



资本货物/工业

中国船舶（600150）

龙穴造船盈利潜在增长空间巨大

——非公开发行方案点评

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
S0880511010047

本报告导读：

此次非公开发行主要是收购龙穴造船 100% 股权，消除公司与龙穴造船潜在的同业竞争。龙穴造船手持订单饱满，随着管理水平和造船效率提升，盈利潜在增长空间巨大。

事件：

- 中国船舶今日公告非公开发行方案，公司拟向包括控股股东中船集团、参股股东宝钢集团、中国海运在内的不超过十名特定对象非公开发行 A 股股票不超过 6,000 万股，募集资金总额不超过 40 亿元，其中中船集团拟认购金额不超过 6 亿元（以债权认购 2,000 万元，其余以现金认购），宝钢集团和中国海运拟各认购金额不超过 3 亿元。
- 非公开发行募集资金主要用于收购龙穴造船 100% 股权，还用于海上风力发电塔制造基地项目、沪东重机提升产能技术改造项目、中船澄西修船流程优化技改项目、龙穴造船补充流动资金及偿还银行贷款等。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：100.00

上次预测：100.00

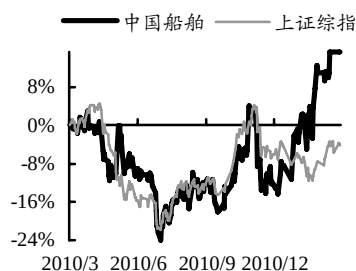
当前价格：79.96

2011.03.04

交易数据

52 周内股价区间（元）	52.80-80.69
总市值（百万元）	52,978
总股本/流通 A 股（百万股）	663/663
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	5
日均成交值（百万元）	344

52 周内股价走势图



相关报告

《中报业绩不高 但在预期之中》	2009.08.10
《高价钢材存货拖累业绩》	2009.04.28
《手持订单充足 新接订单放缓》	2009.04.01

评论：

- 此次非公开发行的主要目的，是消除公司与龙穴造船潜在的同业竞争，兑现大股东当年不同业竞争的承诺；另外可以巩固公司船用大功率低速发动机和修船业务的行业领先地位，同时积极拓展海上风力发电塔等非船业务，促进业务结构多元化，降低系统性风险。我们推测，此次非公开发行有可能是集团新一轮资本运作的开始，2010 年集团利润 66 亿元，目前还有一半左右的资产没有实现证券化，在央企整体上市的大背景下，不排除集团有后续的整合计划。
- 主要融资项目龙穴造船基地是投入运营不久的新船厂，09 年 4 季度完成首制船，产品定位大型油轮、超大型矿砂船，规划产能、2010 年实际产能、手持订单、利润分别为 350 万 DWT、约 120 万 DWT、457 万 DWT、1.2 亿元左右，分别相当于外高桥船厂 50% 左右、15% 左右、25% 左右、7% 左右。我们认为，在中国船舶收购之后，龙穴造船的管理模式和造船效率在外高桥造船厂的帮助下，将得到大幅提升，将复制江南长兴造船的提升路径，未来业绩释放空间巨大，外高桥船厂今天的辉煌就是龙穴造船的远景。
- 不考虑此次非公开发行，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 4.20、4.84、5.63 元。若考虑此次非公开发行，预计 2011、2012 年 EPS 分别为 4.85、5.74 元，目标价 100 元，相当于 2011 年 20 倍左右 PE，增持！

1. 非公开发行方案

中国船舶今日公告非公开发行方案，公司拟向包括控股股东中船集团、参股股东宝钢集团、中国海运在内的不超过十名特定对象非公开发行 A 股股票不超过 6,000 万股，募集资金总额不超过 40 亿元，其中中船集团拟认购金额不超过 6 亿元（以债权认购 2,000 万元，其余以现金认购），宝钢集团和中国海运拟各认购金额不超过 3 亿元。

非公开发行募集资金主要用于收购龙穴造船 100%股权，还用于海上风力发电塔制造基地项目、沪东重机提升产能技术改造项目、中船澄西修船流程优化技改项目、龙穴造船补充流动资金及偿还银行贷款等。

表 1：非公开发行基本要素

项目	内容
发行数量	不超过 6000 万股
募集资金	不超过 40 亿元
发行价格	66.33 元/股。
发行对象	包括公司控股股东中船集团、公司参股股东宝钢集团、中国海运在内的不超过十名特定对象
认购金额	中船集团不超过 6 亿元，其中债权认购金额 2000 万元；宝钢集团和中国海运各不超过 3 亿元
限售期	中船集团、宝钢集团、中国海运认购本次股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让，其他特定发行对象认购本次发行的股份，自发行结束之日起 12 个月内不得转让。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2：非公开发行募集资金用途

序号	项目	投资金额
1	收购龙穴造船 100%股权	预估价值 28 亿元
2	海上风力发电塔制造基地项目	项目固定资产总投资额约 3.9 亿元
3	沪东重机提升产能技术改造项目	项目总投资额 5.03 亿元
4	中船澄西修船流程优化技改项目	项目固定资产总投资额约 2.0 亿元，其中预计约用 8500 万元收购“金山”号浮船坞
5	龙穴造船补充流动资金及偿还银行贷款等	-
合计募集资金不超过 40 亿元		

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 非公开发行目的

此次非公开发行的主要目的，是消除公司与龙穴造船潜在的同业竞争，兑现大股东当年不同业竞争的承诺；另外可以巩固公司船用大功率低速发动机和修船业务的行业领先地位，同时积极拓展海上风力发电塔等非船业务，促进业务结构多元化，降低系统性风险。

我们推测，此次非公开发行可能是集团新一轮资本运作的开始，2010 年集团利润 66 亿元，目前还有一半左右的资产没有实现证券化，在央企整体上市的大背景下，不排除集团有后续的整合计划。

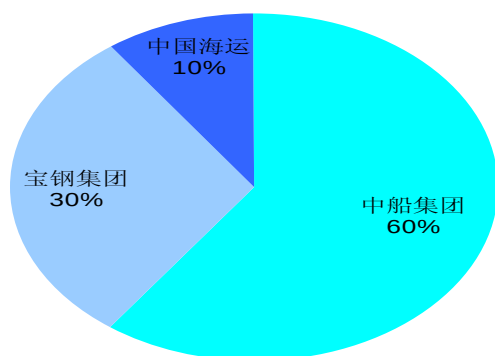
3. 主要融资项目龙穴造船基地分析

3.1. 龙穴造船基本情况

龙穴造船于 2006 年 5 月 25 日注册成立，地处广州市南沙区龙穴岛，邻近香港、澳门，区位优势得天独厚，主要股东为中船集团（60%）、宝钢集团（30%）、中国海运（10%），产品定位超大型油轮（VLCC）、超大型矿砂船（VLOC）等。公司拥有大型船坞 2 座、泊位 4 个、600 吨龙门吊 4 台，规划设计年造船能力达 350 万 DWT，与外高桥船厂（不含江南长兴造船）相当，预计 2012 年达到纲领目标 212 万 DWT 以上，有望进入国内造船企业前 10 名。

龙穴造船于 2008 年上半年开工造船，首制 30.8 万 DWTVLCC 于 2009 年第 4 季度交船，截至 2010 年 11 月底，公司累计承接订单 36 艘 610.8 万 DWT、手持订单 30 艘 457.2 万 DWT。**估算 2010 年完工量在 120 万 DWT，考虑产能释放进程，预计手持订单可满足 2011 和 2012 年生产。**截至 2010 年 11 月底，龙穴造船未经审计总资产 1,217,070 万元、净资产 216,619 万元，利润总额 11,591 万元。目前估算龙穴造船价值 28 亿元，具体以最终审计结果为准。

图 1：龙穴造船股东构成



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：龙穴造船地理位置



图 3：龙穴造船船坞概貌



数据来源：公司网站、国泰君安证券研究

表 3：截止 2011 年 11 月龙穴订单情况

项目	数量
累计承接订单	36 艘 610.8 万 DWT
手持订单	30 艘 457.2 万 DWT
手持订单构成	2 艘 30.8 万吨 VLCC
	2 艘 32 万吨 VLCC

8 艘 23 万吨 VLOC

18 艘 8.2 万吨散货船

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 4：龙穴财务指标

指标	2008 年	2009 年	截至 2010 年 11 月底
资产总额	492,293	761,561	1,217,070
负债总额	518,218	555,320	1,000,451
净资产	-25,925	206,241	216,619
利润总额	-41,034	-26,103	11,591

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.2. 龙穴造船成长性展望

根据 2010 年 1-11 月数据，预计 2010 年利润总额约 1.2 亿元，目前利润水平不高的主要原因在于龙穴是个新船厂，刚刚投入使用不久，09 年底才完成首制船，规划产能还远没有释放出来，在管理模式和造船技术方面还不够成熟。

我们认为，在中国船舶收购龙穴造船之后，可以将国内效率最高的外高桥船厂的经验模式嫁接给龙穴，帮助龙穴更快地释放产能，贡献业绩。这一点已经在江南长兴造船得到验证——在外高桥收购其 65% 股权后，江南长兴造船的船坞周期大大缩减，逐渐向外高桥造船 40 天船坞周期的世界一流水平看齐，盈利能力也不断增强。

龙穴造船规划产能相当于外高桥船厂（此处含江南长兴造船）一半，我们估算外高桥船厂（此处含江南长兴造船）2010 年净利润接近 20 亿元，这样的盈利水平为我们描绘了龙穴造船未来的盈利增长空间。

表 5：龙穴造船与外高桥船厂相关指标比较

指标	龙穴造船	外高桥船厂（估算值）	占外高桥船厂相比
规划产能	350 万 DWT	700 万 DWT	占 1/2 左右
2010 年实际产能	约 120 万 DWT	超过 700 万 DWT	占 15% 左右
目前手持订单	457.2 万 DWT	1800 万 DWT 左右	占 25% 左右
手持订单排产期	至 2013 年初	至 2013 年中	饱满度相当
2010 年利润	1.2 亿元	接近 20 亿元	占 7% 左右
建厂日期	2006 年	1999 年	晚 7 年

数据来源：国泰君安证券研究

4. 盈利预测与投资建议

不考虑此次非公开发行，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 4.20、4.84、5.63 元。若考虑此次非公开发行，预计 2011、2012 年 EPS 分别为 4.85、5.74 元，目标价 100 元，相当于 2011 年 20 倍左右 PE，增持！

表 6：盈利预测基本假设

项目	2010E	2011E	2012E
中国船舶净利润	27.83	32.06	37.28
同比增长	8.45%	15.20%	16.30%
龙穴造船完工量（万 DWT）	120	200	250
龙穴造船净利润（亿元）	1.20	1.98	2.97
其他再融资项目贡献的净利润（亿元）	0.00	1.00	1.20

非公开发行完成后，合计净利润（亿元）	29.03	35.04	41.45
非公开发行完成后，总股本（亿股）	7.23	7.23	7.23
非公开发行完成后，每股收益	4.02	4.85	5.74
同比增长	-	20.70%	18.31%

数据来源：国泰君安证券研究

5. 主要风险

5.1. 造船行业周期性风险

2010 年全球造船业新接订单量超过 1 亿 DWT，远超过 2010 年初业内人士 4000 万 DWT 的预测，行业表现超预期，目前新造船价格基本处于上升态势，船东询价意向增多，马士基这样的代表船厂开始批量下单，我们认为这些迹象表面行业走过了最困难时期，开始步入缓慢回升阶段。但是行业不排除出现再次调整，所以公司存在行业周期性风险。

5.2. 毛利率下行风险

毛利率主要取决于两大因素，一是船价，二是成本。目前船价较历史最高水平时下降超 30%，主要原材料钢材价格较当时下降超过 20%，但是目前人力成本确定性不断上升，钢价全年仍看涨，公司毛利率水平无法与船市高点时候相比，毛利率存在下行风险。但是，就目前情况来看，毛利率仍可落在 10-17% 区间，高于历史上行业底部区域水平。

作者简介:**吕娟:**

S0880511010047

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		