

2011 年 4 月 29 日

中国一重

短期业绩将触底反弹

买入
A 601106.SS - 人民币 5.17
 目标价格: 人民币 5.88 (▼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(%)	(13)	(8)	(28)	(3)
相对新华富时 A50 指数(%)	(18)	(8)	(35)	(1)

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)	10,478
3 个月日均交易额(人民币 百万)	507
净负债比率(%) (2011E)	19.8
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
 具备证券投资咨询业务资格

中国一重 2010 年净利润同比下滑 34% 至 7.9 亿人民币, 收入同比下滑 6% 至 85.9 亿人民币。由于 2010 年公司业务结构的调整, 冶金设备的毛利率大幅下滑, 因此公司的毛利率出现了 4.7 个百分点的下降。公司的经营利润率同比下降了大约 6.4 个百分点, 公司的净利润率同比下滑了 3.8 个百分点。我们认为短期业绩会出现触底反弹, 因此我们维持公司买入评级, 目标价格下调至 5.88 元。

支撑评级的要点

- 从 2010 年盈利的角度来看, 冶金设备收入严重下滑, 而核能设备还无法弥补, 但是我们相信 2011 和 2012 年冶金设备的增长将超过之前的预期。
- 公司 2010 年新签订单为 164 亿元, 同比增长 73.5%; 其中冶金订单约 98 亿元, 增长 492%, 钢铁行业上大压小的产业政策拉动了设备的更新换代需求; 重型石化容器订单为 22 亿元, 增长 83%。
- 我们预计 2011 年的公司销售收入同比增长 25%, 销售额达到 108 亿元, 预计 2011 年净利润同比增长 54%, 净利润达到 11 亿元, 每股收益 0.17 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有所改善。基于 28 倍 2012 年预期市盈率, 我们将中国一重的目标价从 6.36 元人民币下调至 5.88 元人民币, 维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	9,153	8,591	10,801	12,980	15,030
变动(%)	(10)	(6)	26	20	16
净利润(人民币 百万)	1,189	790	1,097	1,379	1,740
全面摊薄每股收益(人民币)	0.262	0.121	0.168	0.211	0.266
变动(%)	(35.6)	(53.9)	38.9	25.8	26.1
市盈率(倍)	19.7	42.8	30.8	24.5	19.4
每股现金流量(人民币)	0.17	0.22	0.12	0.22	0.35
价格/每股现金流量(倍)	30.0	23.1	44.6	23.7	14.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.8	21.8	14.6	11.6	9.4
每股股息(人民币)	0.039	0.018	0.025	0.032	0.040
股息率(%)	0.8	0.4	0.5	0.6	0.8

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。基于 28 倍 2012 年预期市盈率，我们将中国一重的目标价从 6.36 元人民币下调至 5.88 元人民币，维持公司**买入**评级。

2010 年盈利同比下滑 34%。中国一重 2010 年净利润同比下滑 34%至 7.9 亿人民币，收入同比下滑 6%至 85.9 亿人民币。由于 2010 年公司业务结构的调整，冶金设备的毛利率大幅下滑，因此公司的毛利率出现了 4.7 个百分点的下降。公司的经营利润率同比下降了大约 6.4 个百分点，公司的净利润率同比下滑了 3.8 个百分点。

盈利分析。从 2010 年盈利的角度来看，冶金设备收入严重下滑，而核能设备还无法弥补，但是我们相信 2011 和 2012 年冶金设备的增长将超过之前的预期；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；公司是全世界制造大型铸锻件主要的厂家之一，2009 年收入同比增长 76%，在公司突破百万千瓦火电超临界以及超超临界大型锻件的基础上，未来大型铸锻件将进一步扩大。

展望未来。中国一重将受益于政府大力推动高端制造业和战略性新兴产业发展的政策决定。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。公司 2010 年新签订单为 164 亿元，同比增长 73.5%；其中冶金订单约 98 亿元，增长 492%，钢铁行业上大压小的产业政策拉动了设备的更新换代需求；重型石化容器订单为 22 亿元，增长 83%。

新产品新市场。公司核能设备订单将保障未来 3 年业绩，我们认为短期不受日本核电事件的影响，而核电行业中长期发展尚需等待相关政策明确。不过公司的工程总包与出口将成为新的增长点。10 年公司冶金设备新签订单中，工程总承包占比在 50%左右。工程总承包具有附加值与盈利能力较高等优点，将是公司未来的重要发展方向。出口目前占比较小，未来有较大的发展空间。高端装备相关新产品是未来发展的新领域。公司 11 年将进行海水淡化和环保设备等新产品的生产与研制工作，新产品将是公司中长期的重要发展领域。

盈利预测。我们预计 2011 年的公司销售收入同比增长 26%，销售额达到 108 亿元，预计 2011 年净利润同比增长 54%，净利润达到 11 亿元，每股收益 0.17 元。

图表 2. 2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动 %
营业收入	9,152.5	8,591.2	(6)
营业成本	(6,409.4)	(6,418.9)	0
毛利润	2,743	2,172	(21)
销售费用	(132)	(103)	(22)
管理费用	(950)	(1,069)	12
营业利润	1,660	1,001	(40)
财务成本	(456)	(236)	(48)
投资及其它收益	125	382	206
税前利润	1,329	1,147	(14)
税金	(145)	(347)	139
少数股东权益	4.8	(10.6)	(323)
净利润	1,189	790	(34)
盈利能力(%)			
毛利率	30.0	25.3	
经营利润率	18.1	11.7	
净利率	13.0	9.2	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	9,153	8,591	10,801	12,980	15,030
销售成本	(6,409)	(6,419)	(7,898)	(9,468)	(10,940)
经营费用	(713)	(581)	(375)	(302)	(245)
息税折旧前利润	2,031	1,592	2,528	3,210	3,845
折旧及摊销	(370)	(590)	(903)	(1,233)	(1,533)
经营利润(息税前利润)	1,660	1,001	1,625	1,977	2,312
净利息收入/(费用)	(456)	(236)	(305)	(347)	(337)
其他收益/(损失)	125	382	(14)	32	119
税前利润	1,329	1,147	1,306	1,661	2,094
所得税	(145)	(347)	(196)	(266)	(335)
少数股东权益	5	(11)	(13)	(16)	(19)
净利润	1,189	790	1,097	1,379	1,740
核心净利润	1,189	790	1,097	1,379	1,740
每股收益(人民币)	0.262	0.121	0.168	0.211	0.266
核心每股收益(人民币)	0.262	0.121	0.168	0.211	0.266
每股股息(港币)	0.039	0.018	0.025	0.032	0.040
收入增长(%)	(10)	(6)	26	20	16
息税前利润增长(%)	(10)	(40)	62	22	17
息税折旧前利润增长(%)	(5)	(22)	59	27	20
每股收益增长(%)	(36)	(54)	39	26	26
核心每股收益增长(%)	(36)	(54)	39	26	26

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,324	5,277	3,861	3,750	4,854
应收帐款	5,841	5,495	6,879	8,267	9,572
库存	5,751	5,855	7,096	8,377	9,532
其他流动资产	1,415	1,454	1,789	2,139	2,466
流动资产总计	15,332	18,081	19,625	22,533	26,424
固定资产	4,820	8,540	10,111	10,215	9,113
无形资产	1,104	1,091	1,078	1,066	1,054
其他长期资产	381	381	383	385	387
长期资产总计	6,305	10,012	11,572	11,666	10,555
总资产	21,636	28,093	31,197	34,199	36,979
应付帐款	2,865	2,769	3,471	4,237	4,985
短期债务	6,478	3,778	4,578	4,878	4,878
其他流动负债	3,490	3,161	3,907	4,653	5,388
流动负债总计	12,833	9,708	11,955	13,768	15,250
长期借款	2,340	2,340	2,340	2,340	2,140
其他长期负债	1,689	1,589	1,500	1,500	1,500
股本	4,538	6,538	6,538	6,538	6,538
储备	221	7,892	8,825	9,997	11,476
股东权益	4,759	14,430	15,363	16,535	18,014
少数股东权益	16	26	40	56	74
总负债及权益	21,636	28,093	31,197	34,199	36,979
每股帐面价值(人民币)	1.05	2.21	2.35	2.53	2.76
每股有形资产(人民币)	0.81	2.04	2.18	2.37	2.59
每股净负债/(现金)(人民币)	1.43	0.13	0.47	0.53	0.33

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,329	1,147	1,306	1,661	2,094
折旧与摊销	370	590	903	1,233	1,533
净利息费用	456	236	305	347	337
运营资本变动	(1,228)	(162)	(1,558)	(1,549)	(1,359)
税金	(145)	(347)	(196)	(266)	(335)
其他经营现金流	0	(1)	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	783	1,465	757	1,426	2,268
购买固定资产净值	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)	(420)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,076)	(4,297)	(2,461)	(1,325)	(420)
净增权益	0	9,000	0	0	0
净增债务	1,080	(2,800)	711	300	(200)
支付股息	0	(178)	(118)	(165)	(207)
其他融资现金流	238	(236)	(305)	(347)	(337)
融资活动产生的现金流	1,318	5,785	288	(212)	(744)
现金变动	24	2,953	(1,416)	(111)	1,104
期初现金	2,300	2,324	5,277	3,861	3,750
公司自由现金流	(1,247)	(2,756)	(1,612)	177	1,934
权益自由现金流	(670)	(5,869)	(1,297)	53	1,311

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	22.2	18.5	23.4	24.7	25.6
息税前利润率	18.1	11.7	15.0	15.2	15.4
税前利润率	14.5	13.4	12.1	12.8	13.9
净利率	13.0	9.2	10.2	10.6	11.6
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.9	1.6	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	3.3	3.2	4.1	4.7	5.5
净权益负债率(%)	136.0	5.8	19.8	20.9	12.0
速动比率(倍)	0.7	1.3	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	19.7	42.8	30.8	24.5	19.4
核心业务市盈率	19.7	42.8	30.8	24.5	19.4
目标价对应核心业务	22.4	48.7	35.0	27.9	22.1
市盈率					
市净率	4.9	2.3	2.2	2.0	1.9
价格/现金流	30.0	23.1	44.6	23.7	14.9
企业价值/息税折旧前利润	14.8	21.8	14.6	11.6	9.4
周转率					
存货周转天数	329.6	330.0	299.2	298.2	298.7
应收帐款周转天数	225.9	240.8	209.1	212.9	216.6
应付帐款周转天数	127.7	119.7	105.4	108.4	112.0
回报率(%)					
股息支付率	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	32.9	8.2	7.4	8.6	10.1
资产收益率	7.1	2.8	4.7	5.1	5.5
已运用资本收益率	14.5	6.3	8.0	8.9	9.8

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