

机械行业分析师：彭 民

电话：(8610) 68584843

电邮：pengmin@foundersc.com

机械行业分析师：张远德

电话：(8610) 68584874

电邮：zhangyuande@foundersc.com

联系人：傅敏

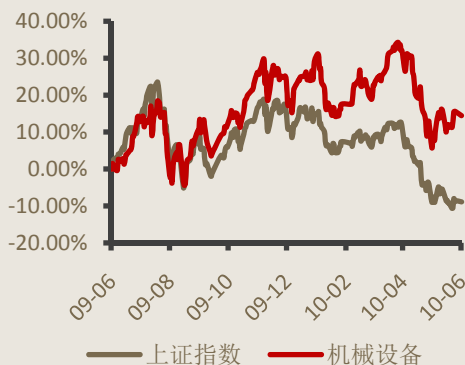
电话：(86731) 85832274

电邮：fumin@foundersc.com

发行上市资料

发行价格（元）	18.8
A 股发行股数（万股）	3100
发行前总股本（万股）	9200
发行后总股本（万股）	12300
发行日期	2010/6/30
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	国信证券
上市日期	2010/--/--

机械行业相对上证指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

引领金属管件高端发展，未来高成长可期

中南重工（002445）新股投资价值分析

新股投资价值分析
2010.06.30

机械行业

投资要点

※受下游行业需求旺盛带动，金属管件业将保持快速发展

工业金属管件主要适用于石油化工、船舶、电力等国民经济命脉行业。随着中国城镇化基础建设的加快、中西部地区大开发政策的深入贯彻、世界船舶订单向亚洲的进一步转移、海洋勘探资源和核电站项目的全面启动，下游行业的旺盛需求将会带动中国金属管件行业的快速发展。

※公司拥有八大船级社认证和 PED 和 AD 证书，且研发实力行业领先

公司目前已经获得挪威 DNV、德国 GL 等八大船级社船检认证和欧盟承压设备指令中管件、法兰制造许可证（PED 和 AD 证书，该证书时管件和法兰产品进入欧盟市场的许可证。此外，公司还拥有国家质检总局颁发的压力管道元件、压力容器等特种设备制造许可证。公司专门成立了中南研究所从事管件产品技术研究和新产品开发，目前已经获得 1 项发明专利、11 项实用新型专利和 1 项外观设计专利，另有 4 项技术申请专利已受国家知识产权局受理。

※公司高端金属管件产品生产方面处于国内领先地位

公司产品链完整，尤其在大口径、复合材料、特殊材料等高端管件方面优势明显。公司自行研制的 DN1400 弯管推制机是目前国内最大口径弯管推制机，已经应用在西气东输项目上；公司是国内极少数具备大规模生产复合材料管件生产能力，相关产品已经开始供应石化和煤化工领域的大型企业；公司标准化管系模块生产能力居于国内管件供应商领先地位。

※公司区位优势显著，拥有优质和稳定的客户资源

公司所处江阴及周边地区是上游原材料钢管行业和下游石化、造船企业聚集地，为公司提供了丰富的原材料来源和稳定的下游客户资源。公司与石化、船舶等行业多家龙头企业建立了长期合作关系，是外高桥船厂、江南造船、上海船厂等多家造船集团相关产品唯一供应商或最大供应商。

※未来年均复合增长率 51.56%，合理估值区间 20.16-23.04 元

公司募投项目主要投向不锈钢管件、不锈钢法兰和管系等高端产品，募投项目完全达产后可令公司新增 8 亿元收入。我们预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 5.49 亿元、6.88 亿元与 12.61 亿元，年均复合增长 51.56%，按发行后总股本摊薄计算 2010-2012 年公司每股基本收益分别为 0.72 元、0.92 元、1.42。考虑公司未来有望随募投项目产能释放后的潜力，以及公司当前上游钢材原料价格较低，我们认为公司盈利能力有保障，给予公司二级市场上市后 2010 年 28 倍—32 倍估值区间，对应合理股价区间为 20.16 元—23.04 元。

※风险提示

下游行业需求大幅度波动风险；主要原材料及产品价格变动风险；所得税政策变化风险。

一、金属管件行业领军企业

1、主营业务介绍

公司主营业务为工业金属管件和压力容器的生产和销售，包括碳钢、不锈钢、复合材料等材质。公司产品广泛应用于国内外石化、石油、化工、纺织、造纸、电力、船舶、冶金、食品、制药、机械、核电等行业。公司 2007 年至 2009 年三年主营业务保持快速稳定增长，营业收入复合增长率达到 19.56%，利润总额的复合增长率达到 20.83%。

图表 1 公司主要产品及用途

产品	主要用途
三通、四通管	连接媒介传送的工业主管道和副管道的部件
弯头	改变媒介在工业管道中流动方向的部件
异径管	改变媒介在工业管道流量和流速的部件
管帽	封闭工业管道顶端，阻止管道内媒介泄露的部件
法兰	连接工业管道，加固连接点的外部或内部的肋或边沿
管系	位于特定区域内的一系列管道和管件的组合体，用于引导液体或气体的流向
压力容器	封闭的坚硬钢铁容器，在不同于周围气压压力状态下容纳气体或液体

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2、公司股权结构

中南重工系由江南管业有限公司以整体变更方式设立，公司目前中南投资和 Toe Teow Heng 两家公司，分别持有公司 75%和 25%的股权，陈少忠持有中南投资 93.34%的股权是本公司的实际控制人。

图表 2 公司发行前后股本结构

股东	发行前		发行后	
	持股数(万股)	持股比例(%)	持股数(万股)	持股比例(%)
中南投资	6900	75	6900	56.10
Toe Teow Heng	2300	25	2300	18.70
社会公众股东	—	—	3100	25.20
合计	9200	100	12300	100

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

二、下游行业需求旺盛，带动金属管件快速发展

工业金属管件主要适用于石油化工、船舶、电力等国民经济命脉行业。2009 年颁布实施的《石化产业调整和振兴规划》显示中国将进行大规模油气管道建设，石化行业将继续保持高增长；2009 年中国造船完工量首次超过 4000 万载重吨，占世界市场份额的 30%，中国船舶行业的结构性矛盾和关键零部件产能瓶颈使得液化石油气 LPG 运输船、液化天然气 LNG 运输船、海上重型船等高附加值船和船用关键零部件产业具有较好的成长潜力；2009 年在实体经济增速放缓的影响下，中国电力行业仍保持了较快发展，全年发电装机容量为 8.74 亿千瓦，同比增长 10.23%。随着中国城镇化基础建设的加快、中西部地区大开发政策的深入贯彻、世界船舶订单向亚洲的进一步转移、海洋勘探资源和核电站项目的全面启动都将会带动中国金属管件行业的快速发展。

图表 3 工业金属管件行业上下游产业链



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

三、公司竞争优势突出，引领高端金属管件发展

1、公司资质齐全

资质认证是金属管件行业的重要壁垒，公司目前已经获得挪威 DNV、德国 GL 等八大船级社船检认证和欧盟承压设备指令中管件、法兰制造许可证（PED 和 AD 证书，该证书时管件和法兰产品进入欧盟市场的许可证。此外，公司还拥有国家质检总局颁发的压力管道元件、压力容器等特种设备制造许可证。目前公司正在向国家核安

全局申请核级管件制造许可证，如果能取得该许可证，将会成为公司新的利润增长点。

2、区位优势显著

公司所在地江阴及其周边地区是石化企业、大型造船厂、电力企业的集聚地，为公司管件业务发展提供了巨大的市场空间。而且公司原材料供应商主要集中在附近地区，公司以比价的方式采购，可以有效降低成本，从而保证公司稳定可靠的原材料供应。

3、客户资源稳定

公司与石化、船舶等行业多家龙头公司建立了长期合作关系。在石化领域，取得中石油和中石化旗下多家重要公司的供应商资格，并与江苏扬子江船厂有限公司、上海船厂船舶有限公司、江南造船（集团）有限责任公司、上海外高桥造船有限公司等船舶龙头企业签订了长期合作框架协议，而且是外高桥船厂、江南造船、上海船厂等多家造船集团相关产品唯一供应商或最大供应商。公司还与韩国韩亚国际贸易有限公司、日本 Taiyo Kohsan Co.,Ltd.，德国 Wihelm Geldbach Piping Equeipment Co.,Ltd. 等十家国外客户建立了稳定的合作关系，拥有了稳定的海外客户资源。

4、具备批量生产高端金属管件能力

金属管件业的中低端产品竞争激烈，高端产品以进口为主。公司产品链完整，尤其在大口径、复合材料、特殊材料等高端管件方面优势明显。公司自行研制的 DN1400 弯管推制机是目前国内最大口径弯管推制机，已经应用在西气东输项目上；公司具备了大规模生产复合材料管件的生产能力，相关产品已经被广泛用于中石化福建炼油乙烯项目、中石化普光天然气净化项目、中国神华 829 工程和中国兵器集团华锦乙烯项目；公司标准化管系模块生产能力居于国内管件供应商领先地位，是国内极少数具备标准化管系模块生产能力的企业之一。

四、募投项目皆为高端产品，助力公司高成长

公司募投项目主要投向不锈钢管件、不锈钢法兰和管系等高端产品。项目达产后，公司不锈钢管件、法兰的年产能将各增加 3000 吨，碳钢管系的产能增加 7500 吨，不锈钢管系产能将增加 2500 吨。考虑到公司现有的生产能力、管理水平和优秀的客户资源，公司在获取市场订单方面优势明显，新增产能可被市场充分消化。高端管件、法兰和管系的价格是普通碳钢管件、法兰和管系的 5-8 倍，募投项目完全达产后可令公司新增约 8 亿元收入，等于再造两个中南重工。

图表 4 公司募投项目新增产能情况（吨/年）

产 品 名 称	现有产能	募投项目新增产能
管件	不锈钢管件 4100	3000
	碳钢管件 14200	
法兰	不锈钢法兰 1200	3000
	碳钢法兰 2600	
管 系	3300	10000
压力 容器	1500	

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

五、公司盈利预测与估值

根据公司本次募投项目的实际建设情况和未来建成后产能的释放,我们预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 5.49 亿元、6.88 亿元与 12.61 亿元,实现净利润分别为 0.88 亿元、1.14 亿元和 1.74 亿元,按发行后总股本摊薄计算 2010-2012 年公司每股基本收益分别为 0.72 元、0.92 元、1.42。我们给予公司二级市场上市后 2010 年 28 倍—32 倍估值区间,对应合理股价区间为 20.16 元—23.04 元。

风险提示

下游行业需求大幅度波动风险；主要原材料及产品价格变动风险；所得税政策变化风险。

图表 5 中南重工 2010-2012 年盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入(百万)	443	549	688	1261
营业成本	317	398	495	951
营业税金及附加(百万)	0	0	0	1
销售费用(百万)	15	18	21	41
管理费用(百万)	20	23	29	53
财务费用(百万)	7	5	8	10
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润(百万)	80	105	135	206
加：营业外收入(百万)	0	0	0	0
减：营业外支出(百万)	0	0	0	0
三、利润总额(百万)	80	105	135	206
减：所得税(百万)	13	16	20	31
四、净利润(百万)	68	89	115	175
少数股东损益(百万)	1	1	1	1

归属于母公司净利润(百万)	67	88	114	174
五、总股本(百万股)	92	123	123	123
六、EPS(元/股)	0.55	0.72	0.92	1.42

数据来源：方正证券研究所

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司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, 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, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司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, 我公司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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 (310006)
电话:	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真:	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com