

无可替代的海工受益者

海油工程研究报告 (600583) 评级: 买入 (首次)

股价: 7.13 元 目标价位: 9.8 元

深度报告

2010 年 9 月 7 日 星期二

牛纪刚
 执业证书编号: S0630209060131
 021-50586660-8636
 niujg@longone.com.cn
 机械行业 高级分析师

联系人: 赵语涛
 021-50586660-8637
 zhaoyt@longone.com.cn
 机械行业

联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 9.8 元
 升值潜力(%) 37.45%
 目标价确定日期: 2010-9-7

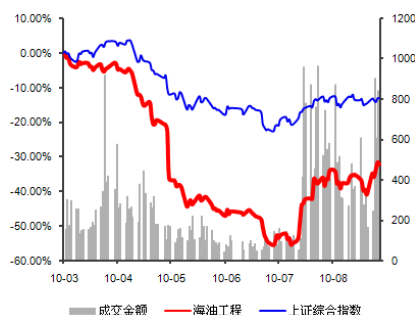
重要数据

总股本(亿股) 38.89
 流通股本(亿股) 37.49
 总市值(亿元) 277.32
 流通市值(亿元) 267.34

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	3.03%	1.61%
3 个月	24.87%	19.28%
6 个月	-17.87%	-5.72%

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 国内海洋工程建设的垄断者。**母公司中国海洋石油总公司是国内垄断的海上油气生产商,而公司是国内唯一一家承揽海洋石油、天然气开发工程建设的总承包公司。公司是国家发展海洋工程战略的直接受益者,海洋工程业务和海外业务是公司未来的两个重要增长点。
- 工程量减少,2010 年属于调整期。**由于工程量的减少,公司 2010 年业绩下滑,上半年营业收入同比下滑 47%,预计全年下滑 34%。但公司收入下滑并非行业进入衰退,而是因为处于十一五和十二五计划的间歇期。公司目前处于低谷,毛利率开始回升,十二五期间增长确定,具有长期投资价值。
- 海洋工程行业的主要受益者,2011 年后有望快速增长。**国内海洋油气开发处于由浅水向深水的战略转换期,南海大型深水天然气项目荔湾 3-1 项目是公司第一个真正意义上的深水项目,该项目的启动标志着公司海工项目进入快速发展通道。作为国家发展海洋工程战略的直接和主要受益者,公司海洋工程业务未来有望快速成长。
- 海外业务的拓展将拉动公司增长。**海外业务是公司收入的另一个增长极,公司海外未来的重点发展区域包括澳大利亚和中东等,签订了雪佛龙 Gorgon 项目液化天然气工厂工艺模块建造合同等多项海外订单。公司与美国休斯敦海洋工程领域知名专家在休斯敦共同组建科泰公司,加快国际深水市场开发。
- 预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.18 元、0.29 元、0.48 元。**结合目前公司的经营状况及未来的成长性,给予买入评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13960	9232	12024	16955
营业收入增长率(%)	45.5%	-33.9%	30.2%	41.0%
营业利润(百万元)	1228	877	1381	2332
营业利润增长率(%)	-10.8%	-28.6%	57.4%	68.8%
净利润(百万元)	983	705	1114	1885
净利润增长率(%)	-17.6%	-28.3%	57.9%	69.3%
每股收益(元)	0.25	0.18	0.29	0.48
每股净资产(元)	2.30	2.48	2.77	3.26

目录

1. 国内海洋工程平台建设的垄断者	4
1.1. 国内唯一的海油和天然气项目总承包公司	4
1.2. 海洋工程和海外业务是公司业务的两个增长点	5
2. 2010 年为结构调整年，蓄势待发	5
2.1. 2010 年业务下滑成定局	5
2.2. 目前低谷属于结构性调整，2011 后将进入上升通道	6
2.3. 毛利率开始回升，业绩开始回暖	6
3. 受益于国家海工战略，海工业务未来增长潜力大	7
3.1. 国内方面：国家战略推动海洋工程发展	7
3.2. 2011 年后海工设备市场容量每年至少 250 亿元	9
3.3. 公司不断加大深海投入，未来海工业务进入高成长阶段	9
4. 海外业务是公司业务的另一增长极	10
4.1. 油价复苏推动国际海工业务发展	10
4.2. 公司加大海外业务拓展，未来收入增长将超过 30%	11
5. 风险因素和催化剂	11
6. 盈利预测与估值	12
6.1. 盈利预测	12
6.2. 估值：合理价格为 9.8 元	14

图形目录

图 1. 国内唯一的海上项目总承包公司	4
图 2. 2009 年公司收入分行业情况	4
图 3. 2009 年公司收入分区域情况	4
图 4. 净利润 4 年复合增长率 14%（单位：亿元）	5
图 5. 公司收入与母公司中海油资本开支占比	5
图 6. 公司历年营业收入变化	6
图 7. 公司毛利率变化	7
图 8. 公司历年固定资产（单位：亿元）	7
图 9. 我国南海地区油田分布	8
图 10. 中海油上游投资	9
图 11. 1861-2009 世界原油价格趋势	10
图 12. 世界各地海洋开发支出	11

表格目录

表 1. 公司几个主要的生产基地.....	7
表 2. 公司收入分地区预测（单位：万元）	12
表 3. 公司财务报表预测.....	12
表 4. 可比上市公司情况.....	14

1. 国内海洋工程平台建设的垄断者

1.1. 国内唯一的海油和天然气项目总承包公司

海洋石油工程股份有限公司是中国海洋石油总公司的控股公司，是中国目前唯一一家承揽海洋石油、天然气开发工程建设项目的总承包公司，主要从事海上油气田开发工程及其陆地终端的设计与建造，各类码头钢结构物的建造与安装，各种类型的海底管道与电缆的铺设，海上油气田平台导管架和组块的装船、运输、安装与调试，以及海洋工程及陆上设施的检测与维修等业务。

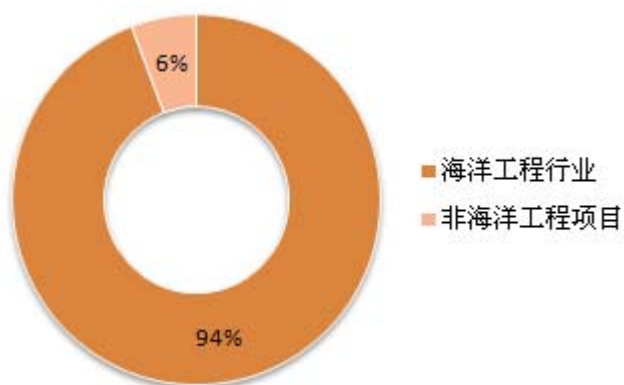
公司的主要客户为母公司中国海洋石油总公司，海外客户包括菲利普斯、科麦奇、雪佛龙、道达尔、CACT 作业者集团、阿科、BP、壳牌等。近年来公司年营业收入的约 90% 来自于母公司，由于母公司在国内海洋油气作业的垄断地位，公司在国内海洋工程项目承包上形成了自己的领先优势。

图 1. 国内唯一的海上项目总承包公司



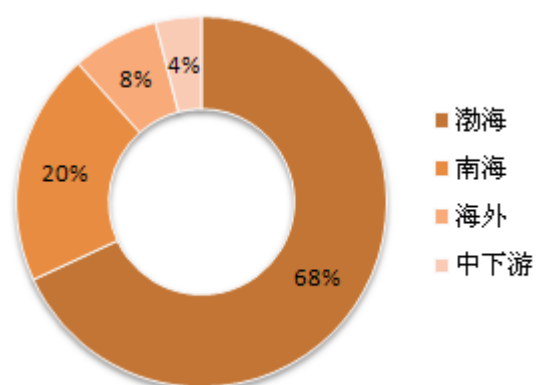
资料来源：公司网站

图 2. 2009 年公司收入分行业情况



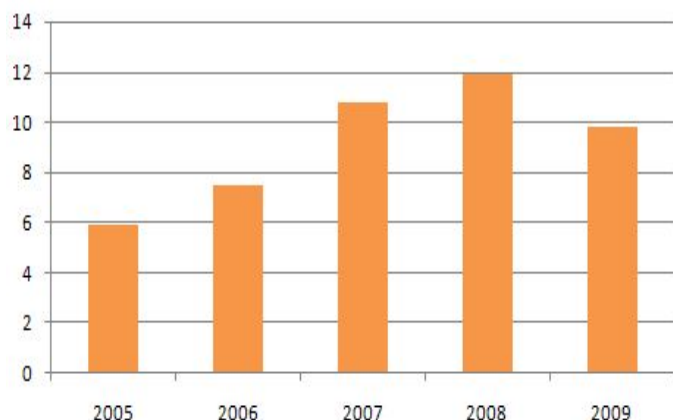
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 3. 2009 年公司收入分区域情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 4. 净利润 4 年复合增长率 14% (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 5. 公司收入与母公司中海油资本开支占比



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

1.2. 海洋工程和海外业务是公司业务的两个增长点

母公司中海油总公司深水业务的战略目标为 2020 年前深水投资 2000 亿元, 2015 年南海深水区总产量达到 2500 万吨油当量, 2020 年总产量 5000 万吨油当量。深水装备方面中海油总公司将会同海油工程和中海油服投资 150 亿元建立一支深水舰队, 2012 年建造完毕。受益于中海油的深海投资, 公司海洋工程业务尤其是南海深海业务未来将会快速增长, 公司目前南海业务收入只占 20%, 而目前国内海洋油气开发处于由渤海等浅水向南海等深水的战略转换期, 我们预计未来 1-2 年公司南海区域收入将超过渤海区域。

公司未来的另一发展重点是海外业务。前几年影响海外业务发展的主要瓶颈是产能, 目前已基本得到解决。公司加速海外布局, 加强产品、区域、客户立体渠道建设, 主要针对中东、澳大利亚和巴西等相对活跃市场, 签订了雪佛龙 Gorgon 项目液化天然气工厂工艺模块建造合同等多项海外订单, 2010 年上半年新签海外订单 15.2 亿元, 另外还有部分订单已达成合作意向。我们预计今年海外业务将有 20% 左右的增长, 未来三年海外业务的年增长率将超过 30%。

2. 2010 年为结构调整年, 蓄势待发

2.1. 2010 年业务下滑成定局

公司上半年合同额 42.2 亿元, 全年合同额预计在 105-110 亿元间, 营业收入同比下滑 47%, 下半年虽然会有所改观, 但 2010 年同比业务下滑成为定局。

2010 年公司业务下滑的原因有两个: 一是根据国内海上油气田整体开发计划, “5000 万吨”产量目标相应的工程量大部分在去年已经完成, 今年国内工程量出现暂时下降; 二是全球金融危机对整个海洋工程行业的冲击仍未完全消退, 国际市场开发形势不容乐观。上半年完成的工程量同比明显下降, 下半年

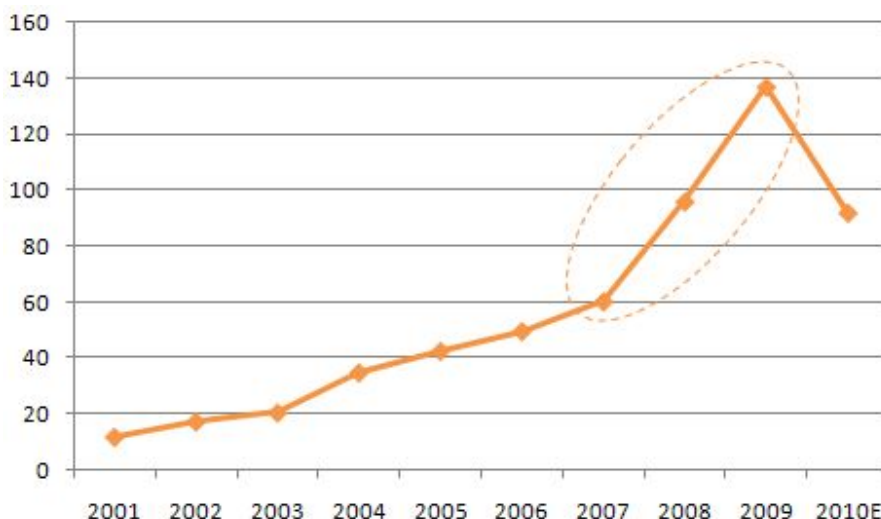
会有所上升，但全年同比下降确定。

2.2. 目前低谷属于结构性调整，2011 后将进入上升通道

公司 2010 年收入下降，但下降并非是行业进入衰退期，主要原因是 2010 年是十一五期间的最后一年，处于国家十一五和十二五的间歇期。对比十五期间，由于 2001-2004 年增长较为稳定，因此 2005 年保持平稳增长；而十二五期间 2007-2009 工程量过快增长，“5000 万吨”产量目标相应的工程量大部分在 2009 年已经完成，造成 2010 年国内工程量出现暂时下降，加之全球金融危机对整个海洋工程行业的冲击仍未完全消退，使得 2010 公司业绩处于低谷。

十二五期间中海油计划海工投资 2500-3000 亿元，以此推算每年 500-600 亿元，按海油工程占母公司投资 30%左右计算，每年约 150-160 亿元，因此可以预见 2011 年后公司业绩将进入上升通道。

图 6. 公司历年营业收入变化



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.3. 毛利率开始回升，业绩开始回暖

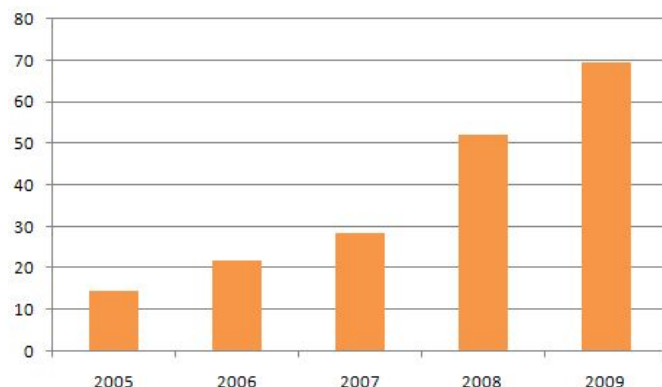
公司 2001-2009 年海洋工程毛利率在 15%-23%之间，2009 年公司毛利率骤降至 12.48%。毛利率降低的原因有两个，一是公司近年来为深海业务布局，固定资本投入加大，而工程量的减少使得固定资产折旧增加，拉低了毛利率；另一个原因是在与母公司的议价中处于弱势。2010 年上半年毛利率 15.85%，同比提升 4.43 个百分点，提升的主要原因是公司深入开展降本增效、钢材市场价格回落以及公司同母公司的议价能力提升，公司最坏的经营环境已经过去，毛利率开始回升。

图 7. 公司毛利率变化



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 8. 公司历年固定资产 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

公司未来“两翼”业务（深水业务和中下游业务）前景看好，深水业务主要在南海初步形成深水工程 EPC 能力和水下高端产品研发与制造能力，中下游业务向 LNG、石油化工等领域转型。同时公司的几大基地陆续投入使用，为业务发展提供良好地基础。我们认为，未来随着公司工程量的逐步增加，毛利率有望稳步回升，稳定在 18% 以上。

表1. 公司几个主要的生产基地

序号	地点	面积 (万平方米)	功能定位
1	惠州	2.4	服务炼化、LNG 等下游市场开发
2	青岛 (三期在建)	120	导管架、生产平台、FPSO 模块(浮式生产储油模块)和自升式钻井台
3	天津临港 (在建)	150	海洋石油钻井平台、浮式生产储存卸货装置 (FPSO) 的组块、撬块的生产和安装, 海洋石油船舶的维修与保全
4	珠海 (在建)	295	深海工程大型浮式设施建造基地、水下工程设施包括水下管汇、水下工艺装置、海底管道终端、跨接管和连接器等核心水下产品建造和测试基地、海底管道卷铺基地以及深水安装船队补给支持基地

资料来源: 东海证券研究所

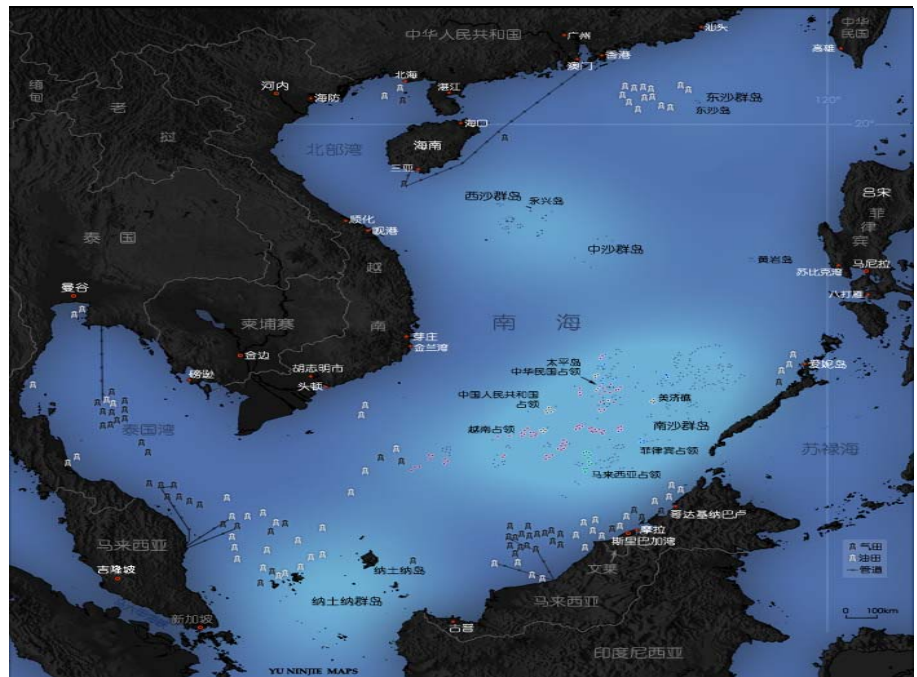
3. 受益于国家海工战略，海工业务未来增长潜力大

3.1. 国内方面：国家战略推动海洋工程发展

我国海岸线 18400 公里，综合评估我国海域共有油气资源量 350-400 亿吨石油当量。但开采程度和平均探明率相对较低，深海油气开发技术和装备远落后于世界先进国家，缺少必要的深海油气资源钻探、开采和生产装备。未来 10 年我国油气产量将以 20% 的速度递增，海洋工程装备具有广阔的市场前景。我国东海、南海资源丰富，但是在海洋的领土问题上一直与周边国家存在冲突。在东海与日本、韩国有划分争议，而在南海资源上周边国家更是对原本属于中国领土的南沙数十个岛礁进行疯狂非法侵占，大肆进行油气资源开采。越南、

菲律宾、马来西亚、新加坡等周边国家都在南海开采石油，他们已经在南沙海域钻井 1000 多口，发现含油气构造 200 多个和油气田 180 个，年采石油量超过 5000 万吨。1981 年至 2002 年，越南更是从南沙海域的油田中开采了 1 亿吨石油、15 亿多立方米的天然气，获利 250 亿美元。因此，发展海洋工程既对经济有巨大拉动作用又是出于维护国家领海权益的需要。

图 9. 我国南海地区油田分布



资料来源：东海证券研究所

被看做下一个四万亿计划的国家发改委及工信部、财政部等多部门起草的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》已经将海洋工程装备纳入其中，而海洋工程装备制造更是有望进入“战略性新兴产业发展‘十二五’规划”的重点工程。

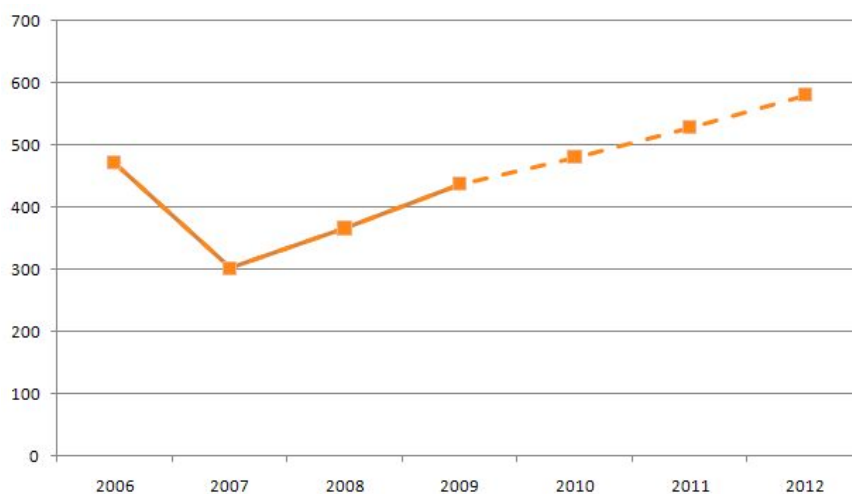
中海油总公司工程建设部总经理金晓剑在 2010 年 9 月 1-3 日在上海召开的“2010 中国海洋油气钻采与工程装备高峰论坛”上表示：“十二五”是中国海油从综合型能源公司向国际一流能源公司全面跨越的重要时期，是发展转型的关键时期。公司能源供应总量大幅提升。油气产量要达到 1 亿至 1.2 亿吨油当量，其中，国内油气产量要达到 6500-7000 万吨（8000 万方）油当量，海外要达到 2000-3000 万吨，进口液化天气要达到 1500-2000 万吨，煤制天然气要达到 80-100 亿方。为实现“十二五”产量目标，在中国的近海大陆架和大陆坡，将会再建设 5000 万吨的生产能力，同时将会有 2-3 个深水油气田要建成投产，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币。国家的海工战略对中国海洋工程的发展有着巨大的推动作用。

3.2. 2011 年后海工设备市场容量每年至少 250 亿元

公司的母公司中海油是国内最主要的海洋工程设备的采购商，我们按照中海油的规划可推出 2011 年后国内海洋工程设备市场的容量每年超过 250 亿元。

“十二五”产量目标为在中国的近海大陆架和大陆坡再建 5000 万吨的生产能力，同时投产 2-3 个深水油气田，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币。按此推算中海油的上游投资十二五期间每年超过 500-600 亿元，以海工设备占上游投资约 50% 计算，并根据中海油上游投资不断增长的趋势，2011 年后每年的海工设备市场容量超过 250 亿元。

图 10. 中海油上游投资



资料来源：中海油公司年报，东海证券研究所

3.3. 公司不断加大深海投入，未来海工业务进入高成长阶段

项目方面：母公司中海油第一个真正意义上的深水项目荔湾 3-1 预计 2010 年 10 月开工，荔湾 3-1 气田是迄今为止我国海域最大的气田之一，其钻井将潜入到海面以下 1350 米至 1500 米的深海之中，是中国海域的第一口深水探井，并拥有重达 5 万吨的海上综合平台和 270 千米的海底管道，年处理天然气能力可达 120 亿方。该项目的开发建设，将实现中国海气开发从浅海到深海的跨越。预计公司将在 FPSO 模块、管线铺设等方面受益于此项目，开始向深水项目进军。

技术储备交流方面：公司通过成立海外深水公司——科泰有限公司，引进具有丰富深水油气田开发设计经验的外籍专家，他们分别在 SPAR、TLP 和 FPSO 方面具有专业特长，正带领公司技术人员开展深水技术研究。

装备设施储备方面：3000 米深水铺管起重船“海洋石油 201”顺利出坞、50000 吨半潜式自航工程船“海洋石油 278”正式开工建造、多功能水下工程船（MPV）建造项目积极推进，加速了公司深水工程船舶的配套化、系列化建

设。上述船舶的综合作业能力在国际同类船舶中处于领先地位，是公司走向深水领域的重要装备。

施工经验方面：公司自主制造的海洋石油 921/922 两条 200 英尺钻井船顺利下水并提升，为制造浮式海洋工程产品积累了经验。

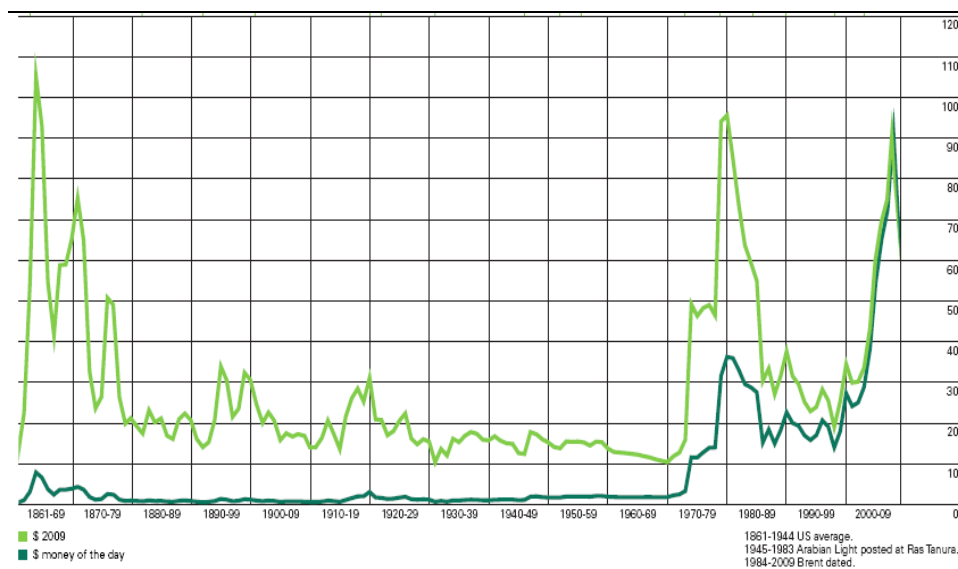
综合以上各方面情况，我们认为 2011 年后公司海工业务每年的收入增长将超过 30%，未来 1-2 年内以南海为主的深海业务收入将超过以渤海为主的浅海业务。

4. 海外业务是公司业务的另一增长极

4.1. 油价复苏推动国际海工业务发展

石油供给每短缺 1%，将拉动价格上涨 10%，随着需求的增加，石油价格近年来处于高位，英国布伦特原油从 1992 的 17.85 美元/桶到 2008 年 150 美元/桶，08 年危机之后油价有些回落。2009 年，原油价格从 1 月份的 42 美元/桶涨到 12 月份的 74 美元/桶。据 2010 年全球能源需求展望，美国轻质低硫原油价格将会从 2010 年的 79 美元/桶涨到 2020 年的 108 美元/桶，在 2035 年达到 133 美元/桶。

图 11. 1861-2009 世界原油价格趋势

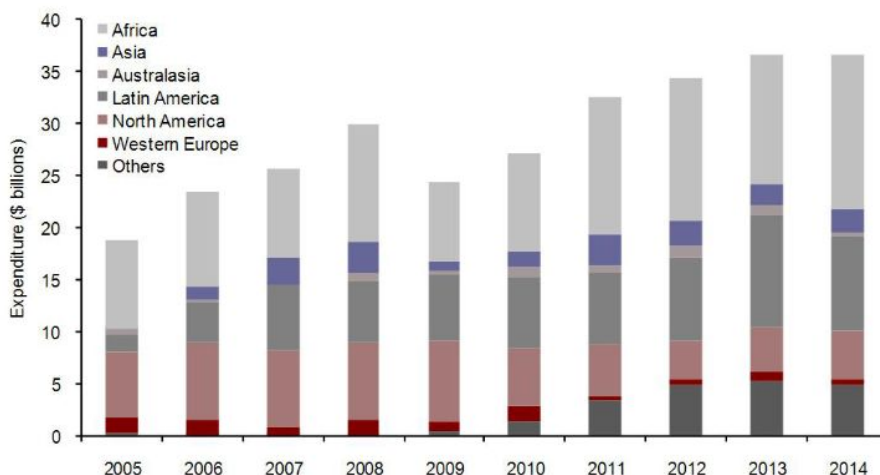


资料来源：《BP 世界能源统计》，东海证券研究所

据Energyfiles预测，内陆的原油产量会在2016年左右达到峰值，2020年后产量会逐渐下降。与内陆油气开采未来逐渐下降形成鲜明对比，海洋油气尤其是深海未来空间巨大。世界著名的海洋油气工程研究咨询机构道格拉斯-威斯伍德公司（DW公司）指出：深海原油产量占比有望从2007年的6%达到2012年的

10%，2015年后世界原油产量只有深海开采会上升，内陆和浅海产量都会下降。DW公司预计，2010-2014年世界深海开发支出会达到1670亿美元，未来五年增长率为37%，每年的支出超过2000亿元。

图 12. 世界各地海洋开发支出



资料来源: DW公司

4.2. 公司加大海外业务拓展，未来收入增长将超过 30%

公司加速海外布局，重点关注中东、澳大利亚和巴西等相对活跃市场，签订了雪佛龙Gorgon项目液化天然气工厂工艺模块建造合同等多项海外订单，2010年上半年新签海外订单15.2亿元，另外还有部分订单已达成合作意向。虽然国际市场开发成果不能全部立即转化为当期收入，但为未来缓解单一市场风险、保证业绩稳定和可持续发展提供支撑。

公司与休斯顿专家成立科泰有限公司，共同开展国际深海业务。尽快建立起深水浮式平台EPCI的系统工程能力。我们认为，由于公司多年的技术、资本、基地的积累，公司的海外业务将会在未来快速发展，预计2010年海外业务有望同比增长20%，2011年后年增长率将超过30%。

5. 风险因素和催化剂

风险因素:

钢材等原材料在公司成本中所占的比重较高，钢材价格的走高会影响到公司的毛利率；

公司大部分收入来自于母公司中海油，内部的议价能力同样会影响到公司的毛利率；

公司缺乏深水开发的经验，走出国门后将面临更加激烈的市场竞争。

催化剂:

深海开发具有一定的不确定性，南海如果勘探出更多的油气田，会极大促进公司发展；

油价受政治、经济等因素影响，油价如果上涨会提高公司毛利率；

公司中下游业务未来可能成长超预期，成为公司业绩的另一助推剂。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

我们认为，公司 2010 年业绩处于低谷，2011 年后公司业绩步入上升通道。我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.18 元、0.29 元、0.48 元。

表2. 公司收入分地区预测（单位：万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
渤海	950618	525000	498750	498750
收入增长率	126.70%	-55.82%	-5%	0%
成本	831980.87	442418	418950	413963
毛利率	12.48%	15.73%	16%	17%
南海	282983	240000	504000	907200
收入增长率	-21.80%	-15.19%	110%	80%
成本	247666.72	202248	403200	707616
毛利率	12.48%	15.73%	20%	22%
海外	106657	127988	166384.92	249577.38
收入增长率	1.60%	20%	30%	50%
成本	93346.21	103978	133107.94	174704.17
毛利率	12.48%	18.76%	20%	30%
中下游	55466	30000	33000	39600
收入增长率	-24.50%	-46%	10%	20%
成本	48543.84	24372	26400	31680
毛利率	12.48%	18.76%	20%	20%
合计	1395724	922988	1202134.92	1695127.38
收入增长率	45.50%	-33.87%	30.24%	41.01%
成本合计	122158	773015	981657.94	1327962.67
综合毛利率	12.48%	16.25%	18.34%	21.66%

资料来源：东海证券研究所

表3. 公司财务报表预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.25	0.18	0.29	0.48
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.30	2.48	2.77	3.26
ROS	7%	8%	9%	11%

ROE	11%	7%	10%	15%
毛利率	12%	16%	18%	22%
EBIT Margin	10%	13%	15%	16%
EBITDA Margin	14%	22%	25%	27%
收入增长	46%	-34%	30%	41%
净利润增长	-18%	-28%	58%	69%
资产负债率	45%	50%	52%	50%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	45.1	39.2	24.8	14.6
P/B	4.9	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	25.2	21.2	15.5	10.6

利润表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1396059	923213	1202393	1695495
增长率	45.5%	-33.9%	30.2%	41.0%
营业成本	1221861	773191	981874	1328251
营业成本/营业收入	87.5%	83.8%	81.7%	78.3%
营业税金及附加	21681	14494	21763	43574
销售费用	0	0	0	0
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	16686	18003	27054	54086
管理费用/营业收入	1.2%	2.0%	2.3%	3.2%
财务费用	10732	23611	35416	70832
投资收益	711	853	1024	1229
资产减值及公允价值变动	3471	3818	4200	4620
其他收入	(6467)	(10842)	(3422)	28559
营业利润	122813	87743	138087	233158
增长率	-10.8%	-28.6%	57.4%	68.8%
营业外净收支	(1695)	(848)	(848)	(848)
利润总额	121118	86895	137239	232310
增长率	-11.7%	-28.3%	57.9%	69.3%
所得税费用	20415	14651	23139	39168
少数股东损益	2404	1724	2724	4610
归属于母公司净利润	98300	70520	111377	188533
增长率	-17.6%	-28.3%	57.9%	69.3%

资产负债表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	67499	67499	67499	67499
应收款项	314049	390102	429106	471998
存货净额	101325	178971	209226	249210
其他流动资产	26153	26035	28617	31536
流动资产合计	509511	662607	734448	820243
固定资产	1057893	1299339	1541958	1748200
无形资产及其他	56114	54243	52373	50503

投资性房地产	6840	6840	6840	6840
长期股权投资	6500	7833	9611	10981
资产总计	1636858	2030863	2345230	2636767
短期借款及交易性金融				
融负债	54005	318255	450175	457998
应付款项	297167	313181	366122	436117
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	456668	631436	816297	894115
长期借款及应付债券	144278	144278	144278	144278
其他长期负债	133238	174733	190140	210716
长期负债合计	277516	319011	334417	354993
负债合计	734184	950447	1150714	1249108
少数股东权益	6706	8430	11154	15764
股东权益	895968	966488	1077866	1266398
负债和股东权益总计	1636858	1925366	2239733	2531271

现金流量表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	198042	56737	237109	375448
资本开支	(323764)	(320138)	(367251)	(381901)
其它投资现金流	(258)	484	0	0
投资活动现金流	(325022)	(320988)	(369028)	(383272)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	144278	0	0	0
其它融资现金流	(448692)	264250	131920	7823
融资活动现金流	(160137)	264250	131920	7823

资料来源：东海证券研究所

6.2. 估值：合理价格为 9.8 元

A股可比上市公司主要有5家，分别是中海油服、中国重工、中国船舶、中船股份、杰瑞股份。

表4. 可比上市公司情况

证券代码	证券简称	收盘价(2010-8-20)	2009PE	2010PE	2011PE
601808	中海油服	14.49	20.77	16.22	14.16
601989	中国重工	9.11	39.71	29.11	24.84
600150	中国船舶	61.52	16.18	15.36	16.23
600072	中船股份	13.89	52.63	60.95	61.58
002353	杰瑞股份	94.71	45.89	42.37	28.94

资料来源：WIND，东海证券研究所

鉴于公司的未来成长性和盈利能力，结合可比公司的估值实际情况，对应2011年EPS 0.28元，给予公司35倍市盈率估值，公司合理股价为9.8元，买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122