

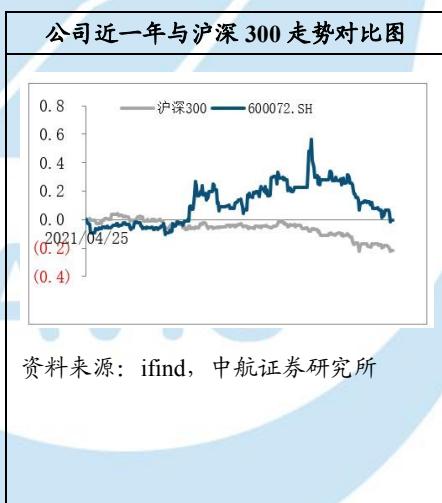
中船科技 (600072) 2021 年报点评: 扣非后归母净利润历史最高, 整合风电企业打开 全新市场空间

行业分类: 国防军工

2022 年 4 月 25 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2022. 4. 26)	9. 92
目标价格	15. 00

基础数据 (2022.4.26)	
上证指数	2886.43
总股本 (亿股)	7.36
流通 A 股 (亿股)	7.36
21 年资产负债率	45.44%
ROE (摊薄)	2.02%
PE (TTM)	91.2
PB (LF)	1.85



- **事件:** 4 月 23 日, 公司发布 2021 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 24.09 亿元 (+28.51%) ; 归母净利润 0.80 亿元 (-44.20%) ; 扣非归母净利润为 0.78 亿元, 去年同期为 -0.28 亿元。综合毛利率 14.04% (-0.05pcts) 。

➤ 投资要点:

- **营业收入稳步增长, 扣非归母净利润创历史新高**

2021 年, 公司实现营业收入 24.09 亿元 (+28.51%) 为公司执行新收入准则以来最高; 归母净利润 0.80 亿元 (-44.20%) , 同比减少 0.63 亿元下降明显, 主要是因公司全资子公司中船华海完成其持有江南德瑞斯 100% 股权处置确认投资损失所致, 影响金额约为 6,695.00 万元。扣非归母净利润为 0.78 亿元, 较去年同期增加 1.06 亿元, 为公司披露以来最高值。

从公司产品及收入结构来看, 公司业务主要包括工程设计勘察咨询和监理、工程总承包、土地整理服务和船舶配件四类。

产品类型	2021 年收入 (亿元)	营收增速	毛利率	毛利率增速
工程涉设计勘察咨询和监理	5.74	+2.98%	17.26%	-0.84pcts
工程总承包	17.29	+45.39%	10.54%	+1.14pcts
土地整理服务	0.11	-18.13%	96.67%	-3.33pcts
船舶配件	0.43	-35.44%	55.36%	+32.75pcts
其他	0.03	-21.57%	13.51%	+29.58pcts

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

工程设计勘察咨询和监理与工程总承包属于工程勘察设计行业，主要由公司全资子公司中船九院作为经营主体负责各项业务的承接。公司工程勘察设计类主营业务涉及境外业务，如海外工程总承包业务等。

其中工程设计勘察咨询和监理业务收入 5.74 亿元 (+2.98%)、毛利率 17.26% (-0.84pcts) 整体运营情况保持稳定。

工程总承包业务为公司 2021 年主要收入来源，营业收入 17.29 亿元 (+45.39%)，占公司营业收入的 71.78%，大幅上升，主要是子公司中船九院工程总承包项目工作量及工作产值增加所致，同时毛利率 10.54% (+1.14pcts) 有所上升。

土地整理服务业务收入 0.11 亿元 (-18.13%) 略有减少，毛利率 96.67% (-3.33pcts) 为公司所有业务中最高。

船舶配件业务主要由公司全资子公司中船华海负责，主要产品涉及船用舱口盖、艏艉通道、舷侧通道、斜坡板、集装箱绑扎系统等船用设备。2021 年营业收入为 0.43 亿元 (-35.44%) 大幅减少，主要是公司本部不再承接船配项目，以前年度未完工项目陆续结算以及子公司中船华海本期船舶配件提交量同比减少，毛利率 55.36% (+32.75pcts) 大幅增加。

费用方面，2021 年，公司销售费用率 0.94% (-0.18pcts)；管理费用率 8.37% (-2.23pcts)，主要是上年受新冠疫情影响社保费有所减免所致；财务费用率 -0.29% (-2.48pcts)，主要是子公司中船九院归还部分借款，利息支出减少所致；研发费用率 2.98% (-0.27pcts) 整体保持平稳。综合来看，期间费用率 12.00% (-5.16pcts) 明显减少，后续财务费用因借款归还导致利息支出减少有望保持较低水平；但因新冠疫情影晌的社保费减免导致的管理费用减少随疫情消退很难继续维持低位。

现金流方面，2021 年公司现金及现金等价物净增加额 -1.25 亿元，较 2020 年减少 1.84 亿元，其中经营活动产生的现金流净额 3.28 亿元 (-50.08%) 大幅下降，主要是子公司中船九院项目收款减少；投资活动产生的现金流量净额 7.52 亿元 (+11.59%)，主要是公司处置子公司及其他营业单位收回的现金净额增加；筹资活动产生的现金流量净额 -12.04 亿元，较上年增加 0.65 亿元。

报告期内，公司存货 12.36 亿元 (+16.89%)，公司在手订单总额 41.99 亿元，其中 11.57 亿元为合同履约成本。已签订合同但尚未开工项目金额 7.60 亿元，在建项目中未完工部分金额 33.48 亿元，在手订单充足。

● 依托造船市场高景气发展，工程业务有望迎来突破

当前工程勘察设计类业务为公司主要业绩来源，占公司营业收入的 96.22%，主要由全资子公司中船九院作为经营主体。根据中船九院公司官网显示，公司在国家海洋强国建设中，承担着践行环渤海地区、长

三角地区、珠三角地区的船舶工业规划设计“国家队”的角色。作为中国船舶集团间接控股、中船工业集团直接控股的工程公司，与其他工程勘察设计行业公司相比中船科技工程项目较多涉及船舶相关业务，如公司中船长兴造船基地二期工程2#船坞工程总承包项目6.69亿元、中国船舶工业集团公司第七〇八研究所总部研发中心勘察、设计、施工一体化项目建设项目工程总承包项目6.11亿元；在建项目如上海江南长兴造船有限责任公司1#船坞接长改造项目1.73亿元、阿尔及利亚奥兰船厂PHM联合建造升级改造项目4.19亿元等。

根据中国船舶工业行业协会发布的《2021年船舶工业经济运行分析》相关内容显示，2021年国际航运市场呈现积极向上态势，同时我国承接新船订单6707万载重吨同比增长131.8%。考虑到后续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。在民船市场景气周期有望到来的同时，我国造船行业当前产能进一步释放满足大量订单的空间有限，根据中国船协测算2021年我国造船业有效产能利用率接近97%。我们认为，如果后续船舶市场景气周期到来，为进一步扩大产能以满足大量订单，船厂扩大、改建船坞等相关工程订单有望增加。

● 整合中船集团旗下风能企业，协同发展打开新市场空间

公司间接控股股东中国船舶集团有限公司目前正在筹划与公司相关的重大事项，该事项预计涉及发行股份购买中国海装公司100%股权、中船风电发展公司88.58%股权、新疆海为公司100%股权、洛阳双瑞公司44.64%少数股权、凌久电气公司10%少数股权，并拟募集配套资金。此次资产重组围绕风电机组及核心部件的研发、生产、销售，风电控制系统开发制造，风电产业投资运营管理，风电工程建设在内的风电产业链核心板块确立未来经营发展战略。

此次资产重组的重要标的中国海装主要从事大型风力发电机组及核心零部件的开发研制、生产、销售，目前已形成以风力发电主机为产业核心，包括叶片、控制系统、变桨系统等风电配套产品及风电场工程建设在内的产业体系。主要客户包括国内主要央企电力集团、部分地方国企及大型民企，同时公司经国家科技部授权组建“国家海上风力发电工程技术研究中心”，取得多项科研成果、荣誉，在海上风电技术的研发、海上风电运维管理等方面积累了丰富的技术储备，综合技术实力处于国内领先水平。依托中国船舶集团的技术基础与产业优势，中国海装在海上风电机组开发、研制方面具有优势。当前中国海装已通过布局实现了风电产业链上下一体化协同，具备较强的综合竞争力。

从财务角度来看，根据披露的中国海装未经审计的财务数据公司2021年实现营业收入137.29亿元(+19.82%)，净利润1.82亿元(+23.42%)。当前中国海装对此次资产重组其他标的的持股情况为持股凌

久电气 90%、洛阳双瑞 55.36%与中船风电 11.42%。

中船风电主要通过中船风电投资与中船风电工程两家子公司从事风电产业的投资、开发与运营管理以及新能源工程建设服务；其中以新能源工程建设服务为主，分别占 2020 年及 2021 年主营业务收入比例的 69.69% 及 54.36%。根据公司披露的未经审计的财务数据 2021 年公司营业收入 9.95 亿元 (-11.13%)，归母净利润 0.58 亿元 (+30.80%)。

新疆海主要从事风电场及光伏电站的投资、开发与运营管理以及新能源工程建设服务。在新能源发电方面，新疆海已建成 4 个风电场、4 个光伏电站，依靠风力发电设备与光伏发电设备生产电能。在新能源工程建设服务方面，新疆海为从事新能源发电工程、输电工程、变电站工程的施工与总承包业务。根据公司披露的未经审计的财务数据 2021 年公司营业收入 8.68 亿元 (+16.50%)，归母净利润 1.00 亿元 (+68.66%)，整体运营情况良好。

若此次整合顺利完成，则中船科技将全资控股中国海装、中船风电、新疆海为、凌久电气与洛阳双瑞等 5 家公司，成为中船集团下属风电资产的主要上市公司。根据公司披露的未经审核的财务数据来看此次整合的风电标的 2021 年营业收入 155.91 亿元，净利润 3.40 亿元，若顺利完成整合将全面提升公司营收水平。需要关注的是，风电项目根据国家通知拟降低并逐步取消风电项目的财政补贴及入网价格，从而引起本轮“抢装潮”，在经历“抢装潮”与国家对风电项目的补贴逐步取消后，**2022 年相关风电企业将很难维持 2021 年的营业收入及利润水平。**

从资产整合的角度来讲，中船科技具有海上风电项目的施工经验，2021 年公司承接了中国海装象山大型海上风电装备产业园总装基地建设项目。后续若资产重组顺利完成，公司工程施工经验有望与风电等新能源业务协同发展，为公司带来新的业务增长。

➤ 投资建议：

① 2021 年公司盈利能力提升，营业收入 24.09 亿元 (+28.51%)，为公司执行新收入准则以来最高。同时扣非归母净利润创公司披露以来新高。已签订合同但尚未开工项目金额 7.60 亿元，在建项目中未完工部分金额 33.48 亿元，在手订单充足。

② 目前我国造船行业有效产能很难满足日益增长的市场需求，2021 年承接新船订单同比增长 131.8% 而造船完工量同比仅增长 3.0%。后续如果船舶市场景气周期到来，船厂扩建、改建需求有望给公司带来的增长点。

③ 公司筹备进行资产重组，预计收购中船集团下属风能相关公司。后续若资产重组顺利完成，公司工程施工经验有望与风电等新能源业务协同发展，为公司带来新的业务增长。

基于以上观点，我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 86.04 亿元、88.64 亿元和 92.21 亿元，归母净利润 2.32 亿元、3.01 亿元以及 3.29 亿元，EPS 分别为 0.31 元、0.41 元和 0.45 元。首次覆盖，我们给予“买入”评级，目标价格 15.00 元，分别对应目标价 2022-2024 年 48、37 和 33 倍 PE。

➤ 盈利预测：

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24.09	86.04	88.64	92.21
增长率 (%)	28.51%	257.08%	3.02%	4.03%
归属母公司股东净利润	0.80	2.32	3.01	3.29
增长率 (%)	-44.20%	189.68%	29.63%	9.36%
每股收益 (EPS) (元)	0.11	0.31	0.41	0.45

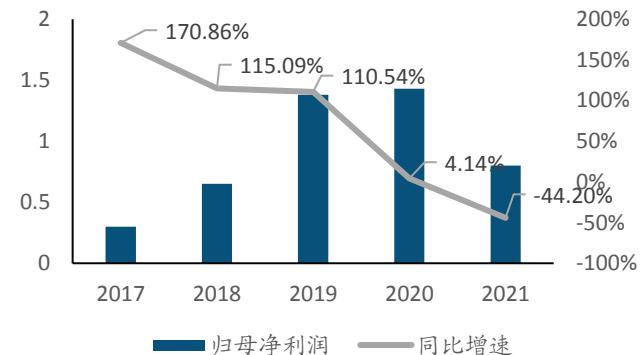
风险提示：资产重组进度不如预期、船舶市场景气度不如预期、建筑行业景气度不如预期。

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，%）

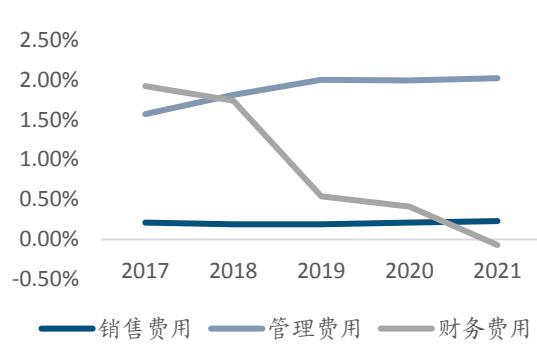


资料来源：wind，中航证券研究所

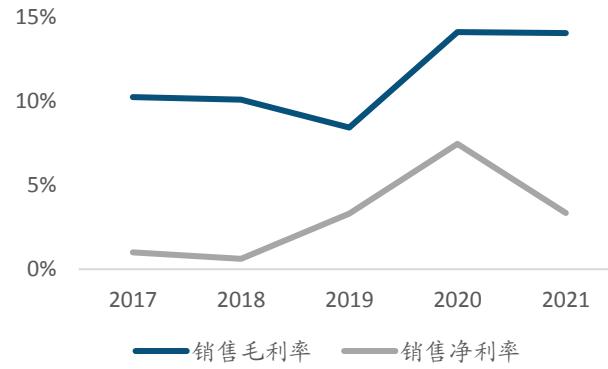
图 3：公司近 5 年费用情况（单位：亿）

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



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, %)

图6: 公司收入结构



资料来源: wind, 中航证券研究所

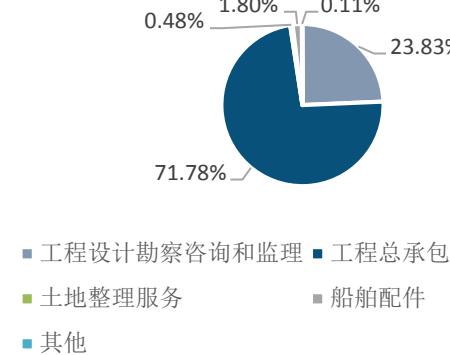


图6: 盈利预测表

资料来源: wind, 中航证券研究所

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,409.47	8,603.74	8,863.58	9,220.78
减: 营业成本	2,071.21	7,221.98	7,358.54	7,649.56
税金及附加	18.81	62.36	64.25	66.83
主营业务利润	319.45	1,319.40	1,440.79	1,504.39
减: 销售费用	22.60	75.59	77.87	81.01
管理费用	201.60	813.91	838.49	872.29
研发费用	71.72	273.05	281.29	292.63
财务费用	-7.08	23.89	39.26	27.14
经营性利润	30.61	132.95	203.87	231.32
加: 资产减值损失	8.45	30.11	31.02	32.27
信用减值损失	4.47	24.95	25.70	26.74

其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-14.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.10	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	46.95	36.14	36.14	36.14
其他收益	18.73	23.42	23.42	23.42
营业利润	95.10	247.58	320.16	349.89
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1.63	2.29	2.29	2.29
减: 营业外支出	0.37	4.92	4.92	4.92
利润总额	96.36	244.96	317.53	347.27
减: 所得税	15.78	32.25	41.81	45.72
净利润	80.58	212.70	275.72	301.54
减: 少数股东损益	0.53	-19.18	-24.86	-27.19
归属母公司股东净利润	80.05	231.88	300.59	328.73
资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,195.68	860.37	886.36	922.08
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	39.99	332.92	342.97	356.80
应收账款	1,543.20	6,031.57	6,213.72	6,464.14
预付账款	447.95	1,117.07	1,150.81	1,197.19
其他应收款	87.82	227.44	234.31	243.76
存货	1,236.08	3,597.04	3,665.06	3,810.01
其他流动资产	118.31	1,639.38	1,688.89	1,756.95
长期股权投资	202.73	202.73	202.73	202.73
金融资产投资	173.61	173.61	173.61	173.61
投资性房地产	422.25	366.15	310.05	253.95
固定资产和在建工程	888.73	750.74	612.50	474.01
无形资产和开发支出	57.06	47.55	38.04	28.53
其他非流动资产	440.23	436.49	432.75	432.75
资产总计	7,853.64	15,783.08	15,951.81	16,316.50
短期借款	0.00	611.47	343.08	59.37
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	9.50	19.82	20.20	20.99
应付账款	1,223.54	4,809.90	4,900.85	5,094.67
预收账款	0.00	131.40	135.37	140.82
合同负债	934.00	2,244.89	2,312.69	2,405.89
其他应付款	201.09	937.76	955.49	993.27
长期借款	212.93	444.45	444.45	444.45
其他负债	987.85	2,133.30	2,175.26	2,258.18
负债合计	3,568.91	11,332.99	11,287.38	11,417.65
股本	736.25	736.25	736.25	736.25
资本公积	2,444.02	2,444.02	2,444.02	2,444.02

留存收益	775.40	959.93	1,199.14	1,460.75
归属母公司股东权益	3,955.66	4,140.20	4,379.41	4,641.02
少数股东权益	329.07	309.89	285.03	257.83
股东权益合计	4,284.73	4,450.09	4,664.44	4,898.85
负债和股东权益合计	7,853.64	15,783.08	15,951.81	16,316.50
投入资本 (IC)	2,369.31	5,332.39	5,278.35	5,229.06
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	332.10	-2,156.50	345.57	364.26
投资性现金净流量	752.51	49.44	49.44	49.44
筹资性现金净流量	-1,204.43	771.75	-369.02	-377.98

资料来源：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。