

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

船用链增速稳定，未来增长看海工系泊链

事件描述

近日，我们前往亚星锚链调研，与公司管理层就船用链及海工系泊链的发展情况做了详细沟通。

主要观点如下：

1. 海洋系泊链是海工平台和船舶的“必备品”，市场空间广阔，且进入高壁垒较高；
2. 公司 R5 系泊链成功装备国产钻井平台，技术优势初现，未来将充分受益海工发展；
3. 募投项目助力，系泊链将成未来业绩的核心增长极；
4. 船用链业务：稳固市场份额，向高端、大船级产品延伸；
5. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 20.35 亿、23.02 亿，每股收益分别为 0.50 元、0.62 元，对应 7 月 7 日收盘价的 PE 分别为 30、24 倍，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一， 海洋系泊链市场空间广阔，且进入高壁垒较高

系泊链是海工平台和船舶的“必备品”，市场规模有望随海工投资增长而扩大。海洋系泊链作用是将各类海工平台和海工船舶（如半潜式钻井平台、钻井船和 FPSO 等海工船舶）固定在预定位置，保证其开采或其他作业。系泊链的配备数量根据不同海域的海水深度、洋流等实际情况来决定，据了解，浅海海域平台和深海海域平台分别要配 8-12 根、24 根系泊链。

系泊链市场进入壁垒高，未来将成寡头垄断格局。系泊链占钻井平台总制造成本的比重非常小（通常仅占 2%左右），但却是决定平台能否正常工作的关键性配件，而且钻井平台的制造商都是有实力的石油企业，因此客户在选择系泊链时的价格敏感度较低，他们一定会选择质量好、品牌都被认可的产品。系泊链市场的高进入壁垒由此形成：只有被证明实际可用的品牌才能有资格参与市场竞争，潜在竞争者新进入该市场时极难获得认可，因此系泊链市场的未来将是强者恒强。

第二， 公司系泊链技术优势初现，将充分受益海工发展

R5 级海洋系泊链已获市场认可，抢占发展先机。目前公司占全球系泊链市场的份额约 20%，主要订单 R4 级系泊链。公司研发的 R5 级海洋系泊链已成功装备我国首座超深水钻井平台“海洋石油 981”（该钻井平台总造价 60 亿元，自重超过 3 万吨，高度相当于 45 层楼，是我国首次自主设计、建造的第六代 3000 米深水半潜式钻井平台）。公司 R5 级海洋系泊链的首例装备成功，向市场证明其在高端系泊链领域的技术实力，更重要的是打开了全球高等端系泊链市场的大门。

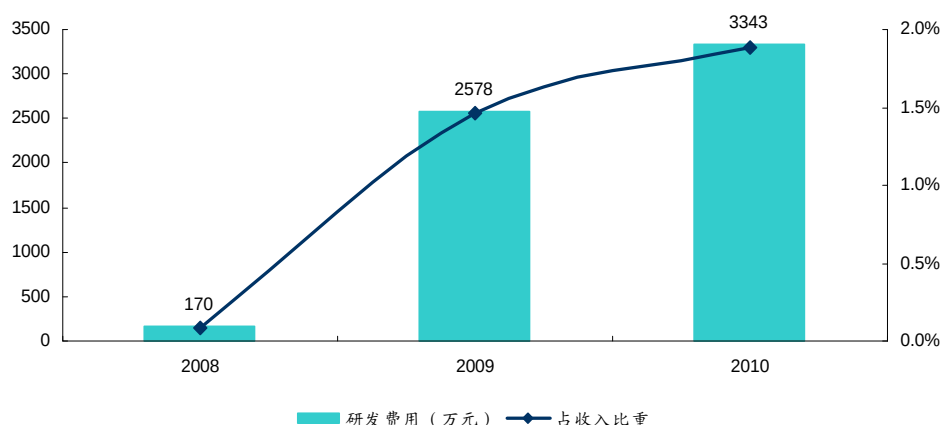
图 1：“海洋石油 981”示意图



资料来源：长江证券研究部

R6 级系泊链正处研发阶段，储备长期竞争力。公司近几年投入大量研发，2010 年研发费用为 3343 万元，占当年收入的比重为 1.88%。高额投入加速公司的新技术储备，例如，新一代的 R6 级系泊链目前正处于研发过程中，该级别系泊链抗拉强度高于 R5，能帮助海工平台和船舶进入 3000 米以上深度海域作业。我们认为，公司持续的技术投入，有助于打造齐全的海洋系泊链产品线，增强其长期市场竞争力。

图 2：公司近三年研发费用快速增长



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第三，募投项目助力，系泊链将成未来业绩的核心增长极

募投项目建成后，系泊链业务将贡献可观盈收。公司 IPO 募集的资金主要投向 R4、R5 级海洋系泊链建设项目，以实现这两类系泊链的量产。据了解，项目建成达产后，R4、R5 级海洋系泊链分别将贡献年销售收入 6.96 亿元和 10.9 亿元(2010 年全年销售收入为 17.78 亿元)，贡献利润总额 1.09 亿元和 1.16 亿元(2010 年全年净利润为 1.66 亿元)，该两类系泊链毛利率均达到 35%以上。

表 1：公司近三年研发费用快速增长

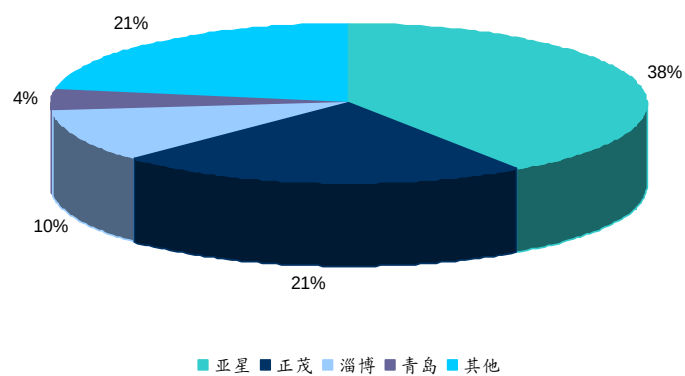
投资项目	投资额	建设期
年产 3 万吨大规格高强度 R4 海洋系泊链建设项目	4.01 亿元	2 年
年产 3 万吨超高强度 R5 海洋系泊链建设项目	2.78 亿元	2 年
江苏亚星锚链研发中心建设项目	0.38 亿元	2 年

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第四，船用链业务：稳固市场份额，向高端、大船级产品延伸

公司目标稳固其在传统船用链市场的地位和份额。由于传统船用链的制造技术成熟、技术难度较低，因此行业进入壁垒较低，市场竞争激烈。目前公司在国内船用链市场的市占率约为 28%，在加上控股子公司正茂集团的份额，具备国内市场的绝对优势。公司的计划是：维持自己现有的船用链市场地位，向高端、大船级产品延伸，实现船用链市场的稳定增长。

图 3: 公司近三年研发费用快速增长



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第五, 给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 20.35 亿、23.02 亿, 每股收益分别为 0.50 元、0.62 元, 对应 7 月 7 日收盘价的 PE 分别为 30、24 倍, 给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1778	2035	2302	3443	货币资金	2357	1621	1623	1730
营业成本	1337	1492	1679	2419	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	441	544	623	1025	应收账款	380	422	477	740
% 营业收入	24.8%	26.7%	27.1%	29.8%	存货	500	560	630	907
营业税金及附加	10	12	13	20	预付账款	137	152	17	24
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	94	102	115	172	流动资产合计	3393	2777	2772	3439
% 营业收入	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	112	122	138	207	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	10	10	10	10
财务费用	26	2	-6	-6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	185	551	896	907
资产减值损失	11	10	10	16	无形资产	95	91	86	82
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	23	23	23	23
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	15	2	2	3
营业利润	187	296	353	616	其他非流动资产	121	121	121	121
% 营业收入	10.5%	14.5%	15.3%	17.9%	资产总计	3843	3575	3910	4584
营业外收支	20	19	38	0	短期贷款	393	0	0	0
利润总额	207	315	391	616	应付款项	220	245	275	396
% 营业收入	11.7%	15.5%	17.0%	17.9%	预收账款	174	199	225	337
所得税费用	41	57	70	111	应付职工薪酬	9	10	12	17
净利润	166	258	320	506	应交税费	3	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	143	0	0	0
的净利润	149.9	233.8	290.0	457.5	流动负债合计	942	454	513	750
少数股东损益	16	25	30	48	长期借款	6	3	3	3
EPS（元/股）	0.32	0.50	0.62	0.98	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	37	37	37	37
经营活动现金流净额	-116	88	433	249	负债合计	986	494	553	791
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2724	2922	3169	3558
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	133	158	188	236
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2857	3080	3357	3794
固定资产投资	-14	-391	-393	-79	负债及股东权益	3843	3575	3910	4584
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-14	-391	-393	-79		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.320	0.500	0.620	0.978
股权融资	1965	0	0	0	BVPS	7.57	8.12	6.77	7.60
银行贷款增加（减少）	-209	-396	0	0	PE	46.18	29.60	23.87	15.13
筹资成本	90	-37	-38	-63	PEG	1.02	0.66	0.53	0.34
其他	-81	0	0	0	PB	1.95	1.82	2.18	1.95
筹资活动现金流净额	1765	-433	-38	-63	EV/EBITDA	20.02	16.17	13.24	7.61
现金净流量	1636	-736	2	107	ROE	5.5%	8.0%	9.2%	12.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。