

舜天船舶(002608)新股定价报告

--国内领先的中小型船舶生产商

机械设备/船舶制造

定价区间
25.20—28.30 元

发布时间：2011 年 8 月 9 日

投资要点：

- 公司是国内领先的中小型船舶生产企业。公司主要生产远洋支线集装箱船、多用途船、重吊船等；公司的支线集装箱船等产品在行业内处于领先地位，截至 2011 年 1 月底，公司手持集装箱船订单的载重吨总量在国内造船企业中排名第 2 位；公司控股股东是江苏省国资委下属的舜天集团。
- 造船行业景气上升期仍需等待。1-5 月，全国造船完工量为 2507 万载重吨，同比增长 6%；承接新船订单量为 1811 万载重吨，同比下降 7.8%，行业短期内仍处于景气周期的低谷阶段。
- 公司在手订单保障未来发展。目前，公司手持订单的合同总金额约为 60 亿元，将保障未来两年的发展。
- 募投项目投产后将使公司产能增长约 2 倍。公司募投项目将于 2012 年建成投产，2013 年形成完全生产能力，总投资约 13 亿元。项目建成后，公司年产能将从目前的 9 万载重吨扩大到 33 万载重吨（按集装箱船口径）左右。
- 盈利预测与估值：预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.57、1.87、2.27 元，参考广船国际等同类公司的估值，给予 11 年 16-18 倍市盈率，合理估值区间为 25.2-28.3 元。
- 风险因素：造船行业复苏进度低于预期，钢材价格与外汇汇率波动等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	308,151	83.7%	22,100	2.8%	1.51			
2011E	326,640	6.0%	23,112	4.6%	1.57			
2012E	378,902	16.0%	27,512	19.1%	1.87			
2013E	462,261	22.0%	33,402	21.4%	2.27			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	11,000
发行数量 (万股)	3,700
发行价格 (元)	22.11
发行前 EPS (元)	2.01
发行后 EPS (元)	1.51
发行前每股净资产 (元)	9.38
发行日期	2011-8-2
上市日期	2011-8-10
主承销商	国信证券

分析师：刘立喜 联系人：黎焜
执业证书编号：S0550511020007
TEL: (8621)6336 7000-231
FAX: (8621)6337 3209
Email: lik@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

一、公司经营概况

1. 公司是国内领先的中小型船舶生产企业

公司主要生产远洋支线集装箱船、多用途船、重吊船等。按照产品类别，公司主要从事非机动船舶和机动船舶的制造与销售，公司非机动船包括海洋工程辅助船、大中型海洋驳船、内河的各类驳船、以及内河各类货船和油船，机动船舶主要产品为集装箱船、3万DWT以下多用途船、3万DWT以下重吊船。

表1：公司主要产品与用途

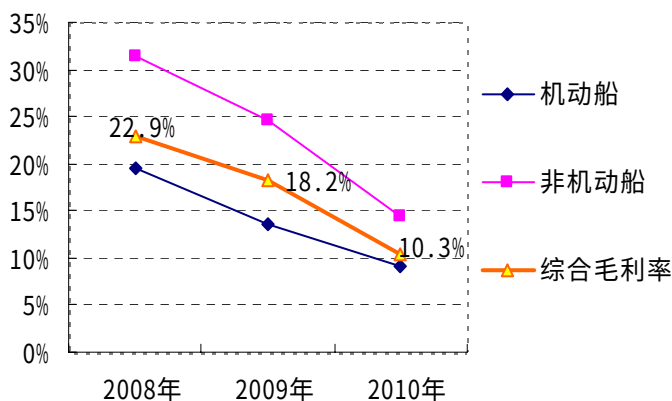
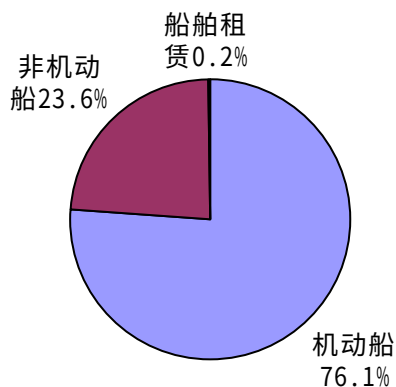
船舶种类	用途
集装箱船	支线集装箱运输
多用途船	支线干散货、集装箱运输
重吊船	支线干散货、集装箱运输
驳船	近海（或内河）支线干散货、集装箱、石油运输
欧洲内河船	内河干散货、集装箱、石油运输
海洋工程辅助平台	海洋工程辅助作业（如生活平台等）

资料来源：公司招股说明书，东北证券

受金融危机、人民币升值和欧元汇率大幅度波动等因素的影响，2008年-2010年，公司非机动船和机动船业务毛利率呈现逐年下降的趋势。

图 1：2010 年公司主营业务与销售收入占比

图 2：2008-2010 年公司主要产品毛利率与综合毛利率

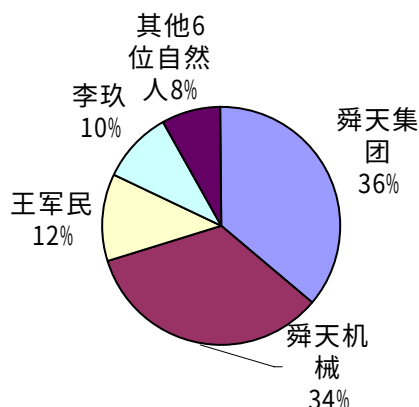


资料来源：公司招股说明书，东北证券

公司控股股东江苏舜天集团集团的母公司为国信集团，国信集团为国有独资公司，公司的实际控制人为江苏省国资委。

舜天机械80%的股权属于舜天集团，其余20%的股权属于150位自然人。

图3：公司发行前的股权结构



资料来源：公司招股说明书，东北证券

2. 在手订单保障公司未来两年的发展

公司现有手持机动船订单 1,000TEU~1,350TEU 集装箱船共18 艘、12,000DWT 重吊船2 艘、25,000DWT 重吊船2 艘、82,000DWT 散货船7 艘、万吨机动甲板货船2 艘、多用途海洋工程船1 艘和拖轮2 艘，合计34艘机动船，交船期在2011 年至2013 年之间。

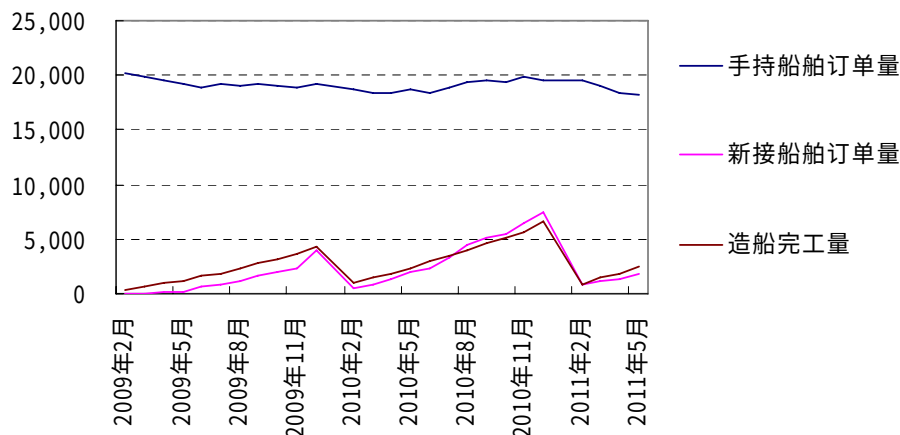
公司手持订单的合同总金额约为60亿元；其中机动船手持订单为34 艘，总吨位为932,360载重吨，合同总金额约为 54 亿元；非机动船手持订单42 艘，总吨位为62,059吨，合同总金额约为6 亿元。预计2011 年和2012 年公司将分别完工15 万载重吨和28 万载重吨左右，预计未来两年年均实现销售收入为21 亿元。

二、造船行业发展状况

2.1 造船行业景气周期上升阶段尚需等待

1-5月，全国造船完工量为2507万载重吨，同比增长6%；承接新船订单量为1811万载重吨，同比下降7.8%；手持船舶订单量继续下降，行业短期内仍处于景气周期的低谷阶段。

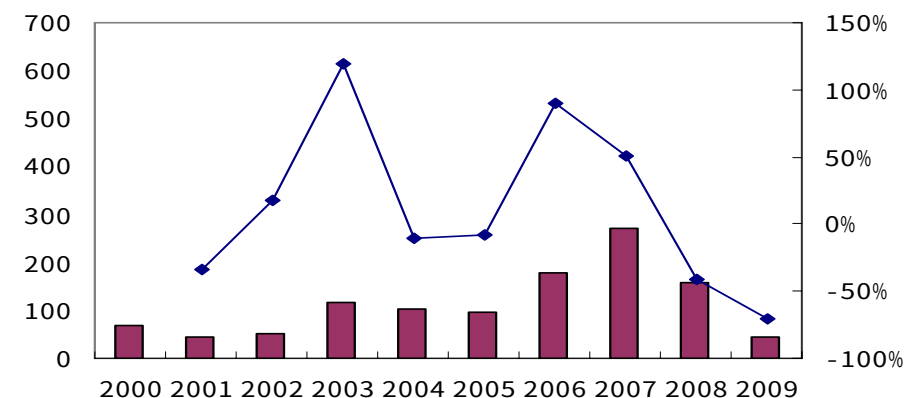
图4：2009 年-2010 年国内造船行业三大指标（单位：万载重吨）



资料来源：工信部，东北证券

全球造船行业从2008年以来新增订单量等指标大幅下滑，尽管2010年的新增订单量同比出现增长；考虑到行业的周期性较长，景气上升周期阶段仍需等待。

图5：2000-2009年历年全球船舶新增订单量（单位：万载重吨）与增速



资料来源：克拉克松，东北证券

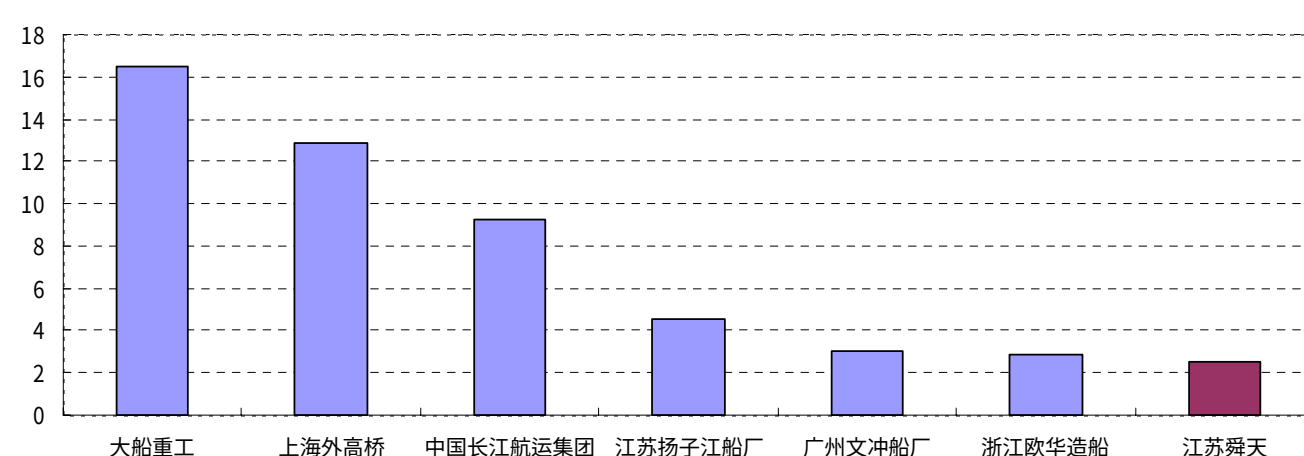
2.2 公司在行业中的地位

我国大型造船企业主要建造巴拿马型以上的散货船、集装箱船和油轮等大吨位产品，主要公司有中国船舶集团、中国船舶重工集团等。

公司主要生产巴拿马型以下的集装箱船、多用途船、重吊船、散货船等小吨位产品，主要竞争者有广州文冲船厂、浙江欧华造船、福建省马尾造船、江苏扬子江船厂、中国长航江东船厂等。

公司生产规模与国内大型船舶企业相比差距较大，竞争优势主要在于支线集装箱船等中小型船舶产品方面，公司手持集装箱船订单均为3500TEU 以下的远洋支线集装箱船。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。

图6:2008 年我国部分船舶企业与出口金额（单位：亿美元）



资料来源：公司招股说明书，东北证券

三、募投项目投产将缓解公司产能瓶颈

公司募投项目将于2012 年建成投产，2013 年形成完全生产能力，总投资约13亿元。

表1：公司募投项目与投资金额

序号	项目名称	投资总额（万元）
1	船体生产线技术改造项目	36,334
2	船台改造项目	33,107
3	造船设施综合改造项目	61,674
合计		131,115

资料来源：公司招股说明书，东北证券

项目完成后，公司将进一步提升生产效率和扩大船型承接范围，集装箱船产品范围将拓展至3000 箱，散货船或特种多用途船产品范围将拓展至7 万吨左右。公司年产能将从目前的9 万载重吨扩大到33 万载重吨（按集装箱船口径）左右。

表2：公司现有产能与募投项目投产后新增产能（单位：万载重吨）

项目名称	以散货船为例	以集装箱船为例
现有产能	21	9
其中：募投项目已实现产能	2	1
扣除募投项目已实现产能后	19	8
募投项目新增产能	40	25.06
其中：船体生产线技术改造项目	10	6.27
船台改造项目	10	6.27
造船设施综合改造项目	20	12.53
累计产能	59	33.06

资料来源：公司招股说明书，东北证券

四、主要风险因素

1、钢材价格波动的风险。

钢材占机动船舶建造成本的 15%-30%，占非机动船舶建造成本的40%~60%。

2、汇率变动的风险

公司产品目前全部出口，同时机动船舶主要机器设备也是从国外采购；美元与欧元等外汇汇率的波动将对公司的经营产生较大的影响。

五、盈利预测与估值

预计公司2011-2013年的EPS分别为1.57、1.87、2.27元，参考广船国际等同类公司的估值，给予2011年16-18倍的市盈率，对应的股价为25.20-28.30元。

表 3:可比公司盈利预测与估值

证券名称	股价(元)	EPS			PE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
中国船舶	47.78	2.87	3.17	3.54	16.7	15.1	13.5
广船国际	23.16	1.39	1.57	1.91	16.7	14.8	12.1

资料来源：wind，东北证券

表 4：公司盈利预测表

单位:万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	167,748	308,151	326,640	378,902	462,261
减:营业成本	137,302	276,396	288,586	334,571	406,790
营业税金及附加	197	318	327	379	462
销售费用	628	2,145	2,613	3,031	3,698
管理费用	5,003	5,438	6,206	6,820	7,858
财务费用	1,392	-711	-163	-568	1,387
资产减值损失	23	153	163	189	231
加:其他经营收益		512	327	379	462
四、营业利润	23,203	24,924	29,234	34,859	42,297
加：营业外收入	2,465	1,670	1,633	1,895	2,311
减：营业外支出	27	61	65	76	92
五、利润总额	25,642	26,534	30,802	36,678	44,516
减：所得税	4,107	4,444	7,701	9,169	11,129
六、净利润	21,535	22,090	23,102	27,508	33,387
减：少数股东损益	34	-10	-10	-12	-15
母公司净利润(元)	21,501	22,100	23,112	27,521	33,402
七、每股收益(元)	1.46	1.50	1.57	1.87	2.27

资料来源：公司招股说明书，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。