

重大资产重组路演会议纪要

事件：

- 近期，中国重工为了使广大投资者对此次重组的有关情况有一个更全面的认识，组织了一系列路演活动，我们有幸参与其中。

我们的观点：

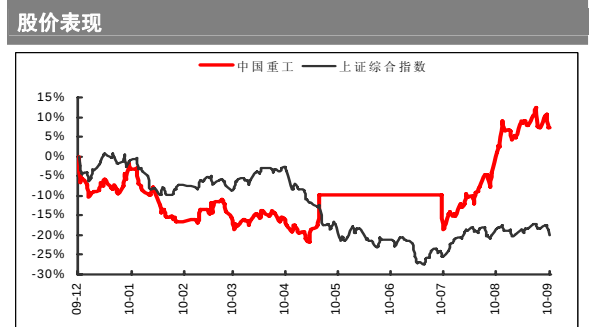
- **此次注入真正实现军民融合，公司将在海军大发展中直接收益。**此次注入涉及的大船集团和渤海集团是我国唯一生产大型水面水下战略舰艇的军工企业，而大船重工和渤海重工将承继原军工业务中军民通用的部分。收购完成后，从舰船制造的一半工艺流程来看，中国重工舰船配套与舰船装备价值量占整体舰船造价的比例提升到 50%以上，真正实现军民融合。收购完成后，中国重工军工业务将在原有六大和新海军舰船装备基础上进一步提升和扩大。公司将在海军大发展中直接受益。
- **重组打造国内唯一海洋经济全产业链企业。**通过注入，公司业务范围从以船舶装备为主，转型为造船（船舶配套）、海洋工程、能源及交通装备一体化的全产业链公司。如此一来，公司主营业务将贯穿新兴海洋行业，业务格局更加稳定，更有利于抵御市场和传统业务风险。在海洋工程领域，公司拥有并正在研发多项具有自主知识产权的新型海洋工程产品、在自升式、半潜式、坐底式钻井平台、海工特种船及 FPSO 等领域处于国内领先地位。而在海水综合利用、海水淡化、海洋新能源领域公司也都具有较强的技术实力，未来将受益于海洋经济大发展。
- **注入新能源产业细分领域龙头，发展前景广阔。**此次注入的山船重工制造了世界第一艘海洋风车安装船。该型船集运输、提升、起重、定位、安装、生活等五六艘船的功能于一体，用于在海上安装风车发电厂，是海上风电的核心装备。另外，AP1000 主管道是中国 AP1000 自主化依托项目中唯一没有引进国外技术的核岛关键设备，而渤海重工的 AP1000 第三代百万千瓦级核电反应堆主管道热段试件是最早获得国家能源局、国家核安全局、国家核电技术公司主要领导和专家的一致认可的国产化设备之一。公司已获得三门 2#、海阳 2#的主管道项目。
- **传统业务稳健增长，结构进一步优化，**此次资产注入，中船重工集团除了核心军船业务之外，75%至 80%的造船业务均进入了上市公司，中国重工成为船舶行业的主导力量。2010 年上半年，在船舶行业协会重点监测船舶企业中，有 32 家获得了新船订单，占全国新承接订单总量的 85.6%。而中国重工近期收购的 4 家船厂均在上述 32 家范围内。2010 年 1-8 月，新签并生效的订单合计为 570 万载重吨，公司目前在手订单近 2700 万吨，这为公司未来 2 年内传统业务的稳健增长奠定了基础。
- 鉴于公司在海洋经济大时代中的发展前景，以 2011 年 0.59 元 EPS 为基础，给予公司 20 倍的估值和 11.8 元的目标价，维持买入评级

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



王天一 军工行业高级分析师
执业证书编号：S0860109061266
周凤武 机械行业首席分析师
执业证书编号：S0860200010048

投资评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价（2010 年 9 月 15 日）	8.86 元
目标价格	11.8 元
总股本/A 股（万股）	915137
A 股市值（百万元）	58928
国家/地区	中国
行业	军工
报告日期	2010 年 9 月 17 日



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.2	18.8	7.3
相对表现 (%)	8.5	17.5	20.6

资料来源：WIND

（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	44648	53646	67605	88910
净利润	3548	4321	5418	6940
每股收益(元)	0.39	0.47	0.59	0.76
市盈率(X)	23.4	19.4	15.5	12.0

资料来源：东方证券研究所

相关研究报告	
《伟大企业，光荣革命》	2010.07.19
《中国海军第一股》	2010.07.20
《大船重工：重要军工海工资产进入上市公司》	2010.08.06
《青岛双瑞：绝不仅是船舶》	2010.08.11
《海军大发展的直接受益者》	2010.08.13
《战地黄花分外香》	2010.08.16
《敢叫日月换新天》	2010.08.17
《海洋经济大时代》	2010.09.08

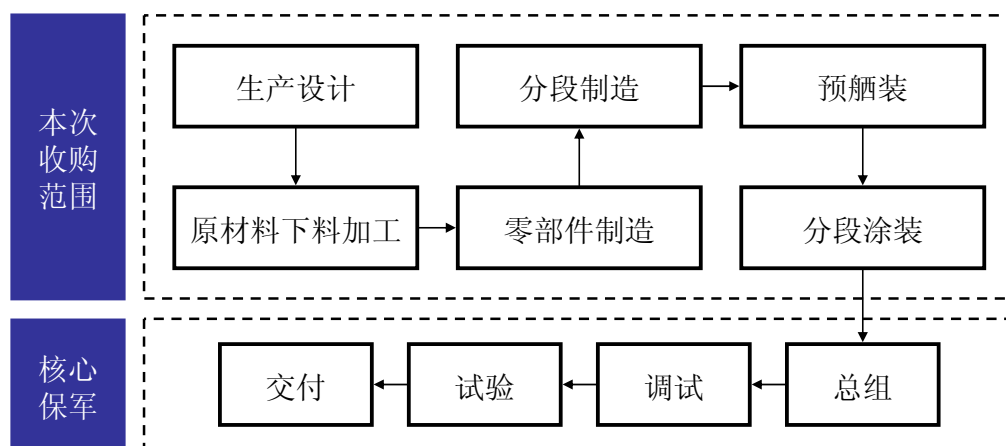
1、打造蓝水海军的中流砥柱

中船重工集团是我国实力最强，规模最大，技术积累最雄厚的海军装备供应商，中国重工作为集团下属唯一上市公司，通过 IPO 和此次资产注入，沿袭了集团大量的优质军工资产。目前，公司为海军提供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的核心舰船装备产品，同时公司在舰载武器装备关键技术、舰船配套产品技术方面拥有大量高质量科技成果和自主核心技术。而通过本次资产注入，公司进一步增强了公司军品业务规模和实力，此次注入的大连重工和渤海重工是我国四大舰艇制造的定点核心军工企业，虽然进行了军民分线，但是由于军民用船舶制造在生产环节前端的通用性很强，因此军船制造流程中直到船坞之前的制造业务和资产此次实际上已进入上市公司。

本次增发资产注入将大大增强公司军品业务规模和实力：

- ◆ 大船集团和渤海集团是我国唯一生产大型水面水下战略舰艇的军工企业，大船重工和渤海重工将承继原军工业务中军民通用的部分。
- ◆ 收购完成后，从舰船制造的一半工艺流程来看，**中国重工舰船配套与舰船装备价值量占整体舰船造价的比例提升到50%以上，真正实现军民融合。**
- ◆ 收购完成后，中国重工军工业务将在原有六大和新海军舰船装备基础上进一步提升和扩大，强化我国资本市场最大军工上市公司的市场地位。

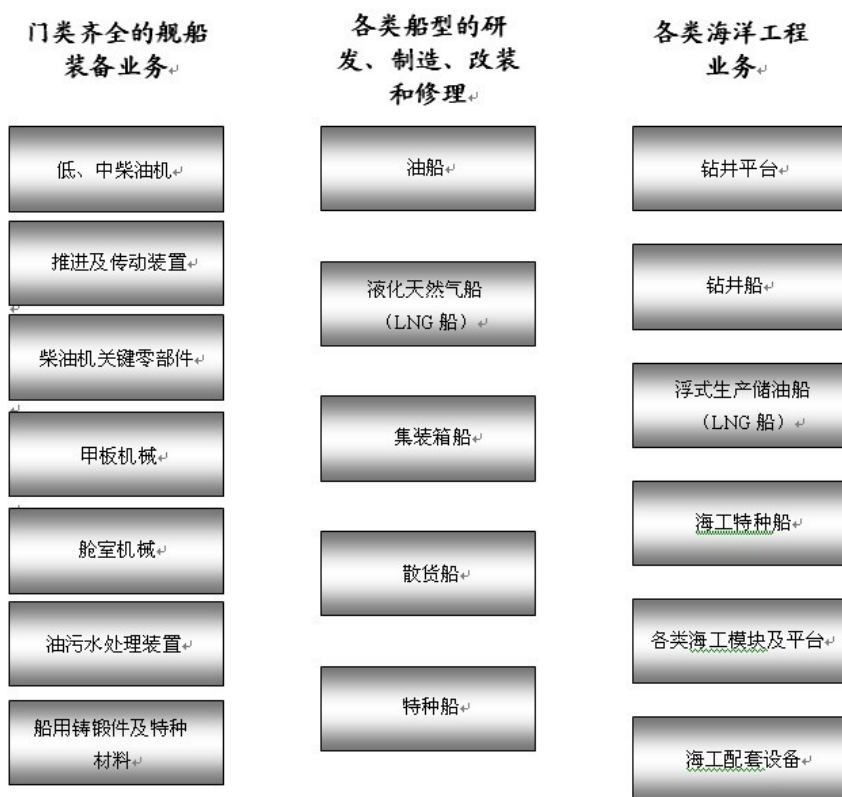
图：本次注入的军用舰艇制造占了整船造价的 50%以上



资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

2、国内唯一海洋经济全产业链企业

通过此次增发注入，公司业务范围从以船舶装备为主，转型为造修船（船舶配套）、海洋工程、能源及交通装备一体化的全产业链公司。如此一来，公司主营业务将贯穿新兴海洋行业，业务格局更加稳定，更有利于抵御市场和传统业务风险，实现可持续发展。

图：公司的海洋经济一体化产业布局


资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

表：完成注入后公司业务更加多元、健康

公司主营	主营业务说明
船舶制造	2009 年，拟购买资产的造船完工量合计达到 528.4 万载重吨，占全国造船完工量的 14.9%；手持船舶订单量为 2689.17 万载重吨，占全国手持船舶订单总量的 12.8%。
船舶修理及改造	2009 年，拟购买资产修理船舶合计 387 艘，改装船舶 7 艘，产值合计达到 30.23 亿元；2008 年修理 282 艘，改装船舶 12 艘，产值合计 30.33 亿元，约占全国修船产值 6%。
舰船配套及舰船 装备	包括舰船配套、军工配套装备、军用海水淡水装备、军用救生装备等。
海洋工程	拥有并正在研发多项具有自主知识产权的新型海洋工程产品、在自升式、半潜式、坐底式钻井平台、海工特种船及 FPSO 等领域处于国内领先地位。1982 年开始开展海洋工程业务，自 1996 年以来实现了快速发展，截至目前已累计交付各类海洋工程钻井平台 30 座。

资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

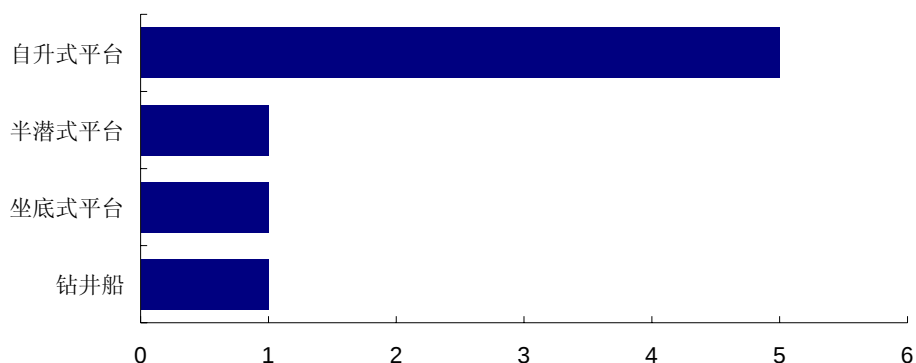
在海洋经济的大时代，海洋工程是实现人类海洋活动长期化的关键和核心。海洋工程装备属于高投入、高风险产品，从事海洋工程装备建造的厂商，须具有完善的研发机构、完备的建造设施、丰富的建造经验，以及雄厚的资金实力。而在这方面，以大型军用船舶见长的中船重工具有天然的优势，凭借多年在机电液一体化综合能力方面的优势，中国重工是国内海洋工程当之无愧的龙头。

目前海洋工程装备业务主要由大船重工经营，主要建造各种型式的海洋平台和浮式生产结构。大船重工已经成功建造了高技术含量的 JU2000 型、CJ46 型等四型自升式钻井平台；成功改建并解决了深水半潜式钻井平台关键技术。下一步将重点研发具有自主知识产权的 350 英尺自升式钻井平台，同时加大对 FPSO、深水钻井船和大型海上风电安装平台等新型海洋工程装备产品的开发力度，进一步确立在海洋工程领域的国内领先地位。

公司海洋工程业务将向系列化、模块化、批量化方向发展：

- ◆ 以现有平台和技术为基础，完善不同种类不同水深的钻井平台的研发，形成产品系列化和批量化。
- ◆ 通过由分包向总包的过渡，不断提高市场竞争能力，打破韩国和新加坡在该领域领先优势。
- ◆ 通过钻井船和 FPSO 等产品的建造，进一步拓展海洋工程领域的市场份额。
- ◆ 强化各类海工模块建造，逐步实现大型模块集成化。

图：2009 年中国重工交付了海洋工程 8 座



资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

表：中国重工的海洋工程产品

业务分布	主要产品
海洋工程装备	◆ 自升式钻井平台、半潜式钻井平台、座底式钻井平台
	◆ 钻井船
	◆ FPSO

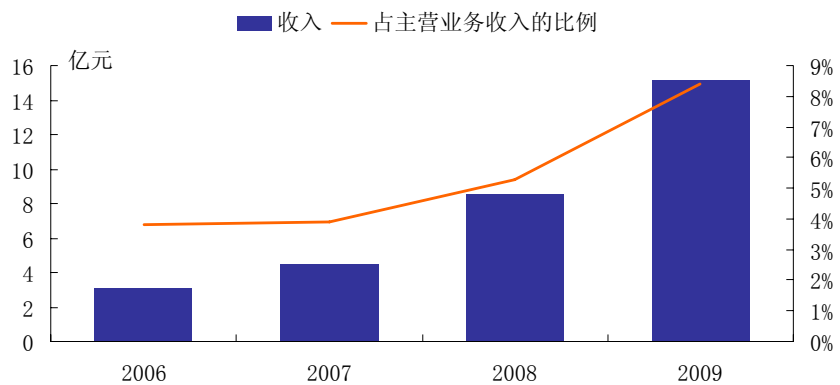
资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

3、快速发展的新能源及交通业务

2009 年中船重工集团收入为 1211 亿元，其中风电、核电、采煤装备、生物能源、新材料等非船业务占比约为 40%，其中绝大多数为新能源业务。继承了集团在新能源业务方面的优势，中国重工此次注入完成后，新能源业务实力也将大大增强。

首先，注入完成后公司将成为我国极少数具备海上风电产业链制造技术，并拥有自主知识产权的企业。公司旗下的山船重工制造出世界第一艘海洋风车安装船。该型船集运输、提升、起重、定位、安装、生活等五六艘船的功能于一体，用于在海上安装风车发电厂，是海上风电的核心装备。另外，风电齿轮箱是风电机组中最重要的零部件之一，而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，主营中大型齿轮箱，其产品主要应用于风电齿轮箱、军船用齿轮箱、民船用齿轮箱、海洋工程相关齿轮箱、建材和水泥用齿轮箱。重齿公司在各个齿轮箱领域都占据着重要的行业地位，目前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，占全国新增装机容量的 15.60%。

图 8：2006-2009 年公司风电齿轮箱业务收入及占主营业务收入的比重



资料来源：东方证券研究所

除了风电，公司注入的核电业务也具备国内一流的技术实力。AP1000 主管道是中国 AP1000 自主化依托项目中唯一没有引进国外技术的核岛关键设备。渤海重工的 AP1000 第三代百万千瓦级核电反应堆主管道热段试制件目前已得到了国家能源局、国家核安全局、国家核电技术公司主要领导和专家的一致好评。公司也已获得三门 2#、海阳 2#的主管道项目。

另外随着高铁、轻轨、地铁等新型交通方式在国内的发展，公司旗下的相关业务也将获得快速增长。

表：中国重工的能源和交通装备业务

主营业务	主要子公司	经营业务
风电装备	重庆齿轮箱有限责任公司	风电齿轮箱、风电偏航器、风电变桨器等主要风电配套装备

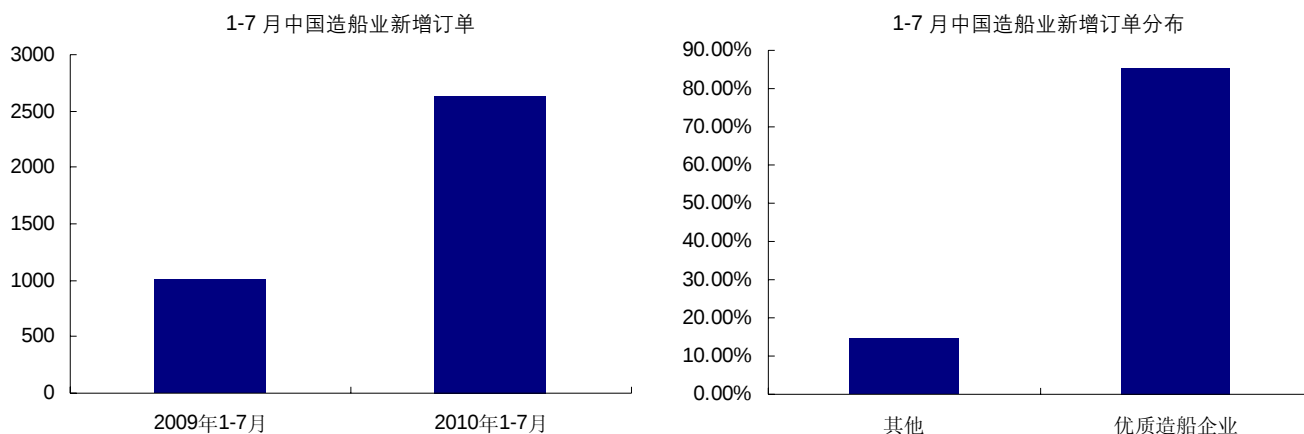
核电装备	陕柴重工 渤海重工 武汉重工	核级应急发电机组 核电站水处理系统 AP1000 主管道
交通装备	重庆长征重工有限责任公司	高铁装备、地铁装备、城市轻轨装备、 铁路货车、工程专用车、特种火车

资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

4、传统业务稳健增长，结构进一步优化

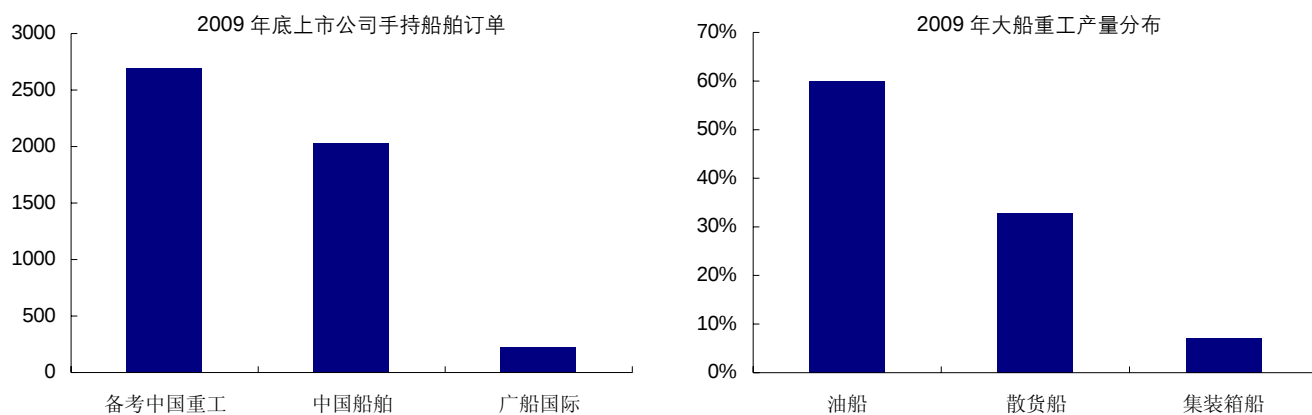
中国重工重组注入了大船重工 100% 的股权、渤海重工 100% 的股权、山船重工 100% 的股权、北船重工 94.85% 的股权。此次资产注入，另中船重工集团除了核心军船业务之外，75% 至 80% 的造船业务均进入了上市公司，中国重工成为船舶行业的主导力量。2010 年上半年，在船舶行业协会重点监测船舶企业中，有 32 家获得了新船订单，占全国新承接订单总量的 85.6%。而中国重工近期收购的 4 家船厂均在上述 32 家范围内，2010 年 1-8 月，新签并生效的订单合计为 570 万载重吨。这为公司未来 2 年内传统业务的稳健增长奠定了基础。

图：2010 年上半年市场份额进一步向优势企业集中



资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

图：中国重工在手订单位列上市公司第一，且以大船重工为代表以高附加值船型为主



资料来源：公司路演素材，东方证券研究所整理

附录：中国重工重大资产重组投资者网上交流会

网址：<http://roadbbs.cnstock.com/roadbbs/pagecontroller?urlpagename=vip2065vip&id=2065>

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	44648.39	53646.83	67605.03	88910.56	税后利润	1490.48	4321.20	5326.61	6940.07
营业成本	38106.42	45426.11	56902.40	74392.01	经常性现金支出	611.94	2957.98	2641.92	2513.18
主营业务税金及附加	129.47	155.58	196.05	257.84	非经常性现金支	10.78	116.00	142.28	144.27
销售费用	371.81	429.17	540.84	711.28	营运资金变动	(2848.5)	(5922.17)	(8813.8)	(14887.6)
管理费用	2707.28	3218.81	3988.70	5156.81	少数股东损益	15.09	180.05	221.94	289.17
财务费用	(886.36)	(830.50)	(425.55)	(68.52)	经营活动现金净	(720.25)	1653.06	(481.06)	(5000.99)
营业利润	4219.76	5247.67	6402.59	8461.13	资本开支	1971.21	747.98	204.43	(9.83)
非经常性损益	165.61	47.92	125.12	43.86	其他投资	446.88	0.00	0.00	0.00
税前利润	4385.38	5295.59	6527.71	8504.99	投资活动现金净	(1479.0)	(662.37)	(110.26)	113.42
所得税	660.15	794.34	979.16	1275.75	贷款增加	2497.35	(6709.86)	(5367.8)	(4294.31)
净利润	3725.23	4501.25	5548.55	7229.24	支付股利利息	(420.62)	(1272.64)	(2185.6)	(2078.38)
少数股东损益	177.12	180.05	221.94	289.17	其他融资	2466.03	(22108.8)	(192.90)	(233.61)
归属母公司净利润	3548.11	4321.20	5418	6940.07	筹资活动现金净	16433.2	(12763.7)	(7746.4)	(6606.29)
EPS (元/股)	0.39	0.47	0.59	0.76	现金净流量	14233.9	(11773.1)	(8337.7)	(11493.8)
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	7095.24	74018.64	62245.5	53907.80
	2009	2010E	2011E	2012E	现金期末余额	21329.1	62245.54	53907.8	42413.95
货币资金	74018.64	62245.54	53907.80	42413.95	比率分析				
应收账款票据	11811.88	14219.99	18246.34	24426.02		2009	2010E	2011E	2012E
存货	16795.84	20030.01	24936.23	32423.22	增长能力				
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率(%)	140.53	20.15%	26.02%	31.51%
流动资产合计	111076.7	106646.6	109773.5	115796.2	EBITDA 增长率	114.24	170.76%	30.65%	35.73%
长期投资	831.76	850.23	850.23	850.23	EBIT 增长率(%)	119.08	190.31%	35.31%	40.41%
固定资产	17353.48	22365.44	23058.41	22749.90	净利润增长率	147.43	20.83%	23.27%	30.29%
在建工程	5759.22	2151.84	930.37	486.07	盈利能力				
可供出售金融资产	438.87	438.87	438.87	438.87	毛利率(%)	14.65%	15.32%	15.83%	16.33%
非流动资产合计	29042.94	30138.79	29493.05	28653.79	净利率(%)	8.34%	8.39%	8.21%	8.13%
资产总计	140119.7	136785.4	139266.5	144450.0	EBITDA 利润率	9.20%	9.68%	10.03%	10.36%
循环借款	4977.15	4977.15	4977.15	4977.15	ROA(%)	2.66%	3.29%	3.98%	5.00%
应付账款	12125.38	14299.07	17866.95	23291.84	ROE(%)	11.31%	12.12%	13.29%	15.18%
预收账款	44878.29	42917.47	40563.02	35564.22	ROIC(%)	4.86%	-41.97%	22.12%	17.77%
其他应付款	(854.36)	(474.96)	(587.61)	(766.79)	偿债能力				
流动负债合计	67272.95	69808.38	73072.06	76668.48	资产负债率(%)	76.49%	72.84%	70.03%	67.04%
非流动负债合计	39904.27	29825.95	24458.07	20163.76	流动比率(倍)	1.65	1.53	1.50	1.51
负债合计	107177.2	99634.33	97530.12	96832.23	速动比率(倍)	1.28	1.10	0.99	0.87
股本	9151.37	9151.37	9151.37	9151.37	价值评估				
资本公积	18750.92	19615.16	20680.48	22068.50	P/E(倍)	23.4	19.4	15.5	12.0
未分配利润	3680.70	6628.96	9660.73	13517.89	EV/收入(倍)	0.81	0.58	0.50	0.46
股东权益	32942.47	37151.08	41736.44	47617.79	EV/EBITDA(倍)	8.76	5.98	5.02	4.48
负债和股东权益	140119.7	136785.4	139266.5	144450.0	EV/EBIT(倍)	10.79	7.03	5.69	4.91

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn