

增 持 调 高

中国重工（601989）

2010 年 4 月 20 日

2009 年毛利率高于预期，业绩增速趋缓

2010 年 4 月 19 日收于 6.70 元，6 个月目标价：8.50 元

机械行业分析师：方维

SAC 执业证书编号：S0850210030006

fangw@htsec.com

021-23219438

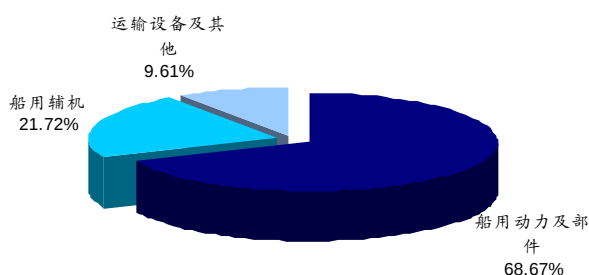
公司发布 2009 年年报。2009 年 1~12 月，公司实现营业收入 185.62 亿元，同比增长 15.59%；实现营业利润 14.58 亿元，同比增长 20.66%；归属于母公司所有者净利润 14.90 亿元，同比增长 22.08%，扣除非经常性损益后 14.31 亿元，同比增长 22.80%；摊薄每股收益 0.22 元；每股经营活动现金净流出 0.11 元；分配预案为每 10 股派现金 0.44 元（含税）。截至 2009 年 12 月 31 日，归属于母公司所有者的每股净资产为 3.09 元，资产负债率 50.48%，加权平均净资产收益率 23.27%。

公司同时披露 2010 年一季报。2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.23 亿元，同比增长 10.39%；实现营业利润 3.79 亿元，同比增长 44.06%；归属于母公司所有者净利润 3.16 亿元，同比增长 6.41%；摊薄每股收益 0.05 元；每股经营活动现金净流出 0.14 元。截至 2010 年 3 月 31 日，归属于母公司所有者的每股净资产为 3.14 元，资产负债率 49.18%。

点评：

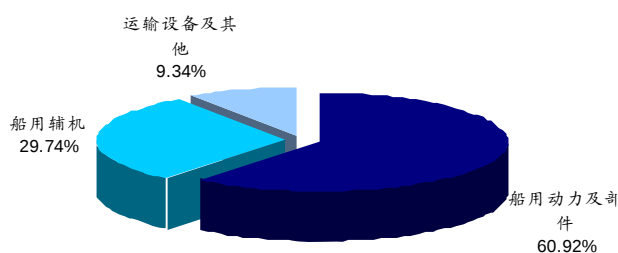
船舶配套设备行业龙头企业。公司是中船重工集团的上市旗舰，业务分为船用动力及部件、船用辅机、运输设备和其他业务等三大块，是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业，同时也是国内海军舰船装备的主要研制和供应商。2009 年公司主营业务收入中，船用动力及部件、船用辅机、运输设备和其他业务占比分别为 68.67%、21.72% 和 9.61%，三项业务分别贡献主营业务毛利的 60.92%、29.74% 和 9.34%。公司全年承接合同总金额 249.61 亿元。其中，船舶配套产品合同 153.80 亿元，占 61.61%；非船装备产品合同 95.81 亿元，占 38.39%。2009 年末公司手持合同金额 275.40 亿元，其中低速柴油机订单为 270 台/341.2 万千瓦，中速柴油机订单为 776 台/160.2 万千瓦。

图 1 2009 年公司主营业务收入分布



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 2 2009 年公司主营业务毛利分布

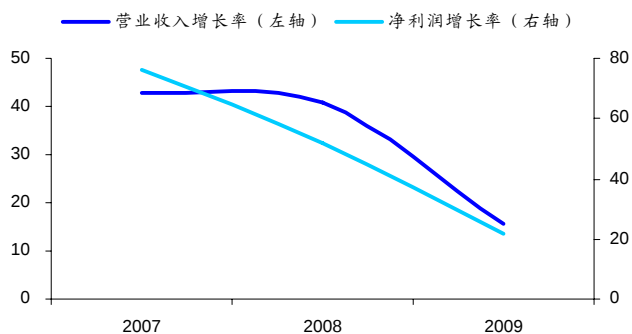


资料来源：公司资料、海通证券研究所

收入和净利润增速趋缓，但毛利率高于预期。此前我们预计公司 2009 年实现营业收入 185.81 亿元，归属于母公司所有者净利润为 14.42 亿元，公司披露数据基本符合预期。船舶配套设备行业作为造船行业上游，对目前全球船舶市场低迷有一个滞后反应期，因此公司 2009 年营业收入和净利润虽然实现了稳步增长，但增速较 2008 年和 2007 年已明显趋缓。其中，船用动力及部件业务实现收入 124.28 亿元，同比增长 18.36%；船用辅机业务实现收入 39.31 亿元，同比增长 22.29%；运输设备和其他业务实现收入 17.39 亿元，同比下降 14.90%。公司最有竞争力的船舶配套产品销售收入中，低速柴油机同比增长 12.22%，中速柴油机同比增长 15.85%，锚绞机同比增长 36.65%，克令吊同比增长 67.90%；大型船用低速机曲轴生产规模进一步扩大，全年完工 50 根，同比增长 35.14%。非船装备业务，风电齿轮箱等相关产品销售收入同比增长 77.39%，国内首套核级应急柴油发电机组也已成功交付。军品业务订单饱满，各项任务按计划全面完成，收入同比增长

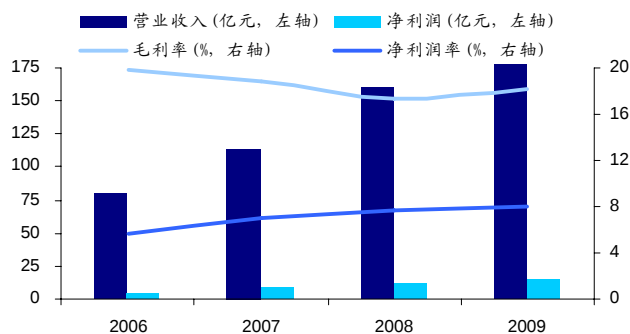
27.21%。受船舶配套产品结构优化的影响，船用动力及部件业务毛利率 15.98%，上升 0.59 个百分点，船用辅机业务毛利率 24.67%，上升 3.43 个百分点，主营业务毛利率 18.02%，上升 0.96 个百分点，高于我们此前预期的 17%。

图 3 2009 年公司营业收入和净利润增速明显趋缓 (%)



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 4 2006~2009 年公司毛利率稳步上升



资料来源：公司资料、海通证券研究所

表 1 公司 2009 年主要产品产量

产品	产量		增长 (%)
	2009 年	2008 年	
低速柴油机 (台/万千瓦)	125/131	125/163	0.00
中速柴油机 (台/万千瓦)	419/74	338/69	23.96
齿轮箱 (台)	4123	2563	60.87
低速机曲轴 (根)	50	37	35.14
配备 5 万吨级以上船舶的大型螺旋桨 (吨)	6428	5295	21.40
锚绞机 (台)	1600	1413	13.23
克令吊 (台)	291	361	-19.39
舵机 (台)	183	182	0.00
铁路货车 (辆)	1265	2755	-54.08

资料来源：公司资料、海通证券研究所

市场对公司有后续资产注入预期。尽管中国重工上市时间不长，但是考虑到目前公司主要资产为船舶配套业务相关资产，而中船重工集团作为我国第二大造船集团，有大量的优质造船业务资产尚未注入到上市公司中，因此参照此前中船工业集团将其造船业务资产注入到沪东重机（即“中国船舶”）的案例，市场对集团民用造船业务资产注入上市公司抱有较为强烈的预期。

盈利预测与投资评级。考虑到造船行业的低谷仍将持续较长时间，而船舶配套行业是造船行业上游，因此中国重工业绩的增速可能进一步下降。中国重工背靠中船重工集团，产品结构进一步优化的空间仍然存在，因此毛利率预计仍将维持在较高水平。根据以上假设，我们将公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 预测调整为 0.24 元、0.28 元和 0.33 元，以该股 4 月 19 日收盘价 6.70 元计算，对应的动态 PE 分别为 27.8 倍、24.0 倍和 20.4 倍。由于公司目前有部分军品业务，且市场对集团后续资产注入抱有较大预期，因此上调评级为“增持”，6 个月目标价 8.50 元。

风险提示。造船行业是典型的长周期、强周期性行业，短期内难以复苏。船舶配套行业作为其上游，目前受影响不大主要是因为其对船市的低迷有一个滞后反应期，因此如果造船行业长时间陷入低谷，船舶配套行业也必将受到波及，公司业绩的成长性也将受到不利影响。

表 2 中船集团主要子公司（中国重工除外）

公司名称	2008 年			2009 年 1-6 月		
	总资产（万元）	净资产（万元）	净利润（万元）	总资产（万元）	净资产（万元）	净利润（万元）
1、造船厂						
大连船舶重工集团有限公司	7283654	373069	93928	8223171	410559	34921
渤海船舶重工有限责任公司	2305382	213818	11973	2334622	233542	16231
武昌船舶重工有限责任公司	885957	108557	16843	964290	126031	13560
青岛北海船舶重工有限责任公司	824954	217875	17731	903421	227275	12288
天津新港船舶重工有限责任公司	600384	33230	7912	548565	35292	4279
山海关船舶重工有限责任公司	794897	143392	11138	606369	150318	9481
国营川东造船厂	219863	16454	2627	215017	17599	1531
湖北华舟重工有限责任公司	105193	18394	2018	104903	19437	1624
2、造机厂						
河南柴油机重工有限责任公司	122136	49238	859	120897	50023	785
国营江峡船舶柴油机厂	44580	7389	1251	43056	6760	133
中船重工重庆液压机电有限公司	29163	13618	1307	30002	13657	335
重庆长江涂装机械厂	16914	9324	803	17744	9402	420
3、仪器仪表厂						
中船重工中南装备有限责任公司	114311	26706	4195	105727	29744	3038
国营汉光机械厂	62443	32519	5018	63077	32710	632
重庆华渝电气仪表总厂	62199	26839	1306	68077	27382	543
重庆长平机械厂	6853	1426	147	6400	1531	105
重庆江陵仪器厂	14091	8830	70	14107	8951	162
重庆清平机械厂	16285	4279	385	19084	4712	486
重庆衡山机械厂	10810	3829	709	11627	5088	782
中船重工海声科技有限公司	25442	20846	2510	24590	21136	1200
沈阳辽海机械厂	32995	14111	704	35350	14425	420
北京长城无线电厂	37292	9777	1262	39497	9605	161
淄博蓄电池厂	72035	32647	127	74663	32621	89
保定风帆集团有限责任公司	48517	9689	-2299	50179	8046	-906
风帆股份有限公司	259975	102169	-28737	250370	103815	962
昆明船舶设备集团有限公司	372972	92240	7304	334105	82250	1320
山西平阳重工机械有限责任公司	214327	50701	3515	210828	51660	401
山西汾西重工有限责任公司	186621	60058	1960	220220	58938	506
西安东风仪表厂	147065	31536	1734	143445	32429	1258
山西江淮重工有限责任公司	55592	31530	1690	56423	33668	1410
重庆前卫仪表厂	96648	22155	3265	105294	24234	-126

资料来源：公司资料、海通证券研究所

表 3 公司利润表预测（不考虑后续资产注入）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入(万元)	1605889	1856230	2159309	2502955	2989326
减：营业成本(万元)	1326678	1520221	1771032	2048406	2445547
毛利率(%)	17.39	18.10	17.98	18.16	18.19
营业税金及附加(万元)	8449	9859	10797	12515	14947
资产减值损失(万元)	27023	31736	37788	43802	52313
销售费用(万元)	125293	142258	166267	192728	230178
管理费用(万元)	471	5696	6478	7509	8968
财务费用(万元)	1811	3921	4000	4500	4500
加：公允价值变动净收益(万元)	0	0	0	0	0
投资收益(万元)	4665	3252	3000	3000	3000
二、营业利润(万元)	120831	145791	165948	196496	235873
营业利润率(%)	7.52	7.85	7.69	7.85	7.89
加：营业外收入(万元)	28489	35956	30000	30000	30000
减：营业外支出(万元)	2290	1973	2400	2400	2400
三、利润总额(万元)	147029	179775	193548	224096	263473
税前利润率(%)	9.16	9.68	8.96	8.95	8.81
减：所得税费用(万元)	23677	29217	31935	36976	43473
四、净利润(万元)	123352	150557	161613	187120	220000
少数股东损益(万元)	1260	1509	1500	1600	1800
归属母公司净利润(万元)	122092	149048	160113	185520	218200
净利润率(%)	7.60	8.03	7.41	7.41	7.30
五、每股收益(摊薄，元)	0.18	0.22	0.24	0.28	0.33

资料来源：公司资料、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

方 维：机械行业分析师

重点研究上市公司：中国船舶、广船国际、中国重工、西飞国际、海特高新、哈飞股份、中国卫星、洪都航空、成发科技、中兵光电、航天电子、航空动力、宗申动力

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。