

2024年02月22日

证券研究报告·公司研究报告

中国重工(601989) 国防军工

当前价: 4.44元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全球造船周期景气上行, 公司持续提质增效

投资要点

- 推荐逻辑: 1、全球造船周期景气上行, 新船价格保持高位, 各船型分化明显。**截至2024年1月, 干散货船、油船和集装箱船新船价格指数同比分别上涨5.6%、7.7%和3.5%。**2、产能出清, 活跃船厂数量不断下降,**截至2022年末, 全球活跃船厂数量仅为366家, 同比减少66家, 相比高峰时期的1014家下降了64%。**3、中国市场份额的提升, 高附加值船舶占比提升。**我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的50.2%、66.6%, 市场份额首次全部超过50%, 较2022年分别增长2.9、11.4pp。
- 新船价格保持高位, 各船型分化明显。**新船价格自21年以来开始加速上涨, 2022年, 新造船价格保持上涨趋势, 2023年以来船板等原材料价格有所回落, 但船厂手持订单充足, 新造船市场仍处于卖方市场, 新造船价格走势趋于平稳但仍处于高位。从主力船型看, 截至2024年1月, 干散货船、油船和集装箱船新船价格指数同比分别上涨5.6%、7.7%和3.5%; 综合来看中国新造船价格指数同比上涨5.2%, 收于1070点。
- 长年产能出清, 活跃船厂数量不断下降。**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, 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%。
- 中国市场份额的提升, 高附加值船舶占比提升。**2023年我国造船市场份额继续保持全球领先, 造船指标全面增长。根据中国船舶工业行业协会数据, 2023年, 我国造船大国地位进一步巩固, 市场份额已连续14年居世界第一。我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的50.2%、66.6%, 市场份额首次全部超过50%, 较2022年分别增长2.9、11.4pp。
- 低价船单陆续交付完, 公司持续提质增效。**由于公司对大型液化天然气(LNG)船、新型浮式生产储卸油船(FPSO)、部分集装箱船等新建船型计提了存货减值8.6亿元, 经公司财务部门初步测算, 预计2023年度实现归属于上市公司股东的净利润为-8.8亿元至-7.4亿元。随着公司以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付, 同时公司加强主建船型关键周期达标管理, 全力以赴确保按期交船, 提高生产效率, 公司未来盈利能力持续提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为-7.8亿元、27.4亿元、49.9亿元, EPS分别为-0.03元、0.12元、0.22元。我们认为公司持续打造核心竞争力, 盈利能力有望进一步提升, 首次覆盖, 建议持续关注。
- 风险提示:** 汇率风险、成本风险、客户风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44154.93	51106.72	59068.45	66313.54
增长率	11.67%	15.74%	15.58%	12.27%
归属母公司净利润(百万元)	-2212.41	-781.95	2742.15	4990.90
增长率	-1106.06%	64.66%	450.68%	82.01%
每股收益EPS(元)	-0.10	-0.03	0.12	0.22
净资产收益率ROE	-2.65%	-0.95%	3.22%	5.57%
PE	-45.76	-129.47	36.92	20.29
PB	1.21	1.22	1.19	1.13

数据来源: ifind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光峰
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)	228.02
流通A股(亿股)	220.84
52周内股价区间(元)	3.66-5.25
总市值(亿元)	1,012.41
总资产(亿元)	2,010.39
每股净资产(元)	3.67

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 中国重工：领先舰船研发设计制造上市公司	1
2 海运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情	4
3 低价船单陆续交付完，公司持续提质增效	9
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 中国重工发展历程.....	1
图 2: 中国重工产品与业务.....	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: 中国重工股权结构.....	3
图 8: 全球船舶市场.....	4
图 9: 航运细分板块轮动.....	4
图 10: 航运细分板块走势 (指数).....	4
图 11: 全球新接船舶订单情况 (艘).....	5
图 12: 全球造船完工量.....	5
图 13: 全球新接订单量.....	5
图 14: 全球手持订单量.....	6
图 15: 全球活跃船厂量 (家).....	6
图 16: 全球新造船价格指数.....	6
图 17: 船厂生产保障系数 (年).....	7
图 18: 全球造船完工量 (2023 年).....	8
图 19: 新接订单量 (2023 年).....	8
图 20: 公司 2018 年以来的营业收入情况.....	9
图 21: 公司 2018 年以来的毛利情况.....	9
图 22: 公司 2018 年以来的四费率情况.....	9
图 23: 公司 2018 年以来的净利润情况.....	9

表 目 录

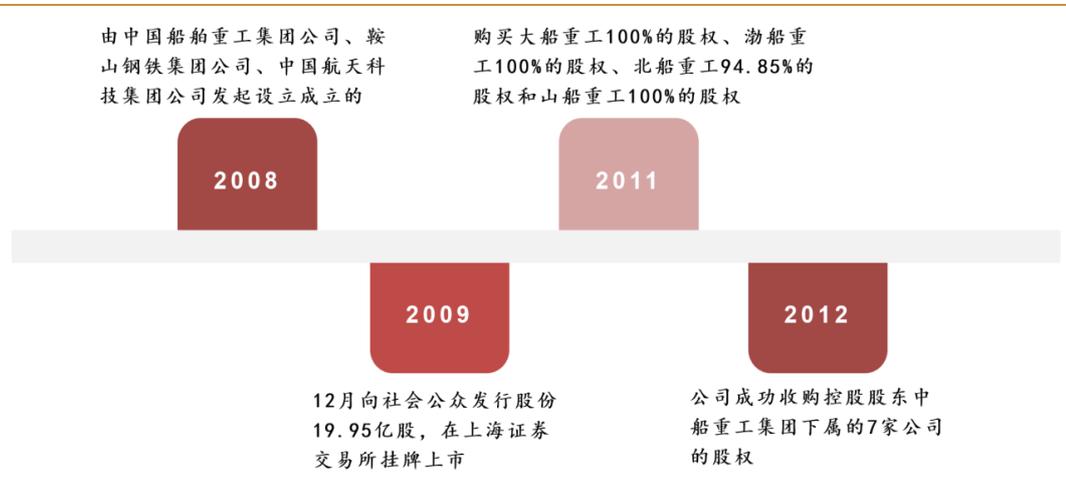
表 1: 公司 2023 年上半年订单情况.....	1
表 2: 中国船舶产业集中度.....	8
表 3: 分业务收入及毛利率.....	10
表 4: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 中国重工：领先舰船研发设计制造上市公司

中国重工为领先舰船研发设计制造上市公司。中国重工是由中国船舶重工集团公司、鞍山钢铁集团公司、中国航天科技集团公司发起设立的，于2008年3月18日在国家工商行政管理总局登记注册。公司于2009年12月向社会公众发行股份19.95亿股，在上海证券交易所挂牌上市。2011年购买大船重工100%的股权、渤海重工100%的股权、北船重工94.85%的股权和山船重工100%的股权，进一步完善业务板块。

2012年3月，公司成功收购控股股东中船重工集团下属的7家公司的股权，包括武船重工、河柴重工、平阳重工、中南装备、江峡船机、衡山机械等6家公司的100%股权，以及民船设计中心29.41%的股权（对其实际控制51.47%），本次收购完成后，公司资产质量进一步提升，产业结构进一步完善。

图 1：中国重工发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

从领域区分，公司主要业务分为军品业务领域和民品业务领域。作为海军装备的主要供应商，公司军品业务领域主要包括：航空母舰、潜艇、大中小型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船等。公司民品业务领域主要包括：散货船、集装箱船、油船、气船、海工船、科考船及其他装备等。2023年上半年共承接民船37艘、353万载重吨，油船、散货船等主建船型实现批量接单，优势船型地位持续巩固；坚持中高端战略转型，LNG船、养殖工船、FPSO等高端船舶产品连续接单，手持订单中绿色和中高端船型占比稳步提升。

表 1：公司 2023 年上半年订单情况

业务板块 (亿元)	2023年1-6月 新增订单	新增订单 同比增长 (%)	截至2023年6月底 手持订单	手持订单 同比增长 (%)	2023年6月底 手持订单占比 (%)
海洋防务及海洋开发装备	78.81	3156.8	421.16	10.16	32.02
海洋运输装备	173.34	-6.41	671.61	36.96	51.06
深海装备及舰船修理改装	27.78	-41.68	134.37	-6.26	10.22
舰船配套及机电装备	59.27	-6.8	42.82	0.65	3.26
战略新兴产业及其他	36.34	25.17	45.3	31.24	3.44
合计	375.54	14.53	1315.26	20.33	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

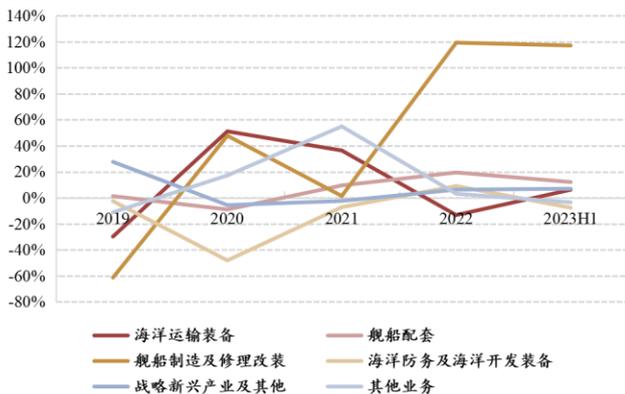
图 2：中国重工产品与业务



数据来源：公司官网，西南证券整理

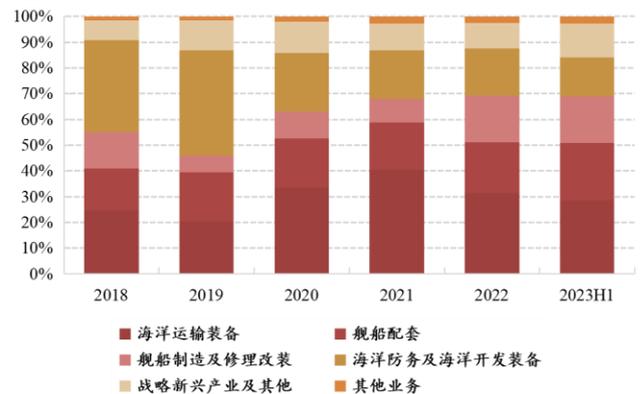
公司着力抓好军品生产，同时做优民船产业。公司主要业务涵盖海洋防务及海洋开发装备、海洋运输装备、深海装备及舰船修理改装、舰船配套及机电装备、战略新兴产业及其他等五大业务板块。公司作为军工央企，2023 年 H1 海洋防务及海洋开发装备业务占比 13.3%，同时作为我国领先的船舶制造公司，旗下多个知名造船企业，覆盖船舶造修全周期，为公司提供了相当的业绩增长空间，2023 年 H1 海洋运输装备业务占比为 28.5%。

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）



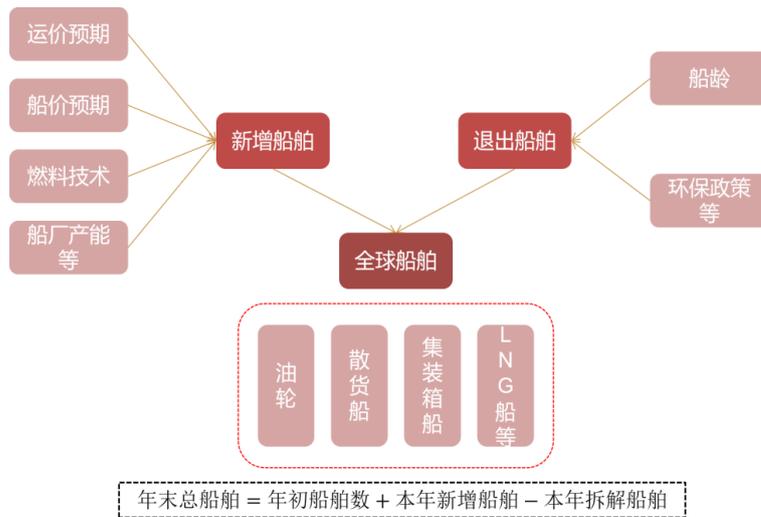
数据来源：wind，西南证券整理

军品业务的稳定增长是公司发展的重要支撑，是公司主要业绩驱动因素之一。为实现建军一百年奋斗目标，我国海军装备体系建设加速推进，成为公司业绩长期稳定发展的重要支撑，2023 年 H1 公司海洋防务及海洋开发装备业务毛利率为 6.3%，毛利润占比 31.7%。而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，是一个典型的周期性行业，因此毛利率相较而言波动更大，2023 年 H1 海洋运输装备业务毛利率 1.1%。

2 海运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

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 8：全球船舶市场



数据来源：西南证券

海运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情。2020 年中起集运周期开启，期间为避免集装箱运输货物的高昂成本，租家选择租用散货船，支撑了干散货运。2022 年 2 月，俄乌战争爆发，引发的原油贸易流向迅速改变，导致阿芙拉型和苏伊士型油轮运价大幅上涨。紧随其后的是成品油轮，9 月 VLCC 市场即期运价逐渐向其他细分市场靠拢。2023 年 9 月，冬储行情带来干散货运市场再次活跃。

图 9：航运细分板块轮动



数据来源：西南证券

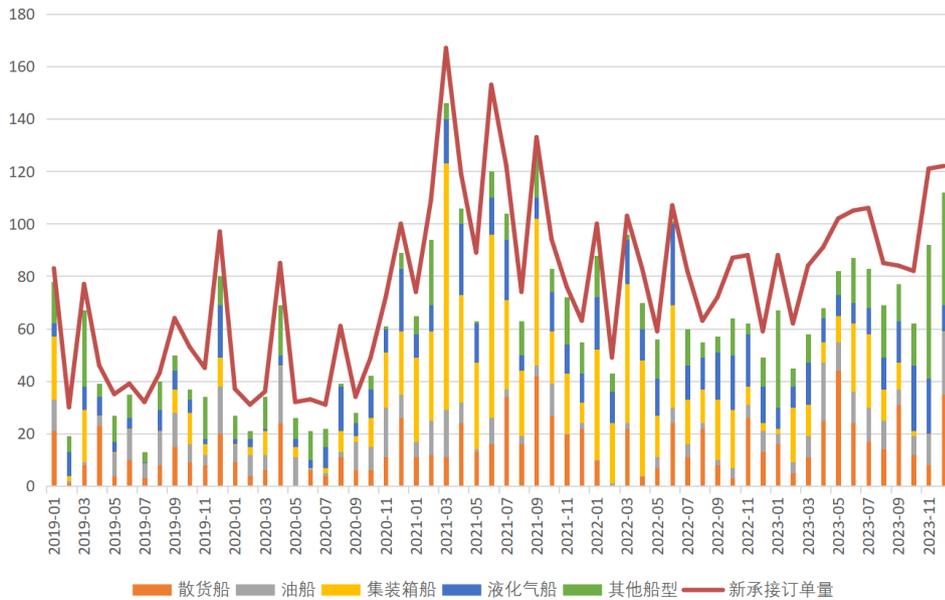
图 10：航运细分板块走势（指数）



数据来源：wind, 西南证券整理

随着航运市场的复苏，船东公司经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，开始下新造船订单。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。22 年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时 LNG 船舶订单增加。23 年底散货船订单开始出现增长。不同细分板块景气度不同，新船市场船型轮动趋势明显。

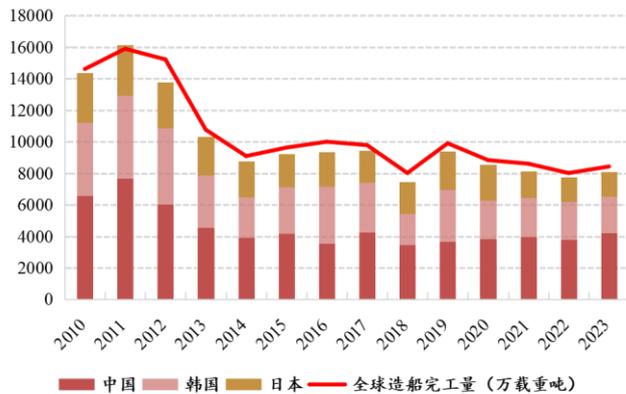
图 11：全球新接船舶订单情况（艘）



数据来源：wind，西南证券整理

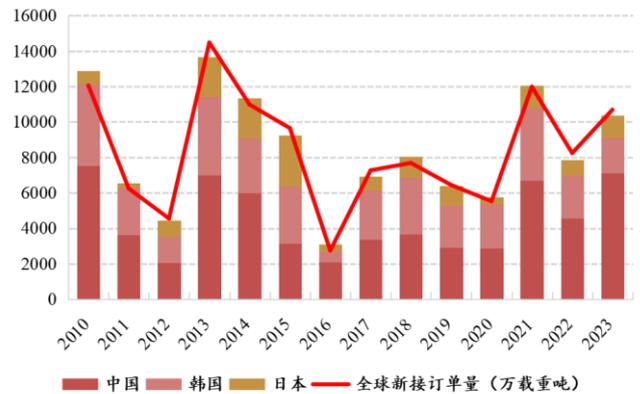
长年产能出清，活跃船厂数量不断下降。2023 年下半年世界经济复苏仍面临诸多挑战，国际航运市场继续处于下行调整区间，但《2023 年国际海事组织船舶温室气体减排战略》的出台，推动全球航运业、造船业加快脱碳减排进程，对新造船市场产生积极作用，然而截至 2022 年末，全球活跃船厂（至少有 1000GT 以上的手持订单）数量仅为 366 家，同比减少 66 家，相比高峰时期的 1014 家下降了 64%。

图 12：全球造船完工量

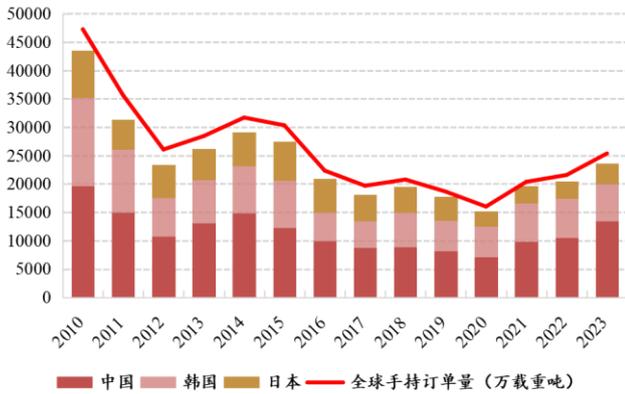


数据来源：wind，西南证券整理

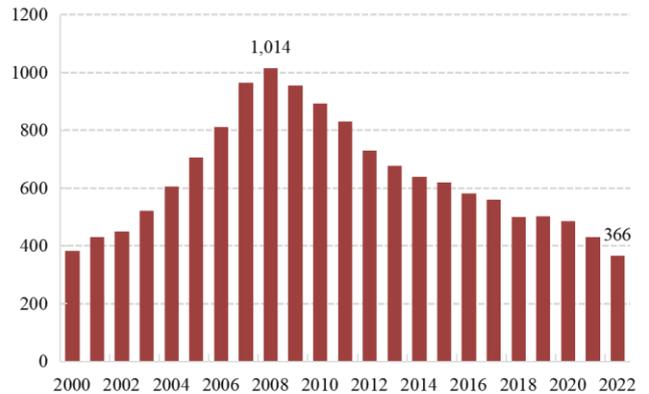
图 13：全球新接订单量



数据来源：wind，西南证券整理

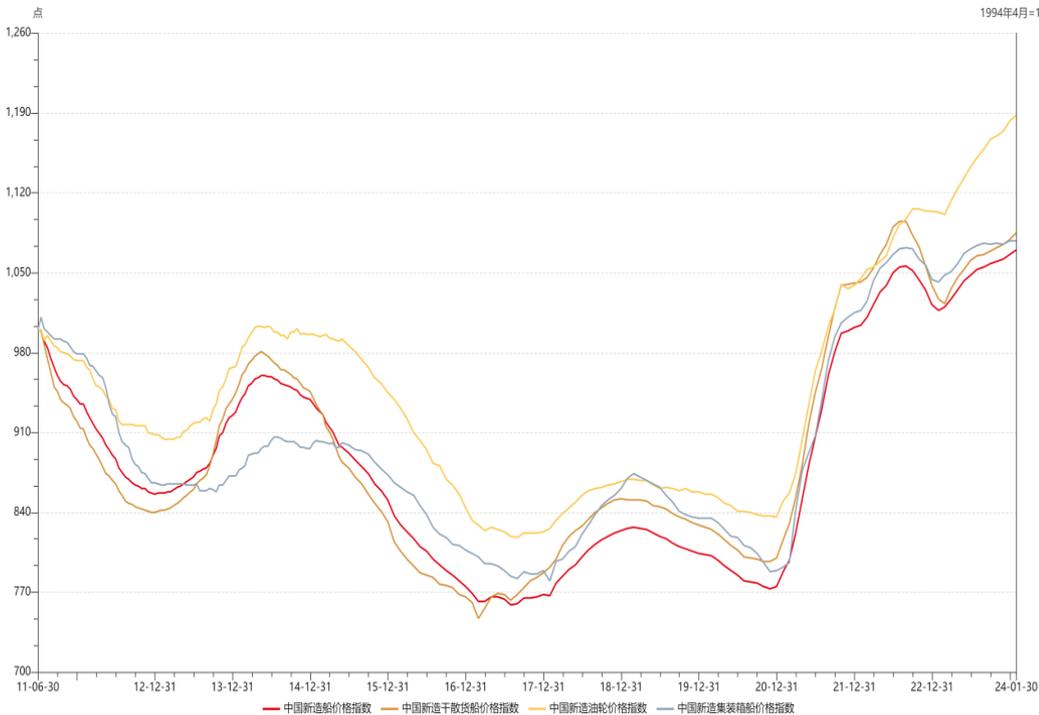
图 14: 全球手持订单量


数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 全球活跃船厂量 (家)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

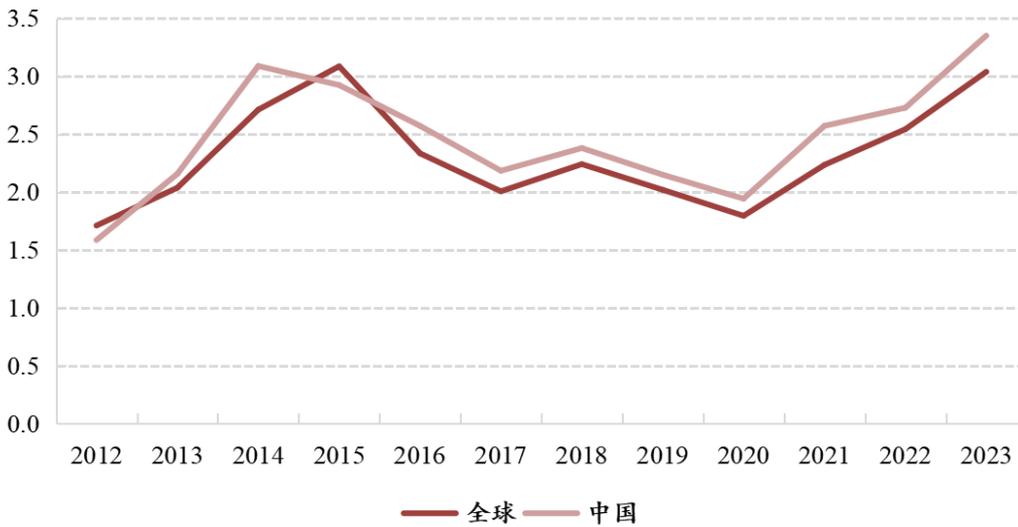
新船价格保持高位, 各船型分化明显。新船价格自 21 年以来开始加速上涨, 2022 年, 新造船价格保持上涨趋势, 2023 年以来船板等原材料价格有所回落, 但船厂手持订单充足, 新造船市场仍处于卖方市场, 新造船价格走势趋于平稳但仍处于高位。从主力船型看, 截至 2024 年 1 月, 干散货船、油船和集装箱船新船价格指数同比分别上涨 5.6%、7.7% 和 3.5%; 综合来看中国新造船价格指数同比上涨 5.2%, 收于 1070 点。

图 16: 全球新造船价格指数


数据来源: wind, 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 3.04 年，较 22 年上涨 0.50 年，而中国船厂的生产保障系数为 3.35 年，较 22 年上涨 0.62 年，也就是意味着中国的船厂目前产能利用率更高。

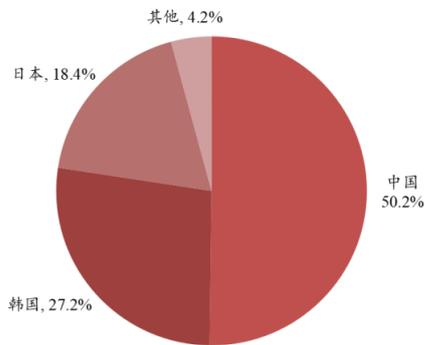
图 17：船厂生产保障系数（年）



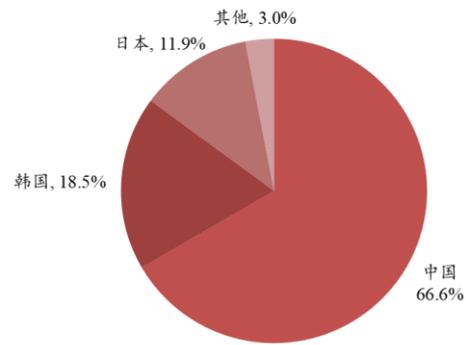
数据来源：wind，西南证券整理

中国市场份额的提升，高附加值船舶占比提升。2023 年我国造船市场份额继续保持全球领先，造船指标全面增长。根据中国船舶工业行业协会数据，2023 年，我国造船大国地位进一步巩固，市场份额已连续 14 年居世界第一。我国造船完工量、新接订单量以载重吨计分别占世界总量的 50.2%、66.6%，市场份额首次全部超过 50%，较 2022 年分别增长 2.9、11.4pp。

据联合国和世界银行等多家国际机构发布的最新经济展望，2024 年全球经济增长速度预计将会进一步减缓。此外，地缘政治冲突的持续也对全球航运业和造船业构成了挑战。然而，随着航运业加快脱碳的步伐，新造船市场有望受到正面影响。据中国船舶工业协会《2023 年船舶工业经济运行分析》，预计在 2024 年，全球的船舶建造完成量将维持在大约 1 亿载重吨的较高历史水平，而新接到的订单量预计将在 8000 万至 1 亿载重吨之间。同时，全球的手持订单量预计将保持在超过 2 亿载重吨的水平。对于中国而言，预计造船完工量将达到大约 4500 万载重吨，新接订单量则预计为 5500 万载重吨左右，手持订单量预计将维持在 1.3 亿载重吨以上。

图 18: 全球造船完工量 (2023 年)


数据来源: 中国船舶工业行业协会, 西南证券整理

图 19: 新接订单量 (2023 年)


数据来源: 中国船舶工业行业协会, 西南证券整理

我国船企巩固优势船型地位, 抓住细分市场轮动机遇, 新船订单结构不断优化, 中国船舶产业链集中度进一步提高。根据中国船舶工业协会《2023 年船舶工业经济运行分析》, 在全球 18 种主要的船型中, 中国在 14 种船型的新接订单量上位居世界第一。绿色船舶的订单, 如 LNG 和甲醇动力船型, 正在迅速增加。同时, 对于氨燃料预留和氢燃料电池等零碳船舶的订单也取得了显著进展。中国在新接绿色船舶订单的国际市场份额达到了 57.0%, 实现了对主流船型的全面覆盖。此外, 全球最大的 700 箱纯电力集装箱船、全球最大的 5400 马力纯电拖轮以及国内首艘 500 千瓦氢燃料电池动力船等都已经完成研制并开始投入使用。2023 年, 造船产业集中度保持在较高水平, 造船完工量前 10 家企业占全国 58.4%, 新承接订单量前 10 家企业占全国 60.7%。

表 2: 中国船舶产业集中度

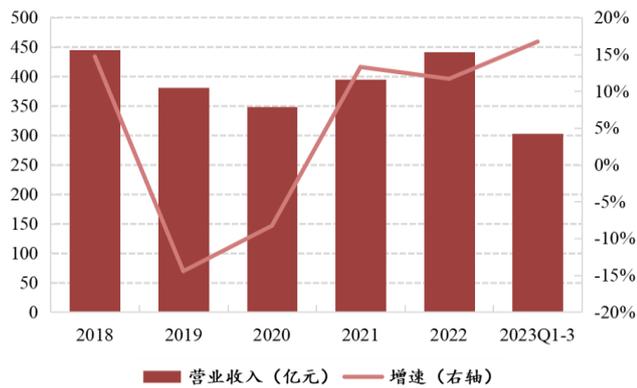
造船完工量前 10 家	新接订单量前 10 家
1、江苏扬子江船业集团公司	1、江苏扬子江船业集团公司
2、江苏新时代造船有限公司	2、江苏新时代造船有限公司
3、上海外高桥造船有限公司	3、扬州中远海运重工有限公司
4、大连船舶重工集团有限公司	4、大连船重工集团有限公司
5、青岛北海造船有限公司	5、恒力造船 (大连) 有限公司
6、广船国际有限公司	6、青岛北海造船有限公司
7、沪东中华造船 (集团) 有限公司	7、江苏新韩通船舶重工有限公司
8、江南造船 (集团) 有限责任公司	8、上海外高桥造船有限公司
9、扬州中远海运重工有限公司	9、舟山长宏国际船舶修造有限公司
10、南通中远海运川崎船舶工程有限公司	10、中船澄西船舶修造有限公司
前 10 家集中度 58.4%	前 10 家集中度 60.7%

数据来源: 中国船舶工业行业协会, 西南证券整理

3 低价船单陆续交付完，公司持续提质增效

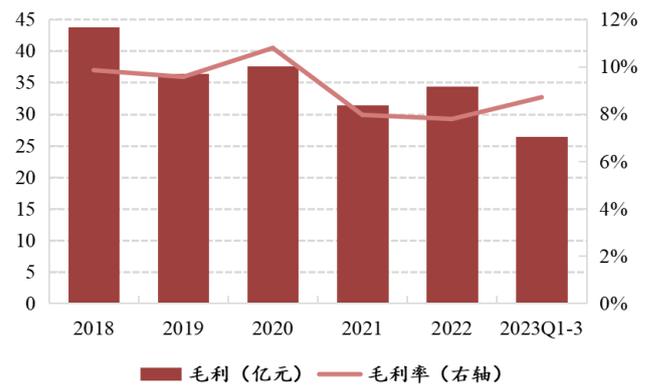
公司紧抓新船市场轮动机遇，扎实推进民船生产经营，营业收入稳步提升。2023 年新造船价格走势趋于平稳但仍处于高位，同时我国造船市场份额保持领先，公司作为国内领先的船舶制造商，2023 年优势船型地位持续巩固，截至到 2023 年 3 季度，公司实现营收 303 亿元，同比增长 16.7%。同时公司深入实施“成本工程”，持续压降制造成本，加强精益管理，提高生产效率，截至 2023 年 3 季度，实现毛利 26.4 亿元，毛利率为 8.7%。

图 20：公司 2018 年以来的营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

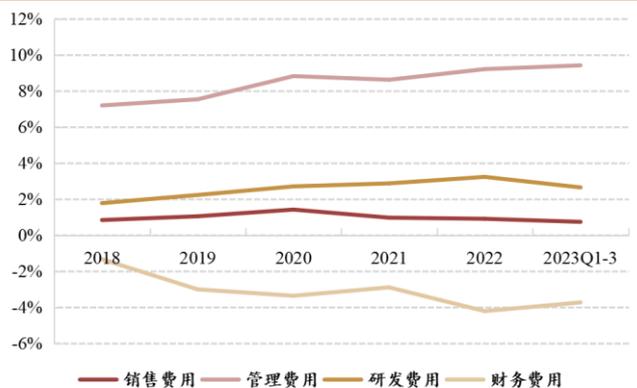
图 21：公司 2018 年以来的毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

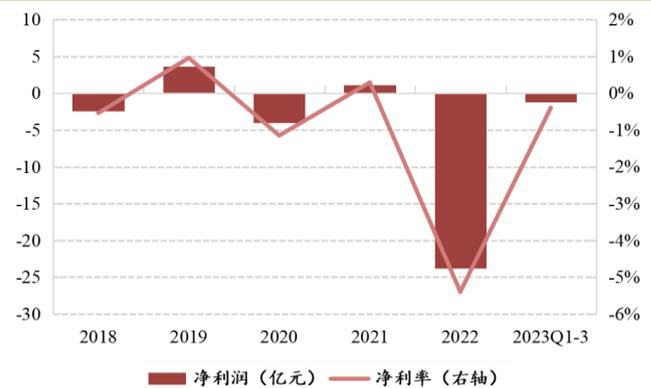
随着中国船舶集团整合融合的深入推进，产业结构持续调整优化，技术水平、管理效率、资源利用、抗风险能力持续提升，集团各成员单位之间围绕研发设计、市场营销、生产制造、船舶配套、售后服务等船舶全产业链业务，进一步加强合作，实现优势互补，集团规模优势和协同优势进一步显现，核心竞争力和价值创造力持续提升。2023 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为-1.1 亿元，净利率为-0.4%，上年同期为-12.5 亿元。

图 22：公司 2018 年以来的四费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司 2018 年以来的净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

由于公司对大型液化天然气 (LNG) 船、新型浮式生产储卸油船 (FPSO)、部分集装箱船等新建船型计提了存货减值 8.6 亿元，经公司财务部门初步测算，预计 2023 年度实现归属于上市公司股东的净利润为-8.8 亿元至-7.4 亿元。随着公司以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付，同时公司加强主建船型关键周期达标管理，全力以赴确保按期交船，提高生产效率，公司未来盈利能力持续提升。

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 截至 2023 年 Q2，公司海洋运输装备手持订单合同总价约 671.6 亿元，上半年交付订单约为 79.6 亿元，我们根据公司历史造船完工量以及过去两年全球新造船价格指数的增长趋势预计公司 2023-25 年的海洋运输装备业务营收分别增长 27.8%、25%、20%。

2) 考虑到公司的造船业务相关的成本主要是和钢材、人工、船舶配套等相关，与每年新船交付量相关，我们认为随着造船相关业务规模扩大，2023-25 年公司海洋运输装备业务营业成本分别增长 20%、10%、10%，对应毛利率为 3.7%、15.3%、22.4%。

3) 根据其他业务手持订单合同以及 2023 年上半年交付订单情况，我们预计公司海洋防务及海洋开发装备 2023-25 年营收分别增长 -8.1%、10%、10%；舰船配套及机电装备 2023-25 年营收分别增长 18.9%、20%、10%；同时这两项经营比较稳定，毛利率比较稳定。深海装备及舰船修理改装 2023-25 年营收分别增长 26%、5%、5%，修船业务受益于造船景气提升，毛利率有所提升分别为 10%、12%、14%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
海洋运输装备	收入 (亿元)	138.4	176.8	221.1	265.3
	yoy	-13.3%	27.8%	25.0%	20.0%
	成本 (亿元)	141.9	170.2	187.2	206.0
	毛利率	-2.5%	3.7%	15.3%	22.4%
海洋防务 及海洋开发装备	收入 (亿元)	81.1	74.6	82.0	90.2
	yoy	9.0%	-8.1%	10.0%	10.0%
	成本 (亿元)	73.1	70.9	77.5	85.3
	毛利率	9.9%	5.0%	5.5%	5.5%
舰船配套 及机电装备	收入 (亿元)	87.0	103.4	124.1	136.5
	yoy	19.4%	18.9%	20.0%	10.0%
	成本 (亿元)	77.3	87.9	105.5	116.1
	毛利率	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
深海装备 及舰船修理改装	收入 (亿元)	80.3	101.2	106.3	111.6
	yoy	219.3%	26.0%	5.0%	5.0%
	成本 (亿元)	73.1	91.1	93.5	96.0
	毛利率	8.9%	10.0%	12.0%	14.0%
战略新兴产业 及其他	收入 (亿元)	43.6	44.0	46.2	48.5
	yoy	6.2%	0.9%	5.0%	5.0%
	成本 (亿元)	35.3	35.2	36.0	37.8
	毛利率	18.9%	20.0%	22.0%	22.0%
其他	收入 (亿元)	11.1	11.0	11.0	11.0
	成本 (亿元)	6.5	6.1	6.1	6.1
合计	收入 (亿元)	441.5	511.1	590.7	663.1

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	11.7%	15.7%	15.6%	12.3%
	毛利率	7.8%	9.7%	14.4%	17.5%

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 511.1 亿元 (+15.7%)、590.7 亿元 (+15.6%) 和 663.1 亿元 (+12.3%)，归母净利润分别为 -7.8 亿元 (+64.7%)、27.4 亿元 (+450.7%)、49.9 亿元 (+82%)，EPS 分别为 -0.03 元、0.12 元、0.22 元，对应 PE 分别为 -129 倍、37 倍、20 倍。

综合考虑公司主营业务，选取了造船行业 2 家上市公司作为参考，可比公司 23 年 PE 为 52 倍，24 年平均 PE 是 24 倍。我们认为随着公司以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付，同时加强主建船型关键周期达标管理，提高生产效率，公司未来盈利能力持续提升。首次覆盖，建议持续关注。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600150.SH	中国船舶	33.55	0.04	0.63	1.39	2.02	839	53	24	17
600685.SH	中船防务	24.76	0.49	0.48	1.05	1.44	51	52	24	17
平均值							445	52	24	17
601989.SH	中国重工	4.44	-0.10	-0.03	0.12	0.22	-	-	37	20

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

汇率风险：造船行业是典型的出口行业，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。

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。

成本风险：公司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。

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	44154.93	51106.72	59068.45	66313.54	税后经营利润	-2384.33	-2043.21	1753.78	4176.32
营业成本	40714.74	46133.12	50587.82	54715.21	折旧与摊销	2077.69	4717.46	4747.72	4724.00
营业税金及附加	355.07	370.42	428.13	480.64	财务费用	-1854.98	-1194.01	-1620.39	-2050.03
销售费用	405.52	567.15	655.50	735.90	投资损失	-144.10	-223.52	-223.52	-223.52
管理费用	4071.38	4561.25	5271.84	5918.46	营运资金变动	-4156.53	6340.52	8249.25	2835.41
财务费用	-1854.98	-1194.01	-1620.39	-2050.03	其他经营现金流	2863.40	398.67	684.02	684.02
资产减值损失	-1865.62	-870.00	0.00	0.00	经营性现金净流量	-3598.85	7995.90	13590.86	10146.21
投资收益	144.10	223.52	223.52	223.52	资本支出	1395.13	0.00	3.00	6.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00	其他投资现金流	2641.84	636.34	638.29	640.25
其他经营损益	346.01	426.62	426.62	426.62	投资性现金净流量	-9645.90	636.34	635.29	634.25
营业利润	-2519.83	-821.68	3056.52	5590.85	短期借款	-3181.94	-1844.99	-290.88	1712.22
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	9413.86	-2921.70	-2811.22	-2686.65
利润总额	-2493.38	-787.81	3090.39	5624.73	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-109.05	54.91	135.16	246.00	资本公积增加	-120.79	0.00	1.00	2.00
净利润	-2384.33	-842.71	2955.24	5378.73	其他筹资现金流	1154.85	1194.01	1335.06	1530.53
少数股东损益	-171.92	-60.76	213.09	387.83	筹资性现金净流量	7265.97	-3572.68	-1766.05	558.11
归属母公司股东净利润	-2212.41	-781.95	2742.15	4990.90	现金流量净额	-4516.40	5059.56	12460.10	11338.56
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	74922.47	79982.02	92442.13	103780.69	成长能力				
应收票据及账款	14524.39	15784.76	18243.81	20481.52	营收增长率	11.67%	15.74%	15.58%	12.27%
存货	25405.14	33982.66	31565.73	34141.14	营业利润增长率	-1506.15%	67.39%	471.98%	82.92%
其他流动资产	1529.93	2365.03	2675.04	2957.15	EBIT 增长率	-341.34%	54.42%	174.17%	143.18%
长期股权投资	9628.78	9732.44	9836.10	9939.77	EBITDA 增长率	-313.11%	220.48%	127.29%	33.47%
固定资产	32588.85	29499.82	26383.89	23241.04	归母净利润增长率	-1106.06%	64.66%	450.68%	82.01%
在建工程	2576.45	2147.04	1718.30	1290.06	经营现金流增长率	-100.23%	322.18%	69.97%	-25.35%
无形资产	4492.67	3370.01	2244.88	1117.36	盈利能力				
非流动资产合计	55182.90	50854.45	46213.40	41599.06	毛利率	7.79%	9.73%	14.36%	17.49%
资产总计	188897.37	201236.15	212253.11	226662.19	净利率	-5.40%	-1.65%	5.00%	8.11%
短期借款	4573.70	2728.71	2437.82	4150.04	营业利润率	-5.71%	-1.61%	5.17%	8.43%
应付票据及账款	30723.63	40975.43	44932.09	48598.04	ROE	-2.65%	-0.95%	3.22%	5.57%
长期借款	17483.44	14561.75	11750.52	9063.88	ROA	-1.17%	-0.39%	1.29%	2.20%
其他非流动负债	7704.11	7704.11	7704.11	7704.11	ROIC	-4.94%	-2.64%	0.85%	2.93%
负债合计	104812.83	117994.31	126339.37	135885.22	每股指标				
股本	22802.04	22802.04	22802.04	22802.04	每股收益 EPS(元)	-0.10	-0.03	0.12	0.22
资本公积	44658.79	44658.79	44659.79	44661.79	每股股利 DPS(元)	0.00	0.00	0.01	0.02
留存收益	16025.71	15243.76	17701.58	22174.98	每股净资产 BPS(元)	3.66	3.63	3.73	3.93
归属母公司股东权益	83486.53	82704.58	85163.40	89638.80	每股经营现金流(元)	-0.16	0.35	0.60	0.44
少数股东权益	598.01	537.25	750.34	1138.17					
股东权益合计	84084.55	83241.83	85913.74	90776.97					
负债和股东权益合计	188897.37	201236.15	212253.11	226662.19					
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-2270.67	2735.64	6217.73	8298.70					
P/E	-45.76	-129.47	36.92	20.29					
P/B	1.21	1.22	1.19	1.13					
P/S	2.29	1.98	1.71	1.53					
EV/EBITDA	-40.97	42.29	18.14	13.52					
股息率	0.00%	0.00%	0.28%	0.51%					

数据来源: ifind, 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
