

公司虽有近忧，但海工业务优势渐显

报告摘要：

公司作为中国船舶工业集团公司核心民品上市公司，主营业务包括了船舶建造、船舶配套（柴油机）和船舶维修。尽管公司加快了船配、非船业务的发展，但在相当长的时间里，造船业务仍然是公司营业收入的主要来源，其经营状况的变化对公司的影响较大。

从下游需求来看，危机带来的冲击直接导致运价指数大幅下滑，当前波罗的海干散货、原油、成品油运费指数仍处在历史底部区域，于此相对应，订单情况不理想，近期油轮、散货船、集装箱船新船造价指数持续走低。考虑到钢材价格大幅下降得概率较小、人工成本刚性上涨等因素，造船业务盈利水平较上年有所下滑。船市低迷加之日韩加大了对国内倾销压价，预期公司船用柴油机毛利率延续前几年的走势，保持相对稳定的同时有所回落。总的来看，公司毛利率存在下行压力。

海工业务及非船业务成为公司发展的新亮点。2011 年外高桥造船有限公司圆满完成第六代半潜式钻井平台“海洋石油 981”的建设、调试，项目锻炼海工人才队伍、积累了海工产品设计、制造经验，为海工业务后续发展奠定基础；非船业务在风电风塔、盾构等领域取得不错业绩，沪东重机在核电应急发电机组产品上取得突破。

风险：全球经济持续低迷拖累船舶市场的复苏进程；人力等刚性成本的持续过快上涨。

股票数据

2012-6-11

收盘价（元）	31.33
12 个月股价区间（元）	24.61 ~ 80.00
总市值（百万元）	33,213
总股本（百万股）	1,060
A 股（百万股）	1,060
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	5

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-11%	-18%	-29%
相对收益	-8%	-14%	-15%

相关报告

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	29855	28699	25817	24133	25133
(+/-)%	18.30%	-3.87%	-10.04%	-6.52%	4.14%
净利润	2673	2330	2176	2143	2552
(+/-)%	4.32%	-13.65%	-6.55%	-1.63%	19.03%
每股收益（元）	3.94	2.12	1.53	1.50	1.79
市盈率	8	14	20	20	17
市净率	1	2	2	2	2
净资产收益率（%）	16.35%	12.65%	10.80%	9.79%	10.56%
股息收益率（%）	0.89%	1.16%	0.98%	0.98%	0.65%
总股本（百万股）	663	1060	1378	1378	1378

证券分析师：吴江涛

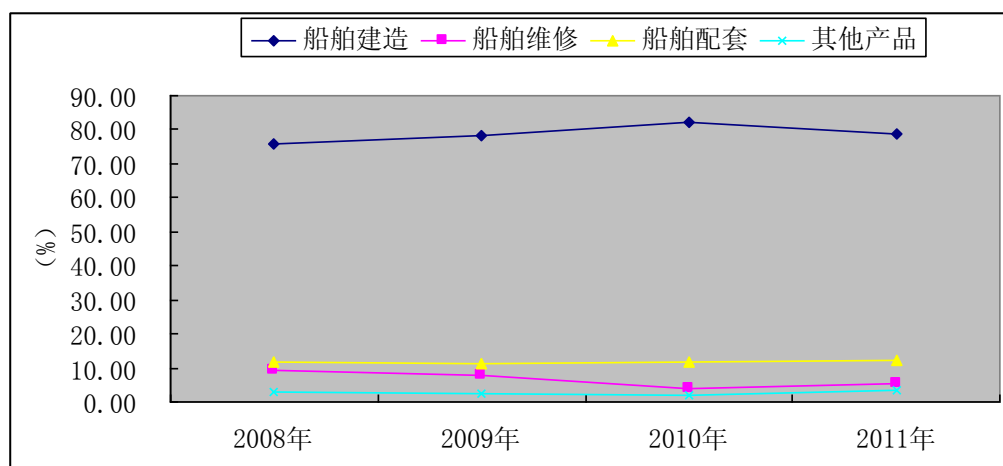
执业证书编号：S0550512030001
(021)20361069 wujt@nesc.cn

1.造船业务仍是公司营业收入的主要来源

公司作为中国船舶工业集团公司核心民品上市公司，主要控股及合营公司包括上海外高桥造船有限公司、沪东重机有限公司、中船澄西船舶修造有限公司、广州中船远航船坞有限公司、上海中船三井造船柴油机有限公司等。

公司主营业务包括了船舶建造、船舶配套（柴油机）和船舶维修，船舶建造是公司营业收入的主要来源。

图 1：公司各业务营收占比



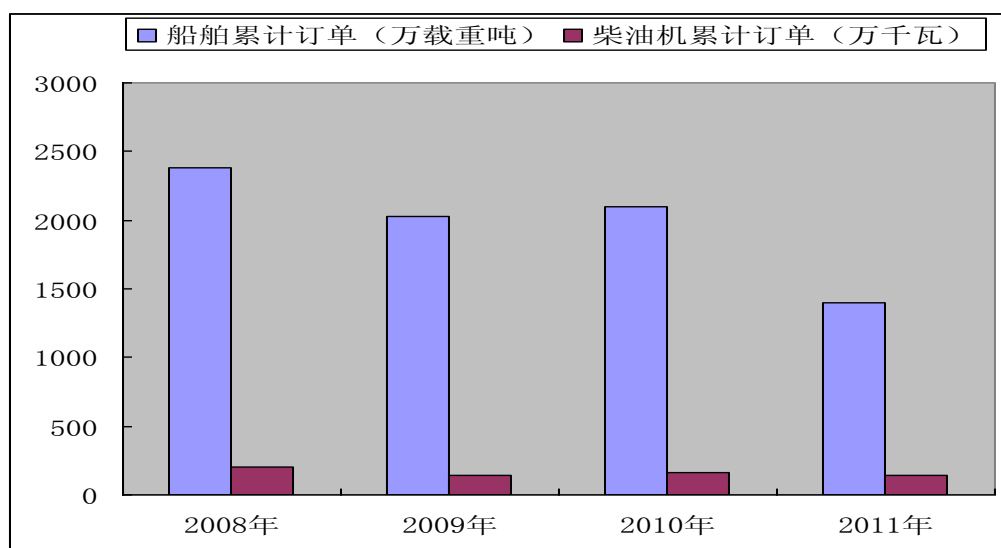
数据来源：东北证券，公司年报

对于船舶配套（柴油机）而言，两大船用柴油巨头 MAN 柴油机公司、瓦锡兰公司在船用低、中、高速柴油机的设计、研发、售后服务等方面保持着绝对垄断地位，其中，在技术要求相对较高的低速船用柴油机市场，两大公司品牌占有率达到 90% 以上，目前两大公司在华展开了设立合资（全资）公司及授权业务，沪东重机、中船三井获得了 MAN 柴油机公司授权，与此同时，沪东重机还获得瓦锡兰公司低速主机授权生产。船舶统计年鉴表明，截止到 2009 年，沪东重机、中船三井、大连船柴、宜昌船柴四家产量占国内低速柴油机产量的比重达到了 93.6%，其中，沪东重机、中船三井两家的市场份额超过半壁江山（57.7%）。

尽管在前几年国内造船业呈现高速增长，国内低速船用柴油机产量不能满足需求，出现船等机的现象。随着金融危机的深化，船舶订单急剧下挫，船用柴油机市场需求亦大幅萎缩，与此同时，日韩公司加大对国内倾销压价，国产船用柴油机短期占比大幅提升的概率较低。

截止到 2011 年底，公司累计船舶在手订单近 1400 万载重吨，考虑到作为国内造船领军企业之一，在需求下滑的大背景下，接单的能力相对而言还是有一定支撑，所以造船业务仍将是公司营业收入的主要来源。

图 2 公司在手订单情况



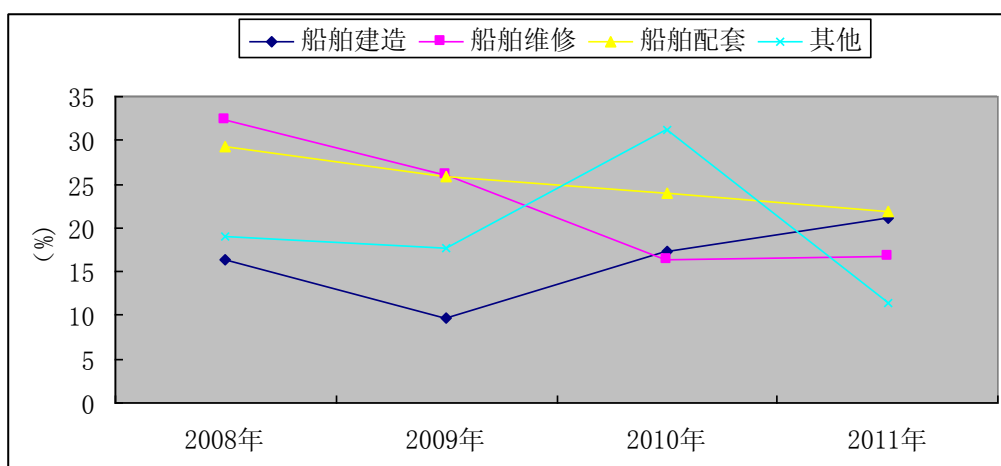
数据来源：东北证券，公司年报

2. 公司毛利率存在下行压力

造船业务

上海外高桥造船有限公司交付的船舶吨位占到公司交付船舶吨位的绝大部分，2011 年公司交船 933.2 万载重吨，其中外高桥造船就完成了 815 万载重吨。外高桥造船有限公司主要产品包括散货船（截止到 2010 年 8 月，外高桥造船交付的 90 艘散货船中，84 艘为好望角型散货船）、油轮（包括 VLCC）等。

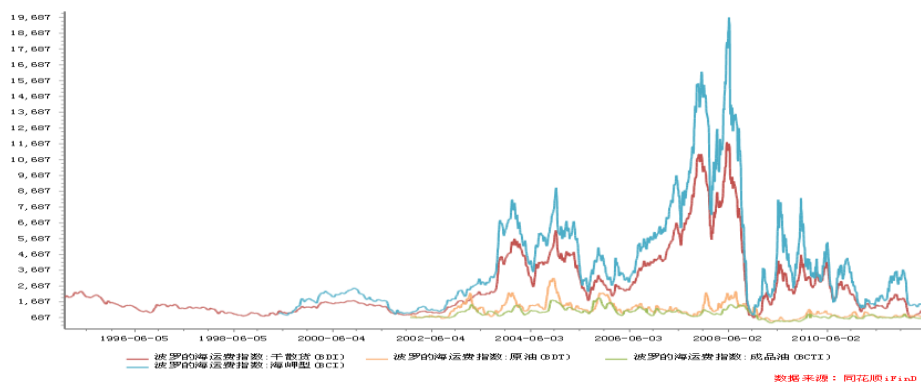
图 3: 公司各业务毛利率



数据来源：东北证券，公司年报

从下游需求来看，危机带来的冲击直接导致运价指数大幅下滑，当前波罗的海干散货、原油、成品油运费指数仍处在历史底部区域。

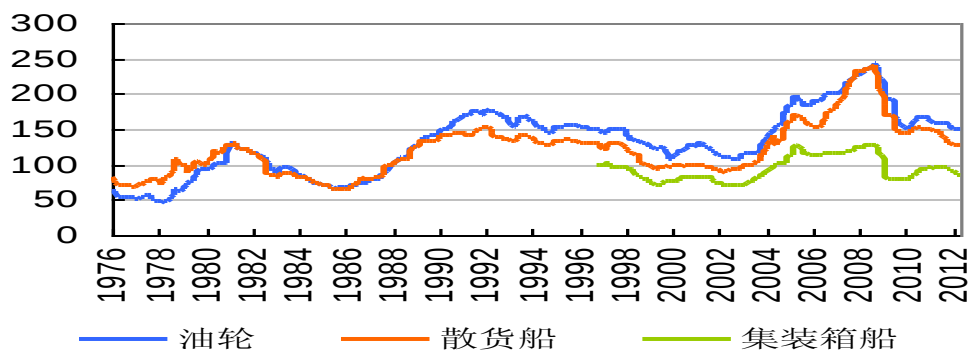
图 4: 波罗的海运费指数 (干散货、原油、成品油、海岬型)



数据来源: 东北证券, 同花顺

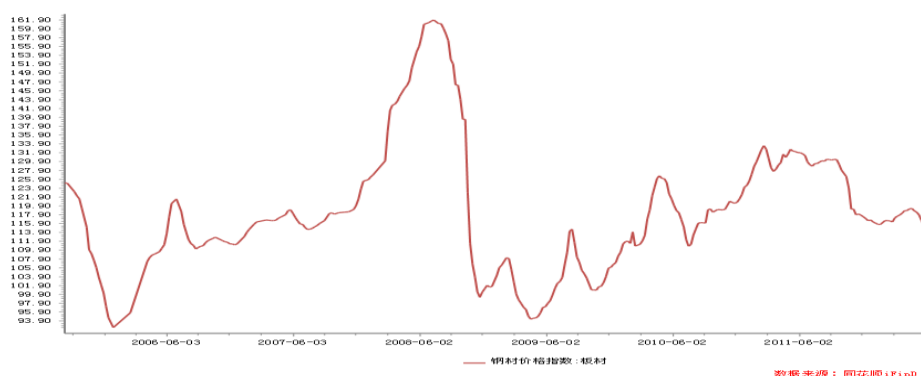
与干散货、原油、成品油船运价格指数疲软相对应, 近期油轮、散货船、集装箱船新船造价指数持续走低。

图 5: 油轮、散货船、集装箱船新船造价指数



数据来源: 东北证券, clarkson

图 6: 板材价格指数变化情况



数据来源: 东北证券, 同花顺

图 5 看出近一、两年传统船的价格并不理想, 特别是散货船新船造价指数更是一路走低。尽管板材的价格指数出现一定程度的波动, 但跌破 2009 年低点概率较小, 同时考虑到钢材采购的提前期, 钢材成本短期大幅下滑的可能很小, 因此, 公司造

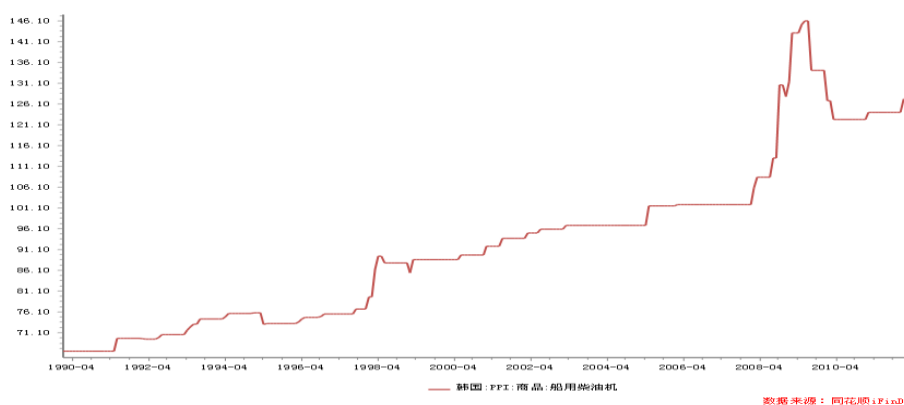
船业务的年内毛利率较 2011 年存在下行压力。公司 2011 年年报披露的信息也印证了此观点，公司目前在建和即将开工产品多为近两年承建的低价船，预计营收及盈利水平较上年有明显下滑。

船用柴油机

前文提到，面对全球船舶订单需求的急剧下挫，一方面对船用柴油机的需求相应下滑，另一方面日韩加大了对国内倾销压价，其规模效应使得其成本相对国内产品具备一定优势。

预期公司船用柴油机毛利率延续前几年的走势，保持相对稳定的同时有所回落。

图 七： 韩国 PPI：船用柴油机价格指数变化



数据来源：东北证券，同花顺

3. 海工业务及非船业务成为公司发展的新亮点

2011 年外高桥造船有限公司圆满完成第六代半潜式钻井平台“海洋石油 981”（可实现水深 3000 米区域钻井作业）的建设、调试，该项目锻炼海工人才队伍、积累了海工产品设计、制造经验，目前，“海洋石油 981”成功完成了首次试钻任务。6 月 7 日，我国第一个海洋工程装备——自升式钻井平台国家综合标准化示范项目在上海外高桥造船有限公司启动，这对未来制造规范性、成本降低都带来长期益处，项目预计到 2015 年底完成。

在自升式平台市场拓展方面，公司已打入国际市场，承接了 2 座 JU2000E 自升式平台建造合同。2011 年底，公司又成功中标了中海油 JU2000E 自升式平台建造合同。

公司还大力发展非船业务，涉足风电风塔、盾构等业务，沪东重机在核电应急发电机组产品上取得突破。2011 年中船澄西风塔业务就取得合同金额 14.81 亿元；沪东重机承接配件、工程机械等非船产品合同额 3.43 亿元。

4. 公司投资建议及盈利预测

传统船型订单出现大幅下滑，公司作为造船龙头企业，承受冲击的能力相对较强，考虑到目前全球商品货运市场仍较疲软，公司整体毛利率较去年存在一定的下行压力。在造船行业景气度低迷的背景下，需要耐心等待，寻找合适的介入时点。

公司作为造船行业的龙头企业，技术储备、大股东的支持力度等因素对公司发展海工业务、非船业务起到积极作用。尽管这两项业务在整个业务占比还比较小，短期内对改善公司的盈利能力还是有限的，但假以时日，还是值得期待。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	25612	27675	29773	31897	净利润	2330	2176	2143	2552
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	1869	43	105	194
应收款项	772	568	516	549	折旧及摊销	940	911	958	1014
存货	3617	3668	3607	3890	公允价值变动损失	0	-9	-10	-11
其他流动资产	0	84	89	96	财务费用	148	795	764	664
流动资产合计	33216	34044	35685	38122	投资损失	119	35	-25	-23
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-7672	-771	710	459
长期投资净额	1009	986	986	976	其他	0	-1311	639	615
固定资产	11833	12654	13223	13524	经营活动净现金流量	-2429	3036	4441	4631
无形资产	1601	1598	1576	1537	投资活动净现金流量	-1227	-689	-407	-61
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-1745	-285	-1936	-2446
非流动资产合计	16534	16402	16074	15352	企业自由现金流	195	3188	2371	3012
资产总计	49750	50446	51758	53474					
短期借款	4379	4822	4517	2608	财务与估值指标				
应付款项	4399	3848	3588	3828		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	1474	1420	1472	1508	每股指标				
一年内到期的非流动负债	798	1366	1566	2574	每股收益 (元)	2.12	1.53	1.50	1.79
流动负债合计	19469	18896	19135	19038	每股净资产 (元)	16.80	14.15	15.35	16.94
长期借款	8870	8370	7716	7249	每股经营性现金流量 (元)	-2.29	2.20	3.22	3.36
其他长期负债	34	1913	1913	1913	成长性指标				
长期负债合计	10795	10301	9645	9181	营业收入增长率	-3.87%	-10.04%	-6.52%	4.14%
负债合计	30264	29197	28781	28220	净利润增长率	-13.65%	-6.55%	-1.63%	19.03%
归属于母公司股东权益合计	17805	19496	21153	23342	盈利能力指标				
少数股东权益	1682	1752	1825	1912	毛利率	20.73%	15.66%	15.87%	17.65%
负债和股东权益总计	49750	50446	51758	53474	净利率	7.85%	8.15%	8.58%	9.81%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	7.88	7.50	7.30	7.60
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	49.47	52.00	53.00	54.00
营业收入	28699	25817	24133	25133	偿债能力指标				
营业成本	22749	21774	20303	20698	资产负债率	60.83%	57.88%	55.61%	52.77%
营业税金及附加	42	55	51	51	流动比率	1.71	1.80	1.86	2.00
资产减值损失	1869	43	105	194	速动比率	1.41	1.53	1.61	1.74
销售费用	158	188	176	199	费用率指标				
管理费用	1529	1472	1448	1558	销售费用率	0.55%	0.73%	0.73%	0.79%
财务费用	-476	-238	-321	-415	管理费用率	5.33%	5.70%	6.00%	6.20%
公允价值变动净收益	0	9	10	11	财务费用率	-1.66%	-0.92%	-1.33%	-1.65%
投资净收益	-119	-35	25	23	分红指标				
营业利润	2710	2497	2407	2882	分红比例				
营业外收支净额	162	160	210	230	股息收益率	1.16%	0.98%	0.98%	0.65%
利润总额	2872	2657	2617	3112	估值指标				
所得税	542	481	474	560	P/E (倍)	14	20	20	17
净利润	2330	2176	2143	2552	P/B (倍)	2	2	2	2
归属于母公司净利润	2252	2105	2071	2465	P/S (倍)	1	2	2	2
少数股东损益	78	71	72	87	净资产收益率	12.65%	10.80%	9.79%	10.56%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760