

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

扣非净利润基本持平, 盈利拐点已至修复空间巨大

——中船防务(600685)2023 年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

市场数据(2024-04-11)

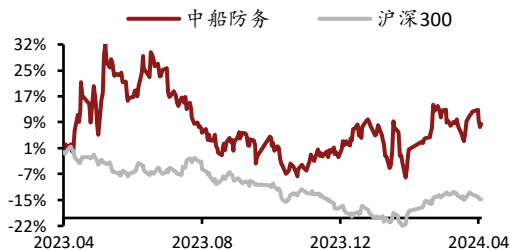
发布日期: 2024 年 04 月 12 日

收盘价(元)	25.79
一年内最高/最低(元)	31.52/21.94
沪深 300 指数	3,504.24
市净率(倍)	2.22
流通市值(亿元)	364.54

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	11.61
每股经营现金流(元)	2.34
毛利率(%)	6.63
净资产收益率_摊薄(%)	0.29
资产负债率(%)	61.45
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

《中船防务(600685)季报点评: 订单、营收快速增长, 盈利拐点将至》 2023-11-15

联系人: 马焱琦

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(600685) 3 月 28 日披露 2023 年年报。2023 年公司实现营业收入 161.46 亿元, 同比增长 26.19%; 归母净利润 4806.76 万元, 同比下降 93.02%。

● 扣非净利润基本持平, 造船业务大幅增长 67.95%

公司 2023 年报全年实现营业收入 161.46 亿元, 同比增长 26.19%; 归母净利润 4806.76 万元, 同比下降 93.02%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-176.39 万元, 同比减亏 7,754.90 万元。

归母净利润大幅下滑主要原因是本报告期权益法确认联营企业的投资收益 0.05 亿元, 同比减少 6.28 亿元, 公司联营企业广船国际 2022 年度确认广船国际荔湾厂区地块二、三补偿收益约 17.4 亿元, 公司按持股比例确认投资收益约 7.3 亿元, 并将该收益界定为非经常性损益计入 2022 年报。

2023 年分业务看:

1: 造船实现营业收入 132.34 亿, 同比增长 67.95%, 占总营业收入 81.97%; 其中, 特种船营业收入 80.35 亿, 同比增长 65.03%, 占总营业收入 49.97%; 集装箱船营业收入 42.9 亿, 同比增长 83.62%, 占总营业收入 26.57%; 散货船营业收入 9.09 亿, 同比增长 34.7%, 占总营业收入 5.63%。

2: 钢结构工程营业收入 13.42 亿, 同比下滑 12.54%。

3: 船舶修理营业收入 7.44 亿, 同比下滑 60.7%。

4: 海工产品营业收入 4.23 亿, 同比下滑 60.66%。

5: 机电产品及其他营业收入 1.98 亿, 同比下滑 1.37%。

公司全力保障造船订单交付, 造船业务快速增长 67.95%, 其他业务均出现不同程度的下滑。控股子公司(持股比例 54.54%)中船黄埔文冲 2023 年亏损 3.45 亿。

● 公司 2023 年造船三大指标向好, 新接订单增长 27.5%

2023 年本集团持续推进精益生产、一体化信息平台建设、管理提升与成本管控等重点任务, 实现造船效率稳步提升, 运营质效不断优化。

全年完工交付 46 艘 船舶共 108.31 万载重吨, 包括多型多艘重要防务装备产品, 批量建造的 1900TEU 及 2700TEU 集装箱船、85000DWT 散货船等主建系列船型, 海上风电导管架等重点产品。

全年实现经营承接 183 亿元, 同比增加 27.5%, 共承接 12 型 44 艘新

造船订单，超额完成年度经营目标。

本集团手持订单合同总价约 557.6 亿元，其中手持造船订单合同总价约 537.3 亿元，包括 110 艘船舶产品等共 349.87 万载重吨。

● 民用船舶毛利率提升明显，盈利拐点将至

2023 年公司毛利率为 6.63%、同比下滑 0.23 个百分点；净利率为 0.45%，同比下降 5.1 个百分点；扣非净利率-0.01%，同比上升 0.61 个百分点。净利率下滑较多的主要原因有去年同期有较大的非经常性损益。

分业务看：2023 年公司造船业务毛利率 6.15%，同比下滑 1.47 个百分点。其中集装箱船毛利率 13.58%，同比上升 3.05 个百分点；特种船毛利率 2.77%，同比下滑 4.91 个百分点，散货船毛利率 0.93%，同比提升 3.77 个百分点。公司民用船舶毛利率提升明显，但特种船毛利率有大幅下滑。

特种船毛利率大幅下降的主要原因是本报告期完工交付的产品仍有部分为前期钢价低位、汇率高位时承接，毛利贡献较低，同时受船型结构变化影响，部分产品毛利率下降。

● 船舶景气周期持续，盈利拐点已至修复空间较大

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。

2023 年世界新造船市场由复苏趋向稳定，新船价格再创新高，主力船型均衡发力，绿色转型持续推进，船舶工业保持良好发展态势。新接订单方面，2023 年全球新接订单量 4,301 万修正总吨、10,691 万载重吨，同比分别增长 0.5%、27.9%；完工交付方面，全球交付船舶 3,485 万修正总吨、8,425 万载重吨，同比分别增长 16.2%、5.2%；手持订单方面，全球手持订单 1.21 亿修正总吨、2.54 亿载重吨，同比增长 14.3%、17.6%。

2023 年，因全球通胀水平大幅增长、劳动力成本快速上涨、绿色环保船型建造成本上升、船厂手持订单较为充足等因素，新船价格保持上涨趋势。截至 2023 年 12 月，克拉克森新造船价格指数为 178 点，同比上涨 10.2%，创 2008 年 12 月以来的船价指数最高值。

2023 年，中国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 50.2%、66.6%和 55%，较 2022 年分别增长 2.9、16.8 和 6 个百分点，份额首次全部超过 50%。

船舶行业景气度持续。新船价格持续上行，造船三大指标持续高增长，现有的行业供给无法快速扩张，手持订单交付到 2028 年，这意味着本轮周期复苏的持续性和力度将会非常强。新造船价格上涨，造船板价格低位徘徊带来的船舶制造行业利润剪刀差持续扩大，对船舶制造企业业绩修复提供了更好的利润空间。

船舶制造是长周期行业，长周期复苏带来的持续性、力度值得期待。去年 Q3 财报以来部分船舶制造上市公司陆续达到盈亏平衡点附近，盈利拐点已

至，预计今年开始船舶制造企业将进入业绩修复期，业绩修复空间较大。

2024年1-2月造船三大指标均出现大幅增长，其中造船完工量增长95.4%，表明船舶制造行业产能瓶颈有明显突破，今年造船完工情况有望大幅增长，带动船舶制造板块业绩释放加速。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

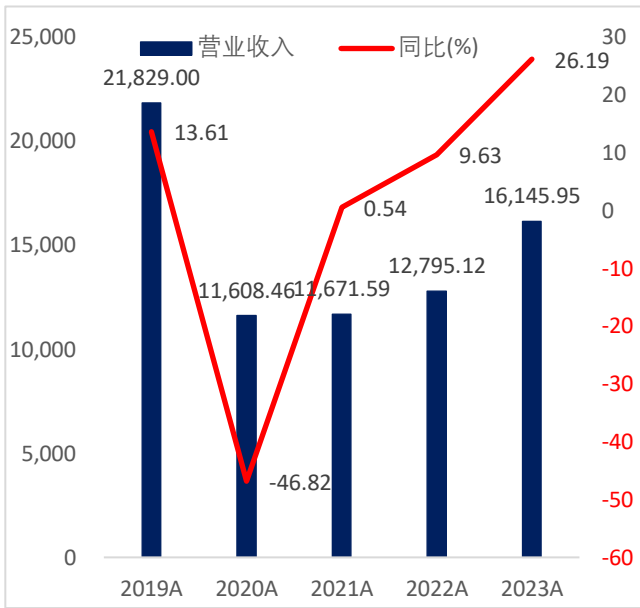
公司是中国船舶工业集团旗下核心造船资产，充分受益船舶行业周期复苏，量价齐增的良好景气周期，未来几年有望迎来盈利修复。我们预测公司2024年-2026年营业收入预测分别为189.75亿、219.91亿、245.12亿，2024-2026年归母净利润预测分别为13.13亿、17.32亿、21.88亿，对应的PE分别为27.76X、21.05X、16.66X，行业景气周期持续向上，公司盈利修复空间大，继续给予公司“买入”评级。

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。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,795	16,146	18,975	21,991	24,512
增长比率（%）	9.63	26.19	17.52	15.90	11.46
净利润（百万元）	688	48	1,313	1,732	2,188
增长比率（%）	767.22	-93.02	2632.33	31.88	26.30
每股收益(元)	0.49	0.03	0.93	1.23	1.55
市盈率(倍)	52.95	758.40	27.76	21.05	16.66

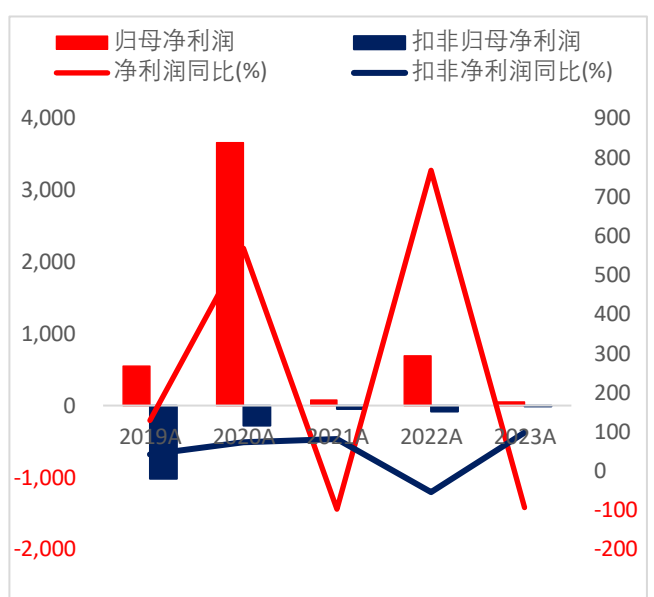
资料来源：中原证券，聚源

图 1: 公司营业收入 (百万元)



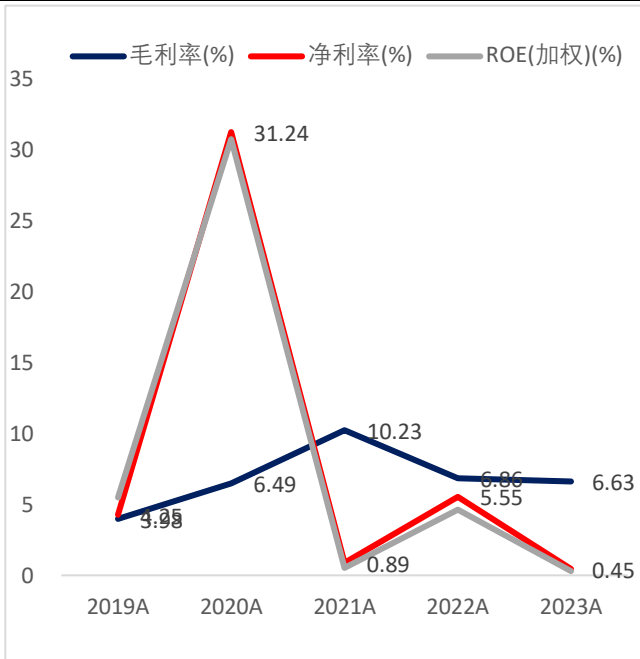
资料来源: Wind、中原证券

图 2: 公司归母净利润 (百万元)



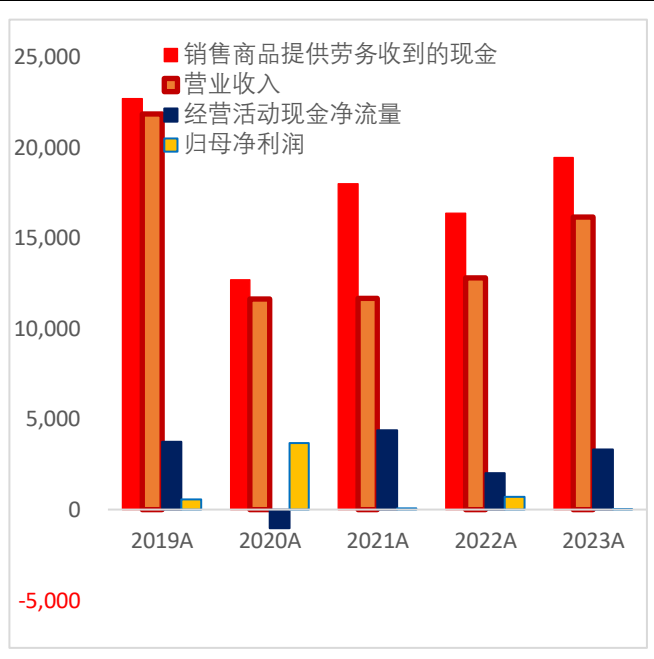
资料来源: Wind、中原证券

图 3: 公司盈利能力指标



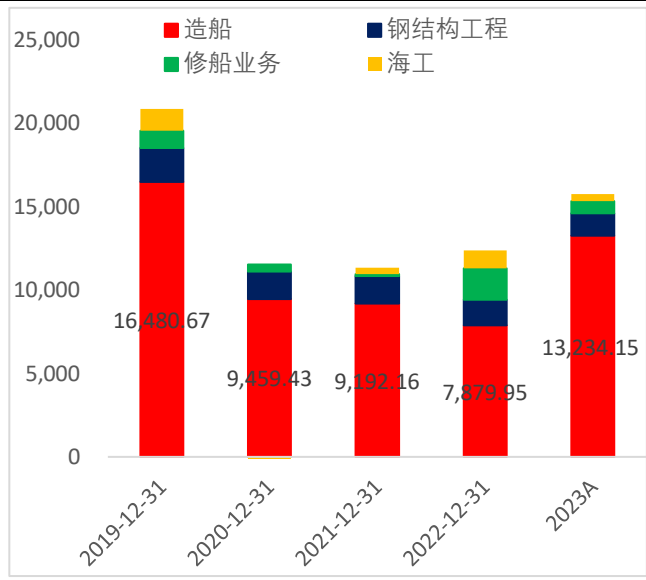
资料来源: Wind、中原证券

图 4: 公司经营现金净流量 (百万元)



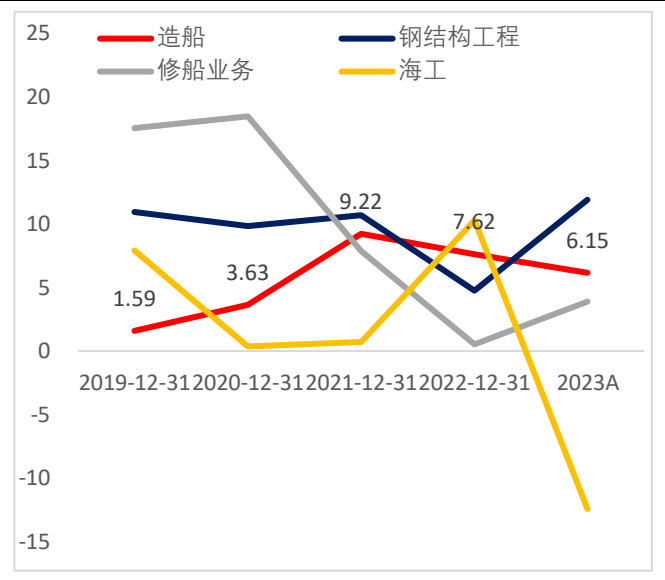
资料来源: Wind、中原证券

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 (万元)

公司名称	主营业务收入	主营业务利润	净利润
中船黄埔文冲船舶有限公司	1,437,421.17	16,019.71	-34,478.14
广州文冲船厂有限责任公司	390,360.80	23,130.24	12,187.77
广州黄船海洋工程有限公司	331,780.38	40,108.29	21,024.79
广州文船重工有限公司	145,535.37	12,980.15	3,271.10
华信(天津)船舶租赁有限公司			-1,483.02
华诚(天津)船舶租赁有限公司	1,769.91	-1,118.56	-1,118.64
华盛船舶国际有限公司	5,388.06	3,244.57	3,117.76
广船国际有限公司	1,756,998.42	162,715.29	7,428.76

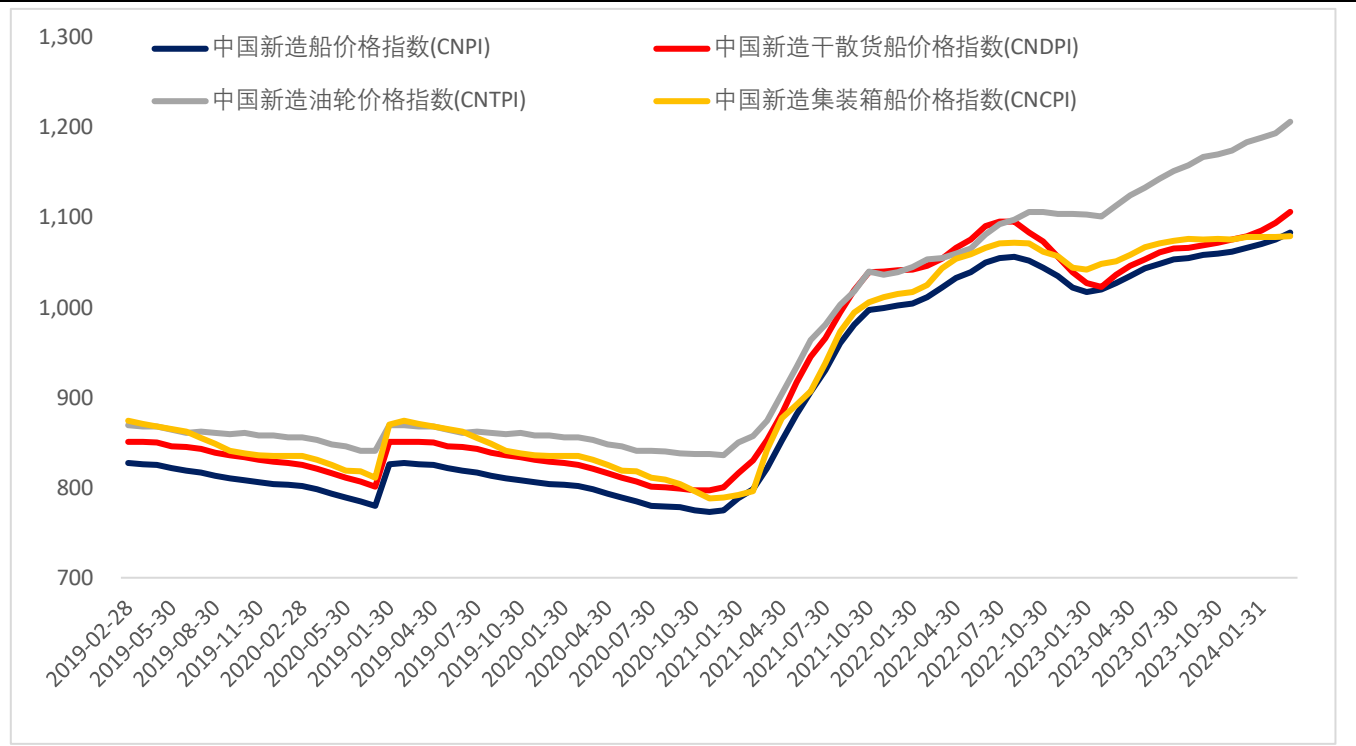
资料来源: 中船防务 2023 年报、中原证券

表 1: 中船防务经营数据

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
新接订单金额 (亿元)	241.29	319.46	110.29	325.2	143.5	183
同比(%)	78.02	32.40%		248.30%		27.50%
完工量 (万载重吨)	203.4	207.09	102.3	94.43	62.75	108.31
造船收入 (百万元)	15,074.50	16,480.67	9,459.43	9,192.16	7,879.95	13,234.15
造船吨价 (元/吨)	7411.26	7958.22	9246.75	9734.36	12557.69	12218.77

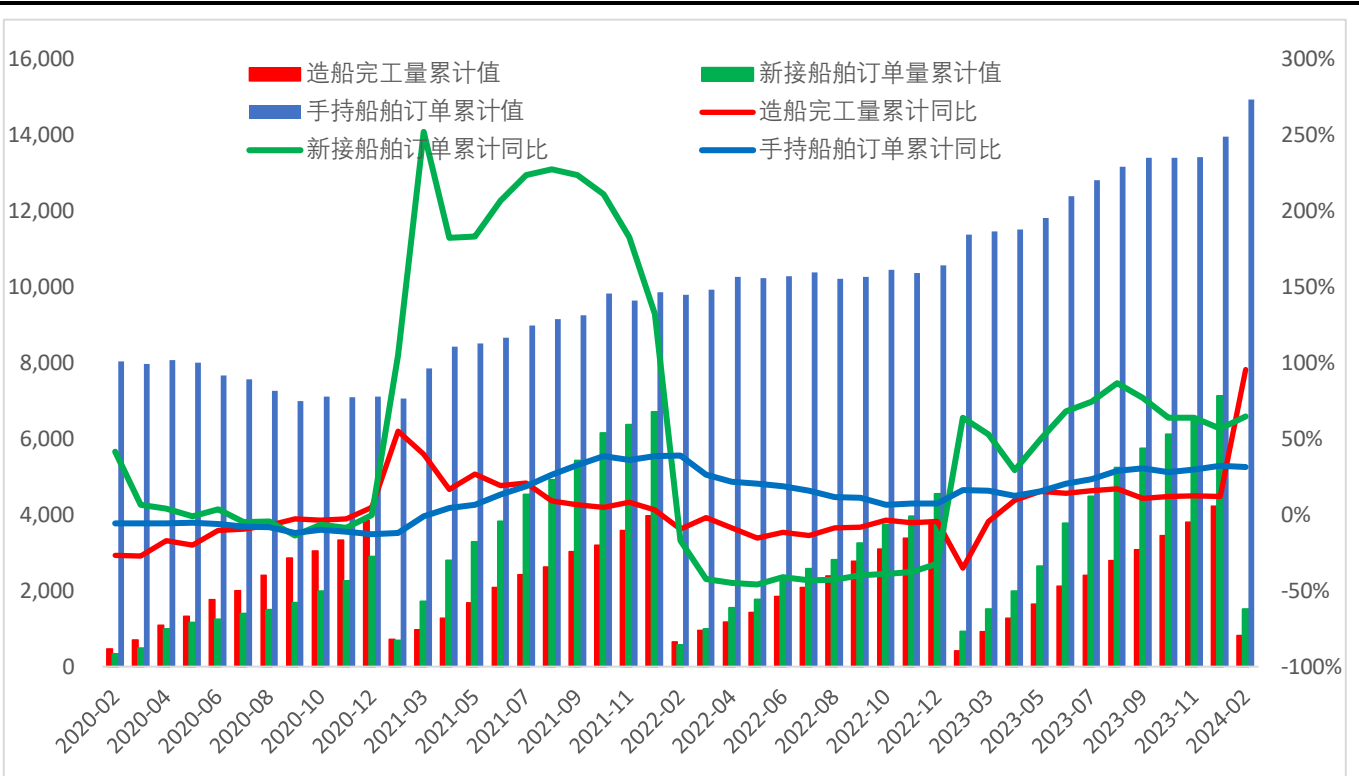
资料来源: 中船防务历年财报、中原证券

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25,845	29,827	31,309	36,449	41,099
现金	14,814	16,423	16,107	19,306	22,162
应收票据及应收账款	1,154	2,124	2,235	2,498	2,789
其他应收款	61	63	80	90	101
预付账款	2,892	2,737	3,338	3,688	4,092
存货	4,354	5,435	5,877	6,750	7,393
其他流动资产	2,571	3,044	3,673	4,117	4,562
非流动资产	20,663	21,036	21,211	21,201	21,193
长期投资	5,576	5,206	5,167	5,179	5,174
固定资产	5,355	5,172	5,257	5,249	5,254
无形资产	910	886	863	839	815
其他非流动资产	8,822	9,772	9,924	9,935	9,950
资产总计	46,508	50,863	52,520	57,650	62,292
流动负债	24,361	26,486	29,056	31,919	34,133
短期借款	2,881	781	-298	-1,717	-3,022
应付票据及应付账款	7,526	8,753	9,727	11,072	12,162
其他流动负债	13,955	16,952	19,627	22,565	24,993
非流动负债	3,395	4,770	5,341	5,686	5,686
长期借款	2,230	3,314	3,885	4,230	4,230
其他非流动负债	1,165	1,456	1,456	1,456	1,456
负债合计	27,757	31,255	34,397	37,605	39,819
少数股东权益	3,163	3,189	3,593	4,128	4,803
股本	1,414	1,414	1,414	1,414	1,414
资本公积	9,376	9,003	9,003	9,003	9,003
留存收益	3,349	3,393	1,505	2,893	4,646
归属母公司股东权益	15,589	16,418	14,530	15,917	17,671
负债和股东权益	46,508	50,863	52,520	57,650	62,292

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,015	3,312	3,901	4,855	4,867
净利润	710	73	1,717	2,267	2,862
折旧摊销	432	486	356	346	359
财务费用	110	138	122	86	37
投资损失	-618	-24	-112	-145	-78
营运资金变动	1,261	2,581	1,851	2,341	1,725
其他经营现金流	120	57	-34	-40	-38
投资活动现金流	3,472	-3,100	-381	-146	-228
资本支出	-100	-222	-381	-279	-311
长期投资	2,540	-84	-113	-12	5
其他投资现金流	1,032	-2,794	112	145	78
筹资活动现金流	122	-1,623	-900	-1,510	-1,782
短期借款	966	-2,100	-1,078	-1,419	-1,305
长期借款	-959	1,084	571	345	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-18	-373	0	0	0
其他筹资现金流	133	-234	-392	-436	-477
现金净增加额	5,653	-1,369	2,662	3,198	2,856

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,795	16,146	18,975	21,991	24,512
营业成本	11,917	15,076	16,528	18,898	20,728
营业税金及附加	20	27	31	36	40
营业费用	109	120	120	136	153
管理费用	548	663	702	792	882
研发费用	576	659	702	792	882
财务费用	-449	-349	-452	-477	-639
资产减值损失	-123	-4	30	35	33
其他收益	130	151	217	257	267
公允价值变动收益	-23	-103	0	0	0
投资净收益	618	24	112	145	78
资产处置收益	-2	50	0	0	0
营业利润	695	70	1,699	2,247	2,837
营业外收入	8	6	12	15	17
营业外支出	3	3	4	5	6
利润总额	700	73	1,707	2,257	2,848
所得税	-10	0	-10	-10	-14
净利润	710	73	1,717	2,267	2,862
少数股东损益	22	25	403	535	675
归属母公司净利润	688	48	1,313	1,732	2,188
EBITDA	85	236	1,611	2,126	2,569
EPS (元)	0.49	0.03	0.93	1.23	1.55

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	9.63	26.19	17.52	15.90	11.46
营业利润 (%)	567.10	-89.90	2321.36	32.28	26.26
归属母公司净利润 (%)	767.22	-93.02	2632.33	31.88	26.30
获利能力					
毛利率 (%)	6.86	6.63	12.90	14.07	15.44
净利率 (%)	5.38	0.30	6.92	7.88	8.92
ROE (%)	4.42	0.29	9.04	10.88	12.38
ROIC (%)	-1.39	-1.01	5.51	7.53	8.93
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.68	61.45	65.49	65.23	63.92
净负债比率 (%)	148.02	159.41	189.80	187.60	177.18
流动比率	1.06	1.13	1.08	1.14	1.20
速动比率	0.66	0.71	0.64	0.70	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.33	0.37	0.40	0.41
应收账款周转率	11.93	10.18	8.87	9.52	9.49
应付账款周转率	2.29	3.20	3.18	3.22	3.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.03	0.93	1.23	1.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.43	2.34	2.76	3.43	3.44
每股净资产 (最新摊薄)	11.03	11.61	10.28	11.26	12.50
估值比率					
P/E	52.95	758.40	27.76	21.05	16.66
P/B	2.34	2.22	2.51	2.29	2.06
EV/EBITDA	250.22	105.81	15.60	9.81	6.50

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、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。