

重工龙头稳健起航

中国重工 (601989.SH)

推荐 维持评级

投资要点：海工订单 航母时代

1. 事件

近期大船重工交付国内首座完全自主知识产权 300 英尺自升式海上钻井平台。

2. 我们的分析与判断

(一)、“军民分线”不改军工企业本色

公司是一家名副其实的军工企业，虽然定向增发中，大船重工和渤船重工已经完成了“军民分线”，但这并不意味着军工产品完全彻底地被剥离。原因主要在于造船设施常常是军民公用，如：船体制造、分段切割、舾装等业务。根据初步估计，实施“军民分线”后仍有 70% 的军工资产注入到上市公司当中。

(二)、受益海军大发展，航母或提供引擎

中国海岸线总长度 3.2 万公里，其中大陆海岸线 1.8 万公里，岛屿海岸线 1.4 万公里。加上近年来南海，钓鱼岛争端不断升级，作为一个大国来说，发展自己的海军箭在弦上。以目前国家海域情况来计算，我国至少需要 3 支航母舰队，航母及其配属的舰艇编队价值超过 100-150 亿美金。北船将有望充分享有海军大发展的历史机遇。

(三)、船舶业务稳健增长，非船业务蓬勃发展

除了传统的船舶业务之外，公司还积极的扩展非船业务。公司已经成功建造 12 万吨至 23 万吨级 FPSO，具备 JU2000 型、CJ46 型为代表的各类自升式、半潜式等采油平台及作业平台建造能力。2011 年上半年，公司新接海洋工程平台订单 5 座，同比增长 1152%。

能源交通装备方面，公司目前拥有风电齿轮箱、火电装备、核电应急发电机组、石油石化螺杆压缩机组、铁路货车、海水淡化及水处理装备等产品。2011 年上半年，能源交通装备业务实现收入 29.14 亿元，同比增长 29.05%。

(四)、未来集团资产持续注入助公司做大做强

根据之前集团计划注入 16 家企业的承诺，包括此次增发未来至少还有 11 家公司资产需要注入上市公司，因此，未来两年内集团优质资产的不间断注入是拉动公司不断做大做强的重要引擎。

3. 投资建议

作为最正宗的航母建造标的，公司的估值具有一定弹性，公司超强的技术研发能力和产业转化能力以及很高的战略地位，我们看好公司未来。我们初步预计公司 2011-2012 年 eps 为 0.6、0.7 元，合理估值 15-16 元。给予推荐的投资评级。

分析师

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621)20252629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080003

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080004

鞠厚林 机械行业分析师

☎: (8610) 6656 8946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010007

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2011.09.05

A 股收盘价(元)	12.03
A 股一年内最高价(元)	14.64
A 股一年内最低价(元)	8.29
上证指数	2478.74
市净率	2.90
总股本(万股)	916731
实际流通 A 股(万股)	212500
限售的流通 A 股(万股)	704231
流通 A 股市值(亿元)	255.64

相关研究

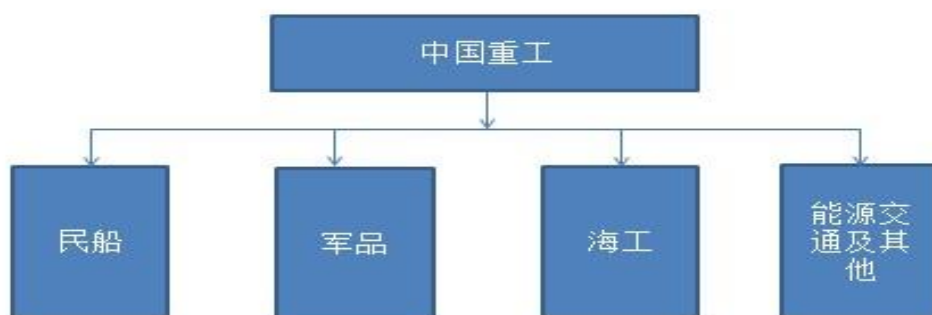
《公司点评—中国重工：业绩超预期，龙头初露峥嵘》.....2011.7.13

一、四大业务板块并起，“军民分线”不改军工本色

公司是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业，业务贯穿整个船舶配套业的价值链，可生产从铸钢件、锻钢件等基础船舶配套材料到船用柴油机、甲板机械等复杂船舶配套设备等。公司是国内海军舰船装备的主要研制和供应商，核心产品中、低速船用柴油机、船用螺旋桨、甲板机械等凭借其合理的价格、可靠的品质和完善的售后服务在国内市场上享有良好的信誉，拥有广泛的客户基础和较高的市场份额。

自从 2011 年公司完成定向增发收购集团旗下的大船重工、渤船重工等企业之后，公司形成民船、海工、军品、能源交通四大业务板块，成为我国规模最大的造修船及船舶装备制造企业之一，业务拓展至整个重工一体化产业链，成为首屈一指的重工领军企业，也是一家实力雄厚的军工企业。

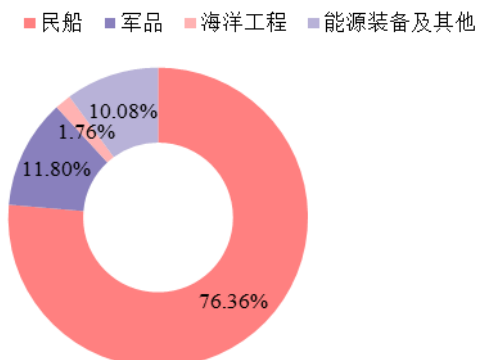
图 1：四大业务板块



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

根据 2011 年上半年收入结构可以看出，目前公司民船收入占比仍然较高，达到了 76% 左右，而军品业务与去年相比，达到了 11.8%，增幅较大，上半年海洋工程主要是由于交付的工程量很少，只有一座，导致收入较少。根据统计，上半年公司又新接 5 个订单，未来海洋工程业务收入有望出现爆发性增长。

图 2：2011 年上半年营业收入结构占比

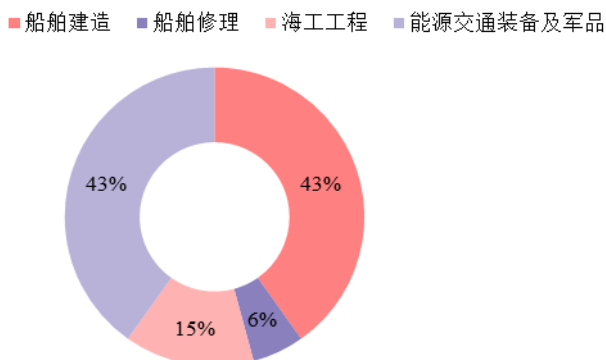


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

定向增发中，大船重工和渤海重工已经完成了“军民分线”，但这并不意味着军工产品完全彻底地被剥离。原因主要在于造船设施常常是军民公用，如：船体制造、分段切割、舾装等业务。根据初步估计，实施“军民分线”后仍有 70%的军工资产注入到上市公司当中。

目前中国重工军品包括四部分：非战略性产品的配套、战略性产品总装、舰船装备和武器装备。海军装备的需求量在十二五、十三五期间增长最快。中国重工大量涉足大型、超大型海军水上水下装备。以驱逐舰、护卫舰为例，一艘军舰的价值量约有 60%-70%在上市公司中，如果加上雷达、通信、导航、水雷、鱼雷、声纳、水声、烟雾弹等武备系统则更多。军品 2012 年进入结算期，会有较大贡献。未来将力争实现军品分段结算，尽可能平滑结算期不稳定带来的影响。

图 3：2015 年公司的收入机构占比



资料来源：中国银河证券研究部

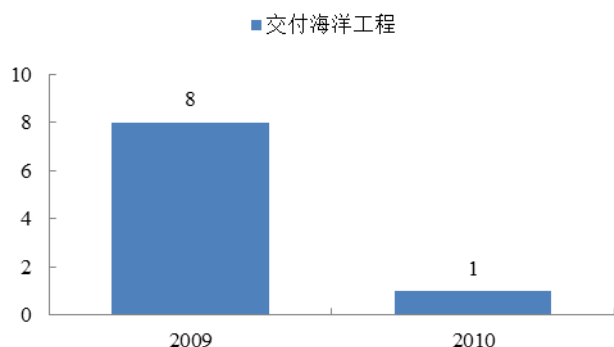
未来公司通过接受集团的优质资产的注入，不断完善收入结构。据了解，到 2015 年，公司非船业务的营业收入比例将超过 50%，具体分为：造船 36%，修船 6%，海工 15%，能源交通及军品 43%，非船业务营业收入将占公司收入 58%。届时，公司将摆脱人们对公司理解的误区，不仅仅只是一家船舶公司，更准确的说是一家军工企业。

二、非船业务蓬勃发展，海工订单是一大看点

中国重工是国内开展业务最早、研发实力最强、生产基地最多、产品系列最全、产业链最完整、系统集成能力最强的海洋工程装备供应商和总承包商之一，自上世纪 70 年代末开始从事海洋工程业务，可建造各种型式的海洋平台、浮式生产结构、FPSO、海工特种船及海工配套装备等产品。本公司已覆盖海洋工程的全产业链布局，包括海洋工程勘探装备、钻井生产装备、集油输油装备、海洋矿藏开发装备、超大型海洋浮体结构物、海洋工程主要通用配套装备、钻井主要配套装备、生产（采油）主要配套装备等八大海洋工程系列装备产品。本公司已经成功建造了高技术含量的 12 万吨至 23 万吨级 FPSO，具备 JU2000 型、CJ46 型为代表的各类自升式、半潜式、座底式、张力腿式等采油平台及作业平台建造能力。

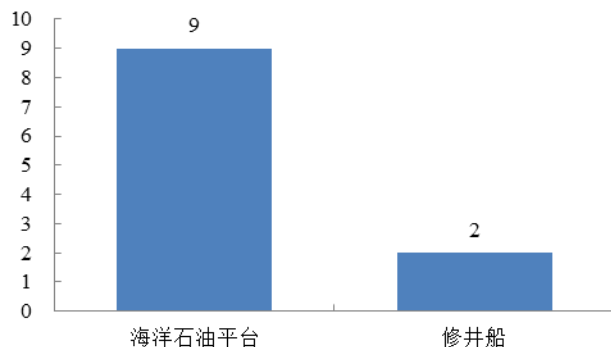
上半年，公司海洋工程业务实现收入 5.10 亿元，截至 6 月 30 日，公司手持订单海洋石油平台 9 座，修井船 2 艘，手持海洋工程合同 117.7 亿元，随着未来海洋工程建造的逐步完成，海工在公司收入占比将有较大的提高。

图 4: 09~10 年交付海洋工程数量



资料来源: 年报, 中国银河证券研究部

图 5: 2011 年在手的海洋工程订单



资料来源: 年报, 中国银河证券研究部

公司目前能源交通装备及其他业务主要包括风电装备、核电装备、石油石化装备、高铁地铁装备以及节能环保装备等。产品包括风电齿轮箱、火电装备、核电应急发电机组、石油石化螺杆压缩机组、铁路货车、海水淡化及水处理装备等。能源交通装备业务已成为本公司重要的利润增长点。上半年, 实现收入 29.14 亿元, 同比增长 29.05%。

重齿是国内第 2 大风电齿轮箱制造商, 而重齿在船用齿轮箱领域公司排名行业第 1。核电设备方面, 陕柴重工是核电应急发电机组唯一获得核安全局颁发的设计/制造许可证的境内企业, 具备 12-20 缸、4000-7000 千瓦应急发电机组的制造能力。武汉重工的核电站用管道及管片设备用于核电站的核级和常规岛管道, 目前市场份额在 70% 以上。

表格 1: 能源交通装备业务

风电装备	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	核级应急发电机组
	核电站水处理系统
	AP1000 主管道
交通装备	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: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、船舶压载水市场空间广阔, 青岛双瑞占据有利地位

根据国际海事组织 (IMO) 的《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。目前通过 IMO 船舶压载水处理系统认证的企业, 全球共有 15 家, 中国仅有 2 家, 其中一家就是公司旗下的青岛双瑞。

青岛双瑞主营业务为防腐防污及水处理技术的研发、制造和工程建设。前身是洛阳船舶材料研究所的防腐实验室 (洛阳 725 所包括了黑色金属、有色金属材料、非金属材料、防腐防污四大方向)。青岛双瑞在国内防污防腐工程领域处于领先地位: 其中舰船防腐领域市占率 40%, 地下管桩防腐工程市占率 10%; 电站 (包括核电站) 管道水处理市占率国内 70% (另一对手 30%), 竞争地位十分明显。

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。假设青岛双瑞能够获得 10% 的市场份额，那么每年将为公司贡献 38 亿元左右的收入。

四、资产持续注入预期强烈，集团整体上市步伐加快

中国船舶重工集团是中国最大的造修船集团之一，拥有 46 个工业企业、28 个科研院所。到目前为止，中国重工已经经历了两个资产注入。第一次通过四家船厂的资产注入，公司的五大业务雏形初现，随后通过定向增发向上市公司再次注入 7 家公司：武船重工、河柴重工、平阳重工、中南装备、江峡船机、衡山机械 6 家公司及民船设计中心。进一步完善收入结构，提高公司整体的竞争力。

未来集团有望将承诺的 11 家企业资产陆续注入公司。随着后续资产的持续，中国重工有望持续做大做强，不仅成为船舶巨无霸，而且还有望在海洋工程等非船业务上大展拳脚。

表格 2：未来待注入的 11 家企业资产

资产	简介
天津新港船舶重工	前身天津新港船厂，目前已发展成为以造修船为主，重型机械制造、海洋工程构造物制作、陆上钢结构工程和焦化设备制造等几大支柱产业并举，具有自身特色和竞争力的企业。
重庆川东船舶重工	重庆川东船舶重工专业从事中小型特种船舶制造业务。公司生产的主要产品有：3000t-10000t 级不锈钢化学品船、374 箱多用途集装箱海轮、780 客位长江旅游船等各类民用船舶；30—100 万千瓦电站锅炉空气预热器、电站脱硫装置、船用舱口盖；万州长江大桥、忠县长江大桥、巫山长江大桥、重庆鹅公岩长江大桥钢结构等各类桥梁大型钢结构。
青岛齐耀瓦锡兰菱重麟山船用柴油机	该公司主要从事船用低速柴油机业务，目前该公司仍处于亏损状态。
上海瓦锡兰齐耀柴油机	上海船用柴油机研究所是中国船舶重工集团下属的中国最具实力的船用柴油机设计和制造单位之一，芬兰的瓦锡兰技术有限公司是全球最大的中低速柴油机及其相关发电设备制造公司。
中船重工重庆液压机电	前身为重庆液压件厂，始建于 1967 年，是国内大型液压件专业生产企业之一。
重庆清平机械厂	高精度中、小行星齿轮箱和齿轮专业化研制厂家。当前，工厂在集团公司的大力支持下，着力打造中小行星齿轮箱、工程机械齿轮箱、高精度小型谐波、摆线齿轮箱、高端汽摩齿轮四大生产板块，各项经济指标保持 30%-40% 的增长速度，在 3-5 年内，跻身行业前三甲，成为行业的引领者。
重庆长江涂装机械厂	专业生产无气喷涂设备、涂胶设备和润滑设备，是中国涂装设备制造基地和主要的供应商，是行业标准 JB/T8695-1998《无气喷涂机》的起草单位，并参与《涂装作业安全规程》国家标准的制定。
重庆华渝电气仪表总厂	成立于 1994 年 3 月，是以研制和生产惯性仪表及自动控制装置为主导产品的现代企业。
重庆江陵仪器厂	具备研制、生产各类机电设备的能力
重庆长平机械厂	是定点生产导航仪器、喷砂机、喷涂机和除尘设备的专业厂家。
大连渔轮公司	大连渔轮公司主要从事远洋渔业船舶的制造和维修

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.SH）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、中集集团（000039.SZ）、厦工股份（600815.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、盾安环境（002011.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）、汉钟精机（002158.SZ）、博深工具（002282.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908