

## 新造船市场稳定向好，公司盈利能力有望提升

### 投资要点

- **事件：**中船防务公布2023年第三季度报告。2023年第三季度，公司实现营业收入37.9亿元，同比上涨25.2%，前三季度共实现营业收入97.7亿元，较上年同期同比增长33.9%；第三季度实现归属于母公司的净利润0.1亿元，前三季度共实现归母净利润0.2亿元。
- **中船防务是中国船舶集团有限公司属下的大型造船骨干企业之一，其前身是广州广船国际股份有限公司。**公司于1993年在上海和香港上市，是中国第一家A+H股上市造船企业。为推动行业兼并整合，实现战略产能布局，增强综合竞争力，2014年、2015年，中船防务先后收购了中船龙穴造船有限公司、中船黄埔文冲船舶有限公司，完成了对中船集团在华南地区优质造船资产的整合，实现境内核心军工资产上市，成为集海洋防务装备、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。
- **船舶老龄化严重，刚性船舶替换需求将进一步支撑船舶制造需求。**油轮、干散货船老龄化问题加剧，到2026年，约有超过25.2%的船舶船龄超过20岁。目前干散货船有合计超过8%的船舶船龄超过20岁，未来这一部分老旧船舶淘汰，刚性船舶替换空间较大。海运市场环保政策趋严，环保不达标船改造，更新同样将对造船市场产生重要影响。
- **船厂在手订单趋于饱和，船舶交付周期变长。**随着船厂在手订单趋于饱和，在船厂有限的产能下，船东新下的订单需要等待空余产能，因此交付时间相较于之前变长，从全球以及中国船厂生产保障系数（在手订单/平均三年交付）来看，目前全球船厂的生产保障系数为2.89年，较22年上涨0.34年，而中国船厂的生产保障系数为3.46年，较22年上涨0.73年，也就意味着中国的船厂目前产能利用率更高。
- **有限产能下，船价转为需求定价而非供给定价。**船舶制造中原材料成本占到约6成，其中以钢板为主要原材料，回顾中国新造船价格，船价在很大程度上受船用钢板价格影响，然而随着钢价下降，新造船价仍处于高位，并没有受影响下跌，我们认为这是由于全球船厂产能收紧，小于需求，使得现在的船价主要由需求主导而非供给原料钢板主导。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年营业收入分别为149.8亿元、184.8亿元和215亿元，归母净利润分别为9.9亿元、19.4亿元、23.9亿元，EPS分别为0.70元、1.37元、1.69元。我们认为公司持续打造核心竞争力，开拓新的增长点，盈利能力有望进一步提升，给予2024年20倍PE，对应目标价27.4元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险、造船需求不及预期风险、原材料价格人工成本波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12795.12	14978.35	18476.31	21504.33
增长率	9.63%	17.06%	23.35%	16.39%
归属母公司净利润（百万元）	688.39	993.89	1938.90	2391.40
增长率	767.13%	44.38%	95.08%	23.34%
每股收益EPS（元）	0.49	0.70	1.37	1.69
净资产收益率ROE	3.79%	5.64%	10.01%	11.18%
PE	47	32	17	13
PB	2.06	2.14	1.92	1.71

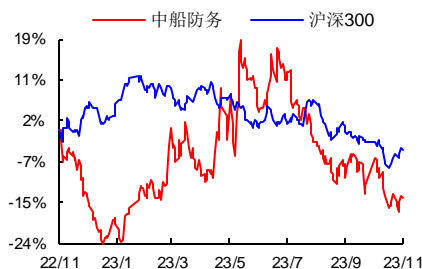
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58352190  
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：刘倩倩  
执业证号：S1250522070003  
电话：15001276860  
邮箱：lqqyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.14
流通A股(亿股)	8.21
52周内股价区间(元)	20.24-31.52
总市值(亿元)	321.15
总资产(亿元)	494.03
每股净资产(元)	11.45

### 相关研究

## 目 录

1 中船防务：海军装备建设重要力量，民用船舶领先制造商.....	1
2 环保政策变革引领船舶工业的发展方向 .....	3
3 持续打造核心竞争力，开拓新的增长点，提升盈利能力 .....	8
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1：中船防务发展历程.....	1
图 2：中船防务股权结构.....	2
图 3：公司主营业务收入增速.....	2
图 4：公司营业收入构成（按业务）.....	2
图 5：公司主营业务毛利率.....	3
图 6：公司毛利润构成（按业务）.....	3
图 7：全球船舶市场.....	3
图 8：全球造船市场发展情况（艘）.....	4
图 9：全球新承接订单量情况（艘）.....	4
图 10：全球新承接订单量情况（艘）.....	5
图 11：全球造船完工量.....	6
图 12：全球新接订单量.....	6
图 13：全球手持订单量.....	6
图 14：全球活跃船厂量.....	6
图 15：船厂生产保障系数（年）.....	7
图 16：新造船价格指数.....	7
图 17：2018 年以来公司营业收入情况.....	8
图 18：2018 年以来公司毛利润情况.....	8
图 19：2018 年以来公司四费率情况.....	8
图 20：2018 年以来公司净利润情况.....	8

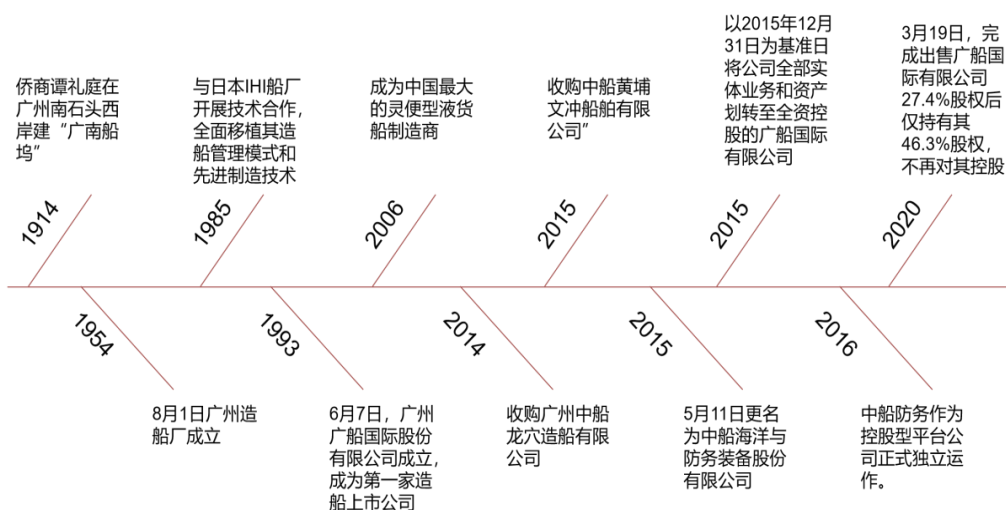
## 表 目 录

表 1：干散货船船龄结构.....	5
表 2：分业务收入及毛利率.....	9
表 3：可比公司估值.....	9
附表：财务预测与估值.....	11

## 1 中船防务：海军装备建设重要力量，民用船舶领先制造商

中船防务是中国船舶集团有限公司属下的大型造船骨干企业之一，其前身是广州广船国际股份有限公司。公司于 1993 年在上海和香港上市，是中国第一家 A+H 股上市造船企业。为推动行业兼并整合，实现战略性产能布局，增强综合竞争力，2014 年、2015 年，中船防务先后收购了中船龙穴造船有限公司、中船黄埔文冲船舶有限公司，完成了对中船集团在华南地区优质造船资产的整合，实现境内核心军工资产上市，成为集海洋防务装备、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。

图 1：中船防务发展历程



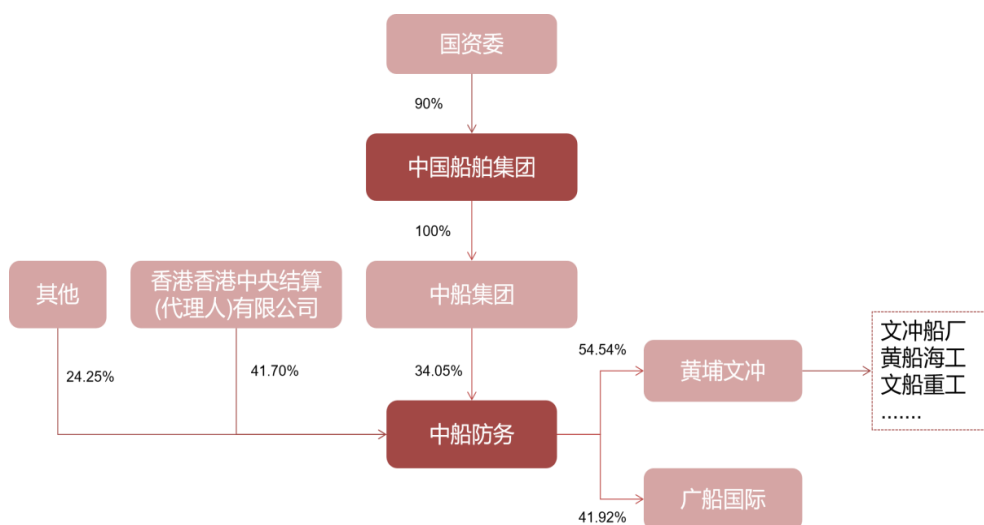
数据来源：公司官网，西南证券整理

本公司控股股东为中船集团，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会，控股子公司造船水平先进。控股股东中船集团是 2019 年 10 月 14 日由原中国船舶工业集团有限公司与原中国船舶重工集团有限公司联合重组成立的特大型国有重要骨干企业。

控股子公司黄埔文冲创建于 1851 年，有着 171 年的建厂史，130 多年的军工史，发展历程横跨三个世纪，是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，是中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地，以 1700TEU、2200TEU、2500TEU、2800TEU、3400TEU 集装箱船为代表的各种规格集装箱船达到了世界先进水平，深受欧洲客户的青睐。

广船国际有限公司是中国船舶集团有限公司属下华南地区最大、最现代化的综合舰船造修企业。在全系列液货船、矿砂船、豪华客船和客滚船、极地船、半潜船、科考船及军辅船、特种船等高技术、高附加值船型建造方面掌握核心技术。作为世界首家建造先进半潜船的船企，全球近三分之一的半潜船均由广船国际建造，为全球基础设施建设和海洋贸易贡献了中国力量。

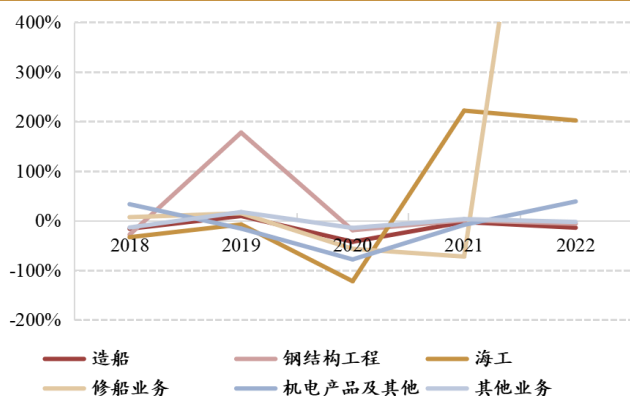
图 2：中船防务股权结构



数据来源: wind, 西南证券整理

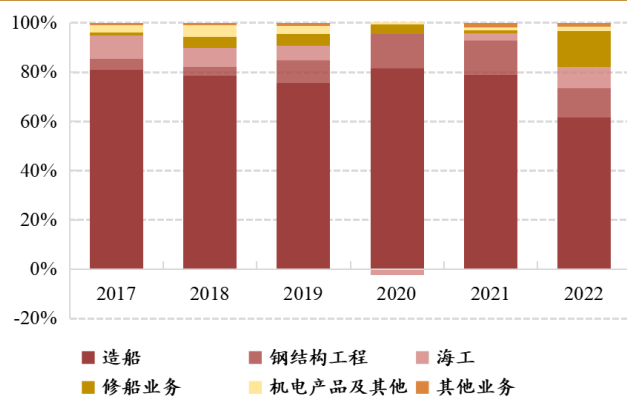
**积极履行强军首责，科学筹划民品接单。**公司主要产品包括以军用舰船、海警装备、公务船等为代表的防务装备产品，以支线集装箱船、挖泥船、海洋工程平台、风电安装平台等为代表的船舶海工产品，以及能源装备、高端钢结构、工程机械、环保装备、工业互联网平台为代表的船海应用业务产品。2022 年船舶修理及改装收入比重增长，造船和海工业务收入比重有所下降；钢结构工程、机电产品及其他板块收入比重与上年相比保持稳定。

图 3：公司主营业务收入增速



数据来源: wind, 西南证券整理

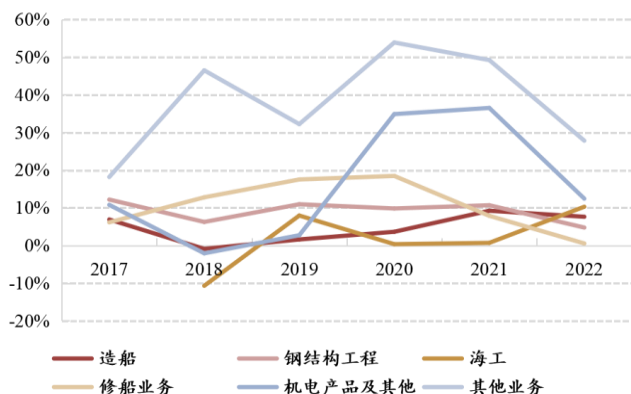
图 4：公司营业收入构成（按业务）



数据来源: wind, 西南证券整理

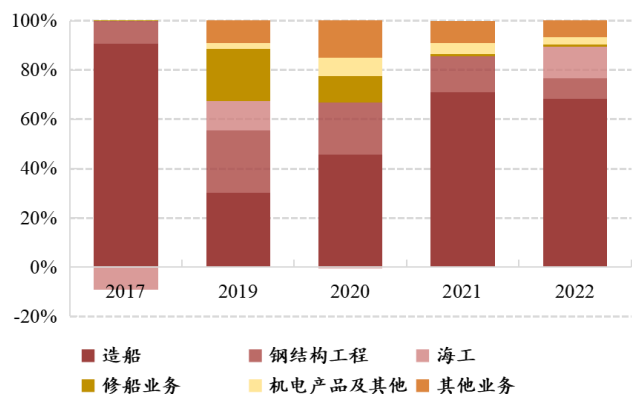
公司毛利润主要由造船业务贡献，造船业务的经营情况在很大程度上决定了公司整体的盈利弹性。船舶行业为典型外向型行业，行业形势与经济、航运等密切相关，造船行业毛利率波动较大，2022 年造船业务毛利率为 7.6%，较上年下降 1.6pp，随着海上风电行业发展，市场上对风电平台等需求略有增加，海工业务毛利增长。

图 5：公司主营业务毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司毛利润构成（按业务）

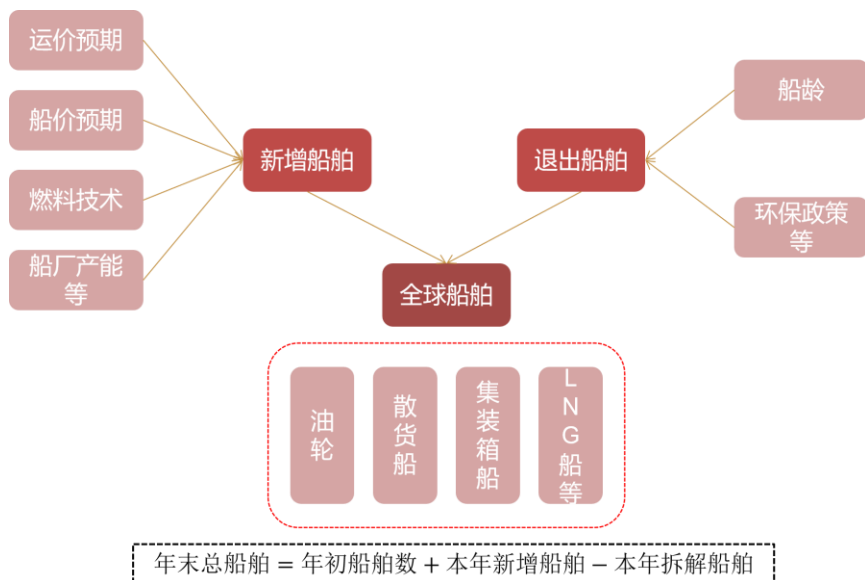


数据来源：wind，西南证券整理

## 2 环保政策变革引领船舶工业的发展方向

市场上的总运力增长来自于船舶建造商造新船，减少则是老旧船的报废、拆解。对于船东而言，在考虑新造船舶时往往会结合多个因素综合考虑，当未来市场贸易量预期增加、运价预期走高时，船东可能提前向船厂下订单，同时不同细分船型的景气度也会影响到其他船型的新增，因为总体而言船厂的产能在短时间内是固定的；市场上退出的船舶主要是因为船舶老化、环保不达标，运行效益低下，老旧的船舶意味着更高昂的维护费用，同时在运行过程中更高的碳排放，对于环保政策趋严的海运市场而言，未来老旧船的环保成本同样惊人。

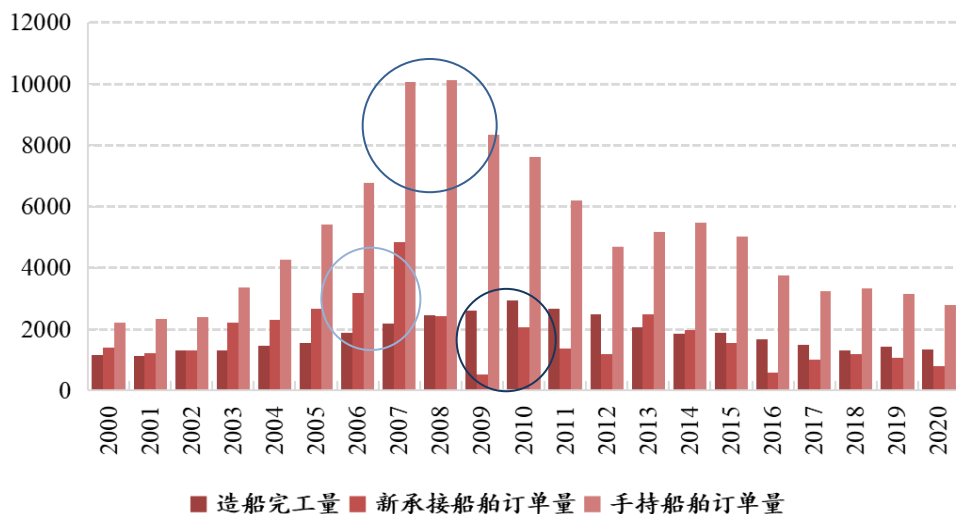
图 7：全球船舶市场



数据来源：西南证券

从船东下订单到最后的交付一般需要经历 2-3 年。由于船厂制造船舶的过程比较长，一般而言从新签订单到最后竣工一般需要两年，船厂一般会在交付后确认收入，因此我们看到船厂业绩的爆发一般来自新签订单爆发过后的 2-3 年。

图 8：全球造船市场发展情况（艘）

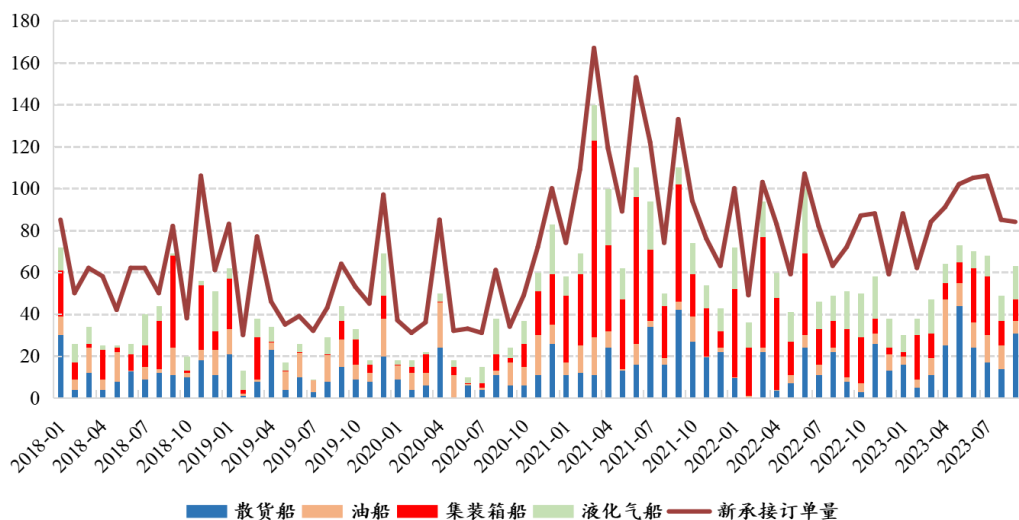


数据来源：wind，西南证券整理

回顾最近几年的船舶制造市场，我们不难发现 2021 年是一个新签订单高峰。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，资产负债表进一步优化，而集运船舶老化情况严重，因此 21 年爆发大量的集装箱船订单，2021 年全球新承接船舶合计 1273 艘，其中集装箱船达到 470 艘，占比为 36.9%，较上一年增长 22.9pp，2022 年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，全年新承接集装箱船 302 艘，占比为 31.7%，同时液化气船舶订单增加，全年新承接 204 艘液化气船舶，占比达到 21.4%。

但是自今年以来，全球宏观经济增长不及预期，全球海运需求震荡走弱，全球造船新接订单与手持订单同比回落。截止到今年 2023 年 9 月，全球累计新承接船舶订单 807 艘，同比增长 12.4%，新船市场船型轮动趋势明显，散货船/油船/集装箱船/液化气船累计新承接订单量为 187/91/129/95 艘，集装箱船、液化气船成交量同比分别下降 52.2%、36.2%。

图 9：全球新承接订单量情况（艘）

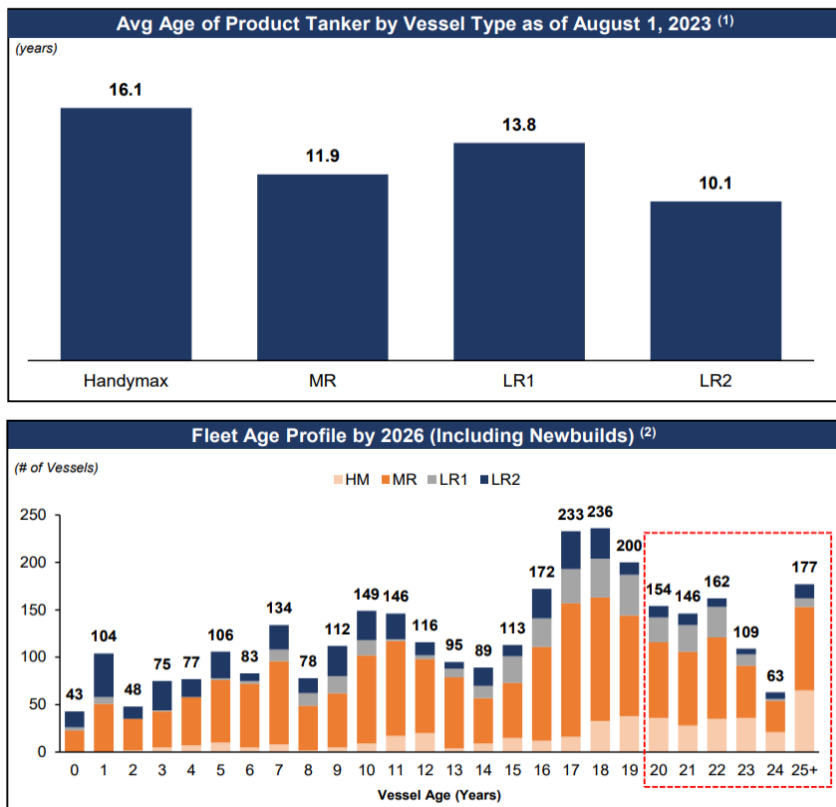


数据来源：wind，西南证券整理



船舶老龄化严重，刚性船舶替换需求将进一步支撑船舶制造需求。油轮、干散货船老龄化问题加剧，截至到 23 年 8 月，handymax/LR1/MR/LR2 船型平均年龄分别为 16.1/13.8/11.9/10.1 岁，同时到 2026 年，约有超过 25.2%的船舶船龄超过 20 岁。目前干散货船有合计超过 8%的船舶船龄超过 20 岁，未来这一部分老旧船舶淘汰，刚性船舶替换空间较大。

图 10：全球新承接订单量情况（艘）



数据来源：STNG，西南证券整理

表 1：干散货船船龄结构

	在手订单比	平均船龄	船龄 20 年以上
小灵便型	9.3%	13	14%
超灵便型及超大灵便型	8.5%	12	10%
巴拿马型及超巴拿马型	9.1%	12	13%
好望角型	5.1%	10	2%
合计	7.4%	12	8%

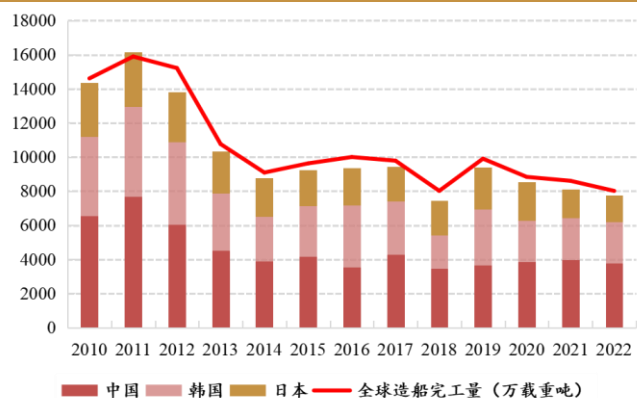
数据来源：太平洋航运，西南证券整理

海运市场环保政策趋严，环保不达标船改造，更新同样将对造船市场产生重要影响。国际海事规则方面，《压载水管理公约》（BWM）修正案、《国际防止船舶造成污染公约》（MARPOL）修正案、《国际控制船舶有害防污底系统国际公约》（AFS）修正案等一系列强制性/类强制性文件出台，显示国际海事组织（IMO）对全球航运业碳排放控制力度持续加强，清洁能源转型是航运业发展必然趋势，清洁燃料动力船舶需求有望迎来稳健增长。

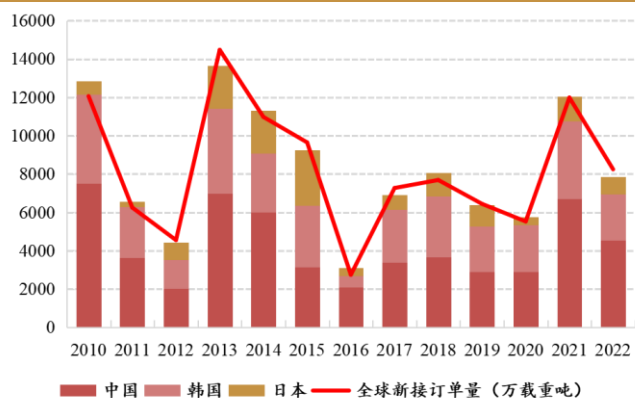


**中国市场份额的提升，高附加值船舶占比提升。**今年上半年，我国造船市场份额继续保持全球领先，造船三大指标全面增长，三大主力船型订单份额持续巩固，绿色、中高端船型占比明显提升，新产品研发取得突破，转型升级成效明显。根据中国船舶工业行业协会数据，1-9 月，我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占全球总量的 48.7%、68.5%和 54.7%，以修正总吨计分别占 46.0%、63.5%和 50.2%，均位居世界第一。上半年新承接 43 艘汽车运输船订单，占全球总量的 97.7%。新承接新船市场全部 4 艘 93000 立方米超大型液氨运输船（VLAC）订单。新承接大型液化天然气（LNG）船 14 艘，占全球总量的 35%，市场份额进一步提升。

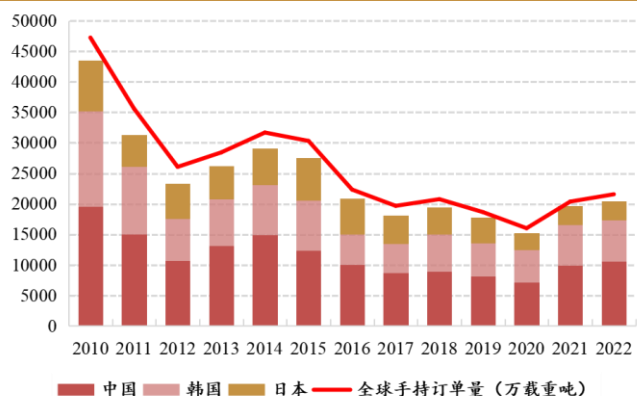
**活跃船厂数量不断下降，船厂产能增长受限。**中国船舶工业行业协会预测，下半年世界经济复苏仍面临诸多挑战，国际航运市场将继续处于下行调整区间，但《2023 年国际海事组织船舶温室气体减排战略》的出台，将推动全球航运业、造船业加快脱碳减排进程，对新造船市场将产生积极作用，预计 2023 年全球新船订单量将超过 1 亿载重吨，我国新船订单量将超 5000 万载重吨。然而截至 2022 年末，全球活跃船厂（至少有 1000GT 以上的手持订单）数量仅为 366 家，同比减少 66 家，相比高峰时期的 1014 家下降了 64%。

**图 11：全球造船完工量**


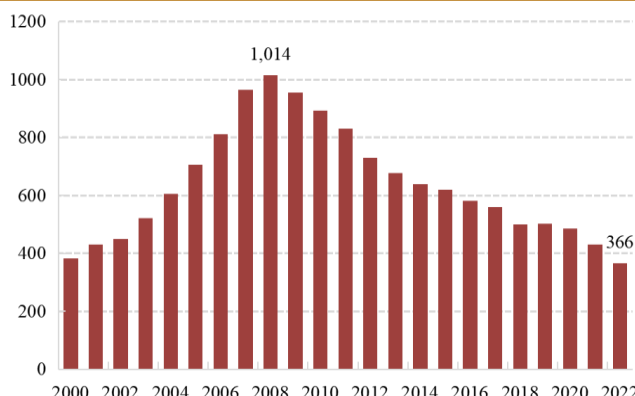
数据来源：wind，西南证券整理

**图 12：全球新接订单量**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 13：全球手持订单量**


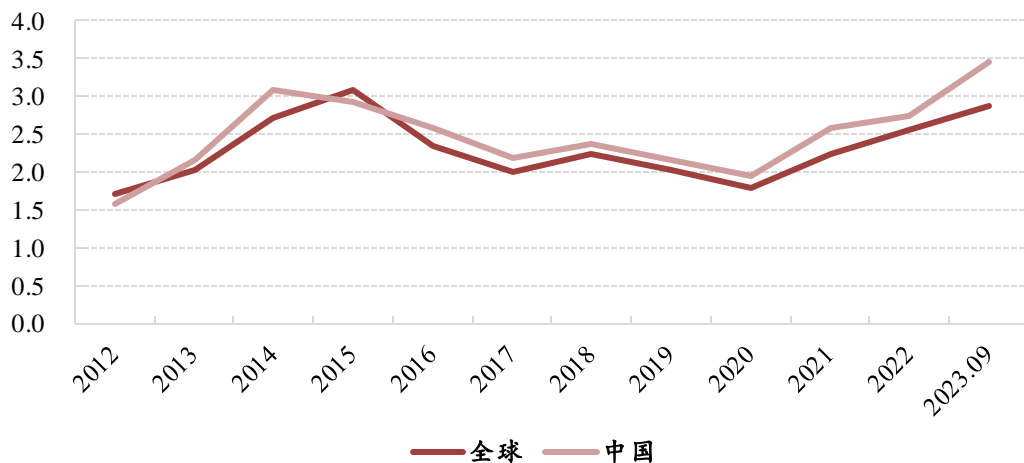
数据来源：wind，西南证券整理

**图 14：全球活跃船厂量**


数据来源：中国重工公告，西南证券整理

船厂在手订单趋于饱和，船舶交付周期变长。随着船厂在手订单趋于饱和，在船厂有限的产能下，船东新下的订单需要等待空余产能，因此交付时间相较于之前变长，从全球以及中国船厂生产保障系数（在手订单/平均三年交付）来看，目前全球船厂的生产保障系数为 2.89 年，较 22 年上涨 0.34 年，而中国船厂的生产保障系数为 3.46 年，较 22 年上涨 0.73 年，也就是意味着中国的船厂目前产能利用率更高。

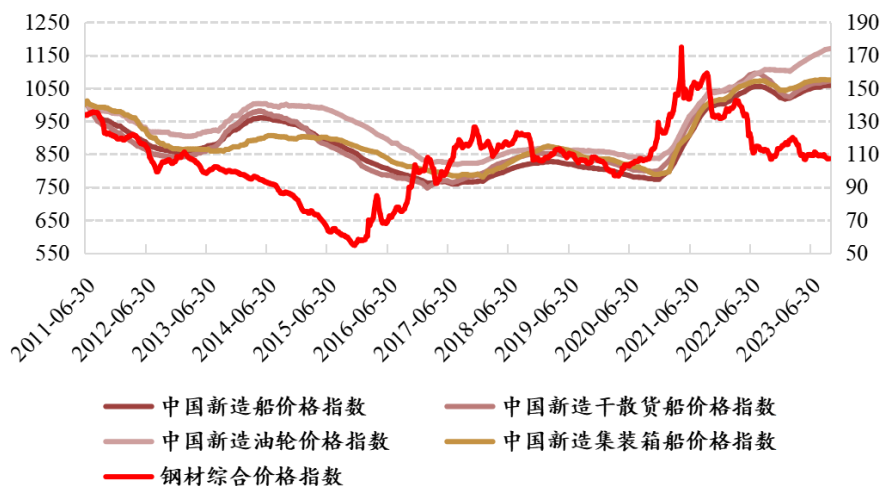
图 15：船厂生产保障系数（年）



数据来源：wind，西南证券整理

有限产能下，船价转为需求定价而非供给定价。船舶制造中原材料成本占到约 6 成，其中以钢板为主要原材料，回顾中国新造船价格，船价在很大程度上受船用钢板价格影响，然而随着钢价下降，新造船价仍处于高位，并没有受影响下跌，我们认为这是由于全球船厂产能收紧，小于需求，使得现在的船价主要由需求主导而非供给原料钢板主导。

图 16：新造船价格指数

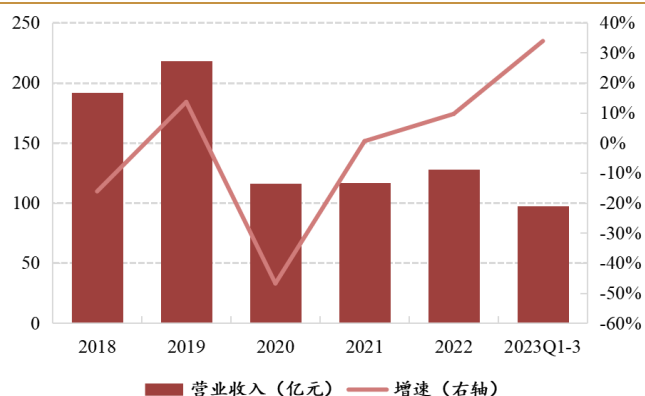


数据来源：wind，西南证券整理

### 3 持续打造核心竞争力，开拓新的增长点，提升盈利能力

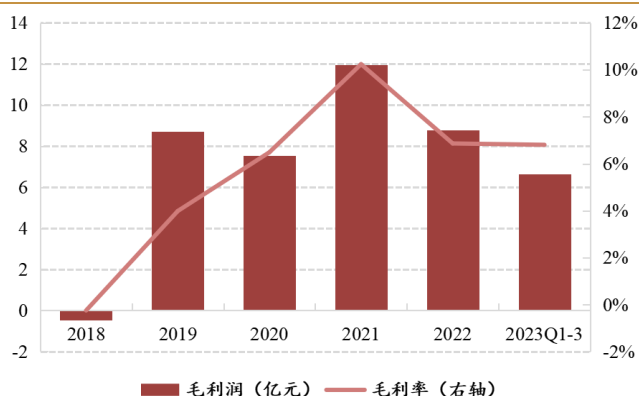
公司产品、技术、品牌优势显著，经营能力持续改善。公司军船、民船、海工等业务建造技术指标已达到国内领先水平，形成了以海警装备、公务装备、支线集装箱船、疏浚挖泥船等为代表的国内外特色产品。公司主营业务产品在国内相关领域拥有较高占有率，奠定了坚实的市场基础。持续聚焦生产效率，生产产量稳步提升，完工产品按期交付。2022 年，公司实现营业收入 128 亿元，完成年度计划的 109.4%；合同承接金额 143.5 亿元，完成年度计划的 125%。2023 年度，公司计划实现营业收入 138 亿元，计划承接合同 162 亿元。截止到 2023 年三季度，公司实现营收 97.7 亿元，同比增长 33.9%，由于完工交付的造船产品主要为前期钢价低位、汇率高位时承接，建造过程中由于汇率波动，原材料价格、人工成本上涨等因素，导致单船收入减少、完工成本增加，截至 2023 年前三季度毛利率为 6.8%。

图 17：2018 年以来公司营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

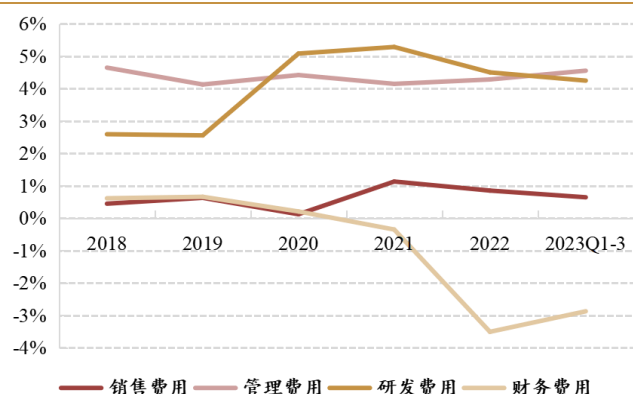
图 18：2018 年以来公司毛利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

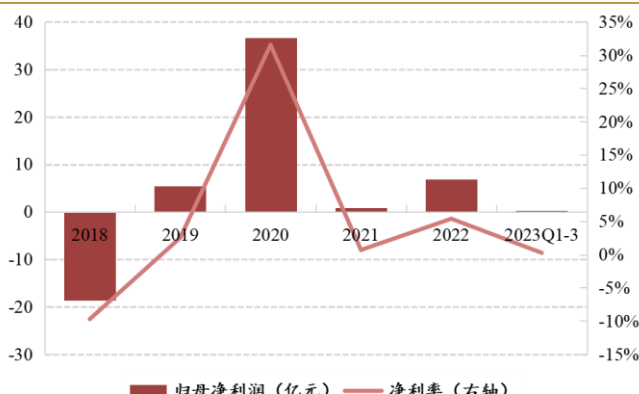
资金存量增加，使得利息收支净额增加，以及美元升值带来的汇兑收益增加，财务费用同比大幅下降。2022 年实现归属于上市公司股东的净利润 6.9 亿元，同比增加 6.1 亿元，增长 767.1%，截止到 2023 年三季度，公司实现归母净利 0.2 亿元，同比增长 1.9%。

图 19：2018 年以来公司四费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：2018 年以来公司净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 截至 2023 年 Q2，公司手持订单合同总价约 561.1 亿元，其中在手造船订单合同总价约 536.6 亿元，包括 116 艘船舶产品、2 座海工装备，共 302.89 万载重吨；我们预计公司 2023/24/25 年的完工量分别增长 54.6%/28.9%/20%。

2) 考虑到造船企业中原材料占成本的比重较大，我们根据造船完工量预测公司 2023/24/25 年造船业务中原材料成本分别增长 19.7%/26.6%/20.5%；

3) 预计公司 2023/24/25 年造船业务中人工成本占比分别为 30.7%/29.3%/29.2%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
造船收入（百万元）	7,880.0	11,072.9	14,499.0	17,479.3
YoY	-14.3%	40.5%	30.9%	20.6%
造船毛利率	7.6%	15.5%	19.8%	20.0%
钢结构工程业务收入（百万元）	1,534.7	1,534.7	1,611.4	1,692.0
YoY	-6.3%	0.0%	5.0%	5.0%
钢结构工程毛利率	4.8%	8.5%	8.9%	8.5%
海工业务收入（百万元）	1,075.1	1,075.1	1,075.1	1,075.1
YoY	202.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海工毛利率	10.3%	1.7%	4.2%	3.4%
修船业务收入（百万元）	1,892.9	883.2	878.3	845.5
YoY	1429.5%	-53.3%	-0.6%	-3.7%
修船毛利率	0.5%	11.0%	11.0%	9.0%
收入合计（百万元）	12,795.1	14,978.4	18,476.3	21,504.3
YoY	9.6%	17.1%	23.4%	16.4%
成本合计（百万元）	11,916.9	12,924.1	15,217.7	17,657.3
毛利率	6.9%	13.7%	17.6%	17.9%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 149.8 亿元（+17.1%）、184.8 亿元（+23.4%）和 215 亿元（+16.4%），归母净利润分别为 9.9 亿元（+44.4%）、19.4 亿元（+95.1%）、23.9 亿元（+23.3%），EPS 分别为 0.70 元、1.37 元、1.69 元。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价	EPS（元）				PE（倍）			
		（元）	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600150.SH	中国船舶	26.06	0.04	0.59	1.44	2.05	580	45	18	13
601989.SH	中国重工	4.02	-0.10	0.06	0.21	0.33	-35	70	20	12
平均值							272	58	19	12
600685.SH	中船防务	22.72	0.49	0.70	1.37	1.69	47	32	17	13

数据来源：Wind，西南证券整理

综合考虑公司主营业务，选取了造船行业 2 家上市公司作为估值参考，可比公司 23 年 PE 为 58 倍，24 年平均 PE 是 19 倍。我们认为公司持续打造核心竞争力，开拓新的增长点，盈利能力有望进一步提升，给予 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 27.4 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**汇率风险：**本集团的汇率风险产生于以外币计价的资产（或债权）与负债（或债务），由于汇率的波动而引起价值涨跌的可能性。主要集中于以美元计价的出口船舶订单，本集团将继续坚持以风险防范为目的，立足本集团经营接单汇率，加强汇率走势分析，制定汇率风险防范方案，采用远期结汇、期权等金融工具防范汇率风险。

**客户风险：**受世界经济、航运贸易等因素影响，船东可能出现融资困难、资金紧张的情况，导致拖欠船款、延迟确认交付及修改合同甚至弃船情况的发生，造成公司存在在手订单违约的风险。本集团将进一步加强合同履行管理，强化船东资信调查、项目过程管理，提高船东的违约成本，加强合同履行的预警监控，促进在手订单交付。

**成本风险：**本集团实行订单式生产且建造周期长，钢材等原材料价格波动及人工成本上涨，可能导致公司在建产品成本被动增长，控增降本难度较大，将对公司经营业绩产生一定影响。本集团将持续做好全产业链提效降本工作，并优化产品结构，通过推进主建产品批量化承接生产，及提升高附加值产品占比等措施，尽量降低成本波动对公司影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12795.12	14978.35	18476.31	21504.33	净利润	710.06	1025.18	1999.93	2466.67
营业成本	11916.90	12924.13	15217.73	17657.31	折旧与摊销	370.25	258.26	267.21	275.60
营业税金及附加	20.37	25.12	30.08	35.23	财务费用	-449.42	251.06	266.87	235.24
销售费用	108.77	123.14	163.12	184.33	资产减值损失	-123.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	547.62	637.84	784.66	915.27	经营营运资本变动	2205.87	-8827.45	-222.01	-144.73
财务费用	-449.42	251.06	266.87	235.24	其他	-698.68	46.12	-208.57	62.06
资产减值损失	-123.04	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2015.03</b>	<b>-7246.84</b>	<b>2103.43</b>	<b>2894.84</b>
投资收益	618.38	30.00	30.00	30.00	资本支出	-705.26	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-23.37	0.00	0.00	0.00	其他	4177.24	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>3471.98</b>	<b>-170.00</b>	<b>-170.00</b>	<b>-170.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>694.85</b>	<b>1047.07</b>	<b>2043.85</b>	<b>2506.95</b>	短期借款	966.07	395.08	-418.39	-1193.42
其他非经营损益	5.30	5.23	5.33	5.58	长期借款	-959.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>700.15</b>	<b>1052.31</b>	<b>2049.18</b>	<b>2512.53</b>	股权融资	-17.57	0.00	0.00	0.00
所得税	-9.91	27.13	49.25	45.86	支付股利	-195.06	-137.68	-198.78	-387.78
净利润	710.06	1025.18	1999.93	2466.67	其他	327.59	-3160.83	-266.87	-235.24
少数股东损益	21.67	31.28	61.03	75.27	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>121.86</b>	<b>-2903.43</b>	<b>-884.04</b>	<b>-1816.44</b>
归属母公司股东净利润	688.39	993.89	1938.90	2391.40	<b>现金流量净额</b>	<b>5652.92</b>	<b>-10320.27</b>	<b>1049.39</b>	<b>908.41</b>
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	14813.77	4493.51	5542.89	6451.30	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4107.00	4533.66	5442.82	6291.85	销售收入增长率	9.63%	17.06%	23.35%	16.39%
存货	4353.61	4670.38	5723.81	6556.87	营业利润增长率	567.10%	50.69%	95.20%	22.66%
其他流动资产	2570.76	187.60	224.43	256.32	净利润增长率	581.51%	44.38%	95.08%	23.34%
长期股权投资	5576.28	5576.28	5576.28	5576.28	EBITDA 增长率	57.09%	152.79%	65.64%	17.06%
投资性房地产	136.19	136.19	136.19	136.19	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5631.66	5609.12	5577.63	5537.74	毛利率	6.86%	13.71%	17.64%	17.89%
无形资产和开发支出	910.43	879.67	848.91	818.16	三费率	1.62%	6.76%	6.57%	6.21%
其他非流动资产	8380.09	8375.13	8370.18	8365.22	净利率	5.55%	6.84%	10.82%	11.47%
<b>资产总计</b>	<b>46479.79</b>	<b>34461.54</b>	<b>37443.13</b>	<b>39989.92</b>	ROE	3.79%	5.64%	10.01%	11.18%
短期借款	2881.01	3276.09	2857.69	1664.27	ROA	1.53%	2.97%	5.34%	6.17%
应付和预收款项	7603.75	9155.29	10669.86	12241.55	ROIC	34.80%	25.55%	21.85%	23.49%
长期借款	2230.25	2230.25	2230.25	2230.25	EBITDA/销售收入	4.81%	10.39%	13.95%	14.03%
其他负债	15014.08	1612.28	1696.53	1786.16	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>27729.08</b>	<b>16273.90</b>	<b>17454.34</b>	<b>17922.23</b>	总资产周转率	0.28	0.37	0.51	0.56
股本	1413.51	1413.51	1413.51	1413.51	固定资产周转率	2.53	2.79	3.44	4.02
资本公积	9375.98	9375.98	9375.98	9375.98	应收账款周转率	11.47	11.98	11.95	11.77
留存收益	3347.99	4204.20	5944.32	7947.94	存货周转率	2.48	2.77	2.87	2.85
归属母公司股东权益	15588.03	14993.69	16733.81	18737.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	128.02%	—	—	—
少数股东权益	3162.67	3193.96	3254.99	3330.26	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>18750.70</b>	<b>18187.65</b>	<b>19988.79</b>	<b>22067.69</b>	资产负债率	59.66%	47.22%	46.62%	44.82%
负债和股东权益合计	46479.79	34461.54	37443.13	39989.92	带息债务/总负债	18.43%	33.84%	29.15%	21.73%
					流动比率	1.06	1.08	1.20	1.34
					速动比率	0.88	0.71	0.80	0.89
					股利支付率	28.34%	13.85%	10.25%	16.22%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	每股收益	0.49	0.70	1.37	1.69
EBITDA	615.68	1556.38	2577.93	3017.79	每股净资产	11.03	10.61	11.84	13.26
PE	46.65	32.31	16.56	13.43	每股经营现金	1.43	-5.13	1.49	2.05
PB	2.06	2.14	1.92	1.71	每股股利	0.14	0.10	0.14	0.27
PS	2.51	2.14	1.74	1.49					
EV/EBITDA	24.53	15.65	8.88	6.89					
股息率	0.61%	0.43%	0.62%	1.21%					

数据来源：Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn