

中国船舶（600150）2019 年报点评：经营业绩稳中有升，优质资产注入未来可期

行业分类：军工

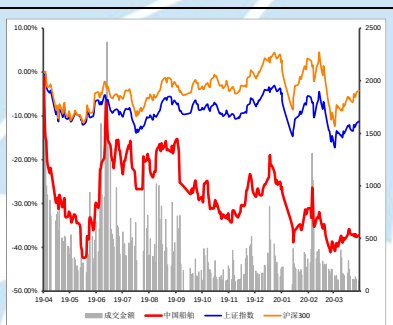
2020 年 4 月 20 日

公司投资评级	买入
当前股价（20.4.20）	18.66
目标价	25.2

基础数据（2020.4.20）

沪深 300	3853.46
总股本（亿）	42.22
流通 A 股（亿）	13.78
流通 A 股市值（亿）	257.16
每股净资产（元）	11.19
PE	194.64
PB	1.49

近一年公司与沪深 300 走势对比图



数据来源：wind，中航证券金融研究所

事件：公司 4 月 18 日发布 2019 年报，报告期内，公司实现营业收入 231.36 亿元（+36.82%）；归母净利润 4.05 亿元（-17.26%）。

➤ 投资要点

- **公司整体运营情况稳中有升，营业收入同比大幅增加。**2019 年，公司全年完成营业收入 231.36 亿元（+36.82%），为年计划的 134.04%。其中，船舶造修业务营业收入 156.13 亿元（+36.29%）；动力装备业务营业收入 39.59 亿元（-3.08%）；应用产业（机电设备）营业收入 15.00 亿元（+16.28%）；海洋工程业务营业收入 25.76 亿元（+282.93%）。船舶修造业务收入增加 36.29%，主要是本年造船物量同比增加，收入增长；海洋工程业务收入增加 282.93%，主要是本年海工平台以及首艘 FPSO 船体项目完工交付确认收入。外高桥造船及时抓住国际海工市场出现的新变化，适时调整生产作业计划，实现了海工项目全年 3 座平台连续完工交付。毛利率方面，综合毛利率 10.57%（-2.75pcts），其中船舶修造业务毛利率 7.80%（-2.05pcts），下降主要原因是主营业务中包含毛利率较低的代加工船舶，且受产品结构调整、部分造船设施改造等因素影响所致；动力装备业务毛利率 19.75%（+1.64pcts）；海洋工程业务毛利率 7.94%（+8.91pcts），增长主要原因是本年海洋工程产品完工量同比增加等因素所致；机电设备业务毛利率 9.31%（-10.04pcts），主要是受风塔业务市场因素影响，承接订单价格较上期有所下降。
- **持续做精主力船型，子公司外高桥造船迈入“一体两翼”新阶段。**2019 年公司持续做精主力船型，加大研发储备，围绕公司主建的散货船、油轮、化学品船、自卸散货船、木屑船、冷藏箱船等加大研发力度，升级优化与创新船型，进军大型邮轮市场，在技术层面着力实现完全自主知识产权。主要子公司外高桥造船作为中国造船业的领军企业，2019 年稳步迈入“一体两翼”新阶段，大型邮轮首制船正式开工，SBM 公司 FPSO 项目第三艘正式生效，并承接了一批好望角型散货船、阿芙拉油船订单。报告期内，外高桥造船实现主营收入 141.06 亿元（+55.22%），净利润 1.96 亿元较上年减少 1.93 亿元，主要原因为上年处置长兴重工等股权产生投资收益所致。随着全球造船行业集中度的不断提升，公司已经形成了比较稳固的市场地位，与较好的品牌效应。外高桥造船通过 2019 年国家企业技术中心评价，主持编制的国家标准《自升式钻井平台建造质量要求》获批发布，并被正式授予“上海高技术船舶数字化建造工程技术研究中心”，其“SWS 好望角型散货船”入选“上海品牌”。完善的产品线与品牌效应，将进一步助力公司造修船订单的落实与增长。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

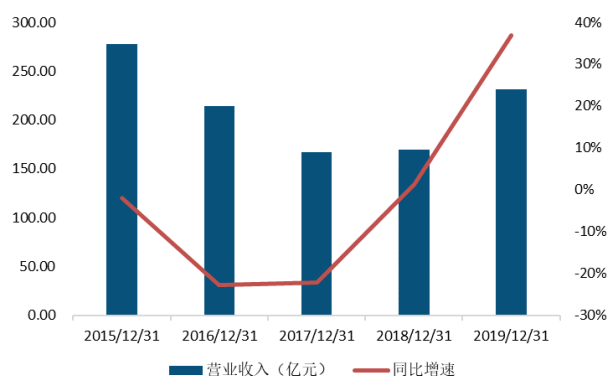
传真：010-59562637

- **两船合并，优质资产注入未来可期。**两船合并战略性资产重组，将进一步优化上市公司资产结构，提升资产质量与经营水平。注入的江南造船等标的公司在军、民船舶造修领域具有较强的核心竞争优势和行业地位，有利于完善上市公司造修船板块布局、巩固业务竞争优势、提升上市公司资产规模。核心资产注入后，未来在军民船订单量提升与业绩贡献方面可期。
- **投资建议：**公司作为中船集团核心民品主业上市公司，布局“海洋防务装备产业、船舶海工装备产业、海洋科技创新应用产业、船舶海工服务业”四大产业，具有完整的船舶行业产业链。随着两船合并战略性重组逐步落地，未来江南造船等核心资产注入后，经营业绩与上市公司资产质量将得到进一步提高。2020 年在不考虑重组情况下，公司给出全年完成营业收入 183.31 亿元的目标。预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 4.82、5.68、6.70 亿元，EPS 分别为 0.11、0.13、0.16 元，维持目标价格 25.2 元，当前股价分别对应 164、139、118 倍 PE。
- **风险提示：**市场风险；主要原材料价格波动风险。

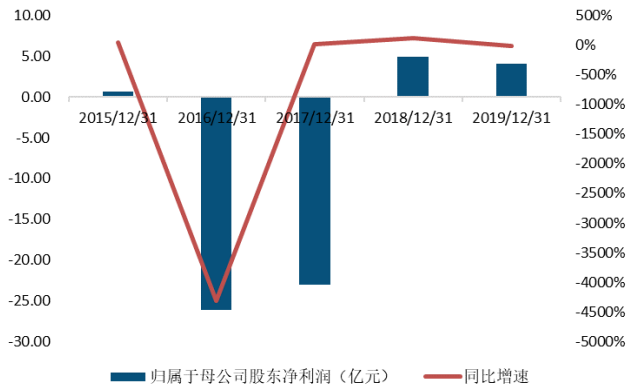
单位: 亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	231.36	234.83	245.28	262.40
增长率 (%)	36.82%	1.50%	4.45%	6.98%
归属母公司股东净利润	4.05	4.82	5.68	6.70
增长率 (%)	-17.26%	18.97%	18.02%	17.95%
每股收益 (EPS) (元)	0.29	0.11	0.13	0.16

数据来源：wind，中航证券研究所

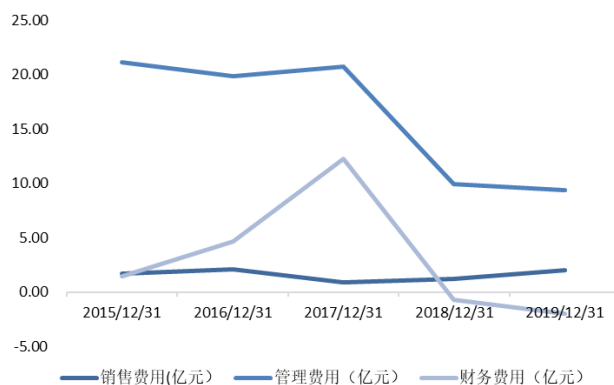


◆ 公司主要财务数据
图 1：公司营业收入（亿元）及增速（%）


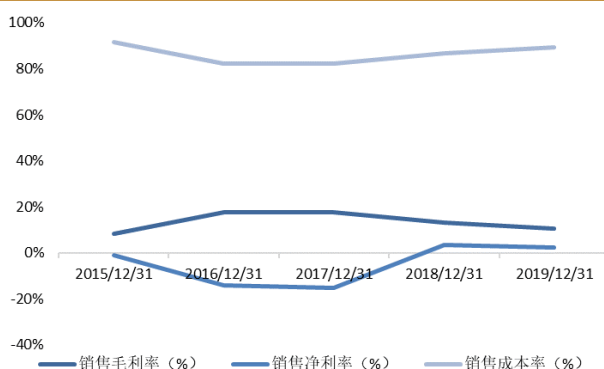
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 2：公司归母净利（亿元）及增速（%）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 3：公司营业成本：三费情况（亿元）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 4：公司毛利率、净利率及成本率（%）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图表 5：盈利预测表

利润表（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	231.36	234.83	245.28	262.40
营业成本	206.90	207.64	216.95	231.99
营业税金及附加	0.61	0.61	0.64	0.69
销售费用	1.99	1.77	1.86	1.98
管理费用	9.33	9.47	9.89	10.58
财务费用	-2.00	6.11	5.41	5.30
资产减值损失	-1.87	2.10	2.10	2.10
投资收益	-1.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6.12	6.85	8.15	9.48
其他非经营损益	-0.53	-0.47	-0.50	-0.48
利润总额	5.60	6.38	7.66	9.00
所得税	0.43	0.33	0.46	0.54
净利润	5.16	6.06	7.20	8.46
少数股东损益	1.12	1.24	1.52	1.76
归属母公司股东净利润	4.05	4.82	5.68	6.70

现金流量表（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流净额	3.25	18.23	19.75	21.47
投资性现金流净额	-12.15	-4.26	-5.28	-5.28
筹资性现金流净额	-2.73	17.55	-9.14	-9.16
现金流量净额	-11.37	31.53	5.33	7.03

资产负债表（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	134.89	166.42	171.75	178.78
应收和预付款项	52.91	53.36	55.75	59.63
存货	67.81	68.05	71.17	76.21
其他流动资产	26.01	25.35	26.48	28.32
长期股权投资	12.49	12.49	12.49	12.49
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	89.57	88.05	85.57	82.58
无形资产和开发支出	10.97	9.57	8.16	6.76
其他非流动资产	48.87	50.60	51.62	51.93
资产总计	443.51	473.89	482.99	496.69
短期借款	28.11	38.00	35.00	32.00
应付和预收款项	82.17	82.66	86.37	92.36
长期借款	23.03	23.03	23.03	23.03
其他负债	99.53	86.13	88.05	91.16
负债合计	232.84	229.83	232.45	238.55
股本	13.78	42.22	42.22	42.22
资本公积	66.11	66.11	66.11	66.11
留存收益	73.77	77.97	82.93	88.77
归属母公司股东权益	154.16	186.30	191.26	197.10
少数股东权益	56.52	57.76	59.28	61.04
股东权益合计	210.67	244.06	250.53	258.14
负债和股东权益合计	443.51	473.89	482.99	496.69

数据来源：wind，中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。
蒋聪汝（SAC 执业证书号：S0640517050001）中航证券分析师，北京理工大学文学、管理学双学士，法国ESGCI管理学硕士，2015年加入中航证券金融研究所，从事军工、通信行业研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

免责声明：

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。