

买入 维持
中国船舶（600150）
2011 年 03 月 4 日
添壮丁，强体魄，促增长
合理价值区间：89.14-99.04 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人：何继红
hejh@htsec.com
021-23219674

事件：

中国船舶昨晚发布《关于非公开发行 A 股股票发行方案的预案》。本次非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 40 亿元，发行数量不超过 6000 万股。本次非公开发行募集资金扣除发行费用后，将全部用于收购龙穴造船 100% 股权、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术改造项目、补充龙穴造船流动资金及偿还银行贷款等。发行价格不低于 66.33 元/股。

点评：

（1）龙穴造船目前尚处于批量造船初期，后续利润增速有望维持在 80% 以上；本次龙穴造船 100% 股权的预估值约 28 亿元，对一个处于高速成长期的企业来说，估值较为合理。龙穴造船注册成立于 2006 年，于 2008 年上半年开工造船，并于 2009 年第四季度完成首制 30.8 万载重吨 VLCC 的交船。截止 2010 年 11 月份，公司累计承接订单 36 艘 610.8 万载重吨、手持订单 30 艘 457.2 万载重吨。其中：2 艘 30.8 万吨 VLCC、8 艘 23 万吨 VLOC、18 艘 8.2 万吨散货船、2 艘 32 万吨 VLCC。截止 2010 年 11 月底龙穴造船净利润 11591 万元，我们预计其全年可达 1.2 亿。龙穴造船拥有和外高桥造船以及江南长兴造船相同的 2 个船坞，在新船价格保持稳定的情况下，我们预测其大批量造船阶段净利润总量有望达到 8-10 亿规模。

表 1 中国船舶主要控股及合营公司净利润情况

股权比例	净利润（万元）	2007	2008	2009H1	2009	2010H1
100%	上海外高桥造船有限公司	237175.56	246570.43		134881.64	
100%	中船澄西船舶修造有限公司	62214.88	97142.93		72044.08	
100%	沪东重机有限公司		64077.05		47932.64	
54%	广州中船远航文冲船舶工程有限公司		21165.83	2782.83	-5238.82	-47476.58
51%	上海中船三井造船柴油机有限公司		-3891.86	-1023.57	1181.06	904.59

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）海上风电塔制造基地项目、沪东重机提升产能技术改造项目和中船澄西修船流程优化技术改造项目将强化公司船舶建造以外的其他业务能力，为公司“十二五”期间的发展埋下伏笔。目前中船澄西的钢结构生产拥有四条先进的风力发电塔塔体制作流水线和精良的钢结构制造设备设施，其目前生产的风力发电塔均用以配套 2.5 兆瓦以上的整机；海上风电发电塔制造基地项目将定位于海上风塔塔筒建造（以配套 3-5 兆瓦的整机），达标年产值 15 亿元。

（3）我们初步预计公司 2011 年、2012 年全面摊薄每股收益可达 4.95 元和 5.99 元。我们假设此次非公开发行价为 70 元，共需发行 5714 万股。

表 2 EPS 初步预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
增发后总股本（万股）	71969.65	71969.65	71969.65	71969.65	71969.65
增发前归属于母公司所有者的净利润（万元）	415962.10	250060.52	282302.37	304398.64	334217.52
龙穴造船贡献净利润（万元）			12000.00	42000.00	84000.00
海上风力发电塔项目贡献净利润（万元）				10000.00	13000.00
全部净利润（万元）	415962.10	250060.52	294302.37	356398.64	431217.52
全面摊薄 EPS（元）	5.78	3.47	4.09	4.95	5.99
EPS 增速（%）	42.57	-39.88	17.69	21.10	20.99

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（4）在国际造船产能由韩国向中国转移的长期趋势不变、网络化全球化下世界经济复苏节奏加快、国内政策面对高端制造和海洋开发重点关注的大宏观背景下，我们认为中国船舶制造行业仍处于高速成长期，并将在未来 5 年内迎来更大的发展空间，从而真正实现由“造船大国”向“造船强国”的转变。

（5）考虑到中国船舶是国内现代化总装造船企业龙头，且大股东中船集团旗下尚有大约 1000 万载重吨产能的未上市船舶建造资产，我们认为选取 18-20 倍的 2011 年 PE 区间来进行估值比较合适，对应合理价值区间为 89.14-99.04 元。上市公司中中国重工和广船国际同为船舶总装类企业，其最新市场一致预期 2011 年 PE 分别为 44.27 倍和 19.21 倍。公司停牌前收盘价为 79.96 元，对应 2011 年 PE 为 16.15 倍，维持前期“买入”评级。

表 3 船舶总装类上市公司最新收盘价估值一览（Wind 一致预期均值）

更新时间	20110303	最新收盘价 PE（倍）		
代码	简称	2010E	2011E	2012E
601989.SH	中国重工	54.04	44.27	44.72
600685.SH	广船国际	21.08	19.21	16.88
	均值	37.56	31.74	30.80

资料来源：Wind，海通证券研究所

（6）风险提示：钢材价格或大幅上行；人力成本或大幅增加。

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。