

## 造船市场火热，利润开始释放

### 投资要点

- 事件:** 中船防务公布2023年年度报告及2024年第一季度报告。2023年全年实现营业收入161.5亿元，同比增长26.2%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-176.4万元，同比减亏7754.9万元。2024年一季度公司实现营收28.1亿元，同比增长47.8%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2522.9万元，同比扭亏。
- 生产产量稳步提升，利润开始进入逐步释放阶段。** 随着公司陆续交付低价船订单，同时生产效率整体得到提升，产品毛利同比增加，2024年一季度公司经营毛利率为9.2%，较去年全年毛利率6.6%，提升2.6pp。
- 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。
- 全球活跃船厂数量不断下降，船厂产能稀缺性更加凸显。** 目前全球运营的造船厂有307家，约占2007年的高峰711家的43%。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。
- 中国造船走向世界。** 世界造船市场保持良好发展态势，新船成交同比提升，新船价格屡创新高，绿色转型持续推进，中国船企市场份额全球领先。海关总署2024年4月12日数据显示，2024年3月中国出口船舶399艘；1-3月累计出口1328艘，累计同比增长31.6%，从出口金额上看前三月出口同比增加106%。船厂订单一般以美元计价，在签订合同到最终实现收入的建造期，汇率的波动同样会影响最终公司以本币计价的收入。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年营业收入分别为185.7亿元、216.5亿元和229.9亿元，归母净利润分别为10.2亿元、14.3亿元、19亿元，EPS分别为0.72元、1.01元、1.35元。我们认为公司加快生产节奏，持续交付高价在手订单，毛利有望进一步改善，同时未来看好造船产能有限的大背景下，新一轮船舶更新周期的开启，将推升新船造价进一步提升，公司有望享受更高的盈利弹性，维持“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。

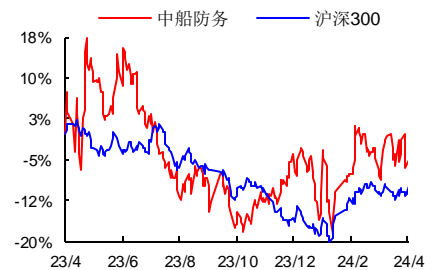
| 指标/年度         | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 16145.95 | 18568.74 | 21645.31 | 22986.22 |
| 增长率           | 26.19%   | 15.01%   | 16.57%   | 6.19%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 48.07    | 1018.21  | 1427.01  | 1902.22  |
| 增长率           | -93.02%  | 2018.28% | 40.15%   | 33.30%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.03     | 0.72     | 1.01     | 1.35     |
| 净资产收益率ROE     | 0.29%    | 6.01%    | 8.07%    | 10.18%   |
| PE            | 743.99   | 35.12    | 25.06    | 18.80    |
| PB            | 2.18     | 2.11     | 2.02     | 1.91     |

数据来源: ifind, 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

### 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) | 21.94-31.52 |
| 总市值(亿元)     | 361.29      |
| 总资产(亿元)     | 508.40      |
| 每股净资产(元)    | 12.50       |

### 相关研究

- 中船防务(600685): 新造船市场稳定向好, 公司盈利能力有望提升(2023-11-10)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 截至 2023 年底，本集团手持订单合同总价约 557.6 亿元，其中手持造船订单合同总价约 537.3 亿元，包括 110 艘船舶产品、2 座海工装备，共 349.87 万载重吨。我们预计公司加快生产节奏，提高效率 2024/25/26 年的完工量分别增长 10%/13%/0%。

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以及钢材价格预测公司 2024/25/26 年造船业务成本分别增长 12.4%/18.6%/5.4%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

|                | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 造船收入（百万元）      | 13,234.00 | 15,906.24 | 19,003.77 | 20,344.12 |
| YoY            | 67.94%    | 20.19%    | 19.47%    | 7.05%     |
| 造船毛利率          | 6.15%     | 12.23%    | 12.89%    | 14.22%    |
| 钢结构工程业务收入（百万元） | 1,342.00  | 1,409.10  | 1,451.37  | 1,480.40  |
| YoY            | -12.57%   | 5.00%     | 3.00%     | 2.00%     |
| 钢结构工程毛利率       | 11.90%    | 10.00%    | 11.00%    | 11.50%    |
| 海工业务收入（百万元）    | 423.00    | 423.00    | 423.00    | 423.00    |
| YoY            | -60.65%   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     |
| 海工毛利率          | 5.00%     | 5.00%     | 5.00%     | 0.00%     |
| 修船业务收入（百万元）    | 744.00    | 632.40    | 569.16    | 540.70    |
| YoY            | -60.70%   | -15.00%   | -10.00%   | -5.00%    |
| 修船毛利率          | 3.91%     | 5.00%     | 6.00%     | 7.00%     |
| 收入合计（百万元）      | 15,941.00 | 18,568.74 | 21,645.31 | 22,986.22 |
| YoY            | 26.68%    | 16.48%    | 16.57%    | 6.19%     |
| 成本合计（百万元）      | 14,941.00 | 16,380.03 | 18,930.78 | 19,813.98 |
| 毛利率            | 6.27%     | 11.79%    | 12.54%    | 13.80%    |

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)      | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 现金流量表 (百万元)      | 2023A           | 2024E          | 2025E           | 2026E          |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 营业收入           | 16145.95        | 18568.74        | 21645.31        | 22986.22        | 税后经营利润           | 73.21           | 899.43         | 1319.91         | 1808.84        |
| 营业成本           | 15075.78        | 16380.03        | 18930.78        | 19813.98        | 折旧与摊销            | 400.41          | 1033.84        | 1043.34         | 1031.50        |
| 营业税金及附加        | 26.83           | 29.75           | 34.68           | 36.83           | 财务费用             | -348.85         | -227.30        | -315.69         | -406.46        |
| 销售费用           | 119.71          | 111.41          | 119.05          | 114.93          | 投资损失             | -12.69          | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 管理费用           | 663.30          | 687.04          | 768.41          | 793.02          | 营运资金变动           | 2580.67         | 1351.62        | 2188.67         | 860.45         |
| 财务费用           | -348.85         | -227.30         | -315.69         | -406.46         | 其他经营现金流          | 534.90          | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 资产减值损失         | -4.09           | -4.70           | -5.48           | -5.82           | <b>经营性现金净额</b>   | <b>3227.65</b>  | <b>3057.60</b> | <b>4236.23</b>  | <b>3294.33</b> |
| 投资收益           | 23.66           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出             | 242.76          | 0.00           | 3.00            | 6.00           |
| 公允价值变动损益       | -102.69         | 0.00            | 1.00            | 2.00            | 其他投资现金流          | -84.46          | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 其他经营损益         | 151.00          | 130.01          | 130.01          | 130.01          | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-3100.46</b> | <b>150.26</b>  | <b>149.24</b>   | <b>148.21</b>  |
| <b>营业利润</b>    | <b>70.16</b>    | <b>1071.85</b>  | <b>1504.77</b>  | <b>2008.00</b>  | 短期借款             | -2100.49        | 127.90         | -785.87         | -122.54        |
| 其他非经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 长期借款             | 1090.59         | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| <b>利润总额</b>    | <b>73.09</b>    | <b>1078.26</b>  | <b>1511.18</b>  | <b>2014.41</b>  | 普通股增加            | 0.00            | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 所得税            | -0.11           | 28.56           | 40.03           | 53.36           | 资本公积增加           | -372.57         | 0.00           | 1.00            | 2.00           |
| 净利润            | 73.21           | 1049.70         | 1471.15         | 1961.05         | 其他筹资现金流          | -240.74         | -261.39        | -370.20         | -508.50        |
| 少数股东损益         | 25.14           | 31.49           | 44.13           | 58.83           | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-1623.20</b> | <b>-133.49</b> | <b>-1155.08</b> | <b>-629.05</b> |
| 归属母公司股东净利润     | 48.07           | 1018.21         | 1427.01         | 1902.22         | 现金流量净额           | -1453.14        | 3074.37        | 3230.39         | 2813.50        |
|                |                 |                 |                 |                 |                  |                 |                |                 |                |
| 资产负债表 (百万元)    | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 财务分析指标           | 2023A           | 2024E          | 2025E           | 2026E          |
| 货币资金           | 16422.81        | 19497.18        | 22727.57        | 25541.07        | <b>成长能力</b>      |                 |                |                 |                |
| 应收票据及账款        | 4713.62         | 5594.97         | 6521.98         | 6926.01         | 营收增长率            | 26.2%           | 15.0%          | 16.6%           | 6.2%           |
| 存货             | 5434.77         | 6528.52         | 7545.16         | 7897.17         | 营业利润增长率          | -89.9%          | 1427.7%        | 40.4%           | 33.4%          |
| 其他流动资产         | 454.79          | 339.45          | 394.18          | 418.03          | EBIT 增长率         | -210.0%         | 408.6%         | 40.5%           | 34.5%          |
| 长期股权投资         | 5205.83         | 5205.83         | 5205.83         | 5205.83         | EBITDA 增长率       | -79.9%          | 1412.0%        | 18.8%           | 17.9%          |
| 固定资产           | 5348.87         | 4558.78         | 3759.79         | 2951.90         | 归母净利润增长率         | -93.0%          | 2018.3%        | 40.1%           | 33.3%          |
| 在建工程           | 340.77          | 283.97          | 227.85          | 172.22          | 经营现金流增长率         | 38.9%           | -5.6%          | 27.8%           | -28.6%         |
| 无形资产           | 886.45          | 738.71          | 591.24          | 444.14          | <b>盈利能力</b>      |                 |                |                 |                |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>21035.89</b> | <b>20002.05</b> | <b>18961.71</b> | <b>17936.21</b> | 毛利率              | 6.6%            | 11.8%          | 12.5%           | 13.8%          |
| <b>资产总计</b>    | <b>50862.50</b> | <b>55654.38</b> | <b>60454.56</b> | <b>63289.08</b> | 净利率              | 0.5%            | 5.7%           | 6.8%            | 8.5%           |
| 短期借款           | 780.51          | 908.42          | 122.54          | 0.00            | 营业利润率            | 0.4%            | 5.8%           | 7.0%            | 8.7%           |
| 应付票据及账款        | 8752.63         | 10983.38        | 12693.75        | 13285.96        | ROE              | 0.3%            | 6.0%           | 8.1%            | 10.2%          |
| 长期借款           | 3435.43         | 3435.43         | 3435.43         | 3435.43         | ROA              | 0.1%            | 1.8%           | 2.4%            | 3.0%           |
| 其他非流动负债        | 1334.44         | 1334.44         | 1334.44         | 1334.44         | ROIC             | -1.3%           | 4.6%           | 6.3%            | 8.5%           |
| <b>负债合计</b>    | <b>31255.46</b> | <b>35486.33</b> | <b>39499.25</b> | <b>41283.69</b> |                  |                 |                |                 |                |
| 股本             | 1413.51         | 1413.51         | 1413.51         | 1413.51         | 业绩和估值指标          | 2023A           | 2024E          | 2025E           | 2026E          |
| 资本公积           | 9003.42         | 9003.42         | 9004.42         | 9006.42         | EBITDA           | 124.65          | 1884.81        | 2238.83         | 2639.45        |
| 留存收益           | 6000.65         | 6530.17         | 7272.29         | 8261.54         | PE               | 743.99          | 35.12          | 25.06           | 18.80          |
| 归属母公司股东权益      | 16417.57        | 16947.09        | 17690.21        | 18681.47        | PB               | 2.18            | 2.11           | 2.02            | 1.91           |
| 少数股东权益         | 3189.47         | 3220.96         | 3265.09         | 3323.93         | PS               | 2.21            | 1.93           | 1.65            | 1.56           |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>19607.04</b> | <b>20168.05</b> | <b>20955.31</b> | <b>22005.39</b> | EV/EBITDA        | 294.70          | 19.58          | 16.15           | 13.14          |
| 负债和股东权益合计      | 50862.50        | 55654.38        | 60454.56        | 63289.08        | 股息率              | 0.0%            | 1.4%           | 1.9%            | 2.6%           |

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
|    | 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      |
| 上海 | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 阚钰  | 销售经理       | 17275202601  | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn      |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@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 |
| 北京 | 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 | lmtf@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 | cyrif@swsc.com.cn    |

---