

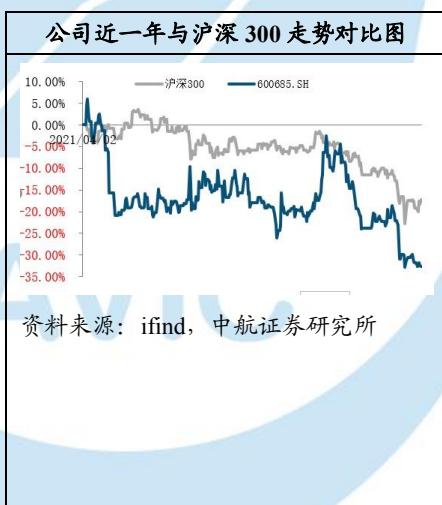
中船防务(600685)2021年报点评: 在手订单饱满，盈利能力提升，经营活动净现金流大幅改善为历史最高

行业分类：国防军工

2022年4月5日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.1)	16.85元
目标价格	21.00元

基础数据 (2022.4.1)	
沪深 300	4276.16
总股本 (亿股)	14.14
流通 A 股 (亿股)	8.21
21 年资产负债率	57.82%
ROE (摊薄)	0.51%
PE (TTM)	300
PB (LF)	1.53



- **事件:** 3月31日,公司发布2021年年报,报告期内,公司实现营业收入116.72亿元(+0.54%);归母净利润0.79亿元(-97.83%);扣非归母净利润为-0.51亿元。综合毛利率10.23%(+3.74pcts)。

➤ **投资要点:**

- **接单量提升明显, 实际盈利能力稳步增长**

2021年,公司实现营业收入116.72亿元(+0.54%);归母净利润0.79亿元(-97.83%),同比减少35.83亿元,主要是非经营性损益的影响;2020年公司处置广船国际部分股权,丧失广船国际控制权后剩余股权按公允价值计量产生的投资收益合计33.90亿元;处置中船澄西扬州船舶有限公司股权收益3.22亿元。扣非归母净利润为-0.51亿元,减亏2.32亿元。本期公司资产减值损失(0.99亿元,-64.29%)明显下降。

伴随着2021年全球造船产业复苏,公司实现经营接单325.24亿元,同比增加248.3%,提升明显。同时,公司2021年9月30日披露子公司黄埔文冲签订10.43亿美元的合同,2021年已履行金额2.07亿美元,尚有8.37亿美元待履行。此外,公司披露2021年末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为436.58亿元,其中95.95亿元预计将于2022年度确认收入。**我们判断,公司主营业务造船业务订单饱满,虽然船舶制造周期相对较长,可能并非全部订单都在2022年完成,但是对2022年及2023年公司的业务收入规模与利润会带来积极的影响。**

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

- 特种船营收增速较快，散货船、集装箱船毛利率大幅回升

分业务来看，公司主要业务可分为造船业务、钢结构工程业务、海工业务、修船业务、机电产品及其他业务。具体情况如下：

1. 造船业务为公司最主要收入来源，2021年实现营业收入91.92亿元(-2.83%)，收入小幅下降，主要为2020年收入包括广船国际1-2月收入。毛利率(9.22%，+5.59pcts)，较2020年的3.63%毛利率提升明显。造船业务具体可分为：

产品类型	21年营业收入(亿元)	营收增速	21年毛利率	毛利率同比
散货船	1.82	-81.43%	28.59%	+20.15pcts
油船	--	--	--	--
集装箱船	20.53	-16.65%	9.24%	+18.26pcts
特种船及其他	69.57	20.59%	8.79%	-0.91pcts

2. 钢结构工程业务收入(16.37亿元，+0.89%)略有上升，毛利率(10.68%，+0.86pcts)略有增加。
3. 海工产品收入3.56亿元，20年收入为-2.92亿元，毛利率(0.69%，+0.35pcts)。
4. 修船业务收入(1.24亿元，-72.45%)下滑明显，主要因为21年公司修船完工量较20年大幅下降，毛利率(7.87%，-10.59pcts)有所减少主要因为产品结构调整，成本上升。
5. 机电产品及其他业务收入(1.45亿元，-8.47%)略有减少，毛利率(36.52%，+1.63pcts)为公司所有品类业务中最高。

2021年公司费用情况变动较大，其中销售费用(1.32亿元，+837.23%)，大幅增长，主要是2021年完工舰船较多，计提的保修费增加较多；财务费用(-0.41亿元，-270.99%)，大幅下降，主要是2021年汇率变动引起汇兑净损失减少；管理费用(4.84亿元，-5.65%)，略有减少主要是2020年数据包含广船国际1-2月数据；研发费用(6.17亿元，+4.59%)、研发费用率(5.29%，+0.2pcts)显示出公司2021年持续加大研发力度。

现金流方面，公司现金及现金等价物净增加额(-3.02亿元，+93.92%)，较去年提升明显，但仍为负。其中经营活动产生的现金流净额提升明显，从2020年的-10.24亿元提升到43.65亿元，为公布该数据以来最高，改善明显，主要是21年收到的船舶进度款较多。

其他数据方面，报告期末，公司合同负债(93.49亿元，+80.75%)大幅增长。

- 公司主营造船业务涉及军、民船两类船舶建造增长逻辑，“十四五”期间业绩有望进一步兑现

造船业务为公司最主要业务，2021年造船业务营业收入占公司总收入的78.76%。公司采用以改革创新为动力，融合一体的军民共同建设、优势互补、快速发展的模式，履行保军首责，全力承接军工任务，

同时把握军民船市场回升态势。公司在船舶与海洋工程产业链中主要处于总装建造环节，在产业链前端已延伸到船海配套产品，在产业链后端已延伸到船舶全寿命保障。

①军品业务上看，公司是中国船舶集团下属大型骨干造船企业和国家核心军工生产企业，控股子公司黄埔文冲创建于1851年，有130多年的军工史，是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地；公司主要军品包括以军用舰船、海警装备、公务船等为代表的防务装备产品，是中国海军华南地区最重要的军用舰船生产和保障基地及国内重要的公务船建造基地。我们认为，海军力量是中国国防力量、中国军备建设中极为重要的一点，在《新时代的中国国防》白皮书被定义为“在国家安全和发展全局中具有十分重要的地位”，军船建设对海权、对中国与中华民族的伟大复兴都有着至关重要的意义。随着我国经济、军事等硬实力的提升，向远洋发展，向蓝水海军发展无疑是符合我国国家利益的。一带一路中海上丝绸之路的建设、对我国海运极其重要的马六甲海峡航行自由的保护都需要我国拥有一支强大的远洋蓝水海军作为支撑，这也是保护我国海外经济利益、人民安全至关重要的一道防线。在构建强大海军力量的过程中，军用船舶的建造无疑是最为关键的一环，这也是公司军船业务增长的核心因素。

②民船业务上看，公司拥有支线集装箱船、疏浚挖泥船等特色产品，科考船等高附加价值产品；同时拥有特种船等船舶的自主知识产权的核心技术。公司在多功能深水勘察船、支线集装箱船及疏浚工程船领域处于领先地位。尤其是在散货船领域，2021年公司散货船毛利率达到了28.59%(+20.15pcts)，增加显著，主要是海运行情好转，主力船型新船价格增长。根据公司2021年半年报显示，21年上半年部分散货船、集装箱船新船价格累计涨幅超过20%；同时公司积极投入散货船研发，报告期内，公司在散货船项目上的开发支出包括2159.65万元的85000吨新巴拿马型新型散货船设计建造关键技术研究、1517.96万元的95000吨散货船设计建造关键技术研究和332.49万元的85000DWT散货船优化升级研究。

集装箱船领域2021年毛利率达到了9.24%(+18.26pcts)，上半年部分集装箱船新船价格累计涨幅超过20%；同时公司自主研发的1900TEU、3000TEU支线集装箱获得市场认可，科技驱动对经营开拓形成支撑，公司支线型集装箱船为高附加价值船型同时公司已经成为我国支线集装箱船最大最强的生产基地。

对于我国民船市场，我们认为，目前主要有2大增长逻辑，一是民船市场的下一轮景气周期可能正在到来，从船龄上看，上一轮新船交付高峰期为2003-2011年，在船龄老化了接近20年的当下可以预计船只的交替期正在到来；二是我国向高技术船舶产业领域迈进趋势明显，我国船舶产业正在从低附加价值船型向高附加价值迈进，未来民船产业的毛利率有望迎来整体提升。

➤ 投资建议:

① 2021 年公司实际盈利能力提升，公司当前主营业务订单饱满，2021 年实现经营接单 325.24 亿元，同比大增 248.3%；截至 2021 年末在手订单 436.58 亿元，其中 95.99 亿元预计在 2022 年转化为收入。公司作为国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，在行业中地位稳固，我们认为公司未来的业绩整体确定性较高。

② 公司主营造船业务增长逻辑明显，“十四五”期间业绩有望进一步兑现。军船业务伴随对保护我国海外经济利益、人民安全等带来的海军装备建设需求；民船业务伴随着可能来临的民船市场景气大周期与我国造船产业对高附加值船型的迈进，支撑公司主营业务业绩持续增长。

③ 中船集团整合进程进一步推进，同时中船集团 2021 年 6 月 30 日出具《关于避免与中船海洋防务与装备股份有限公司同业竞争的承诺函》，承诺稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题。

基于以上观点，我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 118.81 亿元、121.86 亿元和 125.83 亿元，归母净利润 0.98 亿元、1.38 亿元以及 2.60 亿元，EPS 分别为 0.07 元、0.10 元和 0.18 元。给予“买入”评级，目标价格 21.00 元，对应目标价 2022-2024 年 300、210 和 116.67 倍 PE。

➤ 盈利预测:

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	116.72	118.81	121.86	125.83
增长率（%）	0.54	1.79	2.57	3.26
归属母公司股东净利润	0.79	0.98	1.38	2.60
增长率（%）	-97.83	23.02	40.89	89.20
每股收益 (EPS) (元)	0.06	0.07	0.10	0.18

风险提示：船舶市场景气度不如预期、海工行业景气度不如预期。

公司近 5 年主要财务数据

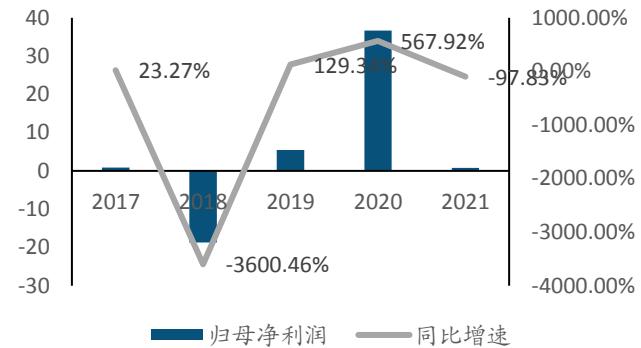
图 1：公司近 5 年营业收入及增速情况（单位：亿，%）

图 2：公司近 5 年归母净利润及增速情况（单位：亿，%）



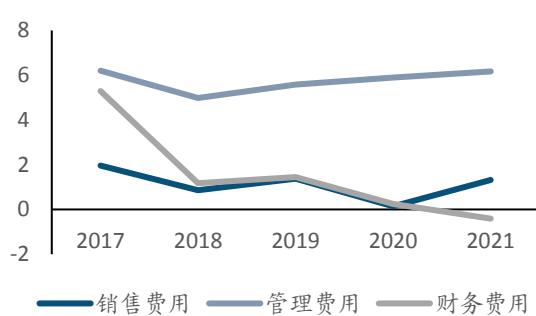
资料来源：wind, 中航证券研究所

图3：公司近5年营业收入情况（单位：亿）



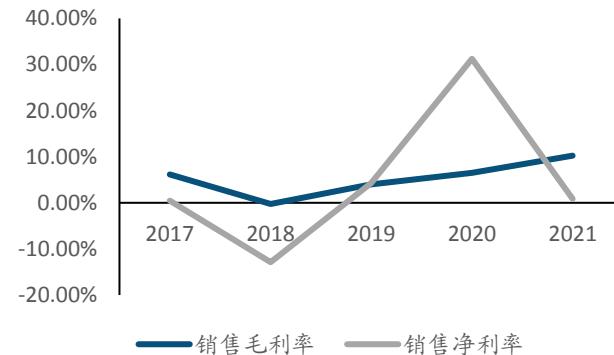
资料来源：wind, 中航证券研究所

图4：公司近5年销售毛利率、净利率情况（单位：亿）



资料来源：wind, 中航证券研究所

图5：公司近5年研发投入及增速情况（单位：亿，%）



资料来源：wind, 中航证券研究所

图6：公司收入结构



资料来源：wind, 中航证券研究所

图6：盈利预测表

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,671.59	11,880.52	12,185.84	12,583.10
减：营业成本	10,477.17	10,464.36	10,641.90	10,835.31
税金及附加	18.12	26.77	27.46	28.35
主营业务利润	1,176.30	1,389.39	1,516.49	1,719.44
减：销售费用	131.97	74.42	76.34	78.82
管理费用	483.92	502.62	515.54	532.34
研发费用	617.47	512.10	525.26	542.38
财务费用	-40.74	178.18	141.46	136.91
经营性利润	-16.32	122.06	257.90	428.97
加：资产减值损失	-99.04	-106.92	-189.12	-195.29
信用减值损失	-36.91	0.88	0.90	0.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	40.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	101.35	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	5.36	-2.46	-2.46	-2.46
其他收益	109.51	104.37	104.37	104.37
营业利润	104.16	117.93	171.59	336.53
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	18.76	18.76	18.76	18.76
减：营业外支出	7.77	5.44	5.44	5.44
利润总额	115.15	131.25	184.91	349.85
减：所得税	10.96	7.22	10.18	19.25
净利润	104.19	124.03	174.74	330.60
减：少数股东损益	24.80	26.37	37.15	70.28
归属母公司股东净利润	79.39	97.66	137.59	260.32
资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,560.40	5,518.21	6,747.49	8,113.63
交易性金融资产	3,281.03	3,281.03	3,281.03	3,281.03
应收票据	82.33	198.01	203.10	209.72
应收账款	3,813.03	4,810.75	4,934.38	5,095.24
预付账款	2,149.66	1,569.41	1,609.74	1,662.22
其他应收款	94.55	407.83	418.31	431.94
存货	4,922.90	3,711.46	3,774.43	3,843.03
其他流动资产	177.82	446.67	458.15	473.08
长期股权投资	4,952.68	4,952.68	4,952.68	4,952.68
金融资产投资	5,480.00	5,480.00	5,480.00	5,480.00
投资性房地产	142.72	123.76	104.80	85.84
固定资产和在建工程	5,159.19	4,380.83	3,596.50	2,806.18
无形资产和开发支出	933.62	778.01	622.41	466.81
其他非流动资产	3,515.48	3,489.86	3,464.24	3,464.24

资产总计	44,265.41	39,148.51	39,647.26	40,365.65
短期借款	1,914.94	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	2,524.65	2,086.93	2,122.34	2,160.91
应付账款	5,851.88	5,189.42	5,277.46	5,373.38
预收账款	0.00	2.68	2.75	2.84
合同负债	9,348.84	6,476.45	6,642.89	6,859.45
其他应付款	220.65	209.29	212.84	216.71
长期借款	3,359.20	3,359.20	3,359.20	3,359.20
其他负债	2,374.44	3,030.92	3,063.13	3,099.14
负债合计	25,594.59	20,354.88	20,680.60	21,071.62
股本	1,413.51	1,413.51	1,413.51	1,413.51
资本公积	9,393.55	9,393.55	9,393.55	9,393.55
留存收益	4,717.69	4,814.14	4,950.02	5,207.11
归属母公司股东权益	15,524.75	15,621.19	15,757.08	16,014.17
少数股东权益	3,146.07	3,172.44	3,209.58	3,279.86
股东权益合计	18,670.82	18,793.63	18,966.66	19,294.03
负债和股东权益合计	44,265.41	39,148.51	39,647.26	40,365.65
投入资本(IC)	6,790.68	9,061.64	8,035.92	7,036.87
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	4,328.28	-2,056.75	1,263.56	1,397.40
投资性现金净流量	-3,381.94	108.89	108.89	108.89
筹资性现金净流量	-1,265.82	-2,094.33	-143.16	-140.14

数据来源: ifind 中航证券研究所

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，中航证券研究所首席分析师。

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，未来也将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：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、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。