

2011-05-30

机械行业

中国重工 601989.SH

非船装备强力推进 中国的三菱重工浮出水面

◇ 报告起因：公司研究

◆ 公司是装备产业转型升级的代表 海工核电风电装备是最大看点

中国重工的大股东中船重工集团已经成立装备产业部，十二五末非船收入将占总收入的 50%，其中重点是风电装备、核电装备、煤炭装备和交通装备，这四块将占非船业务的九成以上。公司的目标是做风电和核电装备的全产业链企业。根据规划，未来几年内，中国重工的非船业务占比将要达到 50%。这意味着，中国重工在海洋工程装备、能源交通装备、风电等领域还有广阔的资产注入空间。

◆ 未来至少再做两次资产注入 旗下高科技公司增长潜力巨大

根据此前中船重工集团计划注入 16 家企业的承诺，扣除本次注入的 5 家（中船装备和平阳重工是超预期注入），至少还有 11 家公司需要注入上市公司。按照中国重工的节奏，我们认为两年内至少还要做两次非公开发行。中国重工持股 72% 的子公司青岛双瑞正在进行股改，具备分拆上市的条件。

此外，中国重工旗下还有十几家高科技子公司，基本上都是从研究所改制而来。其中洛阳双瑞橡塑科技公司 2011 年将迎来迅速增长。该公司主营具有自主知识产权的合成功能和轨道减振器系列制品，其订单和毛利率表现极为优异。

◆ 三菱重工的今天就是公司的明天

我们认为，中国重工将按照注入资产—融资—注入—融资的路径实现集团资产的整体上市。航母概念赋予公司相对的高估值，船配、非船产业和海洋工程贡献主要业绩，研发技术实力和高层资源整合运作能力提供支撑，融资需求保证业绩释放。

考虑到未来的二次注入、三次注入，到“十二五”末，中国重工的业务结构将改变为：非船超过 50%，军品 7%，海工 12%-15%，民船占 31%，三菱重工的今天就是公司的明天。

我们认为，支撑中国重工股价的基石有两块：一是它标的稀缺，产品独特、军民融合；二是公司在船舶行业中多元化启动早，非船业务有先发优势，发展后劲大，科研院所改制还将提供大量优质资产。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 0.55 元、0.70 元、0.92 元，目标价 16 元，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	18,562	20,473	41,087	51,999	68,141
营业收入增长率	15.59%	10.29%	100.69%	26.56%	31.04%
净利润（百万元）	1,490	1,599	5,022	6,381	8,430
净利润增长率	22.08%	7.28%	214.08%	27.06%	32.11%
EPS（元）	0.16	0.17	0.55	0.70	0.92
ROE（归属母公司） （摊薄）	7.24%	7.00%	11.20%	12.83%	14.99%
P/E	68	63	20	16	12
P/B	5	4	2	2	2
EV/EBITDA	33	29	13	11	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	11.03 元
目标价格	16.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

陆洲（执业证书编号：S0930511010007）

联系方式：021-22169322

luzhou@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	9,167
总市值(百万元)	101,116
流通比例(%)	23.18%
12 个月最高/最低(元)	14.64/6.52
近 3 月日均成交量(百万股)	22.61
主要股东	中国船舶重工集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.57	-9.85	48.44
绝对收益	-6.62	-17.17	52.40

相关报告：

资产注入剑指军民融合巨无霸

.....2011-04-11

一、战略转型：大力发展非船业务

大力发展非船业务是中国重工实现快速增长的重要支撑，也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。对中国重工而言，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。

从目前来看，中国重工凭借自身较强的大型成套设备和高科技产业的开发、制造和集成能力，自主开发生产了上百种非船舶产品，服务于能源动力、交通运输、自动化物流、节能环保、电子信息、港口作业、医药医疗等 10 多个行业 30 多个领域。

我们预计，中国重工将把能源装备作为下一步发展的重点。一大批自主研发的能源装备广泛应用于石油石化、风电、核电、煤炭、水电、火电、输变电、节能以及新能源开发利用领域。

1.1 日韩船企的多元化发展之路

船企多元化发展，是规避风险的有利措施之一。在这方面，日、韩一直比中国走得早，走得快，也走得好。以日本为例，从历史上看，日本船舶工业在发展的同时，实际上已经在做以后怎么退出的准备，有很强的战略发展观念。目前，大部分日本造船厂多元化程度很高，造船已经占很小的一部分，其他领域占得比较多。

图表 1：日韩造船企业造船与非船业务占比

企业	船舶	非船	备注
日本川崎重工	8.5%	91.5%	
日本播磨重工	16%	84%	
日本三菱重工	18%	82%	含钢结构
日本三井造船	29.6%	70.4%	
日本住友重机	41%	59%	含钢结构
日本日立造船	46.6%	53.4%	含钢结构
韩国现代重工	30%	70%	含柴油机
韩国韩进重工	75%	25%	

资料来源：光大证券研究所

1.2 发展非船业务的三大前提，中国重工完全具备

船企要想发展好非船产业必须遵循“三个一定”：

第一是做非船一定要立足自身基础和优势，把已有的资源通过再整合、再组织、再调整充分利用好。

第二是一定要面向市场，特别是瞄准未来市场发展的趋势和需求。

第三是非船产业一定要以科技产业为主。非船往往是进入一个新的领域，与这一行业的原有企业去竞争。这就必须更要创新，更要领先，否则根本进不去。

此外，除了科技创新，在管理上、体制上、机制上或是应用模式上都应该努力去创新。我们认为，发展非船业务的三大前提，中国重工完全具备。

图表 2：中国重工经营情况分析（第一次资产注入调整后）

主要产品	2010	2009	同比
一、船舶建造（万载重吨）	900.3	528.4	70.4%
二、船舶修改（万载重吨）	475	394	20.6%
三、舰船设备			
低速柴油机（台/万千瓦）	144/161	125/131	15.2%/23.2%
中速柴油机（台/万千瓦）	263/52.3	419/73.7	-37.2%/-29.0%
5 万吨级以上船舶大型螺旋桨（吨）	7880	6433	22.5%
锚绞机（台）	1703	1600	6.4%
克令吊（台）	556	291	91.1%
舵机（台）	184	183	0.5%
四、海工工程-钻井平台（座）	1	8	-87.5%
五、能源交通装备			
铁路货车（辆）	2085	1265	64.8%
风电齿轮箱	1934	1507	28.3%
风电偏航器变桨器	24366	18792	29.7%

资料来源：光大证券研究所

二、中国重工——能源装备龙头地位不可动摇

中国重工依托自身综合实力，充分发挥雄厚的技术和人才优势，不断推动传统能源装备制造向高端领域转型升级，加快新能源装备产业发展。目前，中国重工开发生产的能源装备覆盖海洋工程装备、石油石化装备、风电装备、核电装备、煤炭装备、水电、火电、输变电装备、新型能源和节能装备等诸多领域。

2.1 石油石化装备领域

中船重工开发的石油石化装备已进入勘探、钻采、集输、炼化等石油石化产业链的各个领域，并在部分领域具有较大的市场占有率。在勘探领域，“环鼎”品牌石油测井系统及设备国内市场占有率第一，并广泛应用于国外油田勘探作业，与中石油联合开发的 ES109 万道大型石油地震勘探系统达到国际先进水平；在钻采领域，开发了柴油及双燃料发电机组、无磁钻铤、抽油泵、泥浆泵及各类防腐组合泵、高压防硫除砂器等设备；在集输领域，开发了石化专用铁路罐车和输油管道封堵设备等，正在国家能源局的组织下，承担“西气东输”工程核心设备——燃压机组的总包研制工作；在炼化领域，开发的螺杆压缩机组、火炬点火系统、余热锅炉、各类反应器压力容器及防腐产品广泛应用于各大石化企业。

2.2 风电装备领域

中国重工拥有最完整的风电装备研发制造产业链。850KW、1.5MW 和 2MW 三型 9 个系列的风电机组服务于我国各大风力发电场，系列化风电叶片、

轮毂、主轴、增速齿轮箱、偏航/变桨减速器、发电机、控制系统、塔筒等关键配套设备不仅实现自主配套，还为国内大型风电整机厂提供配套，增速齿轮箱和偏航/变桨减速器等产品国内市场占有率位居前列。拥有国家科技部授牌的“国家海上风力发电工程技术研发中心”，建造了世界首艘海洋风车安装船，正在承担国内单机功率最大的“5.0MW 近海风电机组研制国家科技支撑计划”和“5.0MW 近海风电机组关键技术研制国际科技合作计划”两大国家项目，技术创新走在国内最前沿。

2.3 核电装备领域

中国重工是国内最早进入核动力领域和参与民用核电站建设的单位，具备核电系统及设备的设计、检测和制造资质和能力，从 2006 年开始陆续获得国家核安全局颁发的民用核承压设备设计和制造资格许可证，以及民用核安全设备设计制造资格许可证。研制的主蒸汽超级管道、核电站辐射检测系统、消氢设备、电解制氯装置、去污设备、核级阀门、核应急发电机组和各类辅助系统设备广泛应用于我国已运营和在建核电站。率先突破 AP1000 主管道研制技术难关，实现了 AP1000 主管道的国产化；正在研制的 AP1000 爆破截止阀完成了爆破单元样件的研制生产，并成功进行了功能原理样机试验；中船重工与国家核电技术公司、中广核共同开展 AP1000 钢制安全壳及结构模块、设备模块等产品研发生产；承担了第四代核电技术“10MW 高温气冷实验堆”核心装置——氦气轮机的研制任务。

2.4 煤炭装备领域

中国重工开发的煤炭装备广泛应用于各大煤矿的采掘、物流、煤层气开发利用和煤炭深层利用等领域。系列化的液压支架产品名列中国煤炭机械工业三甲，成功研制了千万吨级 6.5 米大采高电液控制液压支架；具有世界先进水平的 6.25 米节能型捣固、装煤、推焦一体化机（SCP 一体机）实现批量出口；自主研发的本质安全型隔爆移动变电站动力中心、变频电机、动态无功补偿装置、干式变压器等矿用电器、制氮机组、人员矿下定位系统等系列产品为煤矿安全生产保驾护航；煤层气发电机组、干煤粉气化装置等产品推动煤炭资源的深层利用。

2.5 水电、火电、输变电装备领域

中国重工发挥机、电、液、控等方面的综合优势，开发的 70 万千瓦水轮机转子、大型升船机、船闸及其控制系统、大型液压启闭成套设备等装备广泛应用于长江三峡、黄河小浪底、清江隔河岩等大型水电站及水利枢纽工程。汽轮机、燃气轮机及配套设备、大口径厚壁无缝钢管应用于各大火电厂。大型油式变压器、系列化干式变压器、开关设备以及输变电线路除冰装置大量服务于国家大型电网和电力用户。

2.6 新能源及节能装备领域

中国重工大力发展新能源装备和节能环保装备。开发的分布式热电联供系统入选 2010 年上海世博会示范工程；在太阳能、生物质能等新能源开发利用领域不断推陈出新，开发了薄膜型太阳能电池、光热发电机系统、太阳能光伏逆变器、风光互补联合发电系统等新产品；节能装备广泛应用于商用和民用节能领域，开发了适用于冶金、电力、化工等不同领域的余热锅炉、高效节能型“半寇蒂斯级工业汽轮机”、大型空气预热器、保温环保建筑材料及其生产设备、智能节电芯片和大功率全系列 LED 照明系统等产品。

2.7 核电装备处于黄金时期，福岛核事故不会动摇中国的前进决心

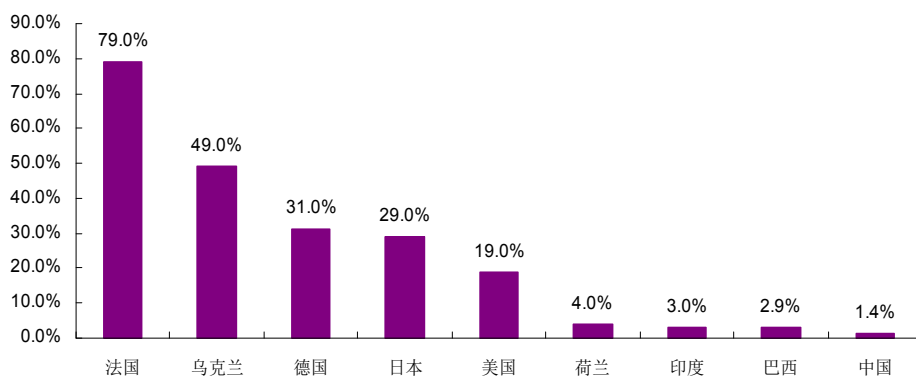
日本福岛核事故事出有因：地震及次生海啸叠加超过设计基准，应急电源丧失，堆内余热不能及时导出，反应堆厂房（二次安全壳）内缺少必要的消氢装置，安全壳自由容积太小，抑压池位于堆芯下方，无法建立自然循环，乏燃料水池在丧失电源的情况下缺乏有效的冷却或补水手段，缺乏应急情况下长期的淡水水源，从而导致“复合型共模失效”。

我们认为，国务院常务会议3月16日作出全面安全检查和在国家核安全规划发布之前暂停审批核电新项目等四点决定，将有力推动我国核电界认真吸取福岛核事故教训，寻找薄弱环节，切实加以改进，构建更加牢固的安全基础。

我国核电堆型是在上世纪80年代技术基础上，经过大量优化改进而逐步发展起来的，在应对严重事故方面的措施足够严密（福岛核电站为上世纪60年代技术）。我国核电厂址的选定一直遵循最严格的规定和标准，目前在运和在建核电站所在的沿海地区发生强烈地震的概率很小。我国大陆架与近海地形特点决定了受严重海啸威胁的可能性更小。

目前中国核电发电量仅占本国总发电量的1.4%，在30个主要核电国家中排名最后，尚有巨大发展空间。2010年全球核电发电量占总发电量16%，是新能源中比例最大的能源（风电1%，太阳能1%），即将超过第二大能源水电（水电17%）。目前世界核电装机比例前十大国家平均为47%，剩余拥有核电国家为14%。

图表3：2010年各国核电发电量占比



资料来源：光大证券研究所

图表4：我国规划的核电站分布图



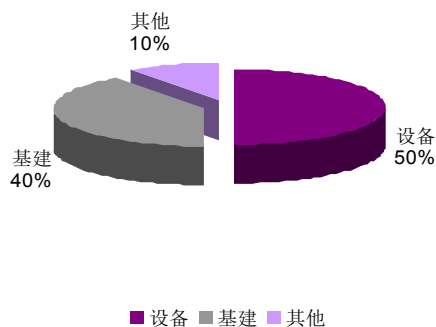
资料来源：光大证券研究所

图表5：国内在建核电站统计

核电站	堆型	装机容量(万千瓦)	(拟) 开建时间	预计首台建成时间
岭澳Ⅱ期	压水堆 (CPR1000)	216	2005	2010
秦山Ⅱ扩	压水堆 (CNP600)	130	2006	2011
辽宁红沿河	压水堆 (CPR1000)	400	2007.8	2012
福建宁德	压水堆 (CPR1000)	300	2007.11	2013
广东阳江	压水堆 (CPR1000)	648	2008.5	2013
秦山Ⅰ扩	压水堆 (CPR1000)	216	2008.12	2013
福建福清	压水堆 (CPR1000)	648	2008.12	2013
浙江三门一期	压水堆 (AP1000)	250	2009.3	2014
广东台山一期	压水堆 (EPR)	350	2009.8	2014
山东海阳一期	压水堆 (AP1000)	250	2009.9	2014
广西防城港	压水堆 (CPR1000)	600	2009.12	2014

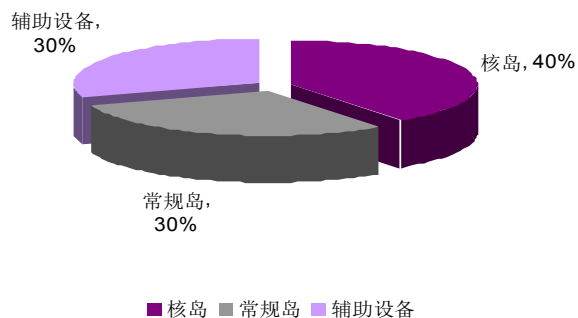
资料来源：光大证券研究所

图表 6：核电站初始投资比例



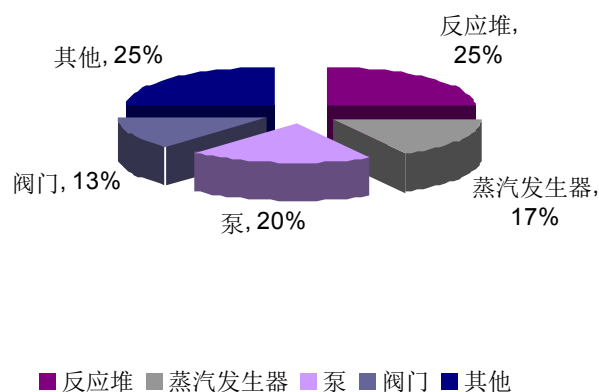
资料来源：光大证券研究所

图表 7：设备投资中各部分比例



资料来源：光大证券研究所

图表8：核岛设备各部分投资比例



资料来源：光大证券研究所

三、船舶压载水市场将迎来爆发式增长

船舶压载水是什么？船舶在运行过程中，需要保持一定的平衡和吃水深度，往往就会在船舶内层与外层之间的仓体内保持一定的水，当需要时，也可以选择放入或者排除部分水，从而达到调节船体平衡和吃水深度，这就是压载水。

为什么要处理压载水？由于压载水要根据不同情况排放部分，当船舶进入其他海域的时候，原来的压载水内微生物如果被排放到新环境，就会形成生物入侵，从而破坏当地海域的生物链。

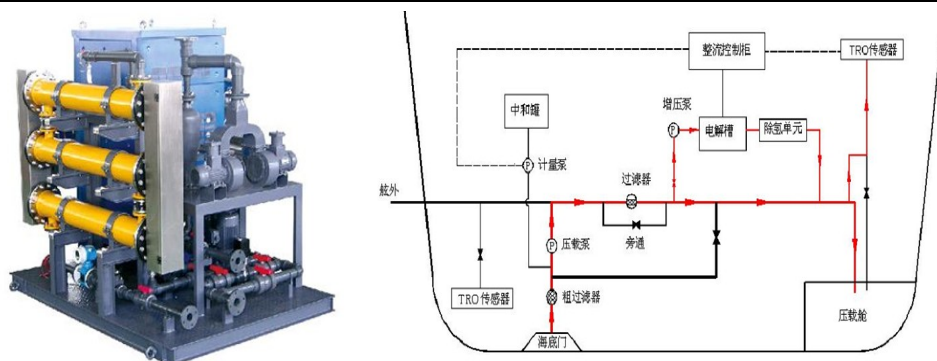
国际海事组织（IMO）于 2004 年通过了《国际船舶压载水和沉积物控制和管理公约》，为压载水处理制定了明确的实施时间表，要求各类远洋船舶不得晚于 2017 年安装压载水处理系统使压载水达到排放标准，并要求 2012 年开始所有的新船必须安装合适的船舶压载水处理系统。目前通过 IMO 船舶压载水处理系统最终认证的企业，全球共有 15 家，中国仅有 2 家，他们分别是：青岛双瑞和青岛海德威。

图表 9：两家获得 IMO 认证的中国企业技术比较

产品	原理	优点
青岛双瑞-BalClor TM BWMS	电解海水产生次氯酸钠杀菌	运行成本仅为 USD10/1000m ³ ；核心部件是电解槽，为船舶全寿期，无需维修和更换；整个设备可以分拆为 3~7 个模块，可解决旧船安装空间小的技术难题；型号齐全，三大主力船型全覆盖
青岛海德威-海洋卫士 TM	“超声强化，电催化协同”的高级氧化方案	不添加任何化学药剂；一套处理量在 6000 立方每小时的设备，功率仅为 70KW，处理 1000 吨压载水，仅需约 12 度电的费用；运行成本低，且对船舶供电系统没有特殊要求；结构紧凑，节约安装空间

数据来源：青岛双瑞，光大证券研究所

图表 10：青岛双瑞压载水处理系统工作原理



数据来源：青岛双瑞，光大证券研究所

未来 5 年压载水业务贡献将超过 100 亿。目前国内的远洋船舶近 2000 艘，国际上超过 2 万艘，IMO 认证门槛较高，公司与海德威将会对国内市场形成一定的技术垄断和先入优势。国内部分，我们假设公司全部获得母公司中国重工的全部新船业务，并在剩余市场占据 50% 的份额，而旧船改造方面，我们假设公司获得 50% 的市场份额，并在接下来的 5 年内均匀完成，则这部分的收入大约是 12-15 亿元/年之间。

国外部分，由于我国目前占据了全球造船市场超过 50% 的份额，具有十分好的船东关系基础，我们假定压旧船的载水处理市场中 10% 被中国企业获得，公司获得其中一半，那么这部分的收入约在 13 亿元左右。

因此，我们预测 2012 年起青岛双瑞将为公司贡献 25 亿元-30 亿元/年，预计为公司贡献利润在 10 亿元/年左右，5 年一共贡献收入 125 亿元-150 亿元左右。

盈利预测

我们认为，中国重工将按照注入资产—融资—注入—融资的路径实现集团资产的整体上市。航母概念赋予公司相对的高估值，船配、非船产业和海洋工程贡献主要业绩，研发技术实力和高层资源整合运作能力提供支撑，融资需求保证业绩释放。

考虑到未来的二次注入、三次注入，我们预计到十二五末，中国重工的业务结构将改变为：非船超过 50%，军品 7%，海工 12%-15%，民船占 31%。

我们认为，支撑中国重工股价的基石有两块：一是它标的稀缺，产品独特、军民融合；二是公司在船舶行业中多元化启动早，非船业务有先发优势，发展后劲大，科研院所改制还将提供大量优质资产。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 0.55 元、0.70 元、0.92 元，目标价 16 元，给予“买入”评级。

风险分析

- 1、公司资产整合进展低于预期；
- 2、核电行业规划低于预期；
- 3、市场系统性风险。

估值

前提假设

- 1、主要产品价格和毛利率维持稳定；
- 2、税率维持稳定；
- 3、资产整合进度符合预期。

绝对价值评估

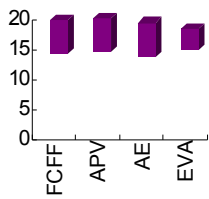
关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.98%
β (β levered)	1.29
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	15.36%
税率	17.00%
Kd	5.56%
Ve	55,230.8
Vd	27,493.2
目标资本结构	33.23%
WACC	12.10%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	-131.59	-0.12%
第二阶段	44,847.11	42.00%
第三阶段(终值)	62,060.51	58.12%
企业价值 AEV	106,776.03	100.00%
加：非经营性净资产	69,066.76	64.68%
价值		
减：少数股东权益(市	2,997.18	-2.81%
值)		
减：债务价值	27,493.25	-25.75%
总股本价值	145,352.37	136.13%
股本(百万股)	9,167.32	-
每股价值(元)	15.86	-
PE(隐含)	28.94	-
PE(动态)	20.13	-

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.015	0.02	0.025	0.03	0.035
11.10%	17.03	17.48	17.99	18.55	19.19
11.60%	16.04	16.43	16.86	17.33	17.87
12.10%	15.16	15.49	15.86	16.26	16.72
12.60%	14.36	14.65	14.96	15.31	15.70
13.10%	13.65	13.89	14.17	14.47	14.80

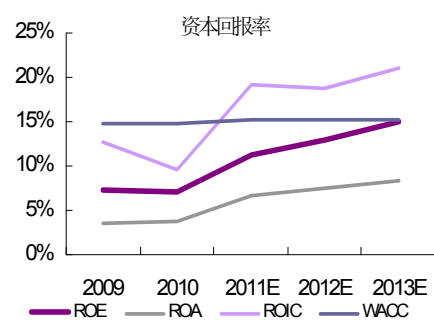
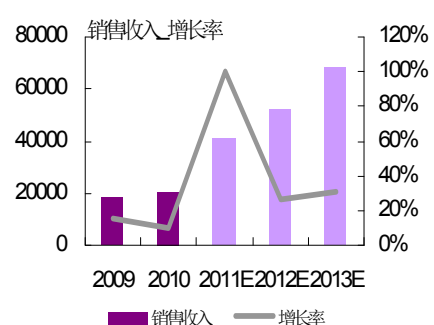
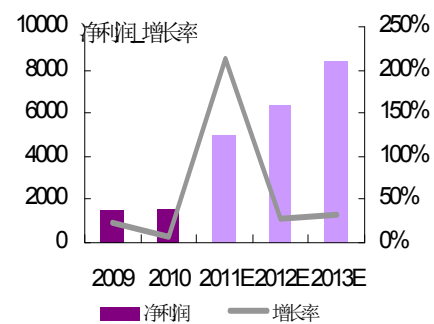
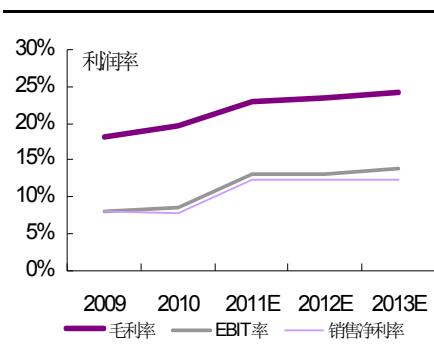
资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	16	14 - 19	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	16	14 - 20	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	16	13 - 19	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	16	14 - 18	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18,562	20,473	41,087	51,999	68,141
营业成本	15,202	16,445	31,686	39,776	51,583
折旧和摊销	396	486	803	941	1,072
营业税费	99	115	222	283	373
销售费用	317	389	725	932	1,240
管理费用	1,423	1,704	3,258	4,145	5,502
财务费用	57	-105	-457	-604	-525
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	33	48	42	41	44
营业利润	1,458	1,899	5,847	7,499	10,012
利润总额	1,798	1,964	6,070	7,708	10,177
少数股东损益	15	19	16	17	17
归属母公司净利润	1,490.48	1,599.00	5,022.19	6,380.99	8,429.98

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	41,790	44,016	75,785	86,416	102,236
流动资产	33,511	34,110	64,893	74,465	89,353
货币资金	21,292	18,781	36,629	37,457	42,031
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,471	6,083	10,105	14,320	17,762
应收票据	609	1,347	2,025	2,992	3,640
其他应收款	374	261	676	759	1,058
存货	5,342	5,700	11,065	13,840	17,984
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	375	401	405	409	413
固定资产	3,940	4,636	6,310	7,716	8,896
无形资产	1,376	1,381	1,312	1,246	1,184
总负债	21,094	20,925	30,653	36,397	45,689
无息负债	15,830	16,018	28,031	33,775	43,067
有息负债	5,264	4,907	2,622	2,622	2,622
股东权益	20,696	23,090	45,133	50,019	56,547
股本	6,651	6,651	9,167	9,167	9,167
公积金	11,739	12,740	28,164	28,802	29,645
未分配利润	2,189	3,440	7,526	11,758	17,426
少数股东权益	117	260	275	292	309

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-720	-1,124	4,604	3,698	7,929
净利润	1,490	1,599	5,022	6,381	8,430
折旧摊销	396	486	803	941	1,072
净营运资金增加	4,174	3,193	7,106	6,274	5,864
其他	-6,781	-6,402	-8,328	-9,898	-7,436
投资活动产生现金流	-1,479	-792	-1,933	-1,963	-1,961
净资本支出	1,971	1,458	2,000	2,000	2,000
长期投资变化	375	401	-4	-4	-4
其他资产变化	-3,826	-2,651	-3,928	-3,959	-3,956
融资活动现金流	16,433	-614	15,176	-907	-1,395
股本变化	1,995	0	2,516	0	0
债务净变化	2,574	-356	-2,285	0	0
无息负债变化	-2,246	187	12,013	5,744	9,292
净现金流	14,234	-2,531	17,848	828	4,574

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.59%	10.29%	100.69%	26.56%	31.04%
净利润增长率	22.08%	7.28%	214.08%	27.06%	32.11%
EBITDA 增长率	24.29%	18.77%	175.69%	26.72%	34.90%
EBIT 增长率	27.09%	17.73%	206.42%	28.17%	37.78%
估值指标					
PE	68	63	20	16	12
PB	5	4	2	2	2
EV/EBITDA	33	29	13	11	8
EV/EBIT	42	38	15	12	9
EV/NOPLAT	51	46	18	14	11
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	6	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.10%	19.68%	22.88%	23.51%	24.30%
EBITDA 率	10.12%	10.90%	14.97%	14.99%	15.43%
EBIT 率	7.99%	8.52%	13.01%	13.18%	13.86%
税前净利润率	9.68%	9.59%	14.77%	14.82%	14.94%
税后净利润率 (归属母公司)	8.03%	7.81%	12.22%	12.27%	12.37%
ROA	3.60%	3.68%	6.65%	7.40%	8.26%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.24%	7.00%	11.20%	12.83%	14.99%
经营性 ROIC	12.63%	9.63%	19.26%	18.73%	21.09%
偿债能力					
流动比率	2.29	2.17	2.55	2.39	2.21
速动比率	192.29%	180.96%	211.69%	194.49%	176.38%
归属母公司权益/有息债务	3.91	4.65	17.11	18.97	21.45
有形资产/有息债务	7.64	8.65	28.39	32.47	38.53
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.16	0.17	0.55	0.70	0.92
每股红利	0.03	0.05	0.16	0.21	0.28
每股经营现金流	-0.08	-0.12	0.50	0.40	0.86
每股自由现金流(FCFF)	-0.49	-0.29	-0.44	-0.18	0.11
每股净资产	2.24	2.49	4.89	5.42	6.13
每股销售收入	2.02	2.23	4.48	5.67	7.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陆洲，北京大学硕士，财政部财科所博士在读，主要从事军工和机械行业研究。

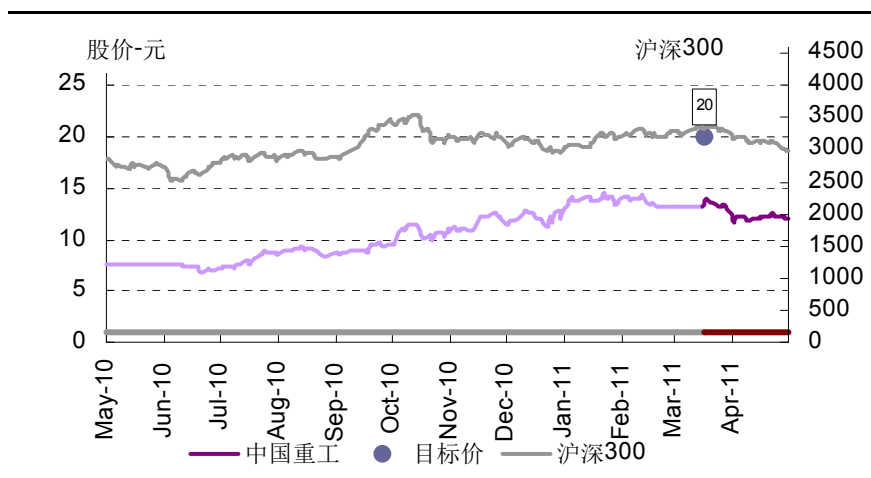
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国重工（601989）

分析师：陆洲



日期	股价	目标价	评级
2011-04-12	13.19	20.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。