

中国船舶（600150）覆盖报告

中船集团核心民品平台，混改预期与船舶工业回暖双线推进

2016年12月21日

投资评级：买入（首次）

投资要点

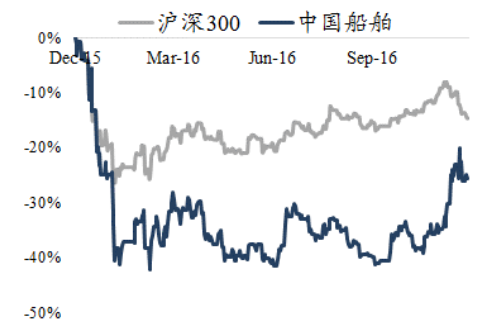
- 海工业务拖累业绩，造修船业务坚挺：**2016年上半年公司实现营业收入117.97亿，归母净利润1709万，同比-90.05%。今年三季度，公司归母净利润-4.4亿，同比大幅下跌355%。海工业务方面，由于全球油价持续低迷，公司采用谨慎性原则计提，亏损严重。预计全年业绩承压，主要即源于海工业务拖累。造修船业务坚挺，首先，13/14年签署订单照单执行利润可观，且弃船数量较少；其次中国船舶囊括14艘40万吨级的超大型矿砂船（VLCC）订单；此外，公司进军豪华游轮，特殊船舶等领域，争取在2021年实现第一艘豪华游轮交接。
- 船舶市场处于历史低谷，深度调整进行时：**今年船舶市场持续深度低迷。1：造船完工量、新接订单量、手持订单量等核心指标均处于历史低点；尤其是新接订单量，截止11月，全球新接订单2628万载重吨，较去年同期下降68%。2：新船价格历史低点：船舶价格在2008年达到峰值，随后震荡下行，目前已达到近十年来最低点；3：交船难度大：目前交付船型多为2013年前后合同，当年6.4万吨散货船售价在2400万元以上，而现在，5年内的二手船售价只有1700万，交船难度大，延期、弃船风险高；4：产能过剩：由于技术进步，在行业出清缓慢情况下，全球船舶工业严重过剩，目前全球有效产能约2亿吨，而今年11月份为止，全球新接订单量不足3000万吨。
- 明年预计触底反弹，底部爬坡可能性大：**明年船舶行业反弹可能性大，主要因为：1：明年交付订单多为2013年签订，这部分订单正常交付利润可观；2：今年全国新接订单量触底，11月累计新接2628万载重吨，远低于近15年来平均水平（1.1亿载重吨）；3：OPEC减产、季节性因素等带动油价上涨，对船舶行业利好。但是，我们预计明年船舶工业可能无法实现爆发式增长，最主要原因是，上一轮船舶业发展主要源于中国崛起，而在近期全球经济持续疲软的情况下，难以有如此大的动力新增大量船舶需求。因此，明年船舶行业底部爬坡可能性大。
- 油价、BDI、混改三大因素值得关注：**1：春节后油价走势预示明年行业景气度：近期油价上涨，除了OPEC减产等因素外，季节性因素（冬天取暖需求）也不容小视，而真正看行业明年回暖，春节后油价走势具有预示作用；2：BDI指数具有指导价值：目前BDI指数回暖，突破1000点，这与之前指数过低以及圣诞节前季节性反弹密切相关。年后BDI指数对于行业活跃度具有更强指导价值；3：集团混改预期值得关注：南船自身有诸多优质资产，如江南造船、沪东中华造船等，在上市公司业绩不景气的情况下，具有国企改革背景下混改的想象空间。
- 盈利预测与投资建议：**

预计公司2016/2017/2018年营业收入243亿元/265亿元/311亿元，分别同比增长-12%/9%/17%；归母净利润-5.7亿元/0.34亿元/1.98亿元，对应EPS为-0.41、0.02、0.14元，对应PE分别为-65.37、1098、188倍。虽然目前公司估值偏高，但基于行业回暖、且集团优质资产较多，具备想象空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**混改进程低于预期、业绩受宏观经济影响。

首席证券分析师 陈显帆
 执业资格证书号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋
nizhy@dwzq.com.cn
 18321162658

股价走势



市场数据

收盘价（元）	27.01
一年最低价/最高价	20.20/36.57
市净率	2.12
流通A股市值（百万元）	37,223

基础数据

每股净资产（元）	12.73
资产负债率（%）	62.12
总股本（百万股）	1,378
流通A股（百万股）	1,378

相关研究

中船防务（600685）：受益于航母战斗群建设+国企改革双提速 2016.01.04

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	35034.8	29348.0	29114.7	32677.6	营业收入	27763.8	24318.8	26537.2	31113.1
现金	12620.8	10517.4	9145.5	9145.5	营业成本	25405.6	22311.8	23699.9	27577.7
应收款项	2537.5	2465.4	2577.3	3006.5	营业税金及附加	60.9	50.9	58.1	67.2
存货	14332.7	11567.6	12387.2	14756.6	营业费用	170.2	104.1	129.2	158.5
其他	5543.8	4797.7	5004.7	5769.0	管理费用	2158.8	2054.2	2181.4	2522.4
非流动资产	16297.0	15760.2	14848.2	13850.6	财务费用	141.8	616.0	560.5	671.2
长期股权投资	776.2	776.2	776.2	776.2	投资净收益	4.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	12515.8	12144.5	11381.3	10517.8	其他	-246.7	145.4	128.9	114.0
无形资产	1654.4	1488.9	1340.0	1206.0	营业利润	-416.2	-672.9	36.9	230.2
其他	1350.6	1350.6	1350.6	1350.6	营业外净收支	357.9	3.0	3.0	3.0
资产总计	51331.8	45108.2	43962.9	46528.2	利润总额	-58.3	-669.9	39.9	233.2
流动负债	25767.7	22131.1	23280.7	28249.6	所得税费用	175.5	-100.5	6.0	35.0
短期借款	13062.6	8967.6	9800.1	12984.6	少数股东损益	-295.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	6943.5	6234.4	6271.1	7513.4	归属母公司净利润	61.8	-569.4	33.9	198.2
其他	5761.6	6929.1	7209.5	7751.7	EBIT	16.1	-36.9	617.4	921.4
非流动负债	6119.4	4101.8	1781.5	-770.8	EBITDA	1046.0	1394.9	2126.0	2484.6
长期借款	4775.7	4775.7	4775.7	4775.7					
其他	1343.8	-673.9	-2994.2	-5546.5	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	31887.2	26232.9	25062.2	27478.8	每股收益(元)	0.04	-0.41	0.02	0.14
少数股东权益	1895.2	1895.2	1895.2	1895.2	每股净资产(元)	12.73	12.32	12.34	12.45
归属母公司股东权益	17549.5	16980.1	17005.5	17154.2	发行在外股份(百万股)	1378.1	1378.1	1378.1	1378.1
负债和股东权益总计	51331.8	45108.2	43962.9	46528.2	ROIC(%)	0.2%	-0.1%	1.6%	2.3%
					ROE(%)	0.4%	-3.4%	0.2%	1.2%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	8.3%	8.0%	10.5%	11.1%
经营活动现金流	-4073.2	1803.9	-1579.3	-2549.4	EBIT Margin(%)	0.1%	-0.2%	2.3%	3.0%
投资活动现金流	176.7	187.6	-616.5	-585.5	销售净利率(%)	0.2%	-2.3%	0.1%	0.6%
筹资活动现金流	7143.9	-4095.0	823.9	3135.0	资产负债率(%)	62.1%	58.2%	57.0%	59.1%
现金净增加额	3422.5	-2103.5	-1371.8	0.0	收入增长率(%)	-2.0%	-12.4%	9.1%	17.2%
企业自由现金流	-3483.2	1696.4	-1724.9	-2570.0	净利润增长率(%)	40%	-1021%	--	484%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

