

上市公司简评报告

专用设备

造船毛利率低于预期

事件

公司披露 2008 年报：全年实现营业收入 276.56 亿元，同比增长 47.98%；归属于母公司的净利润 41.60 亿元，同比增长 48.63%；基本每股收益 6.28 元；利润分配预案 10 派 10 元。公司业绩符合我们先前预期。

简评

公司扣除少数股东损益前的净利润同比增长 27.20%，增速低于收入增速的主要原因是毛利率下降和计提大额存货跌价准备。

造船毛利率大幅下降

2008 年公司营业毛利率 21.02%，同比下降 5.67 个百分点，比前三季度还下降 2.05 个百分点；可以看出，由于购买周期影响去年四季度船板价格大跌未在成本中体现。其中，造船毛利率 16.33%，同比下降 6.12 个百分点；修船毛利率 32.37%，同比提高 5.33 个百分点；船配业务毛利率 29.31%，同比提高 2.04 个百分点。造船业务毛利率大幅下降主要是由于：船板和加工费、工人工资大幅上涨；江南长兴未完全达产，拉低造船毛利率；产品结构调整，毛利率较高的散货船比重下降。我们预计，今年修船和船配会维持较高毛利率水平，造船毛利率有较大幅度上涨。

四季度继续计提大额存货跌价准备

上半年，公司对中船澄西承接的 5 艘 5.3 万吨散货船计提了 11294 万元的预计合同损失，计入存货跌价准备，造成上半年每股收益略低于我们预期。四季度，公司资产减值损失增加 33757.30 万元，超过前三季度的总和 13523.50 万元。从损失构成来看，增加的除了年底计提的坏账损失 6529 万元外，主要是存货跌价损失。全年公司计提的存货跌价损失 3.82 亿元，同比增长 2.3 倍。我们认为，这一部分跌价损失除中船澄西的散货船之外，还有可能是针对外高桥其他船型以及 3000 米深海钻机平台的继续计提；计提大额减值准备，对公司以后年度的业绩确认构成较大支撑。

期间费用下降和营业外收入增长提高利润增速

2008 年公司期间费用率 2.23%，同比下降 2.58 个百分点；其中销售费用增长 46.5%，但财务费用为 -8.46 亿元，同比下降 162.19%。公司财务费用大幅下降主要是由于美元贷款大增升值产生汇兑收益和远期外汇合约交割所致。内销远洋船财政补贴大幅增加，营业外收入 4.18 亿元，同比增长 107.54%。

盈利预测与估值

目前公司手持订单充足，市场估值较低源于目前新船成交几乎停滞、对 2011 年以后业绩增长担心。预计在今年年底或明年初，新船成交如果有所恢复、估值水平将提高。预计 2009~2011 年实现 EPS7.53、8.86 和 8.95 元，目标价 60 元，维持增持评级。

中国船舶（600150）

维持

增持

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn

010-85130639

分析日期：2009 年 03 月 31 日

当前股价：57.25 元

目标价格 6 个月：60.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.8/12.6	45.9/16.4	-53.3/-21.2
12 月最高/最低价 (元)		142/0
总股本 (万股)		66,256
流通 A 股 (万股)		14,685
总市值 (亿元)		379
流通市值 (亿元)		84.07
近 3 月日均成交量 (万)		647
主要股东		
中国船舶工业集团公司		61.06%

股价表现



相关研究报告

2008.3.18	毛利率提升促业绩大涨
2008.4.28	毛利率好于预期
2008.8.22	计提跌价准备影响预期
2009.1.20	新船成交或低于 5000 万载重吨
2009.2.6	新船成交继续停滞
2009.3.5	新船低迷 拆船活跃
2009.3.26	航运中心对造船拉动不大

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

预测和比率

	2,008A	2,009E	2,010E	2,011E
主营收入（百万）	27,655.90	34,217.37	42,504.36	45,649.96
主营收入增长率	47.98%	23.73%	24.22%	7.40%
净利润（百万）	4,159.62	4,987.96	5,868.54	5,929.96
净利润增长率	48.63%	19.91%	17.65%	1.05%
EPS（元）	6.28	7.53	8.86	8.95
P/E	9.12	7.60	6.46	6.40

表 1：外高桥造船交船计划（截至 2008 年底）

	2009	2010	2011	2012	合计
油船 VLCC	94.80	63.20	126.40	126.40	410.80
阿芙拉型油船	97.00	21.37			118.37
好望角型散货船	177.00	566.80	194.50	35.20	973.50
合计	368.80	651.37	320.90	161.60	1,502.67

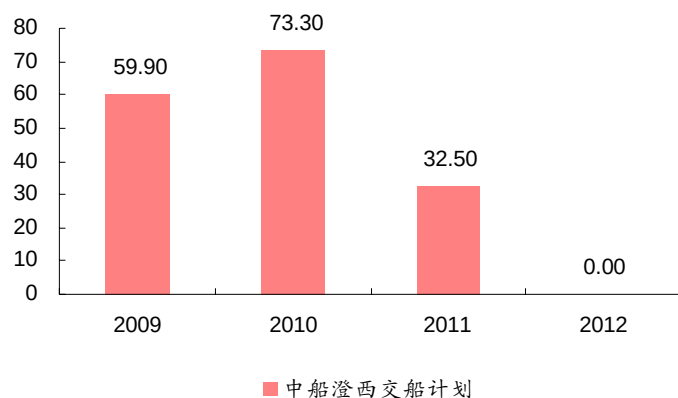
资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

表 2：江南长兴造船交船计划（截至 2008 年底）

	2009	2010	2011	2012	合计
油船 VLCC	178.32	296.6	89.1		564.02
好望角型散货船	35.4	106.2			141.6
巴拿马型散货船	68.4	75.85	90.95	22.8	258
合计	282.12	478.65	180.05	22.8	963.62

资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部（假设 7.6 万吨巴拿马散货船订单全在一号线）

图 1：中船澄西交船计划（截至 2008 年底）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

表 3：中国船舶完工交船预计（万载重吨，万元）

外高桥		2007	2008	2009E	2010E	2011E
造船产量		353.16	356.1	385	400	420
增长		13.37%	0.83%	8.12%	3.90%	5.00%
造船收入		1,129,948.08	1,310,257.92	1,558,253.95	1,861,809.91	2,052,645.43
增长		61.65%	15.96%	18.93%	19.48%	10.25%
中船澄西						
造船产量		31.8	53	58.3	74.2	42.4
增长		50.00%	66.67%	10.00%	27.27%	-42.86%
造船收入		114,033.86	218,564.91	264,463.54	387,078.45	232,247.07
增长		38.98%	91.67%	21.00%	46.36%	-40.00%
江南长兴						
造船产量			110	200	220	250
增长				81.82%	10.00%	13.64%
造船收入			404,741.28	809,482.57	1,113,038.53	1,328,057.34
增长				100.00%	37.50%	19.32%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 4: 盈利预测假设 (万元)

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
船舶建造							
主营收入	582,117.40	781,045.90	1,382,414.09	2,144,005.86	2,632,200.05	3,361,926.89	3,612,949.84
收入增长	76.32%	34.17%	77.00%	55.09%	22.77%	27.72%	7.47%
毛利率		16.52%	22.46%	16.33%	18%	18%	18%
船舶维修							
主营收入	114,736.10	158,413.10	193,907.38	263,129.27	302,598.67	332,858.53	332,858.53
收入增长	13.03%	38.07%	22.41%	35.70%	15.00%	10.00%	0.00%
毛利率		23.69%	27.04%	32.37%	32%	32%	32%
船舶配套							
主营收入	142,328.40	225,860.00	261,977.57	337,814.64	376,926.07	412,634.86	433,266.60
收入增长	23.58%	58.69%	15.99%	28.95%	11.58%	9.47%	5.00%
毛利率		20.06%	27.27%	29.31%	27%	27%	27%
其它产品							
主营收入	18,342.80	25,020.60	58,737.51	84,624.95	110,012.43	143,016.16	185,921.01
收入增长	243.27%	36.41%	134.76%	44.07%	30%	30%	30%
毛利率		20.06%	56.37%	4.20%	10%	10%	10%

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

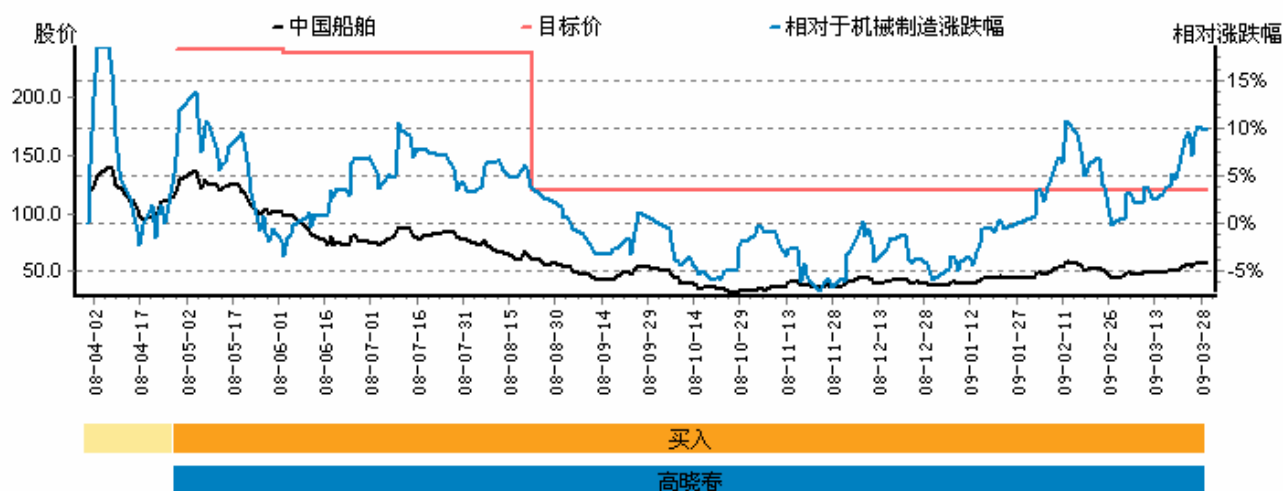
表 5：中国船舶盈利预测表

单位：万元

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	1,868,919.77	2,765,590.03	3,421,737.23	4,250,436.45	4,564,995.98
减：营业成本	1,370,237.38	2,184,336.79	2,738,338.36	3,413,061.85	3,672,576.20
营业税费	5,319.35	5,949.98	10,265.21	12,751.31	13,694.99
销售费用	20,180.08	29,564.10	36,063.25	42,562.40	49,061.55
管理费用	101,997.69	116,596.88	131,196.07	145,795.26	160,394.45
财务费用	-32,248.56	-84,553.97	-63,415.48	-47,561.61	-35,671.21
资产减值损失	11,808.19	47,280.80	4,722.84	6,139.69	7,981.59
加：公允价值变动净收益					
投资净收益	-868.30	9,844.05	18,465.62	23,734.92	28,879.17
其中：对联营企业投资收益	-903.77	9,533.05			
二、营业利润	390,757.33	476,259.49	583,032.61	701,422.47	725,837.59
加：营业外收入	20,135.41	41,789.65	21,154.54	23,824.91	26,725.11
减：营业外支出	3,966.17	3,274.80	3,960.59	4,646.38	5,332.17
非流动资产处置净损失	2,291.67	797.19			
三、利润总额	406,926.57	514,774.34	600,226.56	720,601.01	747,230.53
减：所得税	72,094.52	88,854.02	87,264.14	104,529.91	107,752.70
四、净利润(含少数股东损益)	334,832.04	425,920.32	512,962.42	616,071.09	639,477.83
减：少数股东损益	54,976.31	9,958.21	14,165.94	29,217.26	46,482.01
净利润(不含少数股东损益)	279,855.74	415,962.10	498,796.47	586,853.83	592,995.82
五、摊薄每股收益：	4.22	6.28	7.53	8.86	8.95

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春，机械行业研究员。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010