

中国重工（601989）2023年中报点评

打造海洋装备龙头，订单充足未来可期

2023年09月25日

【投资要点】

- ◆ **中国重工是国内海洋开发装备领域核心龙头。**军品领域拥有先进的海洋防务装备研发、设计和制造能力。民品领域是全球知名的海洋运输装备、海洋开发装备、海洋科考装备研制及供应商。2023年上半年，公司实现营业收入168.66亿元，同比增长12.93%；实现归属于母公司净利润1.92亿元，扭亏为盈。
- ◆ **费用率下行毛利大幅改善。**2023年上半年毛利率为10.27%，同比上升4.72pct，管理费用率13.62%同比下降1.86pct，销售费用率0.94%同比下降0.91pct，研发费用率3.17%，同比下降0.34pct。公司净利率1.07%，同比上升5.35pct大幅改善。
- ◆ **2023年上半年主建船型实现批量接单。**油船接单表现突出，共承接各类型油船订单147万载重吨，占上半年经营接单总量41.6%；坚持中高端转型战略，大力推进绿色和中高端船型经营接单，LNG船等中高端船型实现连续接单。
- ◆ **在手订单充足持续得到释放。**2023年6月底，中国重工在手订单1678.1万载重吨，中高端船型比重大幅上升，订单结构得到优化。海洋运输装备业务实现新接订单173亿元。大连造船新承接4艘17.5万立方米大型LNG船建造合同，目前拥有17.5万立方米大型LNG船达到8艘。大连造船与希腊船东签署10艘11.5万吨成品油船；北海造船完成4艘21万吨散货船批量订单，手持此类船订单33艘，市场占有率全球第一。武昌造船承接4艘18500载重吨油/化学品船、2艘9200载重吨不锈钢化学品船、3艘13000吨甲板运输船，都实现批量化接单。
- ◆ **船舶配套领域不断突破。**大连船推承接2+2条174000m³双尾鳍螺旋桨制造合同。江增重工突破氢燃料电池领域“卡脖子”技术，自主研发的氢燃料电池用空压机HC08通过试验检验。中南装备开发的FPSO项目液压油缸系统成功通过客户验收，签订首船套订单。
- ◆ **机电装备领域持续中标。**重庆长征中标国铁集团C70E型通用敞车和X70型集装箱专用平车共计1700辆订单。江增重工承接首台R123热泵压缩机合同。中南装备承接海外石油钻测采装备合同，中标引江济淮工程蜀山复线船闸和东淝河一线船闸改造工程液压启闭机项目。
- ◆ **战略新兴产业板块持续创新。**船用清洁燃料供应系统方面青岛双瑞突破高压船用LNG供气系统（FGSS）技术；节能环保发方面青岛双瑞脱硫产业实现规模化发展；智能装备等方面七所控股持续深耕工程机械涂装项目与汽车零部件行业机器人集成项目，参与新能源轻量化车身自动焊接生产线，保持在燃机、核电等高端行业对国产化替代的配套优势。



挖掘价值投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

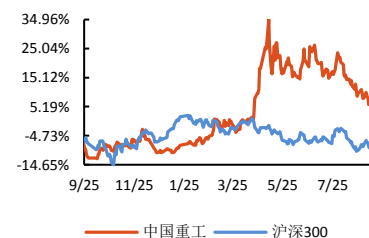
证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

相对指数表现



基本数据

| | |
|--------------|----------------|
| 总市值（百万元） | 94628.45 |
| 流通市值（百万元） | 91647.78 |
| 52周最高/最低（元） | 5.32/3.36 |
| 52周最高/最低（PE） | -42.84/-155.81 |
| 52周最高/最低（PB） | 1.43/0.91 |
| 52周涨幅（%） | 17.90 |
| 52周换手率（%） | 124.62 |

相关研究

【投资建议】

给予“增持”评级，基于军品领域海洋防务装备需求和民品领域海洋运输、开发装备需求不断增加，我们预测公司 2023/2024/2025 年的营业收入分别至 520.3/617.9/738.2 亿元，预测公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别至 4.11/6.69/10.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.02/0.03/0.05 元，对应 PE 分别为 232/142/92 倍。

盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 44154.93 | 52039.00 | 61791.00 | 73826.00 |
| 增长率(%) | 11.67% | 17.86% | 18.74% | 19.48% |
| EBITDA（百万元） | -2417.09 | 1271.76 | 1351.29 | 1571.00 |
| 归属母公司净利润（百万元） | -2260.79 | 411.79 | 669.86 | 1037.13 |
| 增长率(%) | -1128.06% | 118.21% | 62.67% | 54.83% |
| EPS(元/股) | -0.10 | 0.02 | 0.03 | 0.05 |
| 市盈率 (P/E) | — | 232.01 | 142.63 | 92.12 |
| 市净率 (P/B) | 0.95 | 1.14 | 1.13 | 1.12 |
| EV/EBITDA | -13.49 | 35.28 | 30.36 | 23.64 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 国防军工需求不及预期风险
- ◆ 行业竞争加剧影响毛利风险

资产负债表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 流动资产 | 133714.48 | 151075.22 | 162971.27 | 187086.22 |
| 货币资金 | 74922.47 | 77487.99 | 80412.46 | 83582.21 |
| 应收及预付 | 26201.93 | 32566.06 | 36189.82 | 45639.82 |
| 存货 | 25405.14 | 31966.53 | 35981.68 | 45030.39 |
| 其他流动资产 | 7184.94 | 9054.64 | 10387.31 | 12833.80 |
| 非流动资产 | 55182.90 | 53710.34 | 52845.90 | 52450.26 |
| 长期股权投资 | 9628.78 | 9128.78 | 8628.78 | 8128.78 |
| 固定资产 | 32029.75 | 33454.16 | 34267.58 | 34965.24 |
| 在建工程 | 2576.45 | 738.22 | 119.11 | 34.56 |
| 无形资产 | 4492.67 | 4292.67 | 4092.67 | 3892.67 |
| 其他长期资产 | 6455.25 | 6096.51 | 5737.76 | 5429.01 |
| 资产总计 | 188897.37 | 204785.57 | 215817.18 | 239536.48 |
| 流动负债 | 79625.27 | 94922.73 | 105287.50 | 127957.08 |
| 短期借款 | 4573.70 | 3437.91 | 2529.28 | 1802.38 |
| 应付及预收 | 30723.63 | 40871.44 | 43922.27 | 57174.05 |
| 其他流动负债 | 44327.94 | 50613.38 | 58835.95 | 68980.65 |
| 非流动负债 | 25187.56 | 25340.21 | 25340.21 | 25340.21 |
| 长期借款 | 17279.16 | 17279.16 | 17279.16 | 17279.16 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 7908.40 | 8061.05 | 8061.05 | 8061.05 |
| 负债合计 | 104812.83 | 120262.95 | 130627.71 | 153297.30 |
| 实收资本 | 22802.04 | 22802.04 | 22802.04 | 22802.04 |
| 资本公积 | 44658.79 | 44658.79 | 44658.79 | 44658.79 |
| 留存收益 | 14357.56 | 14769.35 | 15397.21 | 16392.34 |
| 归属母公司股东权益 | 83486.53 | 83898.32 | 84526.18 | 85521.31 |
| 少数股东权益 | 598.01 | 624.30 | 663.29 | 717.87 |
| 负债和股东权益 | 188897.37 | 204785.57 | 215817.18 | 239536.48 |

利润表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 44154.93 | 52039.00 | 61791.00 | 73826.00 |
| 营业成本 | 40714.74 | 47371.10 | 56104.02 | 66890.70 |
| 税金及附加 | 355.07 | 418.47 | 492.70 | 584.23 |
| 销售费用 | 405.52 | 390.29 | 459.52 | 544.89 |
| 管理费用 | 4071.38 | 3757.22 | 4533.91 | 5565.14 |
| 研发费用 | 1432.13 | 1379.03 | 1654.26 | 1961.60 |
| 财务费用 | -1854.98 | -920.82 | -1005.40 | -1094.87 |
| 资产减值损失 | -1922.54 | -32.39 | -32.39 | -32.39 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 144.10 | 169.83 | 275.71 | 399.59 |
| 资产处置收益 | -9.82 | -11.57 | -13.62 | -16.15 |
| 其他收益 | 346.01 | 624.47 | 888.40 | 1344.06 |
| 营业利润 | -2576.76 | 394.04 | 670.09 | 1069.40 |
| 营业外收入 | 52.59 | 75.00 | 87.00 | 95.00 |
| 营业外支出 | 26.14 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 利润总额 | -2550.30 | 466.04 | 754.09 | 1161.40 |
| 所得税 | -117.59 | 27.96 | 45.25 | 69.68 |
| 净利润 | -2432.72 | 438.07 | 708.84 | 1091.72 |
| 少数股东损益 | -171.92 | 26.28 | 38.99 | 54.59 |
| 归属母公司净利润 | -2260.79 | 411.79 | 669.86 | 1037.13 |
| EBITDA | -2417.09 | 1271.76 | 1351.29 | 1571.00 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | -3598.85 | 4751.54 | 5625.06 | 5962.91 |
| 净利润 | -2432.72 | 438.07 | 708.84 | 1091.72 |
| 折旧摊销 | 2077.69 | 1924.41 | 1916.30 | 1947.50 |
| 营运资金变动 | -4156.53 | 1638.03 | 2381.81 | 2451.29 |
| 其它 | 912.70 | 751.02 | 618.11 | 472.40 |
| 投资活动现金流 | -9645.90 | -253.99 | -818.16 | -1108.82 |
| 资本支出 | -1191.19 | -1119.57 | -1709.62 | -2154.15 |
| 投资变动 | -10892.62 | 696.44 | 616.44 | 646.44 |
| 其他 | 2437.90 | 169.14 | 275.02 | 398.90 |
| 筹资活动现金流 | 7265.97 | -1932.02 | -1882.43 | -1684.35 |
| 银行借款 | 21469.92 | -1135.78 | -908.63 | -726.90 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -14203.95 | -796.23 | -973.80 | -957.45 |
| 现金净增加额 | -4516.40 | 2565.53 | 2924.47 | 3169.75 |
| 期初现金余额 | 34933.30 | 30416.91 | 32982.43 | 35906.90 |
| 期末现金余额 | 30416.91 | 32982.43 | 35906.90 | 39076.65 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-----------|---------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 11.67% | 17.86% | 18.74% | 19.48% |
| 营业利润增长 | -1537.92% | 115.29% | 70.06% | 59.59% |
| 归属母公司净利润增长 | -1128.06% | 118.21% | 62.67% | 54.83% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 7.79% | 8.97% | 8.43% | 7.93% |
| 净利率 | -5.51% | 0.84% | 1.16% | 1.50% |
| ROE | -2.71% | 0.49% | 0.79% | 1.21% |
| ROIC | -3.83% | -0.55% | -0.48% | -0.32% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.49% | 58.73% | 60.53% | 64.00% |
| 净负债比率 | - | - | - | - |
| 流动比率 | 1.68 | 1.59 | 1.55 | 1.46 |
| 速动比率 | 1.09 | 0.99 | 0.92 | 0.83 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.23 | 0.25 | 0.29 | 0.31 |
| 应收账款周转率 | 4.97 | 4.36 | 5.05 | 4.61 |
| 存货周转率 | 1.74 | 1.63 | 1.72 | 1.64 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | -0.10 | 0.02 | 0.03 | 0.05 |
| 每股经营现金流 | -0.16 | 0.21 | 0.25 | 0.26 |
| 每股净资产 | 3.66 | 3.68 | 3.71 | 3.75 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | — | 232.01 | 142.63 | 92.12 |
| P/B | 0.95 | 1.14 | 1.13 | 1.12 |
| EV/EBITDA | -13.49 | 35.28 | 30.36 | 23.64 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。