

动态报告/公司快评

机械设备

中国重工 (601989)

谨慎推荐

运输机械

公司发行股份购买资产公告草案点评

2010年7月16日

优质资产注入，竞争能力大幅提升

分析师：余爱斌

SAC 执业证书编号：S0980207060202

电话：0755-82133400

邮箱：yuab@guosen.com.cn

联系人：杨森

SAC 执业证书编号：S0980110060670

电话：0755-82133343

邮箱：yangsen@guosen.com.cn

事项：

公司今日公布了《中国船舶重工股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，拟通过非公开发行的方式收购大船重工 100% 股权、渤海重工 100% 股权、北船重工 94.85% 股权和山船重工 100% 股权。

评论：

■ 本次增发将收购集团绝大部分整船资产及海洋工程等非船资产

公司控股股东中船重工集团通过本次收购重组将其绝大部分造船和海洋工程等业务注入了公司，包括：

大船重工：截至 2010 年 4 月 30 日，总资产 691.5 亿，净资产 76.6 亿元。是我国规模最大的船舶制造企业之一，2009 年船舶产量为 385.15 万载重吨。至 2010 年 7 月 16 日，在手订单为 1664.1 万载重吨，在国内排第一位，全球排第五位。主要产品覆盖驳船、拖船、渔船到货船、集装箱船、化学品船、滚装船等各类别船舶，以及 FPSO、自升式钻井平台、半潜式钻井平台等各类海洋工程装备的全系列建造需求。曾自行研发 VLCC、5668 TEU 集装箱船、18 万吨散货船、11 万吨成品油轮、大型高速滚装船、化学品船、FPSO 等高技术、高附加值船舶产品和自升式钻井平台、半潜式钻井平台等海洋工程装备，

渤海重工：截至 2010 年 4 月 30 日，总资产 130.2 亿，净资产 20 亿元。主营业务方向为船舶建造，包括各类油船、散货船以及冶金设备、大型水电设备等非船产品。2010 年 7 月 16 日，在手订单 696.5 万载重吨。

北船重工：截至 2010 年 4 月 30 日，总资产 109.2 亿，净资产 24.1 亿元。主要产品以远洋运输的大宗散货船为主，同时经营建造多种型式的海洋平台和浮式生产结构（如 FPSO 等）。2010 年 7 月 16 日，在手订单 347 万载重吨。

山船重工：截至 2010 年 4 月 30 日，总资产 86.5 亿，净资产 16.8 亿元。主营船舶修理改装、船舶制造及海洋工程业务，是我国最大的船舶修理企业之一。2010 年 7 月 16 日，在手订单 177.7 万载重吨。

■ 购买资产以评估净资产作价，定价方案合理

目标资产的净资产评估价值为 1,732,756.46 万元，评估增值 38.41%。增值主要来自长期股权投资增值和资产重置成本上升，价格比较公允。股票发行价 6.93 元/股，本次共发行 2,500,370,065 股。发行后公司总股本由 6,651,000,000 股增加 37.6% 至 9,151,370,065，实际控制人及控股股东仍是中船重工集团。

■ 重组后公司形成五大业务板块，造船产业依靠完整产业链增强竞争优势

收购重组后，公司主营业务将形成船舶制造、船舶修理、船舶配套、海洋工程装备和能源交通装备及其他五大业务板块。其中船舶制造营业额约占总营业收入的 55%，船舶修理 6%，船舶配套 32%，海洋工程 7%，能源交通装备

及其他 7%，内部抵消 8%。

公司将成为国内上市公司中规模最大、实力最雄厚的造船企业。至 2010 年 7 月 16 日，重组后公司新船在手订单为 2885.3 万载重吨，同期中国船舶（代码：600150）为 1069.5 万载重吨，广船国际（代码：600685）为 196.8 万载重吨。公司在船舶制造领域将形成系统竞争力，能承接大型集装箱船、工程船、液化石油气船、超大型油船和超大型矿砂船等高技术含量、高附加值的现代船舶。

■ 海洋工程业务已有产品交付记录，国内领先

2009 年，大船重工和北船重工交付自升式平台 5 座、半潜式平台 1 座、座底式平台 1 座、钻井船 1 艘。重组后，公司将重点研发具有自主知识产权的 350 英尺自升式钻井平台、潮间带及近海风电安装平台项目。依靠已有产品交付的记录和强大的研发能力，公司在海工领域国内领先的地位将日益巩固。

■ 预期重组后 2010 年和 2011 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.48 元/股和 0.51 元/股，分别增厚 99.3%和 99.1%

重组后，公司每股净资产将从 3.17 元上升 13.88%至 3.61 元。预测 2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.48 元/股和 0.51 元/股。按 2010 年 1-4 月份公司经营情况计算，重组后 EPS 增厚 185.71%，2010 年和 2011 年年度全面摊薄 EPS 将分别增厚 99.3%和 99.1%。

■ 收购重组方案基本符合预期，目前估值相对较低，给予“谨慎推荐”评级

按整体收购价格计算，公司本次所购资产的 PB 仅为 1.38 倍，按 2010 年预测业绩计算的 PE 也仅有 6.26 倍，总体而言，重组方案基本符合我们的预期，对上市公司非常有利。公司停牌前股价为 7.46 元/股，对应 2010 和 2011 年 PE 为 15.7 倍和 14.7 倍，2010 年 PB 为 2.07 倍。由于公司在造船行业是业内领导者，有明显的竞争实力，而且毛利率较高的船舶配套和海洋工程业务占公司总营业收入的比例高达 40%，未来还有广阔的发展空间，所以我们认为应给予公司适当高于造船行业平均水平的估值，故给予“谨慎推荐”评级。

表1：目标资产的历史财务状况（万元）

	2010 年 4 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
大船重工			
资产总额	6,915,095.44	6,716,930.21	6,815,531.34
负债总额	6,149,226.67	6,062,237.73	6,302,839.36
所有者权益	765,868.78	654,692.48	512,691.98
归属母公司所有者权益	709,231.86	603,361.59	476,250.26
山船重工			
资产总额	864,693.56	950,539.35	790,217.79
负债总额	696,703.42	789,549.95	670,623.84
所有者权益	167,990.13	160,989.40	119,593.94
归属母公司所有者权益	116,034.86	109,063.50	95,993.94
渤海重工			
资产总额	1,302,083.65	1,258,311.02	1,413,969.48
负债总额	1,101,975.08	1,078,198.23	1,236,891.56
所有者权益	200,108.58	180,112.79	177,077.92
归属母公司所有者权益	200,108.58	180,112.79	177,077.92
北船重工			
资产总额	1,092,394.52	1,100,166.65	998,126.53
负债总额	851,869.62	858,389.64	772,348.04
所有者权益	240,524.90	241,777.01	225,778.49
归属母公司所有者权益	236,601.60	237,829.77	221,799.54

资料来源：公司报告

表2: 目标资产的评估状况 (万元)

目标资产	净资产账面值 (A)	净资产评估值 (B)	评估增值 (C=B-A)	评估增值率 (D=C/A*100%)
大船重工 100% 的股权	681,964.80	895,666.68	213,701.88	31.34%
渤海重工 100% 的股权	200,118.93	279,615.85	79,496.93	39.72%
北船重工 94.85% 的股权	224,877.28	371,159.52	146,282.25	65.05%
山船重工 100% 的股权	144,964.32	186,314.41	41,350.09	28.52%
合计	1,251,925.32	1,732,756.46	480,831.14	38.41%

资料来源: 公司报告

表3: 重组后公司营业收入结构预测 (万元)

2010 年 1~4 月		中国重工			备考中国重工		
	主营收入	毛利	毛利率	营业收入	占总营业收入比例	毛利	毛利率
船舶制造	-	-	-	724,605.79	55%	71,933.20	9.93%
船舶修理	-	-	-	84,859.07	6%	20,877.94	24.60%
船舶配套	425,423.44	92,289.27	21.69%	425,423.44	32%	92,289.27	21.69%
海洋工程装备	-	-	-	95,090.89	7%	15,280.56	16.07%
能源交通装备及其他	98,585.23	16,460.10	16.70%	98,585.23	7%	16,460.10	16.70%
减: 内部抵消	368.16	124.05	-	111,363.24	-8%	2,593.82	-
主营业务合计	523,640.52	108,625.32	20.74%	1,317,201.19	100%	214,247.24	16.27%
2009 年		中国重工			备考中国重工		
	主营收入	毛利	毛利率	营业收入	占总营业收入比例	毛利	毛利率
船舶制造	-	-	-	2,276,013.00	53%	174,129.95	7.65%
船舶修理	-	-	-	244,867.96	6%	68,267.38	27.88%
船舶配套	1,485,309.02	281,543.65	18.96%	1,485,309.02	34%	281,543.65	18.96%
海洋工程装备	-	-	-	294,583.52	7%	62,985.05	21.38%
能源交通装备及其他	324,774.60	44,630.18	13.74%	324,774.60	7%	44,630.18	13.74%
减: 内部抵消	323.05	70.28	-	292,477.90	-7%	1,798.51	-
主营业务合计	1,809,760.57	326,103.55	18.02%	4,333,070.19	100%	629,757.70	14.53%

资料来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

表4: 收购重组后公司盈利预测 (万元)

项目	2009 年实际数	1~4 月实际数	2010 年度预测数 5~12 月预测数	合计	2011 年度预测数
一、营业总收入	4,464,838.62	1,353,406.89	3,878,487.14	5,231,894.03	5,856,475.20
其中: 营业收入	4,464,838.62	1,353,406.89	3,878,487.14	5,231,894.03	5,856,475.20
二、营业总成本	4,055,129.65	1,190,285.12	3,622,754.32	4,813,039.44	5,374,826.89
其中: 营业成本	3,810,642.25	1,123,867.82	3,356,167.46	4,480,035.28	4,981,719.55
营业税金及附加	12,946.52	3,328.30	10,868.99	14,197.29	15,605.70
销售费用	37,181.08	16,063.98	32,005.31	48,069.29	54,481.78
管理费用	270,728.36	72,481.08	227,705.47	300,186.55	325,872.18
财务费用	-88,636.07	-26,266.67	-6,134.78	-32,401.45	-6,516.98
资产减值损失	12,267.51	810.61	2,141.87	2,952.48	3,664.66
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	-	-	-	-	-
投资收益 (损失以“-” 号填列)	7,782.93	2,560.17	4,351.25	6,911.42	7,235.24
其中: 对联营企业和合 营企业的投资收益	2,701.56	2,391.54	1,226.13	3,617.67	3,787.30
三、营业利润 (损失以 “-”号填列)	417,491.90	165,681.94	260,084.07	425,766.01	488,883.55

加：营业外收入	92,075.88	57,863.68	46,656.40	104,520.08	82,085.00
减：营业外支出	71,030.03	1,165.37	3,406.55	4,571.92	7,871.88
其中：非流动资产处置损失	3,152.23	919.87	2,335.50	3,255.37	2,725.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	438,537.75	222,380.25	303,333.92	525,714.17	563,096.67
减：所得税费用	66,014.74	37,463.24	52,309.16	89,772.40	99,257.62
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	372,523.01	184,917.01	251,024.76	435,941.77	463,839.05
归属于母公司所有者的净利润	354,811.11	178,541.00	243,535.51	422,076.51	444,565.09
少数股东损益	17,711.90	6,376.01	7,489.25	13,865.26	19,273.96

资料来源：公司报告

表5：上市公司造船企业2010年7月16日在手订单按交付年度统计（载重吨）

	2010	2011	2012	2013	总计
中国船舶					
外高桥	1,158,372	1,609,500	1,013,500	35,000	3,816,372
江南长兴	367,500	2,858,000	1,410,000		4,635,500
澄西	404,000	1,362,000	477,000		2,243,000
合计	1,929,872	5,829,500	2,900,500	35,000	10,694,872
中国重工					
北海	1,080,000	1,670,000	720,000		3,470,000
渤海	3,041,917	2,894,680	1,028,000		6,964,597
大连	3,731,277	8,424,862	4,165,000	320,000	16,641,139
山海关	431,700	1,345,600			1,777,300
合计	8,284,894	14,335,142	5,913,000	320,000	28,853,036
广船国际	384,075	986,996	596,480		1,967,551

资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

表6：同类上市公司主要指标对比

简称	最新价格（元）	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB（MRQ）	总市值（亿元）
		TTM	10E	11E	TTM	10E	11E		
中国船舶	56.07	3.88	4.02	3.80	14.45	13.95	14.74	2.55	371.50
广船国际	17.23	1.10	1.23	1.28	15.64	13.97	13.42	2.57	85.23
中国重工	7.46		0.48	0.51		15.66	14.72	2.07	682.69

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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，特此声明。

免责条款:

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。