

投资评级: **买入**

当前价格: **20.62 元**

目标价格: **24 元**

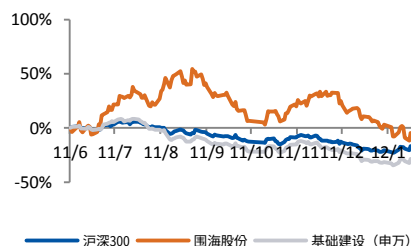
目标期限: **6 个月**

市场数据

总股本(百万股)	107
A 股股本(百万股)	107
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	25.23
12 个月最高/最低(元)	33.33/19.05
第一大股东	浙江国海控股集团
第一大股东持股比例	49.53%
上证综指/沪深 300	2244.58/2394.33

注: 2012 年 1 月 17 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-17	-12	12
绝对收益	-13	-18	-5

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 许雯

(8621) 68634510-8221

xw3315@xcsc.com

执业证书编号: S0500511050001

海堤工程龙头 行业前景广阔

调研目的:

我们近期对国海股份进行了调研, 与公司就目前公司的订单情况、业务模式、竞争优势、行业空间以及未来的发展战略等方面进行了沟通。

推荐逻辑:

- (1) 行业前景广阔, 细分行业海堤工程未来每年将保持 20% 以上的增速;
- (2) 公司是细分行业的龙头企业, 2010 年浙江省内市场占有率超过 30%。在深海软基处理上拥有绝对的技术优势。

投资要点:

□ 公司目前在手订单充裕, BT 项目占比增加有助于公司盈利提升

公司主要从事海堤、河道、水库、城市防洪等工程的建筑施工。今年以来, 中标了浙江省温州市瓯飞一期促淤工程 (一阶段) 施工 2 标、舟山市定海区金塘北部区域开发建设项目围涂工程施工 III 标、舟山市六横小郭巨二期围垦工程——郭巨堤工程施工、温州市龙湾二期围涂工程施工 2 标等大型项目。2011 年新接订单接近 28 亿元, 加上 2010 年的存量订单, 合计订单 40 多亿。2011 年底部分订单结清之后, 2011 年底公司的在手订单接近 30 亿元。公司目前在手订单较为充裕。2011 年公司超额完成了原定的 22 亿计划接单量, 2012 年、2013 年公司的计划接单量分别为 35 亿和 42 亿。

业务模式上, 上市后公司资金实力大大增强, 2011 年新签业务中 BT 业务占比提升至 35% 以上。BT 业务毛利率 (26% 左右) 远高于施工总承包的毛利率 (13% 左右), BT 项目比例的提高将有利于公司盈利能力的提升。未来在项目的选择上, 公司将坚持“抓大放小”的原则, 首选大、难项目及毛利率较高的项目。

□ 公司是海堤工程领军企业, 具有深海软基处理等技术优势, 拿项目能力较强

公司是全国水利系统海堤工程建设细分行业的领军企业, 市场份额排名第一。2009 年在全行业的市场占有率达 6.7%, 在浙江省市场占有率达 29.3%; 2010 年市场占有率进一步提高, 在浙江省内占有率提升至 1/3。公司第一目标实现省内市场占有率达 40%。在业务拓展上, 公司未来仍将立足浙江省, 以省内发展为主, 有合适项目也将向广东、广西等省外拓展。

目前公司的主要竞争对手有浙江省第一水电建设集团有限公司、浙江省正邦水电建设有限公司、浙江省水电建筑安装有限公司及中国水利水电第十二工程局。其中, 公司与中国水利水电十二局位列第一梯队。与竞争对手相比, 公司的突出优势在于具有大型低涂超软基以及深水海堤建设等技术优势。公司自主研发了液压对开驳、桁架式土方筑堤机、活塞式淤泥远距离输送装置、深水软基处理作业船等一系列先进专用设备, 形成了差异化的核心优势。此外, 公司拥有较强的业务公关能力, 这对于公司多拿项目、拿大项目能形成十分明显的竞争优势。

□ 公司募投项目进展顺利

公司募投项目正有序进行, 目前募投资金使用近一半左右。募投项目之一专用

设备购置项目上，目前小船已经建造完成，年后即可使用；大船建造时间约 2-3 年，进度正常。待专用设备购置项目完全完成，公司的产能将得到较大提升，有助于业务规模的进一步扩大。

□ 海堤工程前景广阔，为公司未来业务增长提供行业空间

公司的核心业务是海堤工程施工，占营业总收入比例超过 80%。2011 年中央一号文件第十一条明确指出“推进海堤建设”，海堤工程将面临非常大的发展机遇。未来几年预计全国每年在围海上的投资将有 200-300 亿元，浙江省每年围海投资将有 70-80 亿元，海堤工程行业有望保持年均 20% 以上的增长。“十一五”期间，我国的累计确权海域面积近 107 万公顷，开发空间还很大，行业的天花板还远远未到。“十二五”期间是我国区域发展由陆域延伸至海洋经济发展的新时期，国家将在湿地保护、海堤加固升级、园区开发、围垦等多个方面投入更大，实现向海洋要新的经济增长点。因此，未来几年海堤工程的前景是较为广阔的，也为公司的业绩增长提供了行业支撑。

□ 估值和投资建议

我们预计公司 2011-2013 年归属于母公司净利润分别为 8525 万元、11792 万元和 15162 万元；EPS 为 0.797 元、1.102 元和 1.417 元。给予公司 30 倍 PE，6 个月目标价为 24 元，投资评级为“买入”。

□ 重点关注事项

股价催化剂：公司中标大单；围垦行业出台利好政策。

风险提示：原材料价格上涨可能对公司盈利造成不利影响；若产生低价竞争可能对公司毛利率造成不利影响。

表 1、公司主要财务指标

财务预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	921.14	1017.45	1299.43	1642.13	2039.58
增长率 (%)	33.91	10.46	27.71	26.37	24.20
净利润 (百万元)	43.15	56.74	85.25	117.92	151.62
增长率 (%)	46.08	31.48	50.25	38.33	28.58
ROE (%)	22.34	23.59	10.48	12.66	14.00
EPS (元, 摊薄)	0.403	0.530	0.797	1.102	1.417
P/E (摊薄)	51.13	38.89	25.88	18.71	14.55
P/B (摊薄)	11.42	9.17	2.71	2.37	2.04
EV/EBITDA	35	24	17	13	10

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。