

中国一重：重大技术装备首屈一指

中国一重新股分析报告

报告关键点：

- 公司综合实力在国内重型机械行业首屈一指。
- 公司在手订单显示产品结构优化趋势。
- 询价区间为4.8-5.28元，合理股价区间为5.76-6.24元。
- 建议在合理价位积极参与申购。

报告摘要：

- 中国一重是国内综合实力首屈一指的重型机械制造企业，2008年综合市场份额为5.07%，位居第二。2004-2008年公司利润的年均复合增长率高达106%，增速全行业第一。公司销售利润率比行业平均水平高8个百分点，盈利能力较强。
- 公司拥有重型机械行业中唯一的国家工程研究中心，具备业内领先的新产品、新工艺和新材料的开发能力、成套集成能力，具备强大的自主创新能力，历年来取得了一系列举国瞩目的重大产品和技术创新成果，公司技术实力堪称国内一流。
- 从公司近年来新签订单看，冶金成套设备占比逐步减少，而核能设备和大型铸锻件的占比大幅上升。截至2009年6月30日，公司未完成合同金额122.72亿元，其中核能设备和大型铸锻件的订单占比超过一半，公司的产品结构正在逐步调整改善。
- 公司拟发行20亿股，募投项目资金需求约80亿元，主要投向大型石化容器及百万千瓦级核电一回路主设备项目、大型铸锻件自主化改造项目、滨海制造基地项目，以及补充流动资金。我们认为公司的募投项目主要集中在高端产品和重要的基础即大型铸锻件产能扩张，另外也包括一些前瞻性的创新产品开发，这将有利于公司的长期发展。
- 我们预测2009-2011年公司主营业务收入分别为91、105、130亿元，净利润分别为10.15、15.4、20.71亿元，按照发行后摊薄股本计算，相应每股收益分别为0.22、0.24、0.32元。
- 上市公司中属于重机行业的太原重工、天地科技、华锐铸钢2010年的PE均值为22倍。最近发行的二重重装的发行价格为8.5元/股，发行价对应2010年的市盈率为25倍。按照一重2010年全面摊薄后的市盈率20-22倍计算，对应的询价区间为4.8-5.28元，均值为5.04元。
- 中国一重无疑是中国重型机械行业的龙头，鉴于市场最近出现调整导致估值重心下移，我们认为公司2010年合理市盈率区间为24-26倍，对应的股价区间为5.76-6.24元。

建议询价区间：

4.80 - 5.28 元

上市首日定价区间：

5.76 - 6.24 元

报告日期：**2010-01-24**

发行数据

总股本(万股)	453,800
发行数量(万股)	200,000
网下发行(万股)	100,000
网上发行(万股)	100,000
保荐机构	中银国际证券有限责任公司
发行日期	2010-02-01
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

中国第一重型机械集团公司	93.61%
中国华融资产管理公司	4.41%
宝钢集团有限公司	1.10%
中国长城资产管理公司	.88%

研究员

张仲杰 高级行业分析师
 021-68767839 zhangzj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,102.0	10,206.9	9,160.9	10,547.7	13,044.7
Growth(%)	36.1%	43.7%	-10.2%	15.1%	23.7%
净利润	470.0	1,006.4	1,016.5	1,540.4	2,071.1
Growth(%)	33.6%	114.1%	1.0%	51.5%	34.4%
毛利率(%)	32.0%	27.3%	29.2%	32.6%	32.8%
净利润率(%)	6.6%	9.9%	11.1%	14.6%	15.9%
每股收益(元)	0.10	0.22	0.22	0.24	0.32
每股净资产(元)	-	0.55	1.22	2.31	2.63
市盈率					
市净率		-	-	-	-
净资产收益率(%)		40.1%	18.3%	10.2%	12.1%
ROIC(%)			16.7%	21.5%	25.6%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率					

1. 发行方案

- 本次发行前股本总数为 45.38 亿股，本次发行 20 亿股，总股本增加为 65.38 亿股，其中一重集团持有公司 62.11% 股权，华融公司持股 2.92%，宝钢集团持股 0.73%，长城公司持股 0.58%，社保基金持股 3.06%，社会公众股占比 30.59%。

表 1 公司发行前后股本结构对比

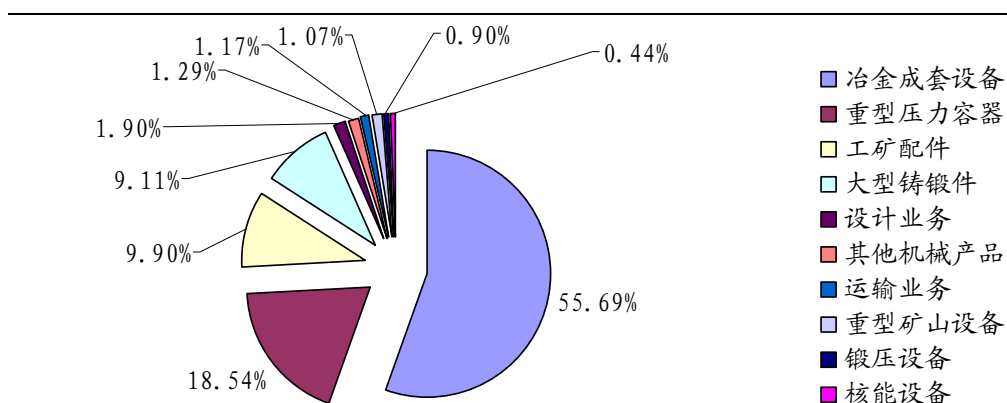
股东名称	发行前		发行后	
	股份(亿股)	比例	股份(亿股)	比例
一重集团	42.48	93.61%	40.61	62.11%
华融公司	2.00	4.41%	1.91	2.92%
宝钢集团	0.50	1.10%	0.48	0.73%
长城公司	0.40	0.88%	0.38	0.58%
全国社保基金	-	-	2.00	3.06%
公众投资者	-	-	20.00	30.59%
股本合计	45.38	100%	65.38	100%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2. 公司概况

- 中国一重是国内最大的重型机械制造企业，具体而言则是中国最大的冶金成套设备制造商、重型压力容器制造商、核电锻件制造商，还是少数具备向国内外钢铁企业提供具有自主知识产权成套轧制设备能力的制造商之一，并拥有世界一流的大型铸锻件制造基地。
- 09 年中期公司营业收入 40.77 亿元，就目前来看，冶金成套设备仍然是公司的主要收入来源，09 年中期占比 55.69%，其次是重型压力容器占比 18.54%，工矿配件和大型铸锻件各占比 9.9%、9.11%，其他业务约合 6.77%。

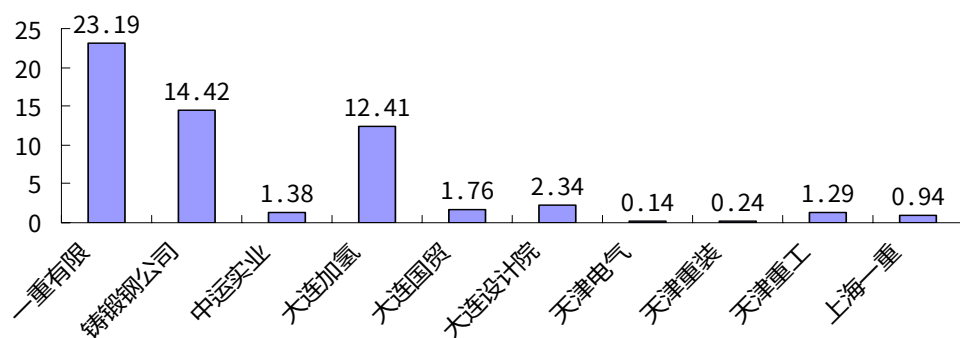
图 1 09 年中期公司营业收入构成情况



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

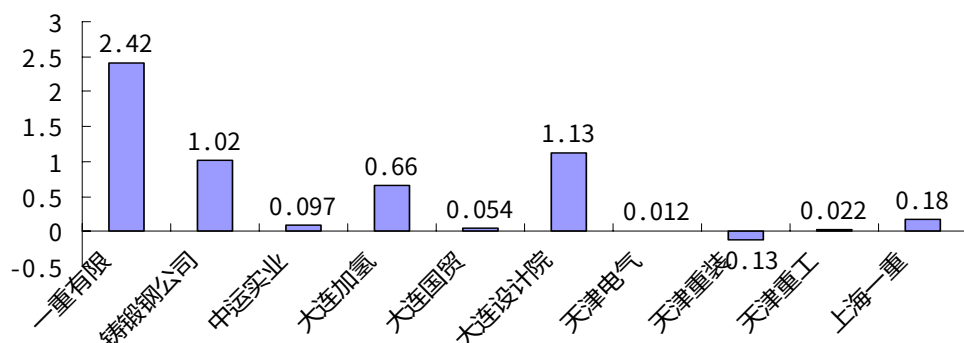
- 公司下属主要的运营企业有 10 家，从 09 年中期的经营数据看，一重有限、铸锻钢公司、大连加氢的营业收入排名前三，一重有限、铸锻钢公司和大连设计院的净利润排名前三。
- 天津重工目前只是微利，但募投之滨海基地项目由天津重工负责，新产品包括内压卧式辊磨设备、盾构掘进机、多级闪蒸海水淡化设备、大型固体垃圾处理装备、多工位压力机生产线、岩巷掘进机均属新产品。总投资额 35 亿元，预计未来天津重工将会对公司业绩做出更大的贡献。

图 2 09 年中期公司主要下属企业的营业收入（亿元）



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 3 09 年中期公司主要下属企业的净利润（亿元）



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3. 公司核心竞争力分析

3.1. 公司在相关市场处于领先地位

- 公司是国内最大的冶金轧制设备制造企业；国内最大的加氢反应器制造企业，国内化工企业使用的国产加氢反应器 90%以上为一重生产；国内最大的轧辊生产基地之一，所生产的大型锻钢支承辊在国内市场占有率达到 80%左右；国内最大的锻件生产企业之一，2008 年以重量计算，占市场份额的 40%；中国一重还是国内主要的核电设备制造商，是国内核电站 80%以上反应堆压力容器，90%以上核电锻件的制造商。

表 2 09 年中期公司主要下属企业的净利润（亿元）

产品类别	细分产品	2006年	2007年	2008年	国内竞争对手	国外竞争对手
冶金成套设备	大型轧制设备	50%	70%	70%	二重、太重	西马克、西门子奥钢联、达涅利
	锻焊结构加氢反应器	80-90%	80-90%	80-90%	无	日本制钢所、日本神户制钢
重型压力容器	大型锻钢支承辊	80-90%	80%	80%	中钢集团邢台机械	日本制钢所、美国联合电钢
工矿配件	反应堆压力容器	80%	80%	80%	无	通用电气公司、东芝、三菱重工、阿
核能设备	核岛锻件	90%	90%	90%	二重、上重	日本制钢所、克鲁索、斗山重工

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3.2. 公司的技术实力国内一流

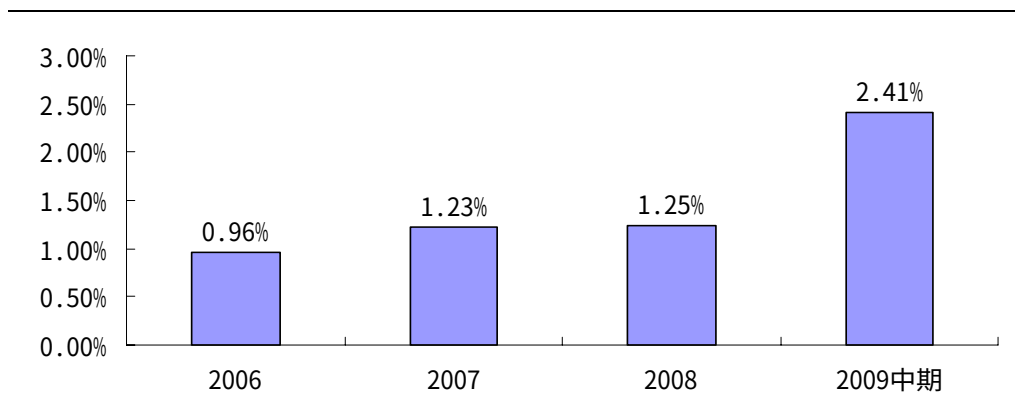
- 重型机械制造业的竞争关键体现在技术的竞争。公司拥有重型机械行业中唯一的国家工程研究中心，同时在大连还设有重型机械产品设计院，建立了完整的技术创新体系，近年来公司研制与开发费持续增长，2006—2008 年分别为 0.5、0.87、1.27 亿元，09 年 1-6 月份已经达到 0.98 亿元，在销售占比分别为 0.96%、1.23、1.25%、2.41%。
- 公司主导产品技术水平国内领先，部分产品达到国际先进水平，由于具备业内领先的新产品、新工艺和新材料的开发能力、成套集成能力，从而形成了强大的自主创新能力，历年来取得了一系列举国瞩目的重大产品和技术创新成果，公司技术实力堪称国内一流。

表 3 历年来公司取得一系列重大产品创新成果令人瞩目

年代	产品名称	创新程度
1964	12500吨自由锻造水压机	国内最大
1972	30000吨模锻水压机	国内最大
1980	1700毫米热连轧机	国内首套
1989	220吨锻焊结构热壁加氢反应器	国内首台
1993	30万千瓦核反应堆压力容器	国内首台
1995	400吨锻焊结构热壁加氢反应器	国内最大，国家科学技术进步一等奖
1999	千吨级锻焊结构热壁加氢反应器	国内首台
2003	1780毫米大型宽带钢冷连轧机生产线	国内首套自主研发的现代化大型冷连轧机，国家科学技术进步一等奖
2005	2150毫米热连轧机组	型宽带钢热连轧机组，中国机械工业科学技术奖一等奖
2006	2044吨煤液化反应器	世界最大
2006	快中子堆容器及旋塞	国内首套
2007	15000吨自由锻造水压机	世界最大、技术最先进，国家科学技术进步一等奖
2007	第三代核电AP1000蒸发器锥形筒体锻件	世界首件
2008	1600吨加氢裂化反应器	世界最大

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 4 近年来公司研发费用在销售收入占比持续上升



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3.3. 公司业绩增速与盈利能力在业内领先

- 2000 至 2008 年，公司产值年均复合增长率达 50.24%，同期重型机械行业总产值年均复合增长率为 33.13%；2008 年公司主营业务收入排名第二，实现利润总额为 14.1 亿元，在重型机械行业排名第一；2004-2008 年，公司利润的年均复合增长率高达 106%，增速全行业第一。
- 就综合市场份额而言，2008 年公司为 5.07%，位居第二，排名第一的大连重工为 6.1%。而从销售利润率看，公司比行业平均水平高 8 个百分点，盈利能力较强。

表 4 国内重型机械企业 2008 年营业收入与市场份额

序号	企业名称	主营业务收入（亿元）	综合市场份额（%）
1	大连重工·起重集团有限公司	121.83	6.10%
2	中国第一重型机械集团公司	101.25	5.07%
3	太原重型机械集团有限公司	100.1	5.01%
4	北方重工有限公司	97.59	4.89%
5	中信重工机械股份有限公司	80.67	4.04%
6	二重重装	74.89	3.76%
7	上海重型机器厂有限公司	37.75	1.89%
8	上海建设路桥机械设备有限公司	14.13	0.71%
9	唐山冶金矿山机械厂	11.56	0.58%
10	中冶陕压重工设备有限公司	10.04	0.50%
11	中钢集团西安重机有限公司	9.64	0.48%
12	中钢集团衡阳重机有限公司	8.07	0.40%
13	山东山矿机械有限公司	6.68	0.33%
14	济南重工股份有限公司	5.33	0.27%
15	上海冶金矿山机械厂	4.52	0.23%
冶金矿山机械行业合计		1996.62	

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 5 公司销售利润率明显高于行业平均水平



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3.4. 产品结构性优化初见端倪

- 从公司近年来新签订单看，冶金成套设备占比逐步减少，而核能设备和大型铸锻件的占比大幅上升，公司的产品结构将逐步改善。截至 2009 年 6 月 30 日，公司未完成合同金额高达 122.72 亿元，其中核能设备和大型铸锻件的订单占比估计超过一半。
- 公司的产品结构调整在 2009 年已初见端倪。未来两年公司的产品结构将逐步改善，冶金成套设备销售收入将逐步减少，而核能设备和大型铸锻件的销售收入将大幅上升，成为公司新的利润增长点。

表 5 公司近年来新签订单情况

	2006年度		2007年度		2008年度		2009年1-6月	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
冶金成套设备	374,354	66	922,167	65.6	623,500	36.2	22,311	4.2
重型压力容器	89,996	15.9	253,526	18	383,367	22.3	60,911	11.4
工矿配件	10,414	1.8	14,398	1	12,422	0.7	5,392	1
大型铸锻件	55,837	9.8	113,818	8.1	494,910	28.7	199,281	37.4
核能设备	15,000	2.6	62,347	4.4	177,109	10.3	230,697	43.3
锻压设备	8,543	1.5	10,744	0.8	17,435	1	2,660	0.5
重型矿山设备	12,997	2.3	29,227	2.1	14,135	0.8	11,200	2.1
合计	567,141	100	1,406,227	100	1,722,878	100	532,452	100

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

4. 募投项目集中在高端产品、大型铸锻件和创新产品

- 公司拟发行 20 亿股，项目资金需求约 80 亿元。主要投向大型石化容器及百万千瓦级核电一回路主设备项目、大型铸锻件自主化改造项目、滨海制造基地项目，以及补充流动资金。我们认为公司的募投项目主要集中在高端产品和重要的基础即大型铸锻件产能扩张、另外也包括一些前瞻性的创新产品开发，这将有利于公司的长期发展。
- 大型石化容器及百万千瓦级核电一回路主设备项目产品为大型石化容器及大型核能成套设备。其中大型锻焊结构加氢厚壁反应器包括石油加氢裂化、高压分离器、热交换器和煤液化反应器等，考虑到核电大型化的发展趋势，除为将来生产 160 万千瓦、SYSTEM 80+（135 万千瓦）核电机组、重水堆及其它堆型核电机组核承压设备做好准备外，项目还留有国际先进、安全性较好的高温气冷堆机组及未来第四代核电快堆机组重型部件的制造能力，为公司将来进一步的发展奠定基础。
- 大型铸锻件自主化改造项目建成后，年产钢水将由项目建设前的 25 万吨增加到 50 万吨，锻件将由 12 万吨增加到 24 万吨，铸钢件将由 3 万吨增加到 6 万吨。大型火电机组（含超超临界）铸锻件、大型水电铸锻件、核电锻件、机架类铸件产量均有不同程度的增加；同时形成加氢反应器、船用曲轴、大型锻钢支承辊的规模化生产能力。
- 滨海制造基地项目的建设，以节能减排、交通、基础设施建设等领域为方向，向绿色装备集约化发展，为国家倡导的“节能降耗减排”政策提供装备保障。大型汽车覆盖件成型自动生产线、成套薄板轧制生产线、重型矿用挖掘机和冶金连铸辊为已有产品，其他如内压卧式辊磨设备、盾构掘进机、多级闪蒸海水淡化设备、大型固体垃圾处理装备、多工位压力机生产线、岩巷掘进机均属新产品。项目产品均为大型成套设备，通过对该类设备的集中、专业化生产，有利于产品质量的提升和产能的提高，形成大型成套设备的系统集成能力和工程项目总承包能力。

表 6 公司募集资金项目投资向（单位：亿元）

序号	募集资金投资项目	项目承办单位	项目总投资	募集资金使用量
1	大型石化容器及百万千瓦级核电一回路主设备制造项目	大连加氢	14.28	12.88
	建设铸锻钢基地及大型铸锻件			
2	自主化改造项目	中国一重	23.24	20.70
3	中国一重滨海制造基地项目	天津重工	35.31	35.31
4	补充流动资金	中国一重	15.00	15.00
合计			87.83	83.89

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

5. 盈利预测及定价

5.1. 盈利预测

- 基于公司在手订单情况以及行业的发展趋势，对公司主要业务销售收入的增长作出预测。
- 由于材料价格相对稳定且公司毛利率较高的大型铸锻件及核能设备占比增大，总体毛利率水平有望提升。
- 预计公司 2010—2011 年三项费用率有所下降。
- 2009 考虑公司实际所得税率情况，2011、2012 年预计所得税为 15%。
- 基于上述假设，我们预测 2009—2011 年公司主营业务收入分别为 91.6、105.47、130.44 亿元，净利润分别为 10.16、15.4、20.71 亿元，按照发行后摊薄计算，相应每股收益分别为 0.22、0.24、0.32 元。

图 6 分项业务预测表（单位：百万元）

	历史年份				预测年份			
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
产品总收入	-	5,220.0	7,102.0	10,207.0	9,160.9	10,547.7	13,044.7	14,297.7
产品总成本	-	3,909.6	4,828.2	7,423.9	6,482.2	7,109.4	8,766.7	9,601.0
综合毛利率		25.1%	32.0%	27.3%				
冶金成套设备收入	-	2,465.0	3,806.0	6,800.0	4,182.0	2,300.1	2,530.1	2,783.1
收入增速			54.4%	78.7%	-38.5%	-45.0%	10.0%	10.0%
收入占比		47.2%	53.6%	66.6%	45.7%	21.8%	19.4%	19.5%
成本	-	1,707.5	2,701.5	5,074.8	3,011.0	1,656.1	1,847.0	2,031.7
成本增速			58.2%	87.9%	-40.7%	-45.0%	11.5%	10.0%
成本占比		43.7%	56.0%	68.4%	46.5%	23.3%	21.1%	21.2%
产品毛利率		30.7%	29.0%	25.4%	28.0%	28.0%	27.0%	27.0%
重型压力容器收入	-	628.0	1,194.0	1,234.0	2,221.2	1,888.0	2,454.4	2,699.9
收入增速			90.1%	3.4%	80.0%	-15.0%	30.0%	10.0%
收入占比		12.0%	16.8%	12.1%	24.2%	17.9%	18.8%	18.9%
成本	-	572.1	847.4	937.6	1,688.1	1,425.5	1,853.1	2,024.9
成本增速			48.1%	10.6%	80.0%	-15.6%	30.0%	9.3%
成本占比		14.6%	17.6%	12.6%	26.0%	20.1%	21.1%	21.1%
产品毛利率		8.9%	29.0%	24.0%	24.0%	24.5%	24.5%	25.0%
工矿配件收入	-	339.0	655.0	606.0	909.0	545.4	610.8	671.9
收入增速			93.2%	-7.5%	50.0%	-40.0%	12.0%	10.0%
收入占比		6.5%	9.2%	5.9%	9.9%	5.2%	4.7%	4.7%
成本	-	197.7	396.9	395.5	618.1	365.4	406.2	443.5
成本增速			100.7%	-0.3%	56.3%	-40.9%	11.2%	9.2%
成本占比		5.1%	8.2%	5.3%	9.5%	5.1%	4.6%	4.6%
产品毛利率		41.7%	39.4%	34.7%	32.0%	33.0%	33.5%	34.0%
大型铸锻件收入	-	428.0	489.0	603.0	934.7	3,084.3	3,824.6	4,207.0
收入增速			14.3%	23.3%	55.0%	230.0%	24.0%	10.0%
收入占比		8.2%	6.9%	5.9%	10.2%	29.2%	29.3%	29.4%
成本	-	261.0	289.8	392.8	560.8	1,850.6	2,294.8	2,524.2
成本增速			11.1%	35.5%	42.8%	230.0%	24.0%	10.0%
成本占比		6.7%	6.0%	5.3%	8.7%	26.0%	26.2%	26.3%
产品毛利率		39.0%	40.7%	34.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
核能设备收入	-	-	98.0	37.0	203.5	1,729.8	2,594.6	2,854.1
收入增速				-62.2%	450.0%	750.0%	50.0%	10.0%
收入占比		0.0%	1.4%	0.4%	2.2%	16.4%	19.9%	20.0%
成本	-	-	50.1	30.4	122.1	1,041.3	1,569.7	1,741.0
成本增速				-39.3%	301.3%	752.8%	50.7%	10.9%
成本占比		0.0%	1.0%	0.4%	1.9%	14.6%	17.9%	18.1%
产品毛利率			48.9%	17.8%	40.0%	39.8%	39.5%	39.0%
锻压设备收入	-	98.0	144.0	135.0	108.0	432.0	445.0	467.2
收入增速			46.9%	-6.3%	-20.0%	300.0%	3.0%	5.0%
收入占比		1.9%	2.0%	1.3%	1.2%	4.1%	3.4%	3.3%
成本	-	75.5	131.6	98.7	89.6	358.6	369.3	387.8
成本增速			74.3%	-25.0%	-9.2%	300.0%	3.0%	5.0%
成本占比		1.9%	2.7%	1.3%	1.4%	5.0%	4.2%	4.0%
产品毛利率		23.0%	8.6%	26.9%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
重型矿山设备收入	-	1.0	44.0	245.0	110.3	110.3	113.6	119.2
收入增速			4300.0%	456.8%	-55.0%	0.0%	3.0%	5.0%
收入占比		0.0%	0.6%	2.4%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
成本	-	1.0	31.2	186.3	97.0	91.5	96.5	101.4
成本增速			3021.8%	496.8%	-47.9%	-5.7%	5.5%	5.0%
成本占比		0.0%	0.6%	2.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%
产品毛利率		0.0%	29.1%	24.0%	12.0%	17.0%	15.0%	15.0%
其他业务收入	-	1,261.0	672.0	547.0	492.3	457.8	471.6	495.2
收入增速			-46.7%	-18.6%	-10.0%	-7.0%	3.0%	5.0%
收入占比		24.2%	9.5%	5.4%	5.4%	4.3%	3.6%	3.5%
成本	-	1,094.8	379.7	307.7	295.4	320.5	330.1	346.6
成本增速			-65.3%	-19.0%	-4.0%	8.5%	3.0%	5.0%
成本占比		28.0%	7.9%	4.1%	4.6%	4.5%	3.8%	3.6%
产品毛利率		13.2%	43.5%	43.8%	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%

5.2. 发行与合理价格区间

- 上市公司中属于重机行业的太原重工、天地科技、华锐铸钢 2010 年的 PE 分别为 16、24、23 倍，均值为 22 倍。最近发行的二重重装的发行价格为 8.5 元/股，发行价对应 2010 年的市盈率 25 倍。
- 我们认为在 2010 年 22-25 倍市盈率的基础上适当折让可作为发行价的参考。预计 2010 年全面摊薄后的每股收益为 0.24 元，按照市盈率 20-22 倍，对应的每股发行价格为 4.8-5.28 元，均值为 5.04 元。
- 总体上我们认为公司和二重的竞争力处于伯仲之间，鉴于市场最近出现调整导致估值重心下移，我们认为公司的合理市盈率区间为 24-26 倍，对应的股价区间为 5.76-6.24 元。

6. 风险提示

- 公司使用的各种原料包括钢材、废钢及各类合金等，这些原材料的价格受到其各自生产成本、市场需求及市场短期投机因素的影响，波动较大。这些材料的价格波动将导致公司生产成本的波动，进而影响公司的盈利能力。
- 重型机械制造行业是国家重点鼓励发展的产业，国家针对该行业出台了大量的优惠措施及指导意见，这些措施给公司的生产经营及未来发展提供了较为宽松的政策空间。未来如果国家产业政策调整，将对公司的业务造成一定的影响。
- 重型机械行业的竞争格局可谓强手如林，国内有二重、大重、太重、上重、中信重机等。国际巨头如德国西马克、日本三菱重工、韩国斗山重工、意大利达涅利、西门子奥钢联、日本神户制钢所、法国阿尔斯通、法玛通等，大多实力不凡，公司现有的市场份额将面临来自国内外对手的激烈竞争。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-1-25		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,102.0	10,206.9	9,160.9	10,547.7	13,044.7	成长性					
减: 营业成本	4,828.3	7,423.7	6,482.2	7,109.4	8,766.7	营业收入增长率	36.1%	43.7%	-10.2%	15.1%	23.7%
营业税费	49.4	50.1	45.8	52.7	65.2	营业利润增长率	138.5%	-9.6%	4.2%	49.4%	24.9%
销售费用	93.1	130.7	137.4	170.9	208.7	净利润增长率	33.6%	114.1%	1.0%	51.5%	34.4%
管理费用	476.3	763.2	787.8	949.3	1,174.0	EBITDA 增长率	124.1%	23.0%	5.6%	32.2%	19.2%
财务费用	202.5	411.1	446.6	262.7	247.8	EBIT 增长率	124.1%	4.8%	5.3%	26.3%	21.3%
资产减值损失	68.7	177.2	-42.4	55.8	149.8	NOPLAT 增长率	100.2%	36.5%	-2.9%	29.1%	29.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率			0.2%	8.7%	-21.6%
投资和汇兑收益	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	净资产增长率			123.7%	171.1%	13.7%
营业利润	1,383.8	1,251.2	1,303.4	1,946.9	2,432.4	利润率					
加: 营业外净收支	-102.2	124.0	5.0	-131.0	9.0	毛利率	32.0%	27.3%	29.2%	32.6%	32.8%
利润总额	1,281.7	1,375.2	1,308.4	1,815.9	2,441.4	营业利润率	19.5%	12.3%	14.2%	18.5%	18.6%
减: 所得税	451.1	375.8	287.8	272.4	366.2	净利润率	6.6%	9.9%	11.1%	14.6%	15.9%
净利润	470.0	1,006.4	1,016.5	1,540.4	2,071.1	EBITDA/营业收入	22.3%	19.1%	22.5%	25.9%	24.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.3%	16.3%	19.1%	20.9%	20.5%
货币资金	-	2,300.0	3,693.9	9,019.6	13,024.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数		42	138	205	210
应收帐款	-	4,772.2	4,270.2	4,944.1	6,114.6	流动营业资本周转天数		99	174	97	60
应收票据	-	713.5	640.0	736.9	911.3	流动资产周转天数		269	628	710	805
预付帐款	-	1,617.9	3,043.9	4,608.0	6,536.7	应收帐款周转天数		92	194	171	166
存货	-	5,823.9	5,070.9	5,561.6	6,858.1	存货周转天数		104	217	184	174
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数		350	841	966	1,048
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数		145	323	293	220
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	3.8	4.0	4.0	4.0	ROE		40.1%	18.3%	10.2%	12.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA		5.0%	4.4%	4.6%	4.9%
固定资产	-	2,408.7	4,615.5	7,426.2	7,766.0	ROIC			16.7%	21.5%	25.6%
在建工程	-	1,207.6	725.2	435.7	262.0	费用率					
无形资产	-	602.0	547.5	504.6	465.0	销售费用率	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	-	376.4	381.6	382.0	382.2	管理费用率	6.7%	7.5%	8.6%	9.0%	9.0%
资产总额	-	19,825.9	22,992.8	33,622.7	42,324.6	财务费用率	2.9%	4.0%	4.9%	2.5%	1.9%
短期债务	-	5,477.6	3,000.0	1,000.0	1,000.0	三费/营业收入	10.9%	12.8%	15.0%	13.1%	12.5%
应付帐款	-	2,763.0	2,397.5	2,629.5	3,242.5	偿债能力					
应付票据	-	1,078.1	941.3	1,032.3	1,273.0	资产负债率		87.4%	75.7%	55.0%	59.4%
其他流动负债	-	3,482.8	6,415.1	9,790.4	13,964.7	负债权益比		695.1%	312.1%	122.3%	146.1%
长期借款	-	1,960.0	2,760.0	1,260.0	1,260.0	流动比率		1.14	1.25	1.65	1.67
其他非流动负债	-	1,989.0	1,319.5	2,207.1	3,805.2	速动比率		0.70	0.87	1.28	1.32
负债总额	-	17,332.4	17,414.0	18,500.3	25,127.0	利息保障倍数	7.83	4.04	3.92	8.41	10.82
少数股东权益	-	20.3	24.4	27.5	31.6	分红指标					
股本	-	4,538.0	4,538.0	6,538.0	6,538.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	-	-	1,016.5	8,556.9	10,628.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	-	2,493.6	5,578.9	15,122.4	17,197.6	股息收益率					
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	-	999.4	1,016.5	1,540.4	2,071.1	EPS(元)	0.10	0.22	0.22	0.24	0.32
加: 折旧和摊销	-	291.3	311.9	517.2	569.7	BVPS(元)	-	0.55	1.22	2.31	2.63
资产减值准备	-	177.2	-42.4	55.8	149.8	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	418.2	446.6	262.7	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-0.2	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	360.5	-7.0	4.1	3.1	4.2	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-	-1,035.2	1,705.5	1,704.7	1,906.4	CAGR(%)	22.9%	27.6%	36.7%	29.9%	25.6%
经营活动产生现金流量	-	-1,140.6	3,442.2	4,083.9	4,948.9	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-	-1,250.6	-2,002.3	-3,002.1	-702.1	ROIC/WACC			3.9	5.1	6.0
融资活动产生现金流量	-	2,415.8	-2,125.2	4,237.3	-247.8	REP			-	-	-

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;
- 推荐 — 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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@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