

# 业绩好于预期，上调盈利预测

## 中国船舶 2010 年三季报点评

### 报告关键点:

- 公司3季度每股收益3.05元好于预期。
- 2010年每股收益上调至3.85元。
- 合理股价65.45元，维持“中性-A”投资评级。

### 报告摘要:

- 公司2010年1-9月份实现主营业务收入209.6元，同比增长10.64%，归属母公司净利润20.2亿元，同比增长2.93%，实现每股收益3.05元。业绩较预期为好。
- 公司1-9月份毛利率为17.24%，同比高2.52个百分点。其中第一季度为18.8%，第二季度为17.4%，第三季度为15.98%，1-6月份毛利率较高主要受益于船板价格较低，我们预计全年毛利率可望维持在17.3%。
- 从单季度主营业务收入完成情况分析，第一季度为56亿元，第二季度74亿元，第三季度79亿元，一般情况四季度实现收入多一些，我们预计全年主营收入大致为281亿元。
- 2010年1-9月份，销售费用为2.39亿元，同比减少0.43亿元。管理费用8.8亿元，同比增加1.5亿元。财务费用去年为-6亿元，今年为-4.6亿元。期间费用率从2.14%提高到3.15%，预计全年为3.7%。
- 1-9月份投资收益为-2.28亿元，去年同期为600万元，主要原因是公司下属的广州船坞公司涉及法律纠纷，中期计提了4.26亿元的损失准备。
- 1-9月份资产减值准备从去年同期的3338万元上升至1.37亿元，主要是存货跌价准备的增加所致。
- 我们适当上调了公司业绩预测，预计2010-2012年公司营业收入分别为281、280、267亿元，归属于母公司的净利润分别为25.5、27.9、24.1亿元，对应EPS分别为3.85、4.21和3.64元。10月31日收盘价65.62元，按照2010年PE的17倍计算，合理股价65.45元，维持“中性-A”的投资评级。

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

 目标价格: **65.45 元**

期限: 6 个月 上次预测: 60.00 元

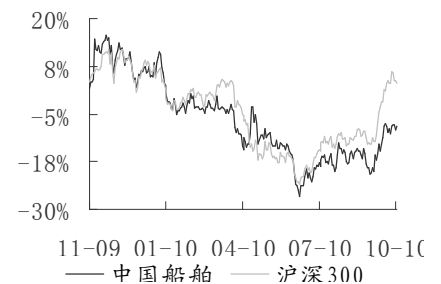
现价: 65.62 元

 报告日期: **2010-10-31**

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 43,476.96     |
| 流通市值(百万元)  | 43,476.96     |
| 总股本(百万股)   | 662.56        |
| 流通股本(百万股)  | 662.56        |
| 12 个月最高/最低 | 52.80/85.90 元 |
| 十大流通股股东(%) | 81.54%        |
| 股东户数       | 85,373        |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月    | 十二个月    |
|------|--------|--------|---------|
| 相对收益 | (4.49) | (7.99) | (11.37) |
| 绝对收益 | 10.65  | 9.83   | (8.33)  |

### 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 | 28,160.8 | 28,082.9 | 26,796.9 |
| Growth(%) | 54.7%    | -8.7%    | 11.6%    | -0.3%    | -4.6%    |
| 净利润       | 4,159.6  | 2,500.6  | 2,553.9  | 2,790.8  | 2,409.0  |
| Growth(%) | 42.6%    | -39.9%   | 2.1%     | 9.3%     | -13.7%   |
| 毛利率(%)    | 21.0%    | 14.5%    | 17.3%    | 16.2%    | 15.3%    |
| 净利润率(%)   | 15.0%    | 9.9%     | 9.1%     | 9.9%     | 9.0%     |
| 每股收益(元)   | 6.28     | 3.77     | 3.85     | 4.21     | 3.64     |
| 每股净资产(元)  | 18.18    | 20.97    | 24.82    | 29.03    | 32.67    |
| 市盈率       | 10.5     | 17.4     | 17.0     | 15.6     | 18.0     |
| 市净率       | 3.6      | 3.1      | 2.6      | 2.3      | 2.0      |
| 净资产收益率(%) | 32.7%    | 16.7%    | 14.7%    | 13.8%    | 10.6%    |
| ROIC(%)   | -195.4%  | 49.3%    | 40.2%    | -724.5%  | -123.1%  |
| EV/EBITDA | 3.9      | 15.6     | 7.6      | 5.8      | 5.4      |
| 股息收益率     | 1.5%     | 1.5%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |

### 前期研究成果

中国船舶: 新接订单情况有所改观  
 2010-08-01  
 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

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-31

| 利润表               | 2008            | 2009            | 2010E           | 2011E           | 2012E           | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>27,655.9</b> | <b>25,237.5</b> | <b>28,160.8</b> | <b>28,082.9</b> | <b>26,796.9</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 21,843.4        | 21,567.6        | 23,295.9        | 23,543.6        | 22,698.0        | 营业收入增长率        | 54.7%       | -8.7%       | 11.6%        | -0.3%        | -4.6%        |
| 营业税费              | 59.5            | 62.2            | 70.4            | 70.2            | 67.0            | 营业利润增长率        | 14.7%       | -44.3%      | 21.8%        | 9.3%         | -13.8%       |
| 销售费用              | 295.6           | 265.5           | 321.0           | 280.8           | 268.0           | 净利润增长率         | 42.6%       | -39.9%      | 2.1%         | 9.3%         | -13.7%       |
| 管理费用              | 1,166.0         | 1,242.3         | 1,126.4         | 1,123.3         | 1,071.9         | EBITDA 增长率     | 7.3%        | -37.6%      | 26.8%        | 9.7%         | -10.7%       |
| 财务费用              | -845.5          | -629.1          | -395.5          | -381.7          | -323.2          | EBIT 增长率       | 2.1%        | -48.3%      | 40.1%        | 11.1%        | -13.6%       |
| 资产减值损失            | 472.8           | 50.5            | 281.9           | -65.4           | -15.8           | NOPLAT 增长率     | 6.1%        | -43.2%      | 19.4%        | 11.0%        | -13.5%       |
| 加: 公允价值变动收益       | -               | -               | -               | -               | -               | 投资资本增长率        | -324.9%     | 46.4%       | -106.2%      | 409.1%       | 74.4%        |
| 投资和汇兑收益           | 98.4            | -26.2           | -230.0          | 20.0            | 15.0            | 净资产增长率         | 37.5%       | 17.9%       | 17.2%        | 16.0%        | 11.9%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>4,762.6</b>  | <b>2,652.5</b>  | <b>3,230.5</b>  | <b>3,532.0</b>  | <b>3,046.1</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 385.1           | 489.7           | 20.0            | 20.0            | 20.0            | 毛利率            | 21.0%       | 14.5%       | 17.3%        | 16.2%        | 15.3%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>5,147.7</b>  | <b>3,142.2</b>  | <b>3,250.5</b>  | <b>3,552.0</b>  | <b>3,066.1</b>  | 营业利润率          | 17.2%       | 10.5%       | 11.5%        | 12.6%        | 11.4%        |
| 减: 所得税            | 888.5           | 575.7           | 617.6           | 674.9           | 582.6           | 净利率            | 15.0%       | 9.9%        | 9.1%         | 9.9%         | 9.0%         |
| <b>净利润</b>        | <b>4,159.6</b>  | <b>2,500.6</b>  | <b>2,553.9</b>  | <b>2,790.8</b>  | <b>2,409.0</b>  | EBITDA/营业收入    | 16.1%       | 11.0%       | 12.5%        | 13.8%        | 12.9%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>     | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | EBIT/营业收入      | 14.2%       | 8.0%        | 10.1%        | 11.2%        | 10.2%        |
| 货币资金              | 19,529.4        | 19,877.6        | 27,823.7        | 32,250.6        | 35,476.7        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -               | -               | -               | -               | -               | 固定资产周转天数       | 87          | 145         | 143          | 146          | 150          |
| 应收帐款              | 1,029.5         | 567.1           | 629.6           | 627.8           | 599.1           | 流动营业资本周转天数     | -114        | -129        | -156         | -199         | -219         |
| 应收票据              | 56.9            | 313.4           | 347.2           | 346.2           | 330.4           | 流动资产周转天数       | 356         | 419         | 399          | 472          | 521          |
| 预付帐款              | 2,903.8         | 1,538.5         | 70.9            | -1,412.4        | -2,842.3        | 应收帐款周转天数       | 6           | 6           | 4            | 5            | 5            |
| 存货                | 5,198.3         | 3,097.5         | 3,392.9         | 3,429.0         | 3,305.8         | 存货周转天数         | 53          | 66          | 47           | 49           | 51           |
| 其他流动资产            | 2,839.6         | 1,769.4         | 3,055.6         | 3,021.3         | 2,455.5         | 总资产周转天数        | 491         | 628         | 599          | 665          | 716          |
| 可供出售金融资产          | -               | -               | -               | -               | -               | 投资资本周转天数       | 14          | 69          | 35           | -14          | -33          |
| 持有至到期投资           | -               | -               | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 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%       | 14.7%        | 13.8%        | 10.6%        |
| 投资性房地产            | -               | -               | -               | -               | -               | ROA            | 9.5%        | 6.0%        | 5.2%         | 5.4%         | 4.6%         |
| 固定资产              | 9,370.0         | 10,945.2        | 11,412.1        | 11,309.4        | 11,002.3        | ROIC           | -195.4%     | 49.3%       | 40.2%        | -724.5%      | -123.1%      |
| 在建工程              | 1,033.0         | 1,665.9         | 833.0           | 416.5           | 233.2           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 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%        | 1.1%         | 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%        | 4.0%         | 4.0%         | 4.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>45,016.0</b> | <b>43,030.2</b> | <b>50,707.6</b> | <b>53,034.1</b> | <b>53,515.6</b> | 财务费用率          | -3.1%       | -2.5%       | -1.4%        | -1.4%        | -1.2%        |
| 短期债务              | 4,118.6         | 3,820.7         | 3,500.0         | 3,600.0         | 3,000.0         | 三费/营业收入        | 2.2%        | 3.5%        | 3.7%         | 3.6%         | 3.8%         |
| 应付帐款              | 3,172.5         | 3,976.1         | 4,276.2         | 4,321.7         | 4,166.5         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 105.9           | 664.7           | 702.1           | 709.5           | 684.0           | 资产负债率          | 71.1%       | 64.4%       | 64.6%        | 60.7%        | 56.4%        |
| 其他流动负债            | 1,142.3         | 767.0           | 126.1           | -533.8          | -1,163.5        | 负债权益比          | 246.1%      | 180.7%      | 182.3%       | 154.5%       | 129.4%       |
| 长期借款              | 3,924.3         | 5,234.1         | 4,734.1         | 4,734.1         | 4,734.1         | 流动比率           | 1.15        | 1.25        | 1.29         | 1.43         | 1.59         |
| 其他非流动负债           | 695.1           | 750.4           | 633.8           | 636.9           | 688.3           | 速动比率           | 0.94        | 1.09        | 1.15         | 1.28         | 1.44         |
| <b>负债总额</b>       | <b>32,007.7</b> | <b>27,698.0</b> | <b>32,742.5</b> | <b>32,191.9</b> | <b>30,189.9</b> | 利息保障倍数         | -4.63       | -3.22       | -7.17        | -8.25        | -8.42        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>965.7</b>    | <b>1,441.0</b>  | <b>1,520.0</b>  | <b>1,606.3</b>  | <b>1,680.8</b>  | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 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        | 15,782.6        | 18,573.4        | 20,982.4        | 分红比率           | 15.9%       | 26.5%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>13,008.3</b> | <b>15,332.2</b> | <b>17,965.1</b> | <b>20,842.2</b> | <b>23,325.7</b> | 股息收益率          | 1.5%        | 1.5%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>     | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 4,259.2         | 2,566.5         | 2,553.9         | 2,790.8         | 2,409.0         | EPS(元)         | 6.28        | 3.77        | 3.85         | 4.21         | 3.64         |
| 加: 折旧和摊销          | 544.9           | 770.3           | 690.6           | 716.4           | 731.1           | BVPS(元)        | 18.18       | 20.97       | 24.82        | 29.03        | 32.67        |
| 资产减值准备            | 472.8           | 50.5            | 281.9           | -65.4           | -15.8           | PE(X)          | 10.5        | 17.4        | 17.0         | 15.6         | 18.0         |
| 公允价值变动损失          | -               | -               | -               | -               | -               | PB(X)          | 3.6         | 3.1         | 2.6          | 2.3          | 2.0          |
| 财务费用              | -49.2           | -167.5          | -247.9          | -395.5          | -381.7          | P/FCF          | 13.0        | 84.1        | 5.5          | 10.0         | 13.8         |
| 投资收益              | -98.4           | 26.2            | 230.0           | -20.0           | -15.0           | P/S            | 1.6         | 1.7         | 1.5          | 1.5          | 1.6          |
| 少数股东损益            | 99.6            | 65.8            | 79.0            | 86.3            | 74.5            | EV/EBITDA      | 3.9         | 15.6        | 7.6          | 5.8          | 5.4          |
| 营运资金的变动           | 1,790.6         | -3,610.0        | 5,635.8         | 828.9           | 777.4           | CAGR(%)        | -12.3%      | -1.1%       | -6.5%        | -13.5%       | -13.4%       |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>2,622.4</b>  | <b>3,588.5</b>  | <b>9,075.8</b>  | <b>3,955.3</b>  | <b>3,638.0</b>  | PEG            | -0.9        | -16.0       | -2.6         | -1.2         | -1.3         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-8,233.4</b> | <b>728.4</b>    | <b>-434.8</b>   | <b>-80.1</b>    | <b>-135.1</b>   | ROIC/WACC      | -21.7       | 5.5         | 4.5          | -80.5        | -13.7        |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>4,151.4</b>  | <b>-935.7</b>   | <b>-425.0</b>   | <b>481.7</b>    | <b>-276.8</b>   | REP            | -0.2        | 1.4         | -16.9        | 0.2          | 0.4          |

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

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 凌洁            | 上海联系人                   | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 朱贤            | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                   | 潘艳            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn   |
| 李昕            | 北京联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 潘冬亮           | 北京联系人                   | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 律烨            | 深圳联系人                   | 曹加            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558076 | lyye@essence.com.cn     | 0755-82558045 | caojia@essence.com.cn   |
| 胡珍            | 深圳联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   | 0755-82558084 | ligr@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