

# 军民船需求持续向好，盈利改善拐点将至

公司是集海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科考装备四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团。公司拥有黄埔文冲、广船国际两家主要子公司，业务涵盖防务装备、船舶修造、海洋工程、非船业务四大板块，主要产品包括军用舰船、特种辅船、公务船、油船、支线集装箱船、客滚船、半潜船、极地模块运输船、海洋平台等船舶海工产品以及钢结构、成套机电设备等非船产品。

更新需求将成为推动船舶市场新一轮复苏周期的主要动力。随着上一轮老旧船舶逐渐进入拆解阶段，更新需求将逐步显现，目前原油船的平均船龄为 19.8 年，散货船的平均船龄为 11.3 年，集装箱船的平均船龄为 14 年。更新的需求将带来船舶的新一轮复苏周期。

支线集装箱船作为小型集装箱船主要的应用市场为亚洲区域航线和欧洲区域航线，亚洲和欧洲区域经济持续活跃，为区域航运市场带来不断新增的海运需求。2021 年，亚洲区域集装箱船需求为 6360 万 TEU，同比增长 7%，预计 2022-2023 年仍将增长 3.1%、4.2%，显示出在后疫情时代，亚洲区域仍然富有经济活力，并带动区域间贸易和海运量持续维持较高水平的增长。区域间贸易的繁荣将持续拉动支线集装箱船的需求，目前支线集装箱船平均年龄达到 15 年，未来拆解后的更新需求也将支撑支线集装箱船新船需求。

按照近海防御、远海防卫的战略要求，我国将加快推进近海防御型向远海防卫型转变，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力，努力建设一支强大的现代化海军。黄埔文冲作为我国先进护卫舰、气垫登陆艇以及军辅船的重要建造力量将充分受益于我国建设现代化海军的旺盛需求，预计公司军船业务将保持稳定增长。

公司是中小型军舰、支线集装箱船和特种船舶的全球知名的建造企业。民船方面，公司支线集装箱船达到全球先进水平，将充分受益于区域经济发展和船舶更新周期，此外，特种船舶的需求或将给公司带来新的利润增长点。军船方面，作为先进的护卫舰生产商，将充分受益于我国建设现代化海军的进程。公司船价上升叠加公司造船效率提升，将有力提升公司的毛利率和盈利水平。预计公司 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 0.87、5.83 和 6.96 亿元，相应 22 年至 24 年 EPS 分别为 0.06、0.41、0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 339.58 倍、50.59 倍、42.39 倍，维持“增持”评级。

## 中船防务 (600685)

维持

增持

王春阳

wangchunyang@csc.com.cn

010-85156462

SAC 执证编号：S1440520090001

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 执证编号：S1440519080001

SFC 中央编号：BOU764

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-85130418

SAC 执证编号：S1440516090001

发布日期：2022 年 09 月 06 日

当前股价：21.71 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.23/-1.95	32.63/32.91	5.22/16.26
12 月最高/最低价 (元)			25.2/12.9
总股本 (万股)			141,350.64
流通 A 股 (万股)			82,143.52
总市值 (亿元)			306.87
流通市值 (亿元)			178.33
近 3 月日均成交量 (万股)			1,370.8
主要股东			
香港中央结算(代理人)有限公司			41.68%

### 股价表现



## 目录

一、华南地区重要船舶制造企业，军民船协同发展.....	1
1.1 公司简介：华南地区重要船舶制造企业.....	1
1.2 经营情况：持续降本增效，企业业绩企稳回升.....	2
1.3 黄埔文冲：国家核心军工生产企业，骨干民用船舶造船基地.....	3
1.4 订单情况：2021 年接单大幅放量，为业绩释放奠定基础.....	4
二、民船制造市场逐渐活跃，有望迎来复苏大周期.....	6
2.1 航运市场：疫情扰动带动运价大幅上涨.....	6
2.2 民船市场：更新需求带动民船需求复苏.....	6
三、区域间贸易繁荣带动支线集装箱船市场，建设现代化海军目标支撑军船稳定发展.....	8
3.1 支线集装箱船市场：区域间贸易繁荣推动需求持续增长.....	8
3.2 军用船舶：建设现代化海军带来持续造舰需求.....	8
四、盈利预测：军民船需求持续向好，盈利改善拐点将至.....	10
五、风险提示 .....	11

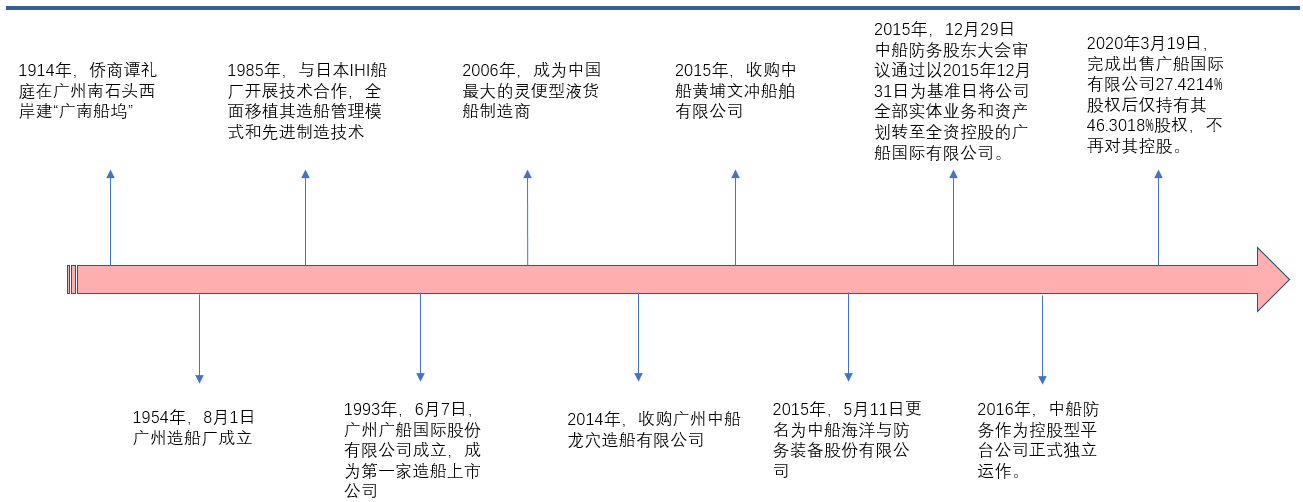
## 一、华南地区重要船舶制造企业，军民船协同发展

### 1.1 公司简介：华南地区重要船舶制造企业

公司是集海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科考装备四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团。公司拥有黄埔文冲、广船国际两家主要子公司，业务涵盖防务装备、船舶修造、海洋工程、非船业务四大板块，主要产品包括军用舰船、特种辅船、公务船、油船、支线集装箱船、客滚船、半潜船、极地模块运输船、海洋平台等船舶海工产品以及钢结构、成套机电设备等非船产品。

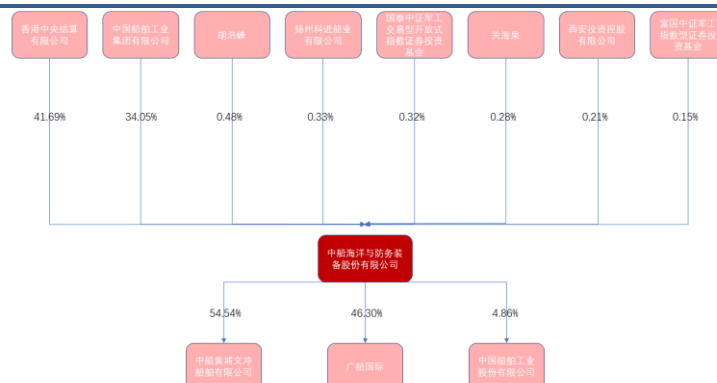
经过资产重组后，公司主要经营资产为目前控股子公司黄埔文冲，参股子公司广船国际。中船防务主要股东及实际控制人是中国船舶工业集团，股权占比为 34.05%。2014 年，收购广州中船龙穴造船有限公司，2015 年，收购黄埔文冲船舶有限公司，大幅提高了公司疏浚工程船和支线集装箱船生产能力。2019 年，公司出售广船国际 27.42% 的股权，不再对其控股。此项重组计划最终于 2020 年 3 月完成。

图表1：中船防务大事记



资料来源：公司公告，中信建投

图表2：中船防务股权结构



资料来源：公司年报，Wind，中信建投

中船防务报表范围内目前共有 18 家子公司，主要的经营主体是黄埔文冲。广船国际是中船防务重要的联营企业，公司对其持股 46.30%。集团于 2021 年 1 月 15 日投资设立的华盛公司、华祥公司、华瑞公司、华裕公司等 5 家全资子公司尚未开展相应的经营活动。

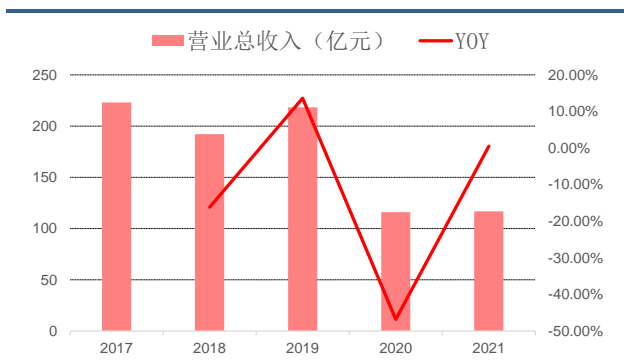
**图表3：中船防务主要子公司（2022 年中报）**

企业名称	注册资本	本公司持有股权比例(%)	期末资产总额	期末净资产	本期净利润/亏损
黄埔文冲	361,918.32	54.5371	3,378,974.86	675,763.17	11,700.29
文冲船厂	142,017.85	100	659,913.56	222,358.56	658.62
广州黄船海洋工程有限公司	6,800	100	281,473.59	-26,157.73	-6,044.03
广船国际	887,014.46	46.3018	2,908,622.94	716,376.63	1,704.97

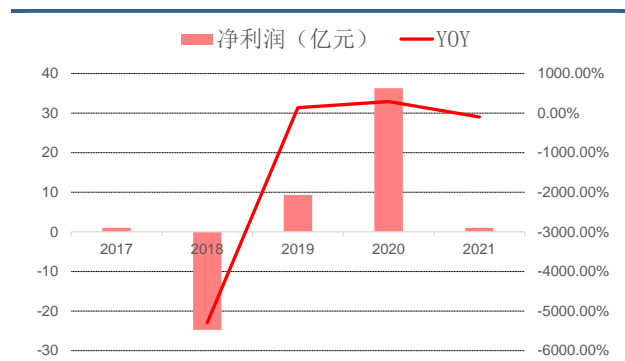
资料来源：公司公告，中信建投

## 1.2 经营情况：持续降本增效，企业业绩企稳回升

受船舶长周期低迷影响，公司经营稳定。2020 年公司实现营收 116.09 亿元，同比下降 46.82%，主要是由于 2020 年完成了广船国际股权处置工作，当年仅合并了广船国际 1-2 月数据所致。2021 年公司实现营收 116.72 亿元，恢复正增长。公司净利波动较大，2020 年公司实现净利润 36.27 亿元主要是公司处置广船国际部分股权后，确认了投资收益 33.90 亿元所致。2021 年公司整体净利润 1.04 亿元，其中，黄埔文冲亏损 0.71 亿元，主要是船舶长周期低迷，船舶价格较低，交付并时点法确认收入的部分产品毛利率较低。文冲船厂和黄船海工均较 2020 年实现了扭亏为盈，主要是加强成本管控、实现降本增效的影响。2022 年上半年公司实现营业收入 42.71 亿元，同比下降 9.46%。归母净利润 1890 万元，同比实现扭亏，一方面由于汇兑受益增加，另一方面也显示公司生产效率提升，公司整体业绩正企稳回升。

**图表4：2017-2022 年公司营收及增速情况**


资料来源：公司公告，中信建投

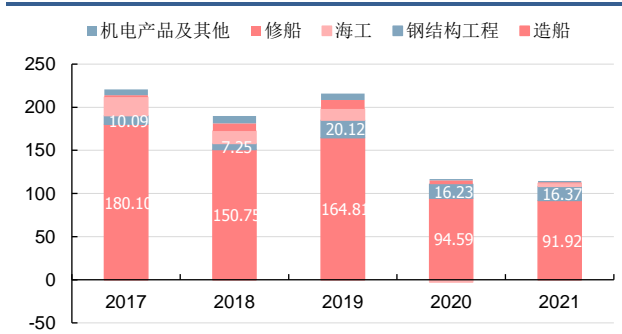
**图表5：2017-2022 年公司净利润及增速情况**


资料来源：公司公告，中信建投

造船业务是公司的核心业务，2021 年造船业务板块贡献了总体营收和毛利的 78.75%和 70.95%。2021 年公司毛利率为 10.23%，同比增长 3.74pcts，盈利能力稳步提升。公司毛利率最高的业务板块为机电板块，2021 年

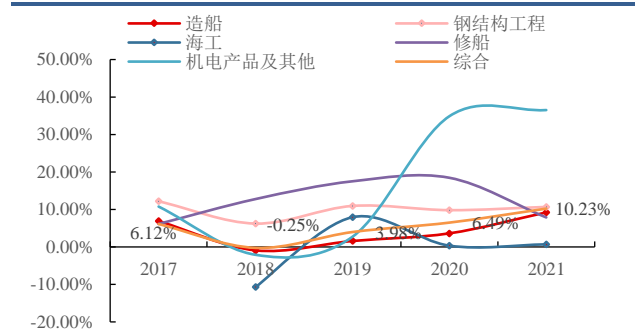
毛利率达到了 36.52%。2021 年造船业务毛利率为 9.22%，较 2020 的 3.63% 提升明显。

图表6： 2017-2021 年公司营收结构



资料来源：公司公告，中信建投

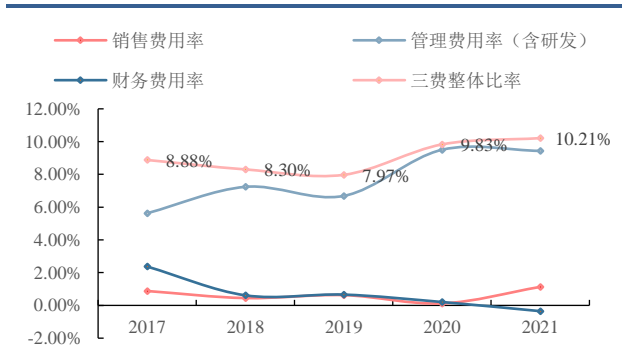
图表7： 2017-2021 年公司各业务板块毛利率



资料来源：公司公告，中信建投

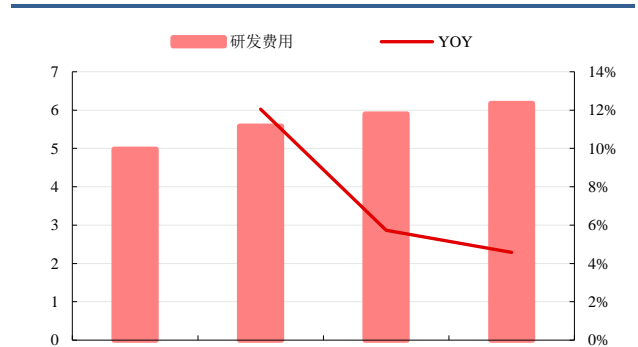
公司研发投入不断加大。2021 年公司研发费用同比增加 4.59%，研发费用 6.17 亿元。公司 2021 年销售费用大幅增长 837.23%，主要是年度完工船较多，计提保修费的影响；财务费用同比下降 270.99%，主要是 2021 年因汇率变动引起汇兑净损失减少。

图表8： 2017-2021 年公司三费费率



资料来源：公司公告，中信建投

图表9： 2017-2021 年公司研发费用及增速



资料来源：公司公告，中信建投

### 1.3 黄埔文冲：国家核心军工生产企业，骨干民用船舶造船基地

黄埔文冲船舶有限公司是中船防务最重要的子公司，同时是我国重要的军用舰船、公务船、支线集装箱船、疏浚船及海洋工程船建造与保障基地之一。黄埔文冲是国际领先的支线集装箱制造企业，以 TEU1700、TEU2200、TEU2700 为代表的支线集装箱船享誉全球。

黄埔文冲还是国内大型挖泥船建造的龙头企业，拥有 500 立方米-20000 立方米舱容的挖泥船建造能力。2021 年 9 月，黄埔文冲向长江航道局交付“长鲸 11”，这是国内首型也是全球最大的采用全电力变频驱动方式的耙吸挖泥船。军品方面，黄埔文冲先后建造二十多型共计 200 余艘舰艇，最具代表性的舰艇主要有高速护卫

舰、反潜护卫艇、常规动力潜艇、新型导弹快艇以及多种型号的导弹护卫舰。目前黄埔文冲是我国重要的护卫舰制造船厂，主要生产型号包括 054A、056/056A 等。

目前黄埔文冲主要包括长洲厂区、文冲厂区、龙穴厂区、中山厂区四个厂区。

**图表10： 黄埔文冲厂区介绍**

厂区	基本介绍	主要产品
长洲厂区	占地近 70 万平方米，岸线长 3000 米，拥有长 428 米、宽 60 米、高 40 米室内船台，码头长 900 米。	中、小型水面舰船、海洋工程辅助船、大型公务船
文冲厂区	占地面积 70 万平方米，码头岸线 1500 多米，拥有 2.5 万吨级船台一座、2.5 万吨级、7 万吨级和 15 万吨级船坞各一座	1700TEU 浅吃水集装箱、2200TEU 集装箱船、2500TEU 集装箱船、多种型号的大中型挖泥船等
龙穴厂区	占地面积 118 万平方米，岸线长 3500 多米、拥有 20 万吨级大型船坞，长 435 米、宽 45 米、高 50 米室内船台，2.5 万吨水平船台和 900 吨、600 吨龙门吊等大型设备，码头长 1800 米	大/中型水面舰艇、大型海洋工程船和海洋工程平台
中山厂区	占地 40 万平方米，码头长 780 米	海上风电导管架、基础钢管桩、大直径单桩和稳桩平台

资料来源：公司官网，中信建投

## 1.4 订单情况：2021 年接单大幅放量，为业绩释放奠定基础

2021 年随着下游船舶市场需求增大，公司实现经营接单 325.24 亿元，同比增加 248.3%，承接新造船订单 17 型 85 艘。公司自主研发的 1900TEU、3000TEU 支线集装箱和 85000DWT 散货船等三型产品获得市场认可。其中，公司 2021 年 9 月披露黄埔文冲与 EVERGREEN MARINE 公司签订了价值 10.43 亿美元的大合同，包括 2 艘 1800TEU 集装箱船，11 艘 2300TEU 集装箱船，11 艘 3000TEU 集装箱船，是近年来公司最大的单次民船合同，凸显市场景气。

**图表11： 2021~2022 年黄埔文冲部分民船订单统计**

年份	种类	数量	种类	数量
2021	散货船	2	巡航船	1
	耙吸式挖泥船	1	海洋救助船	4
	LPG 运输船	4	全回转拖轮	4
	3000TEU 集装箱船	11	2300TEU 集装箱船	11
	2700TEU 集装箱船	5	2000TEU 集装箱船	4
	1900TEU 集装箱船	19	1500TEU 集装箱船	4
	1800TEU 集装箱船	2	多用途船	4

2022 年 1-6 月份	2700TEU 集装箱船	2	多用途船	2
	1600TEU 集装箱船	4		

资料来源：克拉克森，中信建投

2021 年公司研发费用同比增加 4.59%，研发费用达到 6.17 亿元。公司研发方向涵盖广泛，不仅包括集装箱船、散货产等传统船型的技术进步，还包括半潜船、捕虾船等高附加值船技术研发等。

**图表12： 2021 年公司部分研发项目投入情况**

项目名称	投入	项目名称	投入
南极磷虾船捕捞及深度加工关键技术研究	3290 万	95000 吨散货船设计建造关键技术研究	1518.0 万
85000 吨新巴拿马型新型散货船设计建造关键技术研究	2159.7 万	1080TEU 集装箱船设计建造关键技术研究	1055.5 万
2700TEU 绿色节能型集装箱船设计建造关键技术研究	2078.6 万	6000 方耙吸挖泥船 2#船研	1033.9 万
2038TEU 级支线集装箱船研制	1975.1 万	5000 方 LPG 运输船设计建造关键技术研究	784.0 万
德翔 1900TEU 集装箱船设计建造关键技术研究	1539.9 万	7800KW 自航绞吸挖泥船开发	602.2 万
军民两用半潜船关键技术研究	1531.2 万	南极磷虾船研制	565.1 万

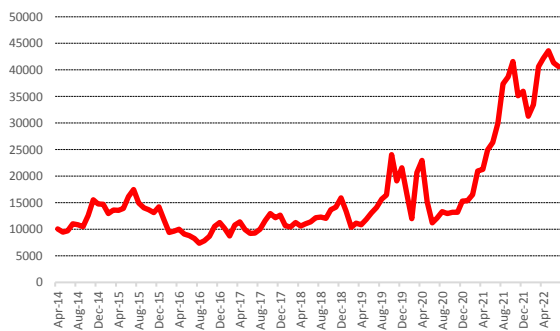
资料来源：公司年报，中信建投

## 二、民船制造市场逐渐活跃，有望迎来复苏大周期

### 2.1 航运市场：疫情扰动带动运价大幅上涨

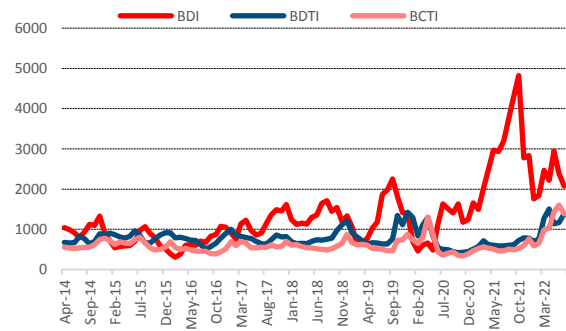
2021 年以来克拉克森海运指数大幅上涨。2022 年上半年克拉克森海运指数均值为 38958，同比上涨 85%。疫情以来，航运价格大幅上涨，特别是集装箱运价，主要航线涨幅超过 3 倍，欧洲航线超过 6 倍。航运市场已经呈现见顶回调迹象，截至 6 月底，克拉克森海运指数为 40801，较上半年高点下降约 8%。

图表13：克拉克森海运指数



资料来源：克拉克森，中信建投

图表14：波罗的海指数



资料来源：克拉克森，中信建投

原因主要有一下两点：

一是疫情使得欧美产业链遭受重创，因此航运贸易量上升满足生产生活需求，进而抬高航运价格。2021 年海运量增长 3.1%。2022 年 4 月，国际贸易量指数同比环比均上涨，国际单位贸易价格指数环比下降同比上涨。据 CPB 最新统计数据显示，4 月份国际贸易量指数为 134.0，环比上涨 0.53%，同比上涨 2.45%；国际单位贸易价格指数为 122.6，环比下降 0.16%，同比上涨 13.1%。

二是港口装卸效率下降导致的船舶运输周转率下降。大量货物的集中运输以及部分航线船舶运力的集中投放，远远超出了港口原先设计的承载能力，造成港口拥堵，周转率下降。港口拥堵问题不只出现在欧美、东南亚等地区一些设备较为老旧的港口，上海港、宁波港等码头操作效率位居全球前列的港口同样出现了拥堵的情况。2022 年上半年拥堵情况有所缓解但还是没有得到根本性解决。

展望后市，从海运需求量来看，2022 年全球经济增速放缓，各国产业链逐步恢复，对于贸易量需求增量有所放缓，预计 2022 年海运量增长为 1.6%，较 2021 年增速 3.3% 回落 1.5 个百分点。目前疫情影响港口拥堵还将持续一段时间，整体来看，航运价格已经见顶回落，短期内航运还会维持高位震荡，随着疫情的常态化港口拥堵将有所缓解，预计后市航运运价或将有所回落。由于航运供给过剩情况较疫情前有所改善，预计未来整个航运市场处于供需紧平衡状态。

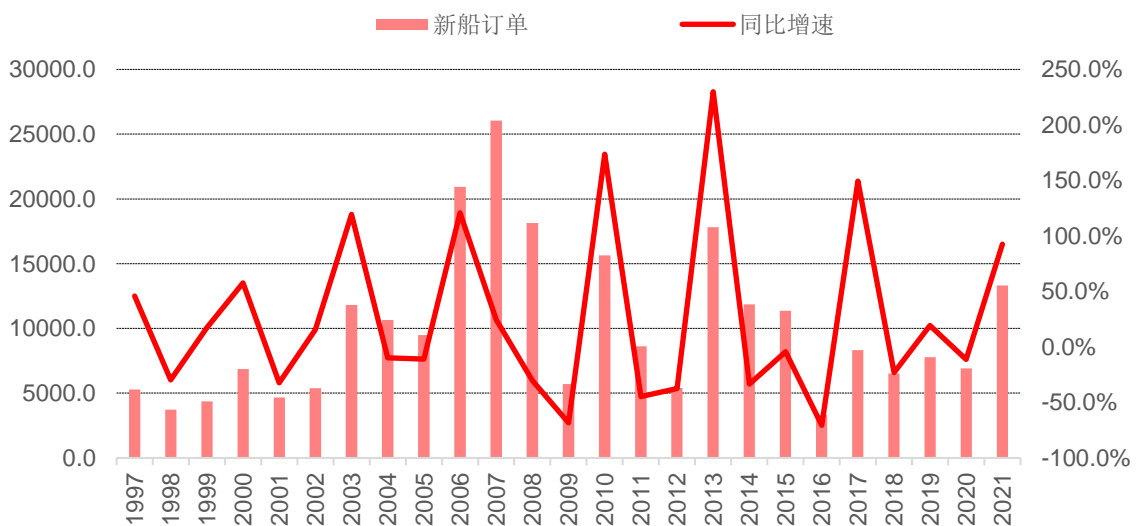
### 2.2 民船市场：更新需求带动民船需求复苏

宏观经济形势变化通过国际贸易量、海运量层层传导至新造船市场，与船舶市场高度正相关。国际贸易量和世界经济增长之间存在高度正相关关系，而国际贸易量又是海运量的主要影响因素。海运量的变化直接导致



对船舶需求量的变化，从而影响新船订单量。因此船舶市场对宏观经济高度敏感，几乎每一次全球性的经济金融危机都会导致船舶市场进入萧条期。此外，由于船舶生产周期长，世界的变化反映到船舶完工交付量存在一定的滞后性，一般来讲滞后 2 年。

20 世纪以来的一百多年时间中，世界船舶市场经历了 4 个明显的长周期，每次周期 30 年左右。每个长周期中又有以 10 年为周期的中周期波动。二战以后，船舶市场在全球经济复苏的带动下进入了发展周期，但在第一次石油危机的影响下由繁荣转入衰退，此后在日本、中国经济接替快速发展的带动下，又迎来了船舶市场新一轮的繁荣周期。此轮极度繁荣时期于 2008 年金融危机的影响下戛然而止，由于完工交付量的延时性，2011 年为历史上船舶完工量的最高峰，全球完工量达到了 1.66 亿载重吨，此后完工量大幅下降。船舶市场从 2008 年开始的长达 10 年的萧条期，造船三大指标（新船订单量、完工交付量、手持订单量）均出现大幅回落。2016 年最低点的新船成交量仅为 2007 年的 12.8%。而此轮船市危机也改变了交易双方议价权地位，转为买方市场。本轮船市危机由需求端低迷和供给端过剩双重因素叠加造成，使得此次船市危机是历次危机中持续时间最长、影响最大的一次危机。

**图表15： 全球船舶市场新船订单量（万载重吨）**


资料来源：克拉克森，中信建投

**2021 年新船需求显著回弹。**受下游航运市场运价爆发影响，全球新船需求活跃，全年新船成交量达 1.3 亿载重吨，同比 2020 年翻番。2022 年上半年，在全球经济下行压力加大、船厂船位紧张以及新船价格高涨的背景下，新造船市场较 2021 年出现明显回落。2022 年上半年，全球累计成交新船 2148 万修正总吨，同比下滑 29.8%。由于俄乌危机影响 LNG 船舶订单量大增。

在下游供需紧平衡的状态下，新增需求有望在 2023 年开始恢复。预计正常年份每年海运量增长在 1-2% 之间，新增的需求为 1700-3400 万载重吨。预计到 2023 年船队规模与海运量需求相平衡，在正常的周转效率的情况下，新增运力需求将反映到造船中来。

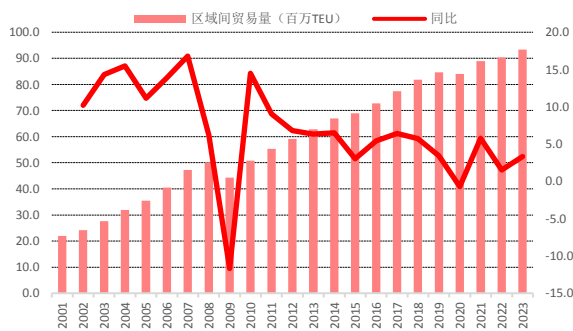
更新需求将成为推动船舶市场新一轮复苏周期的主要动力。随着上一轮老旧船舶逐渐进入拆解阶段，更新需求将逐步显现，目前原油船的平均船龄为 19.8 年，散货船的平均船龄为 11.3 年，集装箱船的平均船龄为 14 年。更新的需求将带来船舶的新一轮复苏周期。

## 三、区域间贸易繁荣带动支线集装箱船市场，建设现代化海军目标支撑军船稳定发展

### 3.1 支线集装箱船市场：区域间贸易繁荣推动需求持续增长

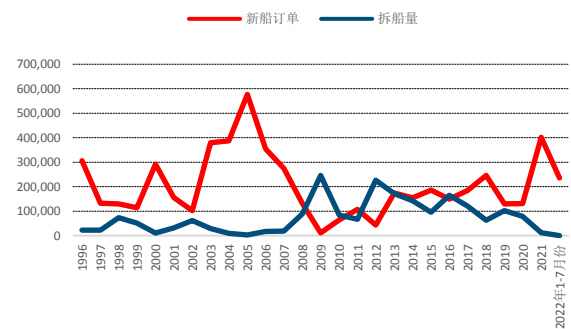
支线集装箱船作为小型集装箱船主要的应用市场为亚洲区域航线和欧洲区域航线，亚洲和欧洲区域经济持续活跃，为区域航运市场带来不断新增的海运需求。2020 年东盟十国和中国、日本、韩国、澳大利亚及新西兰近日正式签署区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），推动亚洲区域一体化，在新冠肺炎疫情冲击世界经济，贸易保护主义、单边主义暗流涌动的当下，RCEP 成员致力于推动自由贸易、多边主义和区域经济一体化发展进程，为全球经济复苏带来了新希望。2021 年，亚洲区域集装箱船需求为 6360 万 TEU，同比增长 7%，预计 2022-2023 年仍将增长 3.1%、4.2%，显示出在后疫情时代，亚洲区域仍然富有经济活力，并带动区域间贸易和海运量持续维持较高水平的增长。区域间贸易的繁荣将持续拉动支线集装箱船的需求，目前支线集装箱船平均年龄达到 15 年，未来拆解后的更新需求也将支撑支线集装箱船新船需求。

图表16： 区域间贸易量



资料来源：克拉克森，中信建投

图表17： 支线集装箱船的新船订单和拆船量（TEU）



资料来源：克拉克森，中信建投

公司支线集装箱船达到全球先进水平，公司建造了全球首艘具有世界领先水平的 LNG 双燃料船，公司以 1700 箱、2200 箱、2700 箱为代表的系列支线集装箱船享誉全球市场。建造了具有全球首艘智能商船以及具有世界领先水平的 LNG 双燃料集装箱船，引领船舶智能、绿色潮流。从手持订单来看，黄埔文冲是全球第二大支线集装箱船建造船企，仅次于韩国的现代尾浦船厂，在支线集装箱领域用于丰富的经验和较高的品牌知名度。

### 3.2 军用船舶：建设现代化海军带来持续造舰需求

海军在国家安全和发展全局中具有十分重要的地位。我国海军包括潜艇部队、水面舰艇部队、航空兵、陆战队、岸防部队等，下辖东部战区海军（东海舰队）、南部战区海军（南海舰队）、北部战区海军（北海舰队），海军陆战队等。战区海军下辖基地、潜艇支队、水面舰艇支队、航空兵旅等部队。

按照近海防御、远海防卫的战略要求，我国将加快推进近海防御型向远海防卫型转变，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力，努力建设一支强大的现代化海军。预期未来我国海军将组建 4 类针对性的海上作战力量，分别是航母联合攻击群、两栖登陆攻击群、远洋机动舰队与近海防御舰队。每支舰队由不同类型舰艇搭配组建，各自承担不同的作战任务。003 新航母以及未来航母的下水，

将带来大量驱逐舰、护卫舰、潜艇以及补给船舶的需求。未来多艘两栖攻击舰、两栖运输舰将带来配套的驱逐舰、护卫舰、气垫登陆艇、潜艇等需求。黄埔文冲作为我国先进护卫舰、气垫登陆艇以及军辅船的重要建造力量将充分受益于我国建设现代化海军的旺盛需求，预计公司军船业务将保持稳定增长。

**图表18：未来我国海军四类作战力量装备组成预测**

类别	航母联合攻击群	两栖登陆攻击群	远洋机动舰队	近海防御舰队
任务	大洋舰队决战、远洋兵力投送、突破岛链封锁	近海夺岛、远洋兵力投送、突破岛链封锁	保护海上交通线、商船编队护航、突破岛链封锁	领海安全保卫、海上专属经济区巡航
舰艇组成预测	航空母舰 防空驱逐舰 通用护卫舰 攻击核潜艇 大型补给舰 舰载战斗机 舰载教练机 舰载直升机	两栖攻击舰 两栖运输舰 防空驱逐舰 通用护卫舰 常规潜艇 大型补给舰 气垫登陆艇 舰载直升机	防空驱逐舰 通用护卫舰 常规潜艇 大型补给舰 舰载直升机	防空驱逐舰 通用护卫舰 轻型护卫舰 常规潜艇 隐身导弹艇 舰载直升机

资料来源：《舰船知识》，中信建投

## 四、盈利预测：军民船需求持续向好，盈利改善拐点将至

公司是中小型军舰、支线集装箱船和特种船舶的全球知名的建造企业。民船方面，公司支线集装箱船达到全球先进水平，将充分受益于区域经济发展和船舶更新周期，此外，特种船舶的需求或将给公司带来新的利润增长点。军船方面，作为先进的护卫舰生产商，将充分受益于我国建设现代化海军的进程。公司船价上升叠加公司造船效率提升，将有力提升公司的毛利率和盈利水平。预计公司 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 0.87、5.83 和 6.96 亿元，相应 22 年至 24 年 EPS 分别为 0.06、0.41、0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 339.58 倍、50.59 倍、42.39 倍，维持“增持”评级。

**表1：中船防务财务预测报表（单位：亿元）**

	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	154.33	218.72	200.04
营业成本	139.59	190.63	172.87
营业税金及附加	0.24	0.34	0.31
销售费用	1.73	2.45	2.24
管理费用	4.84	5.08	5.34
研发费用	8.16	11.57	10.58
财务费用	(0.41)	(0.41)	(0.41)
信用减值损失	(0.49)	(0.69)	(0.63)
资产减值损失	(1.08)	(1.53)	(1.40)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.38	2.30	4.14
其他收益	1.50	1.50	1.50
<b>营业利润</b>	1.49	10.64	12.71
营业外收入	0.19	0.19	0.19
营业外支出	0.08	0.08	0.08
<b>利润总额</b>	1.60	10.75	12.82
所得税费用	0.15	1.02	1.22
<b>净利润</b>	1.45	9.72	11.60
少数股东损益	0.58	3.89	4.64
<b>归属于母公司净利润</b>	0.87	5.83	6.96

资料来源：中信建投

## 五、风险提示

- 1、宏观经济形势持续低迷，供应链回归本国，导致国际海运量下降，民船订单不及预期；
- 2、由于航运价格大幅下降、竞争激烈等原因，公司民船订单价格下降，导致毛利率下降；
- 3、受交付节奏影响，军品营收不及预期。

## 分析师介绍

**王春阳：**清华大学工商管理硕士，上海交通大学船舶与海洋工程学士，3 年船舶单位工作经验。2018 年加入中信建投军工团队。2018 年水晶球军工行业第四名团队成员，2018-2019 年 Wind 军工行业第一名团队成员，2019 年金牛奖最佳军工行业分析团队成员，2019 年《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师团队成员。

**吕娟：**董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

**黎韬扬：**军工行业首席分析师。北京大学硕士。2015-2017 年新财富军工行业第一名团队核心成员，2015-2016 年水晶球军工行业第一名团队核心成员，2015-2016 年 Wind 军工行业第一名团队核心成员，2016 年保险资管最受欢迎分析师第一名团队核心成员，2017 年保险资管最受欢迎分析师第二名、水晶球军工行业第二名、Wind 军工行业第二名，2018-2019 年水晶球军工行业第四名，2018 年新财富军工行业第五名，2018-2020 年 Wind 军工行业第一名，2019 年新财富军工行业第四名，2019-2020 年金牛奖最佳军工行业分析团队，2019 年《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师。2020 年新财富军工行业入围，2020 年水晶球军工行业第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准:A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk