

# 新能源装备即将支撑起重机腾飞

**我们重申前期观点：**二重的股权激励法案会驱动公司向下一个增长点新能源业务迅速推进，其中的重大瓶颈资金缺口将被定增所缓解。依照公司在三代核电技术的研发和投资的进程，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 54.42%。

## 研究结论：

- **2012 年新能源和技改项目都将达产。**2013—2015 年，融资项目将有望增加销售规模有望达到 140 亿，新能源装备销售将贡献一半以上，其余部分则来自于各类板带钢热轧设备和石油化工容器等大型装备。公司将依托核电的铸锻件材料研发、成熟的冲压成型、三维虚拟组装、材料性能和热处理工艺研究能力等综合优势，实现将公司打造成为世界知名的成套装备基地和世界著名的铸锻钢基地的战略目标。
- **冶金投资下行带来短期压力。**2009 年钢铁行业对公司利润的贡献度超过 50%，在手订单也超过 40%。2010 年对于以重型冶金设备为支柱是最严峻的考验，钢铁企业的产能过剩和中、小型钢厂改建的低于预期造成大量订单无法如期履行。我们认为短期冶金产能扩张的停滞将给公司盈利带来一定的压力，但会随着以电站设备和大型铸锻产能的逐步到位逐渐消逝。
- **管理层的前瞻性提升抵御风险的能力。**管理层对冶金投资下行的风险作出了快速应对，在极短的时间内完成了三代核电等高端重大技术装备制造方面实现技术突破，率先完成 AP1000 核电主管道的试制。我们认为股东利益最大化将明显提升公司的管理水平。
- **投资密集型融资平台和政府大力支持构筑。**定增的顺利进行将对公司向新能源的转型起决定性作用，中国二重拟认购金额不低于 100,000 万元、不超过 250,000 万元，其中包括实际控制人债转股金额 99,488 万元。虽然已累计取得国家项目投资补助资金约 2.5 亿元，但重点建设项目的资金保障仍是发展瓶颈。基于重大技术装备出海口基地一期建设项目目前正处于建设关键时期和重大技术装备出海口基地二期建设项目也已经启动，我们认为此次融资对公司的转型将非常关键。
- **风险因素和催化剂：**钢铁行业固定投资继续下行的风险和核电技术开发和产品交付的不确定性，同时不可忽视原材料波动带来的风险。公司核电技术研发成功
- **估值与投资建议：**我们下调公司的盈利预测，下调目标价，给予公司股价 0.45PEG 和 24.49 倍 PE 的估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的价格为 12.59 元，维持买入评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。  
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

**周凤武**

机械行业首席分析师  
8621-63325888x6100  
zhoufw@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860200010048

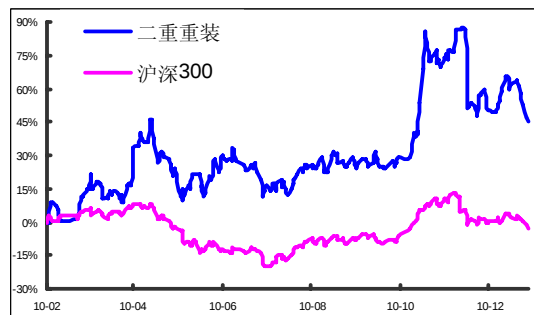
**胡耀文**

机械行业助理分析师  
执业证书编号：S0860110060048

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2010 年 12 月 28 日) | 11.85 元          |
| 目标价格                  | 12.59 元          |
| 流通股本/总股本 (万股)         | 30000/169000     |
| A 股市值 (亿元)            | 200.27           |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 机械               |
| 报告日期                  | 2010 年 12 月 29 日 |

## 股价表现



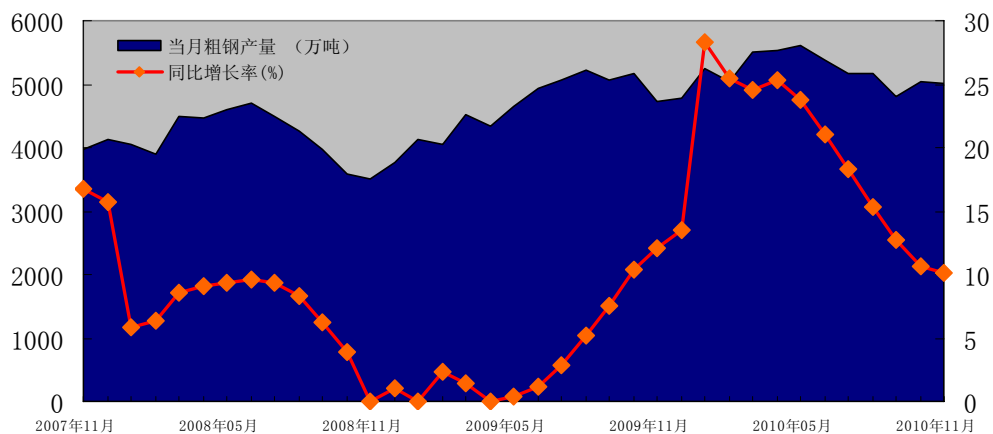
| 评价周期     | 1 个月 | 3 个月  | 12 个月 |
|----------|------|-------|-------|
| 绝对表现 (%) | 0.86 | 26.35 | 58.28 |
| 相对表现 (%) | 4.68 | 21.69 | 72.35 |

资料来源：WIND 咨询

| 财务分析      |         |         |         |          |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| (百万元)     | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E    |
| 主营业务收入    | 7554.83 | 6868.18 | 8762.55 | 11622.12 |
| 税前利润      | 356.97  | 585.80  | 988.82  | 1585.94  |
| 归属母公司净利润  | 380.25  | 526.63  | 869.17  | 1362.32  |
| EBITDA    | 968.41  | 1156.53 | 1616.22 | 2151.86  |
| 每股收益(元)   | 0.27    | 0.31    | 0.51    | 0.81     |
| 净资产收益率    | 13.14%  | 9.13%   | 13.36%  | 17.85%   |
| 每股经营现金(元) | 0.08    | 0.88    | 1.00    | 1.24     |
| 市盈率(X)    | 50.01   | 38.03   | 23.04   | 14.70    |
| EV/EBITDA | 23.06   | 18.03   | 12.20   | 8.45     |

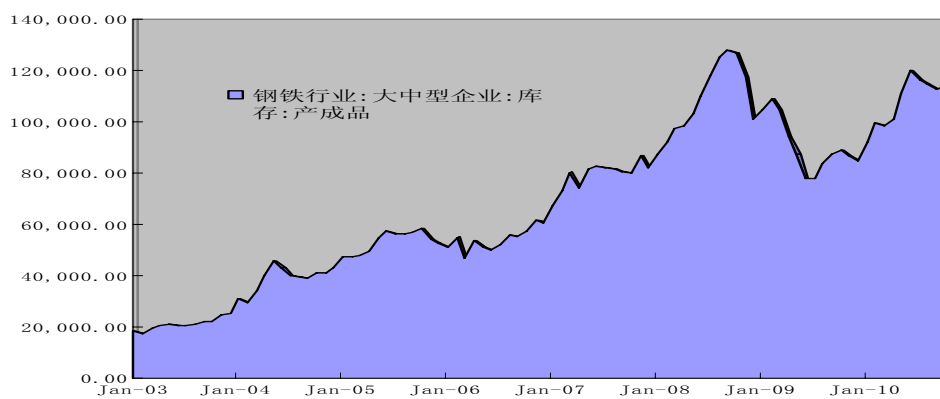
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 1：2010 年 1-10 月新增粗钢产量下滑



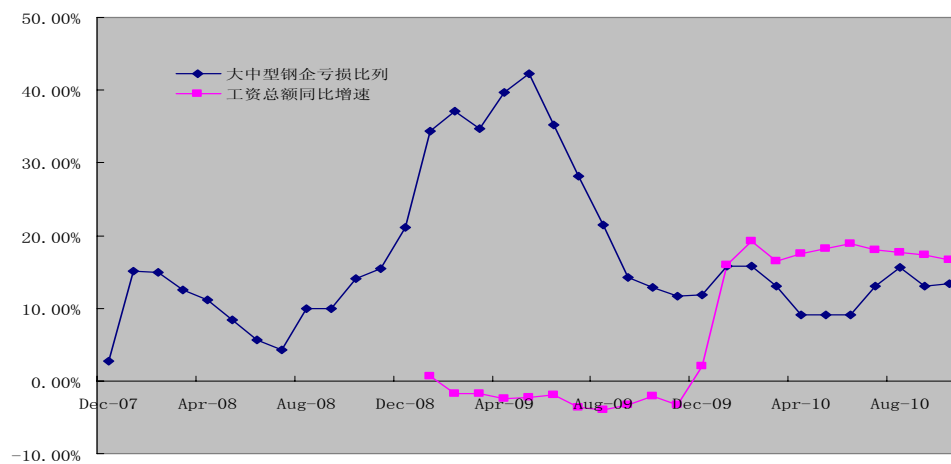
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2010 年钢铁月度产成品库存又创新高



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：大中型钢企的亏损比例持平同时人力成本压力明显加大



资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表 1：财务报表预测与比率分析**

| 损益表 (人民币百万元)   |         |         |         |         |         | 现金流量表 (人民币百万元) |          |         |          |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|----------|---------|----------|---------|---------|
|                | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |                | 2009     | 2010E   | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
| 营业总收入          | 7554.83 | 6868.18 | 8762.55 | 11622.1 | 15164.6 | 税后利润           | 380.25   | 526.63  | 869.17   | 1362.3  | 1939.1  |
| 营业成本           | 6158.89 | 5321.24 | 6694.97 | 8738.25 | 11282.7 | 经常性现金支出        | 683.21   | 717.82  | 793.69   | 743.41  | 720.11  |
| 主营业务税金及附       | 46.96   | 38.37   | 48.93   | 66.14   | 85.50   | 非经常性现金支        | (10.57)  | 29.72   | 40.47    | 39.54   | 37.64   |
| 销售费用           | 129.58  | 120.93  | 151.78  | 202.09  | 263.90  | 营运资金变动         | (948.32) | 219.87  | (7.09)   | (51.44) | (209.3) |
| 管理费用           | 581.17  | 549.45  | 683.48  | 883.28  | 1137.35 | 少数股东损益         | (0.22)   | 0.59    | 0.99     | 1.59    | 2.28    |
| 财务费用           | 277.77  | 256.02  | 194.61  | 135.77  | 87.25   | 经营活动现金净        | 104.35   | 1494.6  | 1697.23  | 2095.4  | 2489.8  |
| 营业利润           | 360.46  | 582.16  | 988.78  | 1596.59 | 2307.84 | 资本开支           | 2130.76  | 200.00  | 200.00   | 200.00  | 100.00  |
| 非经常性损益         | (3.49)  | 3.64    | 0.04    | (10.65) | (23.86) | 其他投资           | 129.81   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 税前利润           | 356.97  | 585.80  | 988.82  | 1585.94 | 2283.98 | 投资活动现金净        | (2054.6) | (199.8) | (199.87) | (199.8) | (99.81) |
| 所得税            | (23.06) | 58.58   | 118.66  | 222.03  | 342.60  | 贷款增加           | 1913.10  | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 净利润            | 380.03  | 527.22  | 870.16  | 1363.91 | 1941.39 | 支付股利利息         | (359.02) | (482.9) | (319.20) | (192.0) | (217.3) |
| 少数股东损益         | (0.22)  | 0.59    | 0.99    | 1.59    | 2.28    | 其他融资           | 2080.33  | (813.3) | (39.03)  | (183.2) | (267.5) |
| 归属母公司净利润       | 380.25  | 526.63  | 869.17  | 1362.32 | 1939.10 | 筹资活动现金净        | 1778.91  | 109.54  | (1436.1) | (944.1) | (484.9) |
| EPS (元/股)      | 0.27    | 0.31    | 0.51    | 0.81    | 1.15    | 现金净流量          | (171.38) | 1404.2  | 61.25    | 951.46  | 1905.1  |
|                |         |         |         |         |         | 现金期初余额         | 3439.13  | 3284.1  | 4688.39  | 4749.6  | 5701.1  |
| 资产负债表 (人民币百万元) |         |         |         |         |         | 现金期末余额         | 3267.75  | 4688.3  | 4749.64  | 5701.1  | 7606.2  |
|                | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 比率分析           |          |         |          |         |         |
| 货币资金           | 3284.11 | 4688.39 | 4749.64 | 5701.10 | 7606.21 |                | 2009     | 2010E   | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
| 应收账款票据         | 3679.72 | 3473.01 | 4258.72 | 5565.89 | 7113.24 | 增长能力           |          |         |          |         |         |
| 存货             | 4047.99 | 3597.99 | 4517.83 | 5875.02 | 7602.30 | 营收增长率(%)       | 0.76%    | -9.09%  | 27.58%   | 32.63   | 30.48   |
| 交易性金融资产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA 增长率     | 4.36%    | 19.43   | 39.75%   | 33.14   | 29.88   |
| 流动资产合计         | 11753.1 | 12305.9 | 14242.2 | 18083.7 | 23525.1 | EBIT 增长率(%)    | -2.57%   | 31.33   | 41.19%   | 46.39   | 38.26   |
| 长期投资           | 0.77    | 0.77    | 0.77    | 0.77    | 0.77    | 净利润增长率(%)      | 9.62%    | 38.73   | 65.05%   | 56.74   | 42.34   |
| 固定资产           | 3645.20 | 4991.89 | 4878.79 | 4645.98 | 4420.84 | 盈利能力           |          |         |          |         |         |
| 在建工程           | 1865.06 | 386.51  | 238.65  | 223.87  | 122.39  | 毛利率(%)         | 18.48%   | 22.52   | 23.60%   | 24.81   | 25.60   |
| 可供出售金融资产       | 4.99    | 4.99    | 4.99    | 4.99    | 4.99    | 净利率(%)         | 5.03%    | 7.68%   | 9.93%    | 11.74   | 12.80   |
| 非流动资产合计        | 6014.54 | 5823.29 | 5527.08 | 5259.93 | 4915.97 | EBITDA 利润率     | 12.82%   | 16.84   | 18.44%   | 18.52   | 18.43   |
| 资产总计           | 17767.7 | 18129.1 | 19769.3 | 23343.6 | 28441.0 | ROA(%)         | 2.14%    | 2.91%   | 4.40%    | 5.84%   | 6.83%   |
| 循环借款           | 3452.96 | 2366.72 | 1288.84 | 719.95  | 719.95  | ROE(%)         | 13.14%   | 9.13%   | 13.36%   | 17.85   | 21.19   |
| 应付账款           | 4152.72 | 3461.03 | 4447.10 | 5778.65 | 7451.95 | ROIC(%)        | 10.39%   | 13.34   | 14.66%   | 20.74   | 16.01   |
| 预收账款           | 2266.93 | 2235.21 | 2766.26 | 3676.51 | 4816.89 | 偿债能力           |          |         |          |         |         |
| 其他应付款          | 161.86  | 292.13  | 600.83  | 1131.21 | 1566.82 | 资产负债率(%)       | 83.72%   | 68.16   | 67.05%   | 67.27   | 67.78   |
| 流动负债合计         | 10237.9 | 8510.20 | 9409.36 | 11858.1 | 15431.4 | 流动比率(倍)        | 1.15     | 1.45    | 1.51     | 1.53    | 1.52    |
| 非流动负债合计        | 4637.41 | 3846.26 | 3846.26 | 3846.26 | 3846.26 | 速动比率(倍)        | 0.68     | 0.96    | 0.96     | 0.95    | 0.95    |
| 负债合计           | 14875.3 | 12356.4 | 13255.6 | 15704.3 | 19277.6 | 价值评估           |          |         |          |         |         |
| 股本             | 1390.00 | 1690.00 | 1690.00 | 1690.00 | 1690.00 | P/B(倍)         | 5.81     | 3.50    | 3.10     | 2.64    | 2.20    |
| 资本公积           | 698.37  | 2995.81 | 3169.64 | 3442.11 | 3829.93 | P/E(倍)         | 50.01    | 38.03   | 23.04    | 14.70   | 10.33   |
| 未分配利润          | 654.22  | 910.19  | 1432.86 | 2216.33 | 3253.38 | EV/收入(倍)       | 2.96     | 3.04    | 2.25     | 1.57    | 1.07    |
| 股东权益           | 2892.40 | 5772.73 | 6513.68 | 7639.31 | 9163.42 | EV/EBITDA(倍)   | 23.06    | 18.03   | 12.20    | 8.45    | 5.83    |
| 负债和股东权益        | 17767.7 | 18129.1 | 19769.3 | 23343.6 | 28441.0 | EV/EBIT(倍)     | 34.98    | 24.87   | 16.66    | 10.50   | 6.80    |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)