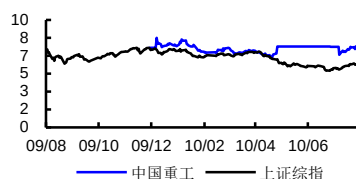


动态报告
机械设备
军工造船
中国重工(601989)
谨慎推荐
公司调研报告

(维持评级)

2010年8月9日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	7.62
总股本/流通 A 股(百万股)	6,651.00/1,995.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	50,680.62/15,201.90
上证综指/深圳成指	2,658.39/10,942.93
12 个月最高/最低(元)	8.30/6.50

财务数据

净资产(百万元)	20,907.87
每股净资产(元)	3.14
市净率	2.42
资产负债率	49.18%
息率	0.58%

相关研究报告:

《中国重工: 优质资产注入, 竞争能力大幅提升》——2010-7-15

《中国重工 2009 年报点评: 业绩平稳, 未来取决于下游造船业》——2010-4-20

《中国重工: 舰船装备龙头, 中船重工旗舰上市平台》——2009-12-2

分析师: 余爱斌

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207060202

联系人: 杨森

电话: 0755-82133343

E-mail: yangsen@guosen.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, 特此声明。

更新报告

舰船业务龙头, 非船业务将超预期

●战略转型发展非船业务, 2015 年非船业务比重有望超过 50%

预计到 2015 年, 公司营业收入中造船占 36%, 修船占 6%, 海工占 15%, 能源交通及军工占 43%。非船业务产值超过 50%。

●“军民分线”后仍保有军品生产, 将长期受益于海军建设

军舰约有 70% 的价值是在民船公司制造。实行“军民分线”不等于剥离军工业务。公司将长期受益于我国海军建设。军工产品结算周期较长, 预计到 2012 年将迎来军工产品结算高峰。

●海工研发和生产国内领先

全国首家海洋工程装备研发中心落户中船重工集团。公司目前已具备总包设计制造钻井平台和工程支持船的能力。2009 年公司交付自升式平台 5 座、半潜式平台 1 座、座底式平台 1 座、钻井船 1 艘, 处于全国领先。

●船舶压载水处理装置面临巨大商机, 全球市场总容量 2300 亿元

国际海事组织 (IMO) 规定到 2017 年之前所有远洋船舶必须安装压载水处理装置。公司全资子公司青岛双瑞是目前国内唯一有资质进行生产该类产品的公司。乐观预计, 到 2015 年, 该项目年净利润有望达到数亿元人民币。

●造船业务有望长期保持高位运行

公司 2012 年船舶生产任务饱满。目前全球新船订单量、价同比均有回暖, 且中国上半年接单量全球第一。公司在 13 年之后的订单有望维持量、价齐高的局面。

●10、11 年 EPS 分别为 0.48、0.51 元/股, 维持“谨慎推荐”评级

按大连船舶等 4 家船厂在 2010 年 1 月 1 日并入公司计算, 10、11 年公司 EPS 分别为 0.48、0.51 元/股, 对应于 8 月 6 日收盘价 7.62 元的市盈率分别为 16、15 倍。我们认为对公司的估值应高于船舶制造行业平均值, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16,058.89	18,562.30	52,320	58,567	68,922
(+/-%)	40.78%	15.59%	181.9%	11.9%	17.7%
净利润(百万元)	1,220.92	1,49	4395	4627	5224
(+/-%)	51.73%	22.08%	194.9%	5.3%	12.9%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.48	0.51	0.58
EBIT Margin		8.2%	9.9%	9.1%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	24.94%	7.24%	13.47%	12.61%	12.61%
市盈率 (PE)	29.06	34.00	15.9	14.8	13.2
EV/EBITDA		37.6	22.5	21.8	20.8
市净率 (PB)	7.25	2.46	2.12	1.86	1.67

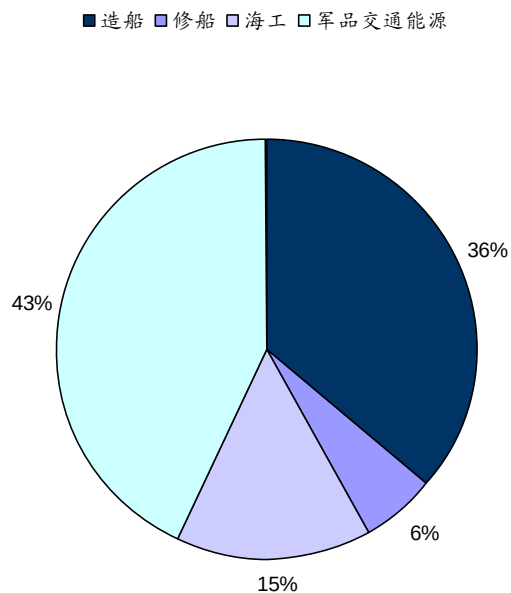
公司战略转型：大力发展非船业务

大力发展非船业务，是公司实现快速增长的重要支撑，也是公司应对金融危机和船市调整的必要措施。事实上，大力发展非船业务，是整个中船重工集团的总体战略。

造船是综合性很强的工业，涉及数十个相关领域。对公司而言，大力发展非船产业，实质是在坚持造船主业基础上对核心竞争能力的一种延伸。无论是海洋工程、近海风电、钢结构桥梁，还是防腐设备，某种程度上都可看作是造船技术、生产能力在相关领域的新运用。

我们认为：依托强大的技术研发能力和生产制造能力，到 2015 年，公司非船业务的营业收入比例将超过 50%，具体分为：造船 36%，修船 6%，海工 15%，能源交通军工 43%，非船业务营业收入将占公司总营业收入的 58%。

图 1：公司营业收入结构预测



资料来源：国信证券经济研究所

“军民分线”后仍保有军品生产，公司将长期受益于我国海军建设

军民分线不等于军品业务剥离

虽然大连船舶重工和渤海船舶重工已经完成了“军民分线”，但实际上军船和民船制造在前期的大部分工序和制造设备是通用的。初步估计，一艘军舰约 70% 的价值（主要是船体制造和舾装等）是在公司完成的，剩余 30% 是总体安装和武

器集成，由核心军品公司完成。

公司将长期受益于海军建设，军品占营业收入比例将逐步提高

我国海军正逐步从“褐水海军”向“蓝水海军”转变，即从近海防御战略调整为能够在外海完成保卫本国海洋权益和海洋安全的战略。在未来相当长的时期内，我国海军建设都将处于高速发展期。

中国船舶重工集团拥有 46 家工业企业和 28 家科研院所，是中国最大、最强的海军装备制造商。本次资产注入后，公司将拥有集团几乎所有的造船业务。

军品设备的结算周期较长，大部分需要二至三年。根据公司 2009 年 12 月 15 日《中国船舶重工股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书》，大连重工和渤海重工等公司当时正承担着繁重的军品任务。据此我们估计：到 2012 年可能迎来军工产品交付的高峰，军工收入占公司营业收入的比重将有较大提高。

公司海洋工程业务全国领先

中船重工集团已形成较为完善的海工发展格局

中船重工集团目前具备年产 10 座平台、34 部专用组块、19 条特种船的生产能力，初步形成了比较完善的海工生产布局。其中：武船重工与美国公司合作开拓国外市场；大连船舶重工立足于自身资源，主要生产自升式、半潜式平台；北船重工主要发展坐底式平台、导管架、多点系泊产品；渤船重工主要生产 FPSO；山船重工重点发展专用模块；武船重工青岛公司重点发展海工特种船，包括专用模块和组块；天津新港公司发展 FPSO、海工模块。

公司海工装备技术研发和生产能力国内领先

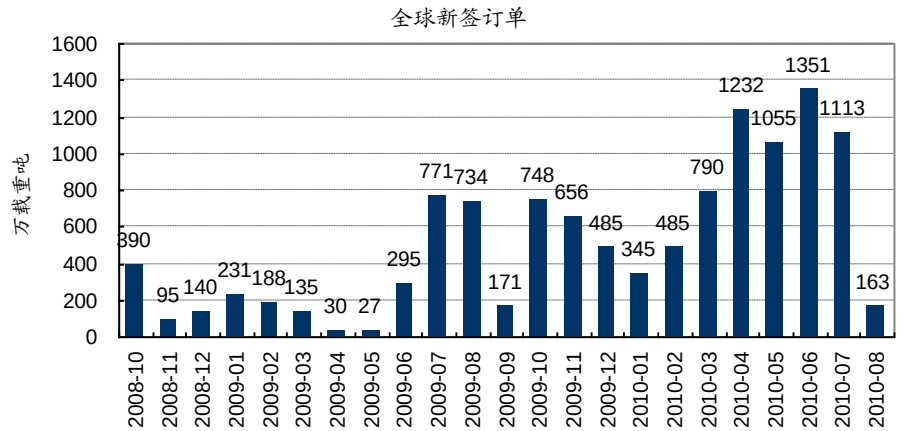
2010 年 1 月 6 日，全国首个国家能源海洋工程装备研发中心被授予中船重工集团。公司目前已具备总包设计制造钻井平台和工程支持船的能力。2009 年公司交付自升式平台 5 座、半潜式平台 1 座、座底式平台 1 座、钻井船 1 艘，处于全国领先。

造船业务有望长期保持高位运行

截至 2010 年 8 月 8 日，公司在手订单共计 2865 万载重吨，其中 80% 是 2009 年以前市场繁荣时期所接的高价订单，公司 2012 年生产任务饱满。

预计未来人工成本、钢材价格将持续走高，将推动船舶价格回升。到目前为止，2010 年全球新签订单为 6534 万载重吨，已超过去年全年水平。中国在上半年接单总量按修正吨计算占全球总份额为 41.2%，超越韩国的 38%，成为全球第一。预计 2013 年之后随着行业转暖、全球船舶制造中心继续向中国移动，公司的船舶业务有望维持高价、高订单量的有利局面。

图 2: 全球船舶订单结构



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

船舶压载水处理装置业务面临 2300 亿元装备需求

全球远洋船舶必须安装压载水处理装置, 全球市场总容量超 2300 亿元

根据 IMO《船舶压载水和沉积物控制和管理公约》规定, 最晚到 2017 年, 全球所有的远洋船必须安装船舶压载水处理装置。目前全球远洋船舶存量共 6 万艘, 预计 2010~2017 年新建造 1 万艘, 则市场对压载水处理装置总容量 7 万套。初步估算, 仅存量市场, 全球总市场规模已有 2300 亿元人民币, 年均 380 亿元。中国现有两千条远洋船, 92%配置在欧美航线上。而欧盟和美国可能今年年底启动压载水公约标准。若实施该公约标准, 没有安装压载水处理装置的船舶将不得进入该国海域, 这可能会对我们远洋业务产生重大打击。

公司科研力量强大, 海水电解防腐、防污技术处于国内最高水平

公司全资子公司青岛双瑞防腐防污工程有限公司占据国内船舶海水电解防腐装置 70%份额, 防腐技术代表国内最高水平。至 2010 年 6 月, 全球有 15 家企业有资质生产船舶压载水处理装置, 中国企业只有青岛双瑞一家。

青岛双瑞采用主流的海水电解技术, 但比国际同类产品效率高, 而且应用范围更广, 具备显著竞争力。

船舶压载水处理装置项目前景广阔

青岛双瑞共 205 人, 09 年营业收入 2.7 亿, 净利润 4000 万。业务主要采用工程总承包形式。预计 10 年营业收入 4 个亿, 净利润 6000 万。

公司为压载水处理项目新征 36 亩地, 预计 11 年一期产能 450 台/年, 可形成 15 亿元销售收入。规划二期产能达到 1000 台/年。

初步预计, 国内前 30 位船东总存量市场容量约 110 亿元。乐观预计, 到 2015 年, 该项目年净利润有望达到数亿元人民币。

估值建议

我们认为公司是国内最强的船舶制造上市公司，国内最主要的海军军品制造企业，国内领先的海洋工程企业。依托强大的技术研发能力，公司还有多项隐形冠军产品。公司将逐渐发展成为在多个领域取得领先的综合性重工集团。

按大连船舶等 4 家船厂在 2010 年 1 月 1 日并入公司计算，10、11 年公司 EPS 分别为 0.48、0.51 元/股，对应于 8 月 6 日收盘价 7.62 元的市盈率分别为 16、15 倍。我们认为对公司的估值应高于船舶制造行业平均值，维持“谨慎推荐”评级。

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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	