

中国一重 (601106.SH)

重型机械行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

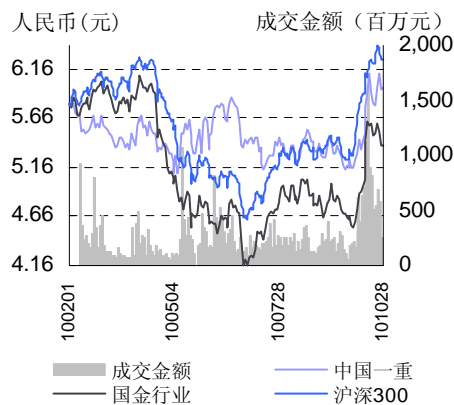
市价(人民币): 5.97元

## 毛利率下滑, 业绩低于预期

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)	39,031.86
年内股价最高最低(元)	6.11/5.09
沪深300指数	3481.08
上证指数	3051.42



## 相关报告

1. 《毛利率上升, 收入和利润下降》, 2010.8.24
2. 《重型机械行业领头羊》, 2010.1.27

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

## 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	0.162	0.209	0.275
每股净资产(元)	#DIV/0!	0.98	2.53	2.71	2.94
每股经营性现金流(元)	#DIV/0!	-0.39	-0.11	0.31	0.36
市盈率(倍)	N/A	N/A	33.45	25.95	19.73
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%	-10.75%	28.92%	31.50%
净资产收益率(%)	40.69%	26.83%	6.41%	7.71%	9.37%
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

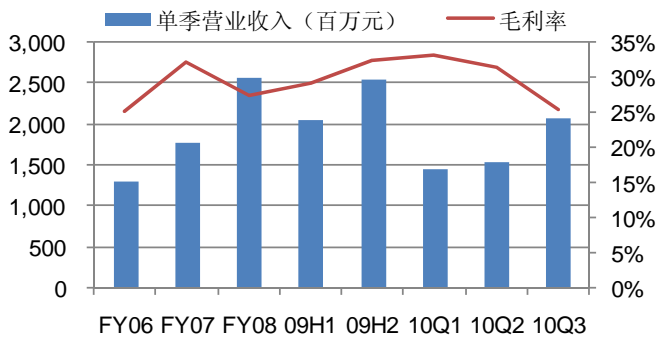
## 业绩简评

- 前3季度公司实现营业收入5,042百万元, 归属母公司股东的净利润465百万元, EPS为0.071元。其中, 3季度收入为2,073百万元, EPS为0.025元。3季度公司收入增加较快, 但毛利率下滑明显, 因此净利润低于2季度(EPS为0.032元)。

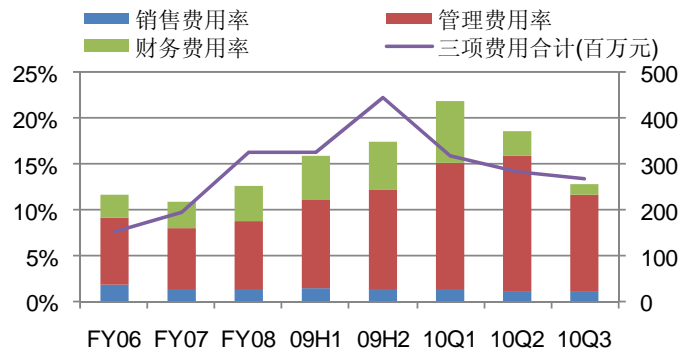
## 经营分析

- 下游需求温和复苏: 今年以来, 公司产品下游行业如电力、钢铁、石化、采矿等总体需求形势良好。1-9月, 国内电力/热力、钢铁投资增速分别达到6.3%和0.3%。1-8月, 一重新签冶金成套产品订单达到3,500百万元, 同比增长212%。1-9月, 国内金属轧制设备产量仍然同比下降8.5%, 这主要还是去年订单较少的影响。
- 营业收入逐季上升: 前3季度公司单季营业收入分别为1,446、1,522和2,073百万元, 呈逐季上升的态势。随着公司技改的完成, 天津、大连等新建项目陆续投产, 公司的产能将进一步提升。
- 毛利率下降幅度大: 前3季度综合毛利率为29.33%, 而第3季度毛利率为25.31%, 比2季度下降了6.0个百分点。这可能与冶金设备类产品市场竞争激烈, 利润率下降有关系。10年上半年冶金设备毛利率比09年同期下降了6.5个百分点, 由于其占总收入的比重较大, 负面影响显现出来。
- 财务费用下降: 公司前3季度的销售费用率为1.28%, 与去年全年基本持平; 管理费用率为12.72%, 比去年全年上升了2.3个百分点, 这主要是公司的销售收入下降所致。随着募集资金到位, 相应的利息支出减少, 公司的财务费用大幅减少。
- 现金流有待改善: 前3季度的经营活动现金流净额为-1,515百万元, 延续了08年以来的净流出状况。3季末公司应收账款达到6,323百万元, 比年初增加了614百万元; 报告期末, 公司的库存为6,079百万元, 比年初增加了955百万元。由于偿还了6,430百万元借款, 在上市融资后公司的货币资金仍从1季度末的6,326百万元下降为3季度末的3,965百万元。

图表1: 公司单季度的营业收入和毛利率

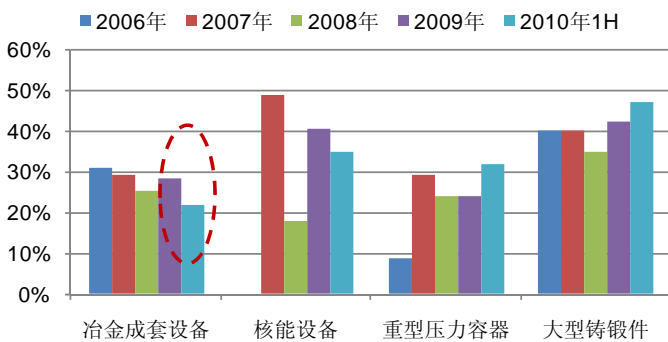


图表2: 公司单季度的三项费用率

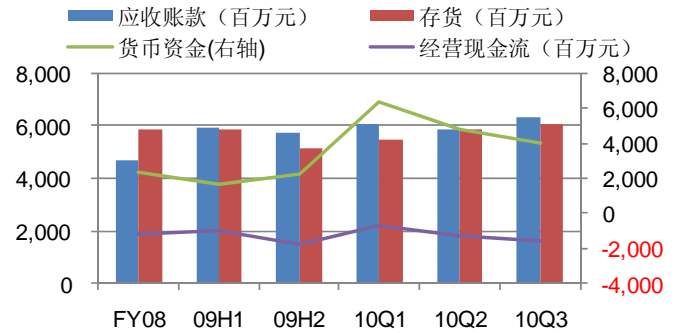


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 分项业务的毛利率



图表4: 资产负债表和现金流量表部分指标



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 基于前 3 季度经营情况, 我们下调公司的收入和利润预测, 将公司 10-11 年 EPS 预测由原先的 0.20 和 0.27 元调整为 0.16 和 0.21 元, 投资评级由“买入”下调为“持有”。

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。
- 市场竞争激烈导致产品利润率下降的风险。公司冶金设备类产品毛利率比二重等同行企业要高不少, 如果市场需求形势一般, 而竞争加剧, 将影响该类产品的利润率。

图表5: 分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>冶金成套设备</b>						
销售收入(百万元)	3,805.95	6,799.93	4,151.09	2,283.10	2,625.56	2,888.12
增长率(YOY)	54.37%	78.67%	-38.95%	-45.00%	15.00%	10.00%
毛利率	29.02%	25.37%	28.21%	21.00%	21.50%	21.50%
销售成本(百万元)	2,701.65	5,074.58	2,980.08	1,803.65	2,061.07	2,267.17
增长率(YOY)	58.21%	87.83%	-41.27%	-39.48%	14.27%	10.00%
毛利(百万元)	1,104.30	1,725.35	1,171.01	479.45	564.50	620.95
增长率(YOY)	45.74%	56.24%	-32.13%	-59.06%	17.74%	10.00%
占总销售额比重	53.59%	66.62%	45.35%	27.36%	24.59%	21.45%
占主营业务利润比重	48.57%	61.99%	41.56%	18.98%	16.95%	14.34%
<b>重型压力容器</b>						
销售收入(百万元)	1,193.53	1,234.18	2,140.26	2,140.26	2,675.33	3,344.16
增长率(YOY)	90.08%	3.41%	73.42%	0.00%	25.00%	25.00%
毛利率	29.03%	24.02%	23.85%	29.00%	29.50%	30.00%
销售成本(百万元)	847.04	937.77	1,629.83	1,519.59	1,886.11	2,340.91
增长率(YOY)	48.07%	10.71%	73.80%	-6.76%	24.12%	24.11%
毛利(百万元)	346.48	296.41	510.44	620.68	789.22	1,003.25
增长率(YOY)	520.31%	-14.45%	72.21%	21.60%	27.16%	27.12%
占总销售额比重	16.81%	12.09%	23.38%	25.65%	25.05%	24.84%
占主营业务利润比重	15.24%	10.65%	18.12%	24.58%	23.69%	23.17%
<b>大型铸锻件</b>						
销售收入(百万元)	1,143.77	1,208.13	2,129.99	2,449.48	3,061.86	3,827.32
增长率(YOY)	49.27%	5.63%	76.30%	15.00%	25.00%	25.00%
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	1,396.21	1,745.26	2,181.57
增长率(YOY)	49.83%	14.75%	56.00%	13.61%	25.00%	25.00%
毛利(百万元)	457.24	420.32	901.01	1,053.28	1,316.60	1,645.75
增长率(YOY)	48.44%	-8.07%	114.36%	16.90%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	16.11%	11.84%	23.27%	29.35%	28.67%	28.43%
占主营业务利润比重	20.11%	15.10%	31.98%	41.70%	39.53%	38.01%
<b>锻压、矿山设备</b>						
销售收入(百万元)	188.10	380.20	142.21	284.41	369.74	462.17
增长率(YOY)	91.08%	102.12%	-62.60%	100.00%	30.00%	25.00%
毛利率	13.39%	25.01%	19.31%	15.00%	16.00%	17.00%
销售成本(百万元)	162.91	285.12	114.74	241.75	310.58	383.60
增长率(YOY)	110.95%	75.02%	-59.76%	110.69%	28.47%	23.51%
毛利(百万元)	25.20	95.07	27.46	42.66	59.16	78.57
增长率(YOY)	18.74%	277.35%	-71.11%	55.34%	38.67%	32.81%
占总销售额比重	2.65%	3.72%	1.55%	3.41%	3.46%	3.43%
占主营业务利润比重	1.11%	3.42%	0.97%	1.69%	1.78%	1.81%
<b>核能设备</b>						
销售收入(百万元)	98.27	37.25	217.44	761.06	1,369.90	2,191.84
增长率(YOY)	#DIV/0!	-62.10%	483.75%	250.00%	80.00%	60.00%
毛利率	48.87%	17.76%	40.39%	36.00%	38.00%	40.00%
销售成本(百万元)	50.24	30.63	129.63	487.08	849.34	1,315.10
增长率(YOY)	#DIV/0!	-39.03%	323.15%	275.75%	74.38%	54.84%
毛利(百万元)	48.03	6.62	87.82	273.98	520.56	876.74
增长率(YOY)	#DIV/0!	-86.23%	1227.42%	211.99%	90.00%	68.42%
占总销售额比重	1.38%	0.36%	2.38%	9.12%	12.83%	16.28%
占主营业务利润比重	2.11%	0.24%	3.12%	10.85%	15.63%	20.25%
<b>其他业务</b>						
销售收入(百万元)	672.34	547.20	371.54	427.27	576.81	749.86
增长率(YOY)	-46.68%	-18.61%	-32.10%	15.00%	35.00%	30.00%
毛利率	43.49%	43.75%	32.29%	13.00%	14.00%	14.00%
销售成本(百万元)	379.91	307.78	251.56	371.72	496.06	644.88
增长率(YOY)	-65.30%	-18.99%	-18.27%	47.77%	33.45%	30.00%
毛利(百万元)	292.43	239.42	119.98	55.54	80.75	104.98
增长率(YOY)	76.04%	-18.13%	-49.89%	-53.70%	45.38%	30.00%
占总销售额比重	9.47%	5.36%	4.06%	5.12%	5.40%	5.57%
占主营业务利润比重	12.86%	8.60%	4.26%	2.20%	2.42%	2.42%
<b>销售总收入(百万元)</b>						
	7,101.96	10,206.88	9,152.53	8,345.58	10,679.20	13,463.47
<b>销售总成本(百万元)</b>						
	4,828.28	7,423.69	6,334.82	5,819.99	7,348.41	9,133.24
<b>毛利(百万元)</b>						
	2,273.68	2,783.19	2,817.71	2,525.59	3,330.79	4,330.23
<b>平均毛利率</b>						
	32.01%	27.27%	30.79%	30.26%	31.19%	32.16%

来源: 公司资料, 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	0	3	9	19
买入	0	0	1	8	12
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.25	1.50	1.46

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
2 2010-08-24	买入	5.42	N/A

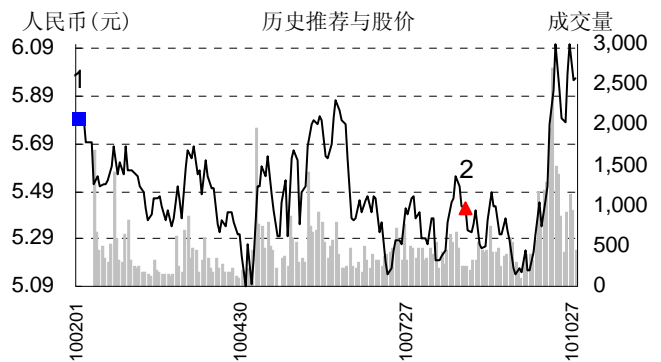
来源：国金证券研究所

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方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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室