

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

研究支持：张宇 zhangyu00@ccnew.com

现有订单充足 未来压力显现

——中国船舶（600150.SH）半年报点评

研究报告-公司点评

观望（首次）

发布日期：2011年09月09日

报告关键要素：

公司是初步具备造、修、配完整船舶产业链，并具有国际竞争力的民用船舶制造企业，其母公司中船集团，是世界三大造船集团之一。2011年上半年，公司业绩保持平稳增长。在手订单充足，2012年业绩有保证，但是运能过剩的压力可能导致未来公司业绩下降。

事件：

- **中国船舶(600150.SH)公布2011年中报。**公司上半年实现营业收入144.45亿元，同比增长10.79%；实现营业利润16.02亿元，同比增长1.26%；实现归属于上市公司股东的净利润12.82亿元，同比增长2.73%，基本每股收益1.94元。

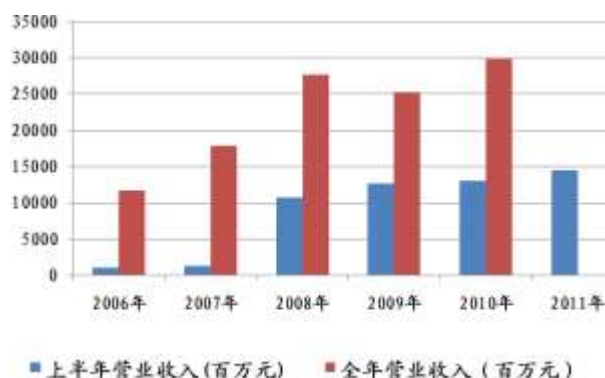
点评：

- **船舶业务毛利率同比提升。**上半年公司船舶业务收入111.95亿元，同比增长5.8%。船舶建造业务毛利率同比提升7.64%达到22.24%，主要原因是公司建造比例较大的17万吨级散货轮、VLCC油轮按期交船，实际确认收入较上年同期有所增加所致。未来龙穴船厂进入公司合并报表，将进一步增加公司VLCC和VLCC的生产能力。龙穴将复制外高桥船厂先进管理经验，提升船厂管理和生产水平。订单方面，公司将进一步优化生产调配，发挥两家船厂各自优势，使综合效率最大化。经营承接方面，公司承接新船订单8艘/63.82万载重吨，其中：外高桥造船承接2艘/35.2万载重吨，中船澄西承接6艘/28.62万载重吨。
- **修船收入同比暴增。**公司上半年修船收入9.22亿元，较上年同期暴增91.68%。中船澄西完成船舶修理114艘，较上年同期增加10艘，广州中船远航船坞有限公司完成船舶修理175艘较上年同期减少4艘。完工数量基本与上年持平，毛利率14.24%较去年有所下降（去年同期17.30%），但收入大幅增加的原因主要有：一是2010年上半年完成的修船合同大部分是2009年接单，合同价格受金融危机影响处于历史同期水平的低谷；二是2011年上半年新接订单价格较2009年有所回升，定金确认部分较去年增加。经营承接方面，中船澄西承接船舶修理订单127艘，合同金额7.32亿元；广州船坞共承接船舶修理合同金额4.76亿元。
- **柴油机销售收入小幅下降。**公司在上半年完成柴油机销售15.06亿元，相比去年同期下降4.14%。主要原因是柴油机单价下降，另外销售平均功率下降也说明小功率产品占比增大，从而导致柴油机平均售价下降。公司现有两个主要的低速船用柴油发动机生产企业，沪东重机和中船三井，分别拥有200万千瓦和170万千瓦的年生产能力。未来中船三井二期工程完工，产能将达到300万千瓦。接单方面：沪东重机通过加强技术创新及研发，积极调整产品结构，共承接84台/91.64万千瓦；中船三井共承接27台/54.02万千瓦。
- **公司期间费用率增加。**2011年上半年，公司期间费用率为3.99%，较去年同期2.85%大幅增长，销售费用率小幅上升0.05%，而管理费用率小幅下降0.06%，基本与去年持平。公司连续三年期间费用上升，主要系公司财务费用中利息收入减少所致，上半年财务费用的增加我们预计主要有三个原因：一是短期借款增加，融资成本上升，导致利息支出增加；二是收购龙穴船厂即定向增发支付的融资

手续费计入财务费用；三是船舶交易属于价格预订合同，公司国内销售占比下降，出口额增加，导致外汇收入增加，同期人民币升值速度加快，汇兑损益风险控制难度增加。

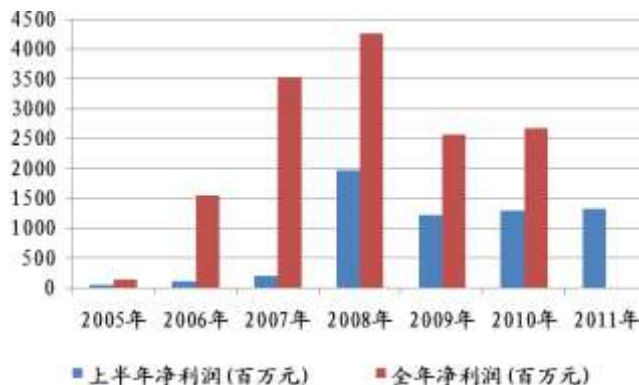
- **未来重点关注非常规船舶业务。** 1. “海洋石油981”的交付，标志着公司在3000米超深海领域半潜式海洋平台的建造和工程管理能力，未来有潜力分享全球每年400-500亿美元海洋平台订单，形成与新加坡等一线海工平台建造国的竞争格局。2. 公司钢结构事业部积极拓展市场，陆续拿到海外企业GE, Clipper等公司风塔订单，在国内与前几大风电企业大唐、华能、华润合作的基础上，今年拿到中国广东核电集团订单。未来风力发电市场潜力巨大。3. 中船集团优质资产注入。
- **盈利预测：**公司在手订单饱满，2012年营业收入基本能够保证。预计2011年，2012年公司每股收益分别为2.69元和2.71元。
- **投资建议：**按9月8日36.34元的收盘价计算，2011年和2012年对应PE分别为13.49倍，13.39倍估值合理。综合考虑世界航运市场依然低迷，上半年运价小幅下跌，船舶日租金下降，在港时间增加，此外去年以来大型船舶订单火爆，更加加剧了未来全球运力过剩的局面，我们预计下半年，新船订单和船舶售价都有下行的趋势给予，长期来看给予公司“观望”评级。
- **风险提示：**公司业务占比较大的油船和散货船上半年全球订单情况不容乐观，2012年之后业绩风险较大。随着全球船厂订单的大量交付，全球整体运力持续增长，伴随世界经济不景气，贸易量下降，全球海运运力未来过剩的确定性较大，这将直接导致运费下降，船东购船意愿下降。全球海洋工程订单量有上涨趋势，但公司建造大型海工平台的工序管理、成本控制等方面的能力与国外先进船厂还有一定差距，短期内海工项目盈利难度较大。

图1：2006-2011年公司营业收入



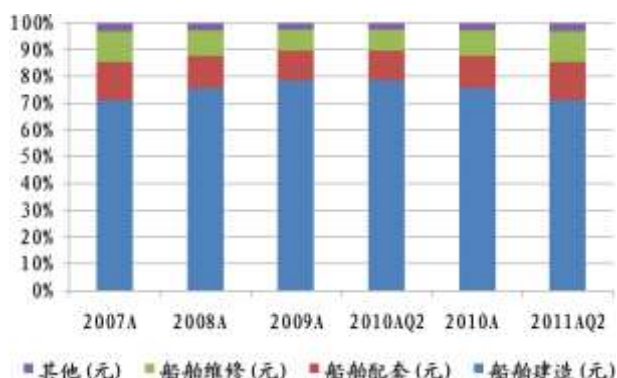
数据来源：Wind，中原证券

图2：2005-2011年公司净利润



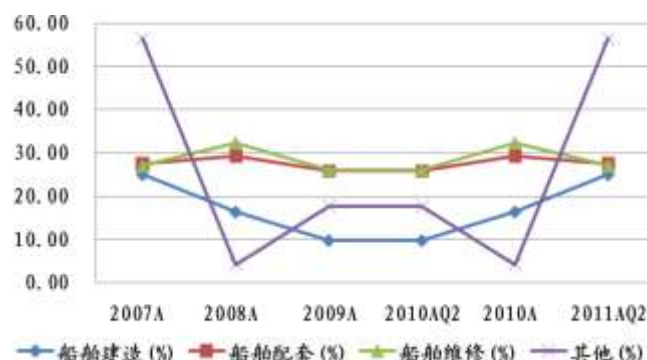
数据来源：Wind，中原证券

图3：2007-2011年公司营收组成(按产品)



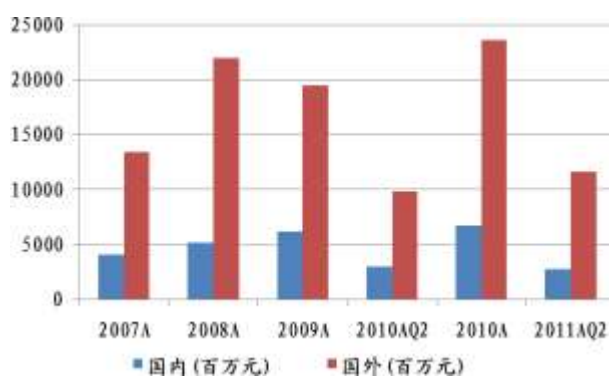
数据来源：Wind，中原证券

图4：2007-2011年公司毛利率(按产品)



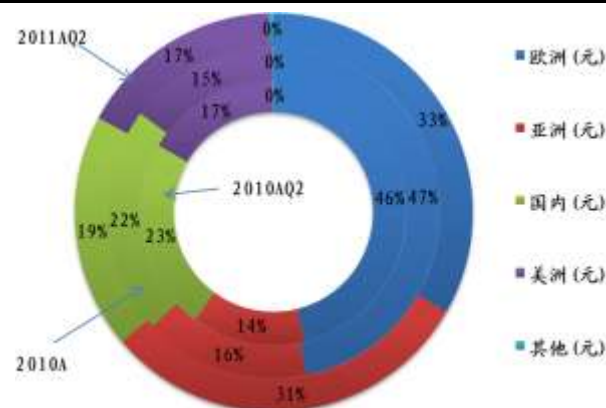
数据来源：Wind，中原证券

图5：2007-2011年公司营业收入（按地区）



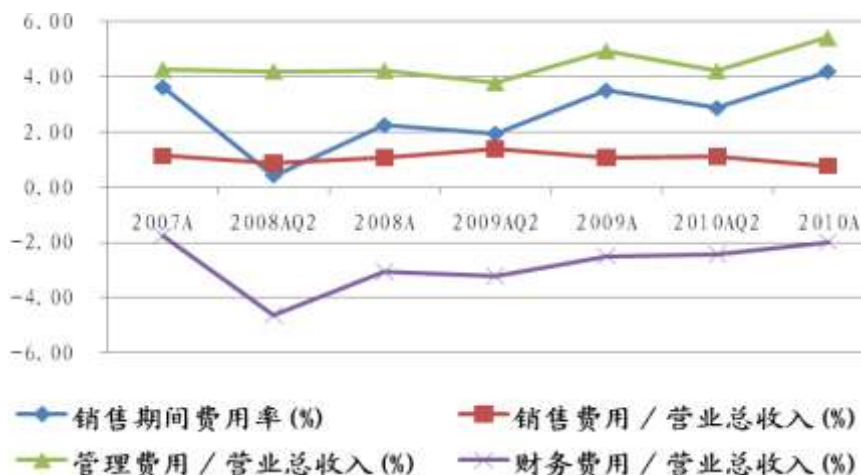
数据来源：Wind，中原证券

图6：2010-2011年公司营收占比(按地区)



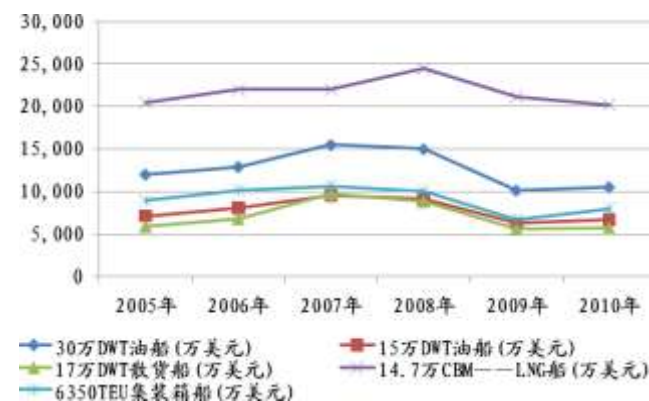
数据来源：Wind，中原证券

图7：2007-2011年公司期间费用率



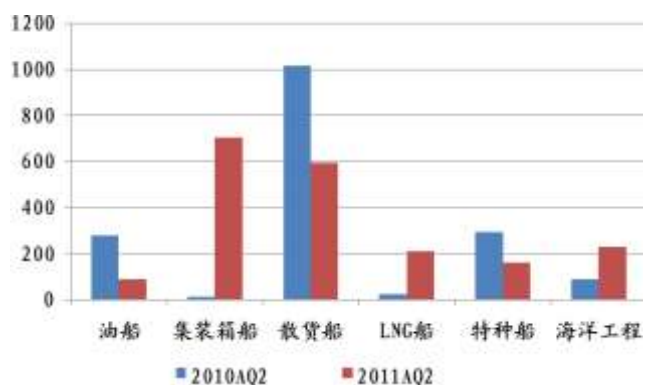
数据来源：Wind，中原证券

图8：2005-2010年主要船型价格变化



数据来源：中原证券

图9：2010-2011年各种船型在手订单情况 (CGT)



数据来源：中原证券

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	252.38	298.55	320.51	345.05
增长比率 (%)	-8.74%	18.30%	7.36%	7.66%
净利润 (亿元)	25.01	26.09	28.55	28.75
增长比率 (%)	-39.88%	4.32%	9.45%	0.69%
全面摊薄每股收益 (元)	2.36	2.46	2.69	2.71
市盈率 (倍)	15.40	14.77	13.49	13.39

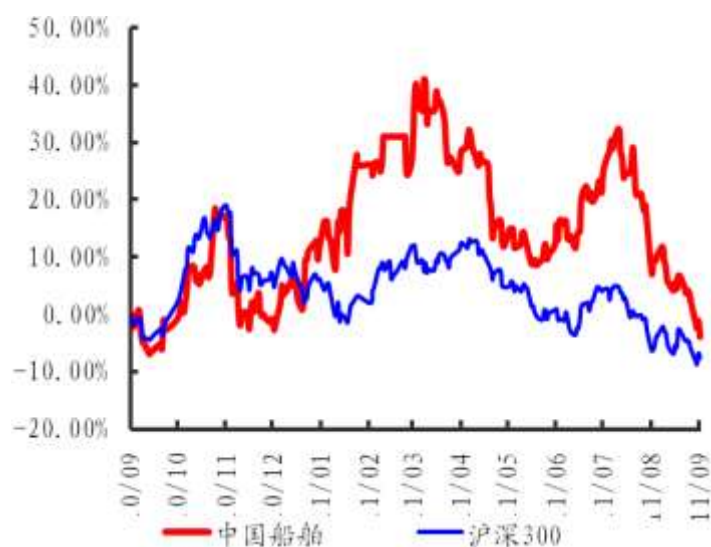
市场数据 (2011年09月08日)

收盘价 (元)	36.34
一年内最高/最低 (元)	54.31/36.00
沪深300指数	2779.09
市净率 (倍)	2.29
流通市值 (亿元)	385.24

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	25.41
每股经营现金流 (元)	-3.03
毛利率 (%)	21.15
净资产收益率-摊薄 (%)	7.62
资产负债率 (%)	63.29
总股本/流通股 (万股)	106,009.05
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。