

中国重工 (601989) 新股定价

北方船舶制造业的旗舰

定价区间
7.00—8.00 元

投资品 / 设备制造

2009 年 12 月 15 日

投资要点:

- 中国重工是中船重工集团下属的上市公司。公司的经营范围是船舶配套产品设计、制造、销售和租赁, 舰船配套技术开发和服务, 具体业务包括: 船用动力及部件的设计和制造; 船用辅机的设计和制造; 运输设备及其他配套设备的设计和制造。公司是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业, 是国内海军舰船装备的主要研制和供应商。
- 2008 年, 集团公司营业收入达到 1034 亿元, 实现净利润 45.8 亿元; 截止 2008 年末, 手持合同金额为 2004 亿元, 手持船舶订单 3359 万吨。
- 船用动力及部件在营业收入和营业利润的占比最大。在 2009 年上半年的销售情况看, 船用动力及部件、船用辅机、运输设备及其他占营业收入的比例分别为 73.42%、20.59%、5.99%; 占营业利润的比例分别为 66.54%、33.26%、0.20%; 毛利率分别为 7.21%、12.85%、0.26%。
- 公司具有完善的产业链条, 强大的科研实力, 较高的市场份额等明确的竞争优势, 加之产业政策扶持力度逐渐增大, 公司竞争优势明显。
- 随着募集资金到位, 公司三大业务产能将明显增加。考虑公司的竞争优势和下游市场环境, 我们预计民用船舶装备可以保持 15-18% 左右的增长, 军工和能源装备可以达到 20% 左右的增长。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.22、0.25、0.30 元。
- 预计公司 A 股上市后的合理价格区间应在 7.00—8.00 元之间。

业绩预测:

	主营业收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	16,059	40.78	1,234	40.71	0.18			
2009E	18,593	15.78	1,463	22.23	0.22			
2010E	20,536	10.45	1,663	13.64	0.25			
2011E	23,616	15.00	1,995	20.00	0.30			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	465,600
发行数量 (万股)	199,500
发行价格 (元)	7.38
发行前 EPS (元)	0.27
发行后 EPS (元)	0.18
发行每股净资产 (元)	1.17
发行日期	2009-12-7
上市日期	2009-12-16
主承销商	中金公司

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6337 3202

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

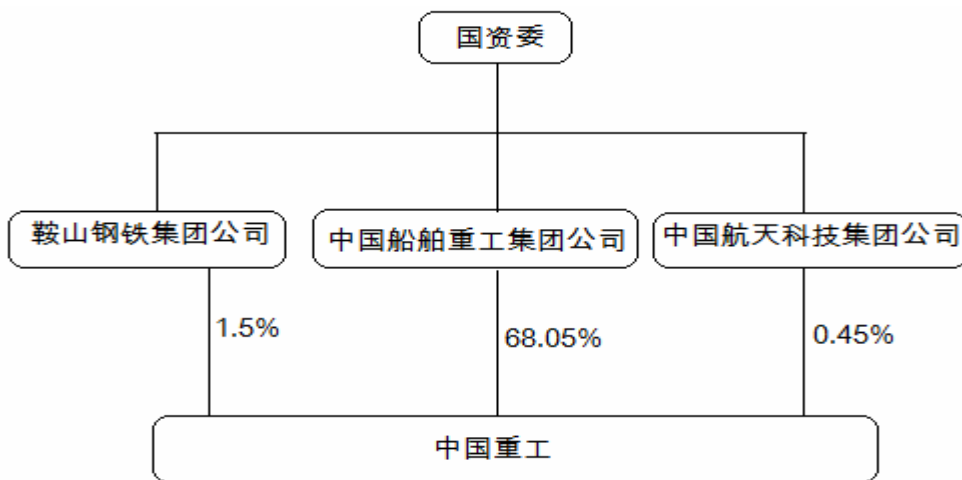
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 层

邮 编: 200002

一、 公司基本情况

中国重工是中船重工集团下属的上市公司。公司的经营范围是船舶配套产品设计、制造、销售和租赁，舰船配套技术开发和服务，具体业务包括：船用动力及部件的设计和制造；船用辅机的设计和制造；运输设备及其他配套设备的设计和制造。公司是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业，是国内海军舰船装备的主要研制和供应商。中船重工集团投入本公司的资产为中船重工集团下属的从事船舶配套业务的主要资产，包括 12 家二级公司、9 家科技公司和 6 个业务单元。

图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

2008 年，集团公司营业收入达到 1034 亿元，实现净利润 45.8 亿元；截止 2008 年末，手持合同金额为 2004 亿元，手持船舶订单 3359 万吨。

公司所属的主要行业为船舶配套行业，此外还涉及铁路货车/风电设备等行业的机械加工和装备制造。公司的经营范围可分为三个业务分部——船用动力及部件、船用辅机、运输设备及其他。

图表 2. 主营业务分布

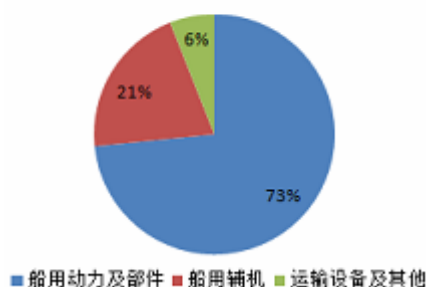
业务板块	业务范围
船用动力及部件	船用柴用机及部件，包括低速、中速船用柴用机、燃油喷射系统、增压器、活塞、连杆、曲轴以及舰艇用柴油机及部件等
船用辅机	推进器及传动装置，包括船用齿轮箱、螺旋桨以及舰艇用传动装置等相关延伸产品，包括风电齿轮箱、核电站应急柴油机组、无缝钢管等
运输设备及其他	甲板机械，包括锚绞机、吊机、舵机等
	舱室机械，包括船用阀门、电子导航设备、船用控制系统等
	舰载武器发射装置、舰艇用导航/通讯设备、军用加固计算机等
	铁路货车，以及相关铸钢、铸钢配件
	其他配套设备及材料，包括油污水处理装置、船用涂料/特种材料等

资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

从业务板块来看，船用动力及部件在营业收入和营业利润的占比最大。在 2009 年上半年的销售情况看，船用动力及部件、船用辅机、运输设备及其他占营业收入的比例分别为 73.42%、20.59%、5.99%；占营业利润的比例分别为 66.54%、33.26%、0.20%；毛利率分别为 7.21%、12.85%、0.26%。

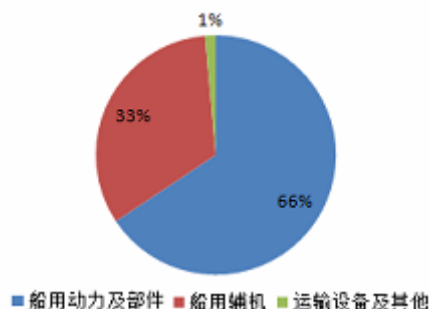
图表 3. 2009 年上半年销售收入占比

2009年上半年销售收入占比



图表 4. 2009 年上半年净利润占比

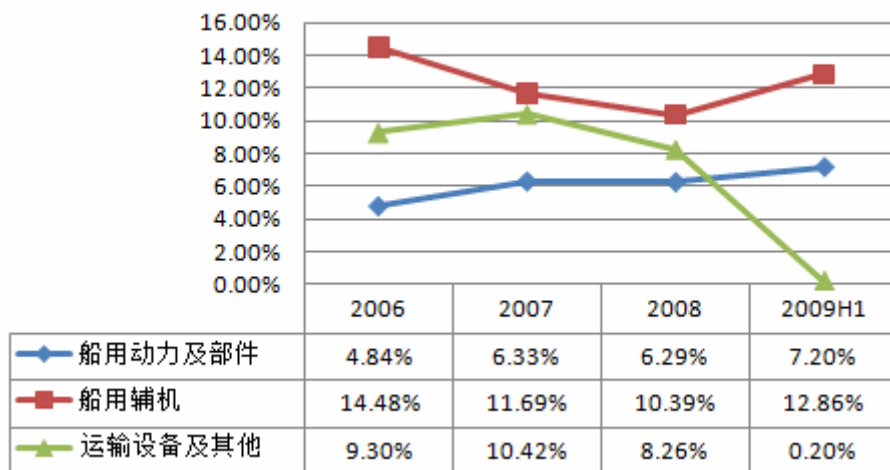
2009年上半年净利润占比



资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

图表 5. 2006-2009 年产品毛利率

2006-2009年销售产品毛利率水平

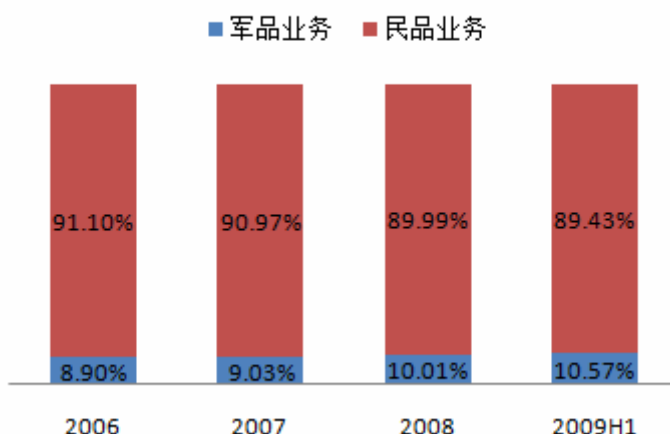


资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

公司主营业务按照军民品划分，近几年维持在 10%，由于占比较小，对于公司整体业绩的稳定性影响不大。

图表 6. 2006-2009 年军品、民品占比

2006-2009 年军民品业务占比



资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

公司下属企业手持订单饱满，截止 2009 年上半年，船用低速柴油机的手持订单达到 249 台/287 万千瓦，中速柴油机的手持订单 1035 台/213 万千瓦，以排产到 2011 年，武汉船机等其他船舶装备企业的生产任务也已经排产到 2011 年。

图表 7. 中国重工下属企业的手持订单

	手持订单总量 (台/万千瓦)	08 年产量 (台/万千瓦)
低速柴油机	249/287	125/163
大连船机	159/226	
宜昌船柴	90/61	
中速柴油机	1035/213	338/69
陕柴重工	970/209	
齐耀发动机、 上海第二分公 司	65/4	
总计	1284/500	463/232

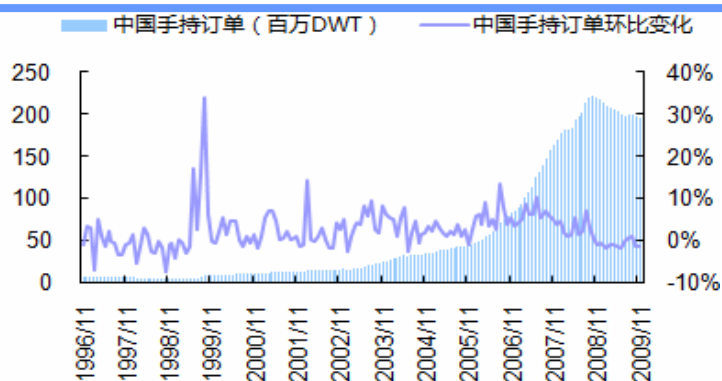
资料来源：东北证券金融与产业研究所

二、 行业基本情况

(1) 船舶制造业

船舶装备行业属于造船业的配套性行业，造船业的景气度直接决定了船舶装备行业的景气程度。目前，中国的船舶在手订单总量已经跃居世界第一，新增订单总量也位居世界三甲之列。近几月，船舶订单出现起色，开始具有一定的增量；从现有在手订单结构看，国内大型船厂的生产日程一般都已经安排至 2012 年左右。

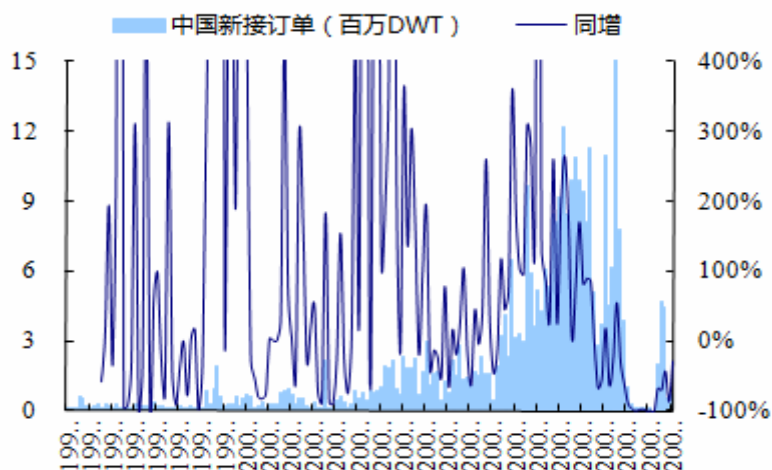
图表 8. 中国在手订单总量



资料来源：中经网、东北证券金融与产业研究所

截止到 2009 年 10 月份，全球的在手订单总量超过 5 亿载重吨，其中，中国的在手订单接近 2 亿载重吨。随着中国造船业整体水平的提升，加之人力成本的优势，船舶制造业将加速向中国转移，所以未来中国船舶制造业的增长将超过全行业全球的整体增长水平。

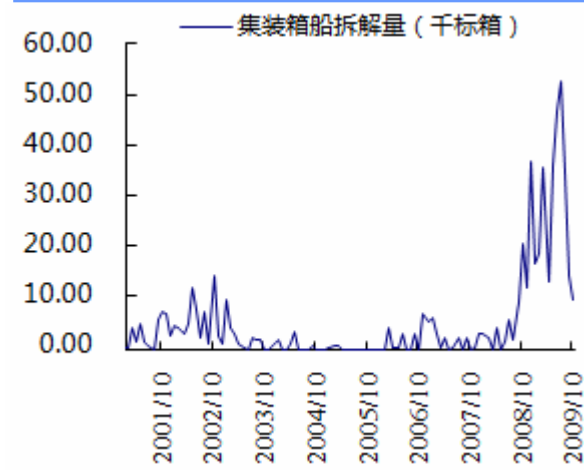
图表 9. 中国新增订单总量



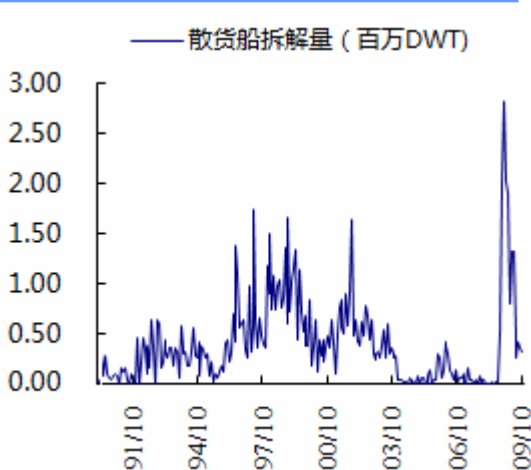
资料来源：克拉克森、东北证券金融与产业研究所

拆船总量的增长也有助于行业环节供大于求的局面，船舶的供应量减少，也对新增大型船舶的需求提供了有利的支撑。

图表 10. 集装箱拆船总量



图表 11. 散货船拆船总量



资料来源：克拉克森、东北证券金融与产业研究所

(2) 船舶配套业

船舶配套业是造船业发展的基础工业，是船舶产业的重要组成部分，其技术水平的高低、质量的优劣体现了一个国家船舶工业的综合实力和竞争能力。一般情况下，船舶配套设备费用占总船价的 30-40%。

船舶配套设备的主要产品按功能分，可以分为船用动力及部件、船用辅机和其他船舶配套设备等三类。

船用动力及部件主要指为船舶提供并传送动力，从而保证船舶正常航行的相关设备；一般分为船用柴油机及部件、推进及传动装置。根据不同用途和特点，船用柴油机可以分为低速、中速和高速三种。

船用螺旋桨是我国船舶配套产品中的优势产品，在船舶配套产品国产设备装船率不足 50% 的大环境下，螺旋桨产品的国产设备装船率高达 90%。并且，我国生产的螺旋桨产品也占据了一定的全球市场份额，产品出口到丹麦、韩国、日本等造船国家。

图表 12. 船用柴油机发展趋势

柴油机种类	特点及用途	发展趋势
低速柴油机	发动机转速小于 250 转/分钟 热效率高、燃油消耗率低、可靠性好、马力大 主要用于船舶动力主机，散货船、油轮、集装箱船等大型远洋船舶上	单机功率越来越大 油耗、NOx 排放和烟度不断降低 通过采用电子调速器系统、电控燃油喷射系统、高压共轨燃油喷射系统、智能化电子控制系统，提高可靠性和操作简便性 燃料多样化。为降低成本、增大动力，大功率

		的二冲程低速机正由烧柴油转向烧重油
中速柴油机	转速在 250 1,000 转/分钟之间 在大型船舶上作为发电机组 在内河、近海航运船舶、工程船舶及军辅船上，可作为主推进动力	可靠性好 低油耗、低排放 智能化控制 功率密度高 自动化程度高 系统集成化和模块化强 可维修性强、寿命长
高速柴油机	转速大于 1,000 转/分钟 体积小、重量轻、经济性好 广泛用于各种舰船、军辅船、高速快艇、游艇、近海和内河运输船舶的主辅动力 作为远洋船舶的应急电站	高性能指标 高可靠性 低油耗、低排放 智能化

资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

船用辅机指为了满足船舶运营中的各项要求，在船舶上配备的各种用途的辅助机械和电子设备。本公司在船用辅机领域的主要产品分为甲板机械和舱室机械两大类。

甲板机械包括锚泊机械设备、操舵机械设备、起重机械设备、各类绞车绞盘、舱盖启闭装置及为特殊用途服务的机械设备，主要用于保证船舶的航行、系泊和运营。驱动甲板机械的动力源主要有蒸汽、电动和液压传动等种类，其中液压传动甲板机械由于在重量、尺寸、调速和操纵等诸方面都比其他传动方式的甲板机械具有优势，得到比较广泛的应用和发展。

锚绞机、吊机和舵机是甲板机械的主要设备。锚绞机是锚机和绞缆机的统称，属于使船舶可靠地停泊、保持船位的系泊设备。吊机是船舶自带的起货设备，可以有效地提高装卸效率，增加港口吞吐量。其中克令吊是随着船舶向大型化、高速化发展而逐渐得到广泛应用的专用吊车，它的特点是将起重绞车、变幅绞车、回转绞车和吊杆、索具等组装在一个可回转的座台上，不但结构紧凑占地小，操作集中、方便，而且能够适应各类货物的装卸工作。舵机的功用是操作舵，使舵在限定时间内按设定角度旋转，从而能够快速、准确地控制船舶的航向。

舱室机械设备是指在船舶舱室内配合主机运行的机电装置、设备或系统。船用阀门是主要的舱室机械装置之一，主要用于各类船舶的动力系统、冷却系统等几十个保障大型船舶正常运行的主辅系统中。

（3）产业政策

船舶制造业的发展也受到国家的相当的重视，“十大产业振兴规划”中的“船舶制造业产业振兴规划”为船舶制造业发展提供了有利的政策保障和发展方向。实施细则中明确了对于船舶及其装备制造业的发展目标：

（1）船舶生产稳定增长。今后三年船舶工业保持平稳较快增长，力争 2011 年造船产量达到 5,000 万吨，船用低速柴油机产量达到 1,200 万马力。

（2）市场份额逐步扩大。2011 年造船完工量占世界造船完工量的 35%以上，高技术

高附加值船舶市场占有率达到 20%，海洋工程装备市场占有率达到 10%。

(3) 配套能力明显增强。三大主流船型本土生产的船用配套设备的平均装船率达到 65% 以上，船用低速柴油机、中速柴油机、甲板机械等配套设备的国内市场满足率达到 80% 以上。

(4) 结构调整取得进展。大型船舶企业集团在高端船舶市场具备较强国际竞争力，若干个专业化海洋工程装备制造基地初具规模，一批船用配套设备生产企业发展壮大，环渤海湾、长江口和珠江口成为世界级造船基地。

(5) 研发水平显著提高。三大主流船型研发设计实现系列化、标准化，形成一批具有国际竞争力的品牌船型，高技术高附加值船舶和海洋工程装备开发取得突破。

(6) 发展质量明显改善。骨干船舶企业基本建立现代造船模式，三大主流船型平均建造周期缩短到 10 个月以内，单位工业增加值能耗三年累计降低 15%，钢材利用率显著提高。

三、 公司竞争优势

(1) 完善的产业链条

本公司是国内研发生产体系**最完整、产品门类最齐全**的船舶配套设备制造企业，业务贯穿整个船舶配套业的价值链，可生产从铸钢件、锻钢件等基础船舶配套材料到船用柴油机、甲板机械等复杂船舶配套设备等各类产品。

本公司可在三大业务板块间分享市场信息和客户信息，高效规划市场营销工作；协调各子公司、分公司进行统一的原材料采购工作，提高对供应商的议价能力，降低采购成本，从而实现各子公司、分公司之间的协同效应。

(2) 强大的科研实力

公司拥有强大的研发力量和较高的技术水平。在重组改制过程中，本公司将中船重工集团 4 个研究所下属的子公司和业务单元纳入到本公司业务范围之内。本公司设立后，继承了这些研究所强大的研发实力、先进的设备和技术，在国内船舶配套业处于技术领先地位。

(3) 较高的市场份额

公司的核心产品，如中、低速船用柴油机、船用螺旋桨、甲板机械、铁路货车及风电齿轮箱等凭借其合理的价格、可靠的品质和完善的售后服务在国内市场上享有良好的信誉，拥有广泛的客户基础和**较高的市场份额**。

2008 年，本公司低速船用柴油机的产量为 125 台/163 万千瓦；中速柴油机的产量为 338 台/68.6 万千瓦，其中 4,000 马力以上的大功率中速柴油机产量达 51.8 万千瓦。根据中国船舶工业行业协会的统计数据，2008 年本公司生产的低速船用柴油机产品占国产低速船用柴油机 42.45% 的市场份额，生产的大功率中速柴油机（4,000 马力以上）占国产同级别中速柴油机 50.70% 的市场份额。

2008 年，本公司大型螺旋桨（配备在 5 万吨级以上船舶）的产量为 5,295 吨，根据中国船舶工业行业协会的统计数据，占国产同级别大型螺旋桨 37.23% 的市场份额。2008 年，本公司锚绞机、克令吊、舵机的产量分别为 1,413 台、361 台、182 台，根据中国

船舶工业行业协会的统计数据，分别占国产同类设备 38.19%、48.85%、11.62%的市场份额。

图表 13. 市场占有率

业务分类	细分产品	国产同类设备市场占有率（2008 年）
船用动力及部件业务	低速船用柴油机	42%
	大功率中速柴油机	50.70%
	大型螺旋桨	37.23%
		国内市场占有率（2008 年）
	风电齿轮箱	15.60%
船用辅机业务		国产同类设备市场占有率（2008 年）
	锚绞机	38.19%
	克令吊	48.85%
	舵机	11.62%
运输设备业务		国内市场占有率（2007 年）
	铁路货车	7.04%

资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

四、募投项目介绍

船舶配套业发展水平是影响我国船舶工业综合实力的重要因素。我国船舶配套业发展的相对滞后，严重制约着造船产业国际竞争力的提高。世界第一、二造船大国韩国和日本的国产设备装船率达到了 90%左右，而我国的国产设备装船率不足 50%，船舶配套业已经成为我国造船产业发展的瓶颈，如船用柴油机的生产方面，“船等机，机等轴”已成普遍现象。在全球造船业景气度较高，世界造船中心向我国转移的时期，国内船舶配套业发展相对滞后的问题更加突出。

募集资金主要投资于 3 个方向：

- 1、约 43.10 亿元用于船用动力及部件业务生产能力建设；
- 2、约 14.52 亿元用于船用辅机业务生产能力建设；
- 3、约 6.73 亿元用于运输设备及其他业务生产能力建设。

公司募投项目主要是投入两个方面：1）扩大船用中低速柴油机、船用辅机、船用推进器等优势产品的生产能力；2）深化零部件配套能力，解决曲轴、轴瓦、燃油喷射系统

等零部件供应不足问题。我们认为，募投项目的实施符合行业发展要求，风险较小，并将进一步巩固公司在船舶配套行业的龙头地位。

五、 盈利预测及定价

根据中国重工目前手持订单、产能计划和国产率的提升，预计公司的主营业务依然将保持稳定的增长。随着募集资金到位，公司三大业务产能将明显增加。考虑公司的竞争优势和下游市场环境，我们预计民用船舶装备可以保持 15-18% 左右的增长，军工和能源装备可以达到 20% 左右的增长。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.22、0.25、0.30 元。

图表 14. 盈利预期假设

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
低速柴油机产量（万千瓦）	67	104	163	180	220	260
中苏柴油机产量（万千瓦）	46	52	69	85	103	120
船用辅机销售额（百万元）	1,492	2,344	3,216	3,851	4,021	4,454
风险项目销售额（百万元）	307	448	856	1,426	1,876	2,409
核电项目销售额（百万元）	0	0	0	0	120	150

资料来源：招股说明书、东北证券金融与产业研究所

目前，A 股市场上的广船国际 2010 年动态 PE 在 20 倍左右，PB 在 4.5 倍左右，预计公司 A 股上市后的合理价格区间应在 7.00—8.00 元之间，对应 28-32 倍的动态 PE; 2.1-2.4P 倍的 PE。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。