

中国船舶（600150）

中报点评：受疫情影响上半年营收放缓，中长期看高

船价、低船钢价有望共同驱动公司利润释放

投资评级

买入

维持

2022 年 09 月 02 日

收盘价(元): 26.10

目标价(元): 30

报告摘要

◆ 事件：公司 2022 年 8 月 30 日公告，2022H1 公司营业收入 239.75 亿元 (-11.54%)，归母净利润 1.96 亿元 (-24.66%)，扣非归母净利润-0.65 亿元，同比减亏 1.13 亿元；毛利率 8.62% (-1.64pcts)，净利率 0.89% (+0.22pcts)。

◆ 受疫情影响上半年营收放缓，长期看需求侧景气度较高

2022H1，公司实现营业收入 239.75 亿元 (-11.54%)，主要是受新冠肺炎疫情影响，船舶等主要产品完成物量、交付数量同比减少。从单季度来看 2022Q2 公司营业收入 108.66 亿元 (-36.26%)，较 2022Q1 环比减少 17.12%。从以往公司营收节奏来看，此次公司二季度受新冠疫情影响上海地区船厂生产承压，公司自 2008 年以来首次二季度营收低于一季度。

2022H1 公司毛利率 8.62%，同比减少 1.64pcts，但从单季度来看，2022Q2 毛利率较 2022Q1 提升 4.97pcts。我们认为，一方面今年 Q2 公司主营业务船舶修造及海洋工程的重要原材料船钢的价格有所下降，对成本端压力有所缓解；另一方面二季度受新冠疫情影响上海地区船厂生产承压，船舶造修及海洋工程业务毛利率整体偏低，船厂生产放缓变相提振了 Q2 毛利率水平。

2022H1，公司归母净利润 1.96 亿元 (-24.66%)，扣非归母净利润-0.65 亿元，同比减亏 1.13 亿元，主要是受船舶交付数量及营业毛利率同比小幅减少等因素影响，报告期主营毛利同比减少，同时报告期内公允价值变动等计入非经常性损益的项目金额同比减少。

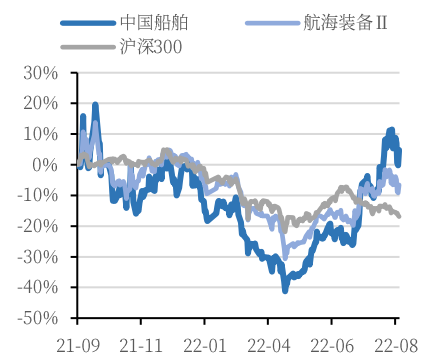
从子公司来看，公司本部拥有控股子公司 5 家，参股公司 2 家，其中对公司净利润影响达到 10%的子公司 3 家，三家合计贡献公司总归母净利润的 69.03%。

表1 对公司净利润影响 10%以上的子公司（单位：万元，%）

公司基本数据

总股本(百万股)	4,472.43
总市值(百万)	116,730.39
流通股本(百万股)	2,443.31
流通市值(百万)	63,770.33
12 月最高/最低价(元)	30.99/14.25
资产负债率(%)	68.75
每股净资产(元)	10.34
市盈率(TTM)	779.46
市净率(PB)	2.52
净资产收益率(%)	0.42

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

子公司	主营业务	主营业务收入	利润总额	归母净利润
江南造船	船舶、钢结构件设计、制造、海洋工程	754780.46	7178.23	5808.26
外高桥造船	船舶、钢结构件设计、制造、海洋工程	5747734.89	2620.69	2574.56
中船澄西	船舶修造、拆解、海洋工程装备制造、修理	264532.61	5019.50	5130.87

资料来源：wind，中航证券研究所整理

报告期内，公司控股子公司江南造船与广船国际经营业绩与上年相比变动较大，其中江南造船报告期内实现净利润 5793.42 万元，较去年同期减少 2.13 亿元，减少明显。江南造船主要营业地点位于上海，此次净利润明显减少主要是上半年度受新冠肺炎疫情影响，影响周期约 2.5 个月，增加停工损失、防疫等费用。广船国际报告期内实现净利润 1704.97 万元，较去年同期增加 1.15 亿元，实现扭亏，主要是大力推进提质增效及成本管控，效果明显，造船产品毛利较上年提升所致。综合来看，排除上海疫情等非人为因素外，公司子公司整体运营情况稳定。

从产品及收入结构来看，公司产品主要包括船舶造修及海洋工程、动力装备、机电设备及其他四类。

表2 中国船舶产品结构（单位：亿元，%）

产品类型	2022H1营收	营收增速	毛利率	毛利率增速
船舶造修及海洋工程	197.72	-14.67%	7.77%	-1.98pcts
动力装备	22.42	30.67%	12.52%	+0.16pcts
机电设备	12.44	-22.51%	7.35%	-0.65pcts
其他	2.76	92.74%	21.84%	+0.87pcts

资料来源：wind，中航证券研究所整理

船舶造修及海洋工程业务贡献公司 82.47% 的营业收入，2022H1 收入 197.72 亿元(-14.67%)，主要是造船完成数量、船舶交付数量同比减少；毛利率 7.77% (-1.98pcts)，主要是交 FPSO 船体项目等毛利相对较低的海工产品。

动力装备业务主要由公司子公司中船动力集团负责，产品包括大功率中、低速柴油机动力产品等，2022H1 收入 22.42 亿元 (+30.67%)，主要是按照船厂实际需求，调整部分生产计划，H1 内部抵销的营业收入同比减少约 59%；毛利率 12.52% (+0.16pcts)，整体保持平稳。

机电设备业务包括风电、脱硫塔、港口机械、大型钢结构、地铁盾构等各类应用产品，2022H1 收入 12.44 亿元 (-22.51%)，主要原因为公司主

要的机电设备业务深中通道项目已处于收尾阶段；毛利率 7.35%（-0.65pcts），出现小幅下降。

费用方面，2022H1，公司期间费用率 8.54%（-0.83pcts），公司销售费用 1.84 亿元（-51.51%），减少明显，主要是完工交付船舶同比有所减少，相应计提的船舶保修费金额同比减少所致；公司管理费用 17.81 亿元（+52.50%），增长明显，主要是疫情期间，防疫经费及停工损失增加所致；财务费用-7.93 亿元，去年同期为-4.89 亿元，主要是汇率波动导致汇兑净收益同比增加所致；公司研发费用 8.75 亿元（-40.83%），减少明显，主要是疫情停工期间研发支出减少所致。

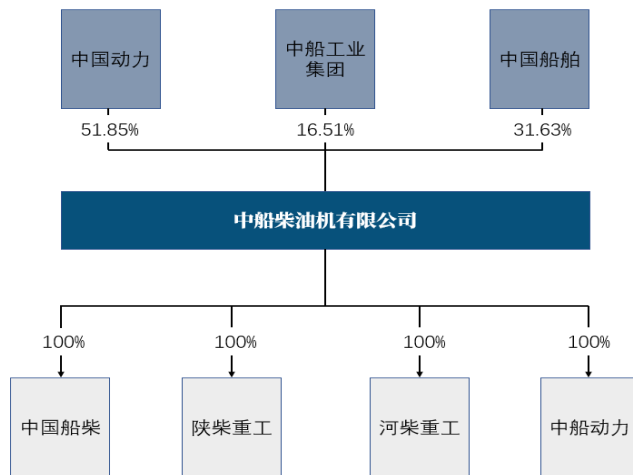
现金流方面，2022H1 公司经营活动产生的现金流净额-18.62 亿元，去年同期-10.02 亿元，主要是疫情期间，材料设备采购支出同比减幅小于船舶产品收款减幅所致；投资活动产生的现金流量净额-45.53 亿元，去年同期-96.73 亿元，主要是委托理财及定期存款净投资额减少所致；筹资活动产生的现金流量净额 93.97 亿元（+106.92%），增长明显，主要是取得的借款净额同比增长所致。

其他财务数据方面，截至 2022 年 6 月末，公司存货 324.52 亿元，较期初减少 2.35 亿，整体保持平稳，同时公司合同负债 494.07 亿元，较期初增长 11.10 亿元。公司此前公告订单排期至 2026 年，目前公司业务饱满，在手订单较为充足。

◆ 明确主业、参与中船集团柴油机业务整合

2022 年 8 月 24 日，公司公告公司关联方中国动力全资子公司中船柴油机有限公司拟以自身股权作为对价收购本公司持有的中船动力集团 63.77%股权、中船工业集团持有的中船动力集团 36.23%股权、中国动力持有的中国船柴 100%股权、陕柴重工 100%股权、河柴重工 98.26%股权，并以现金购买中国船舶重工集团有限公司持有的河柴重工 1.74%股权。本次交易完成后，公司持有中船柴油机 31.63%股权，不再持有中船动力集团股权。

图1 此次整合后各方持股情况



资料来源：wind，中航证券研究所

中船动力当前是公司控股子公司，是公司船用动力业务的业务主体。当柴油机业务整合完成后，中船动力集团将不再纳入公司合并报表范围，公司通过参股中船柴油机间接享有柴油机动力相关业务未来发展的经营收益，有利于明确中国船舶、中国动力两家上市公司主业定位。

从公司层面来看，如柴油机业务整合完成，公司动力业务营业主体的中船动力集团将不再纳入公司合并报表，但公司通过权益法核算对中船柴油机的长期股权投资，预计对归属于母公司所有者权益的影响较小。

◆ 高船价、低船钢价有望共同驱动公司利润释放

船舶建造周期相对较长，公司通常采用阶段收款方式，各阶段收款比例有所不同，通常最终交付时收款比例最高。因此，船舶类企业利润相较订单通常滞后，当年新订单并不能在当年完全转为利润。以 2021 年为例，2021 年船舶主机厂的利润很大程度上反应的是 2020 年与 2019 年甚至 2018 年的订单情况。而 2021 年的订单与新船价格增长有望反应在 2023 年的利润中。价格端来看，2021 年新船价格一路走高，2021 年的高价订单有望反映到后续公司的利润中。成本端来看，今年 2 季度以来造船产业重要成本构成的钢材价格走低，当船厂完成存货中原材料部分的消耗后将受益于船钢价格走低。综合来看，我们认为在高船价、低船钢价共同驱动下公司利润空间有望进一步释放。

◆ 向高技术、高附加值船型转型升级

今年以来，我国造船产业向高技术高附加值船型迈进趋势更加明显，截至 6 月末，我国船厂新界船舶订单修载比（修正总吨/载重吨）达到 0.49，处于历史最高水平。从船型上来看，气体船增速明显，截至 7 月末，今年以来世界范围内气体船已成交 124 艘、913 万 CGT，已超过集装箱船成为当前市占份额最多的主力船型，其中液化天然气船 LNG 船成交 101 艘。从

我国情况来看,我国 LNG 船产业发展态势向好,上半年我国新承接 17.4 万方大型 LNG 船 30 艘,占全球总量的 32.6%。从公司层面来看,中国船舶下属子公司江南造船、外高桥造船等均有制造超大液化气船的能力。

除气体船外,公司也积极布局其余高技术、高附加值船型。8 月 8 日我国第二艘国产大型邮轮正式在公司子公司外高桥造船有限公司开工建造,子公司外高桥造船正同时建造全部两艘国产大型邮轮。航空母舰、LNG 船与大型邮轮并称造船产业“皇冠上的明珠”,伴随今年“福建”号航空母舰于公司子公司江南造船厂下水、国产大型邮轮于公司子公司中船外高桥进入“双轮”建造时代,公司已经成功摘得造船业的三颗“明珠”。

我们认为,后续我国造船产业向高技术、高附加值船型迈进的趋势会愈加明显,公司作为我国唯一摘得造船产业三颗“明珠”的上市公司,有望持续受益于这一进程。

➤ 投资建议:

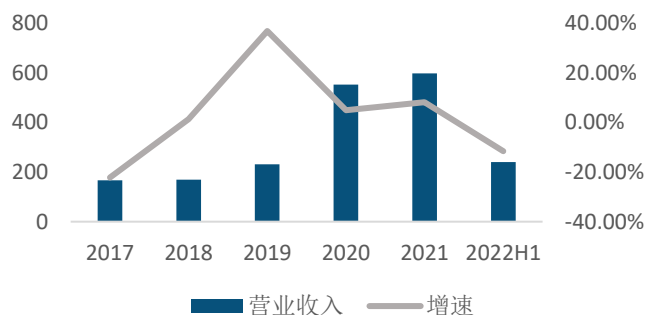
基于以上观点,我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 4.14 亿元、13.62 亿元和 21.78 亿元, EPS 分别为 0.09 元、0.30 元和 0.49 元。基于公司所处行业地位及产品发展前景,我们维持“买入”评级,目标价 30 元/股,对应 2022-2024 年 PE 分别为 333、100、61 倍。

风险提示: 上游原材料上涨,下游需求不及预期,疫情影响船厂交付

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55243.54	59740.43	66523.15	74784.23	86113.77
增长率(%)	4.91	8.14	11.35	12.42	15.15
归母净利润(百万元)	305.80	213.81	413.86	1361.92	2177.64
增长率(%)	-84.93	-30.08	93.56	229.08	59.90
毛利率(%)	10.71	10.60	10.99	13.47	14.49
每股收益(元)	0.07	0.05	0.09	0.30	0.49
市盈率 PE	381.72	545.94	282.05	85.71	53.60
市净率 PB	2.55	2.54	2.52	2.48	2.41
净资产收益率 ROE(%)	0.67	0.46	0.89	2.89	4.49

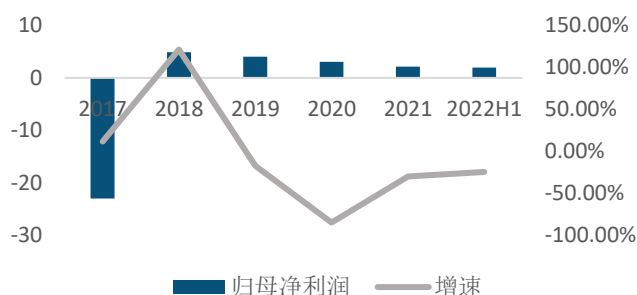
资料来源: ifind, 中航证券研究所, (注: 本次盈利预测为未考虑因中船集团柴油机业务整合对公司控股子公司中船动力影响的结果)

图2 公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



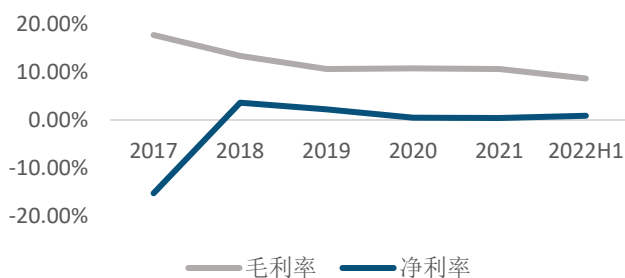
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



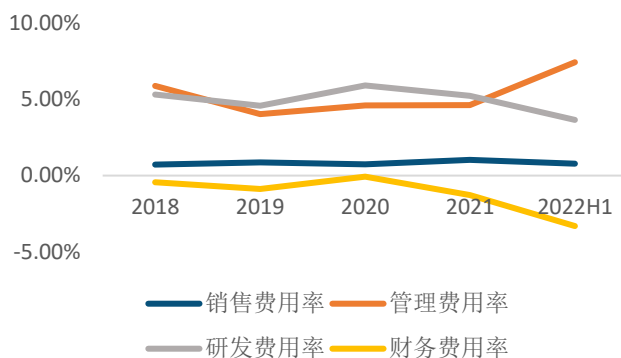
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 毛利率及净利率（单位：%）



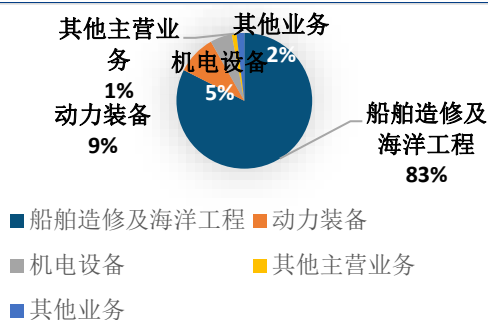
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 公司期间费用率（单位：%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 公司主营业务类型及占比



资料来源：wind，中航证券研究所



报表预测	单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表						
营业收入	23,136.19	55,243.54	59,740.43	66,523.15	74,784.23	86,113.77
减: 营业成本	20,689.94	49,325.32	53,408.70	59,213.00	64,712.87	73,635.33
税金及附加	60.59	172.56	194.80	199.64	224.43	258.43
主营业务利润	2,385.66	5,745.66	6,136.93	7,110.51	9,846.94	12,220.01
减: 销售费用	198.75	401.64	615.82	580.28	652.34	751.17
管理费用	932.90	2,548.03	2,768.81	2,944.60	3,310.27	3,811.77
研发费用	1,057.21	3,262.78	3,121.26	3,481.47	3,913.81	4,506.74
财务费用	-200.18	-39.25	-759.06	185.82	-3.32	-88.70
经营性利润	396.98	-427.54	390.10	-81.65	1,973.84	3,239.03
加: 资产减值损失	-186.84	-1,688.72	-1,485.44	-1,408.28	-1,583.16	-1,823.00
信用减值损失	-19.84	104.25	39.11	37.35	41.99	48.35
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-104.30	735.36	23.12	590.27	343.19	343.19
公允价值变动损益	-28.12	229.09	381.28	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	157.04	5.34	4.20	55.53	55.53	55.53
其他收益	397.14	1,218.60	897.15	1,200.00	837.63	837.63
营业利润	612.06	176.39	249.51	393.22	1,669.02	2,700.73
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	45.45	146.59	95.43	95.82	95.82	95.82
减: 营业外支出	98.00	12.26	16.69	42.32	42.32	42.32
利润总额	559.50	310.72	328.26	446.73	1,722.52	2,754.24
减: 所得税	43.04	54.87	96.39	18.75	314.15	502.31
净利润	516.47	255.86	231.87	427.98	1,408.37	2,251.93
减: 少数股东损益	111.71	-49.95	18.06	14.12	46.46	74.29
归属母公司股东净利润	404.76	305.80	213.81	413.86	1,361.92	2,177.64
资产负债表						
货币资金	13,488.68	51,261.17	52,864.33	38,159.87	43,248.06	49,656.17
交易性金融资产	11.86	878.76	2,864.83	2,864.83	2,864.83	2,864.83
应收票据	721.82	1,147.48	1,189.02	1,593.74	1,791.66	2,063.09
应收账款	1,490.31	5,670.22	8,399.66	6,822.12	7,669.31	8,831.19
预付账款	2,978.43	14,043.85	14,613.93	13,916.10	15,644.25	18,014.30
其他应收款	100.51	1,598.61	857.51	1,056.29	1,187.46	1,367.36
存货	6,780.54	31,365.93	32,686.98	36,239.31	39,605.32	45,066.01
其他流动资产	2,588.69	3,987.26	5,004.71	5,939.18	6,676.73	7,688.23
长期股权投资	1,248.97	4,159.37	3,749.38	3,639.31	3,529.24	3,419.18
金融资产投资	45.95	1,198.83	1,587.03	1,587.03	1,587.03	1,587.03
投资性房地产	0.00	1,007.72	1,154.58	1,001.19	847.79	694.40
固定资产和在建工程	8,957.46	26,601.45	26,535.94	22,748.62	18,887.31	14,952.00
无形资产和开发支出	1,096.73	4,464.50	4,368.08	3,669.73	2,970.25	2,269.64
其他非流动资产	4,841.43	5,124.37	4,526.25	4,475.17	4,408.96	4,408.96
资产总计	44,351.38	152,509.53	160,402.25	143,712.50	150,918.22	162,882.39
短期借款	2,810.71	7,299.74	6,267.90	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	104.15	6.41	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	1,515.67	3,287.83	6,963.24	5,334.87	5,830.39	6,634.27
应付账款	4,688.72	23,149.50	22,748.20	22,143.05	24,199.76	27,536.37
预收账款	1,703.41	659.95	103.78	1,936.02	2,176.44	2,506.16
合同负债	0.00	46,908.22	48,296.80	36,755.39	41,319.81	47,579.61
其他应付款	629.35	1,063.00	1,217.30	1,475.61	1,612.67	1,835.02
长期借款	2,303.27	4,080.04	8,060.92	5,697.34	3,471.65	1,397.24
其他负债	9,528.64	13,228.99	13,639.92	16,995.24	18,041.41	19,702.77
负债合计	23,283.91	99,683.67	107,298.07	90,337.53	96,652.13	107,191.44
股本	1,378.12	4,472.43	4,472.43	4,472.43	4,472.43	4,472.43
资本公积	6,611.13	33,613.19	33,779.35	33,779.35	33,779.35	33,779.35
留存收益	7,426.40	7,691.21	7,788.95	8,045.63	8,890.29	10,240.86
归属母公司股东权益	15,415.65	45,776.83	46,040.73	46,297.41	47,142.06	48,492.63
少数股东权益	5,651.83	7,049.02	7,063.44	7,077.56	7,124.02	7,198.31
股东权益合计	21,067.48	52,825.85	53,104.17	53,374.97	54,266.08	55,690.94
负债和股东权益合计	44,351.38	152,509.53	160,402.25	143,712.50	150,918.22	162,882.39
投入资本(IC)	15,052.74	16,397.62	16,090.84	23,112.89	17,516.23	11,591.53
现金流量表						
经营性现金净流量	324.87	973.59	1,970.67	-6,139.46	7,554.27	8,947.34
投资性现金净流量	-1,214.83	-2,556.93	-4,557.63	409.48	273.55	273.55
筹资性现金净流量	-272.75	2,591.32	675.84	-8,974.47	-2,739.63	-2,812.78
现金流量净额	-1,136.52	468.18	-1,761.67	-14,704.46	5,088.19	6,408.11

资料来源: ifind, 中航证券研究所 (注: 本次预测为未考虑因船集团柴油机业务整合对公司控股子公司中船动力影响的结果)

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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发送或为任何就送发、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。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637