

中国海军第一股

事件:

- 昨日我们发表深度报告推荐中国重工后，股价上涨 4.17%符合我们的判断。下午公司召开了电话会议，就增发方案和公司业务近况进行了介绍。

我们的观点:

- 此次注入囊括了我国核心军用舰艇制造资产的半壁江山。本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经进入上市公司。近年来，伴随我国海军建设从近岸防御到近海防御，再到不断提高防御纵深走向蓝海，海军装备建设逐步加快，特别是在大型水面舰艇建设的质量和速度上更是突飞猛进。09、10 年，我国下水了多艘新型舰艇，而未来航母战斗群的建设投入有望超过 1000 亿元。这为相关企业，特别是完成军船资产注入后的中国重工带来了巨大发展机遇。
- 此次注入的新能源资产在国内细分市场占据龙头地位。其次资产注入将大大丰富上市公司的新能源产业布局，使其成为横跨陆上风电、海上风电和核电的新能源全产业链公司。今年 2 月，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认可。AP1000 第三代百万千瓦级核电反应堆主管道制造技术号称世界核电主管道制造难度之最，渤海重工在该领域的突破将为我国三代核电站的自主化、批量化建设奠定坚实基础。而此次拟注入的另一家公司山船重工则制造出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。
- 公司在手订单饱满，逐渐进入高价船交付期。2010 年春节前后，国内造船行业的订单情况恢复良好，尤其是散货和油轮方面。截至目前，公司在手订单已大幅高于去年同期水平。公司目前在手订单 2689.17 万载重吨，产能已经达到 1060 万载重吨每年，基本锁定了未来三年 20%以上的高增长。此次注入的四家船厂在手订单业务量也已经排到 2012 年，目前营销开拓重点已转向 2013 年。而在价格方面，从 2009 年三季度开始，国内船价便开始反弹，近期趋势还在持续。再加上今年造船板等原材料价格稳中走低，公司造船业务盈利能力稳步提升已成定局。
- 方案完成后中国重工收入结构约为造船 58%，修船 3.3%，海洋工程 3%，船舶配套 13.6%，军工和能源装备 22.4%，结构更趋合理。未来受益于军船快速增长、民船业务复苏以及新能源业务的成长，我们预计未来三年公司净利润复合增长率将超过 25%，给予 20 倍 PE 估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价为 9.47 元，维持“买入”的投资评级。

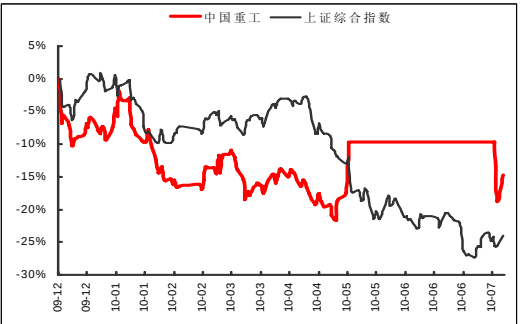


东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚	电子&军工行业首席分析师
	执业证书编号：S0860208110155
周凤武	机械行业首席分析师
	执业证书编号：S0860200010048
王天一	军工行业高级分析师
	执业证书编号：S0860109061266

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 7 月 19 日)	7.04 元
目标价格	9.47 元
总股本/A 股 (万股)	915137
A 股市值 (百万元)	46823
国家/地区	中国
行业	机械
报告日期	2010 年 7 月 20 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-5.63	5.63	-14.7
相对表现 (%)	-4.99	20.78	6.00

资料来源: WIND

财务分析				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	44648.39	53646.83	67605.03	88910.56
税前利润	4385.38	5295.59	6527.71	8504.99
归属母公司净利润	3548.11	4321.20	5326.61	6940.07
EBITDA	4108.50	5192.27	6783.65	9207.78
每股收益(元)	0.39	0.47	0.58	0.76
净资产收益率	11.31%	12.12%	13.29%	15.18%
每股经营现金(元)	(0.08)	0.18	(0.05)	(0.55)
市盈率(X)	20.14	14.91	12.10	9.28
EV/EBITDA	8.76	6.55	5.45	4.80

资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

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。

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	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	5326.61	6940.07	筹资活动现金净	16433.2	(12763.7)	(7746.4)	(6606.29)
EPS (元/股)	0.39	0.47	0.58	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/B(倍)	2.26	1.81	1.61	1.41
未分配利润	3680.70	6628.96	9660.73	13517.89	P/E(倍)	20.14	14.91	12.10	9.28
股东权益	32942.47	37151.08	41736.44	47617.79	EV/收入(倍)	0.81	0.63	0.55	0.50
负债和股东权益	140119.7	136785.4	139266.5	144450.0	EV/EBITDA(倍)	8.76	6.55	5.45	4.80
					EV/EBIT(倍)	10.79	7.70	6.18	5.26

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