

评级：买入 维持评级

业绩点评

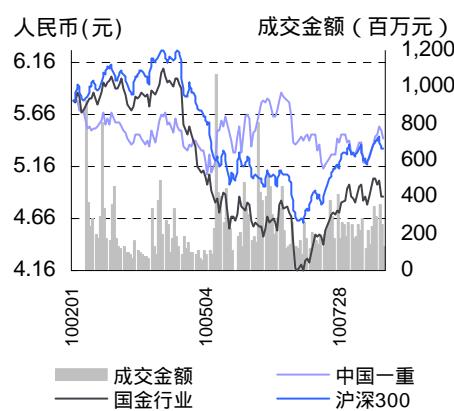
市价（人民币）：5.43 元

毛利率上升，收入和利润下降

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,000.00
总市值(百万元)	35,501.34
年内股价最高最低(元)	5.87/5.09
沪深 300 指数	2896.19
上证指数	2639.37



相关报告

1. 《重型机械行业领头羊》，2010.1.27

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.222	0.262	0.202	0.271	0.361
每股净资产(元)	#DIV/0!	0.98	2.57	2.81	3.13
每股经营性现金流(元)	#DIV/0!	-0.39	0.06	0.49	0.54
市盈率(倍)	N/A	N/A	26.87	20.04	15.05
行业优化市盈率(倍)	15.22	19.88	19.88	19.88	19.88
净利润增长率(%)	114.11%	18.17%	11.09%	34.11%	33.13%
净资产收益率(%)	40.69%	26.83%	7.85%	9.63%	11.54%
总股本(百万股)	4,538.00	4,538.00	6,538.00	6,538.00	6,538.00

来源：公司年报、国金证券研究所

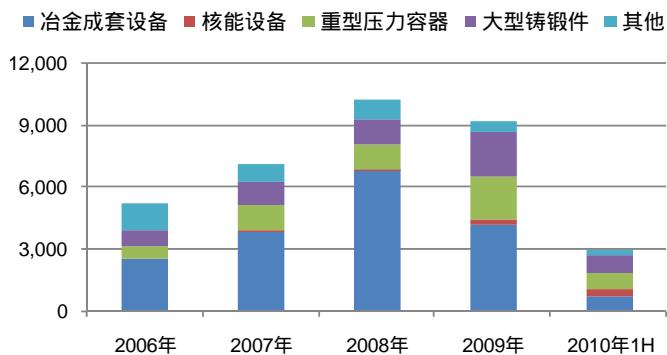
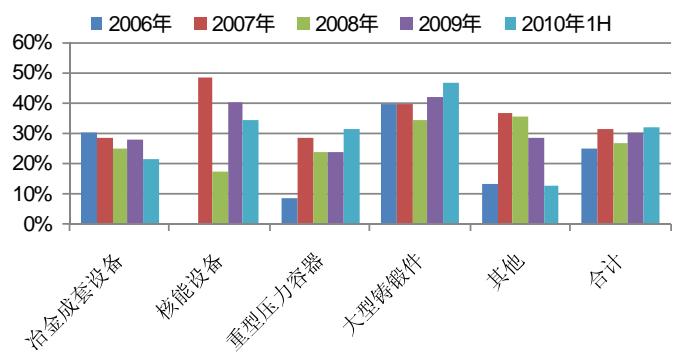
业绩简评

- 上半年公司实现营业收入 2,969 百万元，同比下降 27.19%；归属母公司股东的净利润 300 百万元，同比下降 40.41%，全面摊薄 EPS 为 0.046 元。公司业绩低于市场预期，主要是冶金设备收入从去年上半年的 2,256 百万元下降为 709 百万元，以及生产结构调整，导致收入下滑幅度超出预期。

经营分析

- 完成全年产值目标有压力：**今年上半年公司实现商品产值 43 亿元，上半年公司出产较少，主要是因为冶金成套设备下降较大，而前期投料倾向于核电，对其他设备投料有一定影响。如果要完成年初制定的全年产值 120 亿元的目标，下半年月均产值需要达到 13 亿元左右，公司需要在生产安排、技术改造等方面挖掘潜力，提升效率。
- 在手订单继续增长：**09 年底公司在手订单 150 亿元（含税）左右，今年上半年新签订单超过 60 亿元，估计 6 月底在手订单约 170 亿元，其中核电产品订单约 60 亿元。上半年公司冶金设备、重型压力容器、锻压设备订单与去年同期有较大幅度上升，核电也保持了较高的接单量。
- 毛利率有所提升：**上半年公司的综合毛利率为 32.14%，比去年同期增加 3.12 个百分点，这主要是收入结构变化所致。上半年核电设备、大型铸锻件等毛利率较高的产品收入占比提高较快，而冶金设备占比下降明显。
- 管理费用率有所增加：**受到销售规模下降影响，公司管理费用率从去年同期的 9.59% 上升至今年的 14.24%，预计下半年将有所下降，管理费用金额为 423 百万元，同比增加 8.12%，主要是研究开发费用加大所致。而销售费用为 39 百万元，同比下降 40.43%；另外，上市募集资金到位后，公司偿还了部分贷款，财务费用相比去年同期下降了 54 百万元。
- 债务压力缓解：**随着新股的发行完成，公司的负债率从年初的 78.12% 下降为 6 月底的 40.49%，短期借款和长期借款分别由年初的 7,971 和 1,765 百万元大幅下降为 3,874 和 35 百万元。

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

图表1：营业收入构成（百万元）

图表2：各项业务毛利率


来源：公司公报，国金证券研究所

- 公司上半年经营现金流为净流出 1,238 百万元，主要是购买原材料支出增加，期末存货为 5,832 百万元，较期初增加 708 百万元；而应收账款较年初仅略有增长，由 5,709 百万元增加至 5,855 百万元。

各项业务取得积极进展

- 今年公司冶金成套产品订单呈现恢复性增长，1-8 月新签该类产品订货合同达 35 亿元，为去年全年同类产品订货合同的 212%，同时面对国内冶金设备市场竞争异常激烈的形势，公司积极开拓海外市场，近期公司与奥钢联 (VAI) 合作，签订出口巴西 4300mm 双机架宽厚板轧机订货合同，订单金额约合人民币 4 亿元。
- 上半年核电设备陆续交货，实现收入 318 百万元，为去年同期的 18 倍；与中电投旗下公司签订了山东海阳核电 3、4 号机组，江西彭泽核电 1、2 号机组反应堆压力容器合同，总价 565 百万元。以主管道成功热弯为标志，公司核电铸锻件全部研制完成；以 630 吨米操作机、电渣重熔炉为代表的一批新设备正式投产，将大大改善公司的生产制造能力。

盈利预测和投资建议

- 公司今年上半年业绩大幅下降主要是因为冶金设备收入减少，其根源是 08 年金融危机影响冶金设备新接订单。今年上半年公司新接订单情况良好，目前在手订单充裕，核能设备等新业务进展顺利。随着技改项目的实施，公司将逐渐提升产能，将订单转化为收入和业绩。
- 我们预测公司 10-12 年营业收入分别为 9,910, 12,282 和 15,185 百万元，同比增长 8.28%, 23.94% 和 23.63%；净利润分别为 1,321, 1,772 和 2,359 百万元，同比增长 11.09%, 34.11% 和 33.13%；对应每股收益为 0.20、0.27 和 0.36 元。
- 考虑到公司在行业内突出的竞争优势、清洁能源业务占比提高、产品高端化的趋势，我们认为可以给予公司 11 年 25-27 倍 PE 估值，未来 6-12 个月合理价值区间为 6.75~7.29 元，我们给予买入投资建议。

风险提示

- 原材料和能源价格大幅波动的风险。公司主要原材料是生铁、废钢与各类合金，主要能源是电、煤等；原材料和能源占公司成本比重为 80~85%。公司对其产品有较强的转移定价能力，但由于生产周期较长，如果原材料和能源价格过快上涨，现有订单的盈利水平将受到抑制。

■ 应收账款计提比例对业绩的影响。公司对于应收账款坏账准备计提比例，1年内为5%，1-2年为10%，高于同行业其他企业。截至10年6月底公司应收账款为67.1亿元，坏账准备金额达到8.51亿元，因此计提比例调整可能会对当年损益产生影响。

图表3：分项业务预测

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
冶金成套设备						
销售收入(百万元)	3,805.95	6,799.93	4,151.09	2,698.21	2,968.03	3,264.83
增长率(10Y)	54.37%	78.67%	-38.95%	-35.00%	10.00%	10.00%
毛利率	29.02%	25.37%	28.21%	23.00%	23.50%	23.50%
销售成本(百万元)	2,701.65	5,074.58	2,980.08	2,077.62	2,270.54	2,497.59
增长率(10Y)	58.21%	87.83%	-41.27%	-30.28%	9.29%	10.00%
毛利(百万元)	1,104.30	1,725.35	1,171.01	620.59	697.49	767.24
增长率(10Y)	45.74%	56.24%	-32.13%	-47.00%	12.39%	10.00%
占总销售收入比重	53.59%	66.62%	45.35%	27.23%	24.16%	21.50%
占主营业务利润比重	48.57%	61.99%	41.56%	19.86%	17.47%	15.11%
重型压力容器						
销售收入(百万元)	1,193.53	1,234.18	2,140.26	2,568.32	3,081.98	3,698.38
增长率(10Y)	90.08%	3.41%	73.42%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	29.03%	24.02%	23.85%	31.00%	31.50%	32.00%
销售成本(百万元)	847.04	937.77	1,629.83	1,772.14	2,111.16	2,514.90
增长率(10Y)	48.07%	10.71%	73.80%	8.73%	19.13%	19.12%
毛利(百万元)	346.48	296.41	510.44	796.18	970.82	1,183.48
增长率(10Y)	520.31%	-14.45%	72.21%	55.98%	21.94%	21.90%
占总销售收入比重	16.81%	12.09%	23.38%	25.92%	25.09%	24.36%
占主营业务利润比重	15.24%	10.65%	18.12%	25.48%	24.31%	23.30%
大型铸钢件						
销售收入(百万元)	1,143.77	1,208.13	2,129.99	2,662.48	3,194.98	3,833.97
增长率(10Y)	49.27%	5.63%	76.30%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	39.98%	34.79%	42.30%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本(百万元)	686.54	787.81	1,228.98	1,517.62	1,821.14	2,185.37
增长率(10Y)	49.83%	14.75%	56.00%	23.49%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	457.24	420.32	901.01	1,144.87	1,373.84	1,648.61
增长率(10Y)	48.44%	-8.07%	114.36%	27.07%	20.00%	20.00%
占总销售收入比重	16.11%	11.84%	23.27%	26.87%	26.01%	25.25%
占主营业务利润比重	20.11%	15.10%	31.98%	36.64%	34.41%	32.46%
锻压、矿山设备						
销售收入(百万元)	188.10	380.20	142.21	355.52	462.17	577.71
增长率(10Y)	91.08%	102.12%	-62.60%	150.00%	30.00%	25.00%
毛利率	13.39%	25.01%	19.31%	18.00%	19.00%	20.00%
销售成本(百万元)	162.91	285.12	114.74	291.52	374.36	462.17
增长率(10Y)	110.95%	75.02%	-59.76%	154.07%	28.41%	23.46%
毛利(百万元)	25.20	95.07	27.46	63.99	87.81	115.54
增长率(10Y)	18.74%	277.35%	-71.11%	133.01%	372.22%	31.58%
占总销售收入比重	2.65%	3.72%	1.55%	3.59%	3.76%	3.80%
占主营业务利润比重	1.11%	3.42%	0.97%	2.05%	2.20%	2.27%
核能设备						
销售收入(百万元)	98.27	37.25	217.44	1,087.22	1,848.28	2,864.83
增长率(10Y)	#DIV/0!	-62.10%	483.75%	400.00%	70.00%	55.00%
毛利率	48.87%	17.76%	40.39%	38.00%	40.00%	42.00%
销售成本(百万元)	50.24	30.63	129.63	674.08	1,108.97	1,661.60
增长率(10Y)	#DIV/0!	-39.03%	323.15%	420.01%	64.52%	49.83%
毛利(百万元)	48.03	6.62	87.82	413.14	739.31	1,203.23
增长率(10Y)	#DIV/0!	-862.3%	1227.42%	370.46%	78.95%	62.75%
占总销售收入比重	1.38%	0.36%	2.38%	10.97%	15.05%	18.87%
占主营业务利润比重	2.11%	0.24%	3.12%	13.22%	18.52%	23.69%

其他业务						
销售收入(百万元)	672.34	547.20	371.54	538.73	727.28	945.47
增长率(%)	-46.68%	-18.61%	-32.10%	45.00%	35.00%	30.00%
毛利率	43.49%	43.75%	32.29%	16.00%	17.00%	17.00%
销售成本(百万元)	379.91	307.78	251.56	452.53	603.65	784.74
增长率(%)	-65.30%	-18.99%	-18.27%	79.89%	33.39%	30.00%
毛利(百万元)	292.43	239.42	119.98	86.20	123.64	160.73
增长率(%)	76.04%	-18.13%	-49.89%	-28.16%	43.44%	30.00%
占总销售比重	9.47%	5.36%	4.06%	5.44%	5.92%	6.23%
占营业利润比重	12.86%	8.60%	4.26%	2.76%	3.10%	3.16%
销售总收入(百万元)	7,101.96	10,206.88	9,152.53	9,910.48	12,282.72	15,185.20
销售总成本(百万元)	4,828.28	7,423.69	6,334.82	6,785.51	8,289.81	10,106.37
毛利(百万元)	2,273.68	2,783.19	2,817.71	3,124.97	3,992.91	5,078.83
平均毛利率	32.01%	27.27%	30.79%	31.53%	32.51%	33.45%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	7	13
买入	0	0	1	3	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.17	1.25	1.32

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-01-27	持有		4.86 ~ 5.44

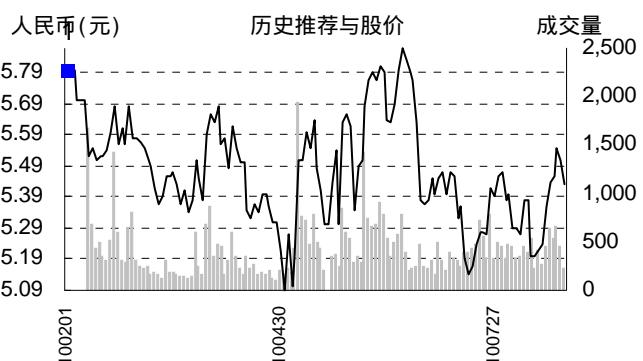
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室