

中国船舶(600150)

中报业绩不高 但在预期之中

——中国船舶 2009 年中报点评

吕娟 吴昊
 021-38676139 0755-23976716
 lvjuan@gtjas.com wuh@gtjas.com

本报告导读:

受高价钢材存货影响，中期业绩不高，但在预期之中，预计下半年毛利率有较大提升空间，维持 100 元目标价和增持评级。

投资要点:

- **中报概述:** 2009 年上半年公司营业收入、营业毛利、归属母公司的净利润分别为 126、17.6、12 亿元，同比分别增长 17.4%、-32%、-38.4%。综合毛利率、净利润率分别为 13.98%、9.51%，同比分别下降 10.16、8.62 个百分点。中报 EPS 为 1.81 元，虽然不高，但在预期之中。
- **业绩不高的主要原因在于:** (1) 主要受 7000 多元/吨的高钢钢材存货以及部分船型平转收入的影响，毛利率大幅下滑；(2) 主要受本期交割远期合约产生的汇兑收益减少的影响，财务费用较去年同期增加 9300 万。
- **分业务表现:** (1) 造船实现收入 97 亿元，同比减少 21%，毛利率下滑近 10 个百分点至 9.45%；完工 23 艘 325.79 万 DWT，其中外高桥和长兴岛一号线完工 19 艘 304.59 万 DWT，中船澄西完工 4 艘 21.2 万 DWT。(2) 主机实现收入 15.7 亿收入，同比减少 0.55%，毛利率下滑 2.88 个百分点至 21.92%；完工 49 台、62.99 万千瓦。(3) 修船实现收入 11.7 亿元，同比增长 11%，毛利率下滑 13.9 个百分点至 23.03%。
- **新接订单与手持订单:** 上半年没有新船承接，截至报告期末，累计手持船舶订单 126 艘、2169.7 万 DWT。承接柴油机 4 台（不含共同控制企业），累计手持柴油机订单 114 台，132.75 万千瓦。
- **近期行业新造船市场有所回暖:** 6、7 月份全球船舶行业新接订单出现环比大幅回升，尽管有些新接订单的签订有“偶然性”因素，但是我们认为，无论如何，船东愿意此时增加订单，本身就是市场回暖的一个信号，偶然性背后的必然性值得关注！
- **盈利预测与投资建议:** 公司 7 月开始使用年初采购的钢材，下半年的钢材成本同比环比将大幅降低，即使考虑降价风险，毛利率仍有较大提升空间。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 5.44、6.47、6.63 元，鉴于公司成长性优于日韩船企、公司在集团和中国的重要战略地位、全球造船产业转移、以及欧美 PMI 持续回升，我们维持公司 100 元目标价，增持。
- **风险因素:** 降价和延期交付，目前撤单已经不再是公司的主要风险。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,876	27,656	29,663	37,351	47,489
(+/-)%	52%	55%	7%	26%	27%
经营利润 (EBIT)	3,836	3,917	3,699	4,616	6,006
(+/-)%	128.2%	2.1%	-5.6%	24.8%	30.1%
净利润	2,918	4,160	3,602	4,287	4,197
(+/-)%	139.6%	42.6%	-13.4%	19.0%	-2.1%
每股净收益 (元)	4.40	6.28	5.44	6.47	6.33
每股股利 (元)	1.00	1.00	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	21.5%	14.2%	12.5%	12.4%	12.6%
市盈率	16.6	11.6	13.5	11.3	11.5
股息率 (%)	1.4%	1.4%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥100.00

上次预测: ¥70.00

当前价格:

¥85.76

2009.08.12

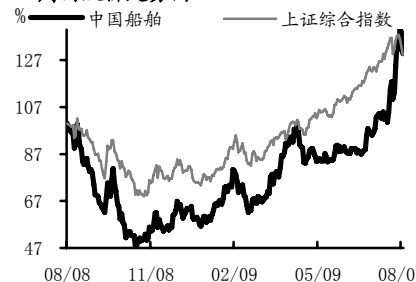
交易数据

52 周内股价区间 (元)	30.58 ~ 104.60
总市值 (百万元)	61,591
总股本/流通 A 股 (百万股)	663/263
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.40
日均成交量 (百万股)	5.5
日均成交值 (百万元)	317.4

资产负债表摘要 (06/09)

股东权益 (百万元)	13,647.66
每股净资产	19.00
市净率	4.59
资产负债率	67.15%

52 周内股价走势图



相关报告

船舶行业 7 月信息月报

(09.07.20)

高价钢材存货拖累业绩

(09.04.28)

手持订单充足 新接订单放缓

(09.04.01)

1. 中报点评

1.1. 中报概述

2009 年上半年公司营业收入、营业毛利、归属母公司的净利润分别为 126、17.6、12 亿元，同比分别增长 17.4%、-32%、-38.4%。综合毛利率、净利润率分别为 13.98%、9.51%，同比分别下降 10.16、8.62 个百分点。中报 EPS 为 1.81 元，虽然不高，但在预期之中。

1.2. 业绩不高的主要原因分析

(1) 毛利率同比大幅下滑，主要因为上半年公司使用的都是去年的高价钢材存货，平均单价超过 7000 元/吨，远高于 4000 多元/吨的市场价和去年同期 5000 多元/吨的钢材成本，另外，还有未达到分段销售条件而不确认损益的在建船舶数量增加，也影响了毛利率；(2) 财务费用较去年同期增加 9300 万元，主要因为上半年交割的远期合约产生的汇兑收益减少。

图 1: 造船板市场价格与公司平均成本估算

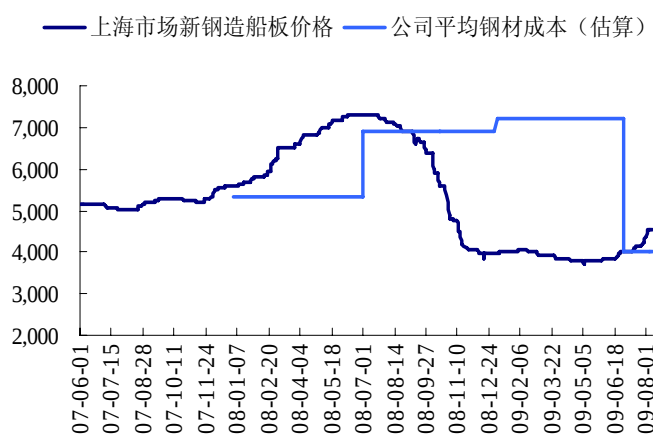
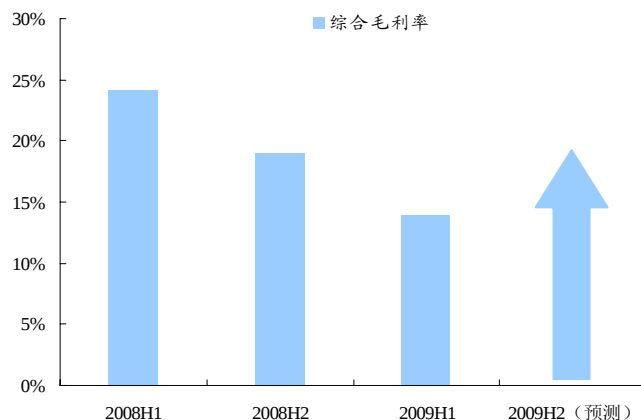


图 2: 2008 年以来综合毛利率变化



数据来源: Mysteel、国泰君安证券

2. 分业务经营情况分析

2.1. 造船业务

上半年造船业务实现收入、毛利分别为 97、9 亿元，同比分别减少 21%、41%；毛利率为 9.45%，同比下滑 9.98 个百分点。下滑的主要原因参见 1.2 的分析。

上半年造船完工 23 艘 325.79 万 DWT，其中外高桥、长兴岛一号线、中船澄西分别完工 13、6、4 艘；外高桥和长兴岛一号线完工 304.59 万 DWT，中船澄西完工 4 艘 21.2 万 DWT。

上半年没有船舶新接订单，累计手持船舶订单 126 艘、2169.7 万 DWT，手持订单排至 2012 年。

图 3: 公司船舶完工总艘数

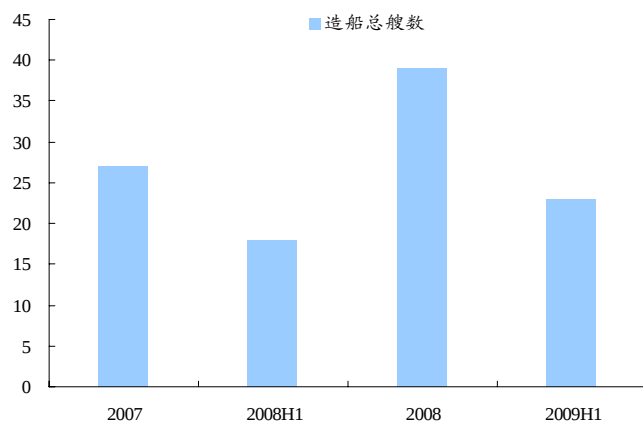
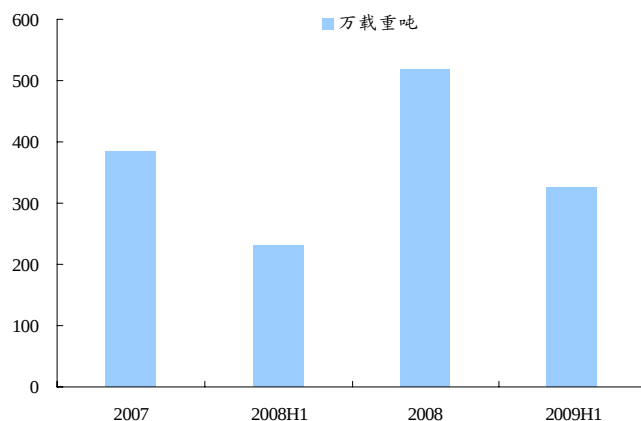
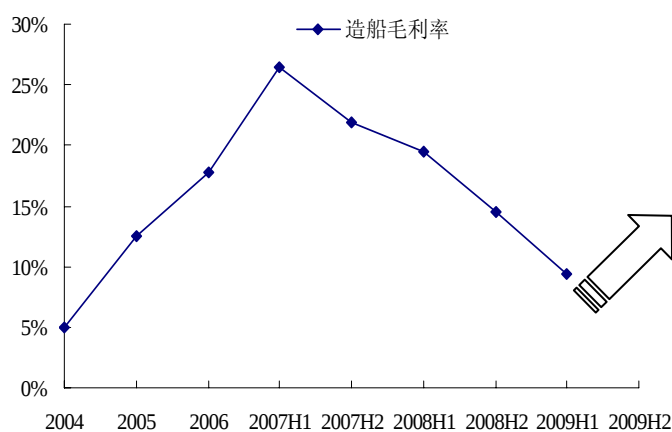


图 4: 公司造船完工总吨位



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

图 5: 公司造船业务毛利率变化



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

2.2. 主机业务

沪东重机柴油机业务上半年实现收入、毛利分别为 15.7、3.4 亿元, 同比分别减少 0.55%、12.12; 毛利率为 21.92%, 同比下滑 2.88 个百分点; 完工 49 台、62.99 万千瓦主机。

持股 51%但不并表的中船三井柴油机子公司上半年实现收入 5.34 亿元, 同比增长 3.62%; 净利润-0.1 亿元, 同比增加 0.08 亿元; 完工 12 台、36.76 万千瓦主机。

上半年承接柴油机 4 台(不含共同控制企业), 累计手持柴油机订单 114 台, 132.75 万千瓦。

2.3. 修船业务

中船澄西修船业务上半年实现收入、毛利分别为 11.7、2.7 亿元, 同比分别增长 11%、-30.79%; 毛利率为 23.03%, 同比下滑 13.9 个百分点, 主要因为修船价格大幅下滑, 并且基本是常规修理业务, 没有大工程量的改装业务。

持股 54%但不并表的中船广州船坞(原“远航文冲”), 上半年实现收入、净利润分别为 3.47、0.28 亿元, 同比分别下滑 43.17%、81.4%; 净利润率为 8.02%, 同比下滑 16.53 个百分点, 下滑原因同中船澄西。

3. 船舶行业动态

6、7月份全球船舶行业新接订单出现环比大幅回升，尽管有些新接订单的签订有“偶然性”因素（比如大新华物流与金海湾船厂签订的订单，就是因为大新华物流入主金海湾 50%股权），但是我们认为，无论如何，船东愿意此时增加订单，本身就是市场回暖的一个信号，偶然性背后的必然性值得关注！

4. 盈利预测与投资建议

公司7月开始使用年初采购的钢材，下半年的钢材成本同比环比将大幅降低，即使考虑在造船降价，毛利率仍有较大提升空间。预计公司09-11年EPS分别为5.44、6.47、6.63元。鉴于中国船舶的成长性优于日韩船企、公司在集团和中国的重要战略地位、全球造船产业向中国转移、以及欧美PMI持续回升，我们维持公司100元目标价，相当于2010年15倍左右动态PE，增持。

表 1：盈利预测

主要财务数据	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	17,876	27,656	29,663	37,351	47,489
同比%	52%	55%	7%	26%	27%
经营利润（百万）	3,836	3,917	3,699	4,616	6,006
同比%	128.2%	2.1%	-5.6%	24.8%	30.1%
净利润（百万）	2,918	4,160	3,602	4,287	4,197
同比%	139.6%	42.6%	-13.4%	19.0%	-2.1%
每股净收益（元）	4.40	6.28	5.44	6.47	6.33
每股股利（元）	1.00	1.00	-	-	-
利润率和估值指标	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
经营利润率(EBIT/Sales)	21.5%	14.2%	12.5%	12.4%	12.6%
市盈率	16.6	11.6	13.5	11.3	11.5
股息率	1.4%	1.4%	-	-	-

数据来源：公司公告、国泰君安证券

5. 风险因素

目前公司在手船舶订单面临的主要风险是降价和延期交付，撤单已不再是主要风险。

5.1. 降价风险

目前新船价格较最高点跌幅 20-40%左右，而且还处于下降通道，这对公司在手订单的价格造成很大威胁。尽管在手订单都是闭口合同，但是唇亡齿寒，在船东融资不畅的情况下，预计船厂仍会从长远利益角度出发，答应部分船东的降价要求。

至于降价幅度，我们认为不会超过 20%，因为公司的高价船订单最晚于今年三季度交付完，绝大多数在手订单的价格超出现有市场价格的幅度小于 20%，而且还要考虑船厂与船东的博弈，不可能完全按照船东的意志调整船价。

图 6: 主要油轮船型的价格走势 (百万美元)

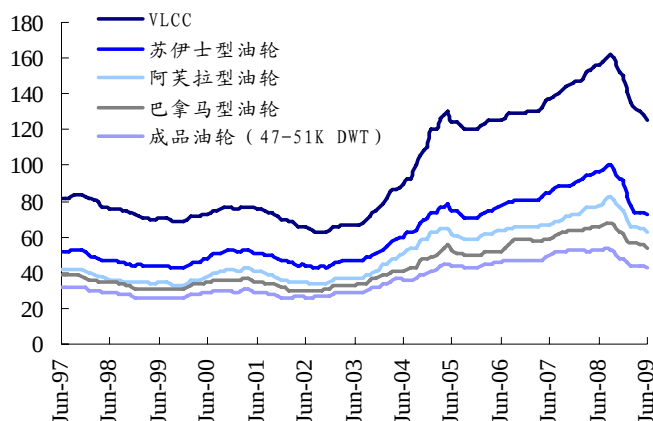
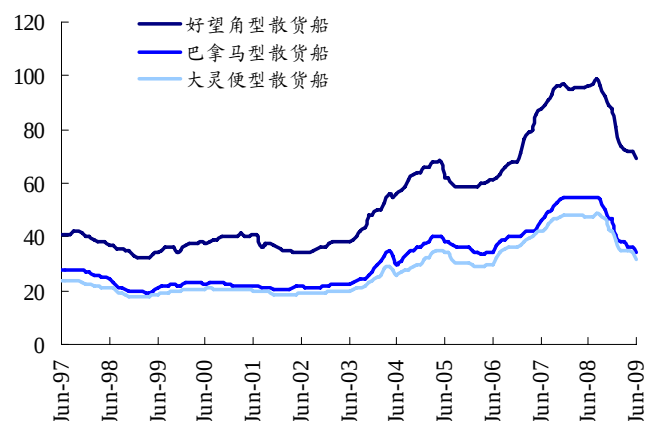


图 7: 主要散货船型的价格走势 (百万美元)



数据来源: 克拉克松、国泰君安证券

图 8: 主要集装箱船型的价格走势 (百万美元)

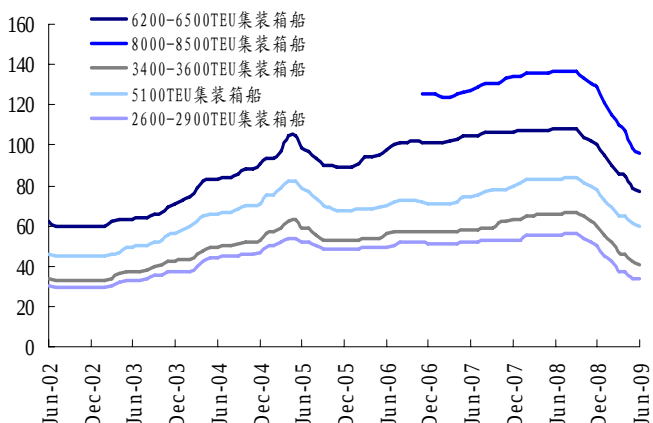
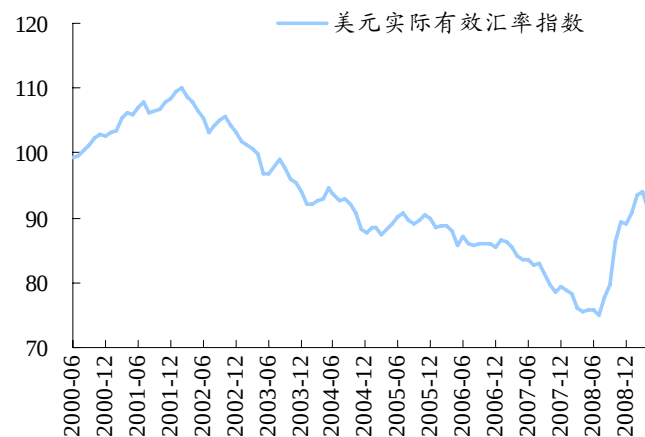


图 9: 美元实际有效汇率指数近期持续反弹



数据来源: 克拉克松、国泰君安证券

数据来源: Bloomberg、国泰君安证券

5.2. 延期交付风险

目前运力需求不充足, 船东收到完工的新船后, 可能面临没有租约的窘境, 只能将新船闲置在手中。这样, 导致很多船东对在造船的质量变得非常苛刻, 常常借“质量问题”, 要求船厂改工, 从而达到延期交付、缩短船舶交付后的闲置时间的目的。

作者简介:

吕娟: 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 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。

我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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com