

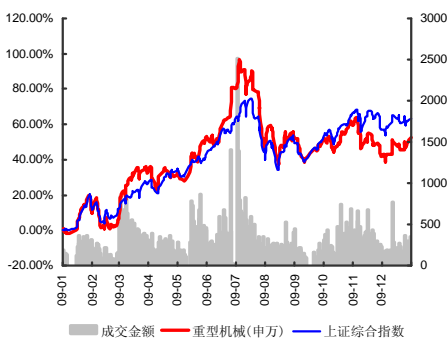
2010年01月19日

——二重重装（601268.SH）网下询价报告

投资建议：

申购

所在行业最近52周走势：



报告作者：

低碳新能源组

联系方式

滕亚兰 赵心

电话：0510-82832380

Email: tengyl@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

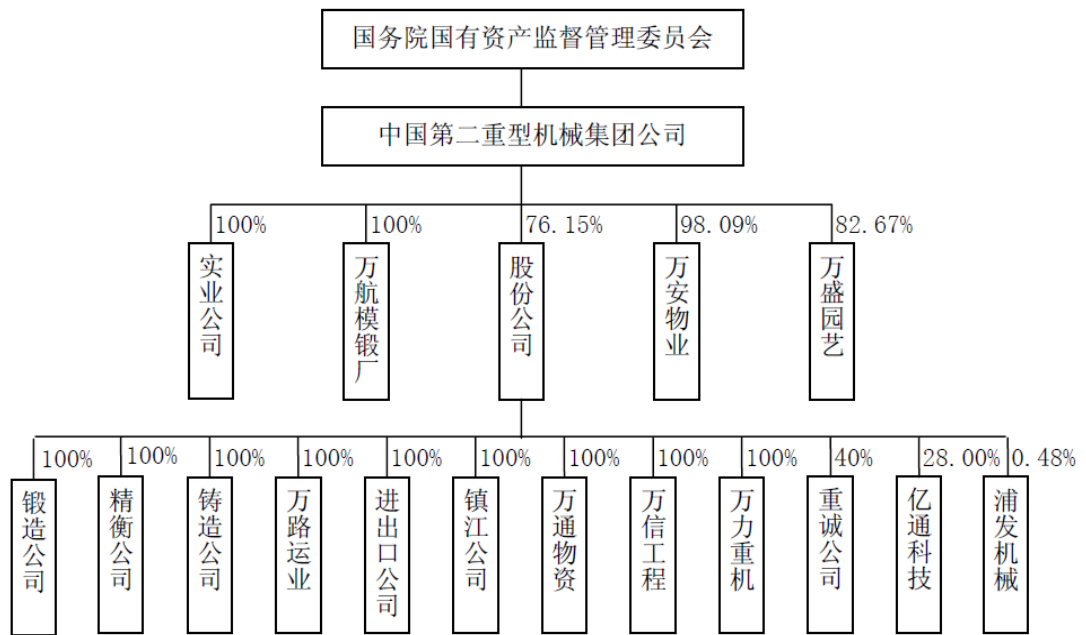
- **二重重装是中国大型铸锻件和成套装备领域的领军企业。**公司是主要服务于国民经济的基础产业，为钢铁企业、发电设备制造企业、石油化工企业、造船企业、汽车企业等提供重大技术装备和重型铸锻钢产品。公司拥有多项国内先进生产技术，是行业中的领军企业。
- **重型机械行业的快速发展为公司提供了良好的行业背景。**随着国民经济的快速发展，钢铁、电力、石化、煤炭等国民经济主导产业的发展和城市基础设施的大规模建设，为重型机械行业提供了很大的市场需求。
- **公司核心竞争优势明显。**公司工艺设备先进、技术领先，主题制造能力突出；公司及时调整产品结构，拥有宽广的产品线和高毛利率产品；市场份额突出，产品市场占有率居国内行业领先地位；公司研发水平居行业领先地位。
- **募投项目建设将进一步提升公司的竞争优势。**募投项目紧紧围绕国家清洁能源战略方向和产业政策，着力解决重点产品产能瓶颈问题以及优化产品结构、提升产品等级，从而提升公司的竞争优势。
- **公司的合理价格区间6.93-8.82元。**我们预测公司09年、10年和11年的EPS分别为0.206元、0.315元和0.421元。根据目前A股市场可比公司平均估值以及考虑到公司是行业领先企业，拥有核心技术实力和竞争力，未来成长性的确定等因素，我们给予公司10年的合理估值水平为22-28倍，对应的每股股价为6.93-8.82元之间。
- **我们建议的主报价为8.82元。**同时为保证询价成功，我们以上下一一定浮动来确定最高报价和最低价格，我们建议提高最高报价至9.26元，降低最低价格至7.93元。
- **风险因素：**原材料及能源价格波动风险；能源供应风险、交通运输风险、产品委外加工管理风险。

一、基本情况

1.1 公司简介及股权结构

二重重装是经国家经济贸易委员会批准，2001年12月30日，由中国第二重型机械集团公司、中国华融资产管理有限公司和中国信达资产管理公司实施债转股方案出资设立的重装公司整体变更设立的。公司实际控制人为中国第二重型机械集团公司，控有二重重装76.15%的股权。

图1：发行人及控股股东股权结构图



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

1.2 本次发行前后的股本变化

此次公开发行后，公司总股本变为16.9亿股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为17.75%。发行后，中国第二重型机械集团公司对二重重装的实际控股权将变为61.28%，华融公司、信达公司、A股公众投资者、全国社保基金理事会将分别拥有公司17.93%、1.69%、17.75%、1.35%的股权。

表1：二重重装发行前后公司股权结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后		锁定期
	股数 (万股)	占比	股数 (万股)	占比	
中国二重	105848.5	76.15%	103564.00	61.28%	自上市日起 36 个月
华融公司	30302.00	21.80%	30302.00	17.93%	自上市日起 36 个月
信达公司	2849.50	2.5%	2849.50	1.69%	自上市日起 12 个月
全国社保基金			2284.5	1.35%	自上市日起 36 个月
社会公众股			30000.00	17.75%	

总股本	139000.00	100%	169000.00	100%
-----	-----------	------	-----------	------

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

1.3 公司主营业务及主要产品概况

公司承继了中国二重除军品生产外的全部主业资产，主要服务于国民经济的基础产业，为钢铁企业、发电设备制造企业、石油化工企业、造船企业、汽车企业等提供重大技术装备和重型铸锻钢产品，公司的主要产品包括：(1) 大型热连轧机、中厚板轧机、支承辊、工作辊等冶金设备类的重大技术装备产品和重型、大型铸锻件；(2) 火电、水电、核电、风电类发电设备大型铸锻件、风电增速箱、风电主轴；(3) 重型石油化工容器，如加氢反应器；(4) 大型船用铸锻件；(5) 大型锻压设备等。公司主要客户包括宝钢、武钢、鞍钢、东方电气、上海电气、中国石油、中国石化等。

公司在高端冶金成套装备和各类大型、超大型、特殊材质的装备制造业关键铸、锻件的生产制造方面具有国内领先优势，多项制造能力处于国内最高等级。此次公开发行募集资金将主要用于解决重点产品产能瓶颈问题以及优化产品结构、提升产品登记、提高自主创新能力。

二、申购情况

表 2：本次发行基本情况

股票简称	二重重装	发行数量	不超过 3 亿股
发行价格	元/股	发行市盈率	倍（发行后总股本）
网下配售数量	不超过 6,000 万股	占本次发行比例	不超过 20%
网上发行	不超过 24,000 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2010 年 1 月 22 日	申购代码	780268
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	二重重装
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.208 元	0.243 元	—

数据来源：公司公告

三、重型机械行业发展状况分析

3.1 重机行业快速发展，产品结构不断优化

重型机械行业的快速发展为公司提供了良好的行业背景。重型机械行业属于“母机”制造行业，是国家工业化的脊梁，在整个国民经济中占有极为

重要的地位。随着国民经济的快速发展，“西气东输”、“西电东送”、“南水北调”等重大工程的实施，钢铁、电力、石化、煤炭等国民经济主导产业的发展 and 城市基础设施的大规模建设，为重型机械行业提供了很大的市场需求，推动了重型机械行业的发展，重型机械企业的生产经营保持着健康的发展态势，经济效益也明显提高。

低碳以及清洁能源金经济的发展为将调整重型机械行业的产品结构。大型铸锻件行业，在冶金、电力、石化、煤炭等相关行业实施产品结构调整，发展低碳经济以及清洁能源战略，改造和取消高污染、高能耗、低效率设备，进行高效、节能、环保的大型设备投资中获得了迅速发展的机遇。我国近几年的重型机械行业销售收入以及冶金矿山子行业销售收入都呈现出了稳定增长的趋势。

图2: 我国重型机械行业销售收入

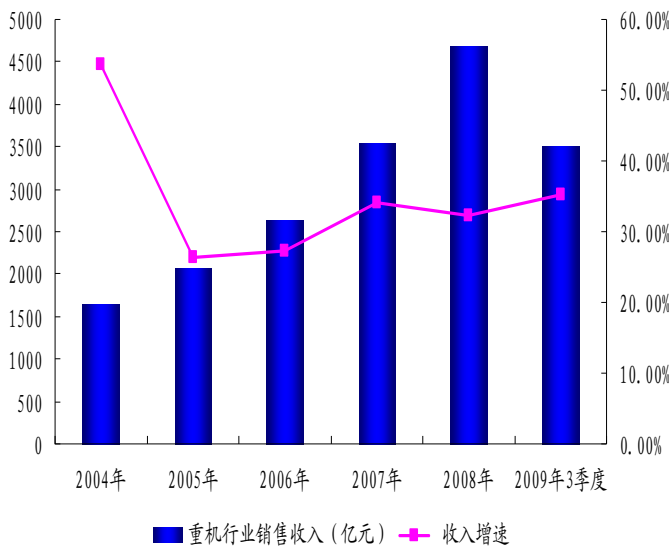
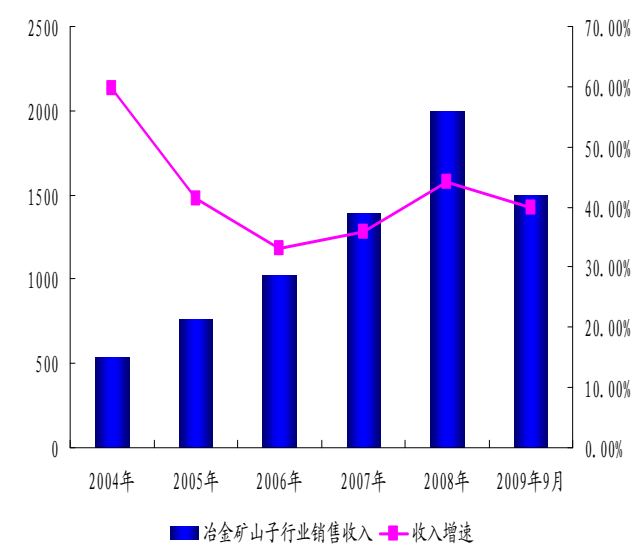


图3: 冶金子行业销售收入



资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

3.2 行业格局分散, 但各有所长

我国重型机械行业呈现出行业较为分散、集中度较低、大型企业占据相对主导地位的特点。但各大型重机企业各自产品又具有不同的竞争优势。

表3: 二重重装发行前后公司股权结构变化

公司名称	优势产品
中国第二重型机械集团公司	大型电站铸锻件、大型锻压设备、大型热连轧机、中厚板轧机、重型石化容器、大型轴类产品和齿轮传动设备
中国第一重型机械集团公司	重型石化容器、冷连轧机、大型锻钢支撑辊、机械压力机产品
大连重工起重集团有限公司	港口机械、起重机械、焦炉机械
太原重型机械集团公司	起重机、锻轧设备、火车轮轴、油膜轴承

中信重工机械股份有限公司	水泥设备、矿山机械
北方重工集团有限责任公司	磨煤机、掘进机、冶金辅机
上海重型机器厂有限公司	磨煤机、船用曲轴

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

3.3 行业壁垒高，进入技术要求高

高的行业进入壁垒保证了公司在细分行业中的龙头地位。 重型机械行业，特别是二重重装从事的重大技术装备制造业务存在很高的资金、技术和行业准入壁垒，因此其他企业很难进入这一领域。重型机械企业生产所需的设备种类较多、单台设备价值高、企业前期的投入很大，在整个生产过程中，生产周期长，会导致流动资金占用量大，因此需要大量的资金支持；另外，重型机械行业设计多科学多领域技术，在技术上要求很高；重型机械行业有很多标准许可，企业生产部分重型机械产品应取得相应的许可证。

四、公司主要投资亮点分析

4.1 中国大型铸锻件和成套装备领域的领军企业

公司在行业中地位突出。 公司是我国国家标准委员会大型铸件标准编制单位，同时也是机械工业大型锻件标准化技术委员会主任委员单位、是国家级科技刊物《大型铸锻件》、《中国重型装备》的主编单位、是国家级计量认证的理化检测中心，拥有国家测量管理最高3A级证书。

公司技术突破，累计47项产品填补国内空白的业绩奠定了期行业龙头地位。 公司拥有大量的精密、大型、稀有设备、钢水冶炼、锻造、加工制造能力均为国内最高等级。公司是AP1000三代核电技术最领先的铸锻件和关键零部件供应商，是国内最早研制出核电与重型压力容器用钢的企业、全球最早突破三代核电主管道锻制技术，核电管板成品率最好；公司是国内唯一能够提供“三峡级”700MW水电机组全套大型锻件的供应商；公司是国内领先的600MW及以上火电机组大型锻件供应商；国内最大等级热模锻压力制造商，专门为大飞机制造提供，年产量达8万吨；公司在5000mm及一下的中厚板轧机、950-2250mm热带钢连轧机、大型锻件支撑辊、1.5MW以上风电齿轮箱、热模锻压力机等产品设计、制造方面均处于国内领先地位。

4.2 市场份额突出，产品市场占有率居国内行业领先地位

公司主导产品在国内市场拥有较高的市场占有率，市场份额突出。 如中厚板轧机和大型热连轧机国内市场占有率在50%以上，大型电站铸锻件占国内产量的40%以上，大型船用锻件中船机类产品占国内产量的65%左右，大型船用

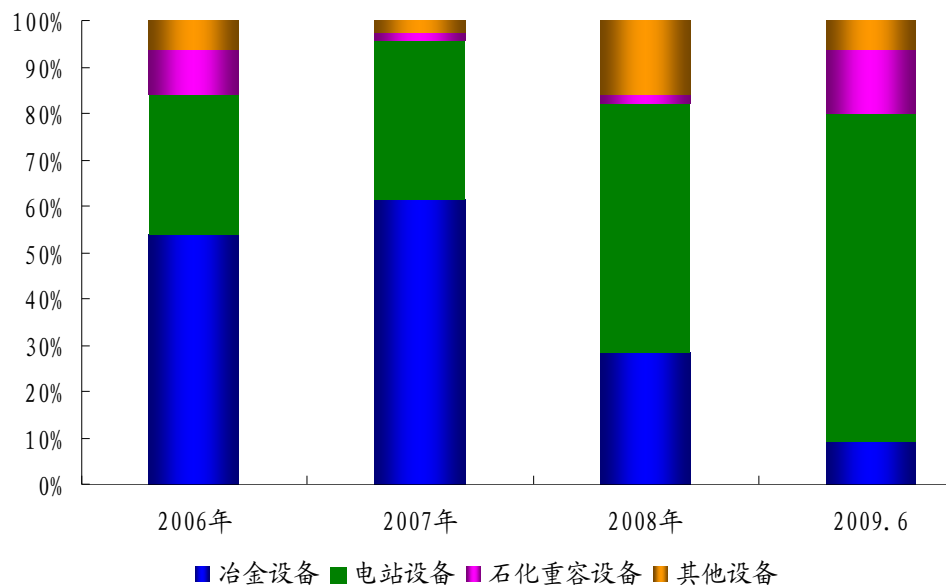
轴系（曲轴除外）产品占国内产量的50%左右，居于行业龙头地位；部分产品已打破了国外厂商对国内市场的垄断。

4.3 公司与时俱进，不断改善产品结构，提高市场能力

公司强大的极限制造和柔性加工能力为公司提供了更宽广的产品线、灵活的产品调整能力和较强的市场适应能力。公司具有一次性提供900吨级优质钢液、浇铸600吨级真空钢锭、铸造500吨级铸件、锻件400吨级的极限制造能力和可同时支撑清洁能源设备、石化设备、锻造设备、冶金设备十余条产品专业生产线的柔性加工，这样大幅弱化了重机行业普遍具有的强周期性特征。在面对百年一遇的金融危机时，二重重装迅速将主导产品由需求萎缩的冶金设备转向景气度逐渐上升的电站设备和石化重型容器设备，从容的实现了产品结构的调整，抓住了低碳环保经济为主流的主体形势，在核电设备领域取得重大突破，占据市场份额，为公司奉献更大的利润。

公司新签订单及在手订单在产品结构上出现明显改善。由于产品结构的改善，公司新签订单和在手订单状况出现明显改善，在手订单中盈利水平较高的电站设备、石化容器类、冶金备件订单占在手订单金额的65.15%。

图4 二重重装当年新增订单金额占比变化



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

4.4 公司研发投入力度稳步增长

研发投入稳步增长，研发投入水平显著高于行业平均水平。二重重装2006年至2008年的研发投入分别达到1.7亿、3.7亿和3.8亿，研发投入占销售收入分别达4.3%、7.5%和4.8%。预计未来二重重装的研发投入将稳步增长，这样的研发投入水平显著高于国内重机行业平均和一些国外优秀重机企业的

科研投入水平，显示了二重重装追赶国外领先者的强劲势头。近几年来，二重重装在电站大型铸锻件、冶金设备和石化重型容器设备等领域表现出的进口替代趋势正是公司多年来重视科研投入的回报。

五、募投项目分析

二重重装此次募投项目紧紧围绕国家清洁能源战略方向和产业政策，着力解决重点产品产能瓶颈问题以及优化产品结构提升产品等级、提升自主创新能力，进一步巩固公司在行业中的主导地位。

表4 二重重装募投项目

项目名称	募集资金使用量(万元)
提高国家重大技术装备设计制造水平改造项目	66650
大型水电机组铸锻件国产化改造项目	40015
第三代核电锻件改造项目	25440
自主化建设大型热连轧机成套设备项目	8704
风力发电机主轴产业化项目	25000
工业炉窑全面节能改造项目	30000
企业信息化项目	6480
大型铸锻件数值模拟国家工程实验室项目	6450
合计	208739

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

六、盈利预测

根据相关行业及二重重装公司情况分析，预计2009年到2011年，公司主营收入稳步增长，由于08年业务扩张，09年的三项费用略有增加。我们预计今后两年，销售费用率、管理费用率以及财务费用率将基本维持现有水平。因此我们预测，公司2009年、2010年和2011年的净利润分别为3.49亿元、5.32亿元和7.12亿元，对应摊薄后EPS分别为0.206元、0.315元和0.421元。

图表5：公司盈利预测

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万)	7,497.99	7647.9498	9177.5398	11104.82
营业成本	7,059.88	7,273.11	8,551.85	10105.15
营业税金及附加	32.32	32.12	41.29	49.97
销售费用	125.97	130.02	156.02	188.78
管理费用	526.55	611.84	642.43	777.34
财务费用	211.94	229.44	302.85	355.35
资产减值损失	4.99	50.00	70.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00

投资净收益	-2.35	36	0.00	0.00
营业利润	435.77	410.84	625.69	949.67
营业外收入	25.97	0.00	0.00	0.00
营业外支出	107.09	0	0	0
利润总额	354.66	410.84	625.69	949.67
所得税	7.98	61.63	93.85	237.41
净利润	346.67	349.21	531.83	712.25
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	346.66	349.21	531.83	712.25
每股收益（元）	0.205	0.206	0.315	0.421

资料来源：国联证券研究所

七、估值：6.93-8.82 元

A股可比公司估值：6.93-8.82 元

考虑目前A股的上市公司，从所处行业和行业地位角度看，太原重工、华锐铸钢、动力传动等公司与二重重装的可比性最强，此外，东方电气、上海电气由于处在产业链上下游，驱动因素相同，其估值也具有可比性。因此，我们目前，国内可比公司09年和10年的平均市盈率分别为31.23和25.1，考虑到二重重装也是行业领先企业，拥有核心技术实力和竞争力，未来成长性的确定等因素，我们给予二重重装09年的合理估值水平在32-36倍，中国二重上市后的合理估值水平为2010年22-28倍，对应的每股股价为6.93-8.82元之间。

图表6: A股可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS (2009E)	EPS (2010E)	PE (2009E)	PE (2010E)
600169.SH	太原重工	0.82	1.04	22.5	20.3
600312.SH	华锐铸钢	0.66	0.85	42.7	33.15
600875.SH	东方电气	1.64	2.05	27.88	22.27
002164.SZ	东力传动	0.61	0.78	31.84	24.71
平均值		—	—	31.23	25.1

资料来源：WIND 国联证券

八、询价建议：

每一配售对象网下最多可填写三档申购价格，我们规划以下申购方案，供参考：

序号	参考价格 (元)	网下配售股数 (万股)	拟申购股数比例
----	-------------	----------------	---------

1	7.93	6000	40%
2	8.82		40%
3	9.26		20%

二重重装是国内重型机械行业中的领军企业，拥有核心技术实力和竞争力，未来成长性的确定，据此，我们建议的主报价为8.82元。同时为保证询价成功，我们以上下一定浮动来确定最高报价和最低价格，我们建议提高最高报价至9.26元，降低最低价格至7.93元。

九、风险因素

（1）原材料及能源价格波动风险

二重重装产品生产周期长，各种原辅材料在公司产品生产成本中所占比例高。如果未来原辅材料和能源价格大幅波动时，公司应对措施不力，则公司盈利能力将受到不利影响。

（2）能源供应风险

二重重装生产所需的电力和天然气消耗量较大。但随着生产规模的不断扩大，如果能源供应不足，将会影响生产经营的正常开展。

（3）交通运输风险

二重重装产品的体积和重量非常大，运输能力成为影响公司发展的重要因素。随着公司生产能力的扩张，在交通运输方面的瓶颈也日益凸显。如果未来相关公路、水路、铁路等运输能力不能及时满足公司产品运输的需要，则公司生产经营及业绩受到影响。

（4）产品委外加工管理风险

二重重装现有产能已不能满足产品产量的快速增长，为保证销售合同能正常履行，公司将部分低端产品及部分粗加工工序以及委托加工方式交由公司外部协作厂商生产完成。如公司对外加工供应商选择不妥、管理不善，可能影响公司产品质量和及时交货。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。