

船舶制造

中国船舶（600150.SH）

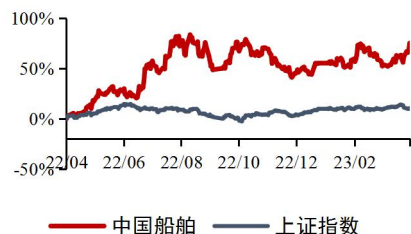
买入-A(维持)

计提邮轮损失，利润略低预期，随船舶周期继续上行

2023年4月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月27日

收盘价(元):	26.69
年内最高/最低(元):	28.68/14.90
流通A股/总股本(亿):	44.72/44.72
流通A股市值(亿):	1,193.69
总市值(亿):	1,193.69

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.01
摊薄每股收益:	0.01
每股净资产(元):	11.11
净资产收益率:	0.09

资料来源：最闻

分析师：

李孔逸

执业登记编码：S0760522030007

邮箱：likongyi@sxzq.com

事件描述

➢ 中国船舶发布2022年年度报告与2023年一季报。2022年，公司营业收入达到595.58亿元，同比下降0.31%，归母净利润1.72亿元，同比降低19.62%，扣非净利润-27.48亿元，亏损数额同比扩大214.59%。2023年一季度，公司营业收入达到90.44亿元，同比下降30.93%，归母净利润0.44亿元。同比下降16.47%，扣非净利润-0.36亿元，同比增长32.53%。

事件点评

➢ 疫情与计提邮轮损失较大，业绩拐点已过。2022年4-6月，上海地区受到新冠肺炎疫情的较大冲击，公司上海地区船舶产品交付受到较大影响。另外，2022年公司承担两艘大型邮轮项目，因为系统工程巨大，技术复杂，首次制造经验不足，沉没成本控制难度较大等因素影响，产生较大损失，2022年计提减值39.43亿元，冲抵转让子公司中船动力控制权与广船国际地块补偿协议后，非经常性损益总计计提29.20亿元。目前公司第一艘邮轮即将出坞，腾出大量船厂与人员产能。第二艘邮轮完成在望，公司计提损失后轻装上阵，一季度计提非经常性损益0.80亿元，回归正常水平，同时销售毛利率上升至9.41%，较2022年一季度回升47.72%。

➢ 长周期伴随产能聚集，头部造船企业充分受益。由于船舶服役年限长达15-20年，自上次2000年以来的造船周期后，行业多年处于底部，据Clarksons数据，2022年全球活跃船厂已下降至373家，较2008年高点同比下降超63%，全球产能已经经过一次出清，头部企业产能聚集效应加强。随着新船订单量的大幅增长，船配企业产能短时间难以快速提升，产品价格上涨、供货延期现象较为普遍，关键配套设备存在1-6个月到货延期。2023年1-3月，我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占世界总量的43.5%、62.9%和50.8%，均为世界第一。公司作为我国造船业龙头央企，将充分受益周期景气，产能供不应求的卖方市场，增加业绩确定性。

➢ 加速推进现代化海军建设，军船需求长期向上。2023年中国军费超1.5万亿，增长7.2%。“十四五”规划继续强调现代化海军建设，推进海军由近海防御向远海防卫转型，随着中美关系紧张，南海摩擦不断，海军建设仍将加速。公司长期承接大部分国内军船建造需求，2022年完成“福建舰”航母胜利下水任务，江南造船厂已有承接航母等多种军船的经验，广船国际承担华南地区军辅船生产任务，长期需求订单稳定。

➢ 战略重组持续，发挥平台效应。2019年公司完成了“南北船合并”，收购江南造船，集团旗下囊括广船国际、黄埔文冲和沪东中华等优质船厂，接



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



近了同业竞争问题，实现了央企控股的集中管理。随着 2022 年国企改革顺利收官，2023 年公司下属上市公司中船科技正推进对中国海装、中船风电等风电资产并购。中船集团在近年的国企改革与战略重组中表现出色，实现了分业经营，重组整合，上市平台之间的良好协同，有望推动资产质量稳步提升，持续提升价值创造能力。

➤ **钢材价格走低，订单全面爆发，供需两端扩大盈利空间。**2022 年公司手持造船订单 214 艘/1744.68 万载重吨，修船订单 83 艘/13.68 亿元，海工装备订单金额 45.43 亿元，应用产业订单金额 24.24 亿元。2023 年 4 月伴随马克龙访华，再签 16 艘总价 210 亿元集装箱船订单。目前船舶交付的排期已经延至 2026 年甚至更晚，新船价格保持上涨态势。同时，2023 年 4 月以来，铁矿石与钢材综合价格指数走低，截至 2023 年 4 月底降低至 870 元/吨与 115，分别较一季度高点回调 10%与 5%，公司全年盈利空间有望进一步打开。

### 投资建议

➤ **维持“买入-A”评级。**全球航运维持高景气，造船行业迈入上升周期，新船价格持续攀升。中国船舶作为船舶总装的核心平台，还将受益于国内央企改革的持续推进以及中国船舶集团资产整合的加速。我们认为公司未来三年业绩有望持续高增长，预计 2023-2025 年中国船舶归母净利润分别为 31.21、63.96 和 99.03 亿元，同比增长 1715%、104.9%和 54.8%，对应 EPS 为 0.70、1.43 和 2.21 元，PE 为 38.2、18.7 和 12.1 倍，维持“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ 全球经济滞涨风险，成本端价格波动风险，疫情反复风险。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,740	59,558	86,672	110,371	176,594
YoY(%)	8.1	-0.3	45.5	27.3	60.0
净利润(百万元)	214	172	3,121	6,396	9,903
YoY(%)	-30.1	-19.6	1715.8	104.9	54.8
毛利率(%)	10.6	7.6	13.0	16.7	17.2
EPS(摊薄/元)	0.05	0.04	0.70	1.43	2.21
ROE(%)	0.4	1.7	6.4	11.6	15.2
P/E(倍)	558.3	694.5	38.2	18.7	12.1
P/B(倍)	2.6	2.6	2.4	2.2	1.8
净利率(%)	0.4	0.3	3.6	5.8	5.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	118481	118562	163004	145988	300031
现金	52864	57388	57967	49082	86231
应收票据及应收账款	5017	3965	9107	7539	19094
预付账款	14614	15161	28169	27009	61276
存货	32687	32168	56716	51661	120660
其他流动资产	13298	9880	11044	10696	12770
<b>非流动资产</b>	41921	43876	57577	70138	98905
长期投资	3749	10615	13743	18692	22732
固定资产	23506	19046	28129	34809	56702
无形资产	4224	3753	4012	4444	4977
其他非流动资产	10442	10462	11693	12192	14494
<b>资产总计</b>	160402	162438	220580	216126	398935
<b>流动负债</b>	93117	94143	149496	139396	309991
短期借款	6268	9385	7826	9392	11270
应付票据及应付账款	29711	27015	50729	44065	106658
其他流动负债	57138	57744	90941	85939	192063
<b>非流动负债</b>	14181	17815	17265	15977	17428
长期借款	7932	10943	10394	9106	10557
其他非流动负债	6249	6871	6871	6871	6871
<b>负债合计</b>	107298	111958	166761	155373	327419
少数股东权益	7063	4518	4827	5459	6438
股本	4472	4472	4472	4472	4472
资本公积	33779	33888	33888	33888	33888
留存收益	7273	7320	9326	12709	17928
归属母公司股东权益	46041	45961	48993	55294	65077
<b>负债和股东权益</b>	160402	162438	220580	216126	398935

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2024	-41	19769	4053	63215
净利润	232	872	3429	7028	10882
折旧摊销	2112	2266	2192	3063	4560
财务费用	-759	-1308	-1401	-1752	-2333
投资损失	-23	-2351	-276	-260	-430
营运资金变动	-812	-2670	15948	-3862	50729
其他经营现金流	1275	3150	-123	-164	-192
<b>投资活动现金流</b>	-4558	-8341	-15494	-15201	-32704
<b>筹资活动现金流</b>	676	7385	-3696	2262	6637
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.04	0.70	1.43	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	-0.01	4.42	0.91	14.13
每股净资产(最新摊薄)	10.29	10.28	10.95	12.36	14.55

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	59740	59558	86672	110371	176594
营业成本	53409	55032	75422	91963	146221
营业税金及附加	195	191	280	355	569
营业费用	616	257	661	814	1308
管理费用	2769	3658	4670	4967	7594
研发费用	3121	3072	4520	5519	8123
财务费用	-759	-1308	-1401	-1752	-2333
资产减值损失	-1446	-1527	-182	-66	-71
公允价值变动收益	381	-14	102	134	167
投资净收益	23	2351	276	260	430
<b>营业利润</b>	250	412	3593	9833	16571
营业外收入	95	1783	1250	819	987
营业外支出	17	22	37	22	24
<b>利润总额</b>	328	2173	4806	10630	17533
所得税	96	1301	1377	3601	6651
<b>税后利润</b>	232	872	3429	7028	10882
少数股东损益	18	701	309	633	979
<b>归属母公司净利润</b>	214	172	3121	6396	9903
EBITDA	1629	3779	6031	12819	20905

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.1	-0.3	45.5	27.3	60.0
营业利润(%)	41.5	65.1	772.2	173.7	68.5
归属于母公司净利润(%)	-30.1	-19.6	1715.8	104.9	54.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.6	7.6	13.0	16.7	17.2
净利率(%)	0.4	0.3	3.6	5.8	5.6
ROE(%)	0.4	1.7	6.4	11.6	15.2
ROIC(%)	-0.5	0.8	3.8	8.2	10.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.9	68.9	75.6	71.9	82.1
流动比率	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	10.7	13.3	13.3	13.3	13.3
应付账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
<b>估值比率</b>					
P/E	558.3	694.5	38.2	18.7	12.1
P/B	2.6	2.6	2.4	2.2	1.8
EV/EBITDA	56.5	24.9	14.7	7.7	3.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

