

中船防务（600685）2019 年报点评：经营业绩持续改善，盈利能力提升未来可期

行业分类：军工

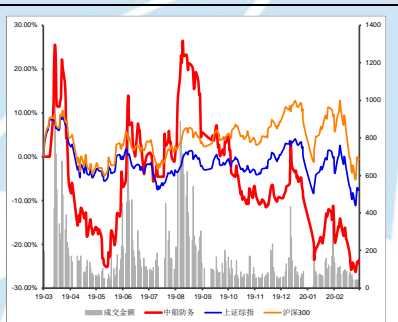
2020 年 3 月 30 日

公司投资评级	持有
当前股价（20.3.27）	12.37
目标价	14.06

基础数据（2020.3.27）

沪深 300	3710.06
总股本（亿）	14.14
流通 A 股（亿）	8.21
流通 A 股市值（亿）	101.61
每股净资产（元）	7.18
PE	-12.77
PB	1.81

近一年公司与沪深 300 走势对比图



数据来源：wind，中航证券金融研究所

事件：公司 3 月 28 日发布 2019 年报，报告期内，公司实现营业收入 218.29 亿元（+13.61%）；归母净利润 5.48 亿元，同比增加 24.17 亿元，去年同期亏损。

➤ 投资要点

- **经营业绩持续改善，盈利能力尚待提高。**2019 年，公司实现营业收入 218.29 亿元（+13.61%），超额完成年度计划的 1.06%；合同承接金额 319.46 亿元（+32.39%），超额完成年度计划的 10.16%；实现归母净利润 5.48 亿元，同比增加 24.17 亿元。公司作为中国海军华南地区最重要的军用舰船、特种辅船生产和保障基地，中国最大的军辅船生产商，报告期内军品订单同比大幅增加，应用产业取得新突破，承接订单超过 20 亿元。但由于受宏观经济影响船市低迷，新船价格未有好转，造船人工成本居高不下等原因，致使公司盈利能力仍需改善。报告期内，公司非经常性损益合计 15.65 亿元，扣非后净利润为-10.17 亿元，主要是广船国际地块收储补偿收益、文冲船厂搬迁安置及停产损失补偿等项目所致本年计入非经常性损益金额 22.94 亿元。
- **公司船海业务营收占比下降，钢结构工程业务表现突出。**分业务看，公司营收主要包括造船产品、海工产品、船舶修理及改装、钢结构工程、机电产品及其他。2019 年，除海工产品、机电产品及其他业务分别实现营收 13.21 亿元、7.26 亿元同比下降 7.72%、15.97%以外，造船产品、船舶修造及改装、钢结构工程业务板块同比均有所增长，分别实现营收 164.81 亿元（+9.33%）、10.42 亿元（+14.80%）、20.12 亿元（+177.54%）。综合毛利率 3.98%（+4.23pcts），各业务板块毛利率同比均有所上升。其中，造船产品毛利率 1.59（+2.50pcts），主要是特种船及其他船型的业绩贡献；海工产品毛利率 7.94（+18.65pcts），主要是风电平台项目本年实现销售；船舶修理及改装产品毛利率 17.52（+4.74pcts）、钢结构工程产品毛利率 10.94（+4.70pcts）、机电产品及其他产品毛利率 2.71（+4.79pcts）。钢结构工程业务收入同比增幅较大主要原因是报告期内深中通道项目生产全面展开，产值同比增长幅度较大，以及广船国际子公司永联公司搬迁因素逐步消除，产能逐步释放。从产品结构看，由于钢结构工程业务营收占比 9.32%（+5.51pcts）的增长，致使船海业务占比 82.49%（-4.38pcts）有所下降。
- **主要子公司经营管理能力有效提升，资产结构进一步优化。**主要子公司广船国际、黄埔文冲有效开展生产经营管理提升，降本增效，2019 年业绩均实现扭亏为盈。广船国际净利润同比增加 12.34 亿元，经营业绩同比变动较大的主要原因是营业利润减亏 4.04 亿元，以及确认地块补偿净收益同比增加 7.41 亿元。黄埔文冲净利润同比增加 14.39 亿元，经营业绩同比变动较大的主要原因是本报告期狠抓生产技术准备、生产过程管控和改进造船建模管理，综合毛利同比增加 9.58 亿元，以及确认资产减值损失同比减少 4.35 亿元。报告期内，两船合并战略性重组，公

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

公司向中国船舶出售广船国际 27.42% 股权，同时，放弃公司市场化债转股投资者拟转让所持有的广船国际 23.58% 股权及黄埔文冲 30.98% 股权的优先购买权。该事项有利于公司产业结构调整，有效提升公司经营效率，降低公司财务负担，进一步提高公司资产质量与整体盈利能力。

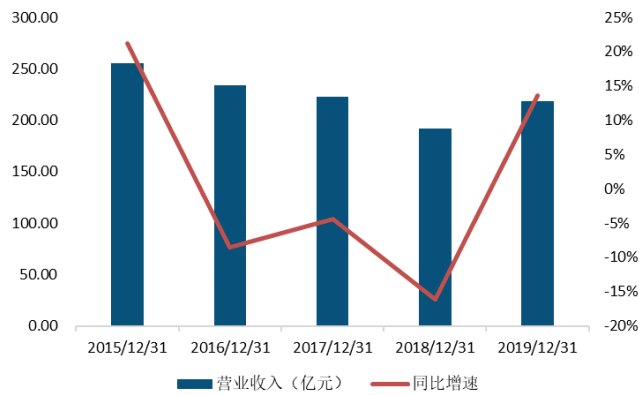
- **投资建议：**两船合并战略化布局，使公司资产结构进一步优化，提升资产质量并改善经营水平。目前，公司军民业务协同发展，持续推进新船型和高技术、高附加值船型的开发和技术研究工作，产品科技水平进一步加强，未来军民品订单有望逐步释放。2020 年广船国际不再纳入公司合并范围，结合公司 2020 年设计产能约 150 万载重吨与计划营收 118.23 亿元，预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.72、3.80、4.74 亿元，EPS 分别为 0.19、0.27、0.34 元，给予 2020 年 74 倍 PE 对应目标价格 14.06 元，当前股价分别对应 64、46、37 倍 PE。

单位: 亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	218.29	119.56	123.20	128.40
增长率 (%)	13.61%	-45.23%	3.05%	4.22%
归属母公司股东净利润	5.48	2.72	3.80	4.74
增长率 (%)	129.34%	-50.47%	39.90%	24.67%
每股收益 (EPS) (元)	0.39	0.19	0.27	0.34

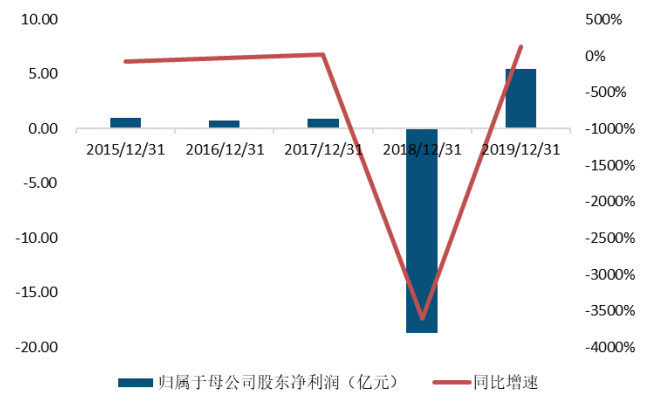
- **风险提示：**利率、汇率风险；客户风险。

数据来源：wind，中航证券研究所

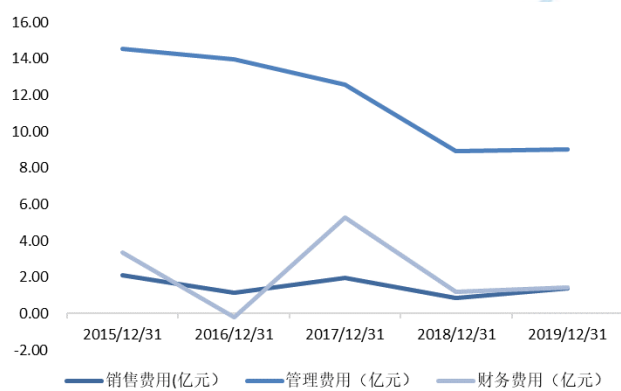


◆ 公司主要财务数据
图 1: 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)


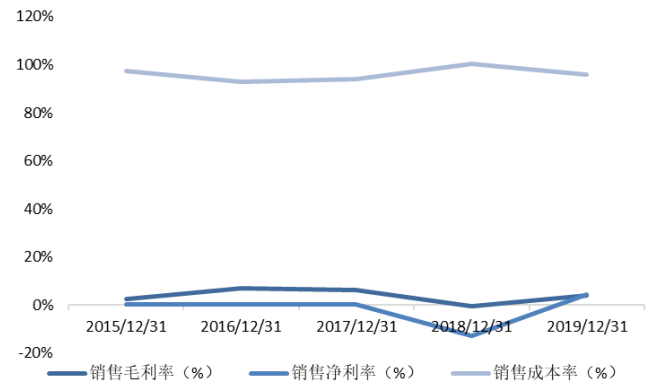
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司归母净利 (亿元) 及增速 (%)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司营业成本: 三费情况 (亿元)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率、净利润率及成本率 (%)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图表 5: 盈利预测表

利润表 (亿元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	218.29	119.56	123.20	128.40
营业成本	209.59	114.00	118.53	123.27
营业税金及附加	0.66	0.36	0.37	0.39
销售费用	1.37	0.75	0.76	0.79
管理费用	9.01	4.93	5.09	5.30
财务费用	1.44	3.96	2.64	2.52
资产减值损失	-3.10	3.00	3.00	3.00
投资收益	0.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-12.99	-8.24	-7.99	-7.66
其他非经营损益	22.90	11.29	12.26	12.98
利润总额	9.91	3.05	4.27	5.32
所得税	0.63	0.19	0.27	0.34
净利润	9.29	2.86	4.00	4.99
少数股东损益	3.80	0.14	0.20	0.25
归属母公司股东净利润	5.48	2.72	3.80	4.74

现金流量表 (亿元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流净额	37.36	-32.44	13.59	14.11
投资性现金流净额	-27.85	6.12	-0.80	-0.80
筹资性现金流净额	11.91	-87.83	-2.64	-2.52
现金流量净额	21.47	-114.15	10.16	10.79

资产负债表 (亿元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	143.17	29.02	39.18	49.97
应收和预付款项	71.36	39.00	40.31	41.98
存货	43.45	22.11	23.13	24.18
其他流动资产	74.37	24.40	23.90	23.60
长期股权投资	7.54	7.54	7.54	7.54
投资性房地产	0.21	0.21	0.21	0.21
固定资产和在建工程	126.19	124.08	121.89	119.68
无形资产和开发支出	22.17	18.59	15.01	11.43
其他非流动资产	34.59	35.21	35.71	36.08
资产总计	523.04	300.16	306.86	314.67
短期借款	61.47	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	118.63	64.53	67.09	69.77
长期借款	60.50	60.50	60.50	60.50
其他负债	126.96	16.39	16.52	16.67
负债合计	367.56	141.41	144.11	146.94
股本	14.14	14.14	14.14	14.14
资本公积	94.19	94.19	94.19	94.19
留存收益	-6.43	-3.71	0.09	4.82
归属母公司股东权益	101.48	104.61	108.41	113.15
少数股东权益	53.99	54.14	54.34	54.59
股东权益合计	155.48	158.75	162.75	167.73
负债和股东权益合计	523.04	300.16	306.86	314.67

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

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) 中航证券首席分析师, 负责军工、机械、电子、通信、计算机、传媒等行业; 毕业于清华大学精仪系, 空军装备部门服役八年, 有一线飞行部队航空保障经验, 后在空装某部从事总体论证工作, 熟悉飞机、雷达、导弹、卫星等空、天、海相关领域, 熟悉武器装备科研生产体系及国内外军工产业和政策变化; 2016-2018年新财富第一团队核心成员, 2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

蒋聪汝 (SAC 执业证书号: S0640517050001) 中航证券分析师, 法国ESGCI管理学硕士, 2015年加入中航证券金融研究所, 从事军工、通信行业研究。

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:

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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替行使独立判断。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。