

造船行业

庞琳琳

010-88092288-3705

spyyzyq@126.com

业绩殷实可靠，估值借势提升

——中国船舶（600150）调研报告——

2009 年 8 月 5 日

买入（维持）

6 个月目标价

122 元

市场表现（2008.8.5 ~ 2009.8.4）



基本财务数据

指标	2008A	2009E	2010E
每股收益（元）	6.28	5.40	7.35
净资产收益率（%）	38.51	23.27	26.92
销售毛利率（%）	21.02	20.00	22.00
市盈率（倍）	15.01	17.45	12.82

资料来源：公司公告

相关研究

- 2008/12/09 中国船舶（600150）投资修船业务点评：业绩劲增，估值水平具优势
- 2008/08/22 中国船舶（600150）半年报点评：修船和海洋工程业务为亮点
- 2008/07/09 中国船舶（600150）发行分离债点评：募投项目补充增长新动力

我们的观点：

- 虽然造船行业处于低迷阶段，前景还不明朗，行业面很消极；但仅从公司面来看，公司业务结构完善，在手订单充足，未来三年的业绩还是有保障的；而且，中船重工股份公司的上市，成为了短期内板块整体估值向上的积极推动因素。

投资摘要：

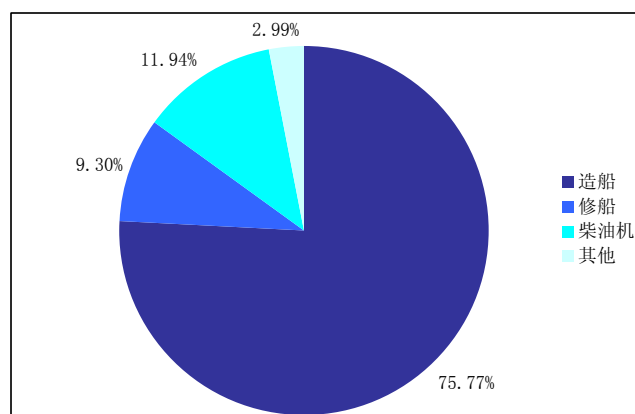
- 公司以造船、修船和柴油机为三大主营业务，同时也积极开拓海洋工程、风力发电设备等新兴业务。
- 公司目前在手订单充足，但新接订单增速显著放缓。公司暂未遭遇撤单现象，出现的可能性较小；延期交付这种情况有，但不是大面积的，预计未来这种现象会持续出现；而价格重谈则主要是涉及到高价船，公司未来很有可能遇到这种情况。
- 公司去年下半年所囤高价钢将于今年上半年消耗完毕，预计二季度毛利率在一季度基础上会略有上升，从三季度开始造船业务毛利率将有明显回升，四季度将会有更大提升。
- 由于改装船量少、常规修船价格打压严重，公司修船收入和毛利率都将下滑，但与业务占比较小，对公司总体业绩影响有限。公司柴油机业务在国内市场占比高达 60%，中船三井产能还有很大的释放空间，此块业务今后几年业绩将保持平稳增长态势。
- 海洋工程装备是典型的高技术、高附加值产品，全球市场规模高达 400~500 亿美元，将成为我国船舶工业的新增长点。公司最早进入海洋工程领域，技术储备雄厚，国内技术实力最强。
- 公司今后几年业绩会保持一定的持续性，而且中船重工股份公司的上市，短期内也将是造船板块整体估值水平上升的最大直接推动因素。短期内整个造船板块整体估值水平可到 20~25 倍，我们给予中国船舶 6 个月内 122 元的目标价，还有 30% 的上涨空间，建议“买入”。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

一、造船、修船和柴油机三大主业形成完整产业链

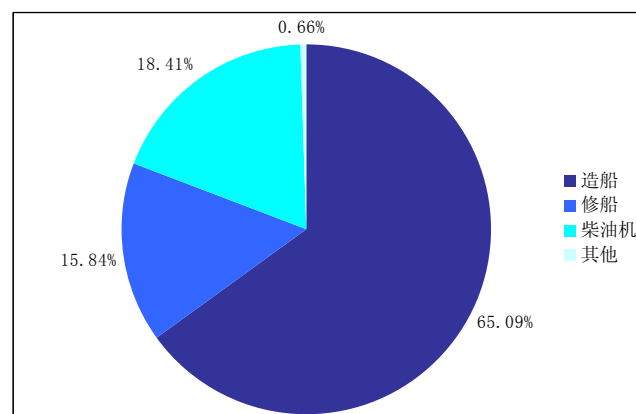
公司以造船、修船和柴油机为三大主营业务，同时也积极开拓海洋工程、风力发电设备等新兴业务。其中，造船业务经营单位为上海外高桥船厂和中船澄西修造船厂，修船业务经营单位为中船澄西修造船厂和中船远航文冲（持股 54%），而柴油机业务则主要由沪东重机及其控股子公司中船三井（持股 51%）承担。

图 1，公司业务收入占比结构（2008 年年报）



来源：公司公告，西南证券研发中心整理

图 2，公司业务利润贡献结构（2008 年年报）



来源：公司公告，西南证券研发中心整理

造船、修船和柴油机三大主业收入占比分别为 75.77%、9.30%和 11.94%，对利润贡献分别为 65.09%、15.84%和 18.41%，业务结构合理，并形成了较为完整的产业链，综合实力较强。

二、造船业务：业绩更稳健，毛利率三季度回升

➤ 公司在手订单充足，遭遇撤单可能性很小

公司目前在手订单充足，生产经营活动繁忙，但新接订单增速显著放缓。船舶产品的交付周期一般在两三年，因此新接订单的下滑只会对公司 2012 年及以后年份的业绩造成影响。目前情况下，公司在手订单已排到 2011 年，2010 年和 2011 年将会是交船集中期，即使 09 年没有订单，也不会对公司未来两三年的生产经营带来太大影响。

在航运市场萧条以及船东资产大幅缩水等背景下，上半年行业内延期交付、船价重谈、订单撤销的情况也显著增多，各船厂手持船舶订单安全性遭遇严重挑战。因此，在新接订单不足，在手订单迅速释放的阶段，如何确保在手订单安全成为了造船企业当前的首要任务。

从我们了解的情况看，公司暂未遭遇撤单现象，一般来说，船东在与船厂签合同时首付款比例高达 30%，而且撤单流程复杂，还会带来信誉的损失，所以撤单仅是极端的情况，而且考虑到

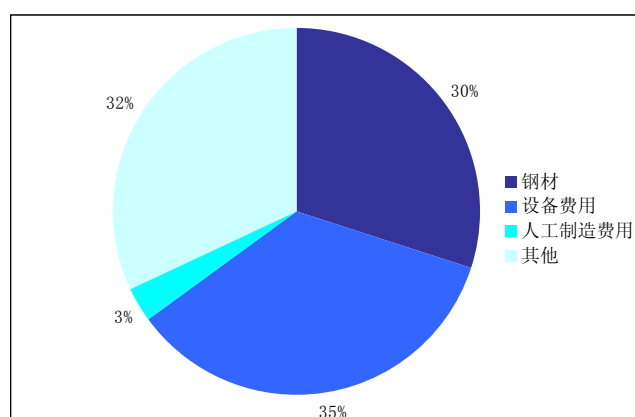
公司作为国际型大船厂，合作对象均为资质较好、长期合作的大型航运公司，撤单这种可能性非常小。据了解，公司延期交付这种情况有，但不是大面积的，预计未来这种现象会持续出现，从船型看，散货船数量可能最大。而价格重谈则主要是涉及到高价船，低价船没有谈判的必要，公司目前在手 6 艘超过 1.2 亿美金的高价船，在新船价格持续下跌和钢材成本大幅回落的背景下，公司未来很有可能遇到这种情况，估计公司会在考虑船价和成本的基础上给与船东一定的折扣。总体来讲，公司表示撤单、价格重谈和大面积的延期交付并没有明确的信号，上半年的现象几乎无参考价值，还要看整个行业下半年的运行情况。

➤ 预计造船毛利率将于三季度开始回升，四季度情况更好

造船成本主要包括钢材成本 25%~30%，设备费用 30%~40%，人工费用 3.5% 左右，其中，设备费用和人工制造费用较为稳定，而钢材价格变化较大，造船成本对钢材价格最为敏感。造船用钢主要是 20mm 中厚板，用于船体制造，分段造船阶段用钢量大。由于造船周期较长，钢材作为主要原材料，一般要提前半年左右采购，单船所消耗钢材的价格约在船只交付前 6~8 个月确认，也就说成本传导有一定的滞后性。

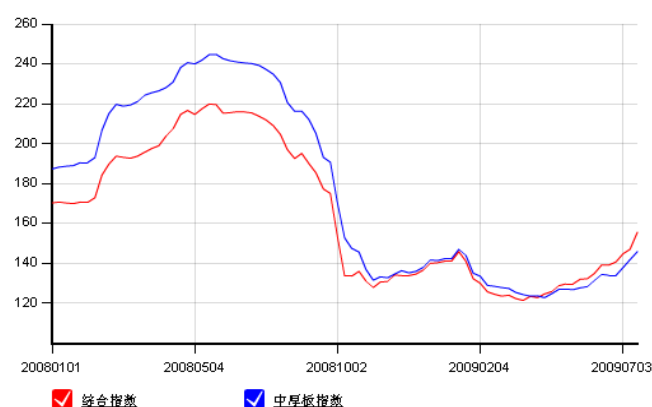
公司的钢材主要采购于同在上海的宝钢公司，并与其签订了战略合作协议，钢材价格比市价便宜几百块钱。在钢价将持续上扬的预期下，公司于 08 年下半年囤了一定量的钢材。公司一季度造船用钢多是 08 年下半年订购的高价钢，这也是公司该期毛利率同比下滑较大的主要原因。预计高价钢材将于今年上半年消耗完毕，所以从中厚板钢材价格走势可以判断，从三季度开始公司钢材成本将有明显下降，四季度情况会更好。

图 3，造船成本结构



来源：西南证券研发中心整理

图 4，钢材中厚板价格



来源：www.mysteel.com

从船价来看，可能出现的高价船价格重谈现象也会拉低造船的毛利率；同时，公司在高价船的收入确认上可能采取谨慎性原则，在成本按时确认的同时，收入节点确认适当延期，也会造成毛利率的降低。

另外，外高桥收购的江南长兴造船 1 号线与 07 年下半年开始生产经营，产能尚未达纲，前

期投资的固定资产折旧等大大拉低了盈利水平，随着长兴 1 号线产能的逐步达纲以及折旧等成本的摊销，其盈利水平也将会逐步提高，从而改变毛利率低于其他船厂的局面，公司造船综合毛利水平也会随着提升。

综合来看，钢材成本因素对价格影响更加显著，如果所囤高价钢上半年消耗完毕，预计二季度毛利率在一季度基础上会略有上升，从三季度开始造船业务毛利率将有明显回升，四季度将会有更大提升。

三、修船业务：业绩下滑对公司总体影响有限

➤ 改装船量少、常规修船价格打压严重

修船业务包括改装船和常规修船，公司修船业务的最大亮点在于改装船。改装业务的毛利率高于常规修理业务，技术含量高，因此业务门槛也较高，一般船厂做不了，公司凭借雄厚的技术实力，在国际修船市场占据较大的份额。目前，改装船业务总量占公司修船总量的 50%以上，主要是将油船改装成散货船。

由于新船、尤其是散货船成交价格续下降，船东改装船就很不划算，公司改装船业务量下滑很多，业绩更多依靠常规修船。而上半年常规船舶修理艘数虽然有所增加，但单船修理量大幅削减，部分修船企业为了争夺订单，开始竞相压价，出现了恶性竞争，导致修船价格明显下降，6 月底修船换板价格已从 2008 年 9 月底的 2800~2900 美元/吨下降到 1200 美元/吨，下降幅度高达 57%。

➤ 收入和毛利率都将下滑，但对公司总体业绩影响有限

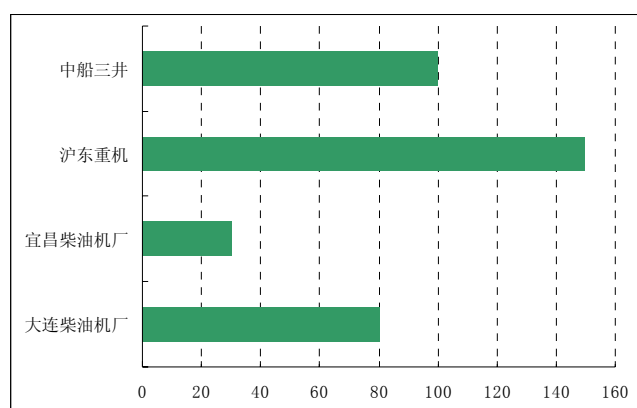
综合来看，在新船船价难以回升，常规修船大打价格战的情况下，公司今年修船业绩将有显著下滑，08 年公司修船业务实现收入 26.31 亿元，预计 09 年此块业务收入 20 亿元，同比下降 30%。同时，由于毛利率较高的改装船业务量减少，公司修船业务的综合毛利率也将有所下滑。但是由于修船业务收入和利润贡献占比较小，分别为 9.30%和 15.84%，对公司总体业绩影响有限。

四、柴油机业务：产能释放还有很大空间

沪东重机为国内三大船用柴油机厂之一（其他两家为中船重工集团旗下的大连柴油机厂和宜昌柴油机厂），国内船用柴油机配套市场占有率超过 60%。其产品 50%销给中船集团以及所属子公司，另外 50%供应地方船厂或补充大连和宜昌对中船重工集团的供应不足。沪东重机正常年产能 150 万马力，08 年完成 178 万马力，预计 09 年与 08 年基本持平，不会有太大涨幅。公司主要产品均为通用机型，市场需求量大，比较好卖。

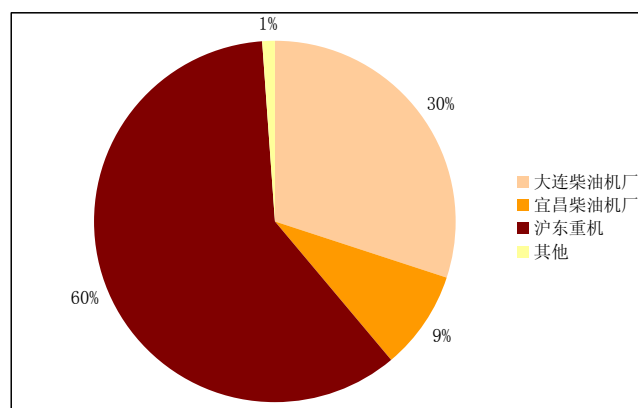
控股合资公司中船三井为我国船用低速柴油机制造业的“未来之星”，主要制造缸径在 600 毫米以上的船用低速大功率柴油机，设计最大产能达到 300 万马力，现在产能还未释放，08 年完成柴油机接近 130 万马力。由于公司产品多用于大型集装箱船和油船，产品需求不是很稳定，预计今年会有一定的产能释放，但估计到不了 150 万马力。

图 5，国内柴油机企业产能比较（单位：万马力）



来源：西南证券研发中心整理

图 6，国内船用柴油机市场分额结构



来源：西南证券研发中心整理

据了解，公司柴油机业务出现了撤单现象，但主要是地方民营小船厂。柴油机价格按马力计算，价格跌幅不大，基本保持平稳态势。综合来看，预计公司船用柴油机业务 09 年产能比去年略有上升，在价格变化不大的情况下，收入与去年基本持平，随着钢材等原材料成本的下降，柴油机业务的毛利水平也会有一定的提升。

五、海洋工程市场潜力巨大，公司具备技术实力优势

海洋工程装备是典型的高技术、高附加值产品，全球市场规模约为 400~500 亿美元，作为能源消费大国，中国海洋油气开发正面临加速发展局面，需要大量的钻井平台、采油平台和输油管线。数据显示，我国船企在全球海洋工程装备市场的占有率仅为 5% 左右，与韩国和新加坡等造船企业相比，尚有一定差距。虽然我国企业的技术与世界水平相比差距比较大，但我国企业的成本优势很明显，而且在多年来造船实力逐步提升的过程也积累了很多宝贵的经验，技术基础实力也不容小视。乐观估计，我国造船企业有望在三五年内成为该领域内颇具竞争力的一股力量，在不久前发布的《船舶工业调整和振兴规划》中提出了，我国到 2011 年海洋工程装备市场占有率达到 10% 的目标，海洋工程装备制造业将成为我国船舶工业的新增长点。

海工装备不同于船舶批量生产，对进入者而言，门槛相对高很多。在该领域，公司为最早进入的国内企业，技术储备最早，在国内研制生产实力也最强。公司的这块业务主要由外高桥的临港基地承担，已成功完工交付三条 FPSO（浮式生产储油船），目前在建深水半潜式钻井平台一条。公司承接的中国海洋石油总公司深水半潜式钻井平台（“海洋石油 981”），是“十一五”期间国家重点支持的“863”项目之一，是我国实施深水海洋石油开发战略的重点配套项目之一，

同时也是我国继 1983 年成功自主开发“勘探三号”半潜式钻井平台后时隔 20 余年再次斥巨资设计建造最新一代的深水半潜式钻井平台。该平台主要用于勘探钻井、生产钻井、完井和修井作业。

六、估值有较大提升空间，建议买入

考虑到未来几年新接订单大幅萎缩的压力，以及可能出现船东要求延期交付、甚至撤单情况，公司今后几年内可能会采取比较稳健的经营策略，对业绩进行相对平滑，未来几年业绩将低于之前预期。公司 08 年年报中提出了今年的经营目标，我们暂且认为可以实现，10 年和 11 年是交船量集中期，尤其 2010 年会是高峰，收入增幅会大一些。假设 09 年、10 年和 11 年综合毛利率会逐步回升到 20%以上。

我们估算 09 年、10 年和 11 年营业收入分别为 2,951,140 万元、3,482,652,539,455 和 3,830,91 万元，净利润分别为 357,602,539,455、486,846,539,455 和 539,455 万元，则 09 年、10 年和 11 年每股收益分别为 5.40 元、7.35 元和 8.14 元，8 月 4 号收盘价为 94.26 元，对应 09 年、10 年和 11 年动态市盈率为 17.45 倍、12.82 倍和 11.58 倍。

在稳健的经营策略下，公司未来三年业绩会相对平滑，保持一定的持续性，因此可适当提升其估值水平；另外一方面，中船重工股份公司的上市，短期内也将是造船板块整体估值水平上升的最大直接推动因素。综上，我们认为整个造船板块估值水平仍有提升空间，整体估值水平可到 20~25 倍，对应股价区间 110 元~135 元，我们给予中国船舶 6 个月内 122 元的目标价，还有 30%的上涨空间，建议“买入”。需要提醒的是，在船市整体前景还不明朗的情况下，给予公司如此目标价位更多是从短期有推动估值水平提升因素的角度考虑的，投资者可在目标价位酌情减仓操作。

表格 1 主要报表及财务指标预测结果

单位：万元

利润表	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,951,140	3,482,652	3,830,91	净利润	357,602	486,846	539,455
营业成本	2,361,120	2,716,469	2,988,115	折旧	53,294	62,887	69,176
营业毛利	472,224	597,623	657,385	应收预付账款	-3,694	-10,561	-6,923
营业税金及附加	6,493	7,662	8,428	存货增加	-34,933	-99,858	-65,463
销售费用	31,875	37,613	41,374	其它科目	-16,640	-47,567	-31,183
管理费用	132,813	156,719	172,391	运营资本变化	59,148	169,078	110,840
财务费用	-59,028	-69,653	-76,618	经营活动现金流	415,104	654,400	649,699
营业利润	430,846	586,562	649,946	固定资产	-123,202	-262,724	-200,180
所得税	73,244	99,715	110,491	长期投资	-8,660	-24,755	-16,228
净利润	357,602	486,846	539,455	无形资产	-9,737	-27,834	-18,247
每股收益	5.40	7.35	8.14	投资活动现金流	-143,735	-321,418	-238,657
				短期负债增加	0	0	0
资产负债表	2009E	2010E	2011E	长期负债增加	4,671	13,353	8,754
货币资金	2,084,177	2,459,329	2,705,262	普通股本增加	0	0	0
应收票据	6,071	7,164	7,880	应付股利	-41,596	-30,266	-42,244
应收帐款	52,599	62,067	68,274	资本公积增加	0	0	0
存货	554,768	654,626	720,088	筹资活动现金流	-29,679	-6,800	-22,246
在建工程	110,243	130,087	143,095	现金及等价物增加	241,690	326,182	388,796
固定资产	999,964	1,179,958	1,297,953				
长期投资净额	137,526	162,280	178,508	主要财务指标	2009E	2010E	2011E
无形资产	154,632	182,466	200,712	总资产报酬率	6.30%	7.45%	7.53%
资产总计	4,804,112	5,668,852	6,235,737	净利润率	12.12%	13.98%	22%
				毛利率	20%	22%	36.38%
短期借款	411,861	411,861	411,861	净资产收益率	23.27%	26.92%	23.82%
应付帐款	294,002	346,922	381,614	资产负债率	69.64%	66.31%	64.63%
流动负债合计	2,878,812	3,278,946	3,541,257	EBIT / 利息支出	6.09	8.32	9.15
长期借款	392,428	392,428	392,428	流动比率	1.17	1.21	1.23
长期应付款	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.67	0.64
负债合计	3,345,423	3,758,911	4,029,975	存货周转率	4.39	4.49	4.35
				付款周期(天)	44.02	43.06	44.49
实收资本	66,256	66,256	66,256	货币资金 / 销售	257.75	257.75	257.75
资本公积	504,842	504,842	504,842	应收账款周转率	57.94	60.74	58.78
盈余公积	77,694	141,060	211,512	存货周转率	4.39	4.49	4.35
未分配利润	816,529	1,145,333	1,502,321	应付账款 / 存货	53.00%	53.00%	53.00%
所有者权益	1,569,141	1,971,424	2,410,108	长期投资 / 营收	4.66%	4.66%	4.66%

数据来源：公司公告、西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>