

船舶

真怡

执业证书编号: S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 8.80 元

当前股价: 7.46 元

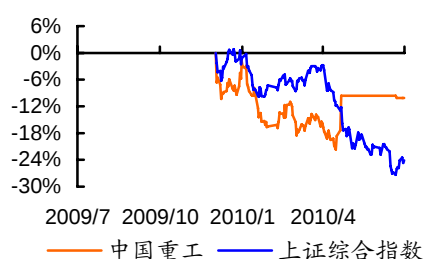
评级调整: 维持

基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2470.44 |
| 总股本(百万)   | 6651    |
| 流通股本(百万)  | 1995    |
| 流通市值(亿)   | 149     |
| EPS (TTM) |         |
| 每股净资产(元)  | 3.11    |
| 资产负债率     | 50.5%   |

股价表现

| (%)    | 1M   | 3M     | 6M     |
|--------|------|--------|--------|
| 中国重工   | 0.00 | 8.38   | -6.72  |
| 上证综合指数 | 0.00 | -21.97 | -23.17 |



相关报告

《中国重工-业绩符合预期, 看点在于军品、

新能源及资产注入预期》2010-4-20

《中国重工-船舶重工集团的平台, 民用船

配为本, 军品和非船业务是亮点》2010-2-8

《中国重工-舰船装备旗舰启航》

2009-12-14

中国重工

601989

推荐

资产注入打造全产业链船舶修造企业

投资要点:

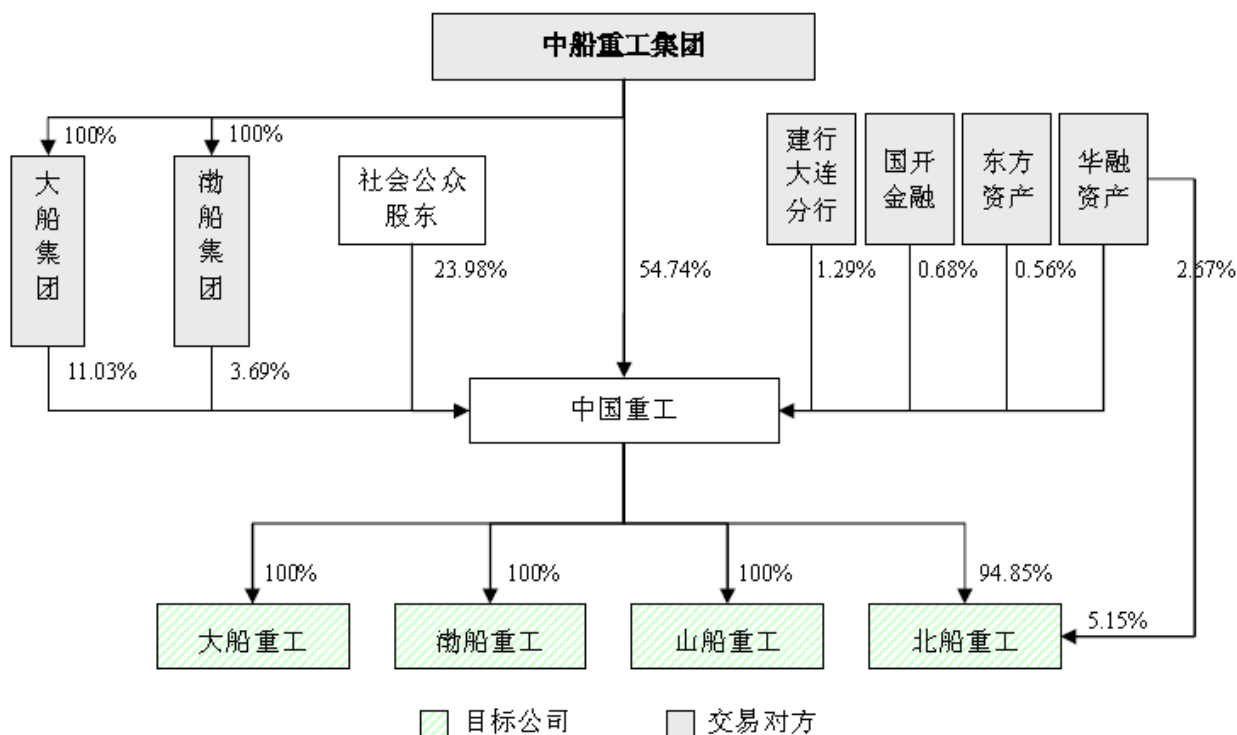
- 公司公告增发预案向中船重工集团、大船集团、渤海集团、华融资产、建行大连分行、国开金融、东方资产发行 **25 亿股** 购买大连重工 100% 股权、渤海重工 100% 股权、北船重工 94.85% 股权、山船重工 100% 股权, 发行价 **6.93 元/股**。
- 根据公告, 此次收购资产净资产规模约 125 亿元, 收购溢价率为 38.41%; 备考盈利预测 10 年归属于母公司净利润为 42 亿元, 则收购 PE 为 4.1 倍。
- 此次非公开增发收购的这 4 个船厂主要为民船或海洋工程业务, 重组后的公司将是国内规模最大的全产业链船舶修造企业之一, 在船配和海洋工程装备具有领先优势。重组后的公司年造船能力为 1060 万载重吨, 09 年完工量占全国的 14.9%; 09 年底手持订单量占国内手持订单总量的 12.8%。重组后修、造船业务收入占比约占公司总收入的 60%, 毛利约占 40% 左右。
- 重组方案中还提到重组后的公司具备军民结合优势, 大船重工、渤海重工拥有军用舰船配套业务, 北船重工具有军用巡逻艇业务, 加上公司原有的军用船配业务, 可进一步加强公司军品科研生产能力, 增强公司抗风险能力。
- 暂不考虑增发, 公司 10-12 年 EPS 为 0.28、0.37、0.41 元的预测, 10-12 年 EPS 复合增长率为 24%。我们按照公告的 10、11 年备考盈利预测, 考虑以 6.93 元/股发行 25 亿股后, 估算出公司 10、11 年 EPS 约为 0.46、0.48 元/股, 较公司重组前业绩分别增厚约 63%、30%。考虑到公司的行业地位以及雄厚的股东背景, 我们维持公司推荐的投资评级, 短期可能面临跟随大盘的调整, 未来 6-12 个月的合理目标价为 8.80 元。

主要财务指标

| 单位: 百万元         | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 18562 | 22227 | 26084 | 30741 |
| 同比(%)           | 16%   | 20%   | 17%   | 18%   |
| 归属母公司净利润(百万元)   | 1490  | 1887  | 2447  | 2890  |
| 同比(%)           | 22%   | 27%   | 30%   | 18%   |
| 毛利率(%)          | 18.1% | 18.0% | 18.2% | 18.5% |
| ROE(%)          | 7.2%  | 8.5%  | 9.9%  | 10.5% |
| 每股收益(元) (不考虑增发) | 0.22  | 0.28  | 0.37  | 0.43  |
| P/E             | 33.47 | 26.43 | 20.39 | 17.26 |
| P/B             | 2.42  | 2.25  | 2.03  | 1.81  |
| EV/EBITDA       | 18    | 15    | 13    | 11    |
| 每股收益(元) 增发摊薄后   | 0.38  | 0.46  | 0.48  |       |

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 此次发行后交易双方股权关系



资料来源: 公司公告

表 1 拟注入船企的产能情况

| 主要下属造船企业 | 年造船能力(万载重吨) |
|----------|-------------|
| 大船重工     | 600         |
| 渤海重工     | 160         |
| 北船重工     | 200         |
| 山船重工     | 100         |
| 合计       | 1,060       |

资料来源: 公司公告

表 2 备考报表的收入、毛利情况

| 单位(万元) | 2010 年 1-4 月 |           | 2009 年       |            |
|--------|--------------|-----------|--------------|------------|
|        | 收入           | 毛利        | 收入           | 毛利         |
| 船舶制造   | 724,605.79   | 71,933.20 | 2,276,013.00 | 174,129.95 |
| 船舶修理   | 84,859.07    | 20,877.94 | 244,867.96   | 68,267.39  |
| 船舶配套   | 425,423.44   | 92,289.27 | 1,485,309.02 | 281,543.64 |
| 海洋工程装备 | 95,090.89    | 15,280.56 | 294,583.52   | 62,985.05  |
| 能源交通装备 |              |           |              |            |
| 及其他    | 98,585.23    | 16,460.09 | 324,774.60   | 44,630.19  |

|    |              |            |              |            |
|----|--------------|------------|--------------|------------|
| 抵消 | (111,363.24) | (2,593.82) | (292,477.90) | (1,798.51) |
| 合计 | 1,317,201.18 | 214,247.24 | 4,333,070.20 | 629,757.71 |

|        | 2010 年 1-4 月 |         | 2009 年  |         |
|--------|--------------|---------|---------|---------|
|        | 收入占比         | 毛利占比    | 收入占比    | 毛利占比    |
| 船舶制造   | 55.01%       | 33.57%  | 52.53%  | 27.65%  |
| 船舶修理   | 6.44%        | 9.74%   | 5.65%   | 10.84%  |
| 船舶配套   | 32.30%       | 43.08%  | 34.28%  | 44.71%  |
| 海洋工程装备 | 7.22%        | 7.13%   | 6.80%   | 10.00%  |
| 能源交通装备 |              |         |         |         |
| 及其他    | 7.48%        | 7.68%   | 7.50%   | 7.09%   |
| 抵消     | -8.45%       | -1.21%  | -6.75%  | -0.29%  |
| 合计     | 100.00%      | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

资料来源：公司公告 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 33511        | 32753        | 37153        | 42619        | <b>营业收入</b>     | 18562       | 22227        | 26084        | 30741        |
| 现金             | 21292        | 17078        | 20067        | 21183        | 营业成本            | 15202       | 18219        | 21328        | 25069        |
| 应收账款           | 3471         | 3201         | 4629         | 4599         | 营业税金及附加         | 99          | 118          | 139          | 163          |
| 其它应收款          | 374          | 415          | 511          | 580          | 营业费用            | 317         | 380          | 446          | 526          |
| 预付账款           | 2423         | 2904         | 3399         | 3995         | 管理费用            | 1423        | 1703         | 1999         | 2356         |
| 存货             | 5342         | 8426         | 7692         | 11254        | 财务费用            | 57          | -177         | -471         | -556         |
| 其他             | 609          | 729          | 856          | 1009         | 资产减值损失          | 39          | 24           | 27           | 30           |
| <b>非流动资产</b>   | 8279         | 10710        | 11172        | 11123        | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 375          | 375          | 375          | 375          | 投资净收益           | 33          | 39           | 38           | 37           |
| 固定资产           | 3940         | 7586         | 8696         | 8990         | <b>营业利润</b>     | 1458        | 1998         | 2654         | 3190         |
| 无形资产           | 1376         | 1335         | 1294         | 1254         | 营业外收入           | 360         | 311          | 323          | 325          |
| 其他             | 2588         | 1414         | 806          | 504          | 营业外支出           | 20          | 21           | 21           | 21           |
| <b>资产总计</b>    | 41790        | 43462        | 48325        | 53743        | <b>利润总额</b>     | 1798        | 2288         | 2956         | 3494         |
| <b>流动负债</b>    | 14649        | 14809        | 17198        | 19696        | 所得税             | 292         | 382          | 486          | 577          |
| 短期借款           | 1455         | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | 1506        | 1906         | 2470         | 2918         |
| 应付账款           | 3557         | 3949         | 4838         | 5490         | 少数股东损益          | 15          | 19           | 25           | 29           |
| 其他             | 9637         | 10860        | 12360        | 14206        | <b>归属母公司净利润</b> | 1490        | 1887         | 2447         | 2890         |
| <b>非流动负债</b>   | 6445         | 6349         | 6349         | 6350         | EBITDA          | 1911        | 2167         | 2667         | 3176         |
| 长期借款           | 3538         | 3538         | 3538         | 3538         | EPS (元)         | 0.22        | 0.28         | 0.37         | 0.43         |
| 其他             | 2907         | 2811         | 2811         | 2812         | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 21094        | 21157        | 23547        | 26046        | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 117          | 136          | 161          | 190          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 6651         | 6651         | 6651         | 6651         | 营业收入            | 15.6%       | 19.7%        | 17.4%        | 17.9%        |
| 资本公积           | 11679        | 11679        | 11679        | 11679        | 营业利润            | 20.7%       | 37.0%        | 32.8%        | 20.2%        |
| 留存收益           | 2250         | 3843         | 6289         | 9179         | 归属于母公司净利润       | 22.1%       | 26.6%        | 29.7%        | 18.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 20579        | 22172        | 24619        | 27509        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 41790        | 43465        | 48328        | 53746        | 毛利率             | 18.1%       | 18.0%        | 18.2%        | 18.5%        |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | 净利率             | 8.0%        | 8.5%         | 9.4%         | 9.4%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b>  | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROE             | 7.2%        | 8.5%         | 9.9%         | 10.5%        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-720</b>  | 371          | 3446         | 1024         | ROIC            | 30.1%       | 18.5%        | 23.8%        | 23.3%        |
| 净利润            | 1506         | 1906         | 2470         | 2918         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 396          | 346          | 483          | 542          | 资产负债率           | 50.5%       | 48.7%        | 48.7%        | 48.5%        |
| 财务费用           | 57           | -177         | -471         | -556         | 净负债比率           | 24.95       | 16.72%       | 15.03        | 13.58%       |
| 投资损失           | -33          | -39          | -38          | -37          | 流动比率            | 2.29        | 2.21         | 2.16         | 2.16         |
| 营运资金变动         | -2849        | -1560        | 942          | -1850        | 速动比率            | 1.92        | 1.64         | 1.71         | 1.59         |
| 其它             | 202          | -106         | 59           | 8            | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1479</b> | <b>-2741</b> | <b>-928</b>  | <b>-464</b>  | 总资产周转率          | 0.55        | 0.52         | 0.57         | 0.60         |
| 资本支出           | 1990         | 2771         | 957          | 492          | 应收账款周转率         | 6           | 6            | 6            | 6            |
| 长期投资           | 0            | -0           | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 4.85        | 4.85         | 4.85         | 4.85         |
| 其他             | 512          | 30           | 29           | 28           | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>16433</b> | <b>-1844</b> | 471          | 556          | 每股收益(最新摊薄)      | 0.22        | 0.28         | 0.37         | 0.43         |
| 短期借款           | -136         | -1455        | 0            | 0            | 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.11       | 0.06         | 0.52         | 0.15         |
| 长期借款           | 2439         | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.09        | 3.33         | 3.70         | 4.14         |
| 普通股增加          | 1995         | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | 12414        | 0            | 0            | 0            | P/E             | 33.47       | 26.43        | 20.39        | 17.26        |
| 其他             | -278         | -389         | 471          | 556          | P/B             | 2.42        | 2.25         | 2.03         | 1.81         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>14234</b> | <b>-4214</b> | 2989         | 1116         | EV/EBITDA       | 18          | 15           | 13           | 11           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

真怡, 中投证券研究所非汽车交运行业分析师, 工学硕士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |