



上市公司调研简报

证券研究报告
机械工业—重型机械

买入 调高

中国重工 (601989)

2011 年 09 月 13 日

降本增效有望助公司下半年增长超预期

6 个月目标价 14.74 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人：何继红
hejh@htsec.com
021-23219674

报告要点。公司是中船重工集团的上市旗舰，除海洋工程之外的各业务分部均同时从事民品与军品业务；海工、能源交通装备和军品业务多元发力将有效弥补民船业务新接订单的低迷并提升公司整体估值水平；公司整体 2011 年 PE 水平在 22 倍左右较为合理。公司当前的非公开增发项目有望在年内完成，并助公司进一步多元发展。随着公司整体毛利率的提升、计提存货跌价和预计负债的减少，公司下半年净利润增速有望超预期。考虑非公开增发摊薄，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.67 元、0.76 元和 0.91 元，按 22 倍的 2011 年 PE 水平给予 6 个月目标价 14.74 元；公司 2011 年 9 月 9 日收盘价为 11.76 元，将评级调高至买入。

风险提示。经济持续不景气影响下游需求、原材料成本和人工成本大幅上行影响盈利水平、人民币若持续升值降低国内造船竞争力。

1. 海工、能源交通装备和军品业务多元发力将有效弥补民船业务新接订单的低迷并提升公司整体估值水平

多元业务助企业稳健成长。公司是中船重工集团的上市旗舰，其除海洋工程之外的各业务分部均同时从事民品与军品业务；从近期新签订单情况来看，公司的舰船装备业务、海工业务和能源交通业务增长较快；同时，随着“瓦兰格号”改造费用的逐步确认和后续国内国防投资的逐步加大，公司军品业务有望高速增长。

表 1 多元业务助企业稳健成长

	新签订单金额 (亿元)		按 2011H1 订单构成计算	
	2010	2011H1	占比 (%)	PE (倍)
船舶制造业务	241	86.7	26.75	18.00
船舶修理及改装业务	21.8	7.2	2.22	16.00
舰船装备业务	167	90.2	27.83	20.00
海洋工程	10.9	45.73	14.11	30.00
能源交通装备业务	113.6	94.3	29.09	25.00
汇总	554.3	324.13	100.00	22.24

资料来源：公司公告，海通证券研究所

高成长业务提升整体估值水平。我们分别给予船舶制造、船舶修改、舰船装备、海工、能源交通装备 18 倍、16 倍、20 倍、30 倍和 25 倍的 PE 水平，则整体 PE 水平在 22 倍左右较为合理。

2. 降本增效有望助公司下半年净利润增长超预期

随着公司整体毛利率的提升、计提存货跌价和预计负债的减少，公司下半年净利润增速有望超预期。公司 2010 年下半年计提了较多的存货跌价损失和手持亏损合同的预计负债，2011 年上半年公司对原手持亏损合同订单在船舶建造中采取了减亏措施、降低了上述亏损订单船舶在交付结算时的实际损失金额、并冲减预计负债。

公司当前的非公开增发项目有望在年内完成，助公司进一步多元发展。本次增发发行股票数量不超过 96200 万股，收购武船重工 100%股权、河柴重工 100%股权、平阳重工 100%股权、中南装备 100%股权、江峡船用 100%股权、衡山机械 100%股权、民船设计中心 29.41%股权，增发价不超过 11.96 元/股。本次非公开发行后，中国重工将在现有的风电、核电等能源装备业务进一步增强的基础上，新增煤炭机械装备、水电装备、环保装备等业务；该等能源装备业务实力增强将使得中国重工产业结构更加完善，并进一步平滑船舶行业的周期性波动，提升公司抗风险能力。

3. 考虑非公开增发摊薄，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.67 元、0.76 元和 0.91 元，按 22 倍的 2011 年 PE 水平给予 6 个月目标价 14.74 元，买入评级

具体的分产品收入和毛利率预测如下。

表 2 主营收入及毛利率

	2009	2010H1	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
主营收入细分（亿元）							
船舶与海洋工程修造	277.39	157.32	354.62	186.72	421.51	505.81	606.98
舰船装备	148.54	64.95	153.38	73.24	173.17	197.41	227.03
能源交通装备	32.47	22.58	47.86	29.14	60.74	75.92	94.91
抵消	-11.92	-5.24	-16.52	-11.09	-22.37	-30.20	-40.77
汇总	446.48	239.60	539.34	278.01	633.05	748.96	888.14
主营收入增速（%）							
船舶与海洋工程修造			27.84	18.69	18.86	20.00	20.00
舰船装备			3.26	12.77	12.90	14.00	15.00
能源交通装备			47.38	29.05	26.91	25.00	25.00
抵消			38.56	111.58	35.41	35.00	35.00
汇总			20.80	16.03	17.38	18.31	18.58
主营业务毛利率（%）							
船舶与海洋工程修造	9.71	7.03	11.28	14.84	14.65	14.50	14.50
舰船装备	22.65	22.65	22.64	22.64	22.62	22.60	22.60
能源交通装备	14.96	14.96	15.25	15.72	15.34	15.00	15.00
抵消	0.00	-163.20	0.00	-1.20	0.00	0.00	0.00
汇总	14.65	15.74	15.21	17.63	17.41	17.27	17.29

资料来源：公司公告，海通证券研究所

具体的利润表数据如下。

表3 利润表数据（最新股本按当前在做的非公开增发项目摊薄后总股本计算）

	2009	2010H1	2010H2	2010	2011H1	2011H2E	2011E	2012E	2013E
销售费用率（%）	0.83	0.93	1.04	0.99	1.42	1.40	1.41	1.35	1.30
管理费用率（%）	6.06	4.66	6.35	5.58	4.69	4.70	4.70	4.65	4.60
营业收入（亿元）	446.48	245.33	294.01	539.34	284.85	348.26	633.11	749.02	888.22
营业成本（亿元）	381.06	206.25	250.53	456.77	235.34	288.19	523.54	619.66	734.65
营业税金及附加（亿元）	1.29	0.56	0.83	1.38	0.77	0.94	1.71	2.02	2.40
销售费用（亿元）	3.72	2.29	3.04	5.33	4.03	4.88	8.91	10.11	11.55
管理费用（亿元）	27.07	11.44	18.66	30.10	13.37	16.37	29.74	34.83	40.86
财务费用（亿元）	-8.86	-4.58	-2.31	-6.89	-3.30	-3.48	-6.79	-7.49	-8.88
资产减值损失（亿元）	1.23	1.23	3.01	4.24	1.17	1.20	2.37	2.61	2.87
投资收益（亿元）	0.78	0.62	0.31	0.94	0.68	0.60	1.28	1.40	1.54
营业利润（亿元）	41.75	28.77	20.57	49.34	34.15	40.76	74.91	88.68	106.32
营业外收入（亿元）	9.21	5.90	4.77	10.66	4.14	4.00	8.14	8.00	8.00
营业外支出（亿元）	7.10	1.73	5.37	7.11	-1.28	3.50	2.22	4.00	4.00
利润总额（亿元）	43.85	32.93	19.96	52.90	39.56	41.26	80.82	92.68	110.32
所得税费用（亿元）	6.60	5.83	3.59	9.43	5.82	6.19	12.01	13.90	16.55
净利润（亿元）	37.25	27.10	16.37	43.47	33.74	35.07	68.81	78.78	93.78
少数股东损益（亿元）	1.77	0.91	-0.47	0.45	0.69	0.70	1.39	1.58	1.88
归属于母公司所有者净利润（亿元）	35.48	26.19	16.84	43.02	33.04	34.37	67.42	77.20	91.90
最新股本摊薄每股收益（元）	0.35	0.26	0.17	0.42	0.33	0.34	0.67	0.76	0.91
销售净利率（%）	7.95	10.67	5.73	7.98	11.60	9.87	10.65	10.31	10.35
净利润增速（%）				21.26	26.19	104.17	56.70	14.52	19.04

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们上调了对公司的盈利预测，考虑非公开增发摊薄，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.67 元、0.76 元和 0.91 元，按 22 倍的 2011 年 PE 水平给予 6 个月目标价 14.74 元，公司 2011 年 9 月 9 日收盘价为 11.76 元，买入评级。

4. 风险提示

经济持续不景气影响下游需求；原材料成本和人工成本大幅上行影响盈利水平；人民币若持续升值降低国内造船竞争力。

相关研究

中国重工（601989）年季报点评：立足船海工程，拓展能源交通，增持，首次_20110503

中国重工（601989）公告点评：多元业务增长稳健，当前估值基本合理，增持，维持_20110728

中国重工（601989）半年报点评：多元业务增长稳健，增持，维持_20110819

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。