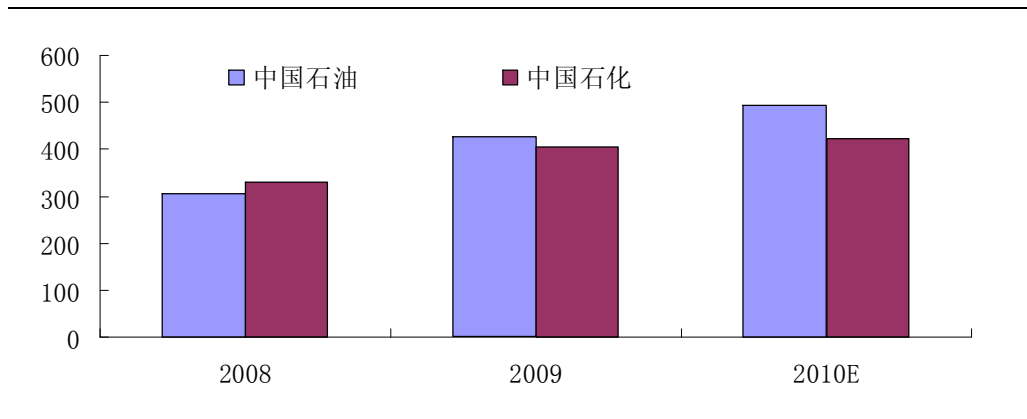
- 整个二代加的核电订单，明年底或者 2012 年一季度开始批量交付，最终 2013-2014 年全部交付。公司 2010 年核电设备产值目标为 18 亿元，2011 年产值估计可以达到 25-30 亿元。预计今 2010 年核电收入 15 亿元左右。毛利率为 40%左右。

## 2. 重型石化容器：两大石油公司投资增幅较大

- 中国石油 2008、2009 年炼油及化工板块投资额分别为 306、425 亿元，预计 2010 年为 495 亿元。其中约 264 亿元用于炼油设施建设和扩建，主要包括四川石化、呼和浩特石化等大型炼油项目的建设；约 231 亿元用于化工设施建设和扩建，主要包括四川石化、抚顺石化、大庆石化等大型乙烯项目建设。

- 中石化炼油和化工板块的资本支出。2009 年为 154 和 252 亿元，2010 年分别为 223 和 200 亿元，包括武汉乙烯、燕山丁基橡胶项目。为支持北京石化新材料科技产业基地建设，推动首都石化产业结构升级，中国石化集团不断加大对燕山石化公司的投资，计划 3 年投资 200 亿元，其中 2010 年投资 75 亿元，用于 13 个重点项目建设，包括燕山润滑油系统提高产品质量技术改造、9 万吨/年丁基橡胶装置建设、中国石化与三菱化学合资 15 万吨/年双酚 A、6 万吨/年聚碳酸酯等 3 个中国石化集团的重点项目。
- 加氢反应器主要用于石化公司，中石油和中石化两大集团公司 2010 年在炼油和化工领域的投资继续增加，公司相关业务领域进展势头良好。重型石化容器一般制造周期 6 个月。目前公司在手订单有安庆、金山、茂名等公司，新签订单约 10 亿元，在手订单 19.5 亿元，我们预计 2010 年可望实现销售收入 24 亿元。毛利率大致在 24%-25%左右。

图 2 2008-2010 年两大石油公司炼油及化工板块资本支出维持升势（单位：亿元）



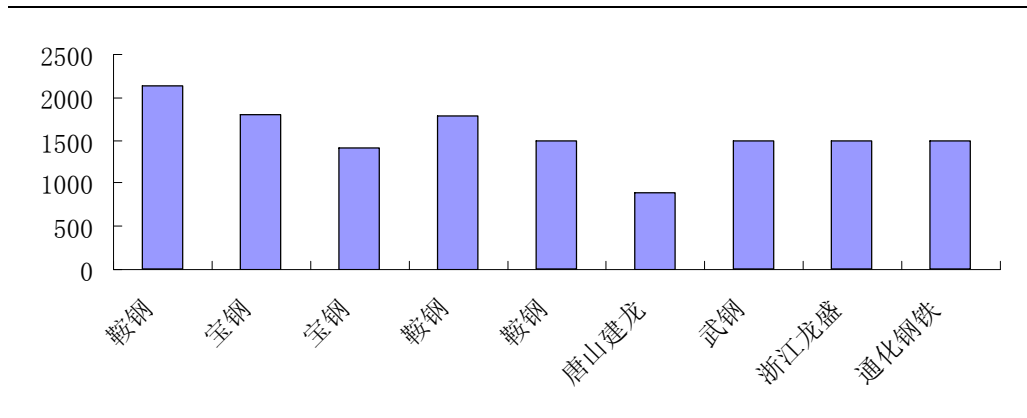
数据来源：公司年报 安信证券研究中心

### 3. 新接冷连轧项目具有重要意义

- 4月初公司与山东远大板业科技有限公司就年产 120 万吨 1420 毫米冷连轧工程签约。这是去年国务院出台装备制造业振兴调整规划及国家持续拉动内需的一系列宏观政策逐步到位以来，国内重大技术装备市场需求下滑趋势得以遏止后，公司在一度低迷的冶金成套装备市场中创造的一大经营亮点，对公司在未来的冶金成套装备市场中再创辉煌具有重大意义。
- 4月中旬公司与浙江联鑫板材科技有限公司签约“年产 500 万吨 1420 冷连轧工程”。浙江联鑫和中国一重的这个合作项目固定资产投资 50 亿元，将成为目前浙江省民营企业正在实施的投资额度最大的工业项目。项目达产后可实现年销售收入 350 亿元，实现利税 35 亿元。届时将填补省内冷连轧方面的空白。
- 一重在轧钢设备自主研发、自主设计、设备制造方面，中国一重拥有先进的技术、成熟的队伍、辉煌的业绩。一重自主设计制造了鞍钢 1780 毫米冷连轧机、2130 毫米冷连轧机、3 套 1500 毫米冷连轧机。特别是由一重设计、制造的宝钢梅钢 1420 毫米冷连轧机生产线，2009 年投产后，产品质量和产量均超过德国在宝钢的生产线。一重为武钢设计、制造的 1550 毫米冷连轧生产线，稳定性和产品质量已超越了国外同类轧机所轧产品。由一重自主设计、制造的冷连轧机在国内市场占有率达 100%。
- 上半年公司冶金设备这块新接订单有所突破，承接了 2 个工程总包项目，在此基础上，全年可望新接订单 40 亿元，估计今年冶金设备收入大约 30 亿元左右，毛利率与去年相比，基本保持稳定在 28%左右。



图 3 中国一重在冷连轧机组领域具有稳固的市场领先地位 (单位: 毫米)



数据来源: 公司网站 安信证券研究中心

#### 4. 大型铸锻件仍然维持较好势头

- 公司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。可以生产亚临界汽轮机缸体、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。我们估计大型铸锻件今年的收入大约也就是 30 亿元左右, 由于超超临界机组部件的单价较高, 全年毛利率水平估计可以达到 40%。

#### 5. 公司营业收入下半年上行趋势明显

- 公司的 1.5 万吨自由锻水压机改造后, 生产能力是原来的 2 倍, 锻压能力已经不成问题。只是目前机加工的能力有些紧张, 公司在外面找了 10 家企业干粗加工, 同时准备再上 12 台立车的产能。公司正在考虑把一些工序机床专业化, 这样可以提高工效, 同时把一些次要工序外委出去。
- 现在部分核电设备的材料利用率只有 10%, 公司也在想办法提高材料利用率, 如改革加氢反应器环形件的加工工艺。如果材料利用率提高, 毛利率就会相应提高。
- 核电设备事关重大, 其中不乏新产品试制性质, 生产周期个别季度有所波动亦属正常, 实际上就公司以往情况来看, 公司业绩下半年一般明显高于上半年。
- 为保证完成今年 120 亿产值的目标, 公司在年中全体干部大会上提出了 13 条措施, 我们认为在公司的努力下, 完成 120 亿产值目标是可能的, 因此我们维持 2010 年销售收入的预测值不变。

#### 6. 公司即将进入快速发展阶段

- 就生产过程而言, 中国一重经过 50 年的不断建设, 目前已形成从炼钢、铸造、锻造、焊接、热处理到机械加工、装配、检测等配套齐全的生产体系。其中关键工序的工艺技术是一般加工企业所望尘莫及的, 中国重大装备制造业的双寡头垄断格局比较稳固, 这是我们看好公司发展的重要原因。
- 一重的产品结构, 2009 年开始调整, 2010 年巩固提高, 公司 2009、2010 年是一步一个台阶, 生产能力逐步提高, 2011 年开始将效果凸现, 未来以较高速度发展将持续 3-5 年。
- 目前公司在手订单 170 亿元, 我们预计 2010 年全年公司新接订单可望达到 160 亿元。这将为公司的发展奠定坚实的基础, 基于公司强大的综合实力和良好发展前景, 我们按照 2010 年的 28 倍 PE 计算, 对应的股价为 7 元。7 月 25 日收盘价

5.27元, 维持“买入-A”的投资评级。

表1 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

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-25

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>10,206.9</b>	<b>9,152.5</b>	<b>10,685.2</b>	<b>13,285.7</b>	<b>16,044.5</b>	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	<b>1,251.2</b>	<b>861.4</b>	<b>1,669.1</b>	<b>2,241.7</b>	<b>2,884.8</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>1,375.2</b>	<b>1,329.3</b>	<b>1,950.1</b>	<b>2,470.7</b>	<b>3,115.8</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>1,006.4</b>	<b>1,189.2</b>	<b>1,654.3</b>	<b>2,095.9</b>	<b>2,643.1</b>	EBITDA/营业收入	19.1%	18.9%	22.3%	22.5%	23.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>16.3%</b>	<b>14.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>18.8%</b>	<b>19.8%</b>
货币资金	2,300.0	2,280.4	7,164.1	6,911.1	6,304.0	<b>运营效率</b>					
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	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>19,825.9</b>	<b>22,886.7</b>	<b>31,073.7</b>	<b>34,793.3</b>	<b>38,578.4</b>	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	<b>偿债能力</b>					
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
<b>负债总额</b>	<b>17,332.4</b>	<b>17,878.2</b>	<b>13,007.6</b>	<b>14,627.1</b>	<b>15,763.8</b>	利息保障倍数	4.04	2.89	6.59	9.96	10.62
<b>少数股东权益</b>	<b>20.3</b>	<b>575.6</b>	<b>578.9</b>	<b>583.1</b>	<b>588.4</b>	<b>分红指标</b>					
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%
<b>股东权益</b>	<b>2,493.6</b>	<b>5,008.5</b>	<b>18,066.1</b>	<b>20,166.2</b>	<b>22,814.6</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
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)	34.2	29.0	20.8	16.4	13.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.9	7.8	2.0	1.8	1.6
财务费用	-	418.2	428.6	298.5	250.1	P/FCF	41.8	-87.4	-5.3	-134.0	-56.3
投资收益	-0.2	-0.4	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	3.4	3.8	3.2	2.6	2.1
少数股东损益	-7.0	-4.8	3.3	4.2	5.3	EV/EBITDA	-	-	13.8	11.4	9.3
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%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,140.6</b>	<b>-1,762.1</b>	<b>131.6</b>	<b>92.8</b>	<b>388.8</b>	PEG	1.2	0.9	0.8	0.6	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,250.6</b>	<b>-767.7</b>	<b>-1,990.3</b>	<b>-1,002.1</b>	<b>-802.1</b>	ROIC/WACC	-	2.1	1.7	1.5	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2,415.8</b>	<b>2,464.3</b>	<b>6,728.2</b>	<b>649.9</b>	<b>-199.8</b>	REP	-	-	1.2	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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律焯	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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