

海洋经济大时代

——中国重工系列报告之七

我们的观点：

- **全球已进入海洋经济大时代。**海洋蕴藏着丰富的资源，全球海洋仅天然气储备就达 140 万亿立方米，而海水温差能、盐差能、波浪能、潮汐能、海流量能等都是取之不尽的绿色能量。海底多金属结核资源为代表的海洋新能源，储量更是巨大。海水淡化也是人类饮用水的重要组成部分，解决了 1/5 的人口供水问题。在陆地资源匮乏和环境污染严重的背景下，海洋经济是全球社会谋求可持续发展的重要手段。
- **我国新兴海洋产业进入加速发展阶段。**据统计，2009 年我国海水综合利用、海洋新能源、海洋生物医药等新型海洋产业的产值同比分别增长 18.6%、25.2%、12.6%，增速较快，但总量占比尚不足海洋经济总产值的 2%，未来发展空间巨大。而今年以来，无论是我国在南海权益问题上的坚定立场、胡锦涛总书记在“两院院士大会”上的表态、“蛟龙号”深海载人潜水器的成功、还是有媒体称国家将把海洋产业“扩编”至新兴战略产业之列，这些都说明我国对海洋经济发展的重视程度已上了一个新台阶，新兴海洋产业进入了加速发展阶段。
- **发展海洋经济我国还需要强大的海军。**我国海疆辽阔，资源丰富。仅在南沙海域就发现了 320 到 430 亿吨的油气资源。但是目前，美国日益加大在中国南海、东海和黄海的战略介入，谋求形成对中国的海洋战略包围和牵制，另一方面，海洋邻国也在不断加强与中国争夺海洋权益，这成为阻碍我国海洋经济发展的最大瓶颈。要解决这些问题，就需要一支强大的蓝色舰队。未来，中国海军将获得前所未有的发展。
- **中国重工是我国海洋经济大发展中的龙头。**本次注入的大船重工和渤海重工是我国定点核心军用舰艇研制企业，在海军大发展中发挥着中流砥柱的作用。而通过 400 英尺自升式钻井平台等项目的研制开发，中国重工确立了国内海工龙头地位。待大连海工基地全部建成后，年均产值可达 80 亿至 100 亿元。另外，以风电安装船，风电齿轮箱为代表，公司是我国极少数具备海上风电产业链制造技术，并拥有自主知识产权的核心企业。而以 725 所下属的青岛双瑞、厦门双瑞、洛阳七维和山船重工为代表，公司在海水处理、海水淡化、海洋新材料等领域拥有领先技术和丰富的工程经验。伴随海洋经济大发展，公司军工、海洋工程、新能源业务将进入发展的快车道，并将在“十二五”期间成为公司的支柱业务。
- 鉴于公司在海洋经济大时代中的发展前景，以 2011 年 0.59 元 EPS 为基础，给予公司 20 倍的估值和 11.8 元的目标价，维持买入评级。



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 9 月 7 日)

9.13 元

目标价格

11.8 元

总股本/A 股 (万股)

915137

A 股市值 (百万元)

60990

国家/地区

中国

行业

军工

报告日期

2010 年 9 月 8 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

19.8

22.4

10.6

相对表现 (%)

18.8

14.5

16.4

资料来源：WIND

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	44648	53646	67605	88910
净利润	3548	4321	5418	6940
每股收益(元)	0.39	0.47	0.59	0.76
市盈率(X)	23.4	19.4	15.5	12.0

资料来源：东方证券研究所

相关研究报告

《伟大企业，光荣革命》	2010.07.19
《中国海军第一股》	2010.07.20
《大船重工：重要军工海工资产进入上市公司》	2010.08.06
《青岛双瑞：绝不仅是船舶》	2010.08.11
《海军大发展的直接受益者》	2010.08.13
《战地黄花分外香》	2010.08.16
《敢叫日月换新天》	2010.08.17

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。

目 录

一、中国将加速进入海洋经济时代.....	3
二、中国重工是海洋新兴产业发展中崛起的龙头	6
1、发展海洋经济需要海权，中国重工是海军装备建设中流砥柱	6
2、发挥传统优势，中国重工成为海水淡化综合供应商龙头	9
3、凭借机电液一体化优势，中国重工领衔海洋工程	10
4、风电是中国重工海洋新能源产业龙头	10
5、借助研究所技术积累，中国重工成为海洋新材料领域国家队	11

图表目录

图 1：2001 年-2009 年全国海洋生产总值情况	4
图 2：新兴海洋产业的主要领域.....	5
图 3：2009 年主要海洋产业增加值构成图.....	5
图 4：钓鱼岛地理位置示意图	6
图 5：集团公司组织架构	8
图 6：大船重工船舶制造业务收入、主营业务利润（单位：亿元）	8
图 7：大船重工海洋工程业务收入、主营业务利润（单位：亿元）	10
图 8：2006-2009 年公司风电齿轮箱业务收入及占主营业务收入的比例	11
图 9：中国重工下的新材料产业介绍.....	12
图 10：中国重工增发完成后和“十二五”发展规划中的收入结构.....	13
表 1：海洋新型产业.....	3
表 2：中船重工核心军用船舶企业列表	6
表 3：原大连重工生产的 051B 级驱逐舰	7
表 4：原武昌重工生产的宋级常规潜艇	7
表 5：十一五期间我国海水淡化在建项目	9
表 6：公司近年完成的重大项目	13
附表：财务报表预测与比率分析	14

一、中国将加速进入海洋经济时代

世界上很少有哪个国家像中国这样，在大海上记载了太多的兴衰荣辱。

今年 8 月 16 日，日本公布数据，其二季度经济规模为 1.29 万亿美元，中国同期数据则为 1.34 万亿美元，中国 GDP 总量又一次超过了日本。历史仿佛在和我们开玩笑，它要提醒我们忽视海洋的代价是不可饶恕的。回望百年前的甲午海战，即使以当时的眼光看，也不过是一场小小的海战。但几艘日本军舰却摧毁了一个庞大的王朝，彻底中断了中国的现代化进程，并将中日两国推向了不同的发展方向：中国开始了百年的血泪史，而日本则从一个被人忽视的蕞尔小国，一跃登上世界政治军事舞台。甲午战争是一场具有多重意义的战争，其中之一是：对中华民族忽视海洋的惩罚。

20 世纪后期，随着遥感、基因工程、信息技术等现代科学技术在海洋领域的广泛应用，包括海洋油气、海底矿产、海水养殖、海水淡化、海洋能源等在内的海洋新兴产业得到快速发展。海洋开发由单一性的水平开发向综合性的立体开发演变，海洋利用空间也从浅海、近海不断向深海、远海发展。根据专家预测，目前世界海洋产业总产出在 1 万亿欧元左右，占全球生产总值的比重约 3.5%。其中，以海洋旅游、油气开采、设备制造、海水养殖等为代表的海洋新兴产业总产出所占比重接近 50%，而以海洋能源、海洋生物技术、海洋矿产等为代表的战略性海洋新兴产业比重只有不到 20%，增长潜力巨大。今天，人类发展已经前所未有的同大海连在一起。

表 1：海洋新型产业

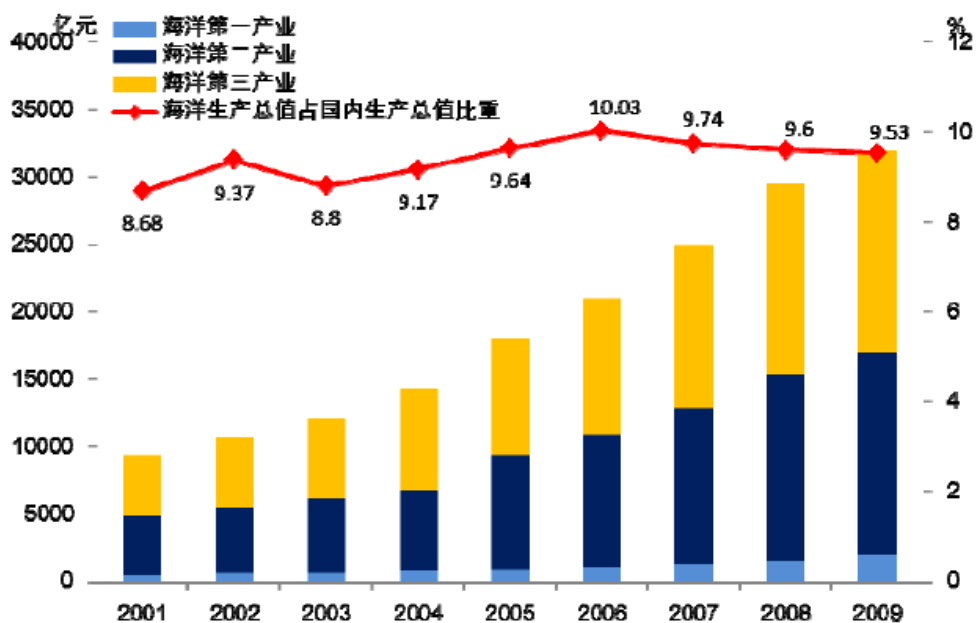
细分行业	具体内容
石油和天然气资源	据不完全统计，海底蕴藏的油气资源储量约占全球油气储量的 1/3。目前，海洋石油和天然气产量分别约占世界石油和天然气总产量的 30% 和 25%，成为石油产量中的重要组成部分。
海水淡化	世界海水淡化的日产量已经达到 2700 万吨，并且还在以 10%~30% 的速度攀升。目前海水淡化的国际市场容量已经达到 20 多亿美元，主要由美、日等强国瓜分，未来 20 年有近 700 亿美元，市场潜力巨大。
海水化学物质提取	全球数量巨大的海水，其体积为 13.7 亿立方公里，约 137 亿吨。海水本身就是一座资源宝库，海水中溶解有 80 多种金属和非金属元素。通常把海水中的元素分为两类：每升海水中含有 1 毫克以上的元素叫常量元素；含量在 1 毫克以下的元素称为微量元素。海水中微量元素有 60 多种，如锂(Li)有 2500 亿吨，它是热核反应中的重要材料之一，也是制造特种合金的原料；铷(Rb)有 1800 亿吨，它可以制造光电池和真空管；碘(I)有 800 亿吨，它可以用于医药，常用的碘酒就是用碘制成的。
海洋能源	海洋能绝大部分来源于太阳辐射能，较小部分来源于天体(主要是月球、太阳)与地球相对运动中的万有引力。蕴藏于海水中的海洋能是十分巨大的，其理论储量是目前全世界各国每年耗电量的几百倍甚至几千倍。海洋能包括温度差能、目前可供开发的能量形式包括波浪能、潮汐与潮流能、海流能、盐度差能、岸外风能、海洋生物能和海洋地热能等 8 种。

资料来源：东方证券研究所整理

在海洋经济大时代的背景下，中国不会再犯同样的错误，我们将把海洋作为民族伟大复兴的立足点。

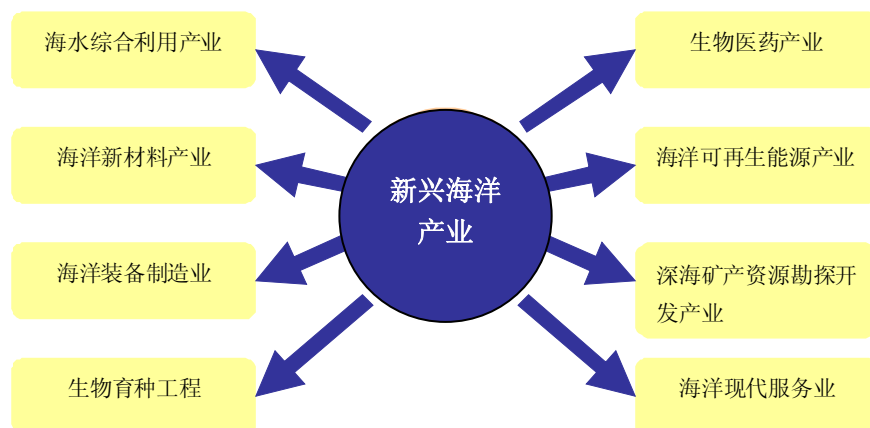
我国是世界海岸线最长的国家之一，大陆岸线长 18000 多千米，加上岛屿岸线 14000 千米，海岸线总长居世界第四，大陆架面积 130 万平方千米，位居世界第五，200 海里水域面积 200~300 万平方千米，居世界第十，这些都是世界性优势资源。而根据国家海洋局的数据显示，2001 年到 2009 年中国海洋生产总值年均增长率为 16.12%，远高出同期国民生产总值的平均增长率。另据统计，2009 年我国海水利用业、海洋电力业、海洋生物医药业等新型海洋产业的产值，同比分别增长 18.6%、25.2%、12.6%，又明显高于传统海洋产业。目前，我国新兴海洋产业占海洋生产总值比重不足 2%，未来发展空间巨大。而今年以来，无论是我国在南海权益问题上的坚定立场、胡锦涛总书记在“两院院士大会”上的表态、“蛟龙号”深海载人潜水器的成功、还是有媒体称国家将把海洋产业“扩编”至新兴战略产业之列，这些都说明我国对海洋经济发展的重视程度已经提上了一个新的台阶。

图 1：2001 年-2009 年全国海洋生产总值情况



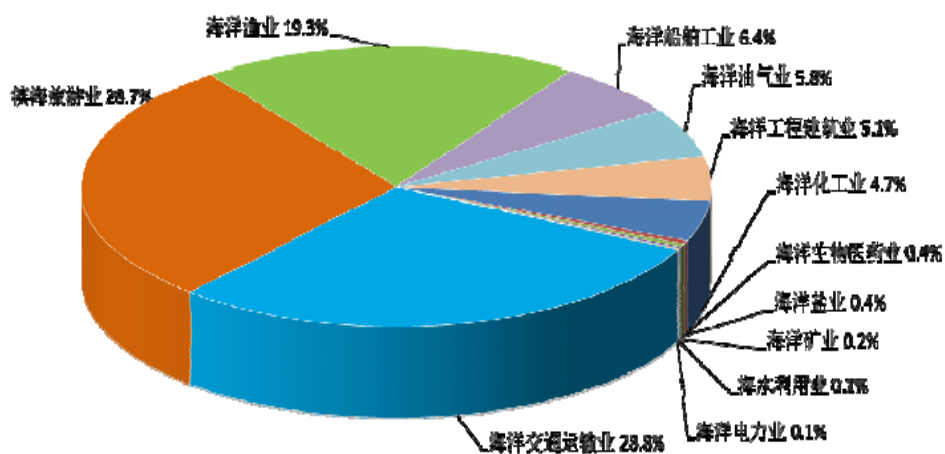
资料来源：国家海洋局，东方证券研究所

图 2：新兴海洋产业的主要领域



资料来源：东方证券研究所

图 3：2009 年主要海洋产业增加值构成图



资料来源：国家海洋局，东方证券研究所

二、中国重工是海洋新兴产业发展中崛起的龙头

1、发展海洋经济需要海权，中国重工是海军装备建设中流砥柱

目前我国发展海洋经济的首要瓶颈就是海洋权益。

在黄海区，存在着我国与朝鲜和韩国的渔业利益争端，中国的传统捕鱼权受到威胁；东海是中、日、韩三国渔民共同作业的渔场，渔业矛盾很多，要依靠渔业协定来协调渔业利益关系。除此之外，东海丰富的油气资源也存在着争议，主要有日韩 84000 多平方千米共同开发区内的油气资源争议、东海中部油气资源争议、钓北坳陷油气资源富集区争议等，如果钓鱼岛归日本，我国将损失海域面积 6~7 万平方千米，油气资源 16~18 万吨。南海的渔业利益和油气资源利益争端更加尖锐。南海的断续国界线内海域是我国渔民的传统捕鱼区，其中一部分区域处在周边国家的专属经济区内，从而出现渔业利益冲突。南海南部我国断续国界线以内的油气资源争议区约 27 万平方千米，涉及资源量约 78 亿吨(主要在万安、曾母、文莱—沙巴盆地)。周边国家在我国断续国界线附近每年开采的石油达 5000 多吨。另外，亚太地区的重要参与者和影响者，美国正日益加大在中国南海、东海和黄海的战略介入，谋求形成对中国的海洋战略包围和牵制。

要发展海洋经济就需要一支强大的海军，“十二五”我国海军装备水平将快速提升。而中国重工作为中船重工集团下唯一上市公司和主要发展平台。是我国最主要的海军装备供应商。目前海军主战装备 80% 由中船重工集团公司制造，主战装备包括水面和水下舰艇装备。同时，鱼雷水雷等水中兵器也由集团生产。中国重工作为集团下唯一上市公司继承了重要的军工资产，本次增发注入的大船重工和渤海重工更是我国定点核心军用舰艇研制企业，注入完成后，中国重工将占据我国核心军用舰艇制造资产的半壁江山。

图 4：钓鱼岛地理位置示意图



资料来源：东方证券研究所整理

表 2：中船重工核心军用船舶企业列表

公司	军船业务	部分产品
原大连船舶重工集团	驱逐舰、布雷舰	051C、051B 驱逐舰
原渤海船舶重工集团	核潜艇	汉级和夏级核潜艇

原武昌船舶重工公司	常规潜艇	宋级潜艇
-----------	------	------

资料来源：东方证券研究所整理

表 3：原大连重工生产的 051B 级驱逐舰

项目	内容
排水量	满载排水量 6000 吨
主尺寸	全长 153 米，宽 16.5 米，吃水 6 米
主机	2 台乌克兰制 AM50 型蒸汽轮机*
航速	30 节
编制	250 人（其中军官 40 人）
续航力	2700 海里/18 节；自持力 15 昼夜
装备	2 座 4 联装 C-802 发射架 1 座双管 100 毫米自动火炮 1 座八联装海红旗-7 防空导弹发射器 4 座 76 甲双管 37 毫米防空高炮 两座双联装长缨-1 反潜导弹发射架 6 具 324 毫米“白头”B515 鱼雷发射管



资料来源：互联网、东方证券研究所整理

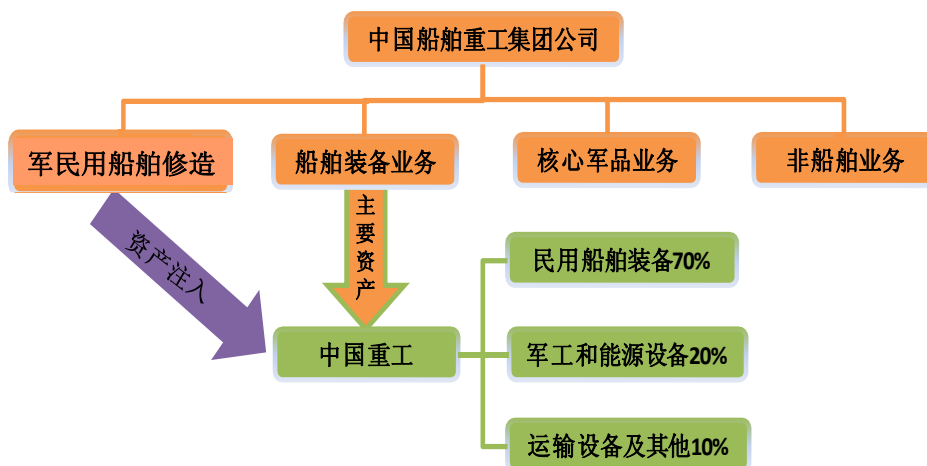
表 4：原武昌重工生产的宋级常规潜艇

项目	内容
排水量	水上 1700 吨，水下 2250 吨
主尺寸	长 74.9 米，宽 8.4 米，吃水 5.3 米
主机	柴油机/电力推进； 2 或 3 台 MTU 柴油机
航速	15 节（水上），22 节（水下）。
编制	60 名（其中军官 10 名）。
续航力	30 天
装备	6 具 533 毫米鱼雷发射管。 导弹：JY8-2



资料来源：互联网、东方证券研究所整理

图 5：集团公司组织架构

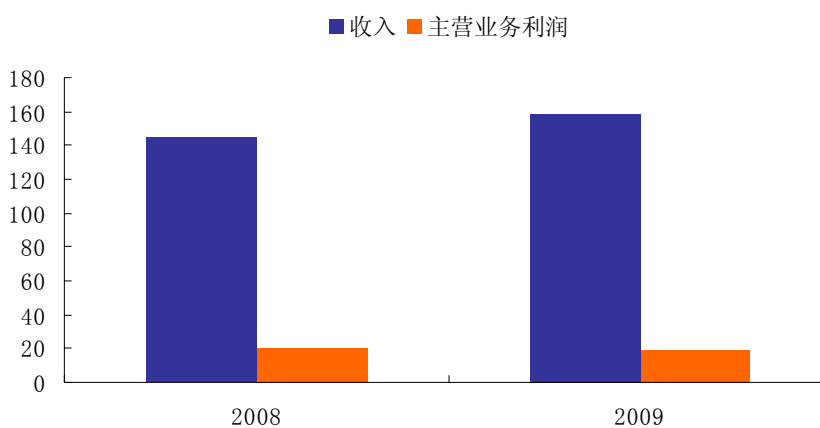


资料来源：东方证券研究所

● 大连船舶重工集团有限公司

大船重工被誉为中国的“海军舰艇的摇篮”，建国以来共建造了 44 个型号、822 艘舰船，是我国水面舰船研制生产实力最强、为海军建造舰船最多的船厂。中国第一艘炮艇、第一艘导弹潜艇、第一艘导弹驱逐舰、第一艘油水补给舰等都是由大船集团建造的。2009 年，大船重工实现收入 186 亿元，实现净利润 17.4 亿元。另外，大船重工是国内最早建造 10 万吨级以上船舶和出口船舶的企业，是国内唯一拥有从千吨级、1 万吨级、3-10 万吨级直至 30 万吨级各级船舶专用建造设施的船厂，可以满足从驳船、拖船、渔船、军船到货船、集装箱船、化学品船、滚装船等各类别船舶，以及 FPSO、自升式钻井平台、半潜式钻井平台等各类海洋工程装备的全系列建造需求。

图 6：大船重工船舶制造业务收入、主营业务利润（单位：亿元）



资料来源：东方证券研究所

● 渤海船舶重工有限责任公司

渤海重工是中国第一艘鱼雷核潜艇和第一艘导弹核潜艇的诞生地,拥有中国最大的七跨式室内造船台和最大的分段制作联合工场, 30 万吨级船坞, 15 万吨级半坞式船台, 5 万吨级可逆双台阶注水式干船坞, 浮船坞, 钢板预处理流水线、船体平面分段制作流水线等国内外先进的造船设施和一流设备。能够按中、挪、法、美、英、日等国家船级社和各种国际公约建造 40 万吨级以下各类船舶, 年造船能力可达 200 万载重吨。公司已设计建造各类船舶 200 多艘, 开发研制了 60 多种新船型。

2、发挥传统优势，中国重工成为海水淡化综合供应商龙头

淡水资源的匮乏和紧缺已成为制约很多国家经济发展的罪魁祸首。在这样的背景下, 水资源的最优解决方案就寄托在海水利用上。我国淡水资源状况紧张, 目前正常年份缺水量近 400 亿立方米, 其中灌溉缺水约 300 亿立方米。根据水利部的数据显示, 全国 660 多个城市中, 有 400 多个城市缺水, 其中 108 个为严重缺水城市。淡水资源短缺乃至水危机是我国经济社会可持续发展过程中的最大瓶颈制约之一。海水利用是解决我国水资源危机的重要措施之一, 也是实现水资源可持续利用, 保障沿海地区经济社会可持续发展的重大措施, 具有重大现实意义和战略意义。鉴于我国淡水资源的短缺, 海水淡化和直接利用是海洋新兴产业的发展重点。

表 5：十一五期间我国海水淡化在建项目

	项目名称及主要内容	方法	规模(m ³ /d)	完成年份
1	天津市海水淡化项目	热法/反渗透法 (MED/RO)	200,000	2009
2	山东烟台核能淡化项目	核能热法 (MED)	2 × 80,000	2008
3	辽宁葫芦岛市海水淡化工程	反渗透法 (RO)	30,000	2007
4	辽宁大连核能海水淡化项目	热法/反渗透法 (MED/RO)	160,000	2010
5	山东青岛黄岛海水淡化项目	热法/反渗透法 (MED/RO)	80,000	2009
6	浙江舟山、广东南澳等海岛海水淡化项目	反渗透法 (RO)	50,000	2006~2010
	合计		680,000	

数据来源：《海水利用专项规划》，东方证券研究所

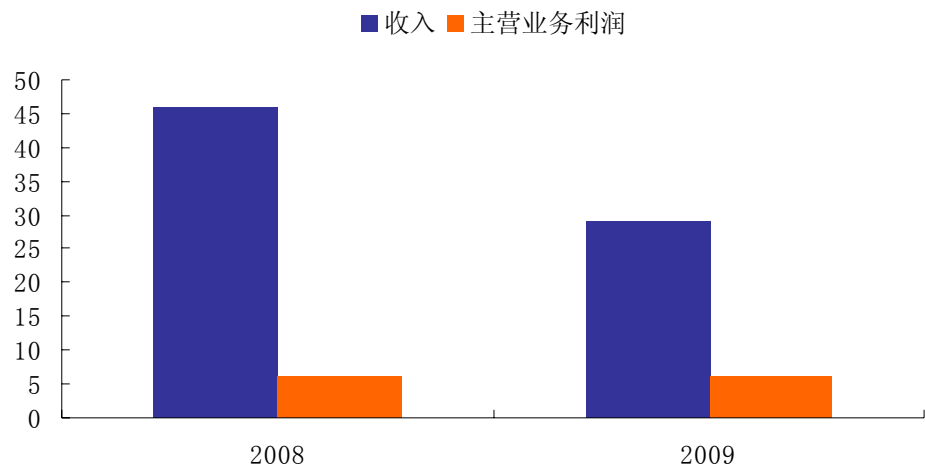
凭借多年在车载海水淡化装置方面的积累和投入, 中国重工在国内海水淡化方面具备较强的综合竞争力。海水淡化项目是山船重工发展的重要非船产业。2010 年 9 月 1 日, 山船重工承接的以色列 IDE 公司海水淡化项目在船体车间厂房正式点火开工。据介绍, 山船重工所承接的海水淡化项目是以色列 IDE 公司为天津北疆电厂配套的二期工程, 设计生产能力日产淡水 10 万吨。项目包括钢结构制造, 涂装, 管系制造及大量的机械加工等工程。其中, 钢结构新制总吨位约 6800 吨, 涂装面积约 16 万平方米, 合同总金额 1500 万美元。IDE 公司是以色列著名的海水淡化企业, 也是世界上唯一一家能同时提供热法和膜法两种不同海水淡化工艺技术及设备的供应商。此次与 IDE 公司的合作对于山船进一步打开海水淡化市场具有深远意义。另外, 公司下属的青岛双瑞凭借电解海水的核心技术, 在海水淡化方面公司也具备较强的竞争力。2008 年 5 月, 青岛双瑞在印尼 2 台 350MW 电厂 6000 吨/天海水淡化项目招标中胜出, 获得 2 × 90kg/h 电解制氯项目采购合同, 合同总额共计 3900 万元人民币。这标志着中船重工股份青岛双瑞公司正式进入海水淡化工程领域。

3、凭借机电液一体化优势，中国重工领衔海洋工程

海洋工程装备是指用于海洋资源勘探、开采、加工、储运、管理及后勤服务等方面的大型工程装备和辅助性装备。海洋工程装备属于高投入、高风险产品，从事海洋工程装备建造的厂商，须具有完善的研发机构、完备的建造设施、丰富的建造经验，以及雄厚的资金实力。而在这方面，以大型军用船舶见长的中船重具有天然的优势，凭借多年在机电液一体化综合技术能力方面的优势，中国重工是国内海洋工程当之无愧的龙头。

目前，中国重工的海洋工程装备业务主要由大船重工经营，主要建造各种类型的海洋平台和浮式生产结构。大船重工已经成功建造了高技术含量的JU2000型、CJ46型等四型自升式钻井平台；成功改建并解决了深水半潜式钻井平台关键技术，确立了国内海洋工程龙头地位。待大连海工基地全部建成后，将具备同时建造4座自升式钻井平台和1座半潜式钻井平台，或者同时建造6座自升式钻井平台的建造能力；年均产值可达80亿至100亿元。2009年，大船重工实现海洋工程业务收入29亿元，实现主营业务利润6.3亿元。

图7：大船重工海洋工程业务收入、主营业务利润（单位：亿元）



资料来源：东方证券研究所

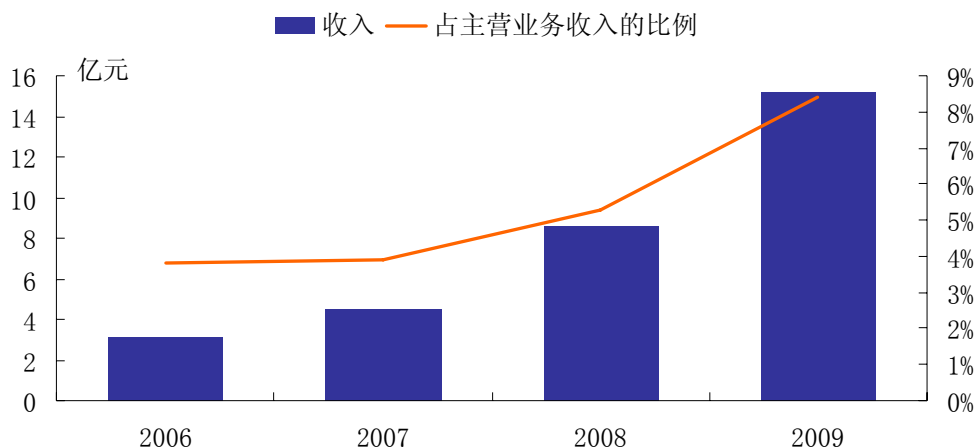
4、风电是中国重工海洋新能源产业龙头

公司是我国极少数具备海上风电产业链制造技术，并拥有自主知识产权的企业。公司旗下的山船重工制造出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。

风电齿轮箱是风电机组中最重要的零部件之一。公司下属的重齿公司是我国风电齿轮箱最主要的生产厂家之一，主营中大型齿轮箱，其产品主要应用于风电齿轮箱、军船用齿轮箱、民船用齿轮箱、海洋工程相关齿轮箱、建材和水泥用齿轮箱。重齿公司在各个齿轮箱领域都占据着重要的行业地位，**目前整体市场占有率居全国第二，其中2兆瓦风电齿轮箱已跃居国内第一**，2008年，公司生产风

电齿轮箱 113 万千瓦，按照中国风能协会《2008 中国风电发展报告》的统计数据，占全国新增装机容量的 15.60%。

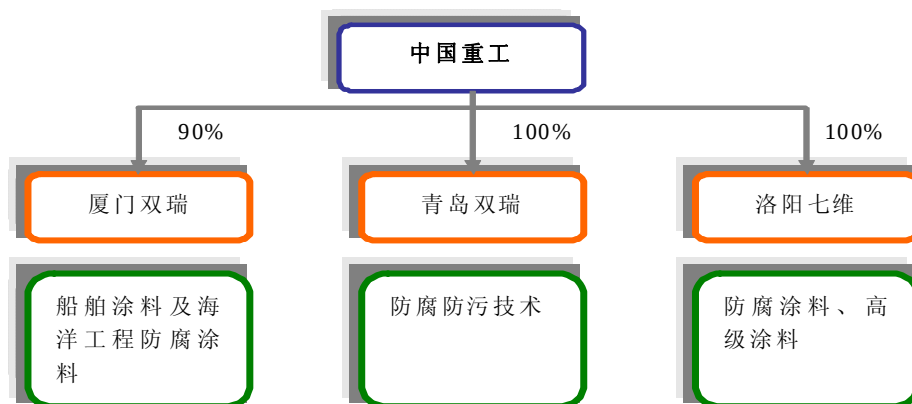
图 8：2006-2009 年公司风电齿轮箱业务收入及占主营业务收入的比重



资料来源：东方证券研究所

5、借助研究所技术积累，中国重工成为海洋新材料领域国家队

中船重工的洛阳船舶材料研究所（七二五所）**是我国唯一从事舰船材料研制及应用研究的多学科、多专业的综合性军工科研院所**。中国重工拥有七二五所下的厦门双瑞船舶涂料、青岛双瑞防腐防污工程和洛阳七维防腐工程等海洋新材料企业。公司在腐蚀与防护及水处理、高性能海洋防腐涂料、高性能船用涂料及其他高性能特种材料的研制、设计、生产与工程承包方面具有很强的优势，并已形成了一定的生产规模，建立起防腐领域的知名品牌。公司研制生产的防腐及特种涂料产品品种超过 100 个，每年承担各类防腐防污工程近百项，产品出口美国、日本、芬兰、印尼、新加坡、巴基斯坦、斯里兰卡、苏丹、香港等国家和地区。

图 9：中国重工下的新材料产业介绍


资料来源：东方证券研究所

● 青岛双瑞防腐防污工程有限公司

专门从事防腐防污技术及产品研发、设计、生产、施工并进行工程总承包。公司拥有四十多年的研究、设计、生产、试验、检验和施工历史，防腐产品获劳氏(LR)船级社、挪威船级社(DNV)和中国船级社(CCS)认证，获国家及省部级科技成果 40 多项，主编腐蚀与防护国家标准、部级标准 20 多项，主编电解海水次氯酸钠发生装置国家标准 2 项，其中 2005 年以来共制修国家标准、军用标准 8 项、企标 19 项，2008 年立项标准国军标 1 项、企标 18 项。公司在研的水处理、海水淡化以及燃料电池等项目发展前景广阔。

公司目前进行的压载水项目，有望为公司带来巨大收益。压载水是远洋船舶的必备，但其带来的外来生物传播问题已被国际机构认定为海洋面临的四大威胁之一。因此，根据 IMO 的公约，从 2012 年起，新造船舶必须安装压载水处理设备，并对现有船舶实施追溯，最迟到 2017 年，所有远洋船舶均须安装压载水处理设备。由此带来的压载水处理设备市场将迎来爆发式增长，根据国际机构预测，2009 到 2020 年，该市场年增长率将达 52.8%，产生的年均市场容量将超过 340 亿美元。而截至 2010 年 6 月，通过 IMO 相关认证的企业，全球只有 15 家，中国仅有青岛双瑞，目前，青岛双瑞正在积极扩张产能。

● 厦门双瑞船舶涂料有限公司

公司专业从事船舶涂料及海洋工程防腐涂料研发、生产和技术服务，研究开发了拥有自主知识产权的船舶涂料配套体系和海洋防腐蚀涂料体系，通过了中国船级社 CCS、英国劳氏船级社 LR 和挪威 DNV 等船级社认证，主编和参编了 40 多项相关涂料国家标准。并代表我国参与了国际海事组织(IMO)船舶涂料新标准的制定，掌握了市场准入的先机。

表 6：公司近年完成的重大项目

公司	军船业务	部分产品
2006 年	第一跨海大桥——杭州湾大桥的混凝土重防腐保护工程	>1000 万
2006 年	南水北调工程 PCCP 管道防腐工程	2006 万

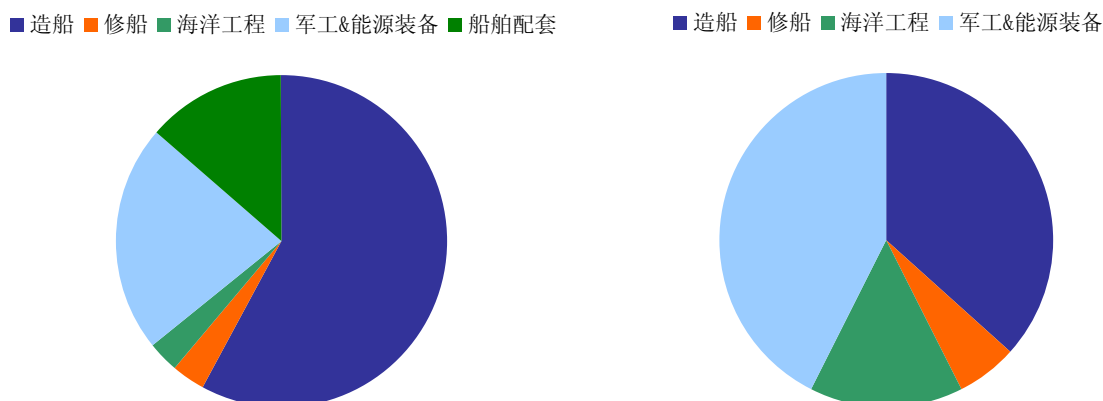
资料来源：东方证券研究所

● 洛阳七维防腐工程材料有限公司

公司生产防腐涂料、高级涂料等产品，主编了近三十项船舶涂料及实验方法的国家标准和国家军用标准，拥有海洋腐蚀与防护国防科技重点实验室，是中国船舶材料技术检测中心、中国船级社船舶材料验证试验中心、海军装备舰船材料检测中心、中国国家出入境检验检疫认可实验室，获得国家质量技术监督局的计量认证合格书（CMA）。公司产品广泛应用于船舶、港口设施、水利、水电、石油化工、冶金、交通、供热、环保、埋地管线、工业地坪等领域。能够从事船舶、港口设施、海洋工程、桥梁、石油化工、水电、核电、冶金、交通、市政、环保、埋地管线等领域防腐及工业地坪方案设计。公司目前拥有各型先进的涂料生产设备、专业检测设备及各种国产和进口施工设备，年生产能力达 10000 吨以上。

由此可见，凭借军工和海洋新兴产业业务，中国重工将成为我国海洋经济大发展中受益最为明显的上市公司，以 2011 年 0.59 元 EPS 为基础，我们给予公司 20 倍的估值和 11.8 元的目标价，维持“买入”评级。

图 10：中国重工增发完成后和“十二五”发展规划中的收入结构



资料来源：东方证券研究所

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	5418	6940.07	筹资活动现金净	16433.2	(12763.7)	(7746.4)	(6606.29)
EPS (元/股)	0.39	0.47	0.59	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/E(倍)	23.4	19.4	15.5	12.0
未分配利润	3680.70	6628.96	9660.73	13517.89	EV/收入(倍)	0.81	0.58	0.50	0.46
股东权益	32942.47	37151.08	41736.44	47617.79	EV/EBITDA(倍)	8.76	5.98	5.02	4.48
负债和股东权益	140119.7	136785.4	139266.5	144450.0	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