

海军大发展的直接受益者

——中国重工系列调研之三

事件:

- 近期,越南一方面在民间高调征集所谓的“证明西沙群岛属于越南”的材料,另一方面与美国在核能领域展开合作,同时派高官登上抵达越南岘港附近的美军航母。于此同时,美国国防部宣布“乔治·华盛顿”号将于近期进入黄海参加美韩军事演习。

我们的观点:

- **海疆问题现已成为我国最严重的边界问题。**越南是在西沙、南沙群岛对我国主权侵犯最为严重,近年采购军备也最为积极的东南亚国家,而仿佛正是为了配合越南近期在南海问题上的聒噪,上周美国媒体披露称,美国和越南分享核燃料与技术的谈判也已进入后期阶段,华盛顿甚至考虑允许河内自行浓缩铀。一旦越南能够提炼出高浓度的铀,其距离核武国家就只有一步之遥。越南既不是资源丰富的国家,也不是消费型的大国,美国竟然冒着巨大争议与越南进行核合作,其表露出的意图十分明显,那就是以亚太地区主导者的姿态,利用东南亚国家,针对中国、牵制中国、遏制中国。而“乔治·华盛顿”号进入黄海参加军演,则可以看作美国展示其亚太战略之决心和能力的一场“秀”。
- **中国海军进入大发展阶段。**历史一再证明,拥有“海权”是大国发展的基础,特别是随着全球贸易,海洋资源开发、以及海上能源进口在我国发展中的重要性不断提高,获得良好的海洋发展环境已成为我国和平崛起的必要条件。当下,南海、东海问题不但恶化,为避免事态滑向失控的边缘,解决“海权”问题最好的时机已经到来。因此,正如“2008年国防白皮书”中所述,为了“增大近海防御的战略纵深”,我国海军进入了加速发展阶段,装备建设投入逐年加大。
- **中国重工是我国海军装备建设的中流砥柱,直接受益海军大发展。**在1999年的船舶工业总公司分拆中,中船重工集团继承了我国大部分的舰船研制业务,占据了我国海军装备市场约80%的份额。而此次注入的大船重工和渤船重工更囊括了我国舰船业务的半壁江山,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,因此舰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。因此,公司将在海军大发展中直接受益(军工和能源业务收入占比有望从注入完成后的22%,在五年内提高到近50%),并显著提升公司的盈利能力和估值水平。


东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号: S0860109061266

周凤武

机械行业首席分析师

执业证书编号: S0860200010048

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年8月12日)	7.61元
目标价格	9.47元
总股本/A股(万股)	915137
A股市值(百万元)	50548
国家/地区	中国
行业	军工
报告日期	2010年8月13日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	2.14	2.14	-7.7
相对表现(%)	-7.7	3.61	11.66

资料来源: WIND

财务分析预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	44648	53646	67605	88910
净利润	3548	4321	5326	6940
每股收益(元)	0.39	0.47	0.58	0.76
市盈率(X)	19.5	16.2	13.1	10.0

资料来源: 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。

图：西方强国提出的遏制中国的“第一岛链”和“第二岛链”



资料来源：美国国防部美国国防部《2009 年中国军力报告》

表：目前南沙群岛实际控制情况

控制方	控制岛屿与珊瑚礁
越南（29 个）	鸿庥岛、南威岛、景宏岛、南子岛、敦谦沙洲、安波沙洲、染青沙洲、中礁、毕生礁、柏礁、西礁、无乜礁、日积礁、大现礁、东礁、六门礁、南华礁、舶兰礁、奈罗礁、鬼喊礁、琼礁、广雅滩、蓬勃堡、万安滩、西卫滩、人俊滩、李准滩、金盾暗沙、奥南暗沙。
马来西亚（10 个）	弹丸礁、光星礁、光星仔礁、南通礁、南海礁、榆亚暗沙、簸箕礁、皇路礁、北康暗沙、南康暗沙。
菲律宾（8 个）	中业岛、马欢岛、费信岛、南钥岛、北子岛、西月岛、杨信沙洲、司令礁。
中国大陆（8 个）	永暑礁、赤瓜礁、东门礁、南熏礁、渚碧礁、华阳礁、美济礁、信义礁。
中国台湾地区（2 个）	太平岛、中洲礁



资料来源：美国国防部美国国防部《2009 年中国军力报告》，东方证券研究所整理

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)	2.5	1.9	1.7	1.5
未分配利润	3680.70	6628.96	9660.73	13517.89	P/E(倍)	19.6	16.3	13.2	10.1
股东权益	32942.47	37151.08	41736.44	47617.79	EV/收入(倍)	0.81	0.58	0.50	0.46
负债和股东权益	140119.7	136785.4	139266.5	144450.0	EV/EBITDA(倍)	8.76	5.98	5.02	4.48
					EV/EBIT(倍)	10.79	7.03	5.69	4.91

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