

中国船舶 (600150)

海洋石油 981 交付 战略意义重大

——中国船舶调研报告

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
编号 S0880511010047

本报告导读:

“海洋石油 981”的交付, 战略意义重大, 一意味着中国船舶正式进入钻井平台市场, 尤其是深海钻井平台市场, 二意味着我国南海深海油气开发将启动。

投资要点:

- 近日我们组织了“与 3000 米深海钻井平台零距离”的参观与交流活动, 有幸在“海洋石油 981”出航前, 一睹真容。“海洋石油 981”的交付, 战略意义重大, 一意味着中国船舶正式进入钻井平台市场, 尤其是深海钻井平台市场, 二意味着我国南海深海油气开发将启动。
- 该平台是最先进的第六代深水半潜式钻井平台, 最大作业水深 3000 米, 平台配置了世界上最先进的 DP3 动力定位系统, 可在中国南海、东南亚、西非等深水海域作业。
- 该平台总投资额 60 亿元, 其中 3/4 左右是设备款; 建造周期 37 个月, 设计使用寿命 30 年, 船东是中海油, 预计设备回收期 8 年左右。
- 该平台设备大部分采购自国外, 船体制造、调试船体制造、设备调试和安装由外高桥船厂完成。技术是在 F&G 提供的母船型基础上, 结合南海的工作环境重新做了模型设计。
- 目前国内主要有公司、北船、中集、振华、中海油、中远船务从事海工平台业务。预计全球海工设备每年市场在 400 亿美元左右, 大部分被韩国和新加坡瓜分。国内海工设备需求热点在南海, 预计“十二五”期间大概有 200 艘深海船只的需求 (包括平台和辅助船等)。
- 公司定位海工平台系统集成商, 目前询价的情况较多。公司海工年产能可交付半潜式 2 座、自升式 4 座, 相当于 20 亿美元。短期盈利状况没法说, 期待未来管理水平的提升带来业绩弹性。
- 预计公司 11-13 年 EPS 为 4.79、5.34、5.93 元, 考虑全球造船产业转移、公司持续的资产注入和股本市值扩张预期, 目标价 100 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	25,238	29,855	33,064	38,071	45,503
(+/-)%	-8.7%	18.3%	10.7%	15.1%	19.5%
经营利润 (EBIT)	2,023	2,465	3,420	3,891	4,376
(+/-)%	-48.3%	21.8%	38.7%	13.8%	12.5%
净利润	2,501	2,609	3,175	3,538	3,930
(+/-)%	-39.9%	4.3%	21.7%	11.4%	11.1%
每股净收益 (元)	3.77	3.94	4.79	5.34	5.93
每股股利 (元)	0.80	0.60	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	11.1%	11.3%	13.3%	12.9%	12.0%
净资产收益率 (%)	18.0%	16.4%	17.0%	16.4%	15.8%
投入资本回报率 (%)	6.5%	6.9%	8.9%	9.2%	9.4%
EV/EBITDA	10.3	8.5	6.5	5.8	5.3
市盈率	17.6	16.9	13.9	12.5	11.2
股息率 (%)	1.2%	0.9%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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: 66.59

2011.05.25

交易数据

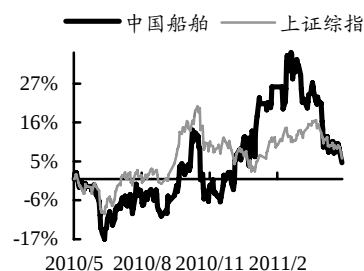
52 周内股价区间 (元)	52.80-87.49
总市值 (百万元)	44,120
总股本/流通 A 股 (百万股)	663/663
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	250

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,654
每股净资产	25.14
市净率	2.6
净负债率	81%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	1.05	1.25
Q2	0.84	1.05
Q3	1.17	1.40
Q4	0.88	1.09
全年	3.94	4.79

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-14%	-17%	5%
相对指数	-6%	-13%	-1%

相关报告

《新一轮资本运作拉开序幕》	2011.04.15
《龙穴造船盈利潜在增长空间巨大》	2011.03.04
《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

模型更新时间: 2011.05.25

股票研究

工业

资本货物

中国船舶 (600150)

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: 66.59

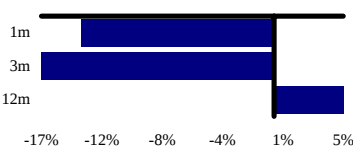
公司网址

www.csscholdings.com

公司简介

公司在定向增发完成收购母公司中船集团等机构所持的上海外高桥造船100%股权、澄西船舶100%股权和远航文冲54%股权后,新上市公司在原有的船用发动机业务基础上,初步具备了造、修、配完整的船舶制造产业链。母公司中船集团通过将上述资产注入上市公司,使旗下最优质民品造船资产实现了上市,公司也因此改名为“中国船舶”,成为了一家具备国际竞争力的民用船舶制造企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

52.80-87.49

市值 (百万)

44,120

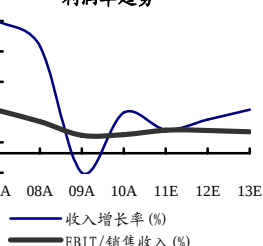
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18,689	27,656	25,238	29,855	33,064	38,071	45,503
营业成本	13,702	21,843	21,568	23,928	28,006	32,894	39,376
税金及附加	53	59	62	71	78	91	108
营业费用	202	296	265	228	248	282	332
管理费用	1,020	1,166	1,242	1,612	1,653	1,713	1,911
EBIT	3,585	3,917	2,023	2,465	3,420	3,891	4,376
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-9	98	-26	-72	60	100	150
财务费用	-322	-846	-629	-593	-422	-397	-395
营业利润	3,908	4,763	2,652	3,057	3,842	4,288	4,771
所得税	721	889	576	563	667	743	825
少数股东损益	550	100	66	65	79	89	98
净利润	2,799	4,160	2,501	2,609	3,175	3,538	3,930
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	16,810	19,529	19,878	28,263	28,560	32,872	37,266
其他流动资产	6,402	12,028	7,286	6,416	8,884	9,417	10,906
长期投资	1,142	1,289	1,395	1,320	1,340	1,343	1,338
固定资产合计	5,343	10,403	12,611	12,931	12,662	12,069	11,347
无形及其他资产	780	1,767	1,860	2,503	2,408	2,552	2,685
资产合计	30,477	45,016	43,030	51,434	53,853	58,253	63,542
流动负债	18,032	27,388	21,713	26,409	26,201	27,265	29,084
长期负债	2,982	4,619	5,985	7,551	7,321	7,665	7,815
股东权益	9,463	13,008	15,332	17,474	20,331	23,322	26,643
投入资本(IC)	-2,960	2,210	4,011	-280	1,895	796	19
现金流量表							
NOPLAT	2,950	3,241	1,653	2,036	2,838	3,230	3,632
折旧与摊销	319	545	770	912	969	1,035	1,082
流动资金增量	(8,124)	(204)	(577)	(3,747)	2,108	(321)	232
资本支出	4,795	5,085	2,208	325	631	369	285
自由现金流	(60)	8,667	4,054	(474)	6,546	4,313	5,232
经营现金流	5,199	2,622	3,588	7,827	1,730	4,726	4,708
投资现金流	(2,205)	(8,233)	728	(2,873)	(861)	(428)	(309)
融资现金流	2,742	4,151	(936)	1,689	(572)	13	(5)
现金流净增加额	5,736	(1,460)	3,381	6,643	297	4,312	4,394
财务指标							
成长性							
收入增长率	59.2%	48.0%	-8.7%	18.3%	10.7%	15.1%	19.5%
EBIT 增长率	113.2%	9.3%	-48.3%	21.8%	38.7%	13.8%	12.5%
净利润增长率	129.8%	48.6%	-39.9%	4.3%	21.7%	11.4%	11.1%
利润率							
毛利率	26.7%	21.0%	14.5%	19.9%	15.3%	13.6%	13.5%
EBIT 率	19.2%	14.2%	8.0%	8.3%	10.3%	10.2%	9.6%
净利率	15.0%	15.0%	9.9%	8.7%	9.6%	9.3%	8.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	29.9%	34.5%	18.0%	16.4%	17.0%	16.4%	15.8%
总资产收益率(ROA)	9.2%	9.2%	5.8%	5.1%	5.9%	6.1%	6.2%
投入资本回报率(ROIC)	19.7%	14.1%	6.5%	6.9%	8.9%	9.2%	9.4%
运营能力							
存货周转天数	42	68	77	53	54	56	54
应收账款周转天数	6	6	6	5	5	5	5
总资产周转天数	330	498	637	577	581	537	488
净利润现金含量	1.86	0.63	1.44	3.00	0.54	1.34	1.20
资本支出/收入	25.65%	18.39%	8.75%	1.09%	1.91%	0.97%	0.63%
偿债能力							
资产负债率	69.0%	71.1%	64.4%	66.0%	62.2%	60.0%	58.1%
净负债率	-118.3%	-69.5%	-62.3%	-89.3%	-81.2%	-88.2%	-92.5%
估值比率							
PE	15.8	10.6	17.6	16.9	13.9	12.5	11.2
PB	4.7	3.7	3.2	2.8	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.4	6.4	10.3	8.5	6.5	5.8	5.3
P/S	2.36	1.60	1.75	1.48	1.33	1.16	0.97
股息率	1.5%	1.5%	1.2%	0.9%	-	-	-

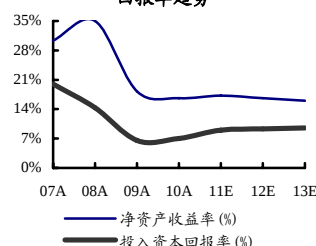
股票绝对涨幅和相对涨幅



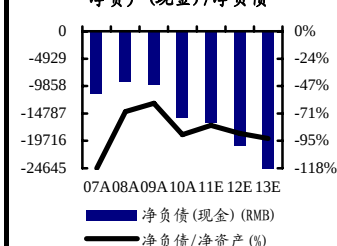
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. “海洋石油 981”基本情况

2011 年 5 月 23 号“海洋石油 981”在上海外高桥船厂举行命名仪式（张国宝见证），26 号将正式出航，开始海上安装和试航工作，预期将于 2011 年 7 月赴中国南海开始其深水探油作业，从而开启我国深水石油天然气的勘探开发之路。

“海洋石油 981”是我国海洋工程装备制造业标志性工程，是当今世界最先进的第六代深水半潜式钻井平台，自重超过 3.1 万吨，甲板面积相当于一个标准足球场大小，从船底到钻井架顶高度为 137.8 米，相当于 43 层的高楼，长度为 114 米，宽度为 79 米，电缆总长度超过 900 公里，最大作业水深 3000 米，最大钻井深度 12000 米，按照 200 年一遇的南中国海的海况条件进行平台整体稳性和结构强度设计。为抗击海上台风和各种复杂波流的影响，平台配置了目前世界上最先进的 DP3 动力定位系统，可以在 45 海里/小时的风速下正常作业，在 109 海里/小时的风速下生存，1500 米水深内可使用锚泊定位，甲板最大可变载荷达 9000 吨，可在中国南海、东南亚、西非等深水海域作业。

图 1：海洋石油 981



长期以来，受技术水平和装备能力所限，我国海洋石油只具备 500 米以内水深海上油气勘探、开发和生产能力，属世界第二、三代水平。“海洋石油 981”的问世，终于将我国深海探油能力延伸至 3000 米以下的深水区，为我国油气资源的“深度”开发贡献出重要力量。

2. “海洋石油 981”造价、建造周期、船东情况

“海洋石油 981”钻井平台投资额为 60 亿元人民币，其中 3/4 是设备款。设计使用寿命 30 年，设备回收期 8 年左右。“海洋石油 981”建造了 37 个月，中海油是船东，外高桥船厂与中海油有多年合作，之前有 10、15、

30 万吨级的 FPSO 建造项目，海洋石油 981 项目是外高桥船厂与中海油的第四个项目。

3. “海洋石油 981”成本构成、技术来源

“海洋石油 981”设备大部分采购自国外，船体制造、调试船体制造、设备调试和安装由外高桥船厂完成。自制率不高，客观上因为国内不具备这个供应能力，与目前整个工业状况有关。由于是首台，总体不赚钱，但是战略意义重大。

“海洋石油 981”技术来源自主研发，参与的单位很多，因为是 863 项目，科研项目经费有支持。当时是选择了 F&G 的母船型，是一个有 20 多年历史的成熟老船型，然后结合在南海的工作环境重新做了模型设计，甲板可变载荷指标达到了 9000 吨，是目前在建 200 艘的深海平台中载荷最高的。

4. 国内外海工平台竞争格局

国内竞争格局：六个中字头的企业在竞争，包括中船工业（南船）、中船重工（北船）、中集、中交（振华重工）、中海油、中远船务，其中南船、北船、中集是主要的企业。

南船有 708 所，交付的“海洋石油 981”最先进，设计任务都是来自于中海油，缺点是国际化用户程度不够，十二五要重点拓展国际市场。

烟台莱佛士，本来是外资企业，有天然优势，对国际市场了解比外高桥好，但是前几年接的单子太多，交不出来，对行业造成了不好的影响，能否按期交付成了目前老外意向客户最关心的问题。

北船，自升式平台制造有明显优势，起步比南方造，南北船分家前主要是北船在做海洋平台，做了 20 多年。

国外竞争格局：海洋平台的建造以韩国和新加坡为主。中国要向韩国学习造船管理、设计方面的东西。新加坡面临和中国一样的状态，人工成本很高，技术工人没了，新加坡建这样一个深海钻井平台需要 800-900 万工时（包括建造、设计、管理的工时），和中国相当，韩国只要 300 万工时，韩国的技术工人相对固定。中国需要提高固有工人的素质。韩国钻井船更多，半潜式不多。

5. 平台种类比较及零部件采购

不管半潜式还是自升式的，周期都是一样长的。自升式建造周期长主要是因为一些设备需要边造边等采购到位，实际工时应该在 300 万工时以下，不到半潜式的一半。

半潜式和钻井船的比较：环境条件比较好的地方用钻井船，差的地方用半潜式，因为半潜式稳定性更好些。

动力定位系统都是进口的，有艾默生、霍尼韦尔，康斯伯格三大品牌。短期没法实现国产化，因为造船厂的专业不是做动力定位系统。

“海洋石油 981”锚链是亚星锚链做的，钢结构还有一些在挪威做的。

6. 全球和中国对海工设备的需求

全球海工装备类的市场每年在 400 亿美元左右的投资规模，大部分被韩国和新加坡拿走了，尤其是今年基本被韩国拿走了。

中国国内需求热点在南海，“十一五”和“十二五”大量的钱投入进去，“十二五”期间大概有 200 艘深海船只的需求（包括平台和辅助船等）。

7. 公司海工业务发展规划

“海洋石油 981”是公司进入海工的重要项目，公司投入了相当多的精力，有了进入海工的门槛。海工与民品不是一个概念，海工项目科技含量高。

公司定位海工平台系统集成商，“海洋石油 981”的设计、建造、采购、完工调试均有外高桥船厂总包完成，是国内第一个完整交付的深海钻井平台。

未来公司钻井平台产品将包括三类：自升式、半潜式、钻井船。现在只要项目是真实的项目，不管哪儿的客户都可以。目前询价的情况较多。外高桥船厂还要把 FPSO 产品从 20-30 米扩展到 1500 米覆盖水深，比较强调研发先行。

如果考虑这么长的建造周期，考虑汇率影响，海工盈利能力没法说。国家虽然“十二五”支持海工发展，但是目前具体政策还没到位，比如，目前国内美元贷款利率比国外还高。公司发展海工业务，目前是战略意义大于盈利增厚，当然未来管理水平的提升也会带来很多的业绩弹性。

临港和外高桥海工业务年产能可以交付半潜式 2 座、自升式 4 座，相当于 20 亿美金产能，这些没有包含小的结构模块收入。

外高桥船厂有危机感，未来公司要走高端化，减少与国内同行的竞争。

8. 盈利预测与投资建议

不考虑增发项目，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 4.79、5.34、5.93 元。若考虑增发项目，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 4.62、5.26、5.98 元。考虑造船向中国持续的产业转移、公司持续的资产注入和股本市值扩张预期，目标价 100 元。

表 1：盈利预测

主要财务数据	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	25,238	29,855	33,064	38,071	45,503
同比%	-8.7%	18.3%	10.7%	15.1%	19.5%
经营利润（百万）	2,023	2,465	3,420	3,891	4,376
同比%	-48.3%	21.8%	38.7%	13.8%	12.5%
净利润（百万）	2,501	2,609	3,175	3,538	3,930
同比%	-39.9%	4.3%	21.7%	11.4%	11.1%
每股净收益（元）	3.77	3.94	4.79	5.34	5.93
每股股利（元）	0.80	0.60	-	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

表 2：考虑增发后的盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	26.09	31.75	35.38	39.30
总股本（亿股）	6.63	6.63	6.63	6.63
不考虑增发的 EPS	3.94	4.79	5.34	5.93
增发后股本（亿股）	7.23	7.23	7.23	7.23
不考虑注入资产收益，增发后 EPS	3.61	4.39	4.90	5.44
龙穴完工量假设（万 DWT）	120.00	200.00	250.00	350.00
同比增长		66.67%	25.00%	40.00%
龙穴净利润假设（亿元）	0.99	1.63	2.60	3.90
考虑拟收购龙穴收益，增发后 EPS	3.75	4.62	5.26	5.98

数据来源：国泰君安证券研究

9. 增发项目介绍

9.1. 方案简介

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 3：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 4：非公开发行募集资金用途

序号	项目	项目总投资额	拟用募集资金投资额
1	收购龙穴造船 100%股权	29.50	29.50
2	海上风力发电塔制造基地项目	5.10	3.50
3	沪东重机提升产能技术改造项目	5.00	2.50
4	中船澄西修船流程优化技改项目	2.20	1.50
5	龙穴造船补充流动资金及偿还银行贷款等	2.80	2.80
合计		44.60	39.80

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

9.2. 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。

我们认为，此次非公开发行可能是集团以中国船舶为平台的新一轮资本运作的开始，在央企整体上市的大背景下，预计集团还有后续的综合计划。

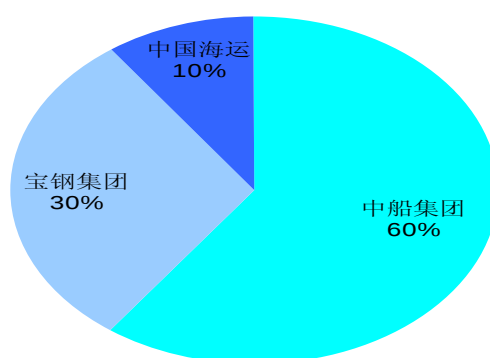
10. 增发主要收购资产——龙穴造船基地分析

10.1. 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。2010 年完工 6 艘 102.74 万 DWT，考虑产能释放进程，手持订单可满足 2011 和 2012 年生产。2010 年龙穴造船经审计总资产 123.07 亿元、净资产 21.2 亿元，营业收入 50.88 亿元，净利润 0.986 亿元。

图 2：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 3：龙穴造船地理位置



数据来源：公司网站、国泰君安证券研究

图 4：龙穴造船船坞概貌



表 5：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 6：龙穴近三年来的财务状况 (合并口径，单位百万元)

项目	2010 年	2009 年	2008 年
流动资产	6056.58	3106.10	2765.00
长期股权投资	5.00	-	-
固定资产	5179.34	4199.44	2104.32
在建工程	12.48	140.19	1.21
无形资产	1008.77	168.15	1.31
资产总计	12307.40	7627.59	4922.93

流动负债	7842.81	4703.95	5182.18
非流动负债	2346.04	903.85	-
负债合计	10188.85	5607.80	5182.18
所有者权益	2118.55	2019.79	-259.25
其中：归属母公司所有者权益	2106.43	2007.83	-259.25

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 7：龙穴近三年来的经营业绩(合并口径，单位百万元)

项目	2010 年	2009 年	2008 年
一、营业收入	5088.30	2656.50	725.27
减：营业成本	4633.40	2912.38	829.31
营业税金及附加	0.25	0.16	18.12
销售费用	45.77	1.18	0.53
管理费用	337.75	257.15	323.14
财务费用	68.55	17.87	-103.04
资产减值损失	121.52	13.09	138.80
加：投资收益	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-118.94	-545.32	-481.59
加：营业外收入	188.30	229.74	71.54
减：营业外支出	0.07	0.00	0.29
三、利润总额	69.29	-315.58	-410.34
减：所得税费用	-28.48	37.38	-51.09
四、净利润	97.76	-352.96	-359.25
其中：归属母公司所有者的净利润	98.60	-352.92	-359.25

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

10.2. 资产评估结果

因为龙穴造船投产时间短，10 年刚刚实现盈利，故采取成本法为作价标准，评估结果为 29.53 亿元，较净资产账面价值增值额为 8.46 亿元，增值率为 40.16%，评估价相当于拟募集资金总额 74%。评估结果尚待国资委最终备案确认。

10.3. 龙穴造船成长性展望

2010 年净利润为 0.986 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，而外高桥船厂（此处含江南长兴造船）2010 年净利润 14.61 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 8: 龙穴造船与外高桥船厂相关指标比较

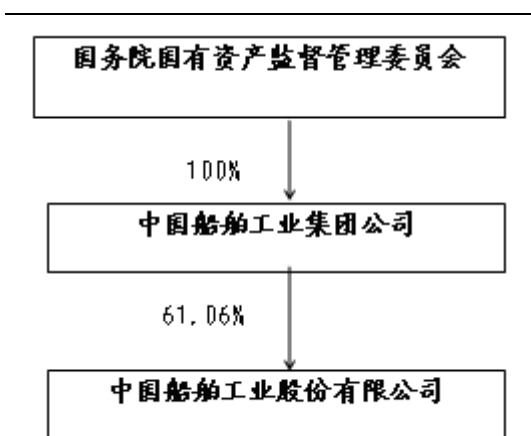
指标	龙穴造船	外高桥船厂（估算值）	占外高桥船厂相比
规划产能	350 万 DWT	700 万 DWT	占 1/2 左右
2010 年完工量	约 120 万 DWT	706.6 万 DWT	占 17%左右
目前手持订单	约 457.2 万 DWT	1883 万 DWT	占 24%左右
手持订单排产期	至 2013 年初	至 2013 年中	饱满度相当
2010 年净利润	0.986 亿元	14.61 亿元	占 7%左右
建厂日期	2006 年	1999 年	晚 7 年

数据来源：国泰君安证券研究

11. 大股东中船集团介绍

公司控股股东中国船舶工业集团公司（简称中船集团，英文简称 CSSC）组建于 1999 年 7 月 1 日，是中央直接管理的特大型企业集团，是国家授权投资机构，注册资本 63.7430 亿元。中船集团是中国船舶工业的主要力量，旗下聚集了一批中国最具实力的骨干造修船企业、船舶研究设计院所、船舶配套企业及船舶外贸公司，共有约 60 家独资和持股企事业单位，产品涵盖散货船、油船、集装箱船等主要船型和液化天然气船（LNG 船）、海洋工程装备等高技术、高附加值产品。

图 5: 公司股权结构



数据来源：国泰君安证券研究

表 9: 集团三年简要财务报表（亿元）

	2007	2008	2009
主营业务收入	623.45	745.66	744.69
利润总额	122.04	101.30	55.25
归属于母公司的净利润	66.14	54.82	31.41
资产总额	1336.24	1530.56	1591.69
负债总额	1006.16	1110.53	1108.48
净资产	330.09	420.03	483.21
归属于母公司的所有者权益	230.59	311.96	351.42

数据来源：国泰君安证券研究

2010 年集团实现销售收入 902 亿元，工业总产值 956 亿元，实现利润 66 亿元。造船业务方面，2010 年集团完工 1648 万载重吨，连续 5 年稳居世界造船集团第二位，承接船舶订单 1733 万载重吨，占世界市场 15%，实现了逆势提升，2010 年底手持订单 4519 万载重吨。

集团 2010 年完工量、新接订单和 2010 年底手持订单均是中国船舶（600150）的两倍或者两倍以上。

12. 主要风险

12.1. 造船行业周期性风险

2010 年全球造船业新接订单量接近 1.3 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，目前新造船价格虽然还不稳定，但是船东询价意向增多，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。

12.2. 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:**

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: 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。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		