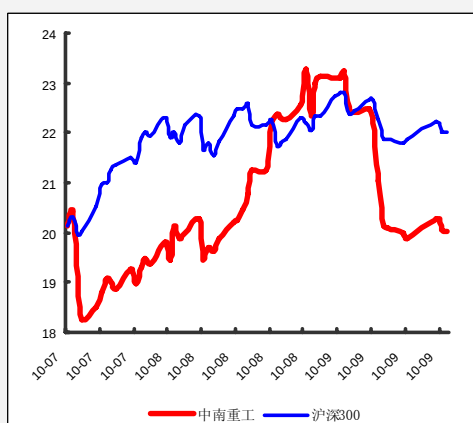




中南重工（002445）：打造高端工业血管龙头 产能瓶颈急需释放

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	123.0
实际流通 A 股（百万股）	24.8
实际流通 A 股市值（亿元）	4.96

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 章琪

电话 (025)83367888-3205

邮箱 qzhang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级： 推荐

➤ 重化工业推动内需发展，外需来自于全球产能转移和产品逐级替代

公司产品下游主要集中于石油化工、船舶和电力行业，09年三个主要行业的销售收入占总营业收入的比重分别为55%、21%和5%，其他内销产品占比7%，外贸出口占比13%。其中对石油化工行业的销售增长非常迅速，从07年的7299万元增长到09年的2.4亿，复合增长率达到81.9%。我国的重化工业进程仍将长期处于一个稳定向上增长的阶段，因而金属管件的总体需求也将持续快速地增长。

全球制造业产能向中国转移的过程在许多机械子行业已经发生，作为工业配套的管类产业也正处于向中国转移的趋势。2009年中国进口管件达7亿美元、约48亿人民币，加上法兰、压力容器和管系等达到近100亿元进口额，同时钢铁管件的进口价格远远高于出口价格，09年钢铁管件的平均进口价格为7.8万元/吨，而平均出口价格仅为1.4万元/吨，主要原因在于进口产品主要在于高端管件和管系。公司2009年管件市场占有率为1%，高端市场占有率为10%，由此可见，管件制造水平还存在着很大的提升空间，国内高端管件进口替代的需求依然很大。

➤ 高端化和模块化趋势使得公司产品搭上顺风车

公司在规模和资质上领先齐全，在行业中具备领先的竞争优势。公司是国内少数几家拥有全球八家船级社认证，还获得德国莱茵集团（TUV）颁发的欧盟承压设备（PED 97/23/EC和AD2000）指令中管件、法兰制造许可证的管件企业。此外公司拥有国家质检总局等颁发的压力管道元件、压力容器等特种设备制造许可证。同时公司已取得下游行业如中石化等多家重要公司的供应商准入资格，该类资格具备较高的壁垒。随着行业高端化

和模块化管系需求大幅提升的趋势到来，使得中高端产品占比约60%的中南重工有望充分分享果实。

石油、天然气行业中，建设长途输送管道急需大口径、高压管件；石油裂解工业中急需可耐高温、高压的集接管件；化工行业则急需不锈钢金属基复合材料制作的大口径管件。根据国土资源部数据，未来五年我国仍处于油气管道建设的高峰期，2011~2015年总共将建设82500公里油气管道。公司已与715所合作，产品已供应西气东输、川气东送和中石化普光气田等大型项目。在海洋石油工程设备领域，FPSO、FSO、半潜式平台、Spar（浮式独柱平台）、TLP（张力腿平台）对高性能、特殊标准工业金属管件、法兰产品有巨大需求。目前海工装备对管件等相关年需求达75亿元，中南重工在此块市场占有率近10%，其中供应国内最大的海工基地烟台莱弗士国产化管系中的20%。

核电方面，德国莱茵集团(TUV)颁发的欧盟承压设备(PED 97/23/EC 和 AD2000)指令中管件、法兰制造许可证使其09年开始直接向欧洲国家出口各种管件、法兰以及符合AD2000标准的核级管件。目前公司已通过东方电气向阳江、海阳核电站实现非核级管件系统供货，公司正在向国家核安全局申请核级的管件制造许可证，目前同处无锡的新峰管件公司已取得核级认证，预计中南重工明年初、最迟至11年6月前获得国内的核级管件认证。而在产品线上亦将以同时供应管件、法兰超过对手。我们认为如果届时业内具备相应资格厂商稳定在5家以内，则按照一座核电站管件设备1.5亿元，一年最乐观情况是10座计算，未来将给公司带来3亿元收入空间，相关产品毛利率大约在40%左右。但同时需注意到，由于主设备要提前在核电站正式投产的三年前交付，因此13年以前投产的核电站的建设可能都已经订单签订完毕，也就是说核电管件企业必须今年年底之前交付确认收入，因此目前来看14年及之后投产的核电站招标情况才将对公司长期业绩影响更大。

公司高端管价格为国外同类价格的70-80%。09年中南重工高端管件销售收入4000万元，2010年8月高端管销量已达去年全年水平，我们预计10年高端管收入增长50%以上。同时，金属管件需求未来发展的方向将是工程承包公司直接向大型管系生产商采购已经焊接组装完毕的模块化管系，管系模块化将是革命性的发展，此类模板英国Hamworthy公司年收入已达27亿人民币，中南重工作为国内资质、资金、技术先发龙头，有望参照其走上一条盈利性极强的发展路径。

➤ **毛利率将继续受益于下游石化需求占比提升 募投扩产成为收入增长主推力**

公司综合毛利率稳定，07-09 年分别达到 29.61%、27.62%和 28.50%。10 年上半年毛利率则进一步迅速提升到了 33.64%。主要原因在于近 2 年石化工业需求占比迅速提升，公司下游的石化企业客户由于规模普遍较大，对价格敏感度较低但对供应商业资质认证的门槛较高，因此公司供应该类客户产品的毛利率也稳定在较高水平。

短期内公司产能将继续紧张，随着 11 年中期募投项目逐步投产，虽然总产能增幅不大，但由于高端管件、法兰和管系的价格可以达到普通产品的 5-8 倍，募投项目将有望大幅新增公司销售收入约 8 亿元，与目前 4.4 亿元收入相比，相当于再造两个中南重工。预计 2010 年下半年公司将有一部分管系产能投产，11 年管件投产 1/4 产能，管系则 3/4 产能达产，将极大地缓解产能瓶颈压力。

➤ **估值和投资建议**

鉴于2010年产能瓶颈压力依然偏大，我们认为公司收入增速将在2011年后提升，按照募投项目投产进度，预计公司2010-2012年EPS为0.56元、0.91元和1.38元。对应2011年PE为21.97倍，首次给予“推荐”评级。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。