

动态报告/公司快评

机械设备

广船国际 (600685)

投资评级

运输机械

公司调研

谨慎推荐

2010年11月18日

在手订单充裕，业务转型和工厂搬迁提高收益

分析师： 余爱斌 0755-82133400

yuab@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207060202

联系人： 杨森 0755-82133343

yangsen@guosen.com.cn

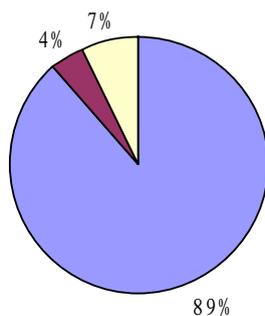
评论:

■ 公司是全球领先的灵便型液货船制造商，正逐步开拓客滚船、半潜船等高技术含量的特种船舶业务

公司主营业务为造船、机电产品及钢结构工程。造船业务对公司营业收入和毛利的贡献均达到 85%以上。公司是国内最大、全球第三的灵便型液货船（主要包括灵便型成品油船和灵便型化学品/成品油船）制造商。公司在 09 年根据市场变化调整了发展战略，致力于成为“全球中小型船舶市场技术领先、服务卓越的知名企业”，规划形成造船、重机、服务和海洋工程四大业务格局，高技术含量的特种船舶制造是未来重点发展业务。目前灵便型液货船占公司营业收入比重为 70%，特种船占 15%。公司规划至 2015 年灵便型液货船占营业收入比重将下降为 50%，而特种船比重提升至 30%。

图 1: 公司 09 年主营业务结构

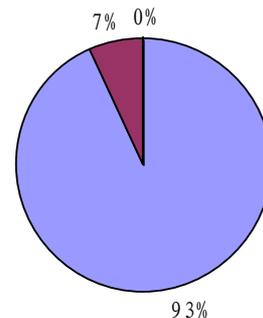
■ 造船 ■ 机电产品 □ 钢结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 2: 公司 09 年毛利结构

■ 造船 ■ 机电产品 □ 钢结构

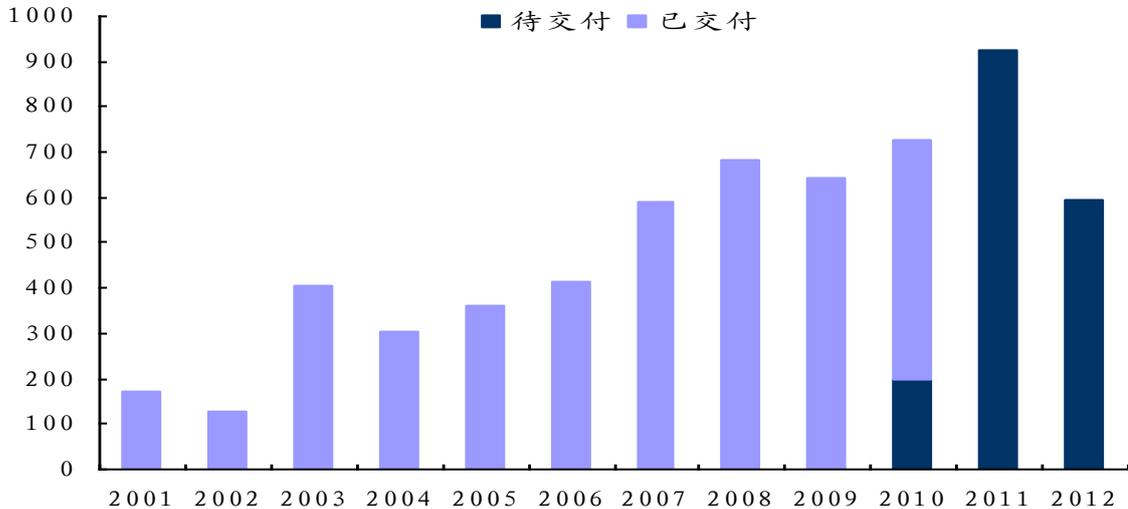


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

■ 公司在手订单充裕，11、12 年基本能够满负荷运转

公司目前手持订单 172 万载重吨，总价值约 150 亿元。按公司产能 80 万载重吨/年计算，公司 11 年生产任务饱满，12 年交付订单载重吨量目前已达到公司产能的 75%。加上后续订单，预计 12 年满负荷运转也将是大概率事件。

图 3: 公司已交付和待交付订单 (千载重吨) (截至 2010 年 11 月 1 日)



资料来源: 公司数据, Clarkson, 国信证券经济研究所

■ 全球成品油船运力供大于求, 未来增长空间有限, 灵便型液货船新订单将主要来自国内

公司主要生产的是 1~6 万载重吨级的灵便型液货船, 10 年全球该吨级船队运力保有量比运输需求量高 11.9%。公司租赁江苏胜华船厂后将具备生产 8 万载重吨级液货船能力, 10 年全球该吨级液货船运力保有量仅比运输需求高 4.9%, 处于供求基本平衡局面。

表 1: 全球成品油运力供求状况

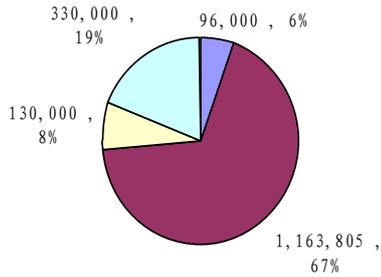
| (百万载重吨) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2010 年同比增幅 | 2010 年运力供给过剩幅度 |
|----------------|------|------|------|-------|-------|------------|----------------|
| 运力需求 1~6 万 Dwt | 55.7 | 56 | 56.5 | 54.3 | 56.3 | 3.7% | |
| 6~8 万 Dwt | 10.5 | 11 | 11.9 | 11.3 | 11.5 | 1.8% | |
| 8~12 万 Dwt | 21.3 | 23.7 | 24.4 | 23.6 | 24.7 | 4.7% | |
| 合计 | 87.5 | 90.7 | 92.8 | 89.2 | 92.5 | 3.7% | |
| 运力供给 1~6 万 Dwt | 49.1 | 51.5 | 55.9 | 60.3 | 63 | 4.5% | 11.9% |
| 6~8 万 Dwt | 11.3 | 13.9 | 16.3 | 18.4 | 19.8 | 7.6% | 72.2% |
| 8~12 万 Dwt | 15.1 | 16.6 | 19.1 | 22 | 25.9 | 17.7% | 4.9% |
| 合计 | 75.5 | 82 | 91.3 | 100.7 | 108.7 | 7.9% | 17.5% |
| 总运力盈余 | -12 | -8.7 | -1.5 | 11.5 | 16.2 | | |

资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

目前公司共有 149 万载重吨液货船订单, 其中 93%来自国外船东。我们预计短期内公司接到大批国际船东新订单的可能性不大, 但国内成品油运营商有可能趁船价处于低谷继续建造新船, 以优化船队结构, 增强竞争实力。当前中国进口成品油量约占全球成品油海运量的 5%, 而中国自有成品油船队运力占全球成品油船队总运力不到 3%, 国内船队进一步提升运力规模和运输市场份额的空间比较广阔。

图 4: 公司在手订单船型结构

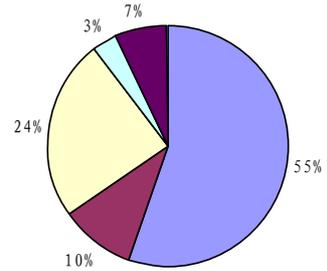
■ 散货船 ■ 化学品/成品油船 □ 特种船 □ 成品油船



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

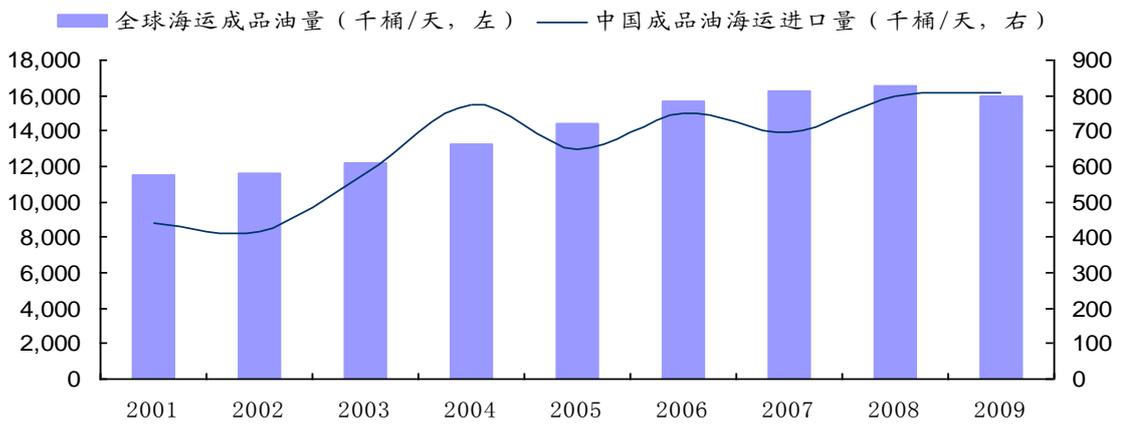
图 5: 公司液货船订单国别比例

■ 丹麦 ■ 加拿大 □ 希腊 □ 意大利 ■ 中国



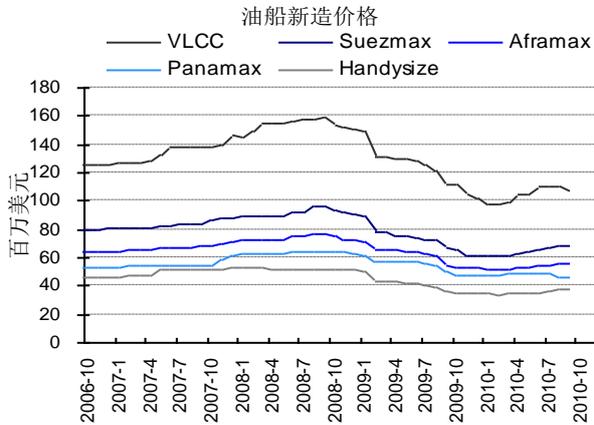
资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

图 6: 全球和中国成品油海运贸易量



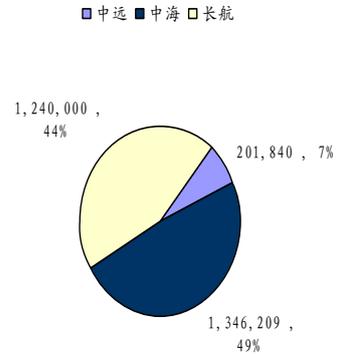
资料来源: 公司数据, Clarkson, 国信证券经济研究所

图 7: 全球油船新造价格



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 8: 国内灵便型成品油船运力结构 (载重吨)



资料来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所

■ 战略转型初见成效, 特种船业务是未来公司增长主要动力

目前公司在手订单中有约 10 条特种船, 包括半潜船、客滚船以及沥青运输船等。约占公司在手订单的总金额的 30%。客滚船主要用于装运卡车、小汽车、游客以及提供船上游客住宿和娱乐服务, 是连接大陆与岛屿间的人车两用交通运输船舶, 技术含量高, 每条造价约 8000 万美金, 其毛利率也高于一般液货船。全球客滚船市场 70% 集中在欧洲地区。我国国民经济不断发展, 汽车保有量日趋提高, 对客滚船的需求也快速增加。渤海地区将是未来国内客滚船的主要需求地域。根据《大连港股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股意向书》, 大连港将加紧大连湾客滚泊位建设, 开拓大连湾客滚市场。我们认为这将带动当地区域对客滚船的较大需求。

目前特种船舶业务约占公司营业收入的 15%, 合约 10 亿元人民币。根据公司规划, 至 2015 年, 该业务营业收入将达到约 50 亿元, 年复合增速为 38, 将成为公司增长的主要推动力。

■ 通过租赁、新建与资产整合逆势扩张生产规模, 突破产能瓶颈

公司广州厂区 80 万载重吨的年产能已达极限。公司今年 8 月租赁了江苏胜华船厂, 使公司获得生产 8 万吨级以上液货船和大型半潜船的设备能力, 年产能至 12 年将增加约 30 万载重吨, 产能增幅为 37.5%。公司在中山的分段制造基地预计 11 年中期投产, 将使公司每年增加 10 万吨分段制造能力。产能瓶颈得到初步缓解。

表 2: 公司未来产能状况

| (万载重吨) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|------|------|------|------|
| 广州船厂 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 胜华船厂 | 10 | 20 | 30 | 30 |
| 中山船厂 | | 5 | 10 | 10 |
| 合计 | | 95 | 110 | 120 |

资料来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所

公司因金融危机在 09 年中止了收购中国船舶旗下文冲船厂的进程。我们认为公司广州厂区在 13 年面临搬迁, 而胜华和中山基地尚无法填补广州厂区的产能空缺, 因此公司与中国船舶旗下的文冲、黄埔等中小型船舶制造厂进行资

产整合的必要性与可行性进一步提升。

表 3: 中船集团在珠三角地区的部分中小型船舶制造厂

| | 厂区地址 | 占地(万平方米) | 资产规模 | 主营业务 | 主要生产船型 | 造船能力(万载重吨) |
|------|-------|----------|-------------|------------------------|--------------------------|------------|
| 文冲船厂 | 广州黄浦区 | 70 | 80~90 亿元 | 造船、港机制造、钢结构和机械产品 | 3500TEU 以下支线集装箱船、大中型挖泥船 | 30 |
| 黄埔船厂 | 广州长洲岛 | 97 | 70~80 亿 | 造船、近海工程项目、钢结构工程、大型港口机械 | 战斗舰艇、潜艇、军辅船、工程船、工作船、公务船等 | 30 |
| 西江船厂 | 广西柳州 | 37 | 固定资产 1.6 亿元 | 造船、机械、钢结构、机电、环保设备 | 导弹快艇、巡逻艇、公安艇、海事船、渔政船等 | 年产 8 艘 |

资料来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所

■ 广州厂区搬迁日益临近, 有望获得一次性大额补偿

公司被列入广州“退二进三”企业名单中第三批搬迁企业, 须在 2015 年前完成搬迁。我们认为广州厂区搬迁工作最晚会在 13 年启动。目前公司广州厂区占地 58 万平米, 其中有两公里岸线。如果用作房地产开发, 我们认为每平方米土地合理估计为 2 万元/平米, 公司有望获得总估值的一半——58 亿元。

公司目前股本为 4.95 亿股。按 15% 所得税率、7% 折现率计算, 假设公司于 13 年底获得 58 亿元补偿收入, 相当于公司当前每股净资产增加 8.1 元。

■ 主要风险: 钢材和人工成本上升以及人民币升值

钢材成本和人工成本各约占船舶制造总成本的 20%, 钢材和人工成本的变动将对公司毛利率构成较大影响。

■ 预测 10、11 年 EPS 为 1.51 元/股和 1.6 元/股, 给予“谨慎推荐”评级

我们预测公司 10、11 年营业收入分别为 69.7 亿和 77.9 亿元, 同比增速分别为 6.4% 和 11.6%; 净利润分别为 7.5 亿和 7.9 亿元, 同比增速分别为 45.5% 和 5.6%, 对应 EPS 分别为 1.51 元/股和 1.6 元/股。当前股价为 23.85 元, 对应 10~11 年 PE 为 15.8 和 14.9 倍。若剔除搬迁补偿, 则目前股价仅为 15.75 元, 对应 PE 仅为 10.4 和 9.8 倍。我们认为目前造船行业景气程度和公司业绩均处于周期底部, 当前价格安全边际较高。未来行业景气提升将带来较大盈利空间, 给予“谨慎推荐”评级。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。