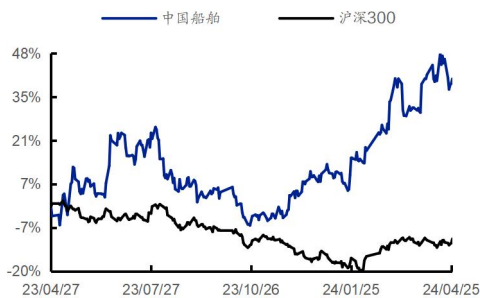


研究所：
 证券分析师： 祝玉波 S0350523120005
 zhouyb01@ghzq.com.cn
 联系人： 张付哲 S0350123060017
 zhangfz@ghzq.com.cn

公司扣非净利转正，周期业绩加速兑现

——中国船舶（600150）2023 年报与 2024 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/04/26		
表现	1M	3M	12M
中国船舶	7.1%	21.8%	47.2%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	37.44
52 周价格区间(元)	24.80-39.99
总市值(百万)	167,447.73
流通市值(百万)	167,447.73
总股本(万股)	447,242.88
流通股本(万股)	447,242.88
日均成交额(百万)	1,564.93
近一月换手(%)	1.13

相关报告

《中国船舶（600150.SH）深度报告：军民一体总装龙头，订单充盈百尺竿头（增持）*航海装备II*李跃森，祝玉波》——2024-02-23

事件：

2024 年 4 月 27 日，中国船舶发布 2023 年报和 2024 年一季报：公司 2023 年实现归母净利润 29.57 亿元，同比增长 1614.73%；扣非归母净利润-2.91 亿元；2024 年一季度实现归母净利润 4.01 亿元，同比增长 821.12%；扣非归母净利润 3.38 亿元，去年同期为-0.36 亿元。

投资要点：

■ **高价订单开始交付，扣非归母净利转正** 根据克拉克森数据，克拉克森新造船指数从 2021 年开始增长，分别在 2021-2023 年同比增长 22.3%、5.3%、10.2%；2024Q1 较 2023 年末环比增长 2.7%，至 183.17 点，较 2020 年末增长 45.8%。2021 年开始涨价后的订单主要从 2023 年开始交付。根据克拉克森数据，按 CGT 计，中国船舶在 2023 年交付的订单中，有 60.3% 签于 2021 年，25.4% 签于 2020 年；2020 年接单逐渐到 2023Q3 才交付完毕，2023Q4 交付的新船基本为船价更高的 2021 与 2022 年新单；预计中国船舶 2024 年交付订单主要为 2021 年订单，占 73.3%，剩下 26.7% 均为 2022 年订单，船价更高；同时，中国船舶交付的高价值船型占比在 2024 年提升，预计船舶价值更高的集装箱船在交付量（按 CGT 计）占比从 2023 全年的 34.6% 提升到 2024 全年的 55.4%，低价值的散货船占比从 2023 全年的 20.8% 下降至 2024 全年的 13.1%。根据公司年报与季报，2023 年 Q4 实现扣非归母净利润转正，2024 年 Q1 实现扣非归母净利润环比大涨 146.72%。

■ **船舶绿色更新大周期已经启动，2024 年是业绩弹性验证元年** 2020Q4 以来，新造船价增长驱动力从市场驱动逐渐转向绿色更新需求。由于船厂产能紧张，绿色新单（使用可替代燃料主机的新造船订单）在航运绿色大趋势下持续释放，让新造船价在 2023 年海运市场大幅下滑的背景仍能维持持续增长，订单覆盖率保持高位。根据克拉克森数据，2022Q3 至 2023Q4，Clarksea 海运运价指数下降 32.85%，而新造船价指数增长 10.39%，订单覆盖率保持在 3.70 年左右。2022Q3 以来，造船钢板价格呈下降趋势，人民币美元汇率处于高位，新造船价则因产能紧张而持续上涨，利好船厂未来人民币业绩。公司订单饱满，在手订单交付期已排至 2027-2028 年。公司

2023Q4 扣非利润转正和 2024Q1 的扣非大幅增长意味着公司已经进入周期业绩兑现期，2024 年是业绩弹性验证元年。

- **盈利预测和投资评级** 中国船舶是国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司。我们预计中国船舶 2024-2026 年营业收入分别为 840.51、932.12 与 1050.61 亿元，归母净利润分别为 49.03、92.46 与 127.57 亿元，对应 PE 分别为 34、18、13 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示** 钢材价格上涨超预期；人民币美元汇率波动；航运行业景气不及预期；IMO 环保约束不及预期；全球经济衰退和滞胀风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	74839	84051	93212	105061
增长率(%)	26	12	11	13
归母净利润（百万元）	2957	4903	9246	12757
增长率(%)	1615	66	89	38
摊薄每股收益（元）	0.66	1.10	2.07	2.85
ROE(%)	6	9	16	19
P/E	44.61	34.15	18.11	13.13
P/B	2.72	3.24	2.88	2.50
P/S	1.76	1.99	1.80	1.59
EV/EBITDA	24.28	12.66	6.95	4.62

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国船舶盈利预测表

证券代码:	600150				股价:	37.44				投资评级:	增持				日期:	2024/04/26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	6%	9%	16%	19%	EPS	0.66	1.10	2.07	2.85										
毛利率	11%	14%	20%	23%	BVPS	10.81	11.56	13.01	15.00										
期间费率	3%	4%	4%	4%	估值														
销售净利率	4%	6%	10%	12%	P/E	44.61	34.15	18.11	13.13										
成长能力					P/B	2.72	3.24	2.88	2.50										
收入增长率	26%	12%	11%	13%	P/S	1.76	1.99	1.80	1.59										
利润增长率	1,615%	66%	89%	38%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.44	0.46	0.47	0.49	营业收入	74839	84051	93212	105061										
应收账款周转率	21.89	21.44	19.23	20.45	营业成本	66929	72157	74437	80673										
存货周转率	1.95	1.99	2.03	2.05	营业税金及附加	231	252	261	273										
偿债能力					销售费用	672	420	438	452										
资产负债率	70%	71%	69%	67%	管理费用	3096	3362	3542	3887										
流动比	1.25	1.25	1.25	1.27	财务费用	-1311	-341	-382	-546										
速动比	0.67	0.66	0.68	0.72	其他费用/(-收入)	3139	3404	3728	4150										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	2994	7190	13559	18707										
现金及现金等价物	67967	69222	76615	88861	营业外净收支	28	0	0	0										
应收款项	3417	5495	5516	5961	利润总额	3022	7190	13559	18707										
存货净额	36291	36078	37219	41457	所得税费用	68	1798	3390	4677										
其他流动资产	25729	31747	32771	33953	净利润	2955	5393	10169	14030										
流动资产合计	133403	142543	152121	170232	少数股东损益	-3	489	923	1273										
固定资产	20329	20493	20529	19537	归属于母公司净利润	2957	4903	9246	12757										
在建工程	1526	1639	1747	1850	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	7386	7317	7207	7184	经营活动现金流	18213	12778	17673	22608										
长期股权投资	15189	19189	23189	27189	净利润	2957	4903	9246	12757										
资产总计	177832	191181	204793	225991	少数股东损益	-3	489	923	1273										
短期借款	5583	2794	2294	1794	折旧摊销	2522	2605	2755	2828										
应付款项	29843	35940	35631	38257	公允价值变动	6	0	0	0										
预收帐款	104	136	148	161	营运资金变动	13940	5578	5532	6631										
其他流动负债	71236	75458	83472	93330	投资活动现金流	-11244	-5327	-5350	-4432										
流动负债合计	106766	114328	121545	133541	资本支出	-2412	-2792	-2764	-1884										
长期借款及应付债券	13367	15308	14308	13308	长期投资	-4569	-4000	-4000	-4000										
其他长期负债	5227	5226	5226	5226	其他	-4263	1465	1414	1452										
长期负债合计	18594	20534	19534	18534	筹资活动现金流	-1951	-6331	-4930	-5930										
负债合计	125360	134863	141079	152075	债务融资	-814	-3981	-1500	-1500										
股本	4472	4472	4472	4472	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	52473	56318	63714	73917	其它	-1137	-2350	-3430	-4430										
负债和股东权益总计	177832	191181	204793	225991	现金净增加额	4748	1256	7393	12246										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4 年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3 年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1 年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。