

2014年03月24日

中国重工 (601989.SH)

巨舰乘风，海疆破浪

■**军船业务空间大发展快**：我国海军现代化程度仍有很大提升空间，海军舰船装备需求全面跃升，有效保卫中国海洋经济及利益需要配置2-4个航母战斗群，而资产注入完成后的中国重工，担负我国海军舰船装备80%左右的生产任务，2013年军品占公司营业收入比例超过20%，毛利超过50%，2014-2015年趋势向好。

■**海工订单大增形势较好**：全球海工装备向中国转移趋势显现，中国市场已经形成群雄竞争格局，公司2013年6月底海工新签订单大约210亿元，同比增长753%，手持合同金额334.2亿元，同比增长127.2%。我们预计2014-2015年该项业务可望保持30%以上的增速。

■**能源交通装备平稳发展**：公司能源交通装备业务涉足五大领域，高端技术不乏亮点，截至2013年底手持合同金额121.9亿元，结合目前各个子行业运营趋势及公司主要产品结构分布推测，我们估计2014-2015年该项业务态势平稳。

■**新增订单增加民船回升**：全球新船价格仍然处于较低水平，新增订单回升幅度较大，2013年末公司在手订单293亿元，民船业务将在2014年逐步回升，盈利能力亦将有所改善。

■**科研院所资产注入值得期待**：在集团2013年100亿元利润总额中，有约一半来自上市公司以外资产，其中科研院所可能占到30-40亿元，我们估计科研院所资产注入将在2014年下半年启动。院所资产盈利可观，增厚效应明显，值得期待。

■**维持“买入-A”的投资评级**：我们预计中国重工2013-2015年净利润分别为25.8、32.2、45.4亿元，较之先前分别下调20.22%、13.47%、5.8%。每股收益为0.15、0.18、0.26元，按照2014年样本公司平均32.8倍市盈率估值，目标价为5.90元，维持“买入-A”的投资评级。

■**风险提示**：军品订单增速低于预期、民船市场出现反复、海工阶段性调整、能源交通装备进一步下滑等使公司业绩低于预期。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	58,045.3	58,501.4	53,363.0	63,829.0	81,371.8
净利润	4,705.6	3,577.1	2,576.8	3,224.0	4,542.1
每股收益(元)	0.27	0.20	0.15	0.18	0.26
每股净资产(元)	2.34	2.54	2.84	3.40	3.65
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	17.5	23.0	32.0	25.5	18.1
市净率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.4	1.3
净利润率	8.1%	6.1%	4.8%	5.1%	5.6%
净资产收益率	11.6%	8.0%	5.2%	5.5%	7.2%
股息收益率	1.6%	1.2%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	42.6%	14.9%	5.5%	7.9%	12.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他军工 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

5.90元

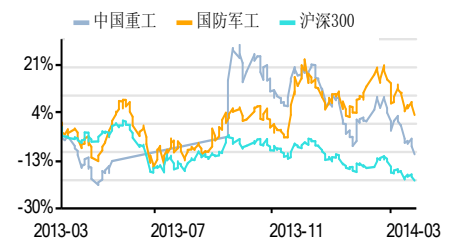
股价(2014-03-24)

4.75元

交易数据

总市值(百万元)	82,372.70
流通市值(百万元)	72,862.98
总股本(百万股)	17,488.90
流通股本(百万股)	15,469.85
12个月价格区间	4.08/6.59元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.30	-8.18	9.44
绝对收益	-11.96	-13.42	-8.01

王书伟

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

张仲杰

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020002
zhangzj@essence.com.cn
021-68767839

相关报告

海军装备第一股巨舰出航	2013-09-12
中国重工：业绩企稳，给予“增持-A”投资评级：中国重工2012年三季度报点评	2012-11-01

正文目录

1. 海军舰艇装备需求全面跃升.....	4
1.1. 我国海军装备亟需加速发展.....	4
1.1.1. 我国海军现代化程度仍有较大提升空间	4
1.1.2. 中美俄对比：我国海军舰船装备差距明显.....	5
1.1.3. 中国未来应配置 2-4 个航母战斗群.....	6
1.2. 资产注入完成，公司拥有完整的舰船装备生产体系	7
1.3. 海军舰船装备业务将持续大幅贡献利润	8
2. 海工业务：订单形势较好，盈利能力尚需提升	8
2.1. 全球海上钻井平台利用率总体平稳.....	8
2.2. 全球海上钻井平台市场日租金和利用率涨跌互现.....	9
2.3. 海洋油气开采是全球能源增量的重要来源.....	10
2.4. 国家政策大力支持海工装备的发展.....	10
2.5. 南海油气资源开发呈加速推进态势.....	11
2.5.1. 中国南海天然气产量已经占比过半.....	11
2.5.2. 中国近海大陆架和深海油气储量丰富	11
2.5.3. 中海油招标区块面积合计约相当于 3 个渤海	12
2.6. 全球海工装备逐步向中国转移，中国已经形成群雄竞争格局.....	12
2.7. 公司海工业务订单颇具规模，毛利率或有逐步改善空间.....	13
3. 能源交通装备业务颇具亮点，发展相对平稳	13
3.1. 公司能源交通装备业务涉足五大领域，高端技术不乏亮点	13
3.2. 公司能源交通装备业务预期平稳发展.....	14
4. 新增订单增加，民船业务逐步回升.....	15
4.1. 克拉克松运价指数近来有所回升，散货船上升为主要驱动力.....	15
4.2. 新船价格仍然处于较低水平，新增订单回升幅度较大	16
4.3. 中国造船业在手订单同比增幅由负转正	17
4.4. 公司四大船厂年底在手订单总体增长可观.....	17
4.5. 公司民船业务 2014-2015 年可望逐步回升	18
5. 此次资产注入完成，海军舰船毛利将占半壁江山.....	18
5.1. 定增价格 4.2 元/股，股本扩张约 13%	18
5.2. 大船和武船军品资产注入后业绩有所增厚.....	18
6. 后续科研院所资产盈利可观，注入进程值得期待.....	18
7. 盈利预测与估值.....	20
7.1. 盈利预测：2013-2014 年每股收益 0.15、0.18 元	20
7.2. 维持“买入-A”投资评级，目标价为 5.90 元.....	21
8. 风险提示.....	21

图目录

图 1：中国人民解放军三大舰队装备概览.....	4
图 2：解放军各种力量中现代化因素所占的百分比	5
图 3：全球服役中和建造中的航母.....	7
图 5：全球海上钻井平台最近 1 年至今的利用率.....	9
图 6：最近 2 年南亚水深大于 300 英尺自升式独立桩腿悬臂平台利用率.....	9
图 7：全球主要海工钻井平台及船舶利用率	9

图 8: 全球各主要区域的钻井平台利用率	9
图 9: 美国墨西哥湾 250-300 自升降式平台利用情况	10
图 10: 欧洲西北部标准自升式平台利用情况	10
图 11: 全球 2000—5000 英尺半潜式平台利用情况	10
图 12: 全球 5000 英尺以上浮式平台利用情况	10
图 15: 中国海上原油产量: 整体上各个区域稳中略降	11
图 16: 天然气产量: 南海、海外保持升势, 渤海平稳	11
图 17: 2011 年中海油原油产量的区域占比	11
图 18: 2011 年中海油天然气产量的区域占比	11
图 19: 2012 年中国海域第一批对外开放区块	12
图 20: 2012 年中国海域第二批对外开放区块	12
图 21: 全球现有移动钻井平台建造国别构成	12
图 22: 全球移动钻井平台在手订单建造国别构成	12
图 27: 克拉克松运价指数同比有所回升 (美元/天)	15
图 28: 散货船即期收益最近呈升势 (美元/天)	15
图 29: 油轮即期收益底部盘整 (美元/天)	15
图 30: 集装箱船即期收益相对平稳 (美元/天)	15
图 31: 新船价格指数继续缓慢回升	16
图 32: 全球新船订单量有所回升 (载重吨)	16
图 33: 全球新船订单金额及数量 (百万美元, 万载重吨)	16
图 34: 全球船舶在手订单量同比回升明显	16
图 35: 中国新增船舶订单金额及吨位数量	17
图 36: 中国在手船舶订单量同比回升明显	17
图 37: 公司四大船厂在手订单情况 (万载重吨)	17
图 38: 公司四大船厂新增订单情况 (万载重吨)	17

表目录

表 1: 解放军三大舰队装备概览	4
表 2: 中美俄三国海军舰艇实力比较	5
表 3: 美国标准航母战斗群的配置	7
表 4: 我国主要舰艇生产商及舰艇产品	8
表 5: 中国重工能源交通装备业务布局及主要产家和产品	13
表 6: 公司能源交通装备业务 2013 与 2012 年上半年主要产品完工量	14
表 7: 中船重工集团下属全部 28 家科研院所基本情况一览表	19
表 8: 中国重工分项业务预测 (单位: 百万元)	20
表 9: 相对估值表	21

1. 海军舰艇装备需求全面跃升

1.1. 我国海军装备亟需加速发展

我国海军下辖三个舰队，分别是北海舰队、东海舰队和南海舰队。据公开信息分析，三大舰队的海军装备大致拥有 26 艘驱逐舰，53 艘护卫舰，27 艘坦克登陆舰，28 艘中型登陆舰，1 艘船务登陆舰，49 艘柴电攻击潜艇，5 艘核潜艇，86 艘导弹快艇。

图 1：中国人民解放军三大舰队装备概览



数据来源：《2010 年中国军事与安全发展报告》，安信证券研究中心

表 1：解放军三大舰队装备概览

	北海舰队	东海和南海舰队	共计
驱逐舰	10	16	26
护卫舰	9	44	53
坦克登陆舰/两栖船坞运输舰	2	25	27
中型登陆舰	7	21	28
柴电动力攻击潜艇	16	33	49
攻击核潜艇	3	2	5
导弹快艇	18	68	86

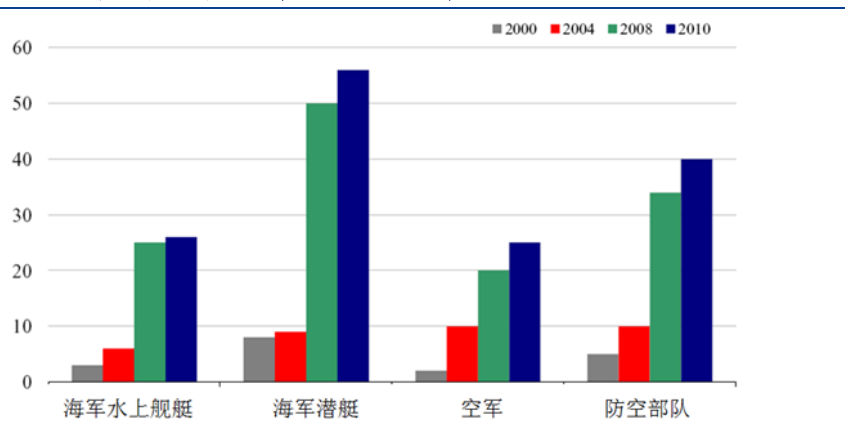
数据来源：《2011 年中国军事与安全发展报告》，安信证券研究中心

1.1.1. 我国海军现代化程度仍有较大提升空间

美国《2011 年中国军事与安全发展报告》定义的水面舰艇现代化，是指在至少两个战争地区拥有多功能、多任务的平台，而现代潜艇是指有能力发射反舰巡航导弹的潜艇。2000-2010 年十一年时间，我国海军水面舰艇部队、海军潜艇部队、空军和防空部队的现代化程度均有飞跃性的发展。但是除了海军潜艇部队到达 50% 以外，其他 3 个部队的现代化程度均不超过 50%。我国的潜艇，特别是水面舰艇仍有较大的发展空间。

《2010 年中国的国防白皮书》表述：我国海军按照近海防御的战略要求，注重提高综合作战力量现代化水平，增强战略威慑与反击能力，发展远海合作与应对非传统安全威胁能力。按计划补充部分新型潜艇、护卫舰、飞机和大型保障舰船。加强综合保障基地建设，基本形成与兵力部署相一致、与武器装备发展相协调的岸基保障体系。加快海上后勤保障平台建设，大型万吨级制式医院船以及救护艇、救护直升机装备部队，进一步提高了海上保障能力。海军形成以新型潜艇、水面舰艇和对海攻击飞机为骨干的海上作战装备体系。

图 2：解放军各种力量中现代化因素所占的百分比



数据来源：《2011 年中国军事与安全发展报告》，安信证券研究中心

1.1.2. 中美俄对比：我国海军舰船装备差距明显

航母拥有艘数比较：目前，美国共有 11 艘航空母舰，俄罗斯有 1 艘，印度已经有 2 艘。我国的航母“辽宁号”刚刚交付海军，仍然处于试验运行阶段。我国和俄罗斯均没有两栖攻击舰；美国有 22 艘巡洋舰，俄罗斯虽然数量不如美国，但级数大，而我国没有巡洋舰和巡航导弹核潜艇。

数量和规格比较：我国有 26 艘驱逐舰，3 艘战略导弹核潜艇，而美国分别有 56 艘和 14 艘，在数量和排水量等规格上均高于我国；而我国护卫舰的数量较多；我国常规潜艇宋级、元级和明级再加上基洛共有 37 艘，数量较多，俄罗斯基洛级 17 艘，而美国已经全面淘汰常规潜艇。从技术实力上来说，我国的潜艇和俄罗斯比较还有很大的差距。以核潜艇为例，我国最新的 2007 年编入现役的晋级弹道导弹核潜艇，在声学上还不及俄罗斯大多数潜艇的水平，容易被侦查发现。

推测我国的海军发展计划和空间：根据 2008 年白皮书的描述，我国将发展新型武器装备，并优化产品结构。建造新型国产潜艇、驱逐舰、护卫舰和飞机，初步形成以第二代装备为主体、第三代装备为骨干的武器装备体系。潜艇部队具备水下反舰、反潜、布雷和一定的核反击能力。水面舰艇部队形成了以新型导弹驱逐舰、护卫舰为代表的水面打击力量，具备海上侦察、反舰、反潜、防空、布雷等作战能力。航空兵部队形成了以对海攻击飞机为代表的空中打击力量，具备侦察、反舰、反潜、防空作战能力。陆战队形成了以两栖装甲车为代表的两栖作战力量，具备两栖作战能力。岸防部队形成了以新型岸舰导弹为代表的岸防力量，具备海岸防御作战能力。三种兵力的高度配合会拉动中国舰艇的快速发展。

表 2：中美俄三国海军舰艇实力比较

	美国	俄罗斯	中国
	10 艘尼米兹级核动力航空母舰；1 艘企业级核动力航空母舰	1 艘库兹涅佐夫级常规动力航空母舰	1 艘辽宁号常规动力航空母舰，排水量 5 万吨
航空母舰	尼米兹级每舰排水量 10 万吨以上，舰载 80-90 架固定翼飞机及直升机；企业级排水量 8 万吨，舰载机 70-90 架	满载 58600 吨，舰载机 41 架	排水量 6 万吨，搭载 18 架苏-27K 式或苏 33，4 架苏 25UTG，15 架卡-27 直升机，2 架卡-31 直升机
两栖攻击舰	2 艘塔拉瓦级常规动力两栖攻击舰；8 艘黄蜂级常规动力两栖攻击舰	无	无

	塔拉瓦级排水量 39400 吨, 每舰舰载机 35 架; 黄蜂级排水量 40500 吨, 每舰舰载机 26-42 架		
	22 艘提康德罗加级导弹巡洋舰	4 艘基洛夫级战列巡洋舰; 2 艘卡拉级巡洋舰; 3 艘光荣级导弹巡洋舰	无
巡洋舰	排水量 9600 吨	基洛夫级排水量 28000 吨; 卡拉级排水量 9900 吨; 光荣级排水量 11490 吨。	
	56 艘阿利·伯克级	5 艘现代级; 8 艘无畏级	4 艘现代级; 13 艘旅大级; 2 艘旅沪级; 1 艘旅海级; 2 艘旅洋级; 2 艘旅洋 II 级; 2 艘旅州级
驱逐舰	排水量 8315-10000 吨	现代级排水量 6200-7940 吨; 无畏级排水量 6200-7900 吨	旅大级排水量 3670 吨; 旅沪级排水量 4800 吨; 旅海级排水量 6100 吨; 旅洋级排水量 7000 吨; 旅洋 II 级排水量 6500 吨; 旅州级排水量 7100 吨
	30 艘佩里级	2 艘不惧级	44 艘江湖江卫级; 江凯 I, II 共 8 艘
护卫舰	排水量 4100 吨	排水量 3800-4400 吨	江湖江卫级排水量 1600-2400 吨; 江凯 I, II 排水量 3500-4300 吨
	俄亥俄级 14 艘	台风级 1 艘德尔塔 III 型 4 艘, 德尔塔 IV 型 5 艘	094 型 2 艘; 夏级 1 艘
战略导弹核潜艇	排水量 18,450 吨 (水下), 每艘 24 枚三叉戟	台风级排水量 33800-48000 吨 (水下), 20 枚 SS-N-20, 另有导弹/鱼雷发射管 6 具; 德尔塔每艘 16 枚导弹+4 具鱼雷发射管	094 型排水量 9,000 吨 (水下), 每艘 12 枚巨浪 2+鱼雷发射管 6 具。夏级 12 枚巨浪 1+鱼雷发射管 6 具
	俄亥俄级 4 艘	奥斯卡级 5 艘	无
巡航导弹核潜艇	排水量 18450 吨 (水下), 每艘 154 枚战斧式	每艘 24 枚 P-700 Granit 导弹+4 鱼雷发射管	
	佛吉尼亚级 6 艘; 3 艘海狼级; 44 艘洛杉矶级	10 艘阿库拉级,	093 级 2 艘; 091 型 3 艘
攻击型核潜艇	佛吉尼亚级排水量 7800 吨, 每艘 12 具垂直战斧式导弹发射筒, 4 具 mk48 鱼雷发射筒; 海狼级排水量 9138 吨, 8 具 660mm 鱼雷/导弹发射筒; 洛杉矶级, 排水量 6818 吨 (水下), 每艘 4 具 533mm 鱼雷/战斧导弹/鱼叉导弹发射筒, 其中 33 艘各有 12 具垂直战斧式导弹发射筒	排水量 7900-12770 吨 (水下), 每艘 8-18 个鱼雷发射筒	093 级排水量 6000-7000 吨, 每艘 533mm 鱼雷发射管 6 具; 091 型排水量 5500 吨, 每艘 533mm 鱼雷发射管 6 具, 可射 C-801 鹰击导弹
	无	基洛级 17 艘	宋元明级+基洛共计 37 艘
常规潜艇		排水量 3000-4000 吨, 每艘 533mm 鱼雷发射管 6 具	每艘 533mm 鱼雷发射管 6 具
导弹、扫雷、反潜、巡航艇	24 艘	69 艘	427 艘以上

数据来源: 网站资料整理 安信证券研究中心

1.1.3. 中国未来应配置 2-4 个航母战斗群

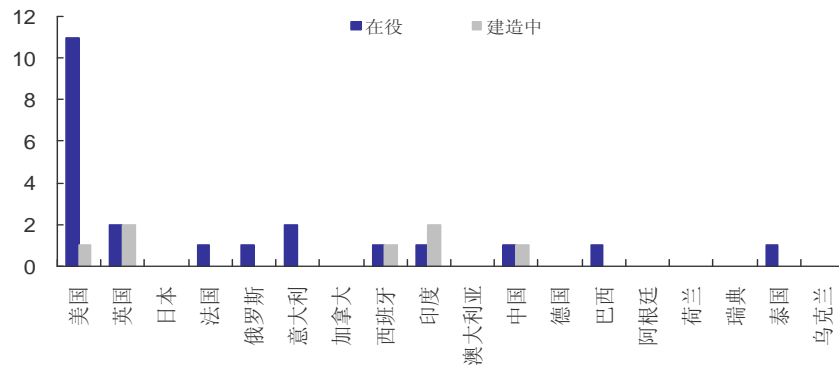
航母需要大量优质舰艇战斗群的配合。美国一个标准航母战斗群拥有 1 艘航空母舰, 1-2 艘提康德罗加级巡洋舰, 2-3 艘勃克级驱逐舰, 两艘史普鲁恩斯级驱逐舰, 1-2 艘派里级巡防舰, 1-2 艘洛杉矶级攻击型核潜艇。而且, 因为舰艇不足, 现在一般母舰战斗群会与两栖备战群一起出航, 即加上 1 艘塔拉瓦级两栖攻击舰或是胡蜂级直升机船坞登陆舰, 1

艘惠德比岛级船坞登陆舰及 1 艘圣安东尼奥级两栖船坞。另外加上 1-2 艘快速油弹补给舰，一共拥有 12-15 艘船舰。除此之外，航母战斗群也要配置飞行联队。

航母战斗群拥有强大的战斗力，甚至超越一些小国的军力，防空，反舰，反潜以及陆攻的火力十分强大，航空母舰上的飞行联队更拥有近八十架战机执行各种任务。

根据美国航母在全球领域的部署和舰群配置和中国国防实力的增强，我们认为，今后中国如果想在渤海、黄海、东海和南海四大领域发展防御加进攻的海上军事力量，需要提高现有舰艇的质量，大力发展舰载武器装备，增强机动性能等。我们估计未来中国需要 2-4 艘航母，各配 15 艘左右的舰群，其中每个航母需要水面舰艇大约需要 8-10 艘。在发挥中国潜艇优势的前提下，大力发展大吨位的驱逐舰等水面战斗舰艇。海军走向深蓝将为军舰制造企业未来的 10-20 年提供难得的发展机遇。

图 3：全球服役中和建造中的航母



数据来源：wikipedia 安信证券研究中心

表 3：美国标准航母战斗群的配置

种类	数量	单艘造价(亿美元)
标准航母战斗群	1 艘	35-60
巡洋舰	1-2 艘	10
驱逐舰	4-5 艘	13
巡防舰	1-2 艘	10
攻击型核潜艇	1-2 艘	20
两栖攻击舰/直升机船坞登陆舰	1 艘	17
两栖备战群	1 艘	10
船坞登陆舰	1 艘	10
两栖船坞	1 艘	8-11
快速油弹补给舰	1-2 艘	5
共计	12-15 艘	167-253

数据来源：网站资料整理 安信证券研究中心

1.2. 资产注入完成，公司拥有完整的舰船装备生产体系

中船重工在军船领域有着先进的科研、生产手段和强大的自主创新开发能力，能承接潜艇、导弹驱逐舰、导弹护卫舰、导弹快艇、两栖舰艇和各种水中兵器、舰载武器与舰用电子设备及各种军用桥梁的设计制造与售后服务。并可根据用户要求，进行国外装备引进、合作生产、舰艇改装和修理业务。

重组前中国重工就是国内海军舰船装备的主要研制和供应商，在舰载武器装备关键技术、

舰船用配套产品技术方面拥有大量高质量的科技成果和自主创新技术，重组后获得的渤海重工是我国唯一的核潜艇总装厂，大连船厂改装了我国第一艘航母，同时又是大型导弹驱逐舰的生产基地。

本次资产注入后，中国重工获得除核潜艇外的超大型、大型、中型和轻型水面舰艇，以及常规潜艇的总装资产，加上公司原有军船业务，2012 年备考军品收入规模超过 100 亿元，占公司营业收入比例超过 20%。

表 4：我国主要舰艇生产商及舰艇产品

	水面舰艇	常规潜艇	核潜艇
大船重工	051C、051B 驱逐舰、布雷舰，油水补给舰，综合补给舰，大型坦克登陆舰	导弹潜艇	
渤海重工			汉级和夏级核潜艇
武昌船舶重工		宋级潜艇	
上海江南造船	168、169、170、171 导弹驱逐舰	039 改进型常规潜艇	
沪东造船	护卫舰，补给舰		
中华造船	驱逐舰，登陆舰		
黄埔造船	护卫舰		

数据来源：网上数据整理 安信证券研究中心

1.3. 海军舰船装备业务将持续大幅贡献利润

公司控股股东中船重工集团具备 60% 以上的海军舰船总装业务和 90% 舰船装备配套业务，在我国海军舰船制造领域具有绝对的竞争优势。公司获得大船、武船的军船总装资产后，成为 A 股市场唯一拥有海军主力水面、水下舰艇总装能力的上市公司，将充分受益于海军建设大发展的历史性机遇。随着我国海军装备投入的大幅增长，预计未来 3-5 年公司军船业务收入规模有望维持 30% 以上的复合增速。

一般一个中等规模航母战斗群的价值量约 1000-1500 亿元，其中舰载机等航空装备价值量与航母本身基本相同，估计 150-200 亿元左右，其它如水面与水下舰艇价值量合计接近 800-850 亿元。大船和武船的总装业务注入完成后，中国重工将覆盖航母战斗群总价值量的 60% 左右，按照平均建造周期 5 年测算，每年的收入贡献至少有 100 多亿元，而后期维修和保养所带来的业务价值也相当可观。

此次资产注入将显著提升军船业务占比并改善公司盈利能力。本次拟注入资产为大船集团和武船集团的军品总装资产，2012 年收入规模为 77 亿元，净利润 3.5 亿元。本次注入完成后，公司军船业务占比明显提升，2013 年备考口径预计收入占比将从 8% 提升至 20% 以上，毛利占比将从 24% 提升至 50% 以上。由于军品毛利率较高，平均超过 30%，因此本次资产注入将有助于公司提升盈利能力。预计 2014 年是装备交付高峰，这 2 家企业净利润增长将可能超过 40%。

从目前市场形势来看，今年年底和明后年初国内军工军贸陆续可能有大规模订单，一般军贸是 3 年内完成，军工是 5-7 年内完成，这样 2015 年略有下降，由于大宗产品是 18 个月之后结算，因此预计 2016，2017 年公司军品业务上升态势明晰。

2. 海工业务：订单形势较好，盈利能力尚需提升

2.1. 全球海上钻井平台利用率总体平稳

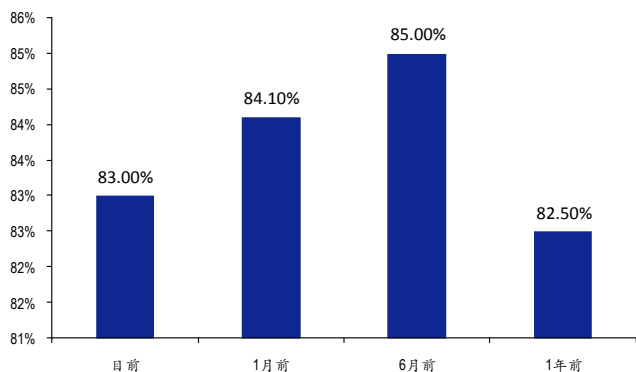
2013 年 11 月 15 日，全球海上钻井平台利用率为 83%，1 个月前为 84.1%，6 个月前为 85%、

1年前为82.5%，总体看一年来波动不大，利用率水平基本稳定。

全球主要海上钻井设备的利用率为：钻井驳船80%、钻井船86.7%、自升式81.1%、半潜式87.8%、钻井辅助船73.5%，和一年前相比，钻井驳船和钻井辅助船有所下降，自升式基本持平，钻井船和半潜式有所上升。

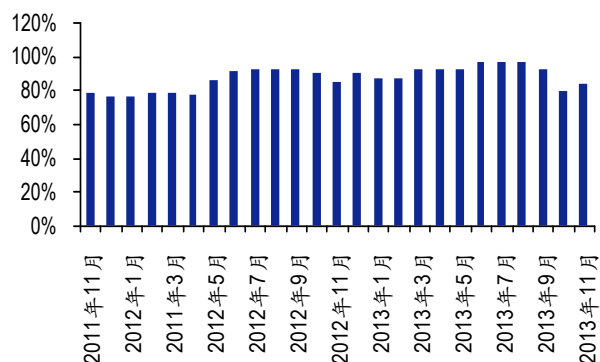
全球部分地区的平台利用率：西非87.80%、东南亚74.60%、欧洲北海90.2%、地中海88.2%、波斯湾77.7%、墨西哥84%、美国77.9%、巴西89.1%。比起1年前，西非升6.7个点，东南亚降3.4个点、欧洲北海降0.6个点，地中海升16.8个点，波斯湾降3.7个点，墨西哥升2.2个点，美国升1.7个点，巴西升2.6个点。总体5升2降1基本持平。

图 4：全球海上钻井平台最近 1 年至今的利用率



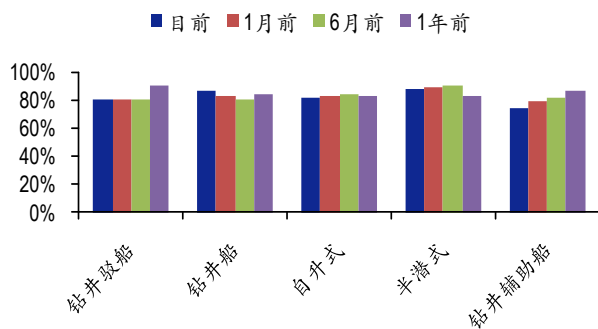
数据来源：RIG 安信证券研究中心

图 5：近年南亚大于 300ft 自升式独立桩腿平台利用率



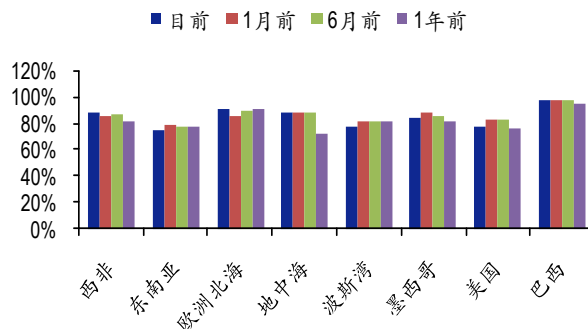
数据来源：RIG 安信证券研究中心

图 6：全球主要海工钻井平台及船舶利用率



数据来源：RIG 安信证券研究中心

图 7：全球各主要区域的钻井平台利用率



数据来源：RIG 安信证券研究中心

2.2. 全球海上钻井平台市场日租金和利用率升降互现

美国墨西哥湾 250 至 300 英尺自升式平台日费率指数 11 月下降到 518 点，低于上月 17 个点，但比去年同期仍高出 109 点。本月船队的利用率平均为 60%，比上月低 5 个百分点，这是 9 月份以来第二次出现 60% 这样的低水平。

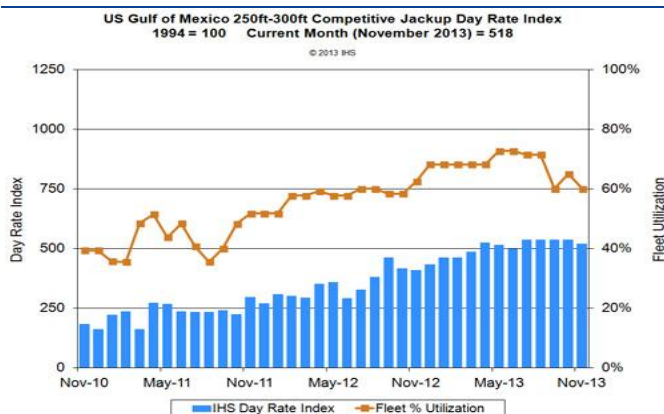
11 月西北欧标准自升式平台日费率指数维持在 637 点，和 11 月份一样。与去年同期相比，提高了 46 点。船队利用率仍然维持在 100% 不变，比去年同期高 5 个点。

中等水深半潜式平台日费率指数 11 月为 1066 点，下降 76 个点，但显著高于去年同期的 852 点。船队使用率平均值为 70%，提高了 2 个点，但比去年同期低 9 个点。

深水钻井平台日费率指数 11 月为 899 点，比上月降低 2 个点，但同比去年 11 月低了 46

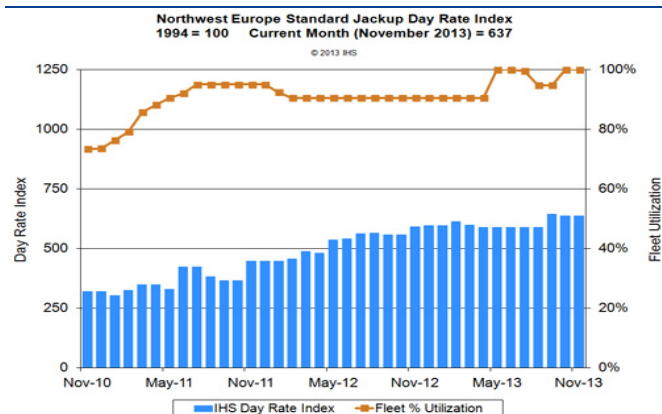
个点，下滑幅度较大。船队使用率 98%，微升一个点。

图 8：美国墨西哥湾 250-300 自升降式平台利用情况



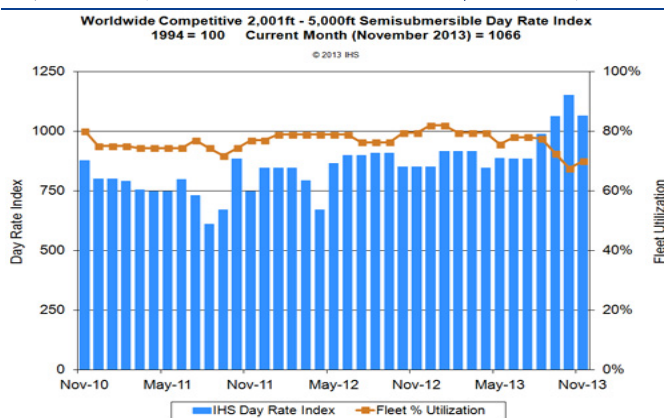
数据来源：ODS 安信证券研究中心

图 9：欧洲西北部标准自升式平台利用情况



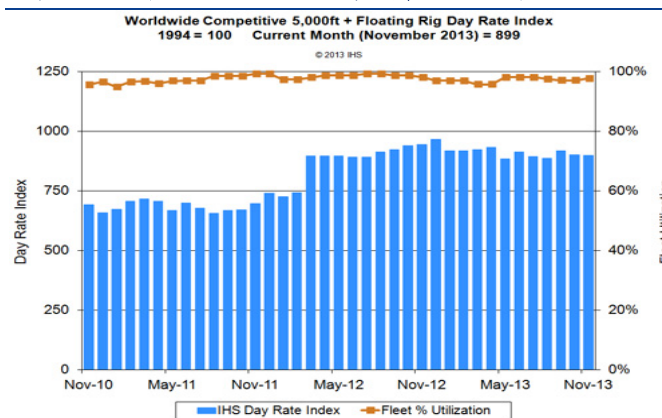
数据来源：ODS 安信证券研究中心

图 10：全球 2000—5000 英尺半潜式平台利用情况



数据来源：ODS 安信证券研究中心

图 11：全球 5000 英尺以上浮式平台利用情况



数据来源：ODS 安信证券研究中心

2.3. 海洋油气开采是全球能源增量的重要来源

海洋能源资源已成为全球可持续发展主流能源体系的重要组成部分。当下国际石油界的普遍共识是，陆上油田尚具潜力的地区仅有中东、中亚等地，在近 20 年中，海洋原油产量的比重在世界总产量中增加了一倍。根据各种权威机构的数据源显示，海洋石油资源将是未来原油产量增长的重要来源，全球 50% 以上的油气产量和储量将来自海洋。在中国，不少陆地大油田的开采年限已经超过 30 年，即将进入衰退期。而中国油气资源的需求持续增长。海洋油气资源进一步开发，事关中国能源的核心问题。

全球深水区最终潜在石油储量高达 1000 亿桶，深水是世界油气的重要接替区。近十年来，人们新发现的探明储量在一亿吨以上的油气田 70% 都在海上，其中一半以上又位于深海。在中国，海洋石油开发正在走向深水，南海石油储量非常丰富，75% 的面积处在深水。在南海勘探，必须要有 3000 米钻井能力，才能把主要的地方覆盖。

2.4. 国家政策大力支持海工装备的发展

早在 2006 年 2 月发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》和 2009 年 6 月发布的《船舶工业调整和振兴规划（2009-2011）》等文件中，就提到要发展海洋工程装备。

2010 年 10 月《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》出台，确定七大战略

性新兴产业。海洋工程属于高端装备制造产业，提出“面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备”

2011年9月，国家发改委等4部委下发《关于印发海洋工程装备产业创新发展战略的通知》，明确提出“海洋工程装备产业是开发利用海洋资源的物质和技术基础，是我国当前加快培育和发展的战略性新兴产业，是船舶工业调整和振兴的重要方向。”主要扶持政策包括：加大国家投入力度，结合海洋工程装备产业特点，进一步落实相关税收支持政策。鼓励研究开发和创新，实行企业开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用在计算应纳税所得额时加计扣除的优惠政策。改进和完善金融服务，鼓励和支持金融机构加快金融产品和服务方式创新，灵活运用多种方式，拓宽海洋工程装备制造企业融资渠道。

2012年2月工信部、发改委、科技部、国家海洋局等几部门联合发布了《海洋工程装备制造制造业中长期发展规划（2011-2020年）》，进一步细化了四个发展目标：1. 产业规模位居世界前列。2015年，年销售收入达到2000亿元以上，工业增加值率较“十一五”末提高3个百分点，其中，海洋油气开发装备国际市场份额达到20%；2020年，年销售收入达到4000亿元以上，工业增加值率再提高3个百分点，其中，海洋油气开发装备国际市场份额达到35%以上。2. 形成若干产业集聚区和大型骨干企业集团。3. 技术水平和创新能力显著提升。4. 关键系统和设备的制造能力明显增强。

2.5. 南海油气资源开发呈加速推进态势

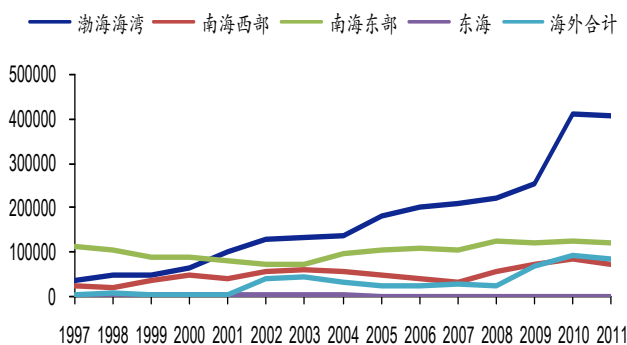
2.5.1. 中国南海天然气产量已经占比过半

中海油四大海域原油产量总体趋稳，有的略降，而天然气产量南海以及海外保持升势，渤海平稳。从结构占比上看，油以渤海为主，产量占比59%。气以南海为主，占比53%。

2.5.2. 中国近海大陆架和深海油气储量丰富

中国海域的石油和天然气主要分布在三个区域：海滩和浅海（水深5米至沿海滩涂区域），石油资源量约30-35亿吨；近海大陆架的含油气盆地，包括渤海盆地、南黄海盆地、东海盆地、珠江口盆地、莺歌海盆地、琼东南盆地、北部湾盆地和台湾浅滩盆地，面积共90万平方公里，石油资源量约250亿吨，天然气资源量约14万亿立方米；深海区的含油气沉积盆地，如曾母暗沙-沙巴盆地、巴拉旺西北盆地、礼乐太平盆地、中建岛西盆地、管事滩北盆地、万安西北盆地和冲绳盆地等，面积约40万平方公里，石油资源量约243亿吨，天然气资源量8.3亿立方米。已经勘探证实的油气田20多个，石油资源量150-200亿吨，天然气6.3亿立方米。

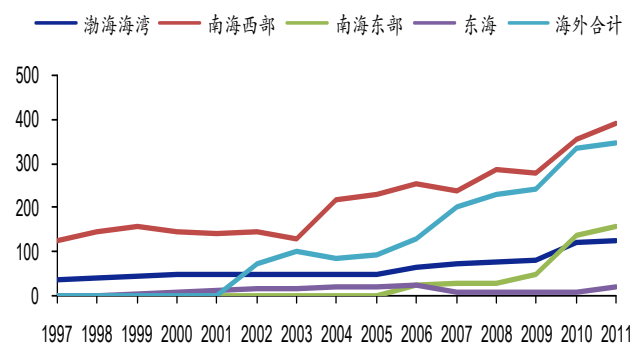
图 12：中国海上原油产量：整体上各个区域稳中略降



数据来源：中海油年报，单位：桶/天 安信证券研究中心

图 14：2011 年中海油原油产量的区域占比

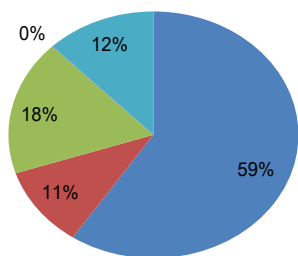
图 13：天然气产量：南海、海外保持升势，渤海平稳



数据来源：中海油年报，单位：百万立方英尺/天 安信证券研究中心

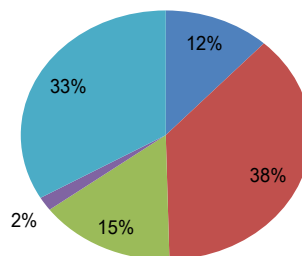
图 15：2011 年中海油天然气产量的区域占比

■ 渤海海湾 ■ 南海西部 ■ 南海东部 ■ 东海 ■ 海外合计



数据来源：中海油公司年报 安信证券研究中心

■ 渤海海湾 ■ 南海西部 ■ 南海东部 ■ 东海 ■ 海外合计



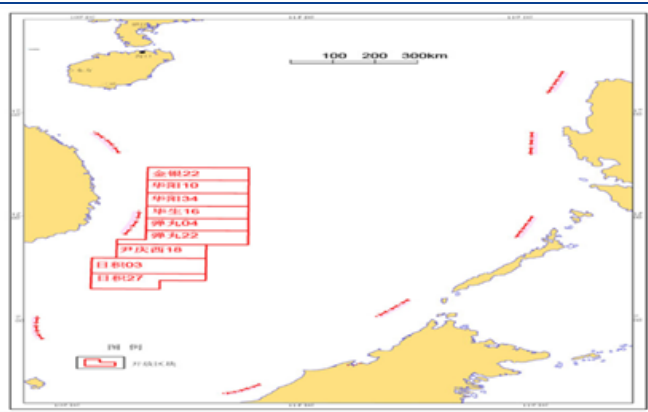
数据来源：中海油公司年报 安信证券研究中心

2.5.3. 中海油招标区块面积合计约相当于 3 个渤海

南海资源分布而言，并不是均匀的，中南部的资源相当于北部资源的 2.6 倍，但其中大部分分布在深水区域。目前中国的勘探开发都只局限在面积为 20 万平方公里的南海北部，由东部的深圳分公司和西部的湛江分公司分别执掌。

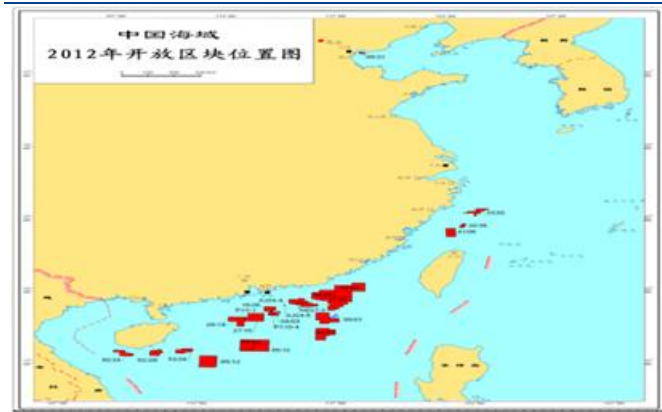
2012 年招标区块合计 22 万平方公里约相当于 3 个渤海的面积，其中三分之一用来对外招标，三分之二自己开发。中国南海海域达到 300 万平方公里，九段线内大约 200 万平方公里，传统疆界的油气储量在 350 亿吨左右，相当于中国陆地储量的约三分之一。

图 16：2012 年中国海域第一批对外开放区块



数据来源：中海油网站 安信证券研究中心

图 17：2012 年中国海域第二批对外开放区块



数据来源：中海油网站 安信证券研究中心

2.6. 全球海工装备逐步向中国转移，中国已经形成群雄竞争格局

全球海工装备制造主要集中在美国、欧洲、新加坡、韩国等国家，其中美国、欧洲等国以研发、建造深水、超深水高技术平台装备为核心，垄断着海洋工程装备开发、设计、工程总包及关键配套设备供货；新加坡和韩国则以建造技术较为成熟的中、浅水域平台为主，在总装建造领域占据领先地位。

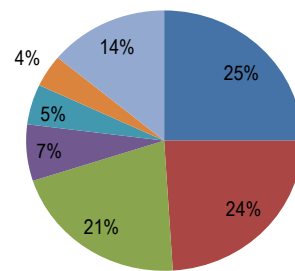
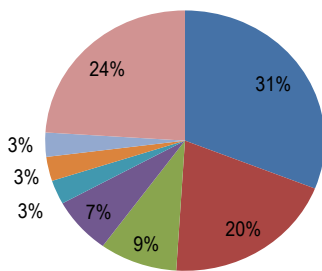
中国海工装备近年来发展迅速，海工装备建造能力大幅上升，目前在手订单占世界市场份额的 25%，已经位居前列。我们认为这种海工装备产业向中国转移的趋势仍将延续，其中中国重工、中国船舶、中集集团、中远船务具有较强的综合实力，振华重工等也具有的一的实力，整体上在国内已经形成了较为充沛的海工装备产能，在一般半潜式平台、自升式平台、海洋工程船领域竞争激烈，2013 年中期中国重工的海工业务毛利率只有 1.43%，中集集团海工业务的毛利率更是只有 1%。未来可能随着生产规模扩大和管理水平提升将逐步有所改善。

图 18：全球现有移动钻井平台建造国别构成

图 19：全球移动钻井平台在手订单建造国别构成

■美国 ■新加坡 ■日本 ■韩国 ■中国 ■法国 ■挪威 ■其他

■中国 ■韩国 ■新加坡 ■阿联酋 ■俄罗斯 ■美国 ■其他



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.7. 公司海工业务订单颇具规模，毛利率或有逐步改善空间

中国重工是我国海工装备行业先驱之一，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、总承包商，公司海洋工程业务始于1978年，创造了一系列中国海洋工程产品的研发、制造记录，拥有众多自主知识产权；具备钻井平台、钻井船、FPSO、海工特种船、各类海工模块、海工配套设备等各类海洋工程装备的研发、生产能力。

我国海工装备划分有三大主要装备，八大分类。公司已经有100多项交付记录，覆盖了几乎所有海洋工程装备相关产品，产品种类非常丰富。目前公司在手订单接近国内4成，仅次于新加坡，包括自升式和半潜式在手订单40座，其中半潜式3座。2012年底公司在手订单158亿元，同比增长38.6%，2013年10月公司下属大船重工等子公司连续接获海洋经济订单，单笔金额10亿元以上的大额订单金额总计达66.5亿元，其中深水半潜式钻井平台1座，自升式钻井平台3座。

2013年中期公司海工业务收入28亿元，我们估计2013年全年收入约为70-80亿元，截止到2013年6月底的海工新签订单大约210亿元，同比增长753%。手持合同金额334.2亿元，同比增长127.2%。公司海工新增订单与手持订单占比均已超过其他产业，成为公司的支柱产业。从公司海工在手订单推测，我们估计2014-2015年公司该项业务可望保持20-30%左右的增长。

目前公司海工业务的毛利率很低，2013年中期只有1.43%，我们估计将随着该项业务规模的扩大和管控水平的提升，盈利能力将逐步改善，在未来3年毛利率将逐步上升到10%左右的水平。

3. 能源交通装备业务颇具亮点，发展相对平稳

3.1. 公司能源交通装备业务涉足五大领域，高端技术不乏亮点

中国重工作为国内高端装备制造制造商，在环保节能装备、核电装备、轨道交通装备、水利水电装备、煤炭机械、石油天然气装备、风电装备等多个新兴能源交通装备及科技产业领域，都拥有深厚的研发和产品储备，特别是在重大非标成套装备、关键核心部件、安全装备、科技产业化方面技术水平领先于同行业企业。

表 5：中国重工能源交通装备业务布局及主要产家和产品

业务领域	主要布局	竞争优势及主要产品装备
节能环保装备	3家公司布局于两大技术路线的海水淡化装备, 10家公司布局于节能环保装备	青岛双瑞、山船重工、大船重工为代表的多家企业在大型海水淡化装备领域具有较强的竞争力, 已具备国内领先的海水淡化系统模块设备的供货能力, 并正在向设备总包、工程总包类业务发展。江增重工生产环保用曝气鼓风机。
核电设备	10家公司布局6大系列装备	中国重工的核电业务集中于核电安全领域, 与核电行业近年来的政策导向契合度极高, 市场潜力巨大。渤船重工 AP1000 核电主管道及弯管研发制造; 大船重工核电安全壳制造; 陕柴重工是核电应急发电机组领域唯一制造企业, 占国内市场 90% 以上的份额; 武汉重工核电管道及管件设备, 占市场份额在 70% 以上; 青岛双瑞核电用海水淡化和水处理。
煤炭机械	6家公司布局采煤、煤炭安全、选煤、煤层气等装备	平阳重工高端液压支架、煤炭筛选装备; 河柴重工多气源发电机组; 江峡机械矿用救生装备。
轨道交通装备	3家公司布局高铁、铁路车辆、轻轨、地铁等交通装备	长征重工铁路货车及其配件; 双瑞橡塑国内唯一生产高铁轨道减震基座和地铁逃生疏散平台的厂商。
风电装备	10家公司布局12大系列风电装备	大船重工海上风电安装系统及总包; 重齿公司是国内第2大风电齿轮箱制造商, 5兆瓦-7兆瓦陆用和海用风电齿轮箱国内领先。

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

2013 上半年, 公司齿轮箱、煤机装备、石油开采设备、精密金属材料、特种工业涂料等产品产量保持快速增长。其中, 国家“十二五”智能制造装备发展专项中的智能煤机成套装备试车成功; 全球首套 AP1000 核电站柴油发电机组成功下线, 标志着公司具备完成三代核电柴油发电机组自主化成套设计和制造的能力, 同时, 也实现了从“核电设备制造商”向“核电设备成套商”的成功转变; 地铁转向架、端底架获得重庆地铁批量订单; 盾构机中标武汉地铁工程; 中标当今世界技术最复杂、施工难度最大的港珠澳大桥调谐质量阻尼器制造项目, 标志着公司在拓展桥梁产品领域方面又取得了巨大突破; 出口印度的谢菲尔转向架实现首批交货; 成功研制出具有完全自主知识产权、符合 IMO 标准要求的新一代污水处理系统, 并获得 CCS 型式认可; 升船机等重大工程项目按期推进。

表 6: 公司能源交通装备业务 2013 与 2012 年上半年主要产品完工量

产品	单位	2013 年上半年	2012 年上半年	增速
港口机械	台	43	44	-2.27%
铁路车辆	辆	785	1627	-51.75%
煤机装备	台	2601	2045	27.19%
厚壁无缝钢管	吨	14841	11554	28.45%
核电锻件	吨	115	44	161.36%
石油钻测采设备	台	10959	5888	86.12%
精密金属材料	吨	22049	14750	49.48%
齿轮箱	套	5368	2933	83.02%
加固计算机	台	420	308	36.36%
螺杆压缩机组	台	28	25	12.00%
电源变换器	件	4401	3677	19.69%
工业涂料	吨	3012	1841	63.61%

数据来源: 公司中报 安信证券研究中心

3.2. 公司能源交通装备业务预期平稳发展

2011 年公司能源交通装备业务手持订单 107 亿元, 2012 年为 134 亿元, 同比增长 25.2%。2013 年上半年, 该业务实现营业收入 70.20 亿元, 同比下降 5.41%, 截至 2013 年底手持合同金额 121.92 亿元, 同比下降 8.9%。依据目前各个子行业运营趋势及公司主要产品

结构分布推测，我们估计 2013 年公司能源交通业务收入约为 120 亿元，2014-2015 年继续保持平稳态势。

该项业务 2009-2011 年的毛利率均值为 15.15%，2012 年毛利率为 13.59%，比 2011 年下滑 2.66 个百分点。2013 年中期为 11.84%，同比下滑 2.34 个百分点。近年来毛利率下滑与国内整个装备制造业市场过度竞争有关。我们估计 2013 年总体上可望维持在 11% 左右，公司在这些领域的主要产品有较高技术含量，伴随着行业逐步去产能化和产品升级换代，我们预计 2014-2015 年该业务毛利率可望基本稳定 11% 左右。

4. 新增订单增加，民船业务逐步回升

4.1. 克拉克松运价指数近来有所回升，散货船上升为主要驱动力

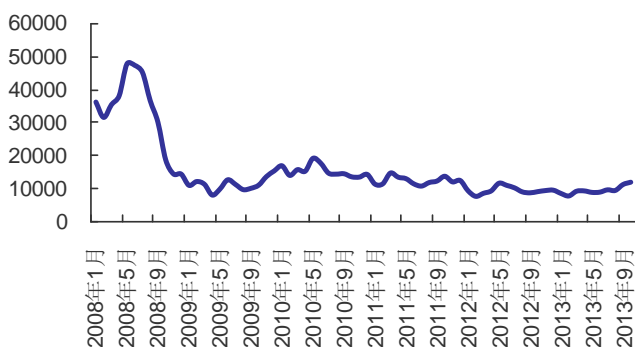
2013 年 2 月份克拉克松运价指数是一个相对低点，为 7909 美元/天，3-4 月份缓步上行到 9328、9428，5 美元/天-6 月份盘整为 8981、9051 美元/天，7 月份反弹至 9749 美元/天，8-10 月份又呈上行态势，分别为 9566、11339、12042 美元/天。9-10 月份同比升幅分别为 28.1%、30.7%。年底月度指数能够出现回升是近 2 年少有的情况。

散货船即期收益从 2013 年 1 月的 4761 美元/天到 10 月的 12085 美元/天总体呈升势，8-10 月份同比增幅分别为 31.6%、106.2%、93% ，成为这 3 个月运价指数上升的主要动力。

油轮即期收益从 2013 年 1 月的 15594 美元/天到 10 月份的 9721 美元/天总体呈跌势，10 月份同比下滑 15.4%，表现疲弱。

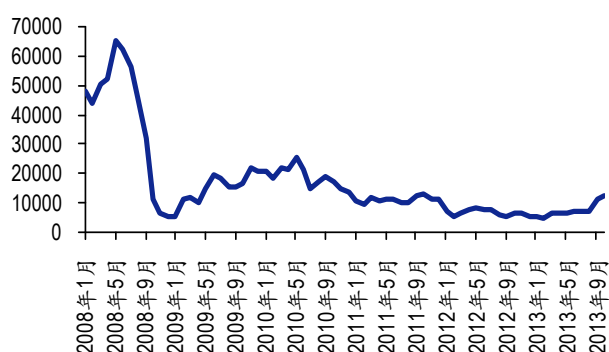
集装箱从 2013 年 1 月的 5826 美元/天到 10 月份的 6685 美元/天，总体微弱回升，8-10 月份同比增幅分别为 5.5%、7.7%、11.1%，也呈微弱升势。

图 20: 克拉克松运价指数同比有所回升 (美元/天)



数据来源: clarkson 安信证券研究中心

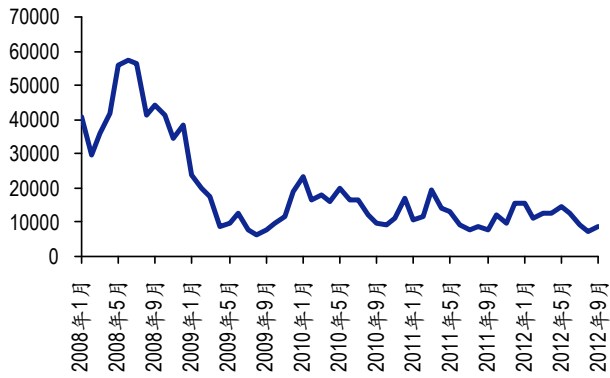
图 21: 散货船即期收益最近呈升势 (美元/天)



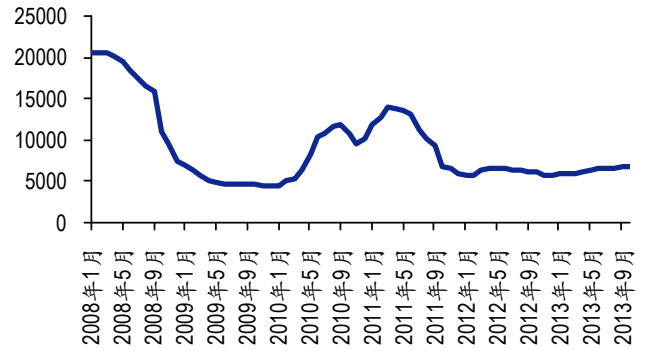
数据来源: clarkson 安信证券研究中心

图 22: 油轮即期收益底部盘整 (美元/天)

图 23: 集装箱船即期收益相对平稳 (美元/天)



数据来源: clarkson 安信证券研究中心



数据来源: clarkson 安信证券研究中心

4.2. 新船价格仍然处于较低水平, 新增订单回升幅度较大

克拉克松新船价格指数 2013 年 1-6 月一直为 126 点, 7-11 月份分别为 127、128、129、130、131 点, 呈逐步上升之势, 恢复到 2012 年中的价格水平。

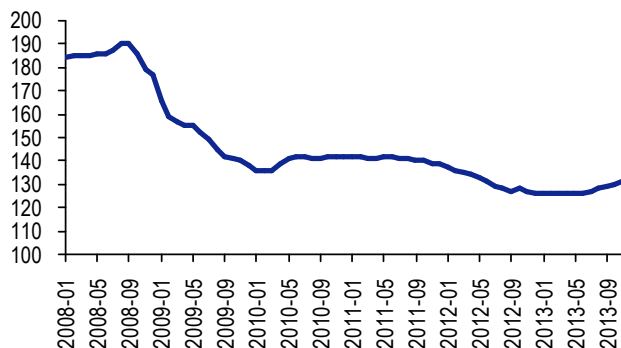
新船订单在年初的 1-2 月份同比仍然处于下滑, 但 3-7 月份则明显回升, 增幅分别为 14.9%、38.5%、52.2%、81.1%、18.4%, 为全年的增长奠定基础, 不过 8-9 月份又分别下滑 7.7%、38.0%, 10 月份以 17.9% 再拾升势。

以最近 3 年数据来看可能更加清楚, 2011-2013 年 1-10 月份的累积新船订单分别为 7323、4487、10094 万载重吨, 实际上是 2012 年 1-10 月份累计订单量下滑了 38.7%, 2013 年上涨了 125%, 显然基数的原因占到八成。

2011-2013 年 1-10 月份全球新船订单金额分别为 92198、74721、81166 百万美元, 2012-2013 年增幅分别为 -19%、8.6%, 就金额来看增幅远远低于数量, 这与新船价格整体处于较低水平有关。

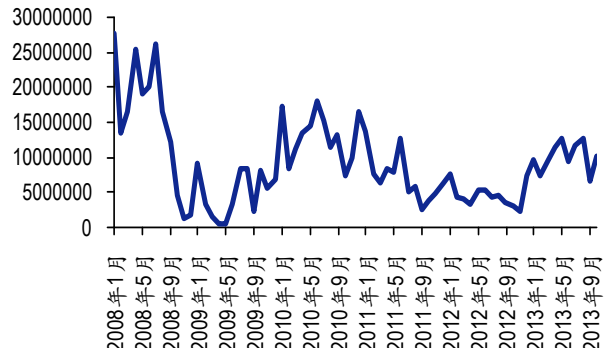
全球新船在手订单量 1 月份 2.67 亿载重吨, 11 月份为 2.59 亿载重吨, 基本上处于窄幅波动的情况, 而同比数据降幅大幅收窄, 1 月份为 -32.3%, 11 月份为 -6.4%。

图 24: 新船价格指数继续缓慢回升



数据来源: clarkson 安信证券研究中心

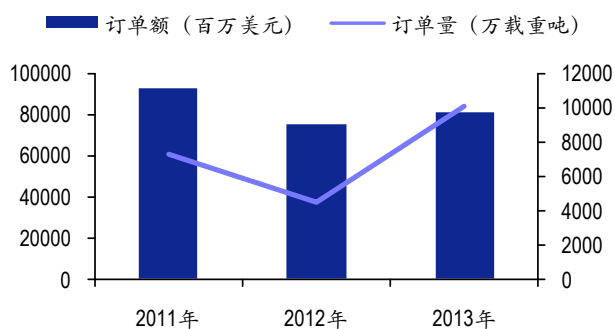
图 25: 全球新船订单量有所回升 (载重吨)



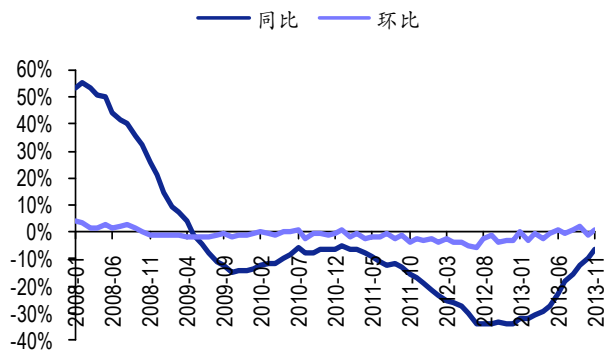
数据来源: clarkson 安信证券研究中心

图 26: 全球新船订单金额及数量 (百万美元, 万载重吨)

图 27: 全球船舶在手订单量同比回升明显



数据来源: clarkson 安信证券研究中心



数据来源: clarkson 安信证券研究中心

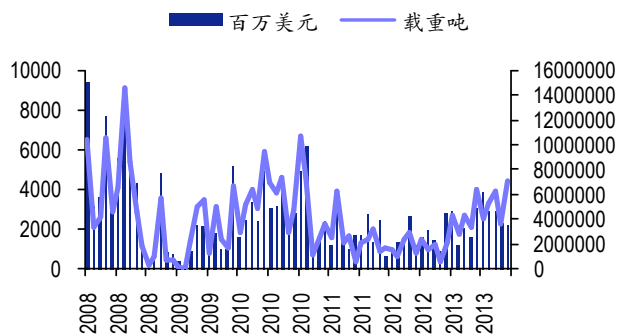
4.3. 中国造船业在手订单同比增幅由负转正

2011-2013 年 1-10 月份全球新船订单金额分别为 92198、74721、81166 百万美元, 2012-2013 年增幅分别为-19%、8.6%, 就金额来看增幅远远低于数量, 这与新船价格整体处于较低水平有关。

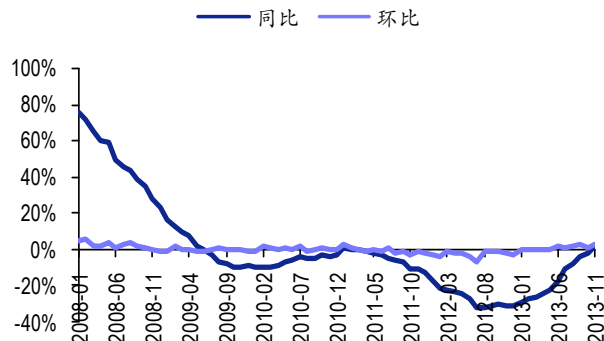
中国造船行业新船在手订单量 1 月份为 1.13 亿载重吨, 从 8 月份开始呈缓步增加之势, 到 11 月份为 1.17 亿载重吨, 这基本相当于 07 年底 08 年初的水平。从同比数据看, 1 月份为-29.9%, 7 月份为-10.7%, 可见同比降幅持续收窄, 8 月份为-10.5%, 10 月份为 -2.7%, 11 月份由负转正为 1.4%, 这一点倒是领先于全球平均水平。

图 28: 中国新增船舶订单金额及吨位数量

图 29: 中国在手船舶订单量同比回升明显



数据来源: clarksons, 安信证券研究中心



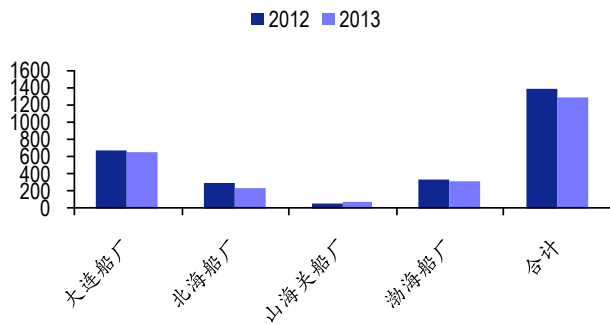
数据来源: clarksons, 安信证券研究中心

4.4. 公司四大船厂年底在手订单总体增长可观

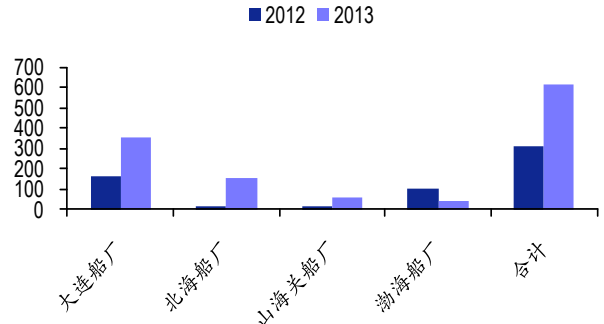
截至 2013 年 11 月底, 中国重工下属的四大主要船厂, 大连船舶、山海关船舶、北海船舶、渤海船舶, 新增订单分别为 4215.2、154、58.8、354.8 万载重吨, 合计 610 万载重吨, 同比增长 97%。四家在手订单分别为 653.3、242.4、82.9、314.5 百万载重吨, 合计 1293 万载重吨, 而去年为 1385 万载重吨, 估计年底在手订单总体增长可观。

图 30: 公司四大船厂在手订单情况 (万载重吨)

图 31: 公司四大船厂新增订单情况 (万载重吨)



数据来源: clarksons, 安信证券研究中心



数据来源: clarksons, 安信证券研究中心

4.5. 公司民船业务 2014-2015 年可望逐步回升

2012 年公司舰船制造及修理改装业务 281.73 亿元, 2013 年底在手合同额大约为 393 亿元, 同比增长 39.6%。其中新签订单 263.6 亿元, 同比增长 86%, 2013 年的新船订单回暖, 为 2014-2015 年的业绩回升奠定了基础

2011 年中国重工制造船舶 1043 万载重吨, 相比 2010 年的 900 万载重吨增长 16%。2012 年完工船舶 78 艘, 合计 955.7 万吨, 同比有所下降。2013 年上半年完工船舶 365.2 万吨, 同比下降 45.39%, 交船 27 艘, 我们估计 2013 全年完工量大致为 750-800 万吨, 同比仍然有所下降, 不过 2014-2015 年将逐步改善。

2011 年公司船舶建造业务营业收入达 580 亿元, 同比增长 7.27%。2012 年营业收入 276 亿元, 同比下降 32.76%, 2013 年上半年舰船制造 (含修理改装业务) 实现营业收入 123.84 亿元, 同比下降 5.88%, 我们估计 2013 全年该业务收入同比仍有下降, 2014 年有一定恢复性增长, 2015 年趋势上行。

2011 年公司民船造修改装和配套业务在整个订单结构占比为 65%, 2012 年为 49%, 2013 年 1-6 月新接订单占比只有 20%, 截至 6 月的手持订单占比只有 30%。从订单看民船业务未来在公司的收入占比大约只有 30%左右, 毛利占比可能只有 20%左右。

5. 此次资产注入完成, 海军舰船毛利将占半壁江山

5.1. 定增价格 4.2 元/股, 股本扩张约 13%

中国重工定增预案: 非公开发行股票数量不超过 22.08 亿股, 发行价格不低于 3.84 元/股, 计划募集资金不超过 84.8 亿元, 以 32.7 亿元收购大船集团、武船集团军工重大装备总装业务及资产, 26.6 亿元用于军工军贸装备和军民融合产业技术改造项目, 补充流动资金 25.4 亿元。最终实际发行为 20.19 亿股, 相对于 2013 年底总股本 154.64 亿股, 股本扩张 13%。定增价格为 4.2 元, 符合预期。

5.2. 大船和武船军品资产注入后业绩有所增厚

本次拟收购的大船集团和武船集团的军品资产, 2012 年收入规模为 77 亿元, 净利润 3.5 亿元。本次资产注入完成后, 公司军船业务占比明显提升, 收入占比将从 8% 提升至 20% 以上, 毛利占比将从 24% 提升至 50% 以上。由于军品毛利率较高, 平均超过 30%, 因此本次资产注入将有助于公司提升盈利能力。

6. 后续科研院所资产盈利可观, 注入进程值得期待

中船重工集团目前拥有 46 个工业企业、28 个科研院所、员工 16 万人，近 4 万名科技人员，承担了我国海军主战装备 80% 以上任务，2012 年集团实现营业收入达到 1751 亿元，在 2013 年 100 亿元利润总额中，有约一半来自上市公司以外资产，其中科研院所可能占到 30-40 亿元。

经过这些年的不断发展，集团下属多数科研院所产研一体取得不俗成绩，因此研究所资产整体收入已经具有相当规模，业务技术含量高，盈利能力强，堪称优质资产。随着事业单位改制进程的稳步推进，集团下属科研院所有望于 2014-2015 年逐步完成改制，并依据具体进程随后可能分批注入上市公司。

我们估计集团下属优质的科研院所单个利润规模可能在 1-5 亿元甚至更高不等，如果第一批条件成熟的院所能够注入，则这批院所的利润合计可能达到 10-20 亿元，相对于 2013 年上市公司 30 多亿元的利润水平，即使考虑 10-20% 左右的股本摊薄效应，对每股收益的增厚效应也较为明显，因此后续资产注入进程值得期待。

表 7：中船重工集团下属全部 28 家科研院所基本情况一览表

序号	名称	主要研究与开发方向
1	中国舰船研究院	专门从事舰船研究、设计、开发的科学技术研究机构
2	第 701 研究所	我国一流的舰船总体研究设计单位，潜艇、大中型水面舰船总体设计
3	第 702 研究所	船舶及海洋工程领域的水动力学、结构力学及振动、噪声、抗冲击等相关技术的基础研究与应用基础研究，以及高性能船舶与水下工程的研究设计与开发
4	第 703 研究所	船舶蒸汽，燃气动力装置和工业用锅炉、汽轮机、燃气轮机、机械传动、自动控制以及电站、热能工程等应用研究、设计、生产和成套供货
5	第 704 研究所	现已形成大型水面舰船特种设备、船舶综合电力系统、船舶特辅机电设备、舰船隐身技术应用、特种测试及环境条件试验研究五大船舶专业板块，包括甲板机械、舱室辅机、电站电机、热工设备等 20 多个专业门类。
6	第 705 研究所	系统工程、信息工程、机械工程、电子工程、自动控制、计算机技术、精密仪器等领域，鱼水雷总体设计
7	第 707 研究所	机电一体化的高新技术研究，北斗、神舟飞船及太空站核心导航定位装备
8	第 709 研究所	信息指挥系统、计算机加固技术、容错技术、并行处理技术以及网络技术与软件工程、图形图像处理、机电一体化、印制电路等专业的研究与开发工作，指纹处理装备、工业控制系统等产品
9	第 710 研究所	我国舰船科技、海洋工程重点骨干研究所，深海磁装备、水下安防及机器人等
10	第 711 研究所	具有柴油机研发、制造及动力系统集成能力的综合性实体，柴油机和气体发动机、热气机、动力系统解决方案及相关产品、中小功率分布式能源装备、节能环保设备和系统
11	第 712 研究所	是中国唯一的舰船电力推进装置专业军工研究所，主要从事船舶电力推进系统及设备的研究、开发、设计、试验和制造。舰船电力推进系统和装置、MW 级超导电机等产品
12	第 713 研究所	主要从事机械、液压、电子、自动控制、热能动力、压力容器、化工、计算机软硬件、系统集成、计量检验测试等领域的研究、开发、生产和经营，包括兵器发射、舰炮、机械工程、自动控制、液压、电子设备、随动系统及微机应用
14	第 715 研究所	主要从事水声电子装备的研究、开发及生产，为海军主战水面舰艇、潜艇和反潜飞机提供各类先进的声纳装备
15	第 716 研究所	电子信息系统、指挥与控制系统、系统数学模型与控制算法、控制系统工程、仿真测试、电子工程等方面的研制与开发
16	第 717 研究所	光电技术与装备研究，激光通讯、红外夜视设备
17	第 718 研究所	主要从事高能化学、制氢及氢能源的开发、特种气体、精细化工、石油核探测、环境工程、气体分析、自动控制、核电消氢、变频节能、空气净化、医用制氧等方面的专业研究设计
18	第 719 研究所	以舰船总体研究、设计为主，兼顾民用开发的多学科、多专业的大型总体研究所，民用核电相关研发、特种装备
19	第 722 研究所	主要从事综合通信系统和设备的研制
20	第 723 研究所	主要从事电子工程系统与设备的研制，无人直升机
21	第 724 研究所	从事电子信息系统等大型装备研制和生产的国防重点研究所，海用探测技术研究和系统装备研发、气象雷达、热塑工程
22	第 725 研究所	船体结构材料研究、有色金属研究、非金属材料研究、腐蚀与防护研究、特种材料研究、焊接工艺研究、自然环境试验研究
23	第 726 研究所	水声对抗系统及其设备的研制。是一所以水声对抗，舰船综合消防，水下目标探测与水声导航
24	第 750 研究所	我国内陆唯一的水中装备试验靶场，也是我国水中装备试验技术与试验设施的主要研究事业单位
25	第 760 研究所	船舶噪声振动检验测试、海洋工程测试研究、海洋应用物理研究、海洋环境研究及海上试验技术服务
26	第 12 研究所	复合材料及成型技术、表面强化技术、特种成型及工艺优化技术、失效分析及变形控制技术、理化检测及计量技术等专业领域的应用技术研究和产品开发。

27	第 6313 研究所	激光新材料及激光加工与制造技术研究, 船舶与海洋工程设计, 船舶高新产品研制, 军民船舶修造新技术研究与推广
28	第 708 研究所	中国船舶及海洋工程设计研究院, 是中国船舶行业成立早、规模大、成果多的研究开发机构, 是船舶设计技术国家工程研究中心的依托单位, 自主开发出多型具有世界先进水平的各类船舶、海洋工程装备和船用装备

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测: 2013-2014 年每股收益 0.15、0.18 元

我们预计 2013 年公司民船建造业务仍然有一定的下滑, 2014 年因新增订单大幅增加收入也会相应增长, 从订单交付周期推测 2015 年增速可望进一步加大; 舰船装备情况基本类似; 军工军贸与海工业务依据目前在手订单推测, 2014-2015 年增速估计在 50% 以上, 长期趋势向好。能源交通装备业务总体趋势表现相对平稳。

我们估计民船业务毛利率 2013-2014 年仍然处于 10% 这样的较低水平, 2015 年有所改善。舰船装备的情况相对较好, 可望维持在 18% 左右; 海工业务随着规模增大, 毛利率应有一定改善, 军工军贸的毛利率估计可以稳定在 30%, 这块业务 2014 年预计毛利率达到 12% 左右。总体上公司在完成资产注入后综合毛利率水平呈提升之势, 预计 2013-2015 年分别为 11.1%、11.3%、12.2%。

在上述假定条件下, 我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 534、638、814 亿元, 净利润分别为 25.8、32.2、45.4 亿元, 每股收益分别为 0.15、0.18、0.26 元。

表 8: 中国重工分项业务预测 (单位: 百万元)

	历史年份				预测年份			
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
产品总收入	46,254.5	53,672.5	58,928.8	58,035.0	53,363.0	63,829.0	81,371.8	100,921.2
产品总成本	39,937.3	46,091.3	51,033.1	50,716.5	47,430.8	56,613.2	71,371.4	87,303.3
综合毛利率	13.7%	14.1%	13.4%	12.6%	11.1%	11.3%	12.3%	13.5%
船舶制造与修理改装								
收入	25,208.0	31,447.0	35,198.8	27,599.0	22,079.2	25,391.1	30,469.3	36,563.2
收入增速		24.8%	11.9%	-21.6%	-20.0%	15.0%	20.0%	20.0%
收入占比	54.5%	58.6%	59.7%	47.6%	41.4%	39.8%	37.4%	36.2%
成本								
成本	22,783.0	27,962.7	31,379.8	24,162.9	19,760.9	22,725.0	27,117.7	32,175.6
成本增速		22.7%	12.2%	-23.0%	-18.2%	15.0%	19.3%	18.7%
成本占比	57.0%	60.7%	61.5%	47.6%	41.7%	40.1%	38.0%	36.9%
产品毛利率	9.6%	11.1%	10.9%	12.5%	10.5%	10.5%	11.0%	12.0%
舰船装备								
收入	14,853.0	15,614.0	14,868.5	10,406.0	8,324.8	9,573.5	11,009.5	12,110.5
收入增速		5.1%	-4.8%	-30.0%	-20.0%	15.0%	15.0%	10.0%
收入占比	32.1%	29.1%	25.2%	17.9%	15.6%	15.0%	13.5%	12.0%
成本								
成本	12,036.9	12,353.8	12,279.9	8,528.8	6,826.3	7,850.3	9,027.8	9,930.6
成本增速		2.6%	-0.6%	-30.5%	-20.0%	15.0%	15.0%	10.0%
成本占比	30.1%	26.8%	24.1%	16.8%	14.4%	13.9%	12.6%	11.4%
产品毛利率	19.0%	20.9%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
军工军贸与海工								
收入	2,945.8	1,803.0	1,037.0	7,322.6	10,251.6	17,427.8	27,884.5	39,038.2
收入增速		-38.8%	-42.5%	606.1%	40.0%	70.0%	60.0%	40.0%
收入占比	6.4%	3.4%	1.8%	12.6%	19.2%	27.3%	34.3%	38.7%
成本								
成本	2,316.0	1,697.7	820.5	7,044.3	9,534.0	15,859.3	24,538.3	33,572.9
成本增速		-26.7%	-51.7%	758.6%	35.3%	66.3%	54.7%	36.8%
成本占比	5.8%	3.7%	1.6%	13.9%	20.1%	28.0%	34.4%	38.5%
产品毛利率	21.4%	5.8%	20.9%	3.8%	7.0%	9.0%	12.0%	14.0%

能源交通装备及科技产业									
收入增速	3,247.7	4,808.5	7,824.5	12,707.4	12,707.4	11,436.7	12,008.5	13,209.3	
收入占比		48.1%	62.7%	62.4%	0.0%	-10.0%	5.0%	10.0%	
成本	7.0%	9.0%	13.3%	21.9%	23.8%	17.9%	14.8%	13.1%	
成本增速	2,801.5	4,077.1	6,553.0	10,980.5	11,309.6	10,178.6	10,687.6	11,624.2	
成本占比		45.5%	60.7%	67.6%	3.0%	-10.0%	5.0%	8.8%	
产品毛利率	7.0%	8.8%	12.8%	21.7%	23.8%	18.0%	15.0%	13.3%	
	13.7%	15.2%	16.3%	13.6%	11.0%	11.0%	11.0%	12.0%	

数据来源: WIND 安信证券研究中心

7.2. 维持“买入-A”投资评级，目标价为 5.90 元

根据中国重工的业务规模、性质和市场地位，我们首先选择了中航飞机等 5 家军工类公司，其次是民船和海工业务的龙头中国船舶、中集集团、中海油服、海油工程 4 家公司，再者就是行业地位和公司规模有类比意义的中国南车和中国北车，一共 11 家公司作为参考样本，剔除异常数据，2014 年样本公司市盈率的均值为 32.8 倍，按照这个估值，6 个月目标价为 5.90 元，维持“买入-A”投资评级。

表 9: 相对估值表

公司简称	每股收益 (元)			市盈率			市净率		收盘价 元	市值 亿元
	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2013BPS	2013PB		
中航飞机	0.09	0.13	0.19	92.31	68.01	46.90	4.34	2.02	8.76	232
哈飞股份	0.34	0.24	0.42	74.16	105.75	60.78	10.41	2.44	25.4	150
中国卫星	0.30	0.28	0.36	57.73	60.86	48.79	3.04	5.70	17.32	205
中航电子	0.36	0.38	0.48	57.71	53.56	42.32	3.84	5.35	20.52	361
航空动力	0.27	0.30	0.35	81.81	74.55	63.64	3.14	7.02	22.09	241
中国船舶	0.02	0.06	0.49	914.50	287.58	37.31	12.73	1.44	18.29	252
中国南车	0.30	0.30	0.36	15.33	15.36	12.65	2.61	1.76	4.6	635
中国北车	0.34	0.38	0.45	13.79	12.42	10.38	3.66	1.28	4.69	484
中集集团	0.73	0.65	0.88	19.75	22.18	16.39	7.99	1.80	14.42	379
中海油服	1.01	1.38	1.68	17.51	12.82	10.53	8.27	2.14	17.69	845
海油工程	0.22	0.62	0.72	35.27	12.52	10.78	2.70	2.87	7.76	344
均值	0.36	0.43	0.58	125.44	65.96	32.77	5.70	3.07	14.69	375.3
中国重工	0.24	0.15	0.18	19.79	31.67	26.39	2.85	1.67	4.75	831

数据来源: wind 安信证券研究中心 收盘价 3 月 24 日

8. 风险提示

海军装备订单增速低于预期、民船订单回升出现反复、海工市场阶段性调整、能源交通装备业务进一步下降等因素变化导致公司业绩低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年03月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	58,045.3	58,501.4	53,363.0	63,829.0	81,371.8	成长性					
减:营业成本	49,576.9	50,704.5	47,430.8	56,613.2	71,371.4	营业收入增长率	183.5%	0.8%	-8.8%	19.6%	27.5%
营业税费	145.4	158.1	133.4	159.6	203.4	营业利润增长率	157.5%	-34.8%	-19.9%	32.0%	49.4%
销售费用	722.6	756.5	640.4	734.0	935.8	净利润增长率	194.3%	-24.0%	-28.0%	25.1%	40.9%
管理费用	3,450.3	4,088.2	3,201.8	3,510.6	4,475.4	EBITDA 增长率	136.3%	-20.3%	-14.4%	24.1%	35.0%
财务费用	-850.3	-556.7	-569.6	-526.4	-634.1	EBIT 增长率	125.2%	-34.9%	-24.6%	43.4%	54.7%
资产减值损失	191.4	220.5	32.7	27.4	44.9	NOPLAT 增长率	157.8%	-22.9%	-28.6%	32.1%	43.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	120.7%	93.6%	-8.0%	-8.0%	10.7%
投资和汇兑收益	80.1	56.4	60.0	60.0	60.0	净资产增长率	77.4%	8.5%	11.8%	19.5%	7.3%
营业利润	4,889.2	3,186.6	2,553.5	3,370.7	5,035.0	利润率					
加:营业外净收支	755.5	1,218.5	700.0	700.0	700.0	毛利率	14.6%	13.3%	11.1%	11.3%	12.3%
利润总额	5,644.7	4,405.1	3,253.5	4,070.7	5,735.0	营业利润率	8.4%	5.4%	4.8%	5.3%	6.2%
减:所得税	894.2	840.5	650.7	814.1	1,147.0	净利润率	8.1%	6.1%	4.8%	5.1%	5.6%
净利润	4,705.6	3,577.1	2,576.8	3,224.0	4,542.1	EBITDA/营业收入	9.1%	7.2%	6.7%	7.0%	7.4%
						EBIT/营业收入	7.0%	4.5%	3.7%	4.5%	5.4%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	81	145	171	138	105
货币资金	66,471.8	67,268.1	74,263.3	86,325.1	86,625.2	流动营业资本周转天数	-22	-17	13	0	11
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	492	794	868	729	643
应收账款	23,023.4	23,353.2	20,906.6	25,007.0	31,879.9	应收账款周转天数	88	139	146	127	123
应收票据	2,034.0	1,630.1	1,462.0	1,748.7	2,229.4	存货周转天数	92	173	209	185	178
预付帐款	8,590.9	5,350.4	-6,507.3	-17,829.9	-14,261.4	总资产周转天数	633	1,044	1,173	979	835
存货	23,815.5	31,934.2	29,738.5	35,495.7	44,748.9	投资资本周转天数	91	183	254	195	155
其他流动资产	694.5	4,008.3	3,905.5	4,114.8	4,465.7	投资回报率					
可供出售金融资产	1.0	1.7	1.7	1.7	1.7	ROE	11.6%	8.0%	5.2%	5.5%	7.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.0%	1.5%	1.8%	2.3%
长期股权投资	924.9	1,077.4	1,078.0	1,078.0	1,078.0	ROIC	42.6%	14.9%	5.5%	7.9%	12.3%
投资性房地产	28.3	28.9	29.0	29.0	29.0	费用率					
固定资产	21,355.9	25,746.3	24,942.5	24,157.3	23,340.4	销售费用率	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
在建工程	8,139.2	10,633.6	10,933.6	11,233.6	11,533.6	管理费用率	5.9%	7.0%	6.0%	5.5%	5.5%
无形资产	4,218.8	5,422.6	5,061.1	4,723.7	4,408.8	财务费用率	-1.5%	-1.0%	-1.1%	-0.8%	-0.8%
其他非流动资产	873.8	2,692.7	2,704.6	2,704.6	2,704.6	三费/营业收入	5.7%	7.3%	6.1%	5.8%	5.9%
资产总额	160,185.7	179,164.0	168,519.1	178,789.3	198,783.8	偿债能力					
短期债务	10,273.0	14,564.7	14,136.3	13,638.3	13,138.6	资产负债率	74.4%	75.2%	70.5%	66.8%	67.9%
应付帐款	26,209.2	32,075.4	29,887.9	35,674.1	44,973.8	负债权益比	291.1%	303.1%	239.0%	201.0%	211.8%
应付票据	2,157.0	3,697.9	3,248.7	3,877.6	4,888.5	流动比率	1.51	1.36	1.49	1.63	1.61
其他流动负债	38,275.9	26,882.0	16,126.9	9,744.0	13,812.6	速动比率	1.22	1.03	1.13	1.20	1.14
长期借款	30,460.1	21,227.6	21,227.6	21,227.6	21,227.6	利息保障倍数	-4.75	-4.72	-3.48	-5.40	-6.94
其他非流动负债	6,292.1	15,120.4	14,513.6	15,455.5	17,034.4	分红指标					
负债总额	119,231.7	134,718.0	118,806.4	119,387.2	135,020.9	DPS(元)	0.07	0.06	0.01	0.01	0.01
少数股东权益	1,636.6	2,636.1	2,662.1	2,694.7	2,740.5	分红比率	27.7%	28.1%	5.0%	5.0%	5.0%
股本	14,667.7	14,667.7	17,488.7	17,488.7	17,488.7	股息收益率	1.6%	1.2%	0.2%	0.2%	0.3%
留存收益	24,649.6	27,113.9	29,561.9	39,218.6	43,533.6						
股东权益	40,953.9	44,446.0	49,712.7	59,402.0	63,762.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.27	0.20	0.15	0.18	0.26
净利润	4,750.4	3,564.6	2,576.8	3,224.0	4,542.1	BVPS(元)	2.34	2.54	2.84	3.40	3.65
加:折旧和摊销	1,444.7	1,811.9	1,616.7	1,624.2	1,633.4	PE(X)	17.5	23.0	32.0	25.5	18.1
资产减值准备	191.4	220.5	32.7	27.4	44.9	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.4	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	2.4	32.9	19.1	14.7	171.1
财务费用	260.6	1,151.3	1,743.2	-569.6	-526.4	P/S	1.4	1.4	1.5	1.3	1.0
投资损失	-80.1	-56.4	-60.0	-60.0	-60.0	EV/EBITDA	9.5	15.8	19.8	13.2	9.6
少数股东损益	44.8	-12.4	26.0	32.6	45.9	CAGR(%)	-11.8%	8.8%	35.0%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	-14,125.4	-18,155.8	2,830.4	2,018.8	-4,439.3	PEG	-1.5	2.6	0.9	-0.3	-0.2
经营活动产生现金流量	-9,875.2	-7,166.3	6,453.0	6,340.5	1,132.9	ROIC/WACC	6.0	2.1	0.8	1.1	1.7
投资活动产生现金流量	-3,810.7	-2,849.1	-742.6	-740.0	-740.0	REP	0.4	0.8	2.5	1.6	0.9
融资活动产生现金流量	4,178.7	10,541.0	1,856.6	6,461.2	-92.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张仲杰、王书伟分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

