

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

订单、营收快速增长，盈利拐点将至

——中船防务(600685)三季度点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

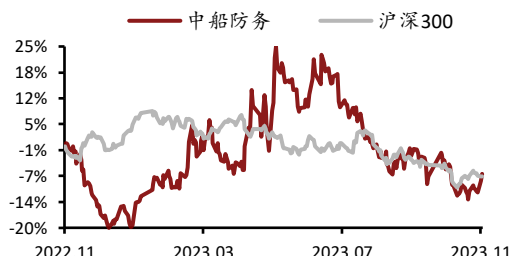
市场数据(2023-11-14)

收盘价(元)	23.58
一年内最高/最低(元)	31.52/20.24
沪深 300 指数	3,582.06
市净率(倍)	2.06
流通市值(亿元)	333.30

基础数据(2023-09-30)

每股净资产(元)	11.45
每股经营现金流(元)	0.23
毛利率(%)	6.20
净资产收益率_摊薄(%)	0.15
资产负债率(%)	57.08
总股本/流通股(万股)	141,350.64/141,350.64
B 股/H 股(万股)	0.00/59,207.12

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

中船防务发布 2023 年三季度业绩公告：2023 年前三季度营收约 97.72 亿元，同比增长 33.88%；归属于上市公司股东的净利润约 2420 万元，同比增长 1.92%。

● 营收快速增长，基本达到盈亏平衡点

2023 年前三季度营收约 97.72 亿元，同比增长 33.88%；归母净利润约 2420 万元，同比增长 1.92%，扣非归母净利润-407 万。

其中，第三季度单季度实现营业收入 37.9 亿，同比增长 25.16%，归母净利润 1153 万，同比增长 139.61%，扣非净利润-1955 万。

公司今年营业收入增长快速，Q1-Q3 营业收入分别增长 68.27%、29.93%、25.16%。营业收入快速增长，过去几年船舶行业新接订单的复苏逐步传递到船舶企业营业收入层面，但由于目前交付的主要是前期船价相对低位、钢价低位、汇率高位时承接的订单，建造过程中的钢价变动及汇率波动，导致产品毛利相对较低，盈利能力并未体现。从公司近年财报看，今年三季度，随着公司近 2 年营业收入的快速增长，今年已基本达到盈亏平衡点。

● 毛利率尚未发生明显改善，盈利能力仍未回暖

2023 年三季度公司毛利率 6.81%，同比上升 0.14pct。毛利率未明显改善的主要原因是部分完工产品为前期船价相对低位、钢价低位、汇率高位时承接，建造过程中的钢价变动及汇率波动，导致产品毛利较低，随着后续 21 年以后的高价位订单陆续交付，公司毛利率有望得到充分改善。

2023 年三季度公司净利率 0.35%，同比下降 0.13pct。

2023 年三季度公司加权 ROE 为 0.15%，同比基本持平。

● 新船价格指数持续向上，造船三大指标持续向好，船舶景气周期到来，上市公司盈利有望开启修复

中船防务是中国船舶工业集团下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，有着 172 年的建厂史，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，中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。

从 2021 年开始，船舶市场出现了明显的周期复苏，根据 CNPI 数据显示：中国新造船价格指数从 2020 年底的 773 点一路上涨到 2023 年 10 月底的 1060。新造船价格指数一路上扬，逼近上一轮船舶周期的高峰水平。

造船三大指标也从 2021 年开始明显复苏，2021 年全年造船新接订单量为

6706 万载重吨, 同比增长 131.8%。手持订单也从 2021 年触底反弹, 2023 年 9 月达到 13393 万载重吨, 对比行业最低谷的 2020 年底接近翻倍。船舶行业订单需求快速增长, 但交货能力并没有得到有效提升, 造船完工量缓慢增长, 根据上市公司 2023 年中报及公开业绩交流信息显示, 2023 年上半年公司新承接 7 型 20 艘造船订单, 实现新接订单 73.26 亿元, 同比增加 132.94%, 公司手持造船订单饱满, 交船期最远已排至 2027 年。随着公司 2021 年下半年以来承接的高价订单自今年起陆续交付, 公司经营业绩也将逐步体现。

船舶行业周期较长, 经历了漫长的行业低估, 全行业持续亏损多年, 产能退出明显, 市场竞争格局明显改善, 随着高价订单逐步交付, 船舶制造行业有望实现量价齐增的周期复苏格局, 企业盈利有望开启修复。公司作为船舶工业旗下核心资产, 将充分受益船舶行业的周期复苏。

● 盈利预测与估值

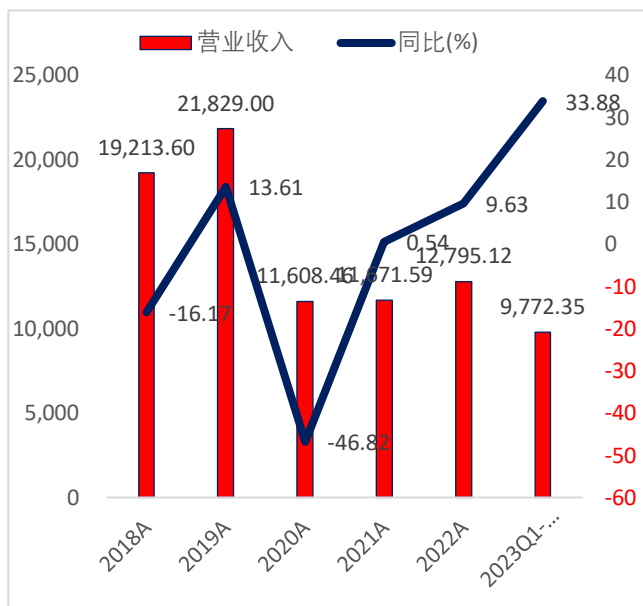
公司是中国船舶工业集团旗下黄埔文冲等核心造船资产, 充分受益船舶行业周期复苏, 量价齐增的良好景气周期, 未来几年有望迎来盈利修复。我们预测公司 2023 年-2025 年营业收入预测分别为 152.27 亿、180.42 亿、214.18 亿, 2023-2025 年归母净利润预测分别为 7.15 亿、14.06 亿、21.09 亿, 对应的 PE 分别为 46.6X、23.7X、15.8X, 公司即将迎来景气周期, 盈利修复空间大, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

风险提示: 1: 船舶行业需求不及预期; 2: 公司订单交付不及预期; 3: 原材料价格大幅波动; 4: 行业竞争加剧, 毛利率下滑。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,672	12,795	15,227	18,042	21,418
增长比率(%)	0.54	9.63	19.01	18.48	18.71
净利润(百万元)	79	688	715	1,406	2,109
增长比率(%)	-97.83	767.13	3.89	96.61	49.99
每股收益(元)	0.06	0.49	0.51	0.99	1.49
市盈率(倍)	419.85	48.42	46.60	23.70	15.80

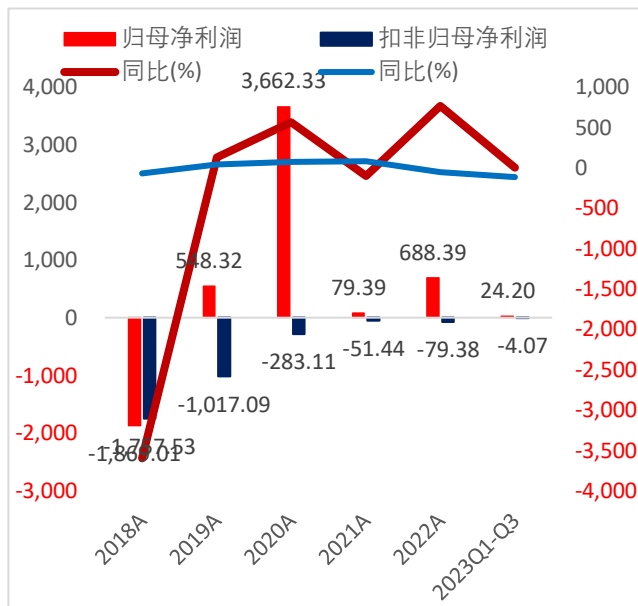
资料来源: 中原证券, 聚源

图 1：公司营业收入（百万元）



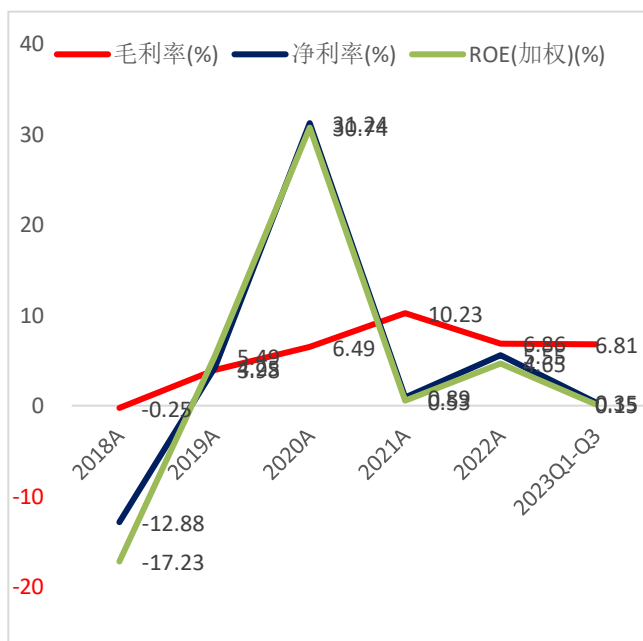
资料来源：Wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



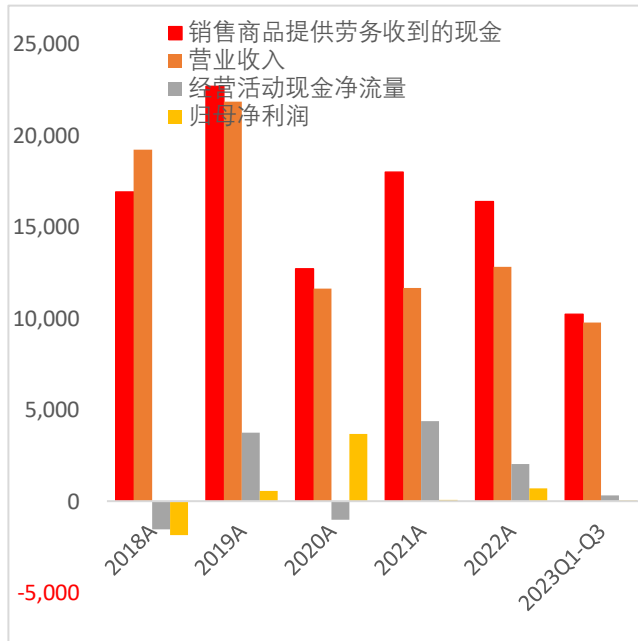
资料来源：Wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



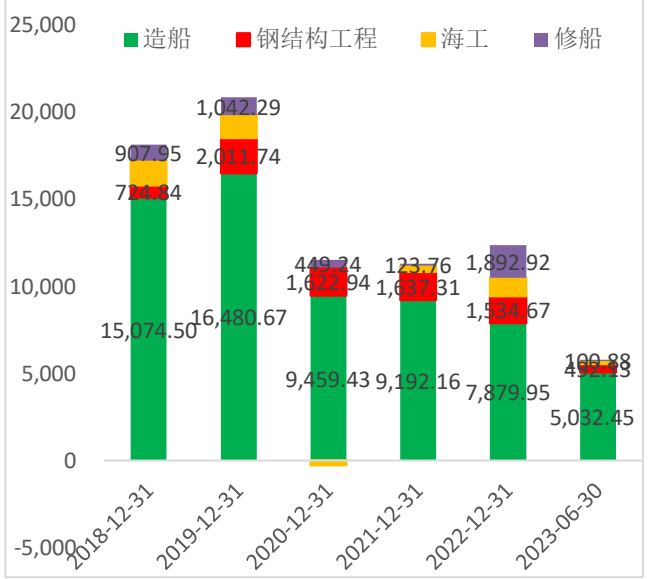
资料来源：Wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



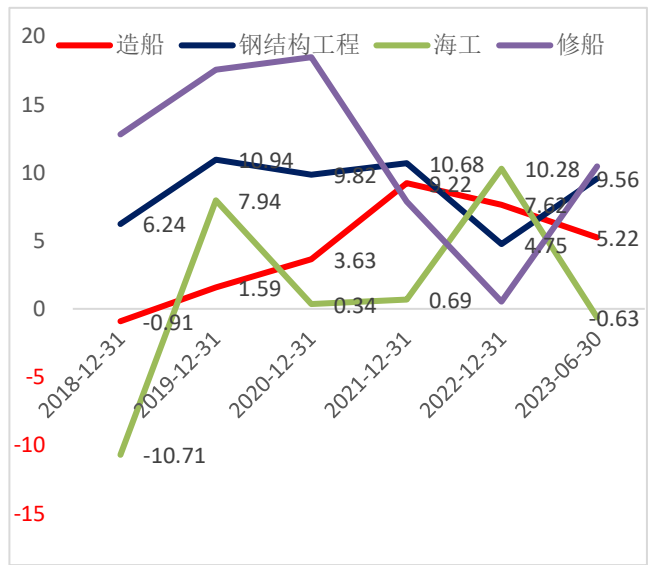
资料来源：Wind、中原证券

图 5：分业务营业收入（百万元）



资料来源：Wind、中原证券

图 6：分业务毛利率（%）



资料来源：Wind、中原证券

图 7：2023 年中报中船防务核心子公司经营情况

公司名称	主营业务收入	单位：万元 币种：人民币	
		主营业务利润	净利润
中船黄埔文冲船舶有限公司	510,346.56	9,671.11	-5,375.60
广州文冲船厂有限责任公司	159,254.83	6,491.90	3,330.75
广州黄船海洋工程有限公司	113,953.91	7,255.57	962.17
广州文船重工有限公司	59,354.05	5,033.97	1,108.39
中船工业互联网有限公司	2,457.72	754.71	256.09
华隆国际船舶有限公司	1,171.55	453.80	566.59
华诚（天津）船舶租赁有限公司	877.68	-567.55	-567.70
华信（天津）船舶租赁有限公司			-724.04
华盛船舶国际有限公司	2,721.89	1,657.56	1,401.12
广船国际有限公司	655,136.17	49,149.78	2,065.71

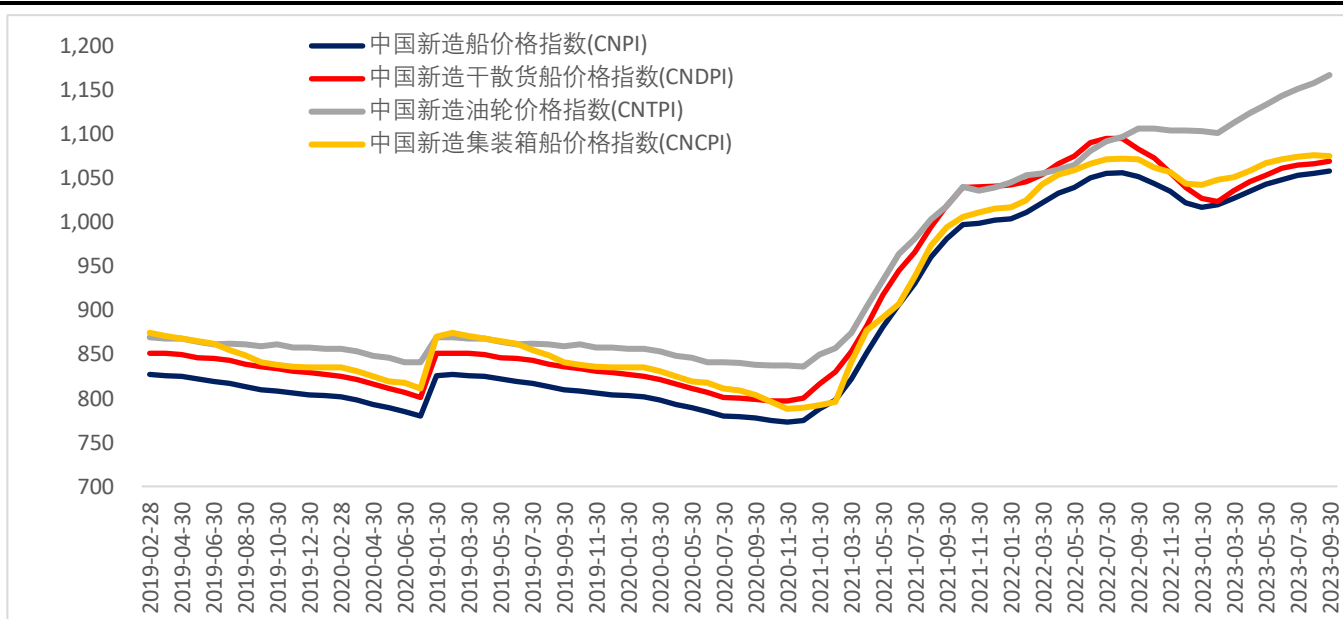
资料来源：中船防务 2023 年中报、中原证券

表 1：中船防务经营数据

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
新接订单金额（亿元）	241.29	319.46	110.29	325.2	143.5	73.26
同比(%)	78.02	32.40%		248.30%		132.94%
完工量（万载重吨）	203.4	207.09	102.3	94.43	62.75	48.76
造船收入（百万元）	15,074.50	16,480.67	9,459.43	9,192.16	7,879.95	5,032.45
造船吨价（元/吨）	7411.26	7958.22	9246.75	9734.36	12557.69	10320.86

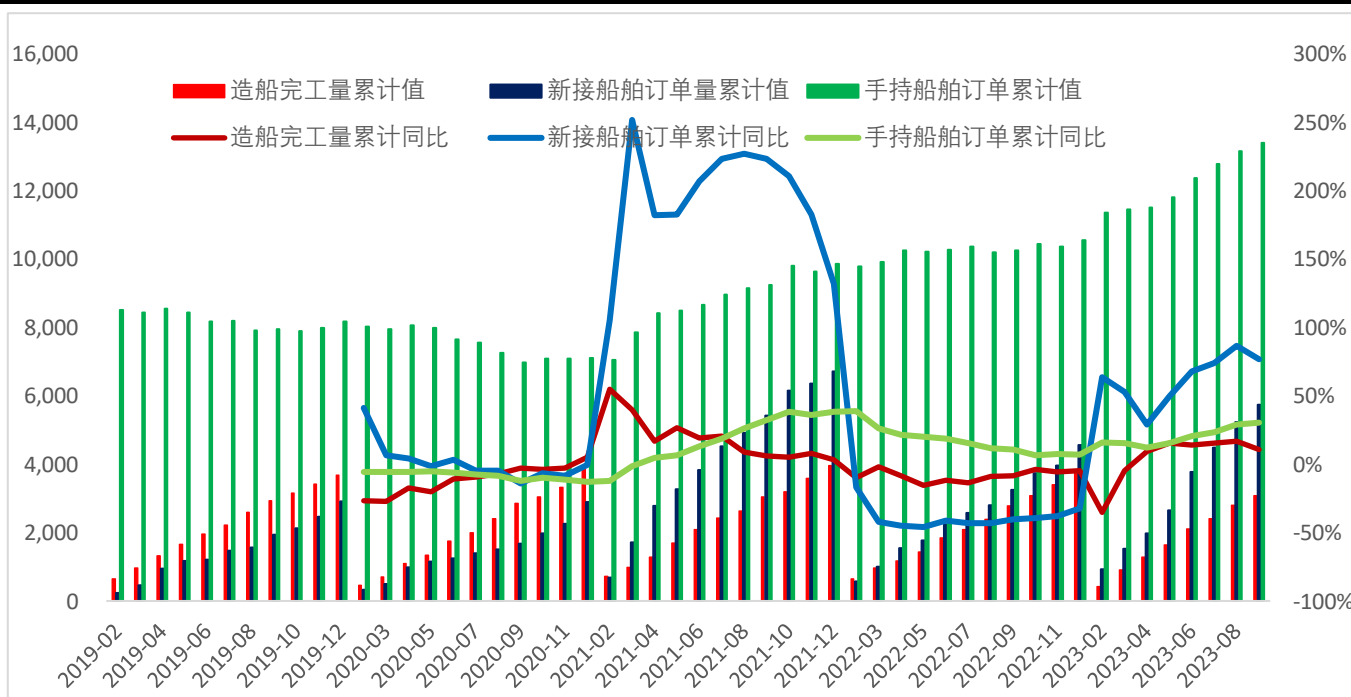
资料来源：中船防务历年财报、中原证券

图 8：中国新造船价格指数（点）



资料来源：Wind、CNPI、中原证券

图 9：中国造船三大指标（修正总吨、%）



资料来源：Wind、中国船舶工业协会、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,082	25,845	28,370	30,002	33,453
现金	9,560	14,814	14,503	14,618	15,740
应收票据及应收账款	1,160	1,154	1,500	1,726	1,990
其他应收款	95	61	89	99	120
预付账款	2,150	2,892	3,452	3,746	4,333
存货	4,923	4,354	5,562	6,070	6,820
其他流动资产	6,194	2,571	3,263	3,743	4,449
非流动资产	20,184	20,635	22,214	23,569	24,656
长期投资	4,953	5,576	6,311	7,208	8,098
固定资产	4,741	5,355	5,896	6,245	6,480
无形资产	934	910	900	885	872
其他非流动资产	9,557	8,793	9,107	9,230	9,206
资产总计	44,265	46,480	50,584	53,571	58,109
流动负债	21,015	24,361	25,252	26,366	28,593
短期借款	1,915	2,881	2,183	1,758	1,427
应付票据及应付账款	8,377	7,526	8,785	9,906	11,466
其他流动负债	10,723	13,955	14,284	14,702	15,699
非流动负债	4,580	3,368	5,324	5,895	6,240
长期借款	3,189	2,230	3,908	4,479	4,824
其他非流动负债	1,390	1,137	1,416	1,416	1,416
负债合计	25,595	27,729	30,576	32,261	34,833
少数股东权益	3,146	3,163	3,185	3,228	3,294
股本	1,414	1,414	1,414	1,414	1,414
资本公积	9,394	9,376	9,041	9,041	9,041
留存收益	2,854	3,348	4,009	5,267	7,168
归属母公司股东权益	15,525	15,588	16,824	18,082	19,983
负债和股东权益	44,265	46,480	50,584	53,571	58,109

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,365	2,015	711	2,061	2,981
净利润	104	710	737	1,450	2,174
折旧摊销	365	432	516	541	563
财务费用	116	110	198	209	208
投资损失	-40	-618	-183	-198	-214
营运资金变动	3,780	1,261	-899	22	229
其他经营现金流	41	120	341	38	20
投资活动现金流	-3,382	3,472	-1,867	-1,684	-1,420
资本支出	-291	-100	-985	-834	-745
长期投资	-2,247	2,540	-1,081	-1,049	-890
其他投资现金流	-844	1,032	199	198	214
筹资活动现金流	-1,266	122	782	-305	-481
短期借款	-135	966	-698	-425	-331
长期借款	1,072	-959	1,678	571	345
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	84	-18	-335	0	0
其他筹资现金流	-2,286	133	136	-451	-495
现金净增加额	-302	5,653	-311	115	1,123

资料来源：中原证券，聚源数据

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,672	12,795	15,227	18,042	21,418
营业成本	10,477	11,917	13,810	15,609	18,053
营业税金及附加	18	20	24	29	34
营业费用	132	109	152	180	214
管理费用	484	548	579	650	750
研发费用	617	576	670	740	857
财务费用	-41	-449	-335	-298	-304
资产减值损失	-99	-123	-33	-30	-17
其他收益	110	130	305	217	257
公允价值变动收益	101	-23	0	0	0
投资净收益	40	618	183	198	214
资产处置收益	5	-2	1	0	0
营业利润	104	695	762	1,502	2,255
营业外收入	19	8	9	12	15
营业外支出	8	3	3	4	5
利润总额	115	700	768	1,510	2,265
所得税	11	-10	31	60	91
净利润	104	710	737	1,450	2,174
少数股东损益	25	22	22	43	65
归属母公司净利润	79	688	715	1,406	2,109
EBITDA	281	85	949	1,753	2,524
EPS (元)	0.06	0.49	0.51	0.99	1.49

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	0.54	9.63	19.01	18.48	18.71
营业利润 (%)	-97.11	567.10	9.67	97.11	50.12
归属母公司净利润 (%)	-97.83	767.13	3.89	96.61	49.99
获利能力					
毛利率 (%)	10.23	6.86	9.31	13.49	15.71
净利率 (%)	0.68	5.38	4.70	7.79	9.85
ROE (%)	0.51	4.42	4.25	7.78	10.55
ROIC (%)	-0.30	-1.39	1.52	4.04	6.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.82	59.66	60.45	60.22	59.94
净负债比率 (%)	137.08	147.88	152.82	151.39	149.65
流动比率	1.15	1.06	1.12	1.14	1.17
速动比率	0.68	0.66	0.65	0.63	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.28	0.31	0.35	0.38
应收账款周转率	10.05	11.93	12.36	12.03	12.42
应付账款周转率	1.83	2.29	2.79	2.74	2.77
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.49	0.51	0.99	1.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.09	1.43	0.50	1.46	2.11
每股净资产 (最新摊薄)	10.98	11.03	11.90	12.79	14.14
估值比率					
P/E	419.85	48.42	46.60	23.70	15.80
P/B	2.15	2.14	1.98	1.84	1.67
EV/EBITDA	105.39	250.22	27.56	14.93	9.93

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。