

资本货物/工业

首次覆盖

中国重工 (601989)



民船见底军船爆发 资产注入亦可期

评级: 增持

目标价格: 8.00

当前价格: 5.84

2014.11.20

 吕娟 (分析师)	 常微 (研究助理)	 王浩 (分析师)
021-38676139	021-38674937	0755-23976068
lvjuan@gtjas.com	changwei014300@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号 S0880511010047	S0880114090009	S0880513090004

本报告导读:

民船业务见底回升, 军船业务爆发且资产注入可期

投资要点:

结论: 公司舰船业务将迎来快速发展。民用船舶业务将不断回升, 军船业务迎来爆发且资产注入可期。我们预计 2014-2016 年 EPS 为 0.19、0.22、0.27 元, 2014-2016 年同比增幅分别为 15.4%、19.3%、20%。我们给予公司略低于行业平均水平的 PB 值 3 倍及 42 倍 PE, 由此对应目标价为 8 元。首次覆盖, 给予增持评级。

供给收缩, 民船业务盈利有望回升。 ①近年我国民营船厂不断退出, 供给收缩趋势明显②中国重工市场占有率由 2011 年的 10.8% 逐步上升至 2014 上半年的 19.3%, 并预计将进一步上升。③供给的持续收缩使得新造船价格指数整体呈现上升趋势并有望持续, 作为龙头船企的中国重工民船业务盈利将不断回升。

军船业务迎来爆发, 资产不断注入可期。 ①仅考虑航母舰队及两栖攻击舰队的建设, 我国平均每年新增舰船投资约 460-490 亿元。若考虑舰队舰船的一般扩充与升级, 年均舰船投资额将达到 1400 亿元左右。②公司为军工龙头, 后续依然有军工资产不断注入。

海工业务经营稳健, 业绩增长依然可以实现。 ①虽然近期油价暴跌影响了整个海工行业, 但我们认为中国重工作为国内经营最稳健、下游客户最优质且订单饱满的海工龙头企业, 受到冲击将较小, 盈利能力提升依然可以实现。②预计 2014-2016 年海工业务收入为 98 亿、118 亿、141 亿。毛利率水平由 2013 年的 6% 提升至 2016 年的 7% 左右。

风险因素: 民船业务出现反复的风险、油价长期低位损害公司海工业务的风险

交易数据

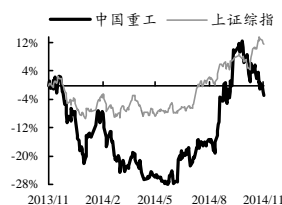
52 周内股价区间 (元)	4.36-7.10
总市值 (百万元)	106,038
总股本/流通 A 股 (百万股)	18,157/16,138
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	232.46
日均成交值 (百万元)	1417.18

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	56,742
每股净资产	3.13
市净率	1.9
净负债率	-9.26%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.05	0.04
Q2	0.04	0.03
Q3	0.06	0.05
Q4	0.01	0.07
全年	0.16	0.19

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	15%	-4%
相对指数	-13%	6%	-15%

相关报告

- 《启动军品整体上市 即将扬帆远航》
2013.9.11
- 《围绕军工和新兴产业 业务结构不断优化》
2011.8.29
- 《新接订单大幅增长 业务逐步多元化》
2011.8.22
- 《中船重工集团上市旗舰》
2009.12.01

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	58,501	51,269	53,109	60,830	71,607
(+/-)%	-9.7%	-12.4%	3.6%	14.5%	17.7%
经营利润 (EBIT)	2,630	2,362	3,147	3,893	4,793
(+/-)%	-40.3%	-10.2%	33.2%	23.7%	23.1%
净利润	3,577	2,935	3,387	4,042	4,850
(+/-)%	-28.7%	-17.9%	15.4%	19.3%	20.0%
每股净收益 (元)	0.20	0.16	0.19	0.22	0.27
每股股利 (元)	0.06	0.05	0.06	0.07	0.08

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净资产收益率 (%)	7.6%	8.2%	10.0%	10.2%	10.1%
投入资本回报率 (%)	8.6%	6.1%	6.7%	7.5%	8.5%
EV/EBITDA	7.1%	5.1%	8.0%	9.8%	12.1%
市盈率	23.8	25.0	19.9	17.0	14.6
股息率 (%)	29.6	36.1	31.3	26.2	21.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.11.20

股票研究

工业
资本货物

中国重工 (601989)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.00

当前价格: 5.84

2014.11.19

公司网址

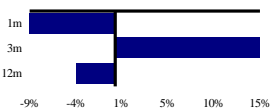
www.csicl.com.cn

公司简介

公司是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业,业务贯穿整个船舶配套业的价值链,可生产从铸钢件、锻钢件等基础船舶配套材料到船用柴油机、甲板机械等复杂船舶配套设备等。

公司是国内海军舰船装备的主要研制和供应商,核心产品中、低速船用柴油机、船用螺旋桨、甲板机械等凭借其合理的价格、可靠的品质和完善的售后服务在国内市场上享有良好的信誉,拥有广泛

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

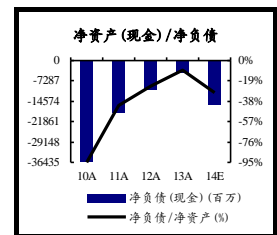
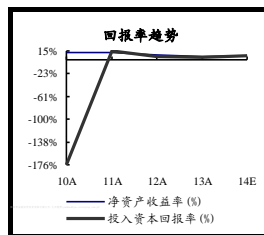
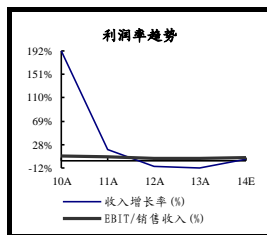
4.36-7.10

市值 (百万)

106,038

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E
损益表					
营业总收入	54,111	64,803	58,501	51,269	53,109
营业成本	45,803	55,252	50,705	43,782	45,499
税金及附加	139	160	158	122	133
销售费用	534	854	756	784	813
管理费用	3,032	4,016	4,088	4,099	3,718
EBIT	4,272	4,402	2,630	2,362	3,147
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	94	92	56	62	150
财务费用	-688	-713	-557	-531	81
营业利润	4,961	5,115	3,187	2,894	3,066
所得税	951	991	840	645	744
少数股东损益	45	-22	-12	-170	-215
净利润	4,321	5,020	3,577	2,935	3,387
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	74,290	69,017	67,268	63,146	80,000
其他流动资产	42,577	66,346	66,276	63,548	62,077
长期投资	923	1,147	1,108	1,125	1,123
固定资产合计	26,534	33,951	36,380	38,057	36,407
无形及其他资产	5,074	6,456	8,065	7,475	6,275
资产合计	149,482	176,969	179,164	173,410	185,868
流动负债	84,549	93,057	98,370	91,386	103,027
非流动负债	26,701	39,291	36,348	31,626	29,982
股东权益	38,232	44,621	44,446	50,398	52,859
投入资本(IC)	-1,994	24,433	37,039	46,363	39,280
现金流量表					
NOPLAT	3,508	3,674	2,128	1,916	2,549
折旧与摊销	1,351	1,839	1,812	1,855	2,160
流动资金增量	(29,334)	18,069	10,357	7,833	(5,413)
资本支出	20,317	7,372	2,444	1,635	257
自由现金流	(4,158)	30,954	16,741	13,238	(447)
经营现金流	1,349	(9,647)	(7,166)	(1,328)	11,742
投资现金流	737	(4,699)	(2,849)	(2,277)	(296)
融资现金流	(5,333)	4,747	10,541	3,249	5,408
现金流净增加额	(3,248)	(9,599)	526	(356)	16,854
财务指标					
成长性					
收入增长率	191.5%	19.8%	-9.7%	-12.4%	3.6%
EBIT 增长率	182.0%	3.0%	-40.3%	-10.2%	33.2%
净利润增长率	189.9%	16.2%	-28.7%	-17.9%	15.4%
利润率					
毛利率	15.4%	14.7%	13.3%	14.6%	14.3%
EBIT 率	7.9%	6.8%	4.5%	4.6%	5.9%
净利润率	8.0%	7.7%	6.1%	5.7%	6.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.8%	11.9%	8.6%	6.1%	6.7%
总资产收益率(ROA)	2.9%	2.8%	2.0%	1.7%	1.8%
投入资本回报率(ROIC)	-175.9%	15.0%	5.7%	4.1%	6.5%
运营能力					
存货周转天数	86	146	214	245	219
应收账款周转天数	59	110	150	161	151
总资产周转天数	645	919	1111	1255	1235
净利润现金含量	0.31	(1.92)	(2.00)	(0.45)	3.47
资本支出/收入	37.55%	11.38%	4.18%	3.19%	0.48%
偿债能力					
资产负债率	74.4%	74.8%	75.2%	70.9%	71.6%
净负债率	-95.3%	-41.8%	-23.9%	-9.1%	-29.7%
估值比率					
PE	9.0	17.1	23.9	30.8	26.7
PB	2.5	2.1	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA	18.8	16.9	23.8	25.0	19.9
P/S	1.67	1.39	1.54	1.76	1.70
股息率	1.1%	1.2%	1.1%	0.8%	1.0%



目 录

1. 核心推荐逻辑.....	4
2. 供给收缩,民船业务将不断回升.....	4
3. 军船业务迎来爆发,资产不断注入可期.....	6
3.1. 深蓝战略实施,舰船进入快速发展期.....	6
3.2. 公司为军工龙头,后续依然有军工资产不断注入.....	7
4. 海工业务经营稳健,业绩增长依然可以实现.....	8
5. 盈利预测与投资建议.....	10
6. 风险因素.....	13
6.1. 民船业务出现反复的风险.....	13
6.2. 油价长期低位损害公司海工业务的风险.....	13

1. 核心推荐逻辑

结论: 中国重工船舶业务预计将不断回升, 军船业务迎来爆发且资产注入可期。我们预计 2014-2016 年 EPS 为 0.19、0.21、0.29 元, 2014-2016 年同比增幅分别为 15.4%、19.3%、20%。我们给予公司略低于行业平均水平的 PB 值 3 倍及 42 倍 PE, 由此对应目标价为 8 元。首次覆盖, 给予增持评级。

供给收缩, 民船业务将不断回升。 ①近年我国民营船厂不断退出, 供给收缩趋势明显②中国重工新接订单市场占有率由 2011 年的 10.8% 逐步上升至 2014 上半年的 19.3%, 并预计将进一步上升。③供给的持续收缩使得新造船价格指数整体呈现上升趋势。我们预计这一趋势虽有反复可能, 但大体上还将持续, 作为龙头船企的中国重工民船业务盈利将不断回升。

军船业务迎来爆发, 资产不断注入可期。 ①仅考虑航母舰队及两栖攻击舰队的建设, 我国平均每年新增舰船投资约 460-490 亿元。若考虑舰队舰船的一般扩充与升级, 年均舰船投资额将达到 1400 亿元左右。②公司为军工龙头, 预计后续依然有军工资产不断注入。

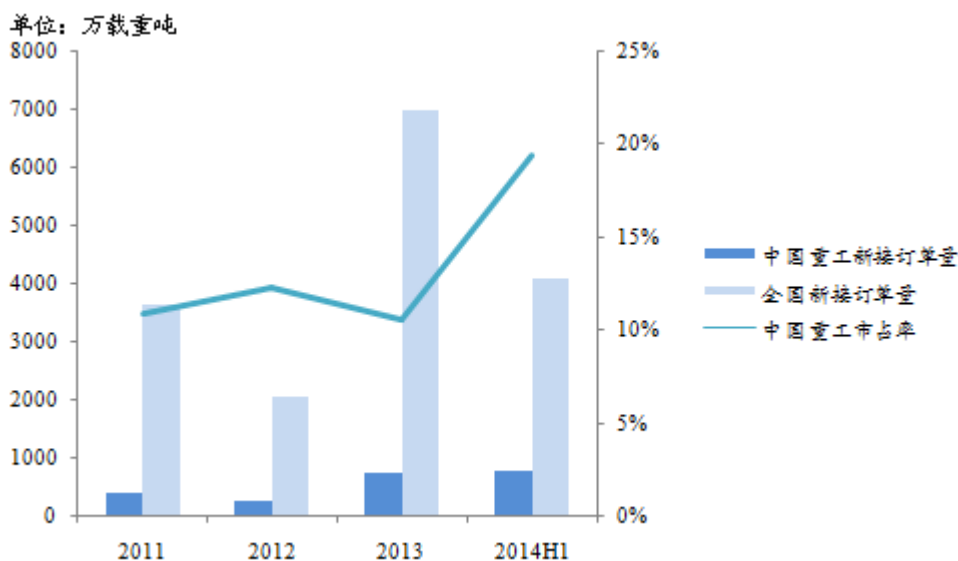
海工业务经营稳健, 业绩增长依然可以实现。 ①虽然近期油价暴跌影响了整个海工行业, 但我们认为中国重工作为国内经营最稳健、下游客户最优质且订单饱满的海工龙头企业, 受到冲击将较小, 盈利能力提升依然可以实现。②预计 2014-2016 年海工业务收入为 98 亿、118 亿、141 亿。毛利率水平由 2013 年的 6% 提升至 2016 年的 7% 左右。

风险因素: 民船业务出现反复的风险、油价长期低位损害公司海工业务的风险。

2. 供给收缩, 民船盈利有望回升

金融危机之后, 船舶行业供给不断收缩, 新接订单不断向优势船厂集中, 尤其是央企船厂, 很多民营船厂因为①基本是在景气高点进入造船行业, ②船舶制造经验不足, 应对危机能力有限, ③船舶行业景气回落, 融资能力较差, 缺少来自银行等金融支持, 大范围退出造船行业。作为央企船厂, 中国重工 2011 年至 2014 年上半年, 市场占有率经历了基本持平到快速提升的过程。中国重工新接船舶订单市场占有率由 2011 年的 10.8% 上升至 2014 上半年的 19.3%。预计未来央企船厂份额上升的趋势还将继续。

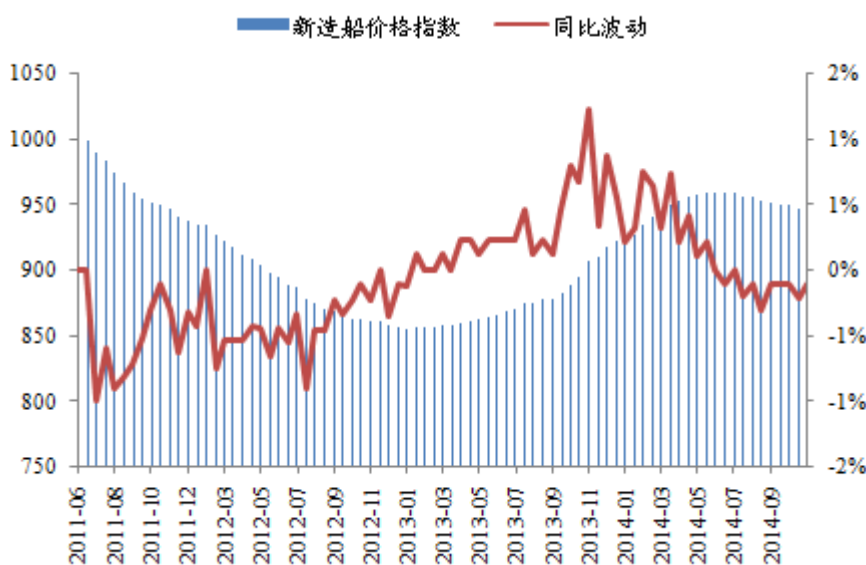
图 1: 中国重工新接船舶订单量及市场占有率



数据来源: Clarksons、国泰君安证券研究

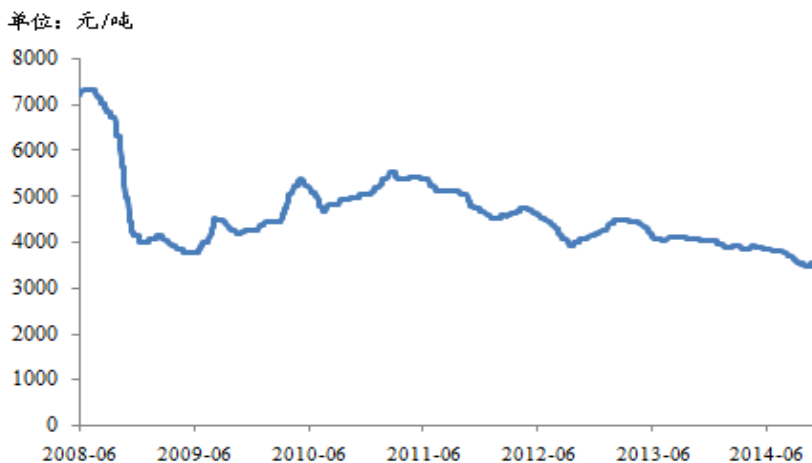
由于订单向中国重工这样的优势船厂集中, 优势船厂在手订单饱满基本排产至 2017 年, 预计船价未来 3 年将持续高于 2008 年金融危机之后的最低点, 总体保持上升趋势, 否则优势船厂缺少意愿去接新订单。另一方面, 判断主要原材料价格将继续保持低位。基于对船价和原材料价格的判断, 预计公司民船盈利将回升。

图 2: 新造船价格指数整体呈现上升趋势



数据来源: Clarksons、国泰君安证券研究

图 3: 造船板价格依然维持低位 (上海; 10mm)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3. 军船业务迎来爆发，资产不断注入可期

3.1. 深蓝战略实施，舰船进入快速发展期

我国军事战略经历了从近岸防御到远海机动的发展历程。近期南海局势的日趋严峻与复杂加速了我国远海战略——即深蓝战略的发展。

表 1: 我国军事战略的变化与发展

时期	军事战略	备注
20 世纪 50 年代至 70 年代	近岸防御	近岸海域防御作战
20 世纪 80 年代至 90 年代	近海防御	以近海防御为主的战略
20 世纪初	近海作战	全面提高近海综合作战能力、战略威慑与反击能力，推动海军建设整体转型
2013 年来	远海机动	发展航空母舰、潜艇和各种舰艇，完善综合电子信息系统装备体系，提高远海机动作战，增强战略威慑与反击能力

数据来源: 国防白皮书、国泰君安证券研究

而从近海防御到远洋战略，以及我国海军装备的全面升级，将带来 1) 我国能执行远洋巡逻作战任务的大中型舰船及其编队的急速扩充。2) 我国轻型战舰及补给船的更新换代与扩充。

据英国《简氏防务周刊》统计，截止 2013 年底，我国各类服役舰艇总数约为 1200 艘，数量虽然世界第一，力压美国和俄罗斯。但舰艇总吨位仅为 80 万吨，远远不及美国的 300 万吨和俄罗斯的 110 万吨。反映出我国舰艇虽然数量众多，但在质量上依然有很大差距。其中 5000 吨以上战舰仅为 13 艘，甚至不及日本的 20 艘，与美国的 100 艘左右的数量更是相差甚远。深蓝战略的实施，尤其会带动我国目前薄弱的大中型战舰蓬勃发展。

未来我国舰船需求可以大致分为两类：一是顶级舰队——航母舰队与两栖攻击舰队的建设，二是我国三大舰队——北海舰队、南海舰队与东海舰队舰船装备的一般化扩充与升级。航母舰队及两栖攻击舰队需求分析

如下:

1) 航母及航母编队方面。据中国军事网报道,十年后,也就是到2024年我国要新增3艘航母及3支航母编队。则未来十年将新增31-34艘舰船,新增2977亿元至3282亿元人民币投资。

表 2: 航母编队组成及造价

航母编队组成	航母数量			单价
	一	二	三	
攻击性核潜艇	1-2	2-3	5-6	22
导弹巡洋舰和驱逐舰	4	8	9	14
反潜型导弹驱护舰	4	8	14	15
综合补给舰	1	2	3-5	14
总计	10-11	20-21	31-34	--

数据来源: National Maritime Foundation、国泰君安证券研究

2) 两栖舰队方面。据搜狐军事网报道,未来十年我国将新增4艘两栖攻击舰及4支两栖攻击舰编队。则未来十年将新增24艘舰船,新增1608亿元人民币投资。

表 3: 两栖攻击舰编队组成及造价

两栖攻击舰编队组成	两栖攻击舰数量			单价
	一	二	四	
船坞登陆舰	1	2	4	10
巡洋舰	1	2	4	15
驱逐舰	1	2	4	18
护卫舰	1	2	4	0.9
攻击核潜艇	1	2	4	22
总计	6	12	24	--

数据来源: National Maritime Foundation、国泰君安证券研究

由上述分析可知,到2024年,仅考虑航母舰队以及两栖攻击舰队的建设,我国就将新增舰艇数量55-58艘,新增舰艇方面投资4585亿元-4890亿元人民币,即平均每年新增舰船投资约460亿元至490亿元人民币。若考虑进舰队舰船的一般扩充与升级,则新增舰艇及新增投资将远远大于上述数额。如2013年我国海军新服役及下水舰艇数量就达到28艘,2014年也将有21艘舰艇服役和下水。保守估算,加上舰队的一般扩充与升级,年均舰船投资额将达到1400亿元左右,6倍于目前公司舰船制造改装(包含民船)的总收入规模。

3.2. 公司为军工龙头, 后续依然有军工资产不断注入

中国重工作为军工龙头, 承担了多数海军装备研制生产任务, 公司是国内绝对主导大型主力舰艇总装单位, 国内唯一核潜艇总装核心配套单位, 国内主导中小型舰艇及军辅船总装单位, 国内唯一武器装备总装单位, 国内主导地位舰艇装备单位。同时还涉足陆军、空军、二炮等军兵种设备生产。

截止 2014 年 6 月底，中国重工军工军贸与海洋经济产业手持订单 921.68 亿元，同比增长 52.75%，其中大部分为军工军贸订单。在国家深蓝战略下，根据集团承诺，预计中国重工后续还将有一系列变革和优质资产注入，生产能力和盈利能力预计将不断提升。

表 4: 中国重工后续变革及待注入优质资产一览

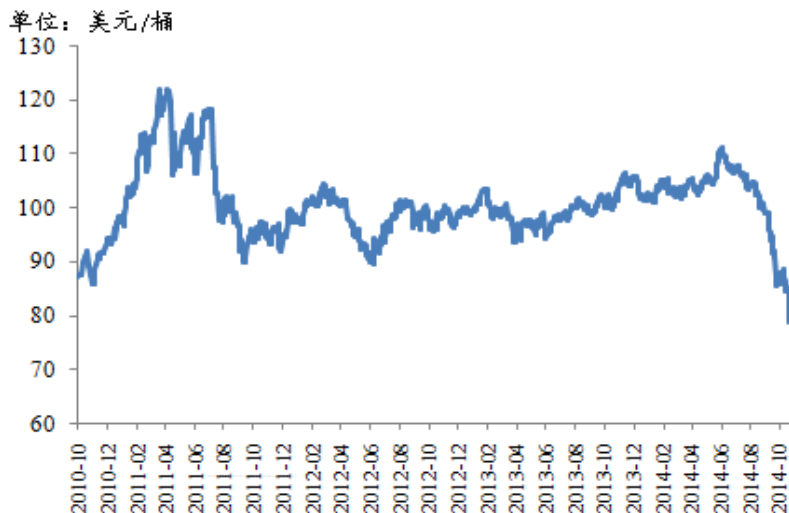
	内容	备注
后续变革与资产注入 科研院所改制	1 科研院所已完成一所两制	集团已经设立相关科技集团作为改制载体，各方面已做好准备，可迅速实现翻牌改制
	2 部分科技产业已经注入	集团 IPO 时有 16 家子公司来自科研院所，以对接研究所业务整体注入
	3 军工科研院所被誉为军工钻石矿	科研院所对集团的利润贡献度 40% 以上，资产收益率远高于上市公司
集团存续优质资产将陆续注入	1 水中兵器总装未注入资产	昆船集团、重庆前卫、汾西重工、江淮重工
	2 军工电子装备未注入资产	汉光重工、西安东风
	3 水声对抗装备未注入资产	海声科技、辽海机械、长城电子
承诺的 10 家企业后续注入	华渝电气、远风机械、液机电、长平机械、清平机械、天津新港、川东船舶、海西船柴、瓦西兰齐耀、长江涂装	

数据来源：公司官网、新浪军事网、铁血网、国泰君安证券研究

4. 海工业务经营稳健，业绩增长依然可以实现

海工装备行业学习周期较长，但是一旦度过学习周期，业绩景气周期可期。中国重工旗下子公司大连船舶已度过学习期，并已具备规模化生产能力与盈利能力。虽然近期油价暴跌影响了整个海工行业，但我们认为中国重工作为国内经营最稳健、下游客户最优质且订单饱满的海工龙头企业，受到冲击将较小，盈利能力提升依然可以实现。

图 4: 2014 年 6 月份以来布伦特原油价格暴跌



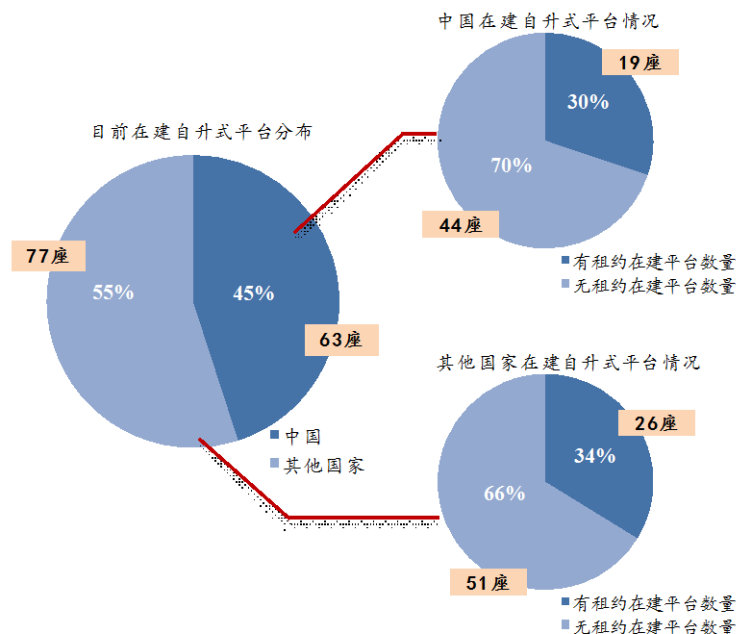
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

我们判断油价的降低将造成 1) 新增订单减少 2) 已有未建订单的取消 3) 在建设设备对应客户推迟提货或放弃设备。对于订单不饱和、未实现规模化生产的非海工龙头企业来说，油价下跌带来的三种风险都将会对其经营造成较大影响。但对于海工龙头中国重工来说，目前其在建设设备交货时间都已排至 2016 年以后，新增订单减少以及已有未建订单的取消至少对其 2016 年前的经营并不能造成明显影响。在建设设备对应客户推迟提货或放弃设备确实是目前面临的风险之一。

对于在建设设备，面临油价暴跌，有租约在建设设备经营风险将远小于无租约在建设设备。考虑到国家对海工装备发展的支持，面向国内客户在建设设备的经营风险要比面向国外客户在建设设备的经营风险要小得多。且其中面向国外顶级船东的经营风险又远小于面向国外中小船东的经营风险。中国重工不仅所有在建设设备均有租约，至少 50% 以上的在建设设备均面向国际顶级船东及国内油服龙头中海油服，这在国内海工企业中独树一帜。

1) 自升式平台方面。目前我国在建的约 63 座自升式平台中仅有 30% 有租约，基本上集中在中国重工、中集来福士、中远船务等海工龙头企业中。但海工龙头中即便是中集来福士依然有 2-3 台自升式平台是无租约生产，中国重工目前在建的所有自升式平台则均有租约。

图 5: 目前 (2014 年 11 月 18 日) 在建自升式钻井平台情况



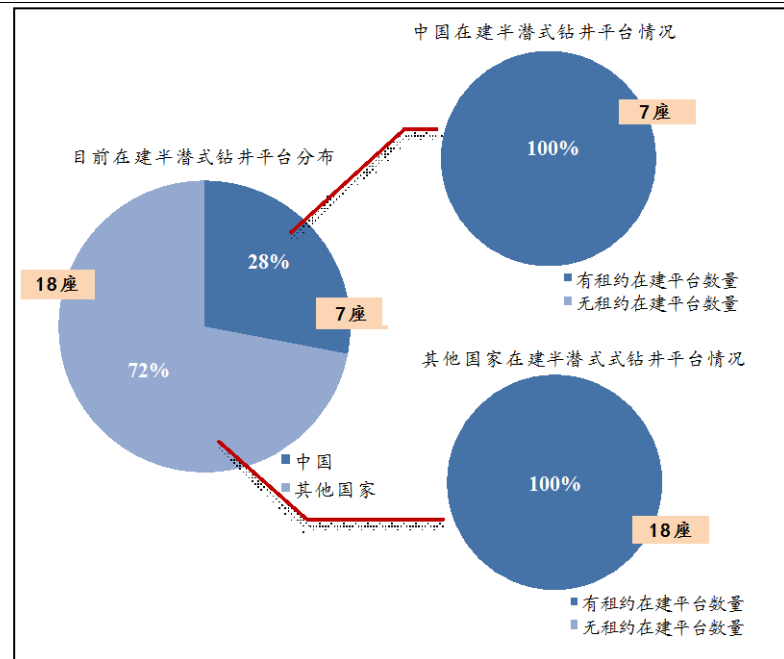
数据来源：航运在线、国际船舶网、国泰君安证券研究

海工龙头有租约在建的自升式平台中，有 85% 以上面向国外客户。其中只有中国重工在建的 4 座面向世界顶级船东挪威 Seadrill，其余企业多面向国外中小客户。中国重工在建自升式平台客户推迟提货或取消订单风险远远小于其他国内海工企业。

2) 半潜式平台方面。目前我国在建约 7 座半潜式平台虽都有租约，其

中除中国重工一座 982 半潜式平台面向中海油服外，其余在建半潜式平台几乎面向的都是国外客户。中国重工半潜式平台客户推迟提货可能性明显相对较小。

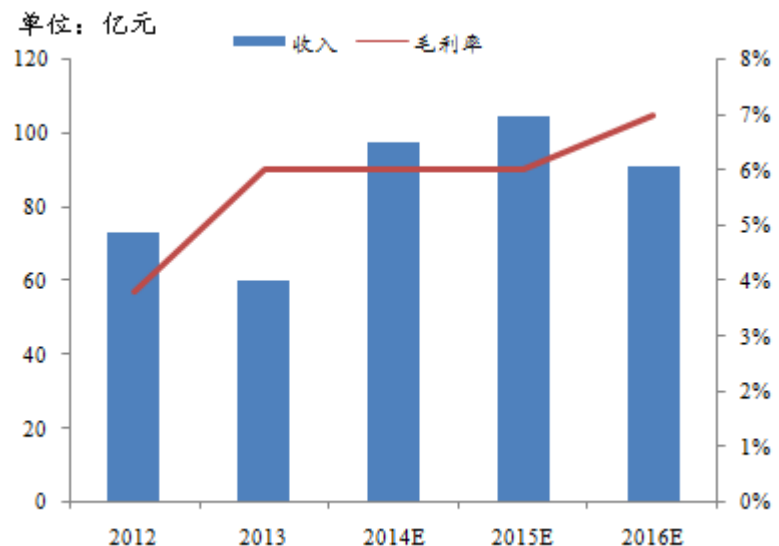
图 6: 目前 (2014 年 11 月 18 日) 在建半潜式钻井平台情况



数据来源: 航运在线、国际船舶网、国泰君安证券研究

总之，中国重工作为经营稳健、客户优质的海工龙头，其业绩景气周期受此次油价暴跌影响相对最小，业绩增长依然可以实现。

图 7: 中国重工海工业务收入与毛利率



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

5. 盈利预测与投资建议

公司未来的增长主要来自民船盈利触底回升，军船业务将快速发展，海工业务稳中有升。

船舶制造及修理改装

该业务主要包含民船业务与军船业务。民船行业由于行业供给收缩，作为龙头的中国重工市场占有率将不断提升，加上新造船价格的复苏和造船原材料价格的下降，民船业务将触底回升；军船方面则受益于国家舰船投资热潮及后续军工资产的注入预期而获得快速增长。预计船舶制造业务 2014-2016 年增速分别为-3%、20%、25%。

船舶配套

船舶配套业务景气周期与船舶制造业务景气周期基本一致，预计船舶配套业务 2014-2016 年增速分别为 21%、21%、21%。

海工业务

中国重工海工业务已度过学习期，具备可规模化生产能力与盈利能力。虽然近期油价暴跌影响了整个海工行业，但我们认为中国重工作为国内经营最稳健、下游客户最优质且订单饱满的海工龙头企业，受到冲击将较小，在手订单的生产基本可以按计划实现。预计海工业务 2014-2016 年增速分别为 62%、20%、20%，2014-2016 毛利率也将由 5%提升至 7%。

表 5: 公司营业收入预测表

(单位: 百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	64,803.38	58,501.38	51,269.18	53,109.05	60,829.80	71,606.81
增速		-9.72%	-12.36%	3.59%	14.54%	17.72%
营业成本	55,252.29	50,704.53	43,781.88	45,498.76	51,825.45	60,792.41
营业毛利	9,551.09	7,796.85	7,487.30	7,610.29	9,004.35	10,814.40
毛利率(%)	14.74%	13.33%	14.60%	14.33%	14.80%	15.10%
舰船制造及修理改装						
收入	35,198.83	27,599.04	23,850.28	23,134.77	27,761.73	34,702.16
增速		-21.59%	-13.58%	-3.00%	20.00%	25.00%
成本	31,379.82	24,164.27	20,888.87	20,011.58	23,736.28	29,496.83
毛利	3,819.01	3,434.78	2,961.41	3,123.19	4,025.45	5,205.32
毛利率(%)	10.85%	12.45%	12.42%	13.50%	14.50%	15.00%
能源交通装备及其他						
收入	5,990.57	12,707.38	13,496.25	12,753.95	12,116.25	11,510.44
增速		112.12%	6.21%	-5.50%	-5.00%	-5.00%
成本	4,898.00	10,980.35	11,510.02	10,840.86	10,298.82	9,783.88
毛利	1,092.57	1,727.03	1,986.22	1,913.09	1,817.44	1,726.57
毛利率(%)	18.24%	13.59%	14.72%	15.00%	15.00%	15.00%
海洋工程业务						
收入	1,037.10	7,322.65	6,054.20	9,807.80	11,769.36	14,123.23
增速		606.07%	-17.32%	62.00%	20.00%	20.00%
成本	820.44	7,044.13	5,689.26	9,317.41	11,063.20	13,134.61
毛利	216.66	278.51	364.94	490.39	706.16	988.63
毛利率(%)	20.89%	3.80%	6.03%	5.00%	6.00%	7.00%
舰船配套						
收入	14,868.52	10,406.50	8,858.53	9,832.96	11,602.90	13,691.42
增速		-30.01%	-14.88%	11.00%	18.00%	18.00%
成本	12,279.43	8,529.28	7,007.83	7,768.04	9,166.29	10,816.22

毛利	2,589.10	1,877.22	1,850.69	2,064.92	2,436.61	2,875.20
毛利率(%)	17.41%	18.04%	20.89%	21.00%	21.00%	21.00%
内部抵销						
收入	-2,573.02	-2,564.90	-2,420.44	-2,420.44	-2,420.44	-2,420.44
增速		-0.32%	-5.63%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
成本	-2,668.12	-2,623.36	-2,439.13	-2,439.13	-2,439.13	-2,439.13
毛利	95.10	58.46	18.69	18.69	18.69	18.69
毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: 国泰君安证券研究

基于以上分析, 我们预计 2014-2016 年 EPS 为 0.19、0.22、0.27 元, 2014-2016 年同比增幅分别为 15.4%、19.3%、20%。基于公司规模较大可能导致成长性稍显不足, 我们给予公司略低于行业平均水平的 2014 年 42 倍 PE、2015 年 36 倍 PE、2016 年 30 倍 PE, 由此对应目标价为 8 元。

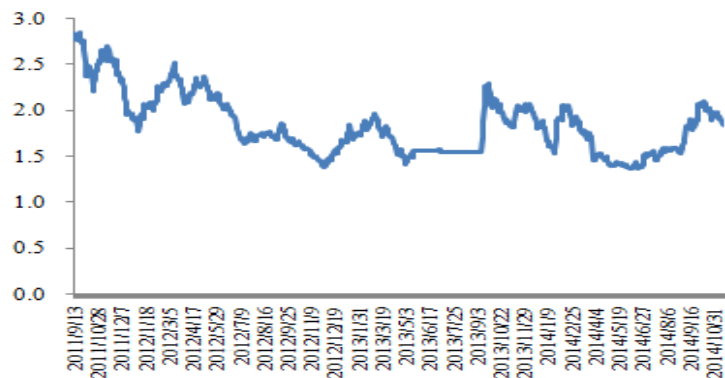
同样由于公司规模较大, 我们给予公司低于行业平均水平的 PB 值 3 倍, 由此对应目标价为 8.79 元。综合 PB 与 PE 估值, 最终给与目标价为 8 元。首次覆盖, 给予增持评级。

表 6: 同类公司估值比较

公司	代码	股价		EPS			PE		PB	
		20141120	2013A	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E		2016E
中航飞机	000768	15.29	0.13	0.17	0.24	0.30	89.68	65.06	49.87	3.50
哈飞股份	600038	35.61	0.49	0.52	0.65	0.79	68.23	55.19	45.12	3.45
中国卫星	600118	21.19	0.28	0.30	0.39	0.41	73.76	60.49	54.70	6.02
中航电子	600372	25.78	0.36	0.38	0.45	0.57	70.90	56.72	46.82	8.58
航空动力	600893	27.64	0.30	0.47	0.58	0.72	60.93	44.57	35.69	3.76
中国船舶	600150	35.48	0.03	0.21	0.55	0.91	151.95	56.57	33.23	2.80
广船国际	600685	27.47	0.02	0.06	0.22	0.38	5971.74	115.08	53.77	5.86
均值							85.91	56.44	45.60	4.85

数据来源: WIND(2014-11-19 最新 PB、PE 计算值, 前者基于 2014 年三季度报每股净资产计算, 后者基于 WIND 一致盈利预测预期)、国泰君安证券研究

图 8: 公司 PB 值



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

6. 风险因素

6.1. 民船业务出现反复的风险

虽然目前民船行业供给收缩，作为龙头的中国重工市场占有率不断提升，且新造船价格也有所上涨。但不排除民船行业出现反复甚至进一步衰退的可能性，提示公司民船业务可能出现反复的风险。

6.2. 油价长期低位损害公司海工业务的风险

虽然公司作为经营稳健、客户优质的海工龙头在此轮油价暴跌中具有相对优势，但若油价长时间维持低位并无转暖迹象，后续订单将可能无法接上，海工盈利能力也将降低。公司海工业务可能会出现明显下滑。我们提示油价长期低位损害公司海工业务的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		