

国防军工行业+公司首次覆盖

周期筑底量价趋明，舰船板块乘风而行

增持（维持）

2023年07月17日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

投资要点

- 船舶是大周期，供需错配是船舶周期产生的主要原因。复盘过去百年造船周期，大致可分为六个大的阶段，每个阶段持续 20 余年，从峰谷到峰顶，造船产量通常是数倍之变。供需错配是造船周期产生的主要原因。
- 民用造船业已进入新的周期上行阶段，呈现量价齐升状态。

需求端：运价高位+环保政策约束+到龄船只更新，新造船需求进入上行周期。新船需求包括新增需求、替代需求和投机需求三大类。其中，新增需求主要取决于航运需求，替代需求由技术进步、环保政策和船舶到龄更新共同决定。当前，全球新造 LNG 运输需求较好，环保政策约束叠加到龄船只更新拉动替代需求。克拉克森估计，受益于航运业能源转型，2023 年到 2033 年的新造船投资将达到 1.6 万亿美元，平均每年 1600 亿美元，远高于 2000 年以来的每年新造船投资平均值 1000 亿美元。

供给端：全球造船产能基本出清，当前呈现偏紧状态。金融危机以来，受订单大幅减少和船价持续走低等因素影响，全球造船企业破产清算与兼并重组案件达到数百起，产能出清过程基本结束。2021 年世界造船活跃产能利用率同比大幅攀升，达 93.9%；全球大部分的 2022 年新接订单都将在 2024 年之后交付，造船业已呈现产能偏紧状态。

造船量价齐升：1) 量：造船市场新订单已于 2020 年开始上升，2022 年新订单量远高于 2020 年。2) 价：造船价格持续提升，克拉克森造船价格指数连续 13 周上涨，较 2023 年初上升 3%，较 2021 年初上升 33%。

- 海军装备体系建设加速推进，军船产业链具备长期向上成长空间。我国海军正加快推进由近海防御型向远海护卫型转变，需要强大的海军装备做支撑，军用船舶相关标的有望持续受益。
- 风险提示：航运景气度下滑，新接订单量低于预期；原材料等成本波动风险；汇率波动风险；国企改革进度不及预期。

行业走势



相关研究

《行业基本面波动中向上，看好军工改革与增量订单预期下的戴维斯双击》

2023-07-10

《改革催化与增量订单预期驱动估值修复与业绩回归的戴维斯双击》

2023-07-03

表 1：重点公司估值（截至 2023/07/14）

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | 投资评级 |
|--------|------|-------------|------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 600482 | 中国动力 | 497.48 | 22.75 | 0.15 | 0.39 | 0.43 | 149.53 | 57.73 | 52.96 | 增持 |
| 600685 | 中船防务 | 393.52 | 27.84 | 0.49 | 0.50 | 0.70 | 57.17 | 55.18 | 39.69 | 增持 |
| 600764 | 中国海防 | 191.59 | 26.96 | 0.82 | 1.13 | 1.42 | 32.75 | 23.82 | 18.93 | 增持 |
| 300065 | 海兰信 | 88.39 | 12.20 | -1.09 | 0.51 | 0.72 | - | 23.71 | 16.92 | 增持 |

数据来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 民用造船业已进入新的周期上行阶段 | 4 |
| 1.1. 复盘百年历史，供需错配是造船周期产生的主要原因 | 4 |
| 1.2. 需求端：运价高位+环保政策约束+到龄船只更新，新造船需求进入上行周期 | 5 |
| 1.2.1. 新增需求：新能源船舶需求增长明显 | 6 |
| 1.2.2. 替代需求：环保政策约束叠加到龄船只更新拉动 | 6 |
| 1.3. 供给端：全球造船产能基本出清，当前呈现偏紧状态 | 8 |
| 1.4. 量价齐升，造船业进入新的周期上行阶段 | 9 |
| 2. 海军装备体系建设加速推进，军船产业链具备长期向上成长空间 | 11 |
| 3. 重点公司推荐 | 12 |
| 3.1. 中国动力（600482）：船舶动力装备制造龙头 | 12 |
| 3.2. 中船防务（600685）：第一家 A+H 股上市造船企业 | 14 |
| 3.3. 中国海防（600764）：海军装备信息化龙头，业绩有望持续稳定增长 | 16 |
| 3.4. 海兰信（300065）：国内智能船舶、海底观探测领域领军企业 | 18 |
| 4. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图 1: | 复盘 1886 年以来的造船周期, 需求和供给的错配是造船周期产生的主要原因..... | 5 |
| 图 2: | 新船需求的来源包括新增需求、替代需求和投机需求三大类..... | 5 |
| 图 3: | 2022 年 6 月 LNG 新增订单数量创下新高..... | 6 |
| 图 4: | LNG 船供需关系紧张促进船东下单欲望..... | 6 |
| 图 5: | IMO 关于船舶减少碳排放战略的时间表..... | 7 |
| 图 6: | 现役仅 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求, 更新替代需求大..... | 7 |
| 图 7: | LNG 船和集装箱船近三年均经历了“订单潮”..... | 8 |
| 图 8: | 拥有万吨以上船舶接单或交船业绩的单体船厂数量持续下降..... | 9 |
| 图 9: | 大部分 2022 年的造船订单将于 2024 年以后交付 (单位: 万 CGT)..... | 9 |
| 图 10: | 世界造船活跃产能利用率回升至高位 (GCT 测算)..... | 9 |
| 图 11: | 造船市场新订单已于 2020 年开始上升..... | 10 |
| 图 12: | 2023 年造船新签订单量 (周度累计) 略有下滑..... | 10 |
| 图 13: | 克拉克森造船价格指数保持上升趋势..... | 10 |
| 图 14: | 2022 年 1-7 月, 全球新承接船舶单船价值量大幅提升 (万美元)..... | 10 |
| 图 15: | 全球新船订单修载比自 2020 年以来持续上升..... | 11 |
| 图 16: | 十三五以来, 我国海军装备密集“下饺子”..... | 11 |
| 图 17: | 航母战斗群由航母、驱逐舰、护卫舰等多舰组成..... | 12 |
| 图 18: | 雪龙号动力系统集成项目..... | 12 |
| 图 19: | 10MW 船用推进电机..... | 12 |
| 图 20: | 2022 年营收 382.98 亿元, 同比增长 10.47%..... | 13 |
| 图 21: | 2022 年柴油动力和化学动力贡献主要毛利润..... | 13 |
| 图 22: | 主要业务毛利率稳定, 其余业务毛利率承压..... | 13 |
| 图 23: | 中船防务 2022 年营收构成..... | 14 |
| 图 30: | 中国海防 2022 年营收构成..... | 17 |
| 图 35: | 海兰信 2022 年营收构成..... | 18 |
| 图 36: | 海兰信海底数据中心 (UDC) 解决方案示意图..... | 19 |
| 图 37: | 公司营收增速..... | 19 |
| 图 38: | 公司主营业务毛利率..... | 19 |
| 表 1: | 全球船队中, 15 年和 20 年以上船龄船舶占比较高 (截至 2022 年 2 月)..... | 6 |

1. 民用造船业已进入新的周期上行阶段

供需错配是造船周期产生的主要原因。当前阶段，从需求端新造船三大需求看，运价上涨带动新增需求，环保政策约束、技术进步叠加船龄原因的更换需求带动替代需求，且投机需求较少；从供给端看，全球造船业经过 2012-2016 年和 2016-2020 年两轮调整，产能已基本出清。我们判断，造船业已进入新的周期上行阶段。

1.1. 复盘百年历史，供需错配是造船周期产生的主要原因

复盘 1886-2020 年间的造船周期，需求和供给的错配是造船周期产生的主要原因。在此期间，造船周期大致可分为六个大的阶段，每个阶段持续 20 余年，其中又包含多个独立的小周期（峰顶到峰顶），从峰谷到峰顶，造船产量弹性极大，变化是通常数倍之多：

1) 1886-1919 年：造船周期跟随国际贸易周期，总体呈现上行，间有波动。其中，由于一战后欧洲扩大产能弥补战时的运力损失，1919 年造船产量达到该阶段的最高峰 700 万 GRT，是平时时期基本需求的三倍。

2) 1920-1940 年：造船产能过剩叠加 20 世纪 30 年代大萧条引发贸易量下降，造船市场持续低迷。该阶段持续 20 年之久，每年造船产量均未超过 1919 年水平，其中，1933 年的阶段性低点造船产量仅有约 49 万 GRT。

3) 1945-1973 年：二战结束之初造船产能严重紧缺叠加战后贸易量激增，造船市场迎来持续成长期。二战结束前的 1944 年全球造船产量为 2030 万 GRT（美国占比四分之三），由于美国在战后事实上退出了全球造船市场，以及德国和日本造船能力受损，全球造船产能紧缺，1947 年全球造船产量下降至 209 万 GRT，相比 1944 年下降 90%。20 世纪 60 年代后，国际贸易迅速增长，船舶行业订单呈稳步上升趋势，全球造船产量在 1975 年空前扩张至 3600 万 GRT，超过了一战和二战之间整个时期的总和。

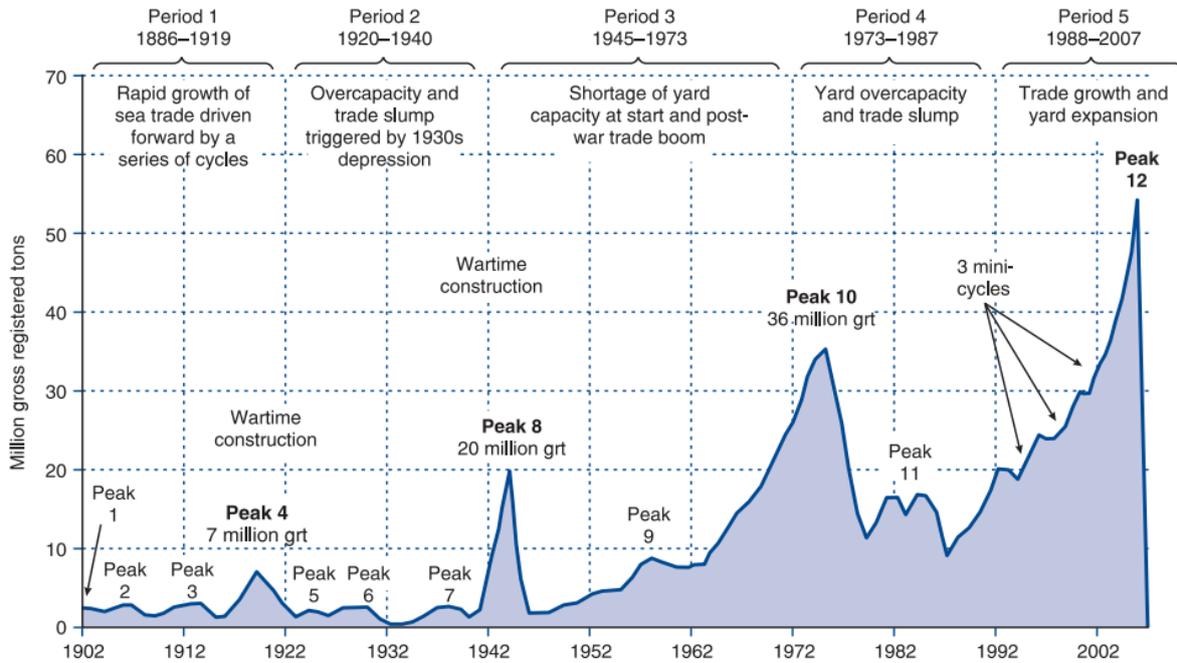
4) 1973-1987 年：造船产能过剩和全球贸易量回落，造船业进入深度衰退期。1973 年石油危机后全球贸易量回落，韩国新进入造船市场加剧了产能过剩，造船业进入衰退期，直到 20 世纪 70 年代末全球经济复苏带来贸易量新的增长，在造船产能已大幅下降的情况下，造船业经历短暂复苏，后又因造船价格和新订单的下行在 1987 年达到谷底，当年新造船产量共 980 万 GRT，为 1962 年以来的最低水平，比 1975 年峰值下降了 73%。

5) 1988-2007 年：全球贸易增长拉动和造船产能扩张，造船业进入扩张期。中国和亚洲经济增长带动全球贸易增长，以及 20 世纪 70 年代造船高峰期建造的船只产生到龄替代需求，拉动该阶段的造船需求；韩国在该时期确定了全球领先的造船地位，中国也在积极争取领先地位，中、韩、日形成了“三足鼎立”的竞争格局。2007 年全球造船产量达到 6200 万 GRT，是 1987 年低谷期的五倍。

6) 2008-2020 年：2008 年全球金融危机引起全球贸易量下滑，叠加此前造船业产

能大幅扩张，全球造船业进入调整期。据中国水运报报道，受金融危机影响，2009 年全球新船成交量同比下滑 70%至 5764 万载重吨，新船价格同比大幅下滑 30%，2016 年新造船市场成交量仅为 3000 万载重吨，2017-2018 年基本恢复至单年 9000 万载重吨的正常水平。

图1: 复盘 1886 年以来的造船周期，需求和供给的错配是造船周期产生的主要原因

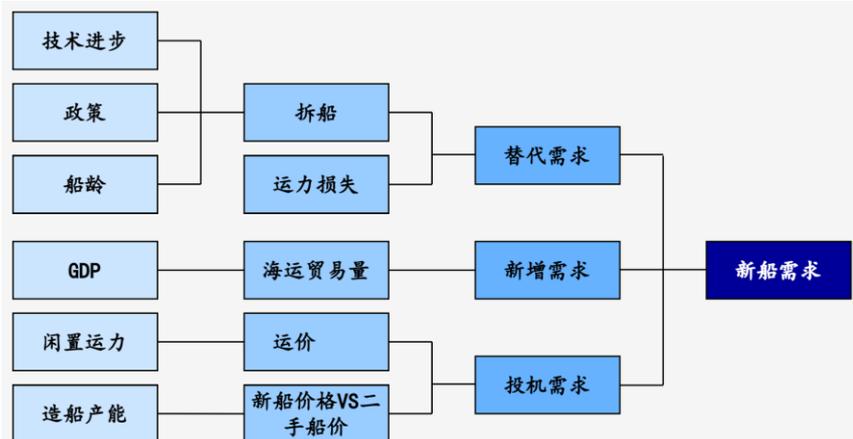


数据来源: Maritime Economics、东吴证券研究所

1.2. 需求端: 运价高位+环保政策约束+到龄船只更新, 新造船需求进入上行周期

造船需求既跟随航运贸易波动，也受船舶本身到龄更新替换等因素影响，相应地，新船需求包括新增需求、替代需求和投机需求三大类。其中，新增需求主要取决于航运需求，替代需求由技术进步、环保政策和船舶到龄更新共同决定，投机需求受运价、新船价格与二手船价对比的共同影响。

图2: 新船需求的来源包括新增需求、替代需求和投机需求三大类



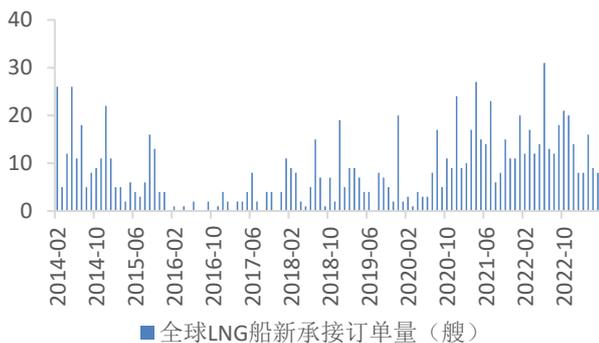
数据来源：《船舶贸易与经营》、东吴证券研究所

当期阶段，航运市场运价维持高位带动新增需求，环保政策约束、技术进步叠加船龄原因的更换需求带动替代需求，新造船需求进入上行周期；且二手船价并未普遍高过新船价格，我们判断投机需求较少，因此，当前新增的造船需求较为坚实。

1.2.1. 新增需求：新能源船舶需求增长明显

2023 年全球 LNG 海运供需关系紧张助推航运周期，新船下单数量创历史新高。 2022 年俄乌冲突和欧洲能源危机带来的 LNG 海运贸易需求的激增和现货市场运力紧张促成了此轮 LNG 海运周期。展望 2023 年，预计全球能源转型叠加俄乌冲突导致全球 LNG 贸易航线重构将助推 LNG 海运进入增量时代。基于对未来 LNG 海运供需持续紧张的预期，近两内船东新船下单意愿强烈，2022 年 6 月 LNG 运输船新接订单量达到 31 艘创造历史最高水平，2023 年相对回落新增运力相对较低，而 LNG 船完工量受限于供给水平始终在 10 艘每月的水平波动保持在相对低位。

图3：2022 年 6 月 LNG 新增订单数量创下新高



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：LNG 船供需关系紧张促进船东下单欲望



数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2.2. 替代需求：环保政策约束叠加到龄船只更新拉动

到龄船只将在未来的数年内持续拉动船舶更新需求。船舶更新周期通常约在 20-25 年左右，当前全球船队中，20 年以上船龄的船舶以运力计占比 8.7%，15 年以上船龄的船舶运力占到 21.8%；以艘数计，20 年和 15 年以上的占比分别高达 39%和 49.9%。这意味着未来数年内到龄船只会迎来高峰期，将持续拉动船舶更新需求。

表1：全球船队中，15 年和 20 年以上船龄船舶占比较高（截至 2022 年 2 月）

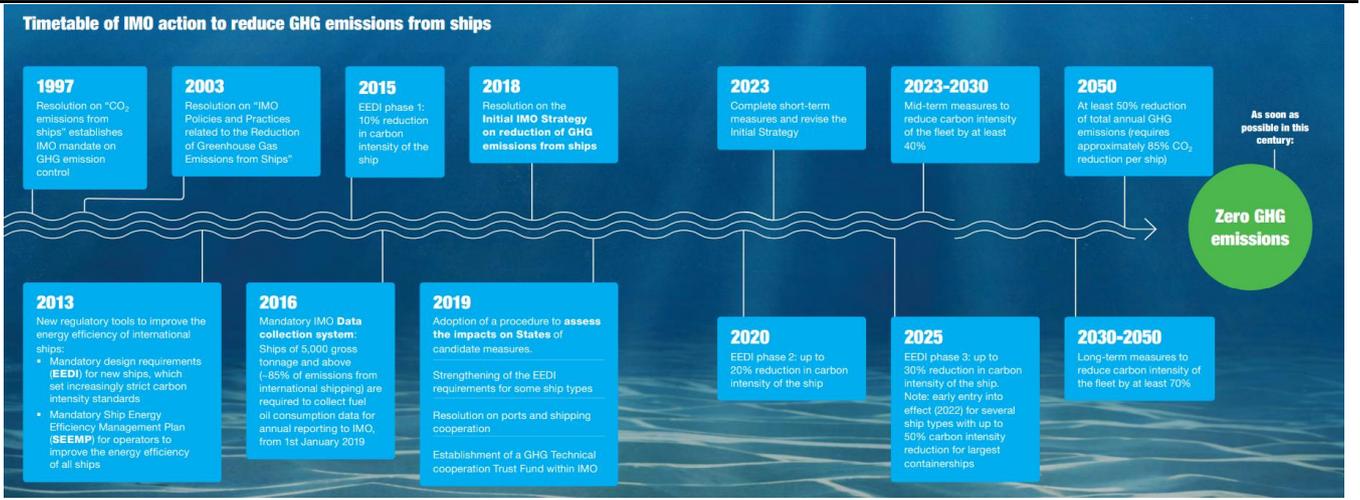
| 船型大类 | 15 年以上占比 | | 20 年以上占比 | |
|------|----------|-------|----------|-------|
| | 运力计 | 艘数计 | 运力计 | 艘数计 |
| 箱船 | 22.7% | 33.7% | 6.8% | 13.8% |
| 散货船 | 16.7% | 50.6% | 7.2% | 41.3% |
| 油船 | 23.8% | 44.5% | 5.9% | 30.5% |
| 气体船 | 17.3% | 25.6% | 6.8% | 14.9% |
| 客船 | 41.9% | 66.5% | 27.8% | 57.3% |

| | | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|
| 其它 | 52.2% | 51.3% | 39.5% | 41.4% |
| 合计 | 21.8% | 49.9% | 8.7% | 39.0% |

数据来源：《新造船市场：“虎虎生威”即将来临？》、东吴证券研究所

在航运业减碳发展的大背景下，减速航行带来运力损失和老旧船舶的更新替代也是造船市场新的需求来源之一。航运业面临低碳发展的压力和挑战，国际海事组织（IMO）已提出了减少碳排放的要求。为保证减排效果，IMO 要求船舶的 EEDI（船舶能效设计指数）或 EEXI（现有船舶能效指数）值必须低于一定的标准数值，EEDI 已于 2013 年生效，EEXI 已于 2023 年 1 月 1 日生效，IMO 减碳新规的要求范围将扩大至几乎全球货运船队。

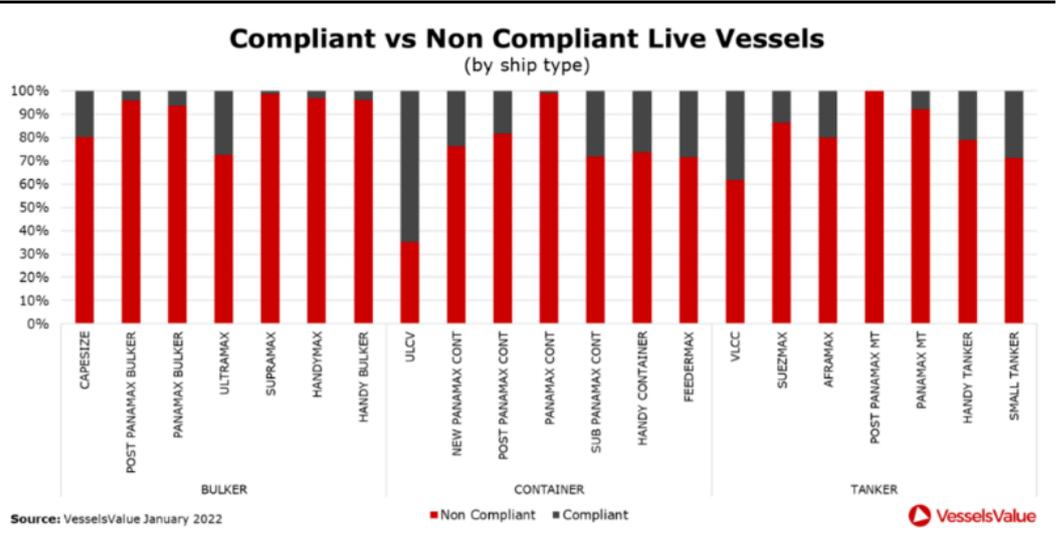
图5：IMO 关于船舶减少碳排放战略的时间表



数据来源：IMO、东吴证券研究所

根据 VesselsValue 在 2022 年 2 月的统计数据，在全球现役船队（散货船、油船和集装箱船）中，只有 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 的要求，其中，散货船队合规率最低，仅 10%，油轮合规率为 30.4%，集装箱船舶为 25.6%。目前，船舶可能的达标方式包括加装节能装置、减速航行，对不满足要求的船舶需要进行拆船。减速航行会减少市场运力，老旧船舶加装收回投资较困难，均会带来船舶更新替代需求。

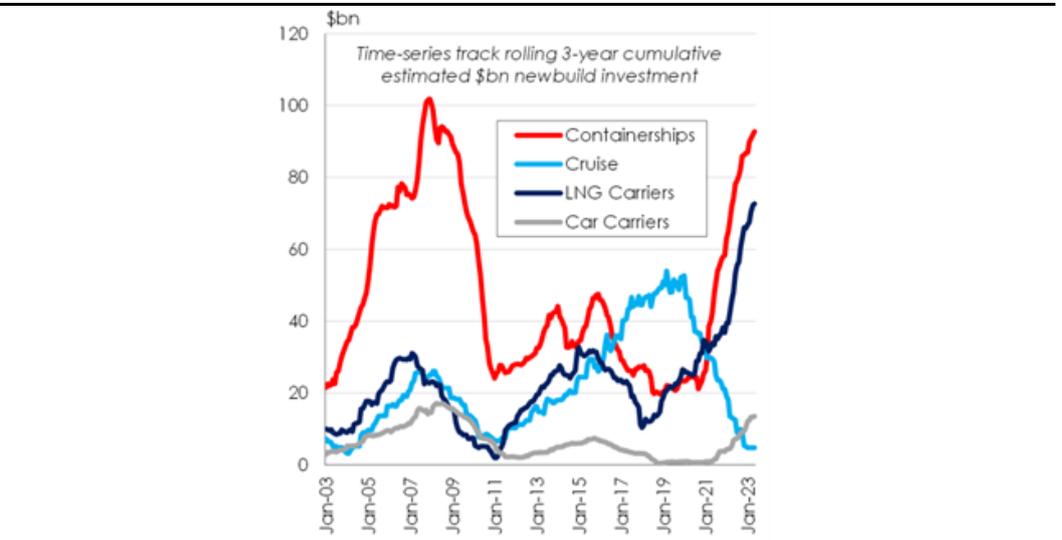
图6：现役仅 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求，更新替代需求大



数据来源：海事服务网、VesselsValue、东吴证券研究所

航运业能源转型将推动新造船市场进入新一轮“超级周期”。据克拉克森近期报告，某些船型领域在过去三年来经历了创纪录的新造船投资周期，最引人瞩目的就是 LNG 船，自 2020 年 6 月以来全球 LNG 船新船订单已经达到了 346 艘 730 亿美元，包括 2022 年创纪录的 184 艘，这远远超过了以往的任何时期。自 2000 年以来，全球新造船投资估计达到了 2.3 万亿美元，相当于平均每年新造船投资 1000 亿美元。而在接下来的 10 年，考虑到航运业绿色转型所需的船队更新规模，克拉克森估计到 2033 年新造船投资将达到 1.6 万亿美元，平均每年 1600 亿美元。

图7：LNG 船和集装箱船近三年均经历了“订单潮”



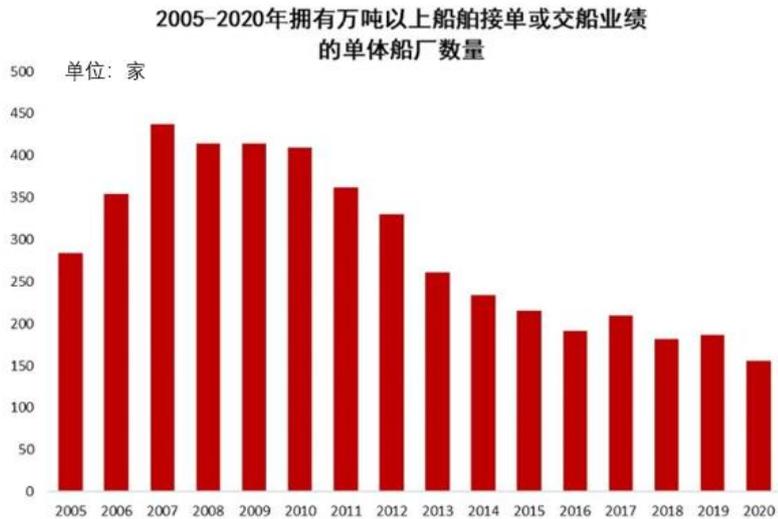
数据来源：克拉克森、国际船舶网、东吴证券研究所

1.3. 供给端：全球造船产能基本出清，当前呈现偏紧状态

全球造船产能已基本出清。据中国水运报数据，金融危机以来，受订单大幅减少和船价持续走低等因素影响，全球造船企业破产清算与兼并重组案件达到数百起。其中，2012-2016 年，船舶工业产能调整以停工、破产、清算为主，并逐渐从中小企业向大型

造船企业蔓延；2016-2020年，船舶工业的调整转向大中型企业之间的兼并重组，包括优势企业对优质船厂资产的收购和大型企业集团的合并重组。经过上述两轮产能调整，在市场的的作用下，全球拥有万吨以上船舶接单或交船记录的活跃单体船厂，从2007年的440家减少至2016年的180家左右，并保持基本稳定；2020年受疫情及市场回调影响，接单或交船的船厂数量下滑至150家左右，产能出清过程基本结束。

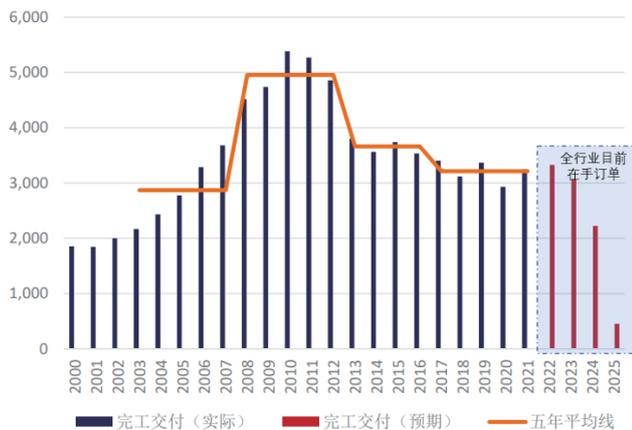
图8：拥有万吨以上船舶接单或交船业绩的单体船厂数量持续下降



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

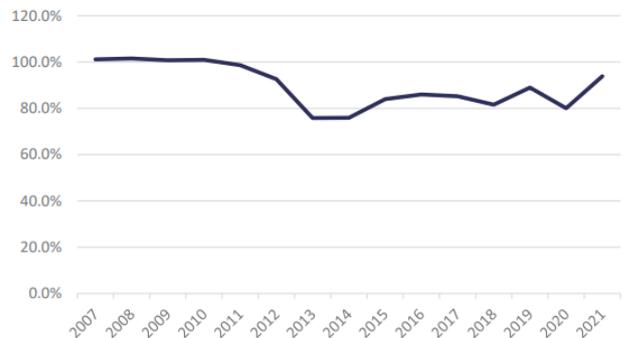
当前，全球造船产能呈现偏紧状态。截至2022年12月，全球新造船手持订单已突破1.06亿CGT，预计2023年完工交付量大概率超过近5年3200CGT交付平均值，这意味着在保持生产节奏不变的条件下，大部分的2022年订单都将在2024年之后交付。2021年世界造船活跃产能利用率同比大幅攀升，达93.9%，已呈现产能偏紧状态。

图9：大部分2022年的造船订单将于2024年以后交付 (单位：万CGT)



数据来源：中国船舶工业行业协会、《新造船市场：“虎虎生威”即将来临？》、东吴证券研究所

图10：世界造船活跃产能利用率回升至高位 (GCT 测算)



数据来源：中国船舶工业行业协会、《新造船市场：“虎虎生威”即将来临？》、东吴证券研究所

1.4. 量价齐升，造船业进入新的周期上行阶段

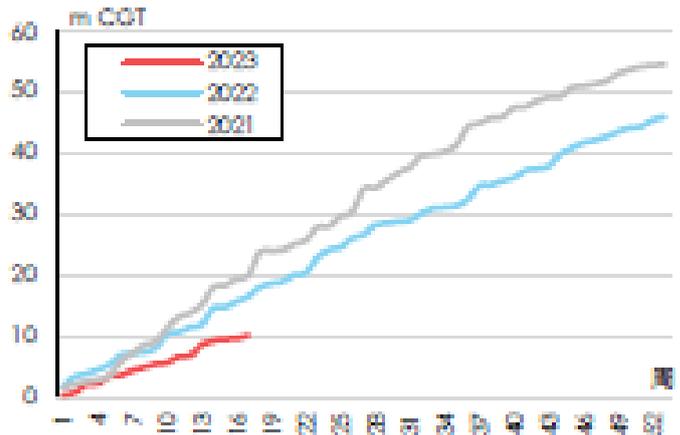
量的提升：造船市场新订单已于 2020 年开始上升，2022 年新订单量远高于 2020 年，2023 年新签订单量保持稳健增长。2008 年金融危机之后，因为订单惯性，新造船订单仍在一定时间内维持高位，后经历了较长时间的持续下滑，至到 2020 年行业新造船订单开始快速上升。2022 年，新造船市场订单量达到高位，且造船新签订单量（周度累计）远高于 2020 年。2023 年，新造船市场订单量相较 2022 年略有下滑，但增长仍比较稳健。

图 11: 造船市场新订单已于 2020 年开始上升



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

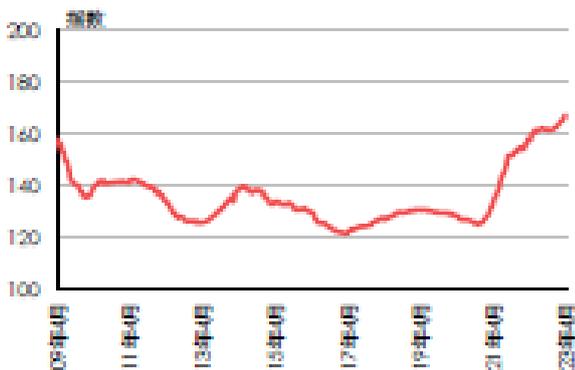
图 12: 2023 年造船新签订单量（周度累计）略有下滑



数据来源：克拉克森、东吴证券研究所

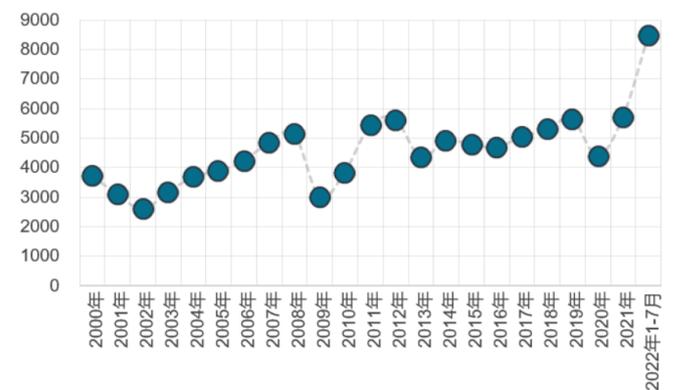
价的提升：新接订单高端化；造船价格持续提升。克拉克森 2023 年 4 月 28 日数据，克拉克森新造船价格指数录得 167.33，连续第 13 周上涨，主要受到原油轮、气体船和中大型集装箱船等新造船价格小幅上涨的推动。2023 年 4 月克拉克森新造船价格指数较 2023 年初上升 3%，较 2021 年初上升 33%，达到 2009 年 2 月以来的最高水平。

图 13: 克拉克森造船价格指数保持上升趋势



数据来源：克拉克森、东吴证券研究所

图 14: 2022 年 1-7 月，全球新承接船舶单船价值量大幅提升（万美元）



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

修载比（CGT/DWT）是行业观察船型结构直观指标，已从 2020 年的 35.6% 上升到 2022 年 5 月的 53.6%，创历史新高。修载比指修正总吨和载重吨之比。修载比越高，说明承接的高端船舶越多。

图15: 全球新船订单修载比自 2020 年以来持续上升



数据来源: 中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

2. 海军装备体系建设加速推进, 军船产业链具备长期向上成长空间

国防建设持续推进, 我国海军正加快推进由近海防御型向远海护卫型的转变, 需要强大的海军装备做支撑, 十三五时期以来, 国产航母、两栖攻击舰、多艘大型护卫舰、综合补给舰等密集“下饺子”, 助力海军走向深蓝。

图16: 十三五以来, 我国海军装备密集“下饺子”

战舰类别: 航空母舰
2012年9月25日入列

辽宁号

辽宁舰是隶属于中国人民解放军海军的一艘可以搭载固定翼飞机的航空母舰, 能同时探测、监视、跟踪多批次水面、空中目标, 自动评估目标威胁程度, 反应速度快, 性能优良。

战舰类别: 航空母舰
2019年12月17日入列

山东号

山东号是中国首艘自主建造的国产航母, 相比于辽宁号, 山东号的雷达、电子战系统、通信系统、动力系统性能都有所改进和提高, 拥有3座海红旗-10近程防空导弹发射器(18联装), 能够拦截10公里范围内的高速目标。

战舰类别: 航空母舰
2022年6月17日下水

福建号

作为国内第三艘航母, 福建号的排水量达到8万吨级, 装备了目前全球最先进的电磁弹射器, 大型舰载机、预警机、小型无人机的各类机型都能以弹射方式从航母上起飞, 使航母的作战模式更灵活。

福建号下水标志着中国的重大军事进步, 中国航母建造能力迈上全新台阶, 其配置的电磁弹射系统被视为中国海军的一次“重大飞跃”。

战舰类别: 驱逐舰
2020年1月12日入列

055型驱逐舰

055型驱逐舰是中国完全自主研制的万吨级驱逐舰, 承担编队防空、反舰、反潜和进行陆攻击作战任务, 在防空、反导、反舰、反潜, 信息感知和对海打击能力等各个方面相较于我国以往的驱逐舰都有了质的飞跃。

截止至7月31日, 我国服役055型驱逐舰共6艘: 101艘“南昌”、102艘“拉萨”、103艘“鞍山”、104艘“无锡”、105艘“大巡”、106艘“延安”。

战舰类别: 075型两栖攻击舰
2021年4月23日入列

海南舰

作为中国自主研制的首型两栖攻击舰, 海南舰具备较强的两栖作战和执行多样化任务的能力, 配备有导弹、舰炮、电子战等武器系统, 具备较强的自防御能力。

战舰类别: 075型两栖攻击舰
2022年4月21日入列

广西舰

广西舰是我国新一代两栖作战的武器装备, 其入列使中国海军装备体系, 特别是两栖作战编队力量更加完善, 人民海军远海护卫及登岛登陆作战能力大幅提升。

“在不久的将来, 我国第三艘075两栖攻击舰安徽舰即将入列。”

数据来源：南方网、东吴证券研究所

据人民网 2017 年报道，军事专家在接受央视采访时表示，未来我国至少需要 6 艘航母才能满足作战需求。航母战斗群除了航母之外，一般会配置驱逐舰、护卫舰、补给舰和核潜艇等其他舰船。展望未来，海军装备体系建设加速推进，军船制造业具备长期向上成长空间。

图17：航母战斗群由航母、驱逐舰、护卫舰等多舰组成



数据来源：科普中国、东吴证券研究所

3. 重点公司推荐

3.1. 中国动力（600482）：船舶动力装备制造龙头

中国动力的主营业务为多维度的高端动力装备研发、制造、系统集成、销售及服务。公司是中国船舶集团有限公司旗下动力装备上市公司，主营业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、综合电力、柴油机动力、热气机动力、核动力设备等七大动力及相关辅机配套，主要产品包括：燃气轮机集成产品、汽轮机组及余热锅炉、高性能铅酸动力电池、车用起动电池、电力推进系统集成及配套设备、专用电力系统集成及配套设备、柴油机动力产品、民用核电工程安全监测系统、热气机动力产品等。

图18：雪龙号动力系统集成项目

图19：10MW 船用推进电机



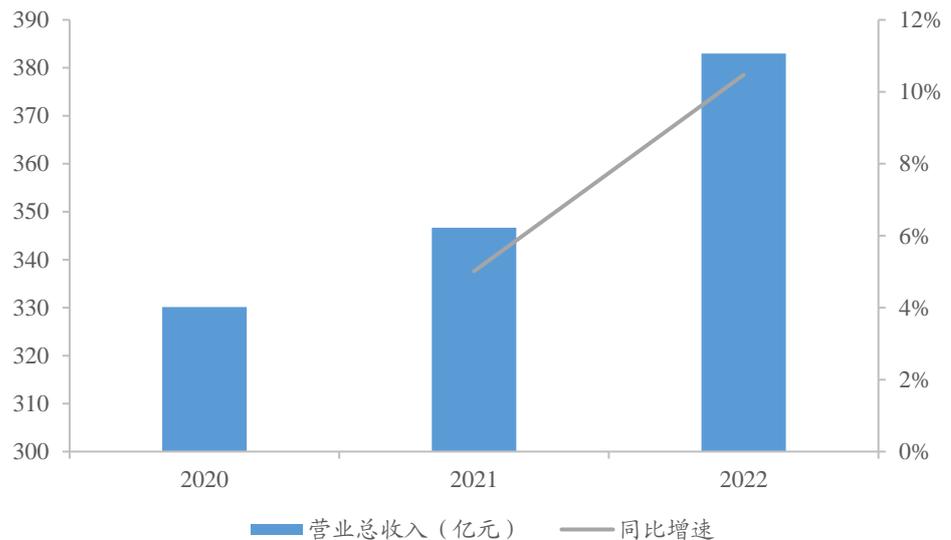
数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司营收持续上涨，盈利状况有望改善。2022年中国动力子公司中船柴油机收购中船工业集团、中国动力等各自持有的柴油机动力业务相关公司股权，对同期数据进行了追溯调整后2020-2022年分别达到了330.13、346.68、382.98亿元，同比增速从2021年的5.01%上升至2022年的10.47%，2020-2022年复合增长率达到7.71%，整体营收规模持续增加。

图20：2022年营收382.98亿元，同比增长10.47%



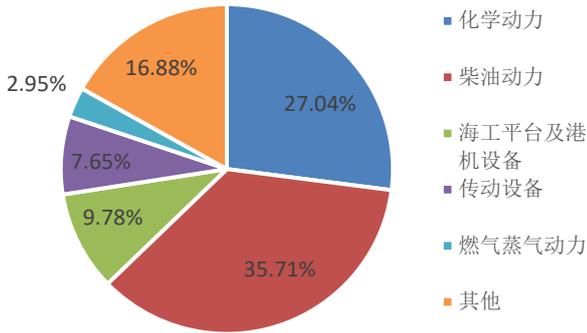
数据来源：Choice，东吴证券研究所

柴油动力和化学动力业务毛利率稳定在15%左右，其余业务毛利率略有下滑。毛利率下滑原因主要是公司管理费用率、销售费用率和研发费用率的上升，2022年三项费用率分别为5.19%、1.77%、4.36%。

图21：2022年柴油动力和化学动力贡献主要毛利润

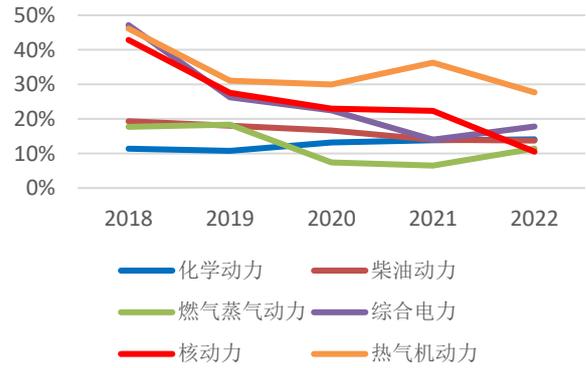
图22：主要业务毛利率稳定，其余业务毛利率承压

毛利率构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

各业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

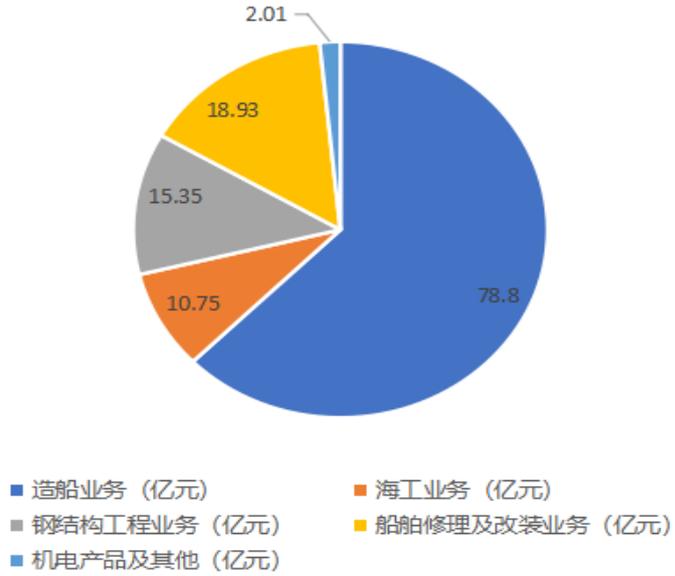
造船周期+绿色动力需求, 公司业绩有望乘胜追击。自 2007 年以来, 全球活跃船厂数量一降再降, 至 2021 年近乎减半, 造船订单逐渐聚焦至头部船企。背靠中国船舶——全球最大的造船集团 (每年造船新接订单量平均约占世界总量的五分之一), 中国动力将在新一轮周期中占尽优势。伴随着新周期的需求放量, 对舰船的排放量和环保特性也迎来了更严苛的标准。中国动力拥有全国领先的核动力与全电动力业务, 能够提供更加环保、更低排量的动力系统, 使得舰船达到各国排放要求。

风险提示: 1) 船舶、汽车行业风险; 2) 主要原材料价格波动风险; 3) 补贴退坡, 新能源汽车销售不及预期。

3.2. 中船防务 (600685): 第一家 A+H 股上市造船企业

公司是中国船舶集团有限公司属下的大型造船骨干企业之一, 主要从事造船业务、海工业务、钢结构工程业务、船舶修理及改装业务和机电产品及其他业务, 是中国第一家 A+H 股上市造船企业。

图23: 中船防务 2022 年营收构成



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

公司在支线集装箱船及疏浚工程船市场具有领先优势,持续深耕“海洋防务装备”、“船舶海工装备”和“海洋科技创新装备”三大产业。公司在军民品方面具有品牌优势。军品方面,公司是国内重要的公务船建造基地;民品方面,公司在多功能深水勘察船、支线集装箱船及疏浚工程船领域处于领先地位,支线集装箱船实现批量承接。公司持续进行船型改进和优化,不断提高产品性能,在优势产品基础上进行产品延伸,形成系列化的产品,产品结构逐渐丰富。

图24: 支线集装箱船



数据来源: 中国船检, 东吴证券研究所

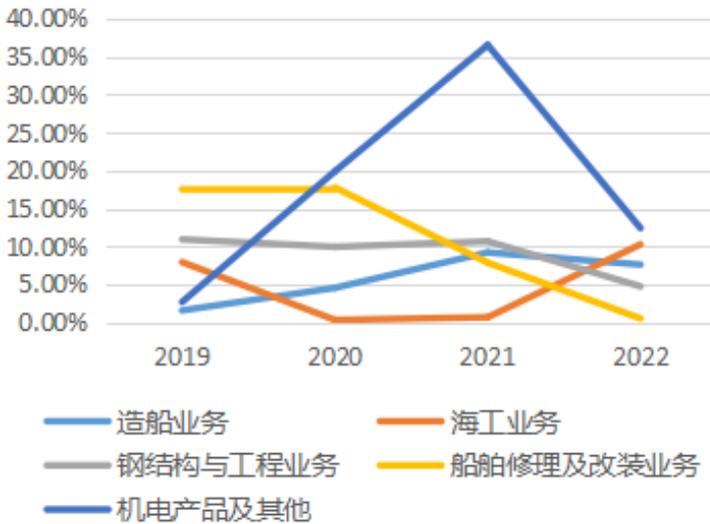
图25: 疏浚工程船



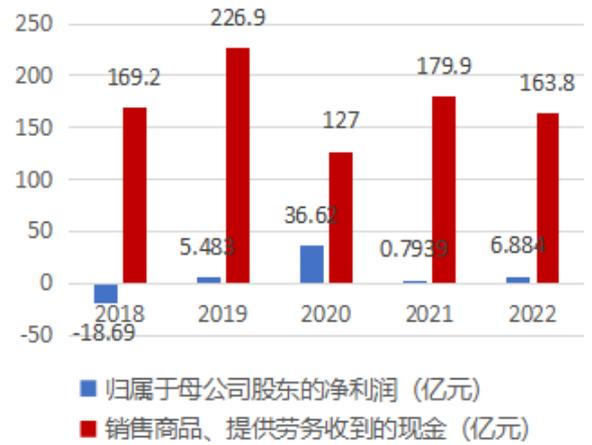
数据来源: 中船黄埔文冲, 东吴证券研究所

图26: 公司主营业务毛利率

图27: 归母净利润与经营活动净现金



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

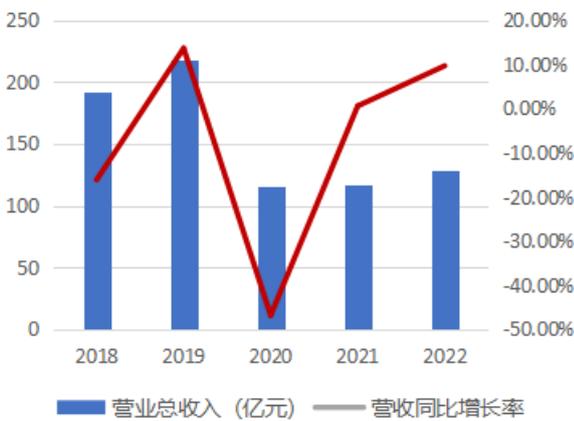


数据来源：Choice，东吴证券研究所

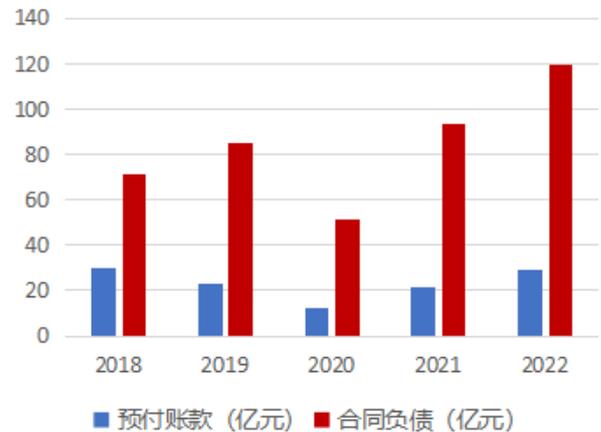
订单充裕，合同负债凸显旺盛需求。截至 2022 年年末，公司合同负债达 119.8 亿元，表明目前公司在手订单充足，下游需求旺盛。公司营收受新冠疫情冲击较大，2020 年营收相比 2019 年减少 46.82% 至 116.08 亿元，在首轮冲击后逐步恢复，2022 年恢复至 127.95 亿元，随着疫情影响淡化，2023 年公司营收有望获得较大恢复。

图28: 公司营业收入与增速

图29: 预付款项与合同负债



数据来源：Choice，东吴证券研究所



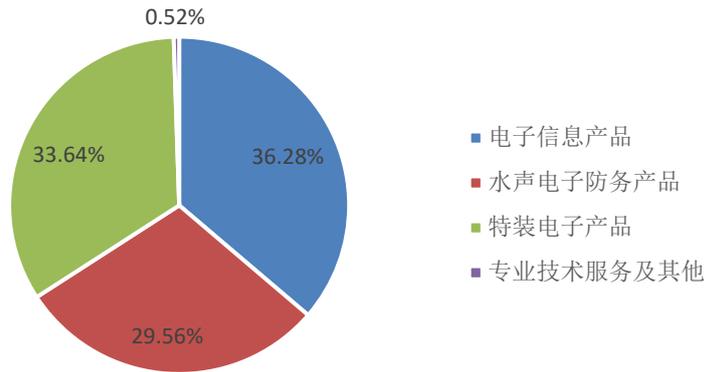
数据来源：Choice，东吴证券研究所

风险提示：1) 船舶市场景气度不如预期；2) 海工行业景气度不如预期；3) 新型装备换装速度不及预期；4) 原材料价格上涨的风险。

3.3. 中国海防 (600764): 海军装备信息化龙头，业绩有望持续稳定增长

中国海防是国内水下信息化龙头企业。主要业务涵盖电子防务装备、战略性新兴产业等相关领域,拥有水声电子方向上国内唯一的全体系科研生产能力。公司提供包括水下信息化装备、智慧城市、智能制造、智能装备、卫星通导、专用电源等各类电子信息产品，产品应用广泛，稳居该领域行业龙头地位。

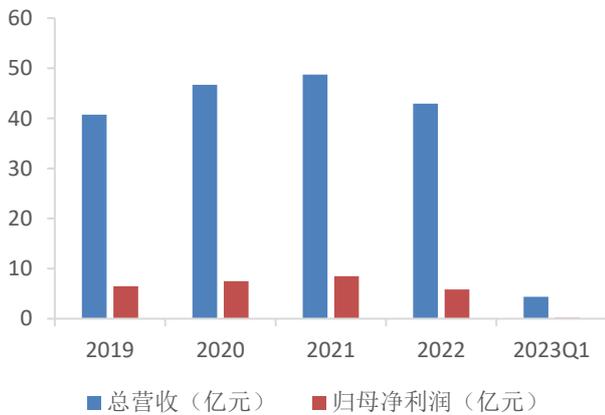
图30: 中国海防 2022 年营收构成



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

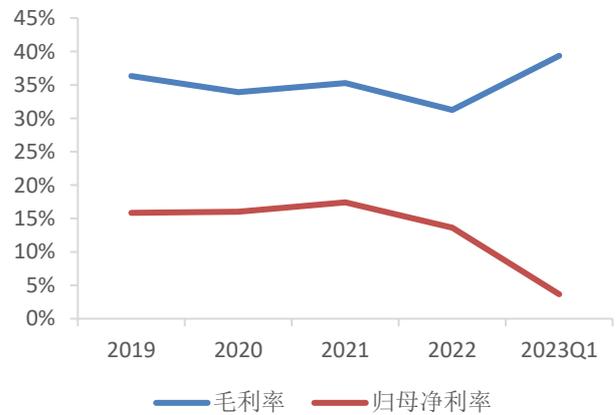
公司毛利率明显领先同行竞争者, 业绩有望持续稳定。公司于 2019 年完成资产重组后, 2019-2021 年营业收入和净利润持续上涨, 2022 年主要受疫情因素影响导致合同签订计划调整造成营业收入和净利润出现下滑。2023 年一季度, 公司毛利率为 39.36%, 在同行业中排名领先, 是 2019 年以来的最好水平。随着不利因素逐步消除, 公司 23 年有望实现恢复性增长。

图31: 公司营业总收入与归母公司股东净利润



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图32: 公司毛利率与归母净利率



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

公司积极投入研发, 多款产品处于行业领先地位。公司积极投入研发, 2019-2022 年研发投入持续稳定增长, 其中 2022 年公司研发费用同比增长 9.11%, 研发投入总额占营业收入比例增长至 12.09%。公司控股子公司瑞声海仪是海军水面舰船拖曳声呐优势供应商, 市占率较高; 公司控股子公司中原电子在水声对抗领域产品型号较多、产品数量在行业中占比较高; 公司控股子公司杰瑞电子轴角转换技术达国际先进水平, 在军用市场居于领先地位; 公司控股子公司青岛杰瑞的北斗抗干扰跟踪定位等技术国内领先。

图33: 蛟龙号

图34: 水声通信机



数据来源：百度百科，东吴证券研究所



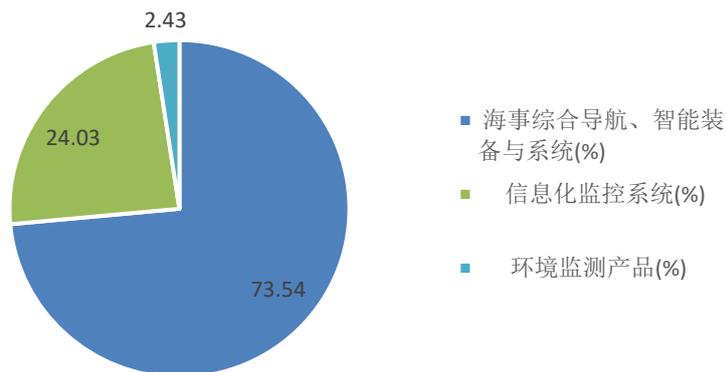
数据来源：百度，东吴证券研究所

风险提示：1) 外界因素导致公司产能释放不及预期，海防市场以及央企组织结构调整等因素可能会导致对应公司的产能释放不及预期；2) 行业竞争风险，我国军改工作以及国家战略的深入推进，军品市场将逐步开放，新竞争者的加入将使行业竞争逐渐加剧；3) 财务管控风险，公司产品生产周期较长，且公司主要客户的付款多集中在年底。

3.4. 海兰信 (300065): 国内智能船舶、海底观探测领域领军企业

海兰信主要从事航海电子科技产品和系统的研发、生产、销售和服务，主营业务是海洋观探测仪器系统以及智能船舶系统销售与服务、海底数据中心业务。其主要产品包括船载航行数据记录仪、船舶远程监控管理系统、船舶电子集成系统、船舶操舵仪以及雷达等。公司是国内唯一具备“智慧海洋+智慧航海”实施能力的上市公司，在海洋及航海传感器领域的市场占有率在国内市场处于领先地位。

图35: 海兰信 2022 年营收构成

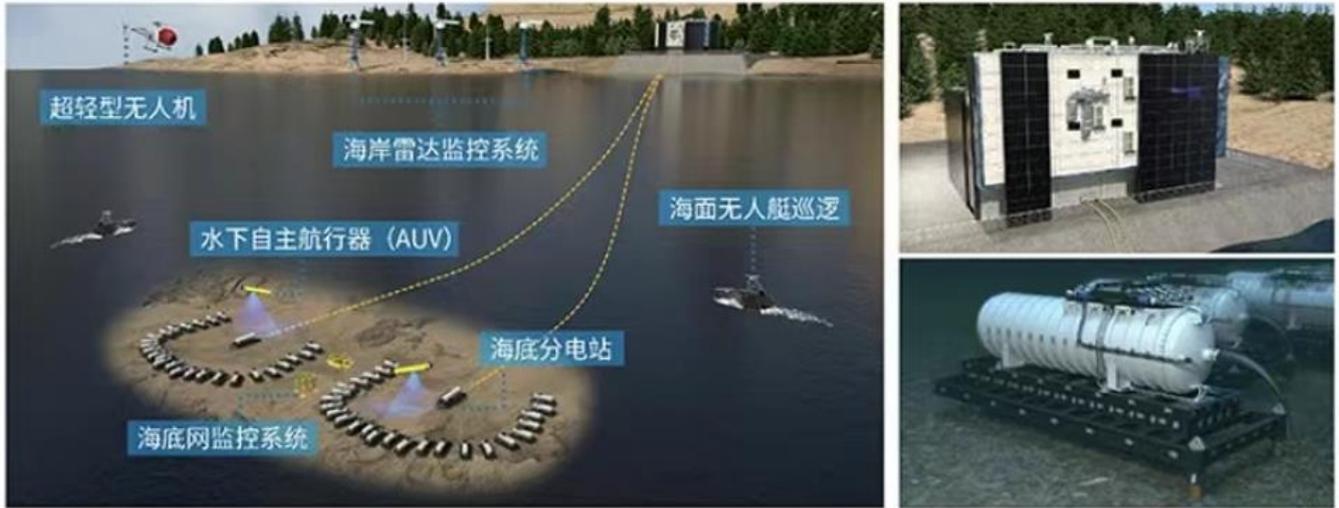


数据来源：Choice，东吴证券研究所

公司业务在海事系统具有明显优势，政策推进和人工智能发展有望驱动海底数据中心（UDC）业务迅速发展。业务主要分为航海、海洋以及 UDC 业务，其中海事业务营收比重较大，占 2022 年营业收入的 73.54%。目前积极拓展 UDC 业务，UDC 是将服务器布放在海底的密封舱中，以海洋作为自然冷源降低服务器功耗，且公司海南首批商用

舱已经落地，是公司新的增量来源。

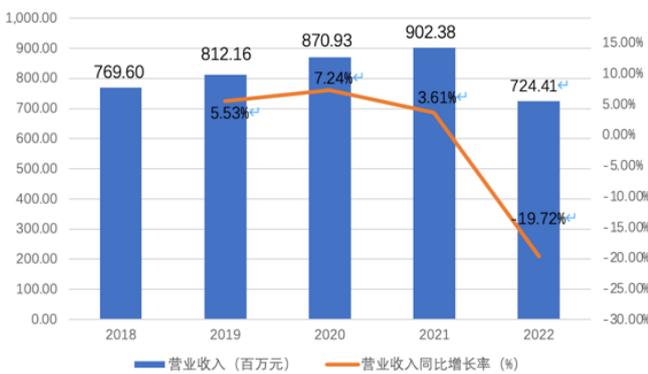
图36: 海兰信海底数据中心 (UDC) 解决方案示意图



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

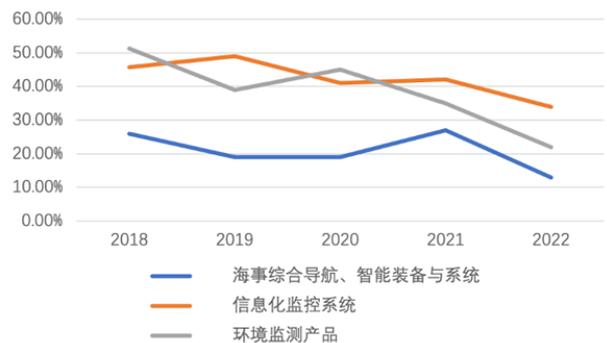
公司多年营业收入总体平稳，2022 年多重原因导致下滑。2022 年受新冠疫情和六月底的美方“实体清单”突发事件的影响，收入下滑至 7.24 亿元，同比下滑 19.72%，2023 年双重影响逐渐淡化，公司营收有望复苏回暖。海事综合导航业务毛利率近 5 年来保持相对稳定，仅 2022 年受疫情等因素影响，毛利率有所波动。公司总体而言后续随着业务推进恢复正常，毛利率有望恢复到 2021 年水平，考虑到公司商业模式相对稳定，因此毛利率有望保持相对稳定水平。

图37: 公司营收增速



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图38: 公司主营业务毛利率



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

风险提示: 1) UDC 业务落地不及预期，目前 UDC 业务属于新兴业务，公司可能面临收入波动; 2) 技术研发不及预期风险; 3) 产品价格存在波动的可能。

4. 风险提示

1) 外界环境产业链影响反复导致公司产能释放不及预期: 下游舰船产业链以及央

企组织结构调整等因素可能会导致对应公司的产能释放不及预期;

2) 军品降价带来毛利率下降: 军品审价/降价可能对相应公司带来毛利率下降风险;

3) 新型装备换装速度不及预期: 下游舰船、海防等装备换装速度存在不及预期的风险。

中国动力 (600482)

船舶动力装备制造龙头，造船周期乘胜追击 增持 (首次)

2023年07月17日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 38,298 | 46,631 | 55,632 | 65,485 |
| 同比 | 10% | 22% | 19% | 18% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 333 | 862 | 939 | 1,127 |
| 同比 | -48% | 159% | 9% | 20% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.15 | 0.39 | 0.43 | 0.52 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 149.53 | 57.73 | 52.96 | 44.15 |

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- **业绩水平持续稳定攀升。**公司营收持续上涨，营收调整后 2020-2022 年分别达到了 330.13、346.68、382.98 亿元，2020-2022 年复合增长率达到 7.71%，整体营收规模持续增加，2023 年 Q1 公司营业收入为 91.62 亿元，同比增速 24.29%。
- **柴油机动力业务完成并购重组，其他业务保持行业领先优势。**2022 年 (下同) 柴油机动力和化学动力 (燃料电池) 业务贡献主要营收，两项业务营收分别达到 127.87 亿元和 94.47 亿元，同年公司柴油机动力业务完成重组，巩固柴油机动力龙头地位。燃气蒸汽动力营收 12.73 亿元，公司在国内中小型燃气轮机市场处于领先地位，并且蒸汽动力设备市场份额稳居国内前列。综合电力营收 6.41 亿元，电力推进系统及核心装备具有完全自主知识产权，并已在多种船型上广泛应用，在新能源船舶动力系统方面处于国内龙头地位。核动力营收 5.37 亿元，在核辐射监测、核去污、核取样、核三废处理等方面处于国内领先地位。热气机动力营收 3.4 亿元，公司是我国热气机动力供应单位，具有完全自主知识产权的技术已达世界先进水平。
- **持续高比例的研发投入，为公司构筑技术领先优势。**公司自 2017 年以来研发支出由 5.35 亿元提升至 2022 年的 25.46 亿元，五年复合增长率达到 36.62%。军品方面，公司不断满足海军战略转型及装备升级需求。民品方面，公司追求节能减排、绿色船舶装备技术并已推出多种产品。
- **造船周期+绿色动力需求，公司业绩有望乘胜追击。**自 2007 年以来，全球活跃船厂数量一降再降，至 2021 年近乎减半，造船订单逐渐聚焦至头部船企。背靠中国船舶——全球最大的造船集团 (每年造船新接订单量平均约占世界总量的五分之一)，中国动力将在新一轮周期中占尽优势。伴随着新周期的需求放量，对舰船的排放量和环保特性也迎来了更严苛的标准。中国动力拥有全国领先的核动力与全电动力业务，能够提供更加环保、更低排量的动力系统，使得舰船达到各国排放要求
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 8.62/9.39/11.27 亿元；PE 分别为 57.73/52.96/44.15 倍。中国船舶动力资产运作平台，我国军民船动力系统领先企业，新型舰船动力进入拐点，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 船舶、汽车行业风险；2) 主要原材料价格波动风险；3) 补贴退坡，新能源汽车销售不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 22.75 |
| 一年最低/最高价 | 14.63/24.87 |
| 市净率(倍) | 1.38 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 46,716.41 |
| 总市值(百万元) | 49,747.84 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 16.43 |
| 资产负债率(% ,LF) | 48.78 |
| 总股本(百万股) | 2,186.72 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,053.47 |

相关研究

《中国动力(600482): 风帆股份: 海洋核动力平台战略价值巨大, 多方资源合力推进按期完成》

2016-04-21

《中国动力(600482): 风帆股份: 大股东完成增持计划, “中国动力”发展后劲十足》

2016-04-20

中国动力三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 60,759 | 69,208 | 74,502 | 85,095 | 营业总收入 | 38,298 | 46,631 | 55,632 | 65,485 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 21,976 | 23,136 | 22,080 | 24,584 | 营业成本(含金融类) | 33,380 | 40,951 | 49,117 | 58,005 |
| 经营性应收款项 | 22,220 | 27,032 | 30,846 | 35,843 | 税金及附加 | 444 | 584 | 697 | 820 |
| 存货 | 15,401 | 17,132 | 19,706 | 22,186 | 销售费用 | 676 | 839 | 1,068 | 1,277 |
| 合同资产 | 476 | 887 | 1,059 | 1,246 | 管理费用 | 1,990 | 2,238 | 2,559 | 2,881 |
| 其他流动资产 | 684 | 1,019 | 811 | 1,235 | 研发费用 | 1,670 | 1,865 | 2,114 | 2,357 |
| 非流动资产 | 25,109 | 25,412 | 25,908 | 26,459 | 财务费用 | (98) | (64) | (77) | (61) |
| 长期股权投资 | 1,046 | 1,046 | 1,046 | 1,046 | 加:其他收益 | 464 | 606 | 723 | 851 |
| 固定资产及使用权资产 | 12,969 | 13,684 | 14,072 | 14,248 | 投资净收益 | 131 | 159 | 190 | 223 |
| 在建工程 | 4,165 | 2,918 | 2,045 | 1,435 | 公允价值变动 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3,916 | 4,571 | 5,314 | 6,145 | 减值损失 | (448) | (16) | (18) | (20) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 23 | 28 | 33 | 39 |
| 长期待摊费用 | 202 | 202 | 202 | 202 | 营业利润 | 424 | 994 | 1,082 | 1,299 |
| 其他非流动资产 | 2,810 | 2,991 | 3,227 | 3,382 | 营业外净收支 | 25 | 32 | 36 | 42 |
| 资产总计 | 85,868 | 94,620 | 100,409 | 111,554 | 利润总额 | 450 | 1,026 | 1,118 | 1,341 |
| 流动负债 | 30,740 | 38,731 | 43,582 | 53,600 | 减:所得税 | 80 | 164 | 179 | 215 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 3,872 | 3,922 | 3,972 | 4,022 | 净利润 | 370 | 862 | 939 | 1,127 |
| 经营性应付款项 | 14,341 | 19,701 | 21,295 | 27,628 | 减:少数股东损益 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 9,675 | 11,876 | 14,735 | 17,981 | 归属母公司净利润 | 333 | 862 | 939 | 1,127 |
| 其他流动负债 | 2,852 | 3,232 | 3,579 | 3,967 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.15 | 0.39 | 0.43 | 0.52 |
| 非流动负债 | 9,473 | 9,473 | 9,473 | 9,473 | EBIT | 200 | 759 | 801 | 996 |
| 长期借款 | 2,614 | 2,614 | 2,614 | 2,614 | EBITDA | 1,504 | 2,174 | 2,284 | 2,550 |
| 应付债券 | 2,179 | 2,179 | 2,179 | 2,179 | 毛利率(%) | 12.84 | 12.18 | 11.71 | 11.42 |
| 租赁负债 | 15 | 15 | 15 | 15 | 归母净利率(%) | 0.87 | 1.85 | 1.69 | 1.72 |
| 其他非流动负债 | 4,664 | 4,664 | 4,664 | 4,664 | 收入增长率(%) | 10.47 | 21.76 | 19.30 | 17.71 |
| 负债合计 | 40,213 | 48,204 | 53,054 | 63,072 | 归母净利润增长率(%) | (47.60) | 159.03 | 9.01 | 19.95 |
| 归属母公司股东权益 | 35,550 | 36,310 | 37,250 | 38,376 | | | | | |
| 少数股东权益 | 10,105 | 10,105 | 10,105 | 10,105 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 45,655 | 46,415 | 47,355 | 48,482 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 85,868 | 94,620 | 100,409 | 111,554 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 3,100 | 2,932 | 840 | 4,485 | 每股净资产(元) | 16.41 | 16.56 | 16.99 | 17.51 |
| 投资活动现金流 | (3,908) | (1,515) | (1,738) | (1,821) | 最新发行在外股份(百万股) | 2,187 | 2,187 | 2,187 | 2,187 |
| 筹资活动现金流 | 2,025 | (257) | (158) | (160) | ROIC(%) | 0.31 | 1.16 | 1.21 | 1.48 |
| 现金净增加额 | 1,279 | 1,160 | (1,057) | 2,504 | ROE-摊薄(%) | 0.94 | 2.37 | 2.52 | 2.94 |
| 折旧和摊销 | 1,304 | 1,415 | 1,484 | 1,554 | 资产负债率(%) | 46.83 | 50.95 | 52.84 | 56.54 |
| 资本开支 | (1,267) | (1,443) | (1,635) | (1,824) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 149.53 | 57.73 | 52.96 | 44.15 |
| 营运资本变动 | 977 | 653 | (1,550) | 1,879 | P/B (现价) | 1.39 | 1.37 | 1.34 | 1.30 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

中船防务 (600685)

第一家 A+H 股上市造船企业, 产业延伸持续推进

增持 (首次)

2023 年 07 月 17 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

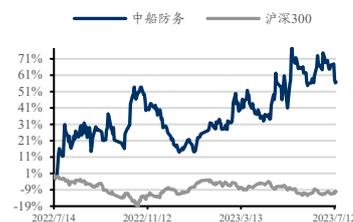
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 12,795 | 15,287 | 17,818 | 19,851 |
| 同比 | 10% | 19% | 17% | 11% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 688 | 713 | 991 | 1,311 |
| 同比 | 767% | 4% | 39% | 32% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.49 | 0.50 | 0.70 | 0.93 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 57.17 | 55.18 | 39.69 | 30.01 |

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- **营收持续稳定攀升, 毛利率稳定增长。**公司毛利率稳定增长, 2018-2022 年分别为 -0.25%、3.98%、6.49%、10.23% 和 6.86%, 2022 年毛利率出现小幅下降的原因主要系造船产品建造过程中的汇率波动、原材料价格等因素影响。近三年公司营收持续上涨, 2020-2022 年分别达到了 116.1、116.7 和 128.0 亿元。2022 年总营收较 2021 年上涨 9.63%。但汇率变动、产品交付时间、原材料价格变动等, 营收及归母净利润有下滑的风险。
- **持续深耕三大产业, 合同负债凸显旺盛需求。**公司持续深耕“海洋防务装备”、“船舶海工装备”和“海洋科技创新装备”三大产业, 造船业务是公司主要业务, 2022 年造船业务营业收入占公司总收入 61.59%。公司在支线型集装箱船、公务船等高技术、高附加值产品和特种船等方面掌握并拥有自主知识产权的核心技术, 市场封闭性高, 同时公司已成为我国支线集装箱船最大最强的生产基地。公司完成了自主研发的 1900TEU 集装箱船、85000DWT 散货船, 以及智能型无人系统母船“珠海云号”、三峡 2000 吨风电平台、深中通道钢壳管节等重点产品的交付。截至 2022 年末, 公司合同负债达 119.8 亿元, 反映公司在手订单饱满, 市场需求旺盛。
- **技术储备深厚, 竞争优势显著。**公司拥有国家级企业技术中心、海洋工程研发设计国家工程实验室等省部级以上科技创新平台 11 个, 是华南地区最具有实力的船舶产品开发和设计中心之一, 在支线集装箱船、公务船、科考船、风电安装平台等高技术、高附加值产品和特种船等方面掌握并拥有自主知识产权的核心技术。公司持续在优势产品基础上进行产品延伸, 不断增加研发投入, 坚持自主创新, 形成系列化的产品。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 7.13/9.92/13.11 亿元; PE 分别为 55.18/39.69/30.01 倍。中国船舶集团旗下上市平台, 行业景气周期已至, 造船行业新船订单暴涨, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 船舶市场景气度不如预期; 2) 海工行业景气度不如预期; 3) 新型装备换装速度不及预期; 4) 原材料价格上涨的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 27.84 |
| 一年最低/最高价 | 17.22/32.30 |
| 市净率(倍) | 2.56 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 22,868.76 |
| 总市值(百万元) | 39,352.02 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.87 |
| 资产负债率(% ,LF) | 59.93 |
| 总股本(百万股) | 1,413.51 |
| 流通 A 股(百万股) | 821.44 |

相关研究

《中船防务(600685): 中船防务: 业绩低于预期, 仍看好军船放量+国改提速》

2016-03-25

《中船防务(600685): 中船防务: 受益于航母战斗群建设+国企改革双提速》

2016-01-04

中船防务三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 25,845 | 29,525 | 32,009 | 38,568 | 营业总收入 | 12,795 | 15,287 | 17,818 | 19,851 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 14,844 | 14,843 | 15,333 | 21,318 | 营业成本(含金融类) | 11,917 | 14,082 | 16,416 | 18,288 |
| 经营性应收款项 | 4,158 | 6,041 | 6,696 | 7,252 | 税金及附加 | 20 | 27 | 32 | 35 |
| 存货 | 4,354 | 4,252 | 5,323 | 4,837 | 销售费用 | 109 | 107 | 125 | 139 |
| 合同资产 | 2,294 | 3,975 | 4,454 | 4,764 | 管理费用 | 548 | 642 | 731 | 794 |
| 其他流动资产 | 196 | 414 | 202 | 398 | 研发费用 | 576 | 657 | 748 | 814 |
| 非流动资产 | 20,635 | 21,218 | 21,744 | 22,235 | 财务费用 | (449) | (57) | (55) | (59) |
| 长期股权投资 | 5,576 | 5,576 | 5,576 | 5,576 | 加:其他收益 | 130 | 188 | 273 | 371 |
| 固定资产及使用权资产 | 5,539 | 6,111 | 6,640 | 7,110 | 投资净收益 | 618 | 783 | 1,021 | 1,274 |
| 在建工程 | 277 | 229 | 199 | 181 | 公允价值变动 | (23) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 910 | 923 | 940 | 962 | 减值损失 | (102) | 2 | 3 | 4 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 50 | 50 | 50 | 50 | 营业利润 | 695 | 801 | 1,118 | 1,489 |
| 其他非流动资产 | 8,283 | 8,328 | 8,339 | 8,356 | 营业外净收支 | 5 | 7 | 10 | 13 |
| 资产总计 | 46,480 | 50,743 | 53,753 | 60,803 | 利润总额 | 700 | 808 | 1,128 | 1,502 |
| 流动负债 | 24,361 | 27,918 | 29,927 | 35,652 | 减:所得税 | (10) | 87 | 127 | 177 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 4,340 | 4,390 | 4,440 | 4,490 | 净利润 | 710 | 720 | 1,001 | 1,325 |
| 经营性应付款项 | 7,526 | 11,642 | 11,066 | 14,639 | 减:少数股东损益 | 22 | 7 | 10 | 13 |
| 合同负债 | 11,980 | 11,266 | 13,625 | 15,545 | 归属母公司净利润 | 688 | 713 | 991 | 1,311 |
| 其他流动负债 | 516 | 620 | 795 | 979 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.49 | 0.50 | 0.70 | 0.93 |
| 非流动负债 | 3,368 | 3,368 | 3,368 | 3,368 | EBIT | (348) | (41) | 39 | 152 |
| 长期借款 | 2,230 | 2,230 | 2,230 | 2,230 | EBITDA | 85 | 518 | 699 | 929 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 6.86 | 7.88 | 7.87 | 7.87 |
| 租赁负债 | 115 | 115 | 115 | 115 | 归母净利率(%) | 5.38 | 4.67 | 5.56 | 6.61 |
| 其他非流动负债 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 收入增长率(%) | 9.63 | 19.47 | 16.56 | 11.41 |
| 负债合计 | 27,729 | 31,286 | 33,295 | 39,020 | 归母净利润增长率(%) | 767.13 | 3.61 | 39.01 | 32.28 |
| 归属母公司股东权益 | 15,588 | 16,287 | 17,279 | 18,590 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3,163 | 3,170 | 3,180 | 3,193 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 18,751 | 19,457 | 20,458 | 21,783 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 46,480 | 50,743 | 53,753 | 60,803 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|---------|---------|---------|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 2,015 | 449 | 730 | 6,051 | 每股净资产(元) | 11.03 | 11.52 | 12.22 | 13.15 |
| 投资活动现金流 | 3,472 | (350) | (152) | 23 | 最新发行在外股份(百万股) | 1,414 | 1,414 | 1,414 | 1,414 |
| 筹资活动现金流 | 122 | (99) | (88) | (90) | ROIC(%) | (1.40) | (0.14) | 0.13 | 0.48 |
| 现金净增加额 | 5,653 | 0 | 490 | 5,984 | ROE-摊薄(%) | 4.42 | 4.38 | 5.74 | 7.05 |
| 折旧和摊销 | 432 | 559 | 660 | 777 | 资产负债率(%) | 59.66 | 61.66 | 61.94 | 64.17 |
| 资本开支 | (100) | (1,073) | (1,145) | (1,217) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 57.17 | 55.18 | 39.69 | 30.01 |
| 营运资本变动 | 1,261 | (174) | (35) | 5,100 | P/B (现价) | 2.52 | 2.42 | 2.28 | 2.12 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

中国海防 (600764)

海军装备信息化龙头，业绩有望持续稳定增长

增持 (首次)

2023年07月17日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 4,292 | 5,332 | 6,620 | 8,189 |
| 同比 | -12% | 24% | 24% | 24% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 585 | 804 | 1,012 | 1,024 |
| 同比 | -31% | 37% | 26% | 1% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.82 | 1.13 | 1.42 | 1.44 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 32.75 | 23.82 | 18.93 | 18.70 |

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- **海军装备信息化龙头，毛利率明显领先同行竞争者。**中国海防是国内水下信息化龙头企业，业务全面覆盖水下信息获取、探测、通信、对抗、导航系统及设备等领域，产品应用广泛，稳居该领域行业龙头地位。公司于2019年完成资产重组后，2019-2021年营业收入和净利润持续上涨，2022年主要受疫情因素影响导致合同签订计划调整造成营业收入和净利润出现下滑。2023年一季度，公司毛利率为39.36%，在同行业中排名领先，是2019年以来的最好水平。随着不利因素逐步消除，公司23年有望实现恢复性增长。
- **积极投入研发，多款产品处于行业领先地位。**公司积极投入研发，2019-2022年研发投入持续稳定增长，其中2022年公司研发费用同比增长9.11%，占收入比重较2021年增加1.60pct至8.27%。公司控股子公司瑞声海仪是海军水面舰船拖曳声呐领先供应商，市占率较高；公司控股子公司中原电子在水声对抗领域产品型号众多、行业内数量占比高；公司控股子公司杰瑞电子轴角转换技术达国际先进水平，在军用市场处于领先地位；公司控股子公司青岛杰瑞的北斗抗干扰跟踪定位等技术国内领先。
- **多因素推动海军装备信息化，公司业绩有望持续稳定增长。**近年来我国海上贸易规模不断增长，对海上运输的安全提出了更高的要求。同时党的二十大报告在明确到2035年“我国发展的总体目标”时，把“基本实现国防和军队现代化”作为重要内容指标；在明确未来五年的主要目标任务时，把“建军一百年奋斗目标如期实现”作为重要内容指标。根据中研网数据，预计2025年中国国防信息化开支将增长至2513亿元，2015-2025年复合增长率11.6%，市场空间广阔，公司业绩有望持续稳定增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别8.04/10.12/10.24亿元；PE分别为23.82/18.93/18.70倍。中国船舶电子信息产业板块相关上市平台，受益于海军信息化建设，有望打造海洋信息化领军企业，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 外界因素导致公司产能释放不及预期，海防市场以及央企组织结构调整等因素可能会导致对应公司的产能释放不及预期；2) 行业竞争风险，我国军改工作以及国家战略的深入推进，军品市场将逐步开放，新竞争者的加入将使行业竞争逐渐加剧；3) 财务管控风险，公司产品生产周期较长，且公司主要客户的付款多集中在年底。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 26.96 |
| 一年最低/最高价 | 20.04/30.66 |
| 市净率(倍) | 2.46 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,158.57 |
| 总市值(百万元) | 19,158.57 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.97 |
| 资产负债率(% ,LF) | 25.92 |
| 总股本(百万股) | 710.63 |
| 流通 A 股(百万股) | 710.63 |

相关研究

《中国海防(600764): 中国海防: Q2 单季度恢复较好, 电子信息产业板块整合平台地位明确》

2020-09-01

《中国海防(600764): 重组资产完成交割过户, 体外仍有较大资产》

2020-01-21

中国海防三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 8,615 | 10,016 | 11,519 | 13,751 | 营业总收入 | 4,292 | 5,332 | 6,620 | 8,189 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,697 | 2,579 | 3,237 | 3,260 | 营业成本(含金融类) | 2,950 | 3,592 | 4,435 | 5,749 |
| 经营性应收款项 | 3,631 | 4,390 | 5,004 | 6,043 | 税金及附加 | 25 | 24 | 29 | 36 |
| 存货 | 1,591 | 2,201 | 2,235 | 3,195 | 销售费用 | 97 | 118 | 147 | 181 |
| 合同资产 | 616 | 753 | 918 | 1,118 | 管理费用 | 294 | 347 | 431 | 533 |
| 其他流动资产 | 79 | 93 | 126 | 135 | 研发费用 | 355 | 443 | 550 | 681 |
| 非流动资产 | 2,059 | 2,260 | 2,469 | 2,684 | 财务费用 | 1 | (20) | (16) | (23) |
| 长期股权投资 | 215 | 215 | 215 | 215 | 加:其他收益 | 68 | 65 | 89 | 119 |
| 固定资产及使用权资产 | 939 | 1,164 | 1,379 | 1,586 | 投资净收益 | 11 | 13 | 16 | 20 |
| 在建工程 | 472 | 456 | 459 | 476 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 255 | 246 | 236 | 228 | 减值损失 | (15) | (3) | (4) | (5) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 6 | 6 | 6 | 6 | 营业利润 | 633 | 902 | 1,145 | 1,165 |
| 其他非流动资产 | 172 | 173 | 173 | 173 | 营业外净收支 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 10,674 | 12,275 | 13,988 | 16,435 | 利润总额 | 633 | 904 | 1,147 | 1,167 |
| 流动负债 | 2,364 | 3,161 | 3,861 | 5,284 | 减:所得税 | 48 | 100 | 135 | 143 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 357 | 407 | 457 | 507 | 净利润 | 585 | 804 | 1,012 | 1,024 |
| 经营性应付款项 | 1,466 | 1,947 | 2,316 | 3,258 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 52 | 134 | 214 | 341 | 归属母公司净利润 | 585 | 804 | 1,012 | 1,024 |
| 其他流动负债 | 489 | 673 | 875 | 1,178 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.82 | 1.13 | 1.42 | 1.44 |
| 非流动负债 | 530 | 530 | 530 | 530 | EBIT | 622 | 872 | 1,116 | 1,127 |
| 长期借款 | 415 | 415 | 415 | 415 | EBITDA | 769 | 996 | 1,261 | 1,294 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 31.25 | 32.62 | 33.00 | 29.79 |
| 租赁负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | 归母净利率(%) | 13.63 | 15.08 | 15.29 | 12.51 |
| 其他非流动负债 | 107 | 107 | 107 | 107 | 收入增长率(%) | (11.95) | 24.24 | 24.17 | 23.70 |
| 负债合计 | 2,894 | 3,691 | 4,391 | 5,814 | 归母净利润增长率(%) | (31.09) | 37.49 | 25.86 | 1.20 |
| 归属母公司股东权益 | 7,780 | 8,584 | 9,597 | 10,621 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 7,780 | 8,584 | 9,597 | 10,621 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 10,674 | 12,275 | 13,988 | 16,435 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 965 | 159 | 964 | 358 | 每股净资产(元) | 10.95 | 12.08 | 13.50 | 14.95 |
| 投资活动现金流 | (614) | (313) | (339) | (365) | 最新发行在外股份(百万股) | 711 | 711 | 711 | 711 |
| 筹资活动现金流 | (214) | 35 | 33 | 30 | ROIC(%) | 6.89 | 8.63 | 9.91 | 8.98 |
| 现金净增加额 | 138 | (118) | 658 | 23 | ROE-摊薄(%) | 7.52 | 9.37 | 10.55 | 9.64 |
| 折旧和摊销 | 147 | 124 | 145 | 167 | 资产负债率(%) | 27.11 | 30.07 | 31.39 | 35.37 |
| 资本开支 | (332) | (323) | (353) | (383) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 32.75 | 23.82 | 18.93 | 18.70 |
| 营运资本变动 | 210 | (772) | (196) | (836) | P/B (现价) | 2.46 | 2.23 | 2.00 | 1.80 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

海兰信 (300065)

军民两端齐发力，水底数据中心方兴未艾

增持 (首次)

2023年07月17日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 724 | 1,244 | 1,783 | 2,398 |
| 同比 | -20% | 72% | 43% | 34% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -789 | 373 | 522 | 701 |
| 同比 | -1713% | 147% | 40% | 34% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | -1.09 | 0.51 | 0.72 | 0.97 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | - | 23.71 | 16.92 | 12.62 |

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- **业绩水平平稳上升，挑战与机遇并存。**公司营业收入在2018-2022年分别达到了769.60、812.16、870.93、902.38、724.41百万元，整体营收规模逐渐上升，利润水平保持平稳，海事综合导航、智能装备与系统的产品贡献主要营收。但受去年新冠疫情和地缘政治的不利因素影响，公司营收和毛利率存在下滑的风险。
- **海底数据中心 (UDC) 发展迅猛，优势显著。**公司是继微软之后的第二家具有海底数据中心的全套技术与实施能力的企业，UDC有着低能耗、低成本、低时延、省资源、高可靠性与高安全性、敏捷部署、多能互补的优势，处于数据中心行业领先水平。2023年3月31日海底数据中心首舱下水仪式在海南陵水顺利举行，是新型绿色数据中心发展的重要里程碑。
- **全球数字经济迅猛发展，人工智能技术驱动需求增长。**近年来随着ChatGPT横空出世，掀起新一轮人工智能热潮。海兰信新新推出的UDC业务，填补我国在海洋工程与数据中心基建融合发展领域的空白，并在面向云服务、GPU超算、AI计算等新技术应用场景时更具节能降本优势，顺应时代热潮发展，潜力较大。
- **挑战与机遇兼具，致力于打造一流海洋科技企业。**行业内深耕二十余年，依托海洋观探测仪器系统以及智能船舶系统销售与服务，发展新兴海底数据中心业务，目标一流海洋科技企业。大数据及人工智能技术正在全球引发一场深刻的地球科学研究革命，海洋观测也已进入大数据时代，紧跟智能船舶海防市场发展方向。国内第一家已经具备海底数据中心综合服务能力的提供商，实现从无到有的突破。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别3.73/5.22/7.01亿元；PE分别为23.71/16.92/12.62倍，海洋经济规模稳步增长，UDC技术壁垒较高，受益于低碳绿色“新基建”建设发展，有望成为公司业绩第二增长曲线，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 外界环境产业链影响反复导致公司产能释放不及预期：下游舰船产业链以及央企组织结构调整等因素可能会导致对应公司的产能释放不及预期；2) 军品降价带来毛利率下降：军品审价/降价可能对相应公司带来毛利率下降风险；3) 新型装备换装速度不及预期：下游舰船、海防等装备换装速度存在不及预期的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 12.20 |
| 一年最低/最高价 | 9.93/19.15 |
| 市净率(倍) | 4.52 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,029.35 |
| 总市值(百万元) | 8,838.66 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.70 |
| 资产负债率(% ,LF) | 22.04 |
| 总股本(百万股) | 724.48 |
| 流通 A 股(百万股) | 658.14 |

相关研究

《海兰信(300065): 贯彻智慧海洋理念，军品业务持续突破，助推业绩持续稳健向上》

2022-06-08

《海兰信(300065): 海兰信点评: 大数据及“十四五”规划助推UDC发展，EDR等新业务有望带来新空间》

2021-12-06

海兰信三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1,902 | 2,012 | 2,829 | 3,457 | 营业总收入 | 724 | 1,244 | 1,783 | 2,398 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,071 | 690 | 1,037 | 1,269 | 营业成本(含金融类) | 592 | 430 | 614 | 822 |
| 经营性应收款项 | 487 | 1,190 | 1,247 | 1,830 | 税金及附加 | 4 | 5 | 6 | 9 |
| 存货 | 254 | 9 | 366 | 136 | 销售费用 | 86 | 127 | 183 | 246 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 120 | 157 | 225 | 303 |
| 其他流动资产 | 91 | 123 | 178 | 222 | 研发费用 | 59 | 114 | 182 | 268 |
| 非流动资产 | 701 | 799 | 906 | 1,012 | 财务费用 | 25 | (1) | 6 | 3 |
| 长期股权投资 | 98 | 98 | 98 | 98 | 加:其他收益 | 11 | 28 | 41 | 55 |
| 固定资产及使用权资产 | 127 | 176 | 217 | 245 | 投资净收益 | 18 | 36 | 61 | 94 |
| 在建工程 | 118 | 90 | 73 | 65 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 210 | 287 | 369 | 456 | 减值损失 | (681) | (13) | (19) | (25) |
| 商誉 | 5 | 5 | 5 | 5 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 13 | 13 | 13 | 13 | 营业利润 | (814) | 464 | 650 | 871 |
| 其他非流动资产 | 131 | 131 | 131 | 131 | 营业外净收支 | 3 | 1 | 1 | 2 |
| 资产总计 | 2,604 | 2,811 | 3,734 | 4,469 | 利润总额 | (810) | 465 | 651 | 873 |
| 流动负债 | 617 | 448 | 844 | 871 | 减:所得税 | (7) | 88 | 124 | 166 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 141 | 191 | 241 | 291 | 净利润 | (803) | 376 | 528 | 708 |
| 经营性应付款项 | 173 | 7 | 249 | 93 | 减:少数股东损益 | (14) | 4 | 5 | 7 |
| 合同负债 | 185 | 116 | 166 | 238 | 归属母公司净利润 | (789) | 373 | 522 | 701 |
| 其他流动负债 | 118 | 134 | 188 | 248 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | (1.09) | 0.51 | 0.72 | 0.97 |
| 非流动负债 | 49 | 49 | 49 | 49 | EBIT | (289) | 439 | 613 | 805 |
| 长期借款 | 18 | 18 | 18 | 18 | EBITDA | (227) | 504 | 695 | 907 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 18.25 | 65.44 | 65.55 | 65.72 |
| 租赁负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | 归母净利率(%) | (108.89) | 29.96 | 29.29 | 29.21 |
| 其他非流动负债 | 22 | 22 | 22 | 22 | 收入增长率(%) | (19.72) | 71.75 | 43.30 | 34.50 |
| 负债合计 | 666 | 497 | 893 | 920 | 归母净利润增长率(%) | (1,712.82) | 147.25 | 40.12 | 34.13 |
| 归属母公司股东权益 | 1,948 | 2,321 | 2,843 | 3,544 | | | | | |
| 少数股东权益 | (10) | (7) | (1) | 6 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,938 | 2,314 | 2,842 | 3,549 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,604 | 2,811 | 3,734 | 4,469 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|---------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 11 | (287) | 451 | 330 | 每股净资产(元) | 2.69 | 3.20 | 3.92 | 4.89 |
| 投资活动现金流 | (51) | (107) | (104) | (88) | 最新发行在外股份(百万股) | 724 | 724 | 724 | 724 |
| 筹资活动现金流 | 314 | 43 | 41 | 39 | ROIC(%) | (12.43) | 15.35 | 17.62 | 18.70 |
| 现金净增加额 | 269 | (351) | 388 | 281 | ROE-摊薄(%) | (40.50) | 16.06 | 18.37 | 19.77 |
| 折旧和摊销 | 62 | 65 | 81 | 102 | 资产负债率(%) | 25.58 | 17.67 | 23.91 | 20.58 |
| 资本开支 | (226) | (174) | (206) | (232) | P/E (现价&最新股本摊薄) | - | 23.71 | 16.92 | 12.62 |
| 营运资本变动 | 68 | (710) | (123) | (419) | P/B (现价) | 4.54 | 3.81 | 3.11 | 2.49 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>