

中国船舶（600150）：行业高峰过后 龙头优势不减

增持（维持）

机械 2009年10月19日

王帆 021-58824282-832 wangfan@txsec.com

事件描述：

2009年9月15日，我们到中国船舶工业股份有限公司进行了调研，针对公司的经营情况与公司高管进行了沟通。

评论：

- 1、**行业发展高峰过后，龙头企业优势不减。**船舶行业在2006-2007年经历了行业发展的高峰期，受金融危机的影响，自2008年9月份新船订单大幅下滑，并一度出现全球零订单的状况。2009年7、8月份，全球新订单连续两个月超过600万载重吨，船市的恐慌情绪在渐渐消退。但此轮行业发展的高峰期已经过去，正在步入较为平稳的发展阶段。我国在此次船市兴旺的过程中的竞争优势逐渐显现，超过日本成为了第二大造船国。目前，我国新接订单量和手持订单量已经处于全球的首位，技术水平和造船企业的综合实力在不断提高。中国船舶作为我国造船企业的龙头，在行业的平稳发展期，仍然具有较高的竞争优势。随着过剩产能的淘汰和对船企综合实力要求的不断提高，公司的优势地位也将会愈加明显。
- 2、**江南长兴产能逐步释放、公司造船实力进一步增强。**2009年上半年，江南长兴的造船能力逐步释放，全部达产后产能将达到350万载重吨，与外高桥造船厂的造船能力基本持平。考虑中船澄西，公司造船产能全部达产后将达到750万载重吨。截至2009年中期，公司手持订单126艘，2169.7万载重吨，订单已经排至2012年。2009年上半年外高桥造船完工19艘，其中江南长兴完工6艘。随着江南长兴产能的达产，公司在国内及全球船企中综合实力将进一步增强。
- 3、**钢材价格下降使公司成本降低。**2009年上半年公司所用钢材是2008年下半年采购的高价钢材，平均价格在6000元/吨左右，上半年公司已用完所采购的高价钢材。2009年上半年造船板价格约为4000元/吨，钢材价格占造船原材料价格的20%左右。因此我们预计公司下半年毛利率将会有较大的提升空间。
- 4、**借助地理优势大力发展修船业务。**修船业务受到船市下滑影响相对较小，公司借助地理优势，扩大修船业务的规模。2008年底中船澄西新建了修船基地新荣公司，2009年前9个月新荣公司修理完工船舶已经超过了30艘。该公司生产效能的发挥将成为中船澄西修船业务的增长点。
- 5、**非船业务平滑船市周期。**公司目前大力发展风力发电设备、盾构等非船业务。中船澄西是国内风力发电塔制造规模最大的船舶企业，并与美国GE、丹麦维斯塔斯、日本三菱重工建立了广泛持久的合作关系。以往公司所生产的大型风力发电塔全部出口国外，2009年9月份公司签订了70套风力发电塔的建造合同，正式进军国内市场。并且9月份公司与美国客户签订了84套2.5兆瓦风力发电塔制造合同，首批12套风塔将于今年12月交付。在盾构业务方面，沪东重机有近20年地铁盾构机制造历史，累计制造完成盾构机72台。2008年公司完工盾构16台，总产值1.2亿元。由于近年来船市的兴旺，公司主要着力发展船舶及配套业务，随着行业发展高峰的过去，未来非船业务的发展将对公司平滑船市周期性风险起到重要作用。



6、**盈利预测及投资评级：**我们预计受原材料成本下降的影响，公司2009年下半年业绩将好于上半年。公司未来两年将建造的船是2007-2008年的船价较高时签订的，因此造船毛利率也会维持在较高的水平。我们预计公司2009-2011年的EPS分别为4.76元、5.71元和6.24元，按照10月17日的收盘价72.69元计算，对应的动态PE分别为15倍、13倍和12倍，维持公司“增持”的投资评级。

7、**风险提示：**(1) 新船需求短期内难以复苏的风险；(2) 原材料价格波动的风险。

图表 1：中国船舶盈利预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,868,920	2,765,590	3,398,730	4,027,682	4,273,706
增长率(%)	59.17%	47.98%	22.89%	18.51%	6.11%
减：营业成本	1,370,237	2,184,337	2,878,936	3,341,840	3,528,604
毛利率(%)	26.68%	21.02%	15.29%	17.03%	17.43%
营业税金及附加	5,319	5,950	6,797	8,055	8,547
销售费用	20,180	29,564	44,183	52,360	55,558
管理费用	101,998	116,597	135,949	161,107	170,948
财务费用	-32,249	-84,554	-67,975	-40,277	-42,737
期间费用	89,929	61,607	112,158	173,190	183,769
期间费用率	4.81%	2.23%	3.30%	4.30%	4.30%
资产减值损失	11,808	47,281	16,994	40,277	42,737
投资净收益	-868	9,844	3,065	4,014	2,783
营业利润	390,757	476,259	386,910	468,334	512,832
增长率(%)	0.00%	21.88%	-18.76%	21.04%	9.50%
加：营业外收入	20,135	41,790	20,000	20,000	20,000
减：营业外支出	3,966	3,275	3,000	3,000	3,000
利润总额	406,927	514,774	403,910	485,334	529,832
增长率(%)	126.52%	26.50%	-21.54%	20.16%	9.17%
利润率(%)	21.77%	18.61%	11.88%	12.05%	12.40%
减：所得税	72,095	88,854	80,782	97,067	105,966
实际所得税率(%)	17.72%	17.26%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	334,832	425,920	323,128	388,267	423,865
归属母公司所有者的净利润	279,856	415,962	315,050	378,560	413,269
增长率(%)	129.79%	48.63%	-24.26%	20.16%	9.17%
净利润率(%)	14.97%	15.04%	9.27%	9.40%	9.67%
少数股东损益	54,976	9,958	8,078	9,707	10,597
总股本(万股)	66,256	66,256	66,256	66,256	66,256
每股收益(元)	5.30	6.28	4.76	5.71	6.24

资料来源：公司报表 天相投顾整理



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100