

立足支线船舶市场 技工贸协同发展

——舜天船舶（002608.SZ）新股询价报告

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 7 月 28 日

机械——船舶

联系人

王雪莹

022-28451904

xueyingtju@yahoo.cn

建议询价区间：

22.95-27.54 元

发行基本资料

发行后总股本 14,700 万股

发行股本 3,700 万股

主承销商 国信证券

投资要点：

● 公司概况：支线船舶制造领域的优势企业

自成立以来即致力于远洋支线机动船舶建造业务和非机动船舶建造业务，现已发展成为江苏省省属最大的国有造船企业。公司建造的非机动船舶产品包括欧洲内河船、大型海洋运输驳船、海洋工程辅助平台和驳船等。公司船舶产品全部外销，主要销往欧洲、美洲、非洲、东南亚等地区。截至 2011 年 1 月底，公司手持集装箱船订单的载重吨总量在全球造船企业中排名第 19 位，在持有支线集装箱船订单的国内造船企业中排名第 2 位，在非机动船领域，公司约占全国钢制非机动船出口总金额的 20%。

● 产业链完整 技工贸协同发展

目前，公司已初步形成“产品研发—外贸接单—综合设计—船厂制造”的完整产业链，产业链中各环节既可独立发展业务又可相互辅助促进，从而使公司降低生产和经营成本。公司的业务模式包括自建模式与贸易模式，经营战略是以机动船舶产品和非机动船舶产品共同发展，并根据两种产品业务的特性，制定不同的发展策略。

● 船舶制造业自周期底部缓慢回升

在全球化、国际化分工不断深入的背景下，船舶运输业正以前所未有的速度在发展，船舶需求量不断扩大。由于海运贸易与全球经济走势直接相关，所以造船业也具备明显的周期性特征。2000-2010 年，全球船队的年初运力从 8 亿载重吨上升至 12.9 亿载重吨，同期每年新建运力规模从 4590 万载重吨上升至 1.5 亿载重吨。在此期间，集装箱船队和气体船队运力规模的年复合增长率最高，分别达到 9.5% 和 8.6%，全球船队运力总体年复合增长率为 4.6%。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.53 元、1.88 元和 2.23 元，净利润增速分别为 2.01%、22.65% 和 18.31%。综合考虑船舶制造业的发展前景及公司的竞争优势，给予公司 15-18 倍的动态市盈率，询价区间为 22.95 元-27.54 元。

财务摘要（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	1,677	3,082	3,288	3,731	4,291
(+/-)%	-15%	84%	7%	13%	15%
经营利润（EBIT）	246	239	278	342	408
(+/-)%	-33%	-3%	17%	23%	19%
净利润	215	221	225	277	327
(+/-)%	-26%	3%	2%	23%	18%
每股收益（元）	1.46	1.50	1.53	1.88	2.23

目 录

1.公司概况	4
1.1 支线船舶制造领域的优势企业	4
1.2 产业链完整 技工贸协同发展	4
1.3 国资背景 管理层持股	5
2.公司主营业务分析	5
2.1 贸易优势决定外购模式为营收重要构成要素	5
2.2 盈利水平随行业周期性波动	6
3.船舶制造业基本情况	7
3.1 与全球经济景气程度联系密切	7
3.2 自周期底部缓慢回升	8
3.3 集装箱化成为重要趋势	8
4.募投项目分析	9
5.盈利预测	10
6.投资定价分析	11

图 目 录

图 1: 舜天船舶本次发行前股权结构图	5
图 2: 公司 2010 年主营收入构成	6
图 3: 公司 2010 年毛利构成	6
图 4: 公司 2008-2010 年营业收入变动	7
图 5: 公司主要产品毛利率变动	7
图 6: 全球每年新增造船订单 (百万 DWT)	8
图 7: 2000-2010 年各类型船队规模年复合增速	9
图 8: 2010 年全球海运船队类型结构	9

表 目 录

表 1: 2008-2010 年中国钢制非机动船出口状况	4
表 2: 公司主要产品及其用途	5
表 3: 募集资金运用 (万元)	10
表 4: 盈利预测表	10
表 5: 可比上市公司估值	11

1.公司概况

1.1 支线船舶制造领域的优势企业

舜天船舶成立于 2003 年，自成立以来即致力于远洋支线机动船舶建造业务和非机动船舶建造业务，现已发展成为江苏省省属最大的国有造船企业。公司建造的远洋支线机动船舶产品包括 700TEU—2,000TEU 系列集装箱船、30,000DWT 以下多用途船和重吊船等。公司建造的非机动船舶产品包括欧洲内河船、大型海洋运输驳船、海洋工程辅助平台和驳船等。公司船舶产品全部外销，主要销往欧洲、美洲、非洲、东南亚等地区。

目前，公司已初步形成“产品研发—外贸接单—综合设计—船厂制造”的完整产业链，产业链中各环节既可独立发展业务又可相互辅助促进，从而使公司降低生产和经营成本。截至 2011 年 1 月底，公司手持集装箱船订单的载重吨总量在全球造船企业中排名第 19 位，在持有支线集装箱船订单的国内造船企业中排名第 2 位，在非机动船领域，公司约占全国钢制非机动船出口总金额的 20%。

表 1：2008-2010 年中国钢制非机动船出口状况

年份	出口量（艘）			出口金额（百万美元）		
	全国	公司	比例（%）	全国	公司	比例（%）
2008 年	644	75	11.65%	664.85	150.60	22.65
2009 年	484	63	13.02	680.21	119.48	17.57
2010 年	373	41	10.99	484.36	92.08	19.01

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

1.2 产业链完整 技工贸协同发展

由于公司管理团队的主要成员以船舶贸易起家，在对船舶贸易市场和船舶建造有了深入了解后才进入实体制造领域，因此与多数传统船舶制造厂商不同的是，公司的业务模式包括自建模式（含自行建造、外协建造）与贸易模式（即外购）。外购模式一般是在签订对外销售合同的过程中，针对客户要求，同步向国内其他船厂购买合同标的船舶，公司赚取合同差价。

公司的经营战略是以机动船舶产品和非机动船舶产品共同发展，并根据两种产品业务的特性，制定不同的发展策略：机动船舶产品通过提升建造效率和技术水平来增强自身竞争力；非机动船舶产品通过提供延伸服务（含远洋运输等方面）和提高产品质量来增强自身竞争力。

表 2: 公司主要产品及其用途

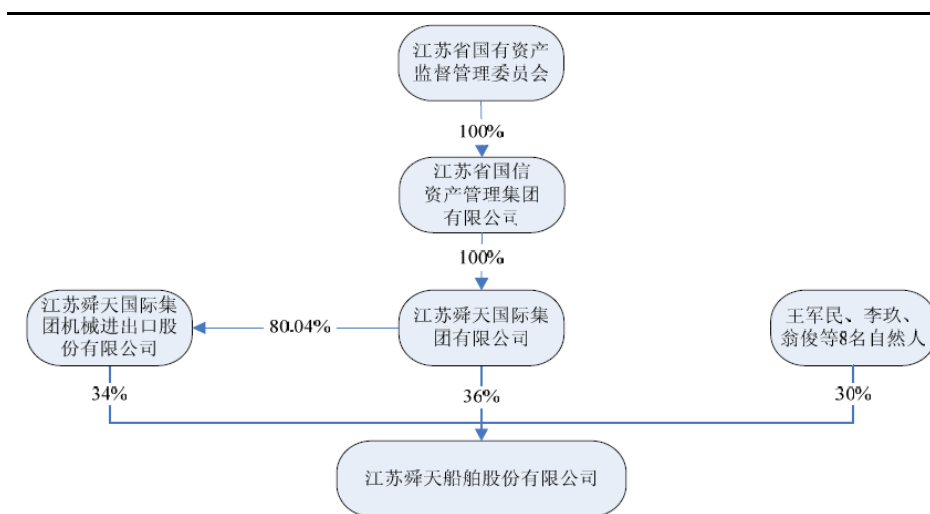
船舶	用途
集装箱船	支线集装箱运输
多用途船	支线干散货、集装箱运输
重吊船	支线干散货、集装箱运输
驳船	近海（或内河）支线干散货、集装箱、石油运输
欧洲内河船	内河干散货、集装箱、石油运输
海洋工程辅助平台	海洋工程辅助作业（如生活平台等）

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

1.3 国资背景 管理层持股

此次公司拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,700 万股，占发行后总股本的 25.17%。公司实际控制人为江苏省国资委，其通过江苏舜天国际集团有限公司和江苏舜天国际集团机械进出口股份有限公司共持有舜天船舶 70% 的股权，公司董事长王军民、总经理李玖等 8 名自然人合计持有公司发行前 30% 的股权。

图 1: 舜天船舶本次发行前股权结构图



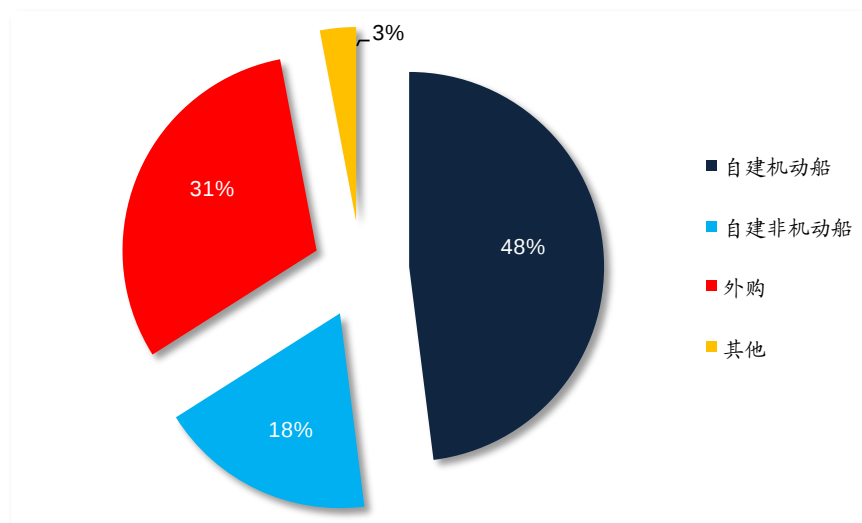
资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

2. 公司主营业务分析

2.1 贸易优势决定外购模式为营收重要构成要素

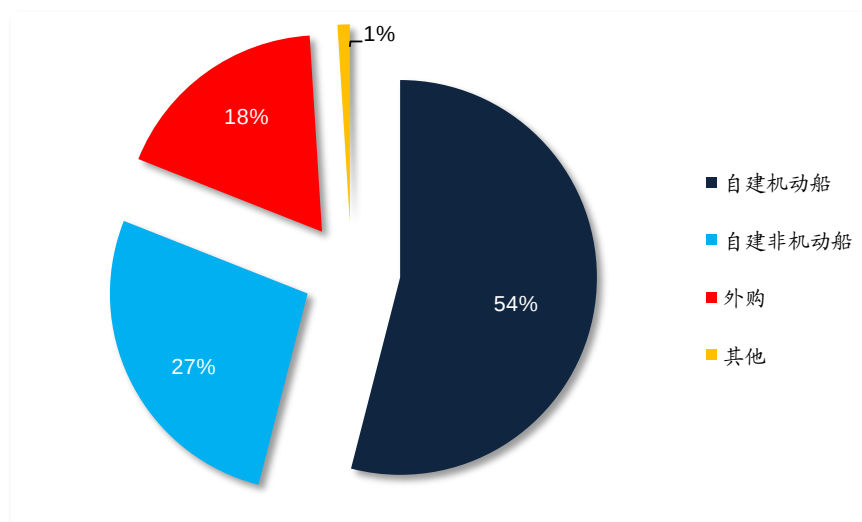
立足于贸易优势，公司对于技术含量与附加值高的产品采用自建模式，而对于附加值低的产品则采用外购模式。2010 年，公司营业收入和毛利构成中，外购船舶的占比分别达到 31% 和 18%。

图 2: 公司 2010 年主营收入构成



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 3: 公司 2010 年毛利构成

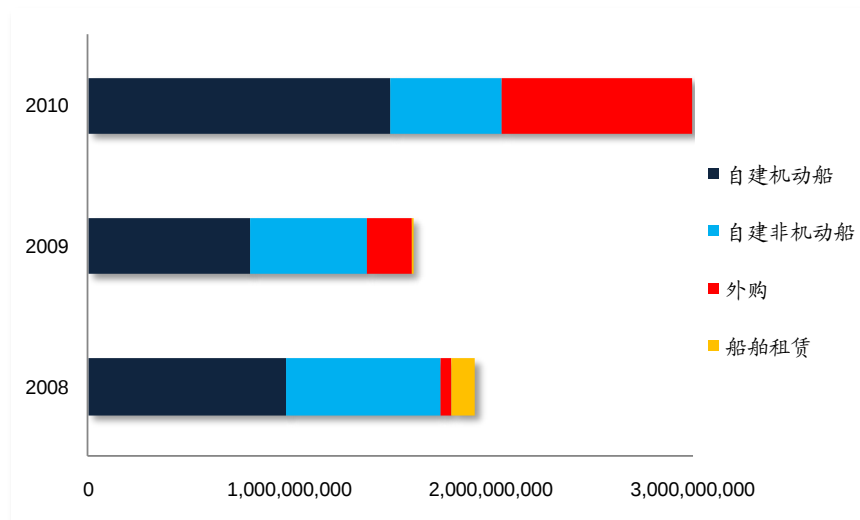


资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

2.2 盈利水平随行业周期性波动

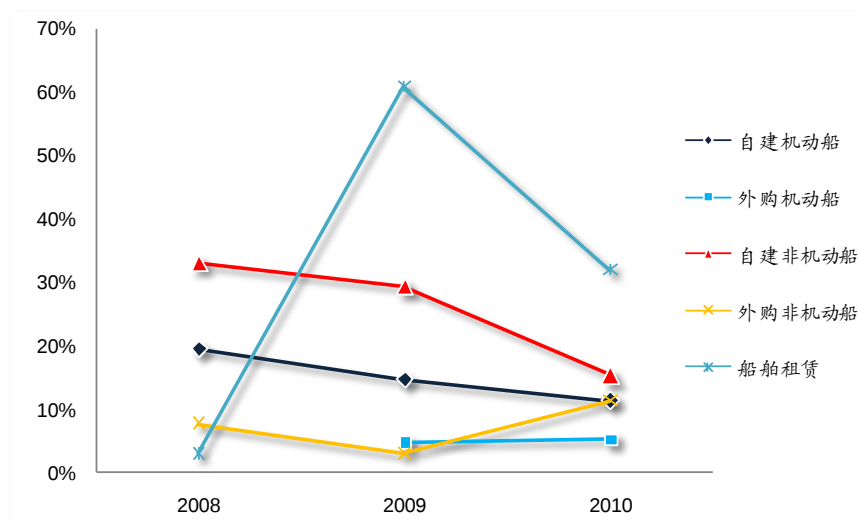
2008-2010 年，在全球造船业景气下滑、船舶订单量和价格下降、钢材和人工成本上升等多重利空因素制约下，公司的营业收入和分产品毛利率均出现了不同程度的起伏波动。

图 4: 公司 2008-2010 年营业收入变动



资料来源: 招股说明书, 渤海证券研究所

图 5: 公司主要产品毛利率变动



资料来源: 招股说明书, 渤海证券研究所

3.船舶制造业基本情况

3.1 与全球经济景气程度联系密切

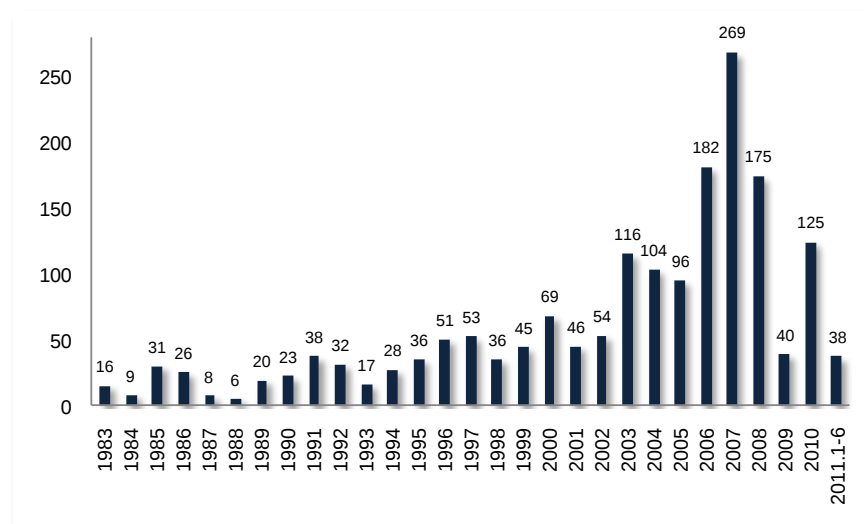
在全球化、国际化分工不断深入的背景下, 船舶运输业正以前所未有的速度在发展, 船舶需求量不断扩大, 新接订单从 1990 年 0.3 亿载重吨增长到 2007 年度的 2.41 亿载重吨, 年复合增长率为 13.04%; 年投资规模从 1990 年的 120 亿美元增长到 2007 年 2,615 亿美元的最高值, 年复合增长率为 19.87%。近年来, 海运市场呈现稳定上升的趋势, 增长幅度与全球经济增速基本一致, 进而推动了全球造成市场的繁荣。

从 2000-2010 年，全球 GDP 年复合增速为 3.7%，同期全球海运贸易量年复合增速为 3.8%，略高于 GDP 增速，且波动性更强。

3.2 自周期底部缓慢回升

由于海运贸易与全球经济走势直接相关，所以造船业也具备明显的周期性特征。2000 年以来，全球 GDP 增速的波动范围在-0.5%~5.4%之间，而同期新船订单增速的波动则剧烈得多，其波动范围为-77%~214%。新船订单的波动方向与全球 GDP 基本一致，且由于船舶建造周期长、新船订单反映船东对未来经济走势的判断，因此其走势变化会略微领先于 GDP 的变化。

图 6：全球每年新增造船订单（百万 DWT）



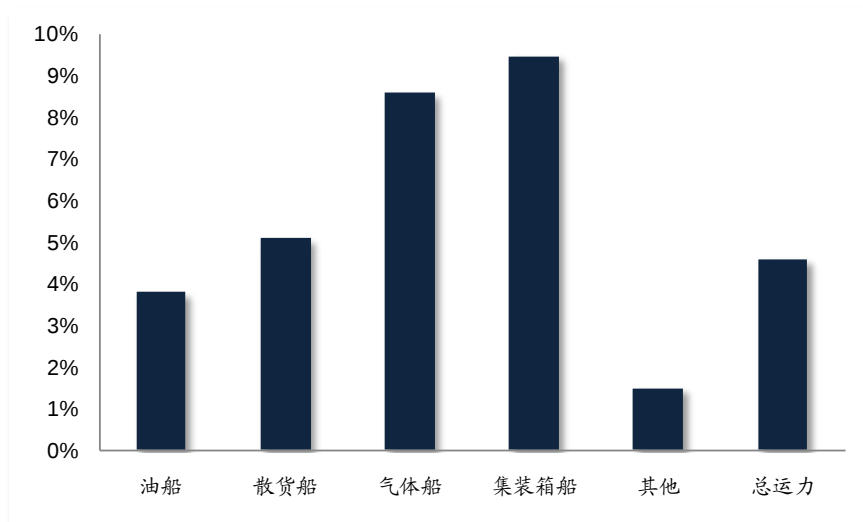
资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

3.3 集装箱化成为重要趋势

海运行业的发展带动了造船行业的增长，2000-2010 年，全球船队的年初运力从 8 亿载重吨上升至 12.9 亿载重吨，同期每年新建运力规模从 4590 万载重吨上升至 1.5 亿载重吨。

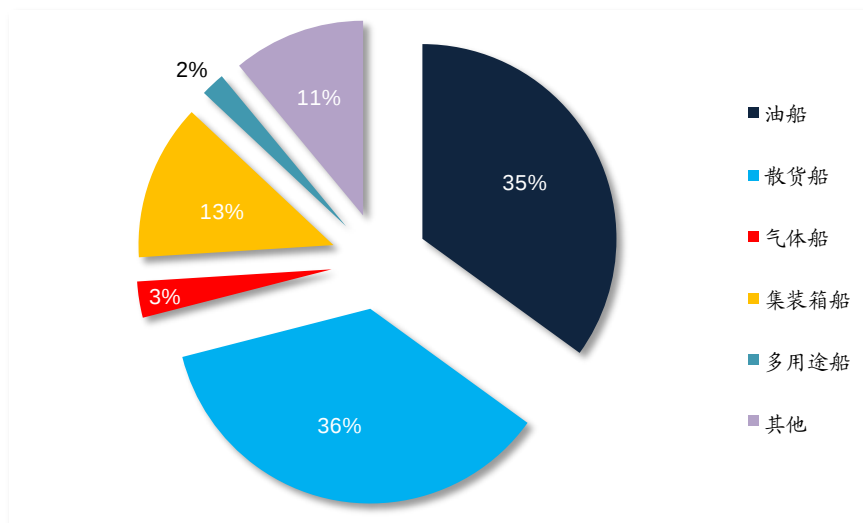
在此期间，集装箱船队和气体船队运力规模的年复合增长率最高，分别达到 9.5% 和 8.6%，全球船队运力总体年复合增长率为 4.6%。

图 7：2000-2010 年各类型船队规模年复合增速



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 8：2010 年全球海运船队类型结构



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

4.募投项目分析

舜天船舶本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,700 万股，扣除发行费用后用于全面推进现代造船模式建设、提升生产效率、强化高附加值和高技术含量产品生产能力的项目，即：船体生产线技术改造项目、船台改造项目和造船设施综合改造项目。募投项目完成后，公司将具备全面推行现代造船模式的能力，进而提升生产效率、扩大船型承接范围。

表 3: 募集资金运用 (万元)

序号	项目名称	建设期		投产期		投资总额
		第一年	第二年	第三年	第四年	
1	船体生产线技术改造项目	10,427	10,427	10,863	4,617	36,334
2	船台改造项目	10,108	10,108	9,051	3,840	33,107
3	造船设施综合改造项目	17,859	17,859	18,217	7,739	61,674
投资金额总计		38,394	38,394	38,131	16,196	131,115
达产率		—	—	70%	100%	—

资料来源: 招股说明书, 渤海证券研究所

风险提示

- (一) 船运行业复苏进程低于预期风险
- (二) 船舶制造产能周期性过剩的风险
- (三) 钢材、能源、及劳动力成本持续上升的风险
- (四) 人民币汇率升值风险

5. 盈利预测

假设公司募投项目顺利完成、船运市场需求稳步复苏, 公司能够顺利完成在手订单并保持相对稳定的毛利率和费用率。预计 2011-2013 年公司将分别实现营业收入 32.88、37.31 和 42.91 亿元, 同比分别增长 6.69%、13.50%和 15.00%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润 2.25、2.77 和 3.27 亿元, 同比分别增长 2.01%、22.65%和 18.31%, 对应发行后股本的每股收益为 1.53、1.88 和 2.23 元/股。

表 4: 盈利预测表

利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1677	3082	3288	3731	4291
营业成本	1373	2764	2896	3272	3752
营业税金及附加	2	3	4	4	5
销售费用	6	21	29	24	32
管理费用	50	54	81	90	95
财务费用	14	-7	26	30	34
资产减值损失	0	2	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	232	249	253	312	374
营业外收支净额	24	16	14	18	16
税前利润	256	265	267	330	390
减: 所得税	41	44	42	53	63

净利润	215	221	225	277	327
归属于母公司的净利润	215	221	225	277	327
少数股东损益	0	0	0	0	0
基本每股收益	1.46	1.50	1.53	1.88	2.23

资料来源：渤海证券研究所

6.投资定价分析

公司产品以支线船舶为主，我们以船舶制造业公司作为主要参考：

表 5：可比上市公司估值

股票代码	公司名称	EPS			收盘价（元）	PE		
		2010	2011	2012	2011-07-26	2010	2011	2012
600150.SH	中国船舶	3.94	2.87	3.17	47.78	19.42	16.66	15.08
600685.SH	广船国际	1.43	1.39	1.57	23.16	21.04	16.70	14.76
300008.SZ	上海佳豪	0.72	0.61	0.87	17.66	41.57	28.79	20.37
601989.SH	中国重工	0.24	0.50	0.60	13.20	75.68	26.21	21.84
平均值						39.43	22.09	18.01

资料来源：Wind，渤海证券研究所

我们认为在当前的市场环境下，综合考虑船舶制造行业的发展前景以及公司的竞争优势，并考虑一级市场折价，给予公司 15-18 倍的动态市盈率。公司 2011 年每股收益为 1.53 元，按照上述估值标准，则公司估值中枢为 25.25 元，询价区间为 22.95 元—27.54 元。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

13 of 13