



充足订单有助应对行业不景气

投资要点：

- ❖ **江苏省省属最大的国有造船企业** 公司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。公司集装箱船产品从 700TEU 船型扩展到 900TEU、1,000TEU、1,350TEU 等多种船型；多用途船产品从 5,650DWT 船型，扩展到 12,000DWT、25,000DWT 等船型；2010 年推出 82,000DWT 新型散货船产品；进入海洋工程装备领域，2009 年交付两艘海洋工程辅助平台；
- ❖ **公司的实际控制人是江苏省国资委** 舜天集团直接或间接控制公司 70%的股份，是公司的控股股东。国信集团持有舜天集团 100% 的股权，是公司的间接控股股东。国信集团是江苏省政府授权的国有资产投资主体和经营主体，所以公司的实际控制人是江苏省国资委；
- ❖ **全球金融危机对我国船舶工业滞后效应已经开始显现** 今年上半年，全国造船完工量同比增长 4.4%；而新承接船舶订单同比下降 9.2%；截至 6 月底，手持船舶订单量同比下降 1.4%，比 2010 年底下降 7.2%。中船协预计，下半年国际船舶市场活跃程度可能低于上半年。由于造船完工量已连续 6 个月超过同期新接订单量，企业手持船舶订单量继续下落，将使部分企业 2013 年后陷入开工不足的困境。当前，新船价格处于低位，而人民币升值，船东融资难问题加剧，原材料涨价，劳动力成本上升，国际造船新标准和规范的实施等诸多因素的影响，造船成本大幅增大。
- ❖ **2013 年前公司订单充裕** 公司机动船手持订单为 34 艘，总吨位为 93 万载重吨，合同总金额约为 54 亿元；非机动船手持订单 42 艘，总吨位为 6 万吨，合同总金额约为 6 亿元。公司手持机动船订单主要以传统的散货船和集装箱船为主，在手海工订单的附加值一般，大体上订单的交船期在 2011 年至 2013 年之间。公司非机动船建造周期为 4~6 月，机动船建造周期为 14~18 月，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（按集装箱船口径）；充裕的在手订单有助于公司应对又一个行业低潮期；

船舶工业

评级： 中性

目标价格： 暂无

当前价格： 36.50 元

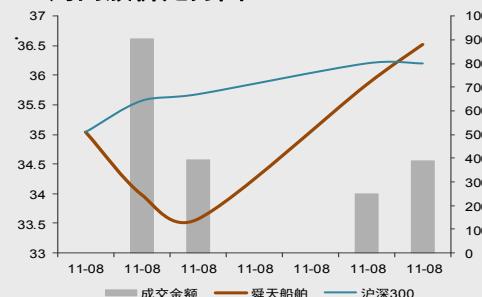
2011. 08. 29

总市值（百万元）	5352
总股本/流通 A 股（百万股）	1470/296
流通市值（百万元）	1078
每股净资产（元）	10.32
净资产收益率（%）	11.63

交易数据

52 周内股价区间（元）	32.03-38.50
静态市盈率（倍）	21.3
动态市盈率（倍）	N/A
市净率（倍）	3.53

52 周内股价走势图



研究员：张欣(执业证书 S08200208030013)

联系人：乐旻旸

电话 021-32229888*3501
邮箱 leminyang@ajzq.com

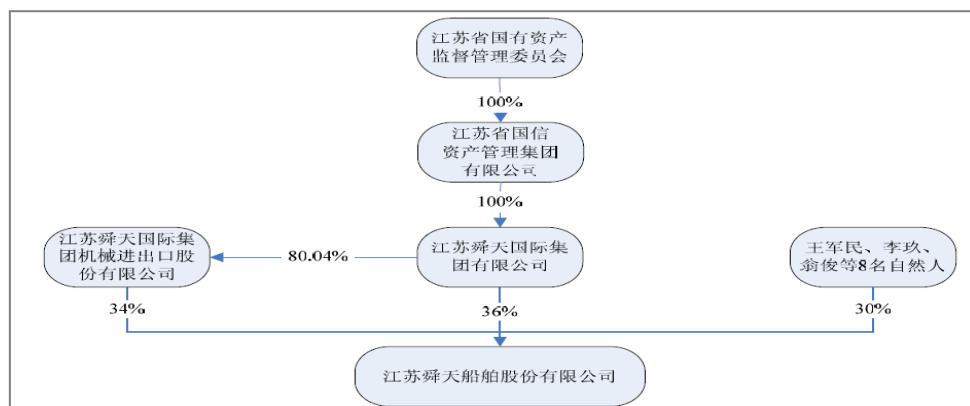
相关报告

扩大产能，提升生产能力 公司募集资金拟投资项目为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，将于2012年初建成投产。项目将提升公司生产效率和扩大船型承接范围，公司集装箱船产品范围将拓展至3,000箱，散货船或特种多用途船产品范围将拓展至7万吨左右。通过提升生产效率，公司年产能将自目前的9万载重吨扩大到33万载重吨左右。

投资建议 我们预计公司2011年至13年每股收益分别为1.71元、1.94元和2.11元，分别对应21.3倍、18.8倍和17.3倍PE；参照广船国际的15.2倍的估值水平，我们认为短期公司估值并不便宜，而且考虑到近期行业接新单情况较为不理想，公司所处造船业细分市场产能过剩；另外，2012年宏观经济面也较预计的更不乐观，我们认为造船行业复苏进度也会慢于预期，综合来看，现阶段我们给予公司“中性”评级。

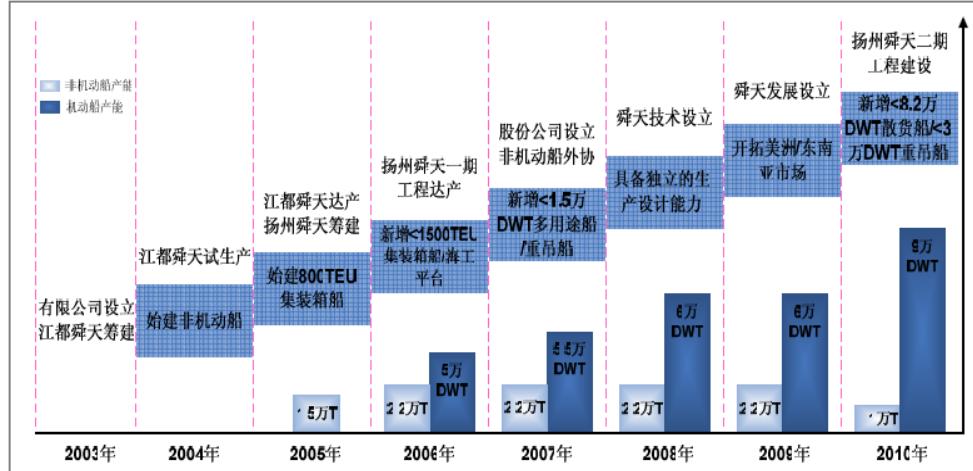
风险提示：宏观经济波动对于行业需求的恢复带来影响；新增订单数量低于市场的预期；汇率大幅波动带来的风险。

图1：公司实际控制人为江苏省国资委



资料来源：公司招股说明书

图2：公司发展历程和产能增长情况



资料来源：公司招股说明书

表 1：公司新接订单和手持订单情况

单位： DWT/T

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	艘数	吨位	艘数	吨位	艘数	吨位	艘数	吨位
新接订单	42	681,100	33	52,399	38	49,914	119	543,178
其中： 机动船	13	635,560	1	10,000	—	—	32	460,000
非机动船	29	45,540	32	42,399	38	49,914	87	83,178

项 目	艘 数	载重吨 (DWT/T)	已签合同金额	
			万 美 元	万 欧 元
手持订单	76	994,419	87,609	3,737
其中： 机动船	34*	932,360	82,900	—
非机动船	42	62,059	4,709	3,737

*机动船手持订单中不含渔船、变更为待定项目的机动船。

资料来源：公司招股说明书

表 2：公司近三年产品结构

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	数量	占比 (%)	数量	占比 (%)	数量	占比 (%)
一、 非机动船 (吨)						
(一) 自建产品	26,402	51.14	40,597	72.87	63,378	91.28
其中： 自行生产	9,272	17.96	20,720	37.19	17,897	25.78
外协生产	17,130	33.18	19,877	35.68	45,481	65.51
(二) 外购产品	25,226	48.86	15,113	27.13	6,052	8.72
合计	51,628	100.00	55,710	100.00	69,430	100.00
二、 机动船 (载重吨)						
(一) 自建产品	108,200	91.71	53,296	96.92	62,097	100.00
其中： 自行生产	108,200	91.71	53,296	96.92	62,097	100.00
外协生产	—	—	—	—	—	—
(二) 外购产品	9,779	8.29	1,694	3.08	—	—
合 计	117,979	100.00	54,990	100.00	62,097	100.00

资料来源：公司招股说明书

表 3：公司近三年交船总体情况

项目	2010 年度			2009 年			2008 年		
	艘数	载重吨	占比 (%)	艘数	载重吨	占比 (%)	艘数	载重吨	占比 (%)
机动船	34	91,579	100.00	12	34,894	100.00	7	52,205	100.00
自行生产交船	7	81,800	89.32	5	33,200	95.15	7	52,205	100.00
船舶贸易（外购）	27	9,779	10.68	7	1,694	4.85	—	—	—
项目	艘数	自重 (t)		艘数	自重 (t)		艘数	自重 (t)	
非机动船	58	67,156	100.00	58	56,764	100.00	64	57,503	100.00
船舶自建交船	39	41,930	62.44	47	41,651	73.38	56	51,451	89.48
其中：自行生产	19	22,460	33.44	11	15,120	26.64	11	12,903	22.44
外协生产	20	19,470	28.99	36	26,531	46.74	45	38,548	67.04
船舶贸易（外购）	19	25,226	37.56	11	15,113	26.62	8	6,052	10.52

资料来源：公司招股说明书

表 4：公司三年以来销售利润率

年份	行业税前销售利润率	公司税前销售利润率
2008 年度	8.98%	16.98%
2009 年度	7.92%	15.29%
2010 年度	8.35%	8.61%

资料来源：公司招股说明书

注：公司 2008 年和 2009 年税前销售利润率均高于行业平均水平。2010 年度，公司税前销售利润率与行业水平基本相同的主要原因是当年度公司外购船舶实现的销售收入占比较大，扣除该因素后公司 2010 年税前销售利润率为 9.67%，仍高于行业平均水平。

表 5：行业内相关上市公司估值水平分析

证券简称	总市值（亿元）	PE 2010	PE 2011	PE 2012	PB	EV/EBITDA	PEG
中国重工	1172.5	73.33	24.37	20.34	3.16	36.4	0.12
中国船舶	465.3	17.84	15.31	13.85	2.86	7.8	0.93
广船国际	135.8	19.18	15.22	13.45	3.56	7.3	0.59
亚星锚链	65.2	43.50	24.89	19.64	2.39	19.0	0.33
上海佳豪	27.6	44.58	32.22	23.60	5.64	33.5	0.84
润邦股份	48.7	26.50	20.86	15.85	2.61	13.4	0.77
宝鼎重工	22.4	31.47	25.44	17.76	3.04	18.1	1.07
平均	276.79	36.63	22.62	17.79	3.33	19.4	0.66
全部 A 股	131.87	17.24	12.98	10.80	2.41	N/A	0.15

资料来源：爱建证券，wind 注：统计中剔除中船股份（600072）异常值

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。