

2010 年 9 月 6 日

中国一重

核电业务是亮点

A
买入

601106.SS – 人民币 5.37

目标价格: 人民币 6.36

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	2	(5)	-
相对新华富时A50 指数(%)	-	3	(9)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	6,538
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	10,884
3个月日均交易额(人民币 百万)	244
净负债比率(%) (2010E)	9
主要股东(%)	
中国第一重型机械集团公司	62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

在下游冶金行业出现结构调整的背景下, 2010 年上半年公司的冶金设备收入同比下滑接近 68%, 但是核能设备同比增长 16 倍, 其他业务比如重型压力容器和大型铸锻件均有小幅增长。从上半年的角度来看, 冶金设备严重下滑, 而核能设备还无法弥补, 但是从全年的角度来看, 我们依然相信凭借高利润率产品核能设备的爆发, 公司将实现稳定增长。我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 从业务构成分析, 2010 年来自冶金设备的收入占比显著下降, 未来重型压力容器、大型铸锻件及核电设备等产品将成为公司的支柱产品和盈利增长点。
- 我们预计 公司未完成合同金额接近 170 亿元, 其中核能设备的占比达到 35%, 成套设备占比 26%, 大型铸锻件占比 22%, 重型压力容器占比 15%。
- 我们预计 2010 年的公司销售收入同比增长 13%, 销售额达到 108 亿元, 预计 2010 年净利润同比增长 12%, 净利润达到 13.3 亿元, 每股收益 0.20 元。

评级面临的主要风险

- 公司属于重型机械行业, 主要为冶金、石化、电力等行业提供重型装备, 是国家基础工业的上游行业, 受宏观经济影响较大。

估值

- 我们估计公司今后两年的盈利能力将大幅提升。我们认为中国一重估值应较机械装备类公司存在一定溢价, 并在新能源核电设备公司中处于平均水平。基于 22 倍 2011 年预期市盈率, 我们维持中国一重的目标价 6.36 元人民币和买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	10,207	9,153	10,387	13,025	14,924
变动(%)	44	(10)	13	25	15
净利润(人民币百万)	1006	1189	1331	1904	2261
全面摊薄每股收益(人民币)	0.22176	0.26	0.20	0.29	0.35
变动(%)	114	18	(22)	43	19
市盈率(倍)	24.5	20.7	26.7	18.6	15.7
每股现金流量(人民币)	(0.25)	0.17	0.20	0.19	0.41
价格/每股现金流量(倍)	(21.4)	31.5	27.6	28.9	13.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	16.5	14.9	11.9	9.9
每股股息(人民币)	0.00	0.04	0.03	0.04	0.05
股息率(%)	0.0	0.7	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。我们估计公司今后两年的盈利能力将有所提升。我们认为中国一重估值应较机械装备类公司存在一定溢价，并在新能源核电设备公司中处于平均水平。基于 22 倍 2011 年预期市盈率，我们维持中国一重的目标价 6.36 元人民币和**买入**评级。

产品结构调整。由于产品结构调整，冶金设备未来的占比将大幅度的下降，而核能设备的占比将快速上升并能弥补冶金业务的下滑，但是核能设备的结算周期不同于冶金设备，核能设备的订单周期相对来说更长，我们预计有接近 10 多亿的核能收入将在 2010 年下半年结算并体现到报表中。因此从上半年的角度来看，冶金设备严重下滑，但是核能设备还无法弥补，但是从全年的角度来看，我们依然相信凭借高利润率产品核能设备的爆发，公司将实现增长。2010 年上半年公司净利润率下滑了 2.3 个百分点，主要是财务费用和研发费用增加所致，我们认为募集资金将逐步减轻公司的负债率，从而降低公司较高的财务成本。

未来收入分析。随着国内钢铁市场总量饱和以及结构调整，未来冶金设备业务占比将保持在 15-20%的水平，如果公司开展冶金工程总包顺利的话，冶金业务的收入可能会超预期；公司二代加核电锻件实现批量生产，第三代 AP1000 核电锻件研制取得了成功，承担的国家大型先进压水堆重大专项完成了阶段性任务，预计 2010 和 2011 年将是核能设备业务爆发式增长的阶段，2010 年核电设备的收入占比将接近 13-15%，2011 年核电设备的收入占比将达到 30%；重型压力容器业务保持快速增长，公司未来将从单纯炼油容器让石化类容器发展，而且在油价高长的背景下，国外的炼油需求也在快速增长，毛利水平也相对稳定，预计未来压力容器业务快速增长。

核电领域绝对龙头。公司是国内制造核压力容器时间最早、数量最多，也是目前在手订单最多的企业。公司占有核反应堆压力容器国内约 80% 市场。核锻件市场方面，公司占有率约在 80-90%，锻造了世界首支直径 5.75 米的百万千瓦核电蒸发器锥形筒体，并在国内率先承担了世界首个第三代核电站 AP1000 核岛全套锻件的制造任务。目前公司已掌握了制造百万千瓦级核压力容器的制造技术，具备了相应制造能力，并正在制造首个国产化第三代核电站 AP1000 核压力容器。公司已取得了国家核安全局颁发的压水堆、低温堆和快中子增殖反应堆压力容器的制造资格证书。公司有能力按照 ASME 标准和质量体系的要求制造核电产品，同时公司的核电产品制造能力已获得了国际上的认可。我们预计公司在 2010 年将新增 35 亿元的核电设备订单。通过百万千瓦级核电一回路主设备制造项目的建设(IPO 募集资金项目)，公司可以形成 5 整套百万千瓦级核电站核岛主设备的批量生产规模，我们预计在 2014 年前一重将实现核电主设备（不包括核电铸锻件）50 亿元的年销售收入。

展望未来。中国一重将受益于我国政府大力推动经济结构调整和战略性新兴产业发展的政策决定。我们估计中国一重的产品结构调整在 2009 年已基本完成。今后两年，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。目前中国一重手持合同订单饱满，主要生产设备均保持在满负荷运转状态。我们估计核能设备和大型铸锻件可能成为公司今后盈利增长的主要引擎。我们预计公司未完成合同金额接近 170 亿元，其中核能设备的占比达到 35%，成套设备占比 26%，大型铸锻件占比 22%，重型压力容器占比 15%。我们认为，公司在核能设备上的竞争力处于国内领先，世界一流的水平。

盈利预测。我们预计 2010 年的公司销售收入同比增长 13%，销售额达到 108 亿元，预计 2010 年净利润同比增长 12%，净利润达到 13.3 亿元，每股收益 0.20 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	10,207	9,153	10,387	13,025	14,924
销售成本	(7,474)	(6,409)	(6,948)	(8,761)	(10,007)
经营费用	(604)	(713)	(638)	(706)	(610)
息税折旧前利润	2,129	2,031	2,801	3,559	4,307
折旧及摊销	(289)	(370)	(590)	(903)	(1,233)
经营利润 (息税前利润)	1,839	1,660	2,211	2,656	3,074
净利息收入/(费用)	(411)	(456)	(494)	(310)	(337)
其他收益/(损失)	(53)	125	(125)	(74)	(8)
税前利润	1,375	1,329	1,591	2,272	2,729
所得税	(376)	(145)	(239)	(341)	(437)
少数股东权益	7	5	(22)	(28)	(32)
净利润	1,006	1,189	1,331	1,904	2,261
核心净利润	1,006	1,189	1,331	1,904	2,261
每股收益(人民币)	0.407	0.262	0.204	0.291	0.346
核心每股收益(人民币)	0.407	0.262	0.204	0.291	0.346
每股股息(港币)	0.000	0.039	0.031	0.044	0.052
收入增长(%)	n.a.	(10)	13	25	15
息税前利润增长(%)	n.a.	(10)	33	20	16
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(5)	38	27	21
每股收益增长(%)	n.a.	(36)	(22)	43	19
核心每股收益增长(%)	n.a.	(36)	(22)	43	19

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,300	2,324	4,841	3,812	4,813
应收帐款	5,486	5,841	6,644	8,295	9,504
库存	5,824	5,751	6,324	7,857	8,838
其他流动资产	1,618	1,415	1,571	1,981	2,257
流动资产总计	15,227	15,332	19,380	21,945	25,412
固定资产	3,616	4,820	8,540	10,111	10,215
无形资产	602	1,104	1,091	1,078	1,066
其他长期资产	380	381	383	385	387
长期资产总计	4,599	6,305	10,013	11,573	11,667
总资产	19,826	21,636	29,393	33,519	37,080
应付帐款	3,540	2,865	2,991	3,843	4,470
短期债务	5,478	6,478	3,778	4,578	4,878
其他流动负债	4,365	3,490	3,768	4,685	5,365
流动负债总计	13,383	12,833	10,537	13,106	14,713
长期借款	1,960	2,340	2,340	2,340	2,340
其他长期负债	1,989	1,689	1,589	1,500	1,500
股本	2,473	4,538	6,538	6,538	6,538
储备	0	221	8,352	9,970	11,891
股东权益	2,473	4,759	14,890	16,508	18,429
少数股东权益	20	16	38	65	97
总负债及权益	19,826	21,636	29,393	33,519	37,080
每股帐面价值(人民币)	1.00	1.05	2.28	2.52	2.82
每股有形资产(人民币)	0.76	0.81	2.11	2.36	2.66
每股净负债/(现金) (人民币)	2.08	1.43	0.20	0.47	0.37

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,375	1,329	1,591	2,272	2,729
折旧与摊销	289	370	590	903	1,233
净利息费用	411	456	494	310	337
运营资本变动	(3,170)	(1,228)	(1,149)	(1,911)	(1,212)
税金	(376)	(145)	(239)	(341)	(437)
其他经营现金流	318	0	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	(1,152)	783	1,286	1,230	2,649
购买固定资产净值	(1,243)	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(9)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,252)	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)
净增权益	0	0	9,000	0	0
净增债务	2,500	1,080	(2,800)	711	300
支付股息	37	0	(178)	(200)	(286)
其他融资现金流	(121)	238	(494)	(310)	(337)
融资活动产生的现金流	2,416	1,318	5,527	202	(323)
现金变动	11	24	2,517	(1,029)	1,001
期初现金	2,289	2,300	2,324	4,841	3,812
公司自由现金流	(2,359)	(1,247)	(2,939)	(1,144)	1,410
权益自由现金流	(316)	(670)	(6,305)	(829)	1,286

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	20.9	22.2	27.0	27.3	28.9
息税前利润率	18.0	18.1	21.3	20.4	20.6
税前利润率	13.5	14.5	15.3	17.4	18.3
净利率	9.9	13.0	12.8	14.6	15.1
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.2	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	4.0	3.3	3.9	6.7	7.3
净权益负债率(%)	206.0	136.0	8.6	18.7	13.0
速动比率(倍)	0.7	0.7	1.2	1.1	1.1
估值(倍)					
市盈率	24.5	20.7	26.7	18.6	15.7
核心业务市盈率	24.5	20.7	26.7	18.6	15.7
目标价对应核心业务					
市盈率	28.7	24.3	30.0	20.0	17.1
市净率	10.0	5.2	2.4	2.2	1.9
价格/现金流	(21.4)	31.5	27.6	28.9	13.4
企业价值/息税折旧前					
利润	15.1	16.5	14.9	11.9	9.9
周转率					
存货周转天数	286.3	329.6	317.2	295.4	304.5
应收帐款周转天数	167.9	225.9	219.4	209.3	217.7
应付帐款周转天数	121.1	127.7	102.9	95.8	101.7
回报率(%)					
股息支付率	0.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	40.7	32.9	13.5	12.1	12.9
资产收益率	6.75	7.1	7.4	7.2	7.3
已运用资本收益率	17.8	14.5	13.2	12.3	12.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371