

中国船舶：新接订单情况有所改观

中国船舶 2010 年中报点评

报告关键点：

- 上半年新接订单情况有所改观。
- 因船板价格较低造船业务毛利率有所提高。
- 2010-2011年每股收益上调幅度分别为3%和5%。
- 估值水平基本合理，维持“中性—A”的投资评级。

报告摘要：

- 公司2010年1-6月份实现主营业务收入130亿元，归属母公司净利润12.47亿元，分别较上年同期增长3.86%、3.98%，每股收益1.88元。业绩符合预期。
- 上半年公司完工交船27艘/413.2万载重吨，吨位数同比增26.83%，但造船业务收入为105.8亿元，仅增长6.76%，我们估计部分是因为合同价格有所变化所致。由于船板价格有较大幅度的回落，上半年造船业务毛利率提高了5.43个百分点，达到14.6%，这一水平高于我们先前的预期，从目前钢材价格走势看，我们估计全年毛利率应能够维持在14%左右。
- 由于受到金融危机影响，修船价格大幅下降，市场竞争态势恶化，公司上半年修船业务收入为4.81亿元，下滑59%。毛利率为17.3%，下滑5.75个百分点。修船业务的下滑幅度超过我们的预期，从目前市场情况看，估计修船市场短期难以有较大改观，下半年修船业务仍将低迷。
- 公司上半年完工柴油机110万千瓦，实现销售收入15.71亿元。分别增长10.85%、22.54%。由此带动船舶配套业务的收入增长27.31%，毛利率由于成本降低和规模效益扩大而提高2.91个百分点，达到24.83%。
- 上半年新增订单情况较09年有所改观，承接新船订单31艘，422万载重吨，去年同期没有新船订单。承接柴油机订单56台，去年同期为4台。目前累计手持船舶订单2055万载重吨，同比下滑5.26%。累计手持柴油机订单137万千瓦，同比增加3.79%。
- 我们根据公司各项业务在手订单量、上半年完工情况以及毛利率水平，适当调整对公司的业绩预测，预计2010-2012年公司主营业务收入分别为265、252、204亿元，归属于母公司的净利润分别为22.6、16.7、11.3亿元，对应EPS分别为3.41、2.52、1.71元，较之先前的上调幅度分别为3%、5%、5.6%。7月30日收盘价59.75元计算，对应2010年PE为17.5倍，目前的估值水平基本合理，维持“中性—A”的投资评级。
- 风险提示：行业及公司基本面变化超出预期导致不能达成盈利预测目标。

评级：

中性-A

上次评级：中性-A

目标价格：**60.00 元**

期限：6 个月 上次预测：70.00 元

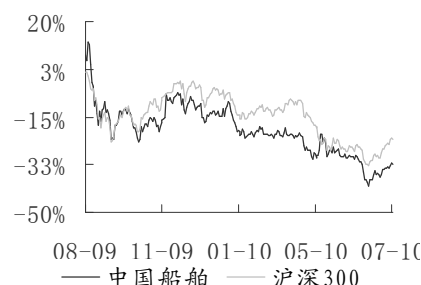
现价：59.75 元

报告日期：**2010-08-01**

市场数据

总市值(百万元)	39,587.75
流通市值(百万元)	15,687.75
总股本(百万股)	662.56
流通股本(百万股)	262.56
12个月最高/最低	52.80/104.60 元
十大流通股股东(%)	57.50%
股东户数	84,896

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.71)	1.67	(9.00)
绝对收益	9.86	(4.80)	(32.18)

研究员

张仲杰 高级行业分析师
 021-68767839 zhangzj@essence.com.cn
 证书编号 S1450209100287

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	27,655.9	25,237.5	26,550.9	25,219.0	20,401.2
Growth(%)	54.7%	-8.7%	5.2%	-5.0%	-19.1%
净利润	4,159.6	2,500.6	2,260.6	1,669.3	1,136.2
Growth(%)	42.6%	-39.9%	-9.6%	-26.2%	-31.9%
毛利率(%)	21.0%	14.5%	16.5%	14.1%	12.2%
净利润率(%)	15.0%	9.9%	8.5%	6.6%	5.6%
每股收益(元)	6.28	3.77	3.41	2.52	1.71
每股净资产(元)	18.18	20.97	24.38	26.90	28.61
市盈率	9.5	15.8	17.5	23.7	34.8
市净率	3.3	2.8	2.5	2.2	2.1
净资产收益率(%)	32.7%	16.7%	13.2%	8.9%	5.7%
ROIC(%)	-195.4%	49.3%	41.5%	73.0%	99.8%
EV/EBITDA	3.9	15.6	7.1	8.0	9.8
股息收益率	1.7%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

中国船舶：毛利率回升导致业绩略增
 2010-04-30
 中国船舶：业绩略低预期，运营稳定
 2010-04-12
 中国船舶：09年三季报点评
 2009-10-28

表 1 分项业务预测表 (单位: 百万元)

	历史年份				预测年份			
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产品总收入	2,085.4	16,589.0	27,428.3	25,650.4	26,550.9	25,219.0	20,401.2	20,629.7
产品总成本	1,687.1	12,572.1	22,916.1	22,324.2	22,157.9	21,665.6	17,918.2	18,457.1
综合毛利率	19.1%	24.2%	16.5%	13.0%	16.5%	14.1%	12.2%	10.5%
造船收入	-	12,439.8	21,440.0	20,123.6	21,532.3	20,455.6	16,364.5	16,364.5
收入增速			72.3%	-6.1%	7.0%	-5.0%	-20.0%	0.0%
收入占比	0.0%	75.0%	78.2%	78.5%	81.1%	81.1%	80.2%	79.3%
成本	-	9,335.4	17,938.0	18,175.6	18,302.4	17,929.4	14,728.1	15,055.4
成本增速			92.2%	1.3%	0.7%	-2.0%	-17.9%	2.2%
成本占比	0.0%	74.3%	78.3%	81.4%	82.6%	82.8%	82.2%	81.6%
产品毛利率		25.0%	16.3%	9.7%	15.0%	12.4%	10.0%	8.0%
修船收入	-	1,939.1	2,631.3	2,018.7	1,009.4	908.4	908.4	953.8
收入增速			35.7%	-23.3%	-50.0%	-10.0%	0.0%	5.0%
收入占比	0.0%	11.7%	9.6%	7.9%	3.8%	3.6%	4.5%	4.6%
成本	-	1,414.7	1,779.6	1,493.5	834.7	763.1	763.1	791.7
成本增速			25.8%	-16.1%	-44.1%	-8.6%	0.0%	3.8%
成本占比	0.0%	11.3%	7.8%	6.7%	3.8%	3.5%	4.3%	4.3%
产品毛利率		27.0%	32.4%	26.0%	17.3%	16.0%	16.0%	17.0%
造机收入	2,085.4	2,210.1	2,511.0	2,884.3	3,547.7	3,370.3	2,595.1	2,724.9
收入增速		6.0%	13.6%	14.9%	23.0%	-5.0%	-23.0%	5.0%
收入占比	100.0%	13.3%	9.2%	11.2%	13.4%	13.4%	12.7%	13.2%
成本	1,687.1	1,822.0	2,388.0	2,141.0	2,660.7	2,595.1	2,011.2	2,152.6
成本增速		8.0%	31.1%	-10.3%	24.3%	-2.5%	-22.5%	7.0%
成本占比	100.0%	14.5%	10.4%	9.6%	12.0%	12.0%	11.2%	11.7%
产品毛利率	19.1%	17.6%	4.9%	25.8%	25.0%	23.0%	22.5%	21.0%
其他收入	-	-	846.0	623.8	461.6	484.7	533.1	586.5
收入增速				-26.3%	-26.0%	5.0%	10.0%	10.0%
收入占比	0.0%	0.0%	3.1%	2.4%	1.7%	1.9%	2.6%	2.8%
成本	-	-	810.5	514.0	360.0	378.0	415.9	457.4
成本增速				-36.6%	-30.0%	5.0%	10.0%	10.0%
成本占比	0.0%	0.0%	3.5%	2.3%	1.6%	1.7%	2.3%	2.5%
产品毛利率			4.2%	17.6%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源: WIND 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2010-7-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	27,655.9	25,237.5	26,550.9	25,219.0	20,401.2	成长性						
减: 营业成本	21,843.4	21,567.6	22,157.9	21,665.6	17,918.2	营业收入增长率	54.7%	-8.7%	5.2%	-5.0%	-19.1%	
营业税费	59.5	62.2	66.4	63.0	51.0	营业利润增长率	14.7%	-44.3%	7.7%	-26.3%	-32.2%	
销售费用	295.6	265.5	265.5	252.2	204.0	净利润增长率	42.6%	-39.9%	-9.6%	-26.2%	-31.9%	
管理费用	1,166.0	1,242.3	1,194.8	1,134.9	918.1	EBITDA 增长率	7.3%	-37.6%	30.2%	-21.3%	-25.4%	
财务费用	-845.5	-629.1	73.5	27.9	-30.9	EBIT 增长率	2.1%	-48.3%	44.8%	-27.2%	-34.6%	
资产减值损失	472.8	50.5	-9.4	-9.2	-70.2	NOPLAT 增长率	6.1%	-43.2%	23.4%	-27.0%	-34.3%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-324.9%	46.4%	-58.5%	-52.0%	-91.1%	
投资和汇兑收益	98.4	-26.2	55.0	20.0	15.0	净资产增长率	37.5%	17.9%	15.2%	9.7%	6.0%	
营业利润	4,762.6	2,652.5	2,857.2	2,104.7	1,426.1	利润率						
加: 营业外净收支	385.1	489.7	20.0	20.0	20.0	毛利率	21.0%	14.5%	16.5%	14.1%	12.2%	
利润总额	5,147.7	3,142.2	2,877.2	2,124.7	1,446.1	营业利润率	17.2%	10.5%	10.8%	8.3%	7.0%	
减: 所得税	888.5	575.7	546.7	403.7	274.8	净利润率	15.0%	9.9%	8.5%	6.6%	5.6%	
净利润	4,159.6	2,500.6	2,260.6	1,669.3	1,136.2	EBITDA/营业收入	16.1%	11.0%	13.6%	11.3%	10.4%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.2%	8.0%	11.0%	8.5%	6.8%	
货币资金	19,529.4	19,877.6	26,777.3	30,539.7	31,157.1	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	87	145	152	162	197	
应收帐款	1,029.5	567.1	593.6	563.8	456.1	流动营业资本周转天数	-114	-129	-147	-180	-230	
应收票据	56.9	313.4	327.3	310.9	251.5	流动资产周转天数	356	419	411	489	590	
预付帐款	2,903.8	1,538.5	142.6	-1,222.3	-2,351.2	应收帐款周转天数	6	6	4	5	5	
存货	5,198.3	3,097.5	3,227.2	3,155.5	2,609.7	存货周转天数	53	66	48	51	57	
其他流动资产	2,839.6	1,769.4	2,347.2	1,761.2	-358.6	总资产周转天数	491	628	623	704	846	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	14	69	55	25	11	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	1,288.7	1,395.3	1,400.0	1,400.0	1,400.0	ROE	32.7%	16.7%	13.2%	8.9%	5.7%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	6.0%	4.8%	3.5%	2.5%	
固定资产	9,370.0	10,945.2	11,412.1	11,309.4	11,002.3	ROIC	-195.4%	49.3%	41.5%	73.0%	99.8%	
在建工程	1,033.0	1,665.9	833.0	416.5	233.2	费用率						
无形资产	1,448.9	1,561.7	1,457.7	1,360.6	1,270.0	销售费用率	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	
其他非流动资产	317.8	298.5	285.0	285.0	285.0	管理费用率	4.2%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	
资产总额	45,016.0	43,030.2	48,803.0	49,880.2	45,955.1	财务费用率	-3.1%	-2.5%	0.3%	0.1%	-0.2%	
短期债务	4,118.6	3,820.7	3,800.0	3,600.0	3,000.0	三费/营业收入	2.2%	3.5%	5.8%	5.6%	5.3%	
应付帐款	3,172.5	3,976.1	4,067.3	3,977.0	3,289.1	偿债能力						
应付票据	105.9	664.7	667.8	652.9	540.0	资产负债率	71.1%	64.4%	63.8%	61.1%	55.3%	
其他流动负债	1,142.3	767.0	164.0	-428.7	-908.1	负债权益比	246.1%	180.7%	176.3%	157.3%	123.6%	
长期借款	3,924.3	5,234.1	6,434.1	7,434.1	6,434.1	流动比率	1.15	1.25	1.39	1.57	1.76	
其他非流动负债	695.1	750.4	698.2	751.4	944.1	速动比率	0.94	1.09	1.24	1.41	1.60	
负债总额	32,007.7	27,698.0	31,140.3	30,496.6	25,400.1	利息保障倍数	-4.63	-3.22	39.87	76.49	-45.12	
少数股东权益	965.7	1,441.0	1,510.9	1,562.5	1,597.7	分红指标						
股本	662.6	662.6	662.6	662.6	662.6	DPS(元)	1.00	1.00	-	-	-	
留存收益	11,380.0	13,228.6	15,489.2	17,158.6	18,294.8	分红比率	15.9%	26.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	13,008.3	15,332.2	17,662.7	19,383.7	20,555.0	股息收益率	1.7%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	4,259.2	2,566.5	2,260.6	1,669.3	1,136.2	EPS(元)	6.28	3.77	3.41	2.52	1.71	
加: 折旧和摊销	544.9	770.3	690.6	716.4	731.1	BVPS(元)	18.18	20.97	24.38	26.90	28.61	
资产减值准备	472.8	50.5	-9.4	-9.2	-70.2	PE(X)	9.5	15.8	17.5	23.7	34.8	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.8	2.5	2.2	2.1	
财务费用	-49.2	-167.5	-247.9	73.5	27.9	P/FCF	11.8	76.6	5.8	10.7	68.0	
投资收益	-98.4	26.2	240.0	-20.0	-15.0	P/S	1.4	1.6	1.5	1.6	1.9	
少数股东损益	99.6	65.8	69.9	51.6	35.1	EV/EBITDA	3.9	15.6	7.1	8.0	9.8	
营运资金的变动	1,790.6	-3,610.0	2,913.1	634.4	535.4	CAGR(%)	-26.1%	-23.0%	-26.8%	-27.1%	-21.9%	
经营活动产生现金流量	2,622.4	3,588.5	6,238.3	3,070.4	2,321.6	PEG	-0.4	-0.7	-0.7	-0.9	-1.6	
投资活动产生现金流量	-8,233.4	728.4	-444.8	-80.1	-135.1	ROIC/WACC	-22.3	5.6	4.7	8.3	11.4	
融资活动产生现金流量	4,151.4	-935.7	1,106.1	772.1	-1,569.1	REP	-0.2	1.3	2.3	2.4	17.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰, 机械行业高级分析师, 工程师, 经济学硕士, 曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名, 9 年机械行业工作经验, 10 年证券从业经历, 2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

曹加

0755-82558045

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034