

中国重工(601989.sh)

受益海军发展，未来资产注入仍可期

安倩 机械行业分析师 邱世梁: CFA 机械行业首席分析师
电话: 021-68817881 电话: 021-68825729
eMail: aq@gf.com.cn eMail: qsl@gf.com.cn

我们自 2010 年 3 月 29 日发布报告及通过邮件持续推荐中国重工，看好公司资产注入后的广阔发展前景，目前时点我们推荐主要看好 1 海军大发展带来的巨大成长空间；2 后续非船资产注入带来到盈利能力提升。

造就中国海军装备制造

中国海军 80%的修造业务在母公司中国船舶重工集团内，此次资产注入的大连重工、渤海重工均承担了大量的军品任务，虽然注入前两者均进行了军品剥离，但剥离的部分只是整装、武器调试、试航等核心业务，其它如分段、涂装等军民共用部分已注入上市公司，按照造船链条的价值量估算，此次集团军品业务 70%左右的资产已注入。按照集团军品占中国海军 80%的占比，中国军舰 50%左右的业务在上市公司内。在《2008 年中国的国防》中国家提出了海军的发展思路：增强近海海域整体作战能力，逐步发展远海合作与应对非船安全威胁能力，推动海军建设整体转型，未来随着中国海军整体装备水平的提高，公司军品业务将首先受益。

中国造船有望率先走出谷底，船配业景气度优于整船

全球造船景气度仍向下，中国造船出于成本优势以及造船技术的不断完善，造船业正逐步向中国转移，目前从新接订单来看中国造船已超越日本，紧随韩国位居第二，未来中国造船有望率先走出谷底；船配行业受益于国产装船率的提升，整体景气度高于整船。此次注入的大连造船、渤海造船等四块资产民船造修资产质量优良，从在手订单情况看，大连造船 2009 年底在手订单 1897 万载重吨，位居全球第 7，中国第 1。

能源装备业务量点多，未来发展前景看好

核电站水处理系统、船用涂料、船用特种材料等，均处于各细分行业的龙头地位，未来发展前景广阔。

后续资产注入可期

此次资产注入完成后，仍有部分造船和非船资产在集团，按照国务院“民船整体上市”的指导意义，我们预计剩余资产未来将陆续注入上市公司。

盈利预测和投资建议

预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.48、0.52 元。我们估算了公司各业务板块的收入和利润占比，目前中国船舶 2010 年市盈率为 17.3 倍（按 2010 年 EPS3.5 元计算），我们给与公司民船造修加配套板块 2010 年 18 倍 PE，海工业务板块 22 倍 PE，能源装备及其他业务板块 22 倍 PE，军品业务 35 倍 PE，得出公司 2010 年合理 PE 水平为 22.45 倍，目标价 10.78 元，维持买入评级。

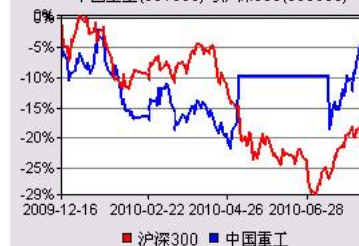
公司评级

买入

当前价格(元)	8.95
目标价格(元)	10.78
前次评级	买入

股价走势

中国重工(601989)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.01%	2.01%	-7.82%
沪深 300	5.24%	-0.06%	-17.10%

股票数据

总股本(万股)	665,100.
流通 A 股(万股)	199,500.
主要股东:中国船舶重工集团	
主要股东持股比例	65.13%
流通 A 股比例	30.00%

财务比率

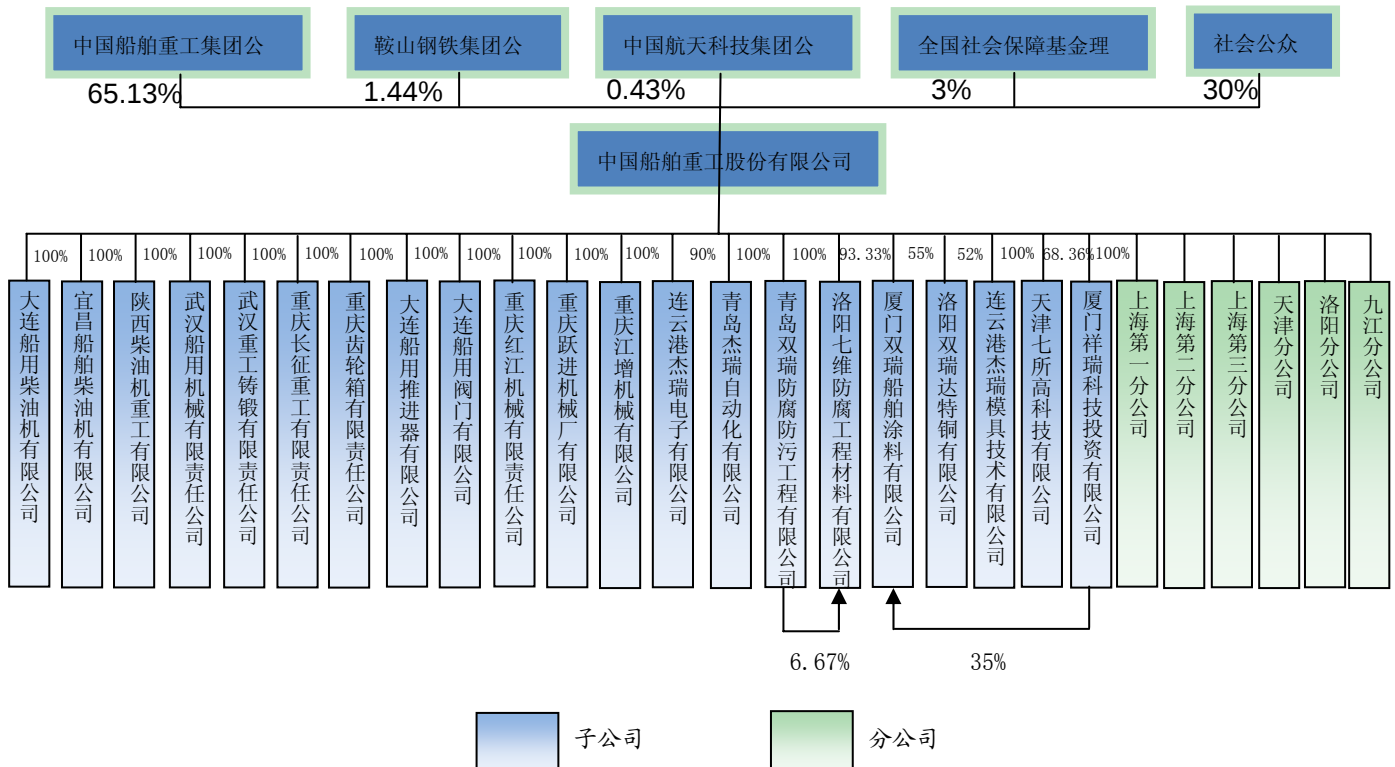
ROE	7.24%
ROA	5.49%
资产负债率	50.48%
每股净资产(元)	3.09

2009 年报数据

一、巨轮出世

中国重工是经国资委《关于中国船舶重工集团公司民船业务重组改制并境内上市的批复》、《关于设立中国船舶重工股份有限公司的批复》批准，由中船重工集团联合鞍钢集团和航天科技集团共同发起设立的。首次上市包括下属12家二级公司100%的股权、4家研究所持有的9家公司的股权以及6个本部业务单元。

图：资产注入前公司股权结构



数据来源：公司公告

首次上市主要是集团内的船舶配套类资产，分为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，包含大连船柴、宜昌船柴、重庆齿轮箱等一批优质资产。

表：注入前公司业务

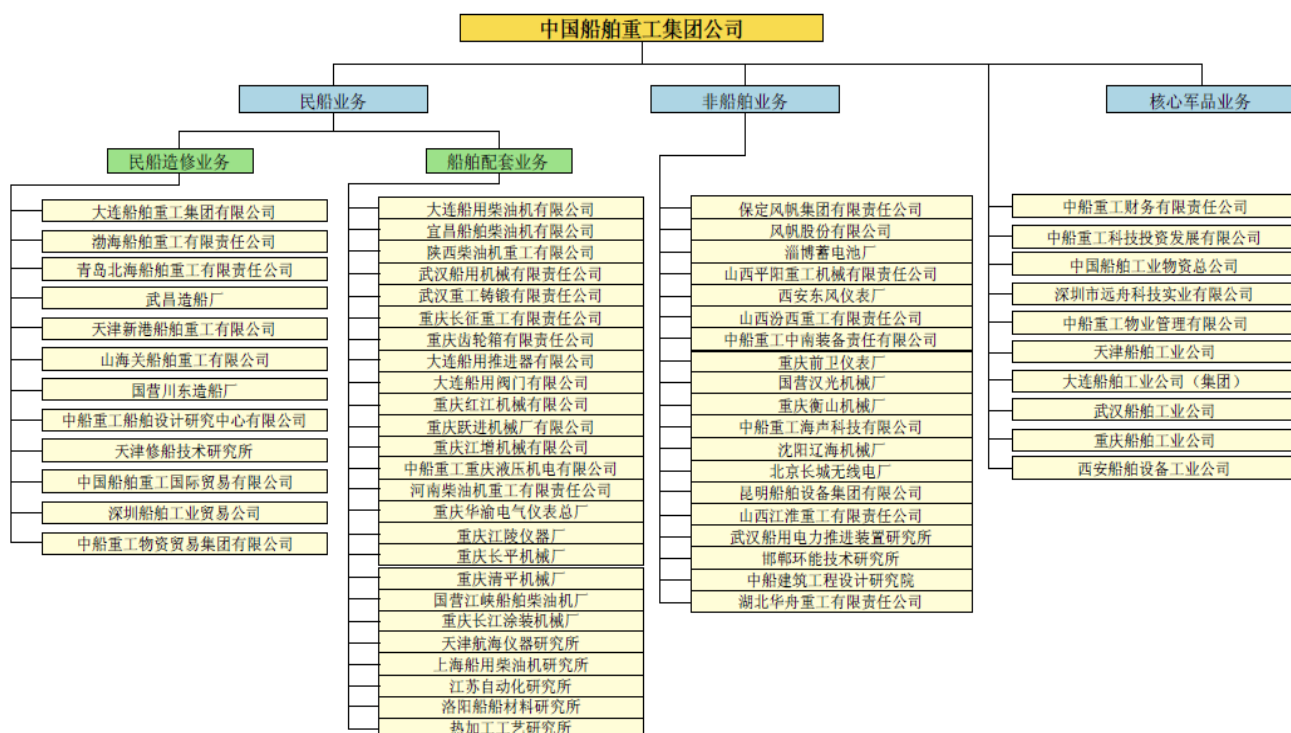
业务	业务
船用动力及部件	船用柴油机及部件，包括低速、中速船用柴油机、燃油喷射系统、增压器、活塞、连杆、曲轴以及舰艇用柴油机及部件等
	推进及传动装置，包括船用齿轮箱、螺旋桨以及舰艇用传动装置等
	相关延伸产品，包括风电齿轮箱、核电站应急柴油机组、无缝钢管等
船用辅机	甲板机械，包括锚绞机、吊机、舵机等
	舱室机械，包括船用阀门、电子导航设备、船用控制系统等
	舰载武器发射装置、舰艇用导航设备、舰艇用通讯设备、军用加固计算机等
运输设备及其他	铁路货车
	其他配套设备及材料，包括油污水处理装置、船用涂料、船用特种材料等

数据来源：公司公告

二、资产注入铸就中国最大造船企业

公司所在的中船重工集团是我国规模最大的造修船及船舶配套集团之一，主要经营和管理46个工业企业、28个科研院所，分布在全国20多个省市。集团拥有我国最大的造修船基地，可承担包括38万吨超大型船舶在内的各种民用船舶、海洋工程和大型水面水下战斗舰艇、各种军辅船和水中兵器及相关船舶配套设备的研究、设计、建造和修理，可自行设计、建造上百种民用船舶、海洋工程和其它机电产品。

图：集团公司资产情况

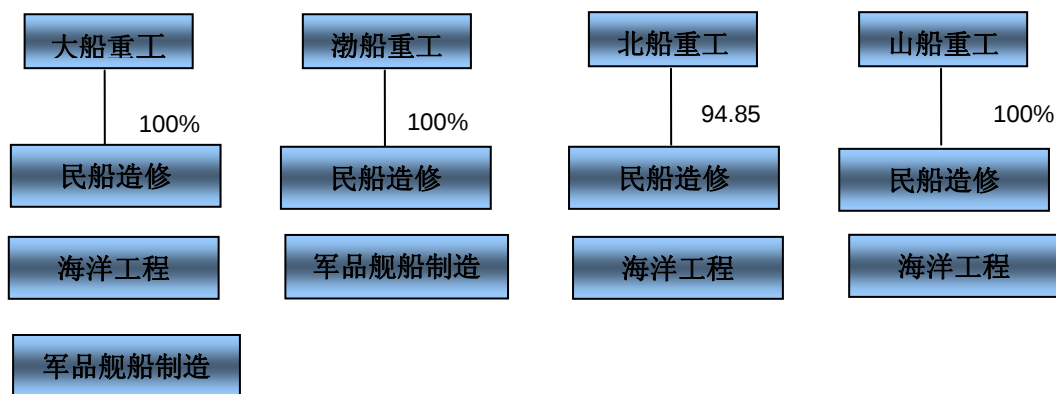


数据来源：公司公告

中国重工上市之初就被定位为集团的上市旗舰，按照“民船主业整体上市，分步实施，配套与科技产业先行”的指导方针，集团民船资产将陆续注入上市公司。

2010年7月16日，公司公布了第二次资产注入的方案，中国重工拟以6.93元/股发行约25亿股，收购大船重工100%股权、渤海重工100%股权、北船重工94.85%股权以及山船重工100%股权，资产注入后上市公司形成了完备的船舶制造、船舶修理、船舶配套产业链以及海洋工程、能源交通及其他（风电、核电、货车、特种涂料等）等非船业务板块。

图：此次注入资产情况

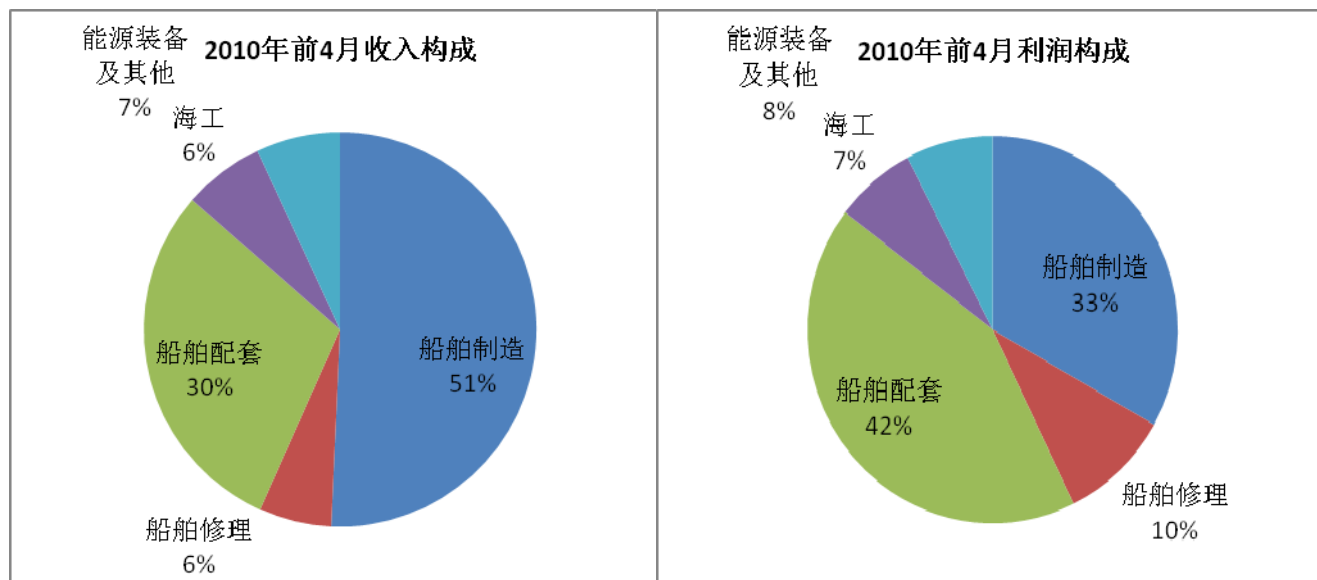


数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

注入后公司业务结构中，船舶制造、修理、配套、海工、能源业务板块收入占比分别为51%、6%、30%、6%、7%，其中船舶制造和配套占比较大。从利润结构来看，船舶配套由于毛利高，其利润占比达到42%，船舶制造业务利润占比降到33%，修理和海工以及能源业务板块利润占比分别达到10%、7%、8%。

船舶造修业务又分为普通民品以及军品业务，此次注入的大船重工和渤船重工均承担了大量的舰船造修业务，注入后上市公司含有海军舰船的部分业务。

图：注入后收入和利润结构

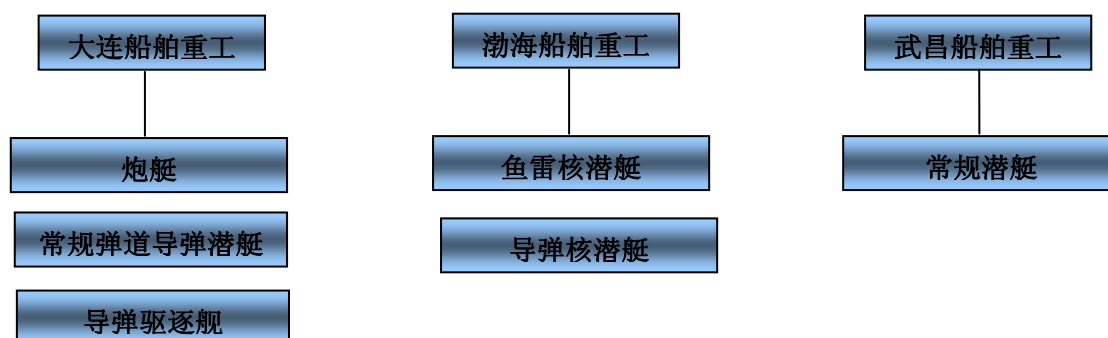


数据来源：广发证券研究发展中心

(一) 军品业务

母公司中国船舶重工集团公司承担了重工海军主战装备80%的制造任务，主战装备包括水面和水下舰艇装备。注入前上市公司中已包含部分军工业务，分布在9家核心军工企业中，主要产品为海军舰艇用柴油机及部件、舰载武器发射装置、舰艇用导航设备、舰艇用通讯设备、军用加固计算机、舰艇用传动装置六大板块。

图：集团军品业务



数据来源：互联网

此次注入的大连船舶重工集团有限公司、渤海船舶重工有限责任公司等都是我国海军主要装备总装企业，其中大连船舶重工集团公司被誉为中国“海军舰艇的摇篮”，建国以来修建了44个型号，822艘舰船，包括中国第一艘炮艇、第一艘常规弹道导弹潜艇，第一艘导弹驱逐舰、第一艘油水补给船等，是中国水面舰船研制生产实力最强、海军建造舰艇最多的船厂。

图：大连船舶重工的导弹驱逐舰、导弹潜艇



数据来源：互联网、广发证券发展研究中心

渤海船舶重工是中国第一艘鱼雷核潜艇和第一艘导弹核潜艇的诞生地。

图：鱼雷艇和导弹核潜艇



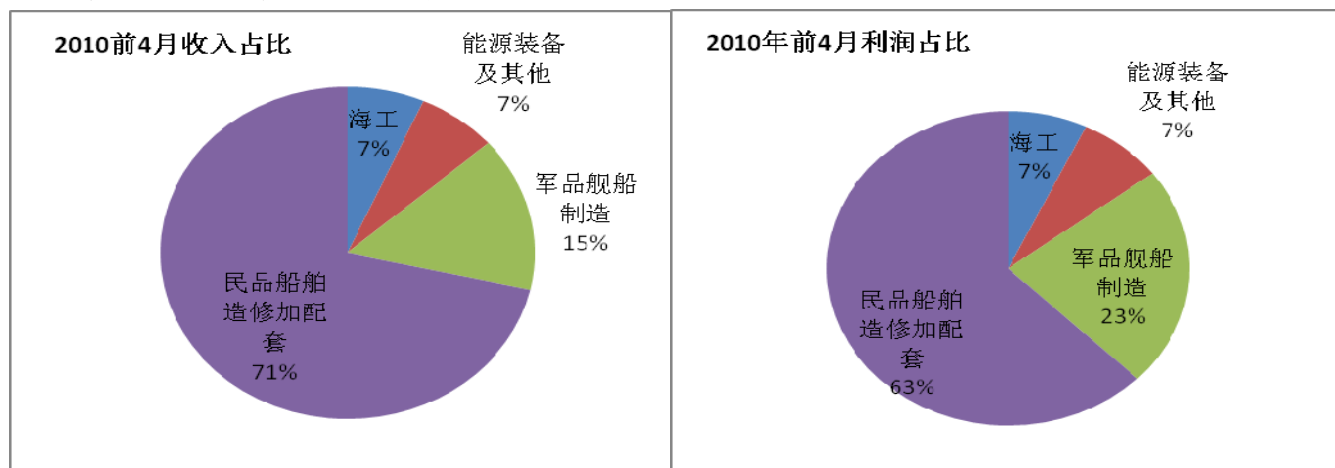
数据来源：互联网

此次资产注入，大连船舶重工、渤海船舶重工虽然进行了军民线分离，但由于舰船制造与民船制造前端的部分大都为通用，如钢板预处理、分段制造、涂装、电器安装、管线和部件安装等，这部分无法进行分离，此次已注入上市公司，总体安装、武器调试、试航等军品核心业务流程由于涉及军事机密，此次军品分线已剥离，按照前端分段、涂装等与后段的价值量比值，我们预计军舰制造产业链（不包括舰上武器装备）中价值占比约70%的业务和资产已置入到上市公司中。

按照重工船舶重工集团拥有80%的中国海军装备业务，其中70%注入上市公司，我们预计上市公司目前拥有50%以上的中国海军装备制造业务。

预计资产注入后军品业务收入占比达到15%左右，民品船舶造修及配套业务占比为71%、海工为7%、能源装备及其他为7%；从利润占比情况看我们预计军品利润占比为23%、民品船舶造修加配套利润占比为63%、海工利润占比为7%、能源装备及其他占比位7%。

图：军品、民品、海工、能源业务板块收入和利润占比



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 民船造修业务

此次注入的大连重工、渤船重工、北船重工、山船重工均是我国船舶行业的重要生产企业，注入完成后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。注入后我们预计公司民船造修加配套业务收入和利润占比分别为71%、63%。

表：注入资产造船能力

造船企业	年造船能力（万载重吨）
大船重工	600
渤船重工	160
北船重工	200
山船重工	100

数据来源：公司公告

大连船舶重工集团有限公司：是目前国内规模最大、建造产品最全、最具有国际竞争力的现代化船舶总装企业。2008年底，公司长兴岛基地奠基开工，开展大型和超大型船舶修理、改装等船务工程；建造大型油轮、大型集装箱船和大型散货船等造船产业；大型海水淡化装置、大型锅炉、各种压力容器、大型电站与冶金设施、海洋工程专用设备重工产业；半潜式和自升式钻井平台、导管架、模块等海洋构筑物等海洋工程产业。

未来公司将以香炉礁沿岸老造船区域和长兴岛临港工业区新规划区为主厂区，完善旅顺舱口盖和分段建造、大连湾管子和舾装件生产、营口鲅鱼圈分段建造三个配套基地，公司计划到2010年，造船能力达到600万吨，产量达到500万吨，经济总量超过200亿元，到2015年，造船能力达到800万吨，产量达到700万吨，经济总量达到300亿元，到2020年，造船能力达到1000万吨，产量达到900万吨，经济总量达到400亿元。

表：大船重工未来规划

时间	造船能力(万吨)	产量(万吨)	经济总量(亿元)
2010	600	500	200
2015	800	700	300
2020	1000	900	400

数据来源：公司网站

渤海船舶重工有限责任公司：公司拥有中国最大的七跨式室内造船台，5万吨级可逆双台阶注水式干船坞，15万吨级半坞式船台，钢板预处理流水线、船体平面分段制作流水线等国内外先进的造船设施和一流设备。可建造38.8万吨级以下各类船舶，年造船能力可达200万吨。

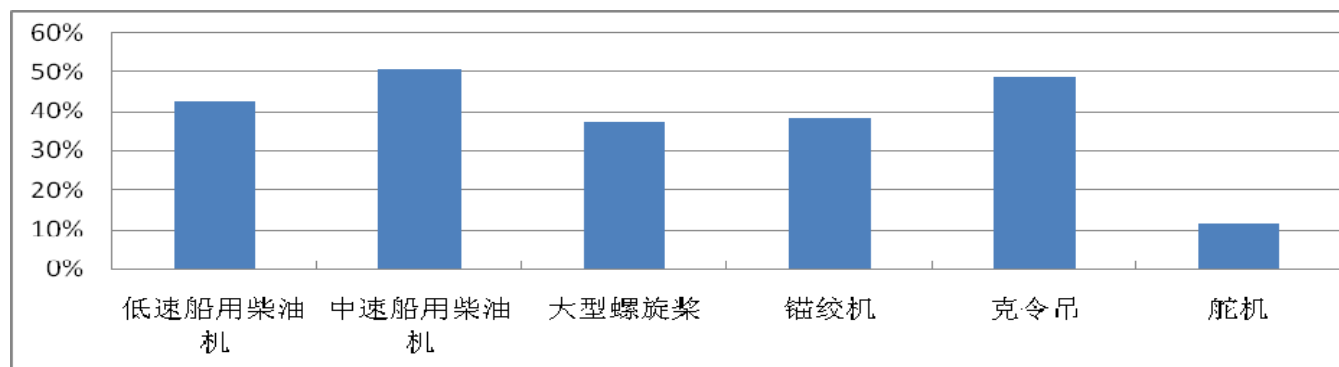
青岛北海船舶重工有限责任公司：公司在青岛海西湾造修基地，年生产能力可达造船200万DWT（远期扩大到468万DWT）、修船营业额2亿美元。

山海关船舶重工有限责任公司：公司主要经营船舶修理、制造、改装、拆解，海洋石油工程设备制造、维修，船舶备件供应。在造船方面，公司先后成功建造了35000吨半潜式驳船、海洋风车安装船、70000吨举力的浮船坞、2600箱集装箱船壳、30000吨系列散货船及30000吨大湖型系列散货船。目前，公司正与河北省政府和中国船舶重工集团公司合作建设“百万吨造船基地”。

目前四大造船厂任务饱满，截止2010年7月16日，重组后公司新船在手订单为2885.3万载重吨，同期中国船舶为1069.5万载重吨，广船国际为196.8万载重吨。

船舶配套资产中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业务，公司旗下的大连船柴、宜昌船柴均是船舶配套行业的龙头公司，技术实力雄厚。2008年公司的低速船用柴油机、大功率中速柴油机（4,000马力以上）分别占国产同类设备42.45%、50.70%的市场份额，大型螺旋桨（配备在5万吨级以上船舶）、锚绞机、克令吊、舵机分别占国产同类设备37.23%、38.19%、48.85%、11.62%的市场份额。目前公司在手订单排产至2011年。

图：公司各产品市占率情况



资料来源：公司公告

（三）海洋工程业务板块

注入后上市公司海工业务收入和利润占比分别达到6%、7%。目前公司海工业务板块业务主要分布在大船重工，北船重工和山船重工也有一部分。

大船重工：可建造FPSO、自升式钻井平台、半潜式钻井平台等各类海洋工程装备。公司建造了21 世界第一座深水半潜式钻井平台。2009 年大船重工联合开发了具有自主知识产权的300 英尺（可延伸至350 英尺）自升式钻井平台设计。

图：大连重工NDB半潜式深海钻井平台、40米自升钻井平台



北船重工：公司自1981年开始承接海洋钻井平台和工程船的修理、改装和建设工程，曾对“渤海四号”、“勘探二号”、“渤海六号”、“渤海十号”、“胜利一号”等海洋石油钻井平台进行过修理或改装，建造了“胜利二号”、“埕岛中心一号”、“胜利作业三号”、“辽河作业一号”等海洋平台和“三航桩15号”、“粤工桩8”等工程船舶。公司迁址海西湾以来，在新厂址上已建造交付了“试采3号”、“中油海5”、“中油海6”等7座钻井平台。

图：北船重工建造的中油海33号、胜利二号



数据来源：互联网

（四）能源业务板块及其他

风电板块

公司下属的重齿公司是我国风电齿轮箱最主要的生产厂家之一，整体市场占有率居全国第二，其中 2 兆瓦风电齿轮箱已跃居国内第一，2008 年，公司生产风电齿轮箱 113 万千瓦，按照中国风能协会《2008 中国风电发展报告》的统计数据，占全国新增装机容量的 15.60%。

核电板块

公司核电业务主要包括核电应急发电机组和核电站用管道及管件设备，分别在陕柴重工和武汉重工铸锻有限责任公司生产。

其中陕柴重工是我国唯一获得核安全局颁发的设计/制造许可证的企业，2006 年 4 月，陕柴重工与中国中原对外工程公司签订了向巴基斯坦 C2 项目提供 2 套 12PA6B 核电站应急柴油机组的合同，合同金额 0.67 亿元，该合同已于 2009 年 1 月交付完毕。此外，陕柴重工已获得国内在建核电站的合同，分别为福建宁德核电站项目和辽宁红沿河核电站项目提供 5 套和 9 套 18PA6B 核电站应急柴油机组，合同总金额达到 2.80 亿元。目前公司手持核电应急发电机组合同达 3 亿元。

武汉重工的核电站用管道及管件设备用于核电站的核级和常规岛管道，已经应用在秦山核电站二期工程、秦山核电二期扩建工程、巴基斯坦恰希玛 核电工程、广东岭澳二期核电工程，正在生产大连红沿河、广东阳江、福建宁德等核电站的核级主蒸汽管道。

运输设备板块

公司下属长征重工从事铁路货车生产，2005-2007 年公司货车产量分别为 1892 辆、2313 辆和 2540 辆，占全国新造铁路货车总量分别为 5.5%、6.81%和 7.04%。经过近 20 年的发展，公司已成为继中国南车、中国北车之外的第三大货车供应商。近年公司不断拓展海外市场，2008 年与俄罗斯签订 1 万辆铁路货车配件合同，2009 年 4 月与孟加拉签订 55 辆铁路平板车合同，与台湾索道签订 2 辆平车车架和 4 辆谢菲尔转向架的合同，2009 年 8 月拿到出口美国 1656 套铁路货车配件的合同。

其他业务板块

公司充分利用自身技术发展延伸产品，旗下掌握相关细分领域核心技术的研究所改制为公司，成为各自领域的佼佼者。

青岛双瑞防腐防污工程有限公司：公司旗下青岛双瑞由原七二五研究所青岛分部、第十一研究室、上海海洛防腐工程有限公司整合而成，是一家专门从腐蚀与防护以及水处理技术研发、设计、生产、施工并进行工程总承包的高科技企业，其研究开发的阴极保护、电解产生次氯酸钠、船舶及海洋平台电解防污、船用生活污水处理、涂层保护等技术和产品已广泛应用于船舶、港工设施、海洋工程、埋地管线及电力、化工、市政、环保等多个领域。

公司在国内防污防腐工程领域处于领先地位。目前，国际海事组织已通过公约，强制在 2017 年要求所有远洋的船舶均要装备压载水处理系统，经过处理的压载水才能排放，公司是我国唯一一家取得了 IMO 认证资格的企业，强制推广压载水处理为公司提供了爆发性增长机会。