

毛利率有望提升，等待行业复苏

——中国船舶(600150)调研简报

核心观点

公司是中国船舶行业龙头企业，船舶建造、船舶维修、船舶配套和非船业务在主营业务收入中的占比分别为 79%、8%、11%和 2%，毛利贡献占比分别为 59%、16%、22%和 3%。

2010 年造船总量依然保持高增长。公司旗下外高桥造船第一季度造船总量达 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。但是目前全球新船造价处于 2004 年的较低位置，同比下降严重，对公司业绩影响较大，预计 2010 年收入增长幅度有限。

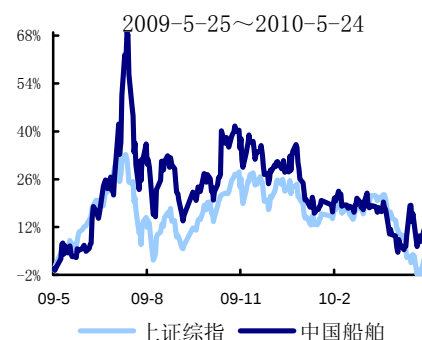
毛利率有望提升。由于消耗完 2008 年库存的高价钢材，公司产品结构调整，毛利率更高的散货船比例上升，以及 4 月新船价格指数开始回升，公司毛利率有望提高。2010 年 1-3 月份克拉克松新船价格指数均为 136 点，4 月份为 139 点，略有回升。公司 2009 年综合毛利率为 14.54%，2010 年一季度毛利率为 18.8%。

新签订单令人担忧。公司订单可供排产到 2011 年。自 2008 年 9 月份开始新船订单大幅下滑，并在 2009 年上半年全球出现零订单的状况，从 2009 年下半年开始，全球新船订造市场有所回暖，但绝对量依然处于历史较低水平。2010 年第一季度，公司新签订单仅为 5 艘，共计 72.4 万载重吨，未见明显好转。

船舶制造行业处于低迷，巩固造修船和核心配套业务，积极拓展海洋工程和非船产品业务。船舶制造受到航运市场低迷、接单困难、国内外造船企业降价参与竞争等因素影响，仍面临较大压力；修船业务由于航运市场低迷，公司修船以常规维修为主，而大规模船型改造等大型修理工程较少，使得公司修船业务发展有限；从船用柴油机业务来看，柴油机作为船舶制造的配套配件，其景气程度滞后于船舶制造，因而行业景气回升需要更长时间，此外船用公司柴油机业务还面临越来越激烈的市场竞争。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。

我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 4.06、3.51、3.19 元，对应 2010 年 PE 为 16 倍。考虑到下游航运市场尚未恢复，船舶行业是典型的长周期、强周期性行业，短期内难以复苏，维持“中性—A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	66255.65
流通A股(万股)	14685.27
52周内股价区间(元)	59.95-104.6
总市值(亿元)	437.75
总资产(亿元)	430.30
每股净资产(元)	20.97
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	25237.54	28266.04	29396.68	24399.25
同比增速(%)	-8.74%	12.00%	4.00%	-17.00%
净利润(百万)	2566.45	2758.66	2385.08	2170.69
同比增速(%)	-39.74%	7.49%	-13.54%	-8.99%
EPS(元)	3.77	4.06	3.51	3.19
P/E	16.98	15.78	18.26	20.06

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

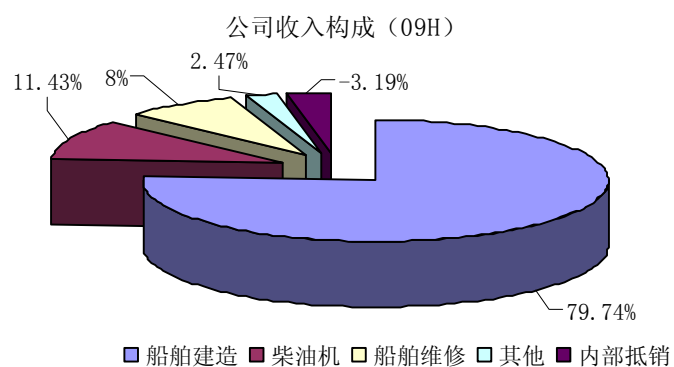
联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

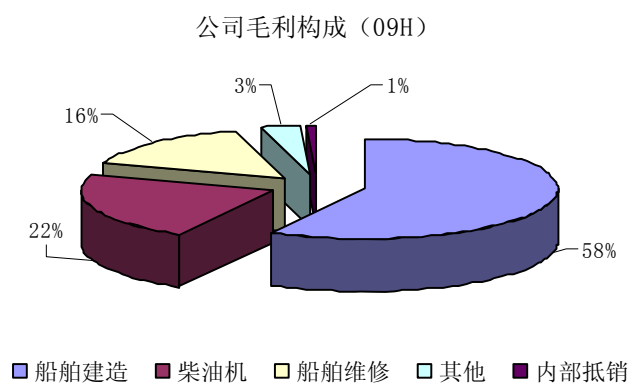
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1: 公司收入结构



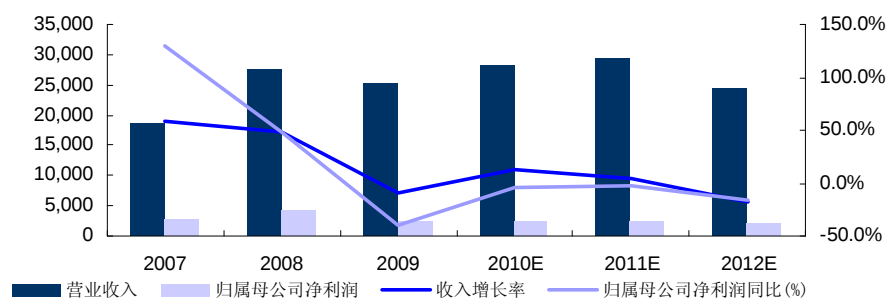
资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 2: 公司毛利结构



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 3: 公司收入净利润变化



数据来源: 公司公告 国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	27164	31115	31928	30531	营业收入	25238	28266	29397	24399
现金	19878	21495	26514	25617	营业成本	21568	23178	24693	20251
应收账款	322	613	351	452	营业税金及附加	62	67	70	58
其它应收款	245	878	189	723	营业费用	265	299	310	258
预付账款	1539	250	-1187	-2348	管理费用	1242	1325	1401	1156
存货	3097	5498	3755	3803	财务费用	-629	313	334	336
其他	2083	2380	2305	2284	资产减值损失	51	191	144	160
非流动资产	15867	17906	19707	21407	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1395	1360	1372	1368	投资净收益	-26	15	2	6
固定资产	10945	13665	15560	17230	营业利润	2652	2908	2445	2186
无形资产	1562	1843	2069	2313	营业外收入	518	485	496	492
其他	1964	1038	707	497	营业外支出	28	30	29	29
资产总计	43030	49020	51635	51938	利润总额	3142	3363	2912	2649
流动负债	21713	23783	22836	19774	所得税	576	604	527	478
短期借款	3821	5349	3887	3898	净利润	2566	2759	2385	2171
应付账款	3372	2445	4003	1214	少数股东损益	66	69	60	54
其他	14521	15989	14946	14662	归属母公司净利润	2501	2690	2325	2116
非流动负债	5985	7147	8467	9742	EBITDA	2023	3854	3563	3437
长期借款	5234	6494	7771	9042	EPS (元)	3.77	4.06	3.51	3.19
其他	750	653	696	701					
负债合计	27698	30929	31302	29517	主要财务比率				
少数股东权益	1441	1510	1570	1624		2009	2010E	2011E	2012E
股本	663	663	663	663	成长能力				
资本公积金	5059	5059	5059	5059	营业收入	-8.7%	12.0%	4.0%	-17.0%
留存收益	8170	10860	13042	15076	营业利润	-44.3%	9.6%	-15.9%	-10.6%
归属母公司股东权益	13891	16581	18763	20797	归属母公司净利润	-39.9%	7.6%	-13.6%	-9.0%
负债和股东权益	43030	49020	51635	51938	获利能力				
					毛利率	14.5%	18.0%	16.0%	17.0%
					净利率	9.9%	9.5%	7.9%	8.7%
					ROE	18.0%	16.2%	12.4%	10.2%
					ROIC	35.7%	29.9%	39.4%	20.5%
					偿债能力				
					资产负债率	64.4%	63.1%	60.6%	56.8%
					净负债比率	37.28%	43.66%	42.13%	49.17%
					流动比率	1.25	1.31	1.40	1.54
					速动比率	1.09	1.05	1.21	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.61	0.58	0.47
					应收帐款周转率	62	60	61	61
					应付帐款周转率	7.04	7.97	7.66	7.76
					每股指标(元)				
					每股收益	3.77	4.06	3.51	3.19
					每股经营现金	5.42	2.19	12.66	1.23
					每股净资产	20.97	25.03	28.32	31.39
					估值比率				
					P/E	16.98	15.78	18.26	20.06
					P/B	3.06	2.56	2.26	2.04
					EV/EBITDA	16.28	8.55	9.25	9.58

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			