

新接订单规模确认公司高景气水平 买入(持平)

投资要点:

- 📖 新接订单规模确认公司处于高景气水平;
- 📖 新接订单是判断长订单公司景气度、决定公司估值水平的主要依据;
- 📖 预计公司 2011 年新增订单将继续增长。

报告摘要:

- **新接订单规模确认公司处于高景气水平。**公司已可确认全年新接订单达到 160-170 亿, 接近景气度最高的 2008 年水平。截至报告期在手订单 170 亿, 核电占比达 40%。
- **新接订单是判断长订单公司景气度、决定公司估值水平的主要依据。**从与公司可比性极强的斗山重工来看, 收入相比当年新接订单具有明显滞后性, 而股价和估值水平主要与当年新增订单相关, 与当年收入相关度不大。
- **预计公司 2011 年新增订单将继续增长。**公司预期 2011 年市场普遍担忧的冶金成套设备订单不会差于 2010 年; 在核电方面, 公司要在 2014 年实现 70 亿以上的收入规模, 要求公司从 2011 年开始年新接订单平均达到 70 亿水平, 考虑到全球核电锻件的长期供不应求局面和公司在核电锻件方面的技术优势, 我们预计 2011 年公司核电订单将出现新的高峰。保守估计 2011 年新接订单将有小幅增长, 高附加值产品占比继续提高。
- **高景气度支持高估值水平。**我们预期公司的高景气水平在 2011 年将继续提升, 核电订单占比可能继续增加, 这种局面可以支持公司达到国际核电产业链中具有优势的设备制造商 25 倍以上的动态 PE 水平。
- **盈利预测。**预计公司 2010、2011 年实现每股收益 0.22、0.34 元, 维持 2010、2011 年目标价 7.1、9.4 元以及公司的“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	10207	9153	10546	13260
同比增长率	43.7%	-10.3%	15.2%	25.7%
净利润	999	1184	1425	2208
同比增长率	20.3%	18.5%	20.3%	54.9%
每股收益(元)	0.15	0.18	0.22	0.34
净资产收益率	40.7%	26.8%	8.3%	11.4%

分析师

杜朴

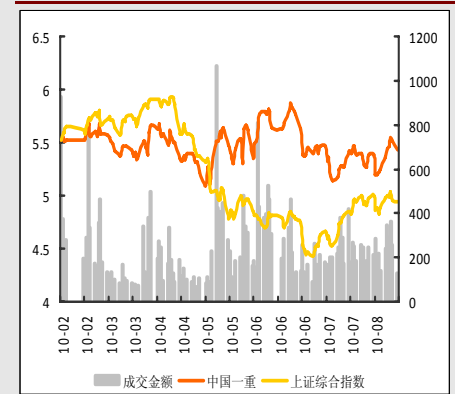
电话: 010-88085971

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

宏源证券 * 公司调研报告 * 中国一重: 锻件盈利能力将提高 * 601106 * 机械行业 * 杜朴

一、2010年新接订单规模确认公司处于高景气水平

公司已可确认全年新接订单达到 160-170 亿水平,截至 2010 年中期公司在手订单 170 亿,其中核电订单 65-70 亿,占比达到 40%。公司今年订单显著高于 2009 年的 95 亿水平,接近景气度最高的 2008 年的 172 亿,一方面体现整体经济环境出现好转,另一方面显示公司调整产品结构、发展海外市场的努力获得了回报。

二、核电业务发展近况

2011 年底形成 5 套锻件、5 套设备生产能力,在全部内销情况下,设备保守估计 10 亿一套,锻件按 70%打折,到 2015 年公司仅核电设备一块就可实现 85 亿左右收入,15-20 亿利润。如果按 7 套内销、3 套出口估算,到 2015 年公司仅核电设备一块就可实现 170-200 亿左右收入,55-65 亿利润。到 2011 年公司核电收入至少达到 20 亿,贡献净利润约 4 亿。

到 2011 年底公司 1.5 万、1 万、6 千、4 千 5 百吨共 4 台水压机和 5 台操作机的产能将全部释放,成为世界上具备最大规模锻造能力的企业。而最近一两年全球具备核电锻件产能的三家公司中只有中国一重的产能正在快速扩张。

2010 年筒节轧机投入使用、钢锭技术继续完善将大幅提高核电和石化筒节类锻件的产能和盈利能力。

三、冶金设备业务发展近况

根据目前市场反馈,公司预计 11 年冶金设备和备件订单规模不会低于 10 年 40 亿订单的水平。公司未来冶金业务订单目标是国内和国外各占一半。保守地看未来两年国内 20-30 亿订单,国外 20-30 亿,总计 40-60 亿订单的难度并不很大。另外公司准备发展冶金设备备件卷筒制造技术,仅此一个备件就可实现年收入 20-30 亿。在发展工程总包方面,公司将与工程设计院合作,控股获得总承包资质,为打开冶金总包市场做好准备。

四、公司战略及海外市场开拓情况

公司未来发展的主要增长点主要在 3 方面:核电设备、新产品和海外市场开拓。公司目标是 2015 年实现 300-400 亿收入。

在海外市场开拓方面,为提高公司业务水平和商务谈判经验,主要采用请进来战略,聘请具有海外项目资源和经验的高级管理人员。目前公司主要下力气为进军国际市场树立品牌,做技术、人才方面的储备。公司预计用 2 年时间将成熟产品大量推向海外市场。

五、盈利预测与估值

根据全球具有长订单生产特征企业的估值经验,判断企业景气度、决定价值及估值水平的因素主要在于当年新接订单规模。

从与公司可比性极强的斗山重工来看,收入相比当年新接订单具有明显滞后性,而股

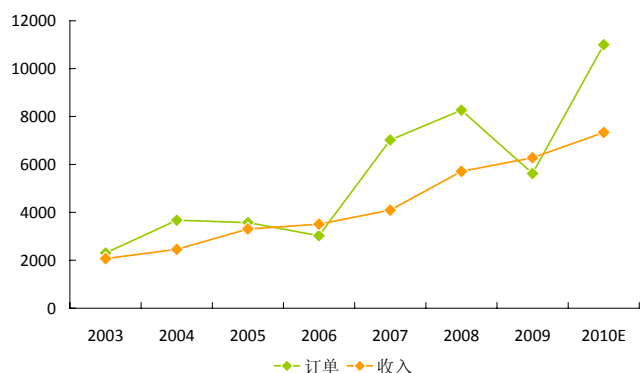
价和估值水平（由于斗山重工近两年亏损，因此本文选用 PB 观察估值水平）主要与当年新增订单相关，与当年收入相关度不大。

中国一重 2010 年新接订单回到历史最高景气水平，预期 2011 年新接订单并不会出现下降，而且可能出现增长。尤其是公司预期 2011 年市场普遍担忧的冶金成套设备订单不会差于 2010 年；在核电方面，公司要在 2014 年实现 70 亿以上的收入规模，要求公司从 2011 年开始年新接订单平均达到 70 亿水平，考虑到全球核电锻件的长期供不应求局面和公司在核电锻件方面的技术优势，我们预计 2011 年公司核电订单将出现新的高峰。保守估计 2011 年新接订单将有小幅增长，高附加值产品占比继续提高。

因此我们预期公司的高景气水平在 2011 年完全可以维持，而且可能继续提升，核电订单占比可能继续增加，这种局面完全可以支持公司达到国际核电产业链中具有优势的装备制造 25 倍以上的动态 PE 水平。

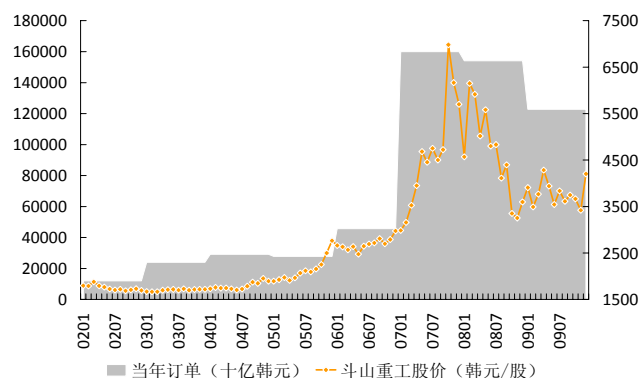
预计公司 2010、2011 年实现每股收益 0.22、0.34 元，由于大连基地设备向天津搬迁可能影响公司的核电和石化业务收入，公司 2010 年收入可能低于预期，但受影响部分将转至 2011 年确认，完全不会影响企业价值。维持 2010、2011 年目标价 7.1、9.4 元以及公司的“买入”评级。

图 1：斗山重工收入滞后于新增订单（单位：十亿韩元）



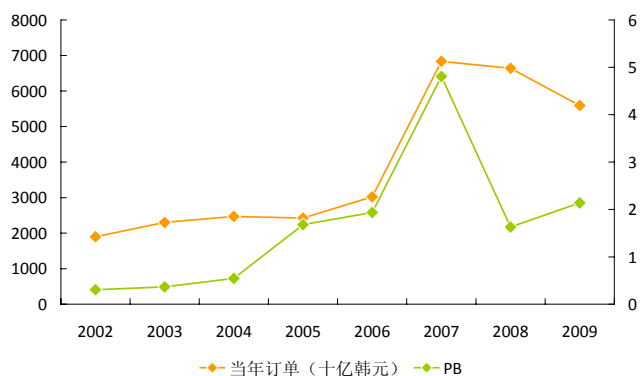
数据来源：宏源证券研究所

图 2：斗山重工股价与新增订单相关度高



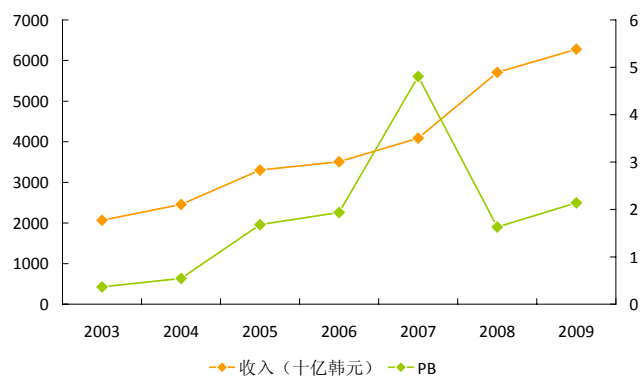
数据来源：Bloomberg、宏源证券研究所

图 3：斗山重工估值水平与新增订单相关度高

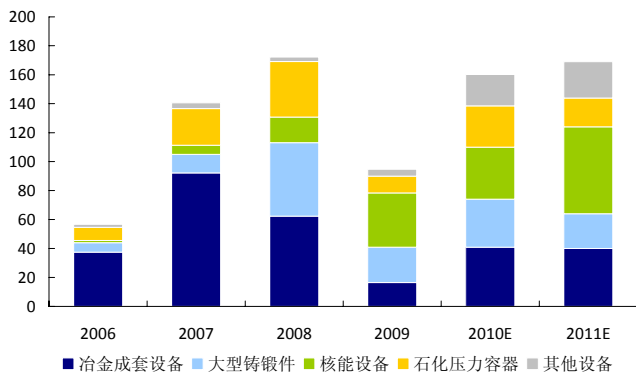


数据来源：Bloomberg、宏源证券研究所

图 4：斗山重工估值水平与收入无明显相关性



数据来源：Bloomberg、宏源证券研究所

图 5: 公司新接订单将稳定增长 (单位: 亿元)


数据来源: 宏源证券研究所

表 1: 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	1300	2530
锻压设备	98	144	135	53	320	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	10546	13260

数据来源: 宏源证券研究所

表 2: 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%	27.0%
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%	32.0%	34.2%

数据来源: 宏源证券研究所

表 3: 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	10546	13260
减: 营业成本	7424	6335	7166	8726
营业税金及附加	50	75	70	88
销售费用	131	132	148	186
管理费用	763	950	1055	1286
财务费用	411	456	231	177
资产减值损失	177	343	400	300
加: 投资收益	0	0	0	0
营业利润	1251	861	1477	2497
加: 其他非经营损益	124	468	200	100
利润总额	1375	1329	1677	2597
减: 所得税费用	376	145	252	390
净利润	999	1184	1425	2208
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	1431	2217
全面摊薄每股收益	0.15	0.18	0.22	0.34
增长率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	43.7%	-10.3%	15.2%	25.7%
营业利润	1.4%	-15.6%	63.6%	69.1%
净利润	20.3%	18.5%	20.3%	54.9%

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

免责声明:

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。