

证券研究报告·上市公司简评

船舶制造

高附加值 LNG 船终获突破

中国重工 (601989)

事件

近日，大船重工正式收到中海运、中石化 APLNG 运输项目联合筹备办公室发出的项目中标通知书，中标该项目二期 2 艘 17.4 万立方米大型 LNG 船的建造订单。

简评

造船业“皇冠上的明珠”

LNG 船是在零下 163 摄氏度低温下运输液化气的专用船舶，是高技术、高难度、高附加值的“三高”产品，是一种“海上超级冷冻车”，被喻为世界造船“皇冠上的明珠”，目前只有美国、中国、日本、韩国和欧洲的少数几个国家的 13 家船厂能够建造。目前国内只有沪东中华拥有大型 LNG 船的建造业绩。大船重工获得 LNG 船建造订单，表明其成为国内第二家能够建造大型 LNG 船的船企；在获得万箱级集装箱船突破后，大船重工又在高附加值的 LNG 船建造领域获得重大突破。

大型 LNG 船需求长期看好

2014 年，全球 LNG 船新船成交 74 艘、同比增长 60.87%，舱容 1102.27 万立方米、增长 65.71%，两者都创下了历史新高；年底手持订单 159 艘，舱容 2429.91 万立方米、占现有运力的 40.3%；全年交船 33 艘、增长 83.33%，舱容 531.35 万立方米、增长 109.24%。去年年底，全球 LNG 船队运力 415 艘、舱容 6025.9 万立方米。去年下半年以来，由于油价大跌，LNG 的经济性下降，加上去年 LNG 船订单创历史新高，预计 2015 年全球大型 LNG 船有所下降。

民船见底回升，军船资产证券化的最佳时机

对于民船基本面，我们维持三个判断：2015 年世界新船订单继续下降，船价难以下跌、将震荡上升，行业业绩反转向上但弹性不足。我们认为，行业投资机会主要来自军船资产证券化。而从资本市场环境好转、海军装备建设进入第三个高峰期下饺子成新常态、政策层面鼓励军事创新和混合所有制改革等三个角度出发考虑，目前是军船资产证券化的最佳时机。

重工集团军船资产证券化还有大空间，提高目标价到 10.8 元

中船重工集团已做四步资本运作，军工资产部分进入上市公司。从净资产看，中国重工占集团比重 55%；从净利润看，2014 年上半年中国重工占集团比重仅有 27.44%；未来资产证券化率还有较大的提升空间。我们在去年底造船深度报告中指出，中国重工今年市值看到 2000 亿元，提高目标价到 10.8 元、维持买入评级。

请参阅最后一页的重要声明

维持
买入
高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn

010-85130639

执业证书编号：S1440510120016

发布日期：2015 年 1 月 26 日

当前股价：8.86 元

目标价格 6 个月：10.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-3.70/-16.45	42.67/-2.91	71.05/7.90
12 月最高/最低价 (元)			10.35/4.36
总股本 (万股)			1836166.51
流通 A 股 (万股)			1795785.55
总市值 (亿元)			1626.84
流通市值 (亿元)			1591.07
近 3 月日均成交量 (万)			50161.85
主要股东			
中国船舶重工集团公司			45.54%

股价表现



相关研究报告

14.09.16	公司点评：科研院所注入渐行渐近
14.09.09	行业深度：中国梦，强海军
14.08.28	中报点评：民船订单快速复苏
14.04.29	2013 年报点评：军工、民船订单皆大增
14.03.03	行业深度：最坏航运已过，新船稳健复苏

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



预测和比率

	2,013A	2,014E	2,015E	2,016E
主营收入（百万）	51,269.18	54,266.41	64,049.66	77,586.96
主营收入增长率	-12.36%	5.85%	18.03%	21.14%
净利润（百万）	2,935.38	2,693.57	3,299.63	4,634.26
净利润增长率	-17.94%	-8.24%	22.50%	40.45%
EPS（元）	0.16	0.15	0.18	0.25
P/E	55.42	60.40	49.30	35.10

表 1：2014 年底世界 LNG 船手持订单竞争格局（艘，万立方米）

船厂	国家	艘数	万立方米	平均舱容
大宇造船	韩国	46	792.00	17.22
三星重工	韩国	26	441.90	17.00
现代重工	韩国	22	363.81	16.54
沪东中华	中国	14	242.00	17.29
现代三湖	韩国	8	136.77	17.10
川崎重工	日本	7	115.08	16.44
JMU 船厂	日本	5	82.50	16.50
三菱重工	日本	5	77.65	15.53
太平洋海工	中国	11	32.80	2.98

资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

表 2：中国重工盈利预测假设（万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
船舶造修						
销售收入		2,927,546.75	2,385,028.00	2,027,273.80	2,230,001.18	2,564,501.36
增长			-18.53%	-15%	10%	15%
毛利率		11.91%	12.42%	13%	13%	13%
海洋经济产业						
销售收入	103,710.01	732,264.81	605,419.79	847,587.71	1,017,105.25	1,220,526.30
收入增长	-42.49%	606.07%	-17.32%	40%	20%	20%
毛利率	24.00%	3.80%	6.03%	12%	15%	20%
舰船装备						
销售收入	1,107,726.36	1,040,650.21	885,852.60	797,267.34	876,994.07	1,008,543.18
收入增长	-29.24%	-6.06%	-14.88%	-10%	10%	15%
毛利率	20.89%	18.04%	20.89%	21%	21%	21%



能源交通装备及其他

销售收入	782,462.12	1,270,738.40	1,349,624.50	1,754,511.85	2,280,865.41	2,965,125.03
收入增长	62.70%	62.40%	6.21%	30%	30%	30%
毛利率	16.25%	13.59%	14.72%	15%	15%	15%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 3：中国重工盈利预测表（万元）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	5,850,138.19	5,126,917.81	5,426,640.69	6,404,965.90	7,758,695.86
减：营业成本	5,070,452.78	4,378,187.67	4,630,781.66	5,436,201.40	6,524,642.60
营业税费	15,806.14	12,215.95	27,133.20	32,024.83	38,793.48
销售费用	75,648.47	78,375.92	74,457.12	81,902.84	90,093.12
管理费用	408,818.09	409,883.61	430,377.79	494,934.46	569,174.63
财务费用	-55,667.41	-53,137.48	-23,911.87	-17,933.90	-13,450.42
资产减值损失	22,053.88	18,260.79	20,086.87	22,095.56	24,305.11
加：公允价值变动净收益					
投资净收益	5,636.81	6,234.74	6,546.48	6,873.80	7,217.49
其中：对联营企业投资收益	-389.08	-857.26			
二、营业利润	318,663.05	289,366.10	267,715.92	355,740.72	525,137.34
加：营业外收入	152,664.52	90,138.46	67,603.85	50,702.88	38,027.16
减：营业外支出	30,815.47	38,463.94	40,387.14	42,406.49	44,526.82
非流动资产处置净损失	1,651.14	816.70			
三、利润总额	440,512.10	341,040.61	294,932.62	364,037.11	518,637.69
减：所得税	84,047.60	64,470.66	44,239.89	54,605.57	77,795.65
四、净利润(含少数股东损益)	356,464.50	276,569.95	250,692.73	309,431.55	440,842.03
减：少数股东损益	-1,243.03	-16,967.84	-18,664.62	-20,531.09	-22,584.20
净利润(不含少数股东损益)	357,707.53	293,537.80	269,357.35	329,962.63	463,426.23
五、摊薄每股收益：	0.19	0.16	0.15	0.18	0.26

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

高晓春：南开大学会计学硕士，机械行业首席分析师；擅长行业和公司基本面分析，对财务分析有独到见解；曾获水晶球卖方分析师“机械行业第一名”、新财富最佳分析师“军工行业第一名”等奖项。

报告贡献人

郭泰 010-85159224 guotai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622