



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月29日

机械行业

研究部

王黎明

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209070099

wanglm@cicc.com.cn

中性

中国船舶(600150.CH)

2010年一季度业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	18,689	27,656	25,238	28,008	28,594
(+/-)	59%	48%	-9%	11%	2%
毛利	4,987	5,813	3,670	4,002	4,068
(+/-)	104%	17%	-37%	9%	2%
归属母公司股东净利润	2,799	4,160	2,501	2,763	2,776
摊薄每股收益	4.22	6.28	3.77	4.17	4.19
(+/-)	130%	49%	-40%	10%	0%
市盈率	14.7	9.9	16.5	14.9	14.8
市净率	3.8	3.4	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	7.2	6.8	11.5	9.9	9.4
净资产收益率	26.1%	34.5%	18.0%	16.6%	14.3%
ROCE	18.9%	23.6%	11.7%	11.5%	10.3%
每股经营现金流(元)	12.0	4.0	5.4	4.2	2.8
股价/经营现金	5.2	15.7	11.5	14.7	21.9

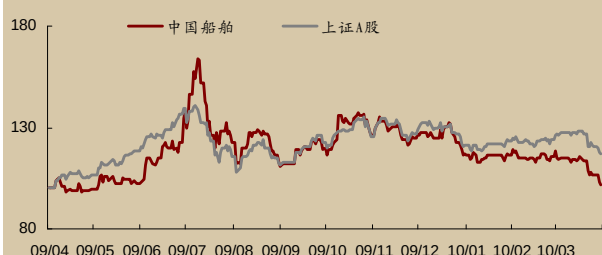
股票信息

A股	
当前股价	人民币 62.12
股票代码	600150.CH
日成交量(百万股)	1.5
52周最高价/最低价	人民币 104.60/59.50
总市值(百万元)	41,158
发行股数(百万股)	663
其中:流通股(百万股)	263
主要股东(持股比例)	中国船舶工业集团公司 (61.06%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	YTD
600150.CH	-6.02%	-12.26%	-14.52%	-20.20%
上证A指	-4.39%	-5.23%	-3.97%	-11.55%
机械行业指数	-4.20%	-1.47%	5.05%	-4.47%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010年一季度业绩符合预期:

2010年第一季度,中国船舶实现销售收入56.32亿元,同比增长3.2%,实现归属母公司净利润6.93亿元,对应每股收益1.05元,同比增长11.3%,符合我们此前预期。

正面:

- 面对船舶行业不景气周期,公司加强了生产准备及应对船东要求的应变预案的制定,造船生产按节奏保持高速增长。Clarkson 数据显示,公司旗下外高桥造船第一季度造船总量到达8艘、156万载重吨,同比增长100%以上,完工量继续保持全球同行前列。

负面:

- 公司2010年第一季度,新签订单仅为五艘,共计72.4万载重吨,依然未见起色。

发展趋势:

公司订单依然较充足,2010年收入有望在现有水平上保持一定增长。但目前较低的全球新船造价以及客户对船价的调整压力对未来的毛利率造成负面影响。

盈利预测:

我们维持此前盈利预测,2010和2011净利润分别为27.6亿元和27.8亿元,分别增长10.5%和0.5%,以反映未来公司在新签订单方面的不利因素。

估值与建议:

目前,中国船舶2010、2011年市盈率分别为14.9倍和14.8倍。考虑到行业的发展前景依然严峻,维持“中性”投资评级。

风险:

造船行业复苏超预期的风险。

2010 年一季度业绩回顾

2010 年第一季度，中国船舶实现销售收入 56.32 亿元，同比增长 3.2%，实现归属母公司净利润 6.93 亿元，对应每股收益 1.05 元，同比增长 11.3%，符合我们此前预期。

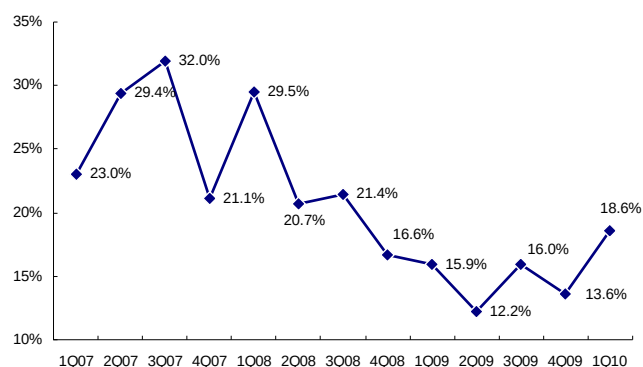
产量依然保持增长

面对全球船舶行业的不景气周期，公司加强了生产准备及应对船东要求的应变预案的制定，造船生产按节奏保持高速增长。Clarkson 数据显示，公司旗下外高桥造船第一季度造船总量到达 8 艘、156 万载重吨，同比增长 100% 以上，完工量继续保持全球同行前列。

毛利率水平有所改善

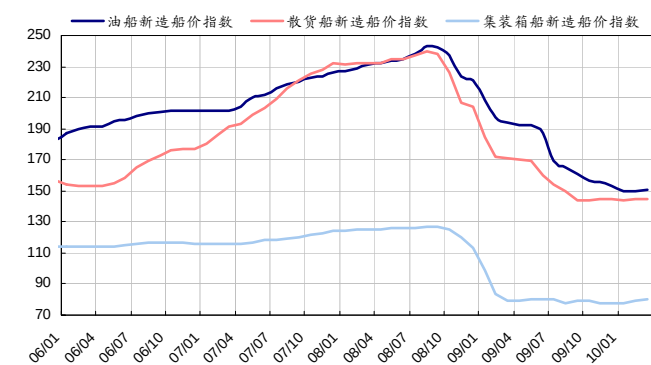
2010 年第一季度，公司综合毛利率水平为 18.6%，同比回升 2.7 个百分点，主要原因在于本期钢材价格较低，但目前压制公司毛利率继续上升的因素依然包括：1) 船价向下调整的压力；2) 低毛利率的 VLCC 船占比上升；3) 钢价在未来上升。

图表 1：公司各季度毛利率水平变动



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 2：三大船型新船造价走势

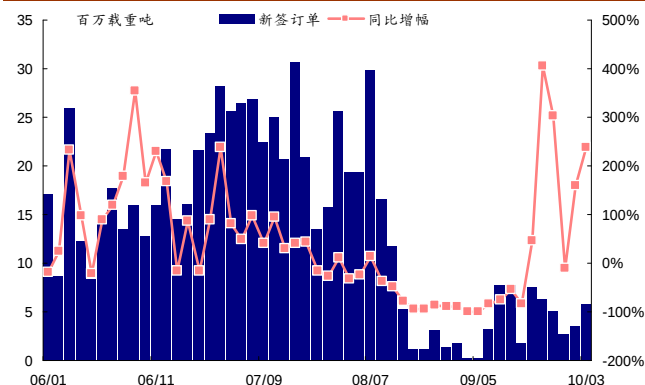


资料来源：Clarkson，中金公司研究部

订单充足，新签订单仍未见起色

公司订单充足，可供排产至 2012 年，但 2010 年第一季度，新签订单仅为五艘，共计 72.4 万载重吨，依然未见起色。

图表 3：全球订单情况



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

盈利预测

我们维持此前盈利预测，2010 和 2011 净利润分别为 27.6 亿元和 27.8 亿元，分别增长 10.5% 和 0.5%，以反映未来公司在新签订单方面的不利因素。

估值及投资建议

目前，中国船舶 2010、2011 年市盈率分别为 14.9 倍和 14.8 倍。考虑到行业的发展前景依然严峻，维持“中性”投资评级。

风险

造船行业复苏超预期的风险

图表4：分季度财务数据及分析

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q10	业绩简评
营业收入	3,984	6,766	7,640	9,267	27,656	5,459	7,161	6,407	6,211	25,238	5,632	本期远期合约交割收益减少。
(YoY growth)	16.4%	58.4%	45.1%	61.7%	48.0%	37.0%	5.8%	-16.1%	-33.0%	-8.7%	3.2%	
(QoQ growth)	-30.5%	69.8%	12.9%	21.3%		-41.1%	31.2%	-10.5%	-3.1%		-9.3%	
营业成本	-2,800	-5,355	-5,993	-7,697	-21,843	-4,584	-6,271	-5,370	-5,342	-21,568	-4,574	
毛利	1,174	1,400	1,637	1,542	5,753	868	872	1,024	844	3,608	1,049	
(YoY growth)	49.2%	11.5%	-2.8%	27.6%	16.6%	-26.1%	-37.7%	-37.5%	-45.3%	-37.3%	20.8%	
(QoQ growth)	-2.9%	19.2%	17.0%	-5.8%		-43.7%	0.4%	17.4%	-17.5%		24.2%	
销售费用	-47	-45	-63	-140	-296	-76	-97	-109	17	-265	-61	
管理费用	-161	-288	-286	-431	-1,166	-228	-247	-250	-518	-1,242	-234	
财务费用	261	235	170	179	846	230	176	194	29	629	103	
营业利润	1,249	1,241	1,489	783	4,763	766	708	888	290	2,652	838	受益于相对较低的钢材价格，本期毛利率同比获得提升。
(YoY growth)	84.1%	14.0%	-4.8%	36.0%	21.9%	-38.7%	-42.9%	-40.4%	-62.9%	-44.3%	9.4%	
(QoQ growth)	117.0%	-0.7%	20.0%	-47.4%		-2.2%	-7.6%	25.4%	-67.3%		188.6%	
利润总额	1,260	1,235	1,478	1,175	5,148	782	721	1,012	627	3,142	849	
归属于母公司所有者的净利润	984	965	1,204	1,006	4,160	623	577	768	532	2,501	693	
(YoY growth)	135.9%	45.8%	15.5%	48.6%	48.6%	-36.7%	-40.2%	-36.2%	-47.1%	-39.9%	11.3%	
(QoQ growth)	45.3%	-2.0%	24.8%	-16.4%		-38.1%	-7.4%	33.1%	-30.7%		30.3%	
摊薄每股收益	1.49	1.46	1.82	1.52	6.28	0.94	0.87	1.16	0.80	3.77	1.05	
毛利率	29.5%	20.7%	21.4%	16.6%	20.8%	15.9%	12.2%	16.0%	13.6%	14.3%	18.6%	
销售费用率	1.2%	0.7%	0.8%	1.5%	1.1%	1.4%	1.4%	1.7%	-0.3%	1.1%	1.1%	
管理费用率	4.0%	4.3%	3.7%	4.7%	4.2%	4.2%	3.4%	3.9%	8.3%	4.9%	4.1%	
营业利润率	31.4%	18.3%	19.5%	8.5%	17.2%	14.0%	9.9%	13.9%	4.7%	10.5%	14.9%	
净利润率	24.7%	14.3%	15.8%	10.9%	15.0%	11.4%	8.1%	12.0%	8.6%	9.9%	12.3%	
营业收入占全年比重	14.4%	24.5%	27.6%	33.5%	100.0%	21.6%	28.4%	25.4%	24.6%	100.0%	n.a.	
母公司所有者净利润占全年比重	23.7%	23.2%	29.0%	24.2%	100.0%	24.9%	23.1%	30.7%	21.3%	100.0%	n.a.	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	18,689	27,656	25,238	28,008	28,594
营业成本	-13,702	-21,843	-21,568	-24,006	-24,526
销售费用	-202	-296	-265	-280	-286
管理费用	-1,020	-1,166	-1,242	-1,106	-1,155
财务费用	322	846	629	191	208
营业利润	3,908	4,763	2,652	2,947	2,980
利润总额	4,069	5,148	3,142	3,450	3,488
所得税费用	-721	-889	-576	-587	-593
净利润	3,348	4,259	2,566	2,864	2,895
归属于母公司所有者的净利润	2,799	4,160	2,501	2,763	2,776
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	7,948	2,622	3,588	2,808	1,876
投资活动现金流净额	-4,188	-8,233	728	-798	-780
融资活动现金流净额	2,742	6,157	-936	871	888
货币资金增加额	6,421	641	3,936	2,881	1,983
资产负债表 (百万元)					
货币资金	18,559	19,529	19,878	22,759	24,742
应收款项	468	493	322	384	392
预付账款	3,783	2,904	1,539	1,995	2,272
其他应收款	1,996	537	245	307	392
存货	2,818	5,198	3,097	3,837	4,074
其他流动资产	709	2,476	1,529	1,611	1,567
流动资产合计	28,401	31,558	27,164	31,430	33,986
长期股权投资	1,192	1,289	1,395	1,668	1,675
固定资产	4,644	9,370	10,945	11,512	11,942
在建工程	2,889	1,033	1,666	1,361	1,157
无形资产	830	1,449	1,562	1,524	1,486
非流动资产合计	9,710	13,458	15,867	16,383	16,599
资产总计	38,110	45,016	43,030	47,813	50,585
短期借款	1,913	4,119	3,821	3,921	4,021
应付款项	1,690	2,755	3,372	3,749	3,494
预收帐款	1,553	1,777	1,183	1,688	1,723
流动负债合计	23,325	27,388	21,713	23,750	23,719
长期借款	2,764	3,924	5,234	4,811	4,430
非流动负债合计	3,197	4,619	5,985	5,661	5,380
负债总计	26,521	32,008	27,698	29,411	29,099
归属于母公司所有者权益合计	10,741	12,043	13,891	16,654	19,430
少数股东权益	848	966	1,441	1,722	2,021
负债和所有者权益总计	38,110	45,016	43,030	47,813	50,585
财务指标					
毛利率	26.7%	21.0%	14.5%	14.3%	14.2%

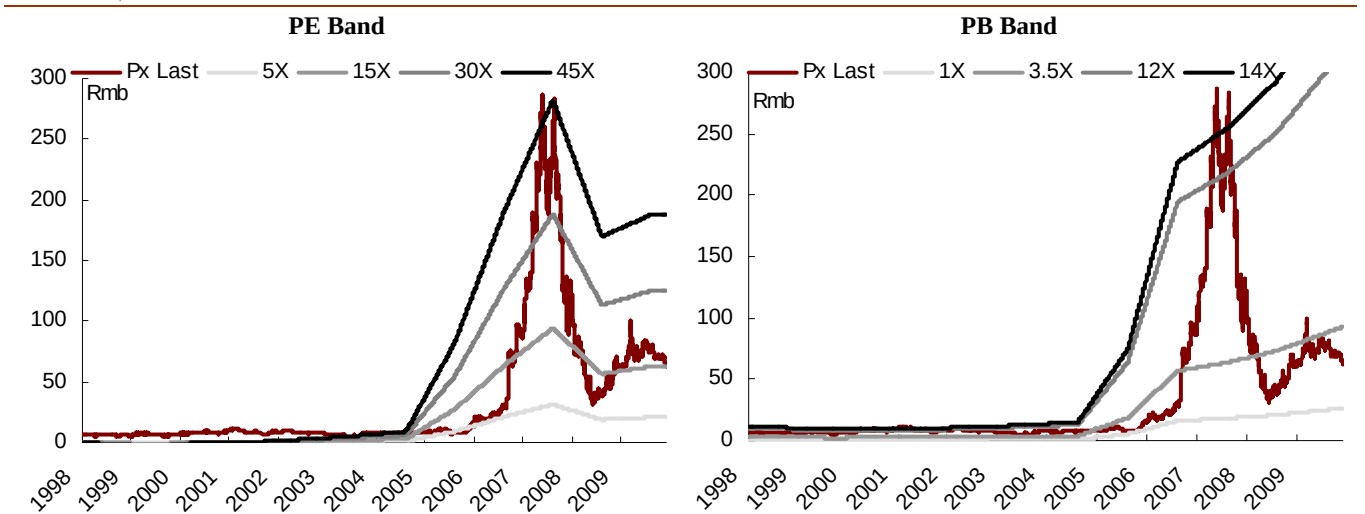
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表6：机械类上市公司估值表

公司名称	Ticker	Price	EPS			P/E ratio			P/B ratio		
		2010-4-28	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械											
三一重工	600031 CH Equity	28.83	1.22	2.20	2.80	23.6	13.1	10.3	6.2	4.6	3.5
中联重科	000157 CH Equity	20.21	1.35	1.68	2.10	15.0	12.0	9.6	5.6	4.1	3.0
厦工股份*	600815 CH Equity	9.28	0.19	0.38	0.54	47.9	24.5	17.1	3.5	3.1	2.8
山推股份*	000680 CH Equity	12.81	0.58	0.75	0.90	22.2	17.2	14.3	3.0	2.6	2.2
山河智能	002097 CH Equity	23.58	0.39	0.60	0.74	61.2	39.2	31.8	5.0	4.5	4.0
徐工机械*	000425 CH Equity	38.54	2.01	2.45	2.96	19.2	15.8	13.0	7.6	4.3	3.3
柳工	000528 CH Equity	20.97	1.33	1.60	1.93	15.7	13.1	10.9	3.3	2.7	2.3
安徽合力	600761 CH Equity	13.98	0.31	0.61	0.83	44.7	23.0	16.9	2.3	2.1	1.9
中国龙工*	3339 HK Equity	5.73	0.33	0.43	0.51	17.4	13.4	11.3	2.5	2.2	1.9
平均值						29.7	19.0	15.0	4.3	3.3	2.7
中值						22.2	15.8	13.0	3.5	3.1	2.8
船舶制造											
中国船舶	600150 CH Equity	62.12	3.77	4.17	4.19	16.5	14.9	14.8	3.0	2.5	2.1
中国重工	601989 CH Equity	6.53	0.22	0.27	0.32	29.3	24.6	20.7	2.1	2.0	1.9
广船国际	600685 CH Equity	21.37	1.04	1.06	1.07	20.5	20.1	20.0	3.3	2.9	2.5
广船国际-H	317 HK Equity	13.60	1.18	1.24	1.30	11.5	11.0	10.5	1.9	1.6	1.3
平均值						19.4	17.6	16.5	2.6	2.2	2.0
中值						18.5	17.5	17.4	2.6	2.2	2.0
其他											
中集集团	000039 CH Equity	12.72	0.36	0.42	0.74	35.3	30.6	17.2	2.4	2.2	2.1
中集集团-B	200039 CH Equity	9.73	0.41	0.48	0.90	23.8	20.1	10.8	1.6	1.5	1.3
振华重工	600320 CH Equity	7.44	0.19	0.36	0.51	38.9	20.4	14.6	2.1	1.9	1.8
振华重工-B	900947 CH Equity	0.62	0.03	0.05	0.08	22.1	11.3	7.8	1.2	1.1	0.9
中国南车	601766 CH Equity	5.39	0.14	0.21	0.29	38.5	25.7	18.6	3.7	3.3	2.9
中国南车-H	1766 HK Equity	5.91	0.16	0.24	0.35	37.1	24.2	16.7	3.5	3.1	2.6
中国北车	601299 CH Equity	5.40	0.16	0.24	0.37	34.4	22.7	14.6	2.2	2.0	1.8
平均值						32.9	22.1	14.3	2.4	2.2	1.9
中值						35.3	22.7	14.6	2.2	2.0	1.8

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；注：*表示盈利预测为市场一致预期

图表7：中国船舶 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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。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征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。