

振华重工(600320)

报告日期: 2024年05月15日

# 全球港机龙头+海工装备领军者, 受益周期向上、品类拓张、治理优化

## ——振华重工深度报告

### 投资要点

#### □ 振华重工: 全球港机龙头+海工装备领军者, 股权激励彰显发展信心

- 1) 公司为全球港机龙头+海工装备领军者, 岸桥起重机全球市占率 70%, 连续 26 年世界第一。
- 2) 过去 5 年营收 CAGR=7.6%, 归母净利润 CAGR=0.2%。过去 5 年几何 ROE 为 3%。2023 年公司新签订单 56 亿美元, 过去 5 年订单 CAGR=9.5%。发布股权激励计划, 彰显发展信心。

#### □ 港口起重机: 公司为全球龙头, 受益更新需求、自动化升级、品类拓张、后市场服务

- 1) 市场空间大: 2022 年全球达 673 亿元, 其中国内达 205 亿元、份额占比约 31%。预计到 2028 年全球市场规模将达 1039 亿元, 2022-2028 年 CAGR=7.7%, 受益全球集装箱吞吐量稳步提升。未来行业发展趋势受益大型化、自动化、高速化, 推升港机更新升级需求持续提升。

- 2) 竞争格局集中: 大型港口起重机——振华重工为世界龙头, 其他行业参与者主要为大型综合性工程机械制造商, 包括: 德国利勃海尔集团、意大利 Fantuzzi、日本三井制造、韩国斗山工程机械、瑞典卡尔玛、三一国际等。小型港口起重机——产品种类较多, 行业公司相对大港机更加多元, 三一国际在集装箱正面吊和堆高机市场占据龙头地位。竞争格局趋势——港机行业门槛较高、下游港口客户集中度高, 预计未来竞争格局将持续保持较为集中态势。

- 3) 振华重工: 市占率 70% 的全球港机龙头, 受益自动化升级、品类拓张、后市场服务。公司连续 26 年市占率世界第一, 自 2006 年起市占率保持 70% 以上。2011-2023 年公司港机新增订单从 24.6 亿美元、增长至 36.1 亿美元, CAGR=3.2%。公司在大型化、自动化趋势下占据领先地位, 未来如依托大港机的龙头地位、向多产品品类+后市场服务延伸, 空间有望持续打开。

#### □ 海工装备: 受益油价、风电需求驱动下游资本开支, 公司订单趋势向上

- 1) 市场空间: 2022 年中国海工装备制造企业营收达 740 亿元, 同比增长 19.7%, 下游需求主要由海洋油气、海上风电、海洋工程建筑景气度驱动。海油市场——当前油价具备较好的经济回报和资本开支动力, 中国海油资本开支由 2018 年的 621 亿元、增长为 2023 年的 1280 亿元, CAGR=15.6%。海上风电市场——受益成本下降、风机大型化驱动装机量持续提升。

- 2) 竞争格局: 行业壁垒高、竞争者较少。但中高端市场由欧美日韩企业占据, 国内大多中低端为主、逐步进入高端领域。国内中国船舶、中集集团、振华重工龙头领先, 期待加速突破。

- 3) 振华重工: 海工装备领军企业, 过去 6 年订单 CAGR=21%。公司具备海工 EPCI 总承包能力, 具备自升式钻井平台、海上特种船舶的设计制造及核心配套件研发能力。海工装备订单从 2018 年的 5.8 亿美元增长至 2023 年的 15.1 亿美元, 2018-2023 年订单金额 CAGR=21%。

#### □ 投资建议: 全球港机龙头+海工装备领军企业, 受益需求周期向上、品类拓张、治理优化

预计 2024-2026 年公司归母净利润为 8/8.8/10.8 亿元, 同比增长 54%/10%/22%, 对应 PE 24/22/18 倍, 对应 PB 1.18/1.12/1.06 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 宏观环境波动风险、利率和汇率风险、供应链安全风险。

### 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	32933	36655	40102	43136
(+/-) (%)	9%	11%	9%	8%
归母净利润	520	801	884	1078
(+/-) (%)	40%	54%	10%	22%
每股收益(元)	0.1	0.2	0.2	0.2
P/E	38	24	22	18
ROE	2.8%	4.1%	4.3%	5.0%

资料来源: 浙商证券研究所

**投资评级: 买入(首次)**

**分析师: 邱世梁**

执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

**分析师: 王华君**

执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

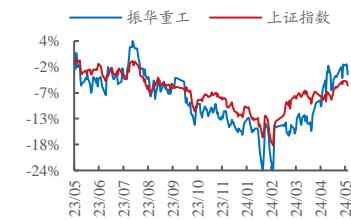
**分析师: 李思扬**

执业证书号: S1230522020001  
 lisiyang@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 3.71
总市值(百万元)	19,545.59
总股本(百万股)	5,268.35

### 股票走势图



### 相关报告

## 投资案件

### 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2024-2026 年公司归母净利润为 8/8.8/10.8 亿元，同比增长 54%/10%/22%，对应 PE 24/22/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 关键假设、驱动因素与主要预测

- 1) 港机行业受益大型化、自动化、高速化，推升更新升级需求持续提升。
- 2) 公司在港机保持龙头地位、向流机领域拓展顺利。
- 3) 海工装备市场受益油气资本开支、风电装机提升，需求景气向上。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场担心港机、海工装备行业增速有限，公司未来成长性存在不确定。

我们认为：公司作为港机设备龙头+海工装备领军者，港机受益更新周期+自动化升级+品类覆盖拓张，海工装备受益油气、风电需求驱动，需求向上。

- 1) 港机业务：从行业的维度，受益大型化、自动化、高速化，推升港机更新升级需求持续提升。从公司的维度，未来如依托大港机的龙头地位、向流机产品延伸，成长空间有望持续打开。
- 2) 海工装备：下游需求由海洋油气、海上风电、海洋工程建筑景气度驱动。公司具备自升式钻井平台、海上特种船舶的设计制造及核心配套件研发能力，未来持续向中高端市场发力。
- 3) 经营治理端：公司发布股权激励计划，彰显未来发展信心。过去几年公司净利率维持 2%上下水平波动，如未来公司成本、费用率管控能力持续提升，净利率有提升空间。

### ● 股价上涨的催化因素

港机行业周期景气向上加速；公司流机产品品类拓展加速；公司费用管控能力提升。

### ● 投资风险

宏观环境波动风险、利率和汇率风险、供应链安全风险。

## 正文目录

<b>1 振华重工：港机全球龙头+海工装备领军者，股权激励彰显发展信心 .....</b>	<b>6</b>
1.1 业务端：涵盖港口机械、海洋重工、大重钢构、海上运输等多个板块 .....	6
1.2 研发端：核心高管技术背景深厚，研发创新实力铸就核心竞争力 .....	7
1.3 治理端：中交集团控股 46%，子公司各领域多点开花 .....	9
1.4 经营端：营收稳定增长，订单出现新增幅 .....	10
1.5 募投项目：建成具有全球竞争力的世界一流装备制造企业 .....	13
<b>2 港口起重机：全球港机龙头，受益自动化升级、品类覆盖拓张 .....</b>	<b>15</b>
2.1 港机行业：全球化物流重要设备，受益大型化、自动化、高速化 .....	15
2.2 市场空间：2022 年全球达 673 亿元，受益全球集装箱吞吐量稳步提升 .....	16
2.3 竞争格局：大港机-振华重工绝对龙头，小港机-三一国际快速崛起 .....	18
2.4 振华重工：市占率 70% 的全球港机龙头，受益自动化升级、品类拓张 .....	20
<b>3 海工装备：受益油价、风电需求驱动，公司订单趋势向上 .....</b>	<b>22</b>
3.1 市场空间：2022 年达 740 亿元，同比增长 19.7%；趋势向上 .....	22
3.2 下游驱动力：海洋油气、海上风电、海洋工程建筑为主要市场 .....	23
3.3 竞争格局：欧美、日韩占据中高端市场，期待国内企业加速突破 .....	25
3.4 振华重工：海工装备领军企业，过去 6 年订单 CAGR=21% .....	26
<b>4 盈利预测与估值 .....</b>	<b>28</b>
4.1 盈利预测 .....	28
4.2 估值分析与投资建议 .....	30
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>30</b>

## 图目录

图 1: 公司发展历程：重型装备制造龙头公司，港机业务引领全球 .....	6
图 2: 公司业务涵盖：港口机械、海洋重工、大重钢构、海上运输等多个板块 .....	7
图 3: 2023 年，公司研发投入 13.12 亿元，同比增长 17%.....	9
图 4: 公司技术人员占比维持在 40%-50% 的水平.....	9
图 5: 国有控股公司，中交集团下属，子公司覆盖领域众多 .....	10
图 6: 2023 年公司营收 329 亿元、同比增长 9%.....	11
图 7: 2023 年公司归母净利润 5.2 亿元、同比增长 40%.....	11
图 8: 2023 年公司毛利率 14%、净利率 2%.....	11
图 9: 公司期间费用率持续优化.....	11
图 10: 公司 2011-2023 年港机业务新签订单合同额稳步增长（单位：亿美元） .....	12
图 12: 振华重工：重型港口起重机（岸桥） .....	15
图 13: 振华重工：双 40 英尺轨道吊（场桥） .....	15
图 14: 集装箱船舶的大型化：港口起重机需要更大的起升能力、延伸长度、起升高度、和自重.....	16
图 15: 2023 年国内集装箱吞吐量达 3.1 亿标准箱，同比增长 4.9%.....	17
图 16: 2023 年全球集装箱吞吐量达 8.7 亿标准箱，同比增长 0.5%.....	17
图 17: 全球集装箱吞吐量指数：2024 年以来再创新高 .....	17
图 18: 2022 年全球/中国港口起重机市场规模达 673/205 亿元 .....	18
图 19: 2022-2028 年全球港口起重机市场规模 CAGR=7.65%.....	18
图 20: 2020 年振华重工港机岸桥产品交付 143 台（单位：台） .....	18
图 21: 2020 年振华重工在港机岸桥产品市占率达 69%.....	18
图 22: 三一国际：正面吊和堆高机产品示意图 .....	19
图 23: 三一国际：在正面吊和堆高机市场占据龙头地位 .....	19
图 24: 2020 年我国集装箱吞吐量排名前十份额 .....	20
图 25: 2019-2020 年我国港口集装箱吞吐量集中度 .....	20
图 26: 1992 年，上海振华港口机械制造厂（简称 ZPMC）由管彤贤创立 .....	20
图 27: 公司 2001-2023 年营收复合增速为 9.6%.....	21
图 28: 公司 2011-2023 年订单复合增速为 3.2%.....	21
图 29: 海洋工程装备：中游装备制造产业链全景图 .....	22
图 30: 2022 年中国海工装备制造企业营收达 740 亿元，同比增长 19.7%.....	22
图 31: 2022 年我国海洋油气业全年实现增加值 2724 亿元，同比增长 7.2% .....	23
图 32: OPEC 一揽子原油价格：油价从 2020 年 Q2 起底部向上 .....	23
图 33: 中国海油 2023 年资本支出预计达 1,280 亿元，过去 6 年 CAGR=15.6% .....	23
图 34: 截至 2022 年底，我国海上风电累计装机容量达 3051 万千瓦，同比增长 15.61% .....	24
图 35: 2022 年海洋工程建筑业全年实现增加值 2015 亿元，同比增长 5.6% .....	24
图 36: 全球竞争格局：中高端市场被欧美、日韩等国占据，期待中国企业加速突破 .....	25
图 37: 振华重工：海洋重工板块覆盖产品示意图 .....	27
图 38: 公司海工订单增长趋势向上，过去 6 年订单年复合增速达 21% .....	27

## 表目录

表 1: 公司核心高管众多来自中交航务局, 技术背景深厚.....	8
表 2: 公司 50 亿募投资资金用途.....	13
表 3: 拟购置各类型船舶的功能定位.....	13
表 4: 信息化建设项目内容.....	14
表 5: 港口起重机: 全球主要厂家竞争格局情况, 振华重工龙头领先.....	19
表 6: 海工装备: 国内主要公司竞争格局情况, 中国船舶、中集集团、振华重工等龙头领先.....	26
表 7: 分产品销售收入预测 (单位: 百万元) .....	29
表 8: 可比公司估值: 公司为全球港机龙头+海工装备领军者, 受益下游需求景气度提升 .....	30
表附录: 三大报表预测值.....	31

## 1 振华重工：港机全球龙头+海工装备领军者，股权激励彰显发展信心

### 1.1 业务端：涵盖港口机械、海洋重工、大重钢构、海上运输等多个板块

- 公司 1992 年成立于上海，是世界上最大的重型装备制造企业之一，为国有控股 A、B 股上市公司，中国交通建设集团有限公司为公司控股股东，实际控制人为国务院国资委。
- 公司主营业务涵盖港口机械及服务、海洋重工、大重特型钢结构、海上运输安装及新产业等多个板块，在上海和江苏拥有 6 个生产基地，全球设有多家海外分支机构，拥有约 20 艘 6 万吨至 10 万吨级整机运输船。公司产品已进入全球 107 个国家和地区。

图1：公司发展历程：重型装备制造龙头企业，港机业务引领全球



资料来源：Choice、公司官网，浙商证券研究所整理

### ■ 公司积极开拓市场，港机、海工、钢结构等多元业务发展

1) 港口机械行业：公司岸桥产品全球市占率 70%，连续 26 年保持世界第一，订单签约率保持行业龙头地位，拥有厦门港、宁波港、北部湾、美国长滩港等海内外重要港口客户的港机项目订单。公司作为港机行业龙头，受益港口升级改造建设、自动化码头建设带来的市场红利，进一步巩固市场份额。

2) 海洋重工行业：受益风电+海油需求提速。风电市场——中国作为全球最大的海上风电市场，新增装机成长空间充满潜力。2023 年公司成功中标中交三航局 1800 吨和 2500 吨风电安装平台及其配套设备项目，抢抓发展机遇。油气市场——市场复苏，国际油价中长期处于高位，下游行业向深水、绿色、无人、智能化方向发展，公司生产类装备、LNG 类装备等相关市场受益。

**3) 大重特型钢结构行业:** 公司行业地位稳固, 具有世界一流的年产各种钢构 100 万吨的能力, 曾为美国旧金山-奥克兰海湾大桥等项目提供全部钢结构, 为港珠澳大桥提供模块和核心施工装备。随着“交通强国”战略和“新基建”的转型, 钢结构在桥梁、海洋工程、公路、跨海隧道、建筑物中的应用场景和市场机遇增多。

**4) 海上运输安装行业:** 公司拥有 20 余年的海洋运输和船运设计经验, 自有 20 余艘 6 万吨至 10 万吨级整机运输船, 可安全、准时将大型产品整机运往全世界。公司抓住航运复苏、境外工业化基础设施建设的机遇, 提升船队管理、保障自身产品运输, 提高行业竞争力与企业规模效益。

图2: 公司业务涵盖: 港口机械、海洋重工、大重钢构、海上运输等多个板块

业务领域	产品				
港口机械	岸边集装箱起重机	起重机系统			
	堆高机	智能集卡定位系统			
	青岛自动化码头	厦门自动化码头			
	岸桥电控系统	洋山四期			
海洋重工	起重船	疏浚船			
	风电安装平台	钻井平台			
大重特型钢 结构	美国旧金山-奥克兰新海湾大桥				
	美国拉斯维加斯摩天轮	港珠澳大桥			
	挪威哈当厄尔钢桥	昆斯费里大桥			
海上运输及 安装	20余艘6万吨至10万吨级整机运输船				
港口机械后市 场服务、及配 套件提供	客户服务与配套件				
投融资及新 兴业务	智慧停车全产业链	光伏			

资料来源: 公司公告、官网, 浙商证券研究所整理

## 1.2 研发端: 核心高管技术背景深厚, 研发创新实力铸就核心竞争力

### ■ 公司核心高管中, 多位背景来自航务、港口行业领域。

董事长由瑞凯为正高级工程师, 曾任中交第二航务工程局重要职务; 执行总经理朱晓怀曾任上海航道局重要职务; 董事王成为高级政工师, 曾任中交三航局二公司重要职务; 监事长张立杰为高级工程师、高级政工师, 曾任中交三航局重要职务; 职工监事魏为高级政工师, 曾任上海港口机械制造厂重要职务; 副总裁张健为高级工程师, 曾任上海港口机械制造厂重要职务; 副总裁山建国为高级工程师, 曾任上海港口机械制造厂重要职务。

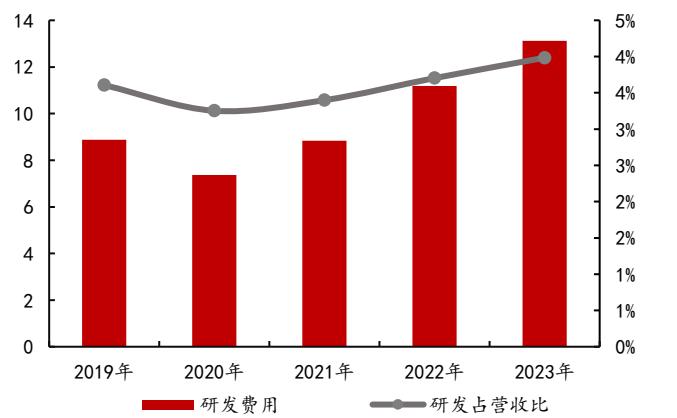
表1：公司核心高管众多来自中交航务局，技术背景深厚

姓名	职位	介绍
由瑞凯	董事长	本科，EMBA 硕士，正高级工程师。2007 年 4 月起，先后任中交第二航务工程局有限公司（以下简称“二航局”）投资事业部副总经理，中交云浮新港港务有限公司副董事长兼总经理、董事长，二航局投资事业部总经理，二航局投资事业部党委副书记、总经理，2013 年 8 月起任二航局副总经理，2016 年 5 月起先后任二航局党委副书记、董事、总经理，二航局党委书记、董事长、总经理，2018 年 11 月至 2023 年 9 月任二航局党委书记、董事长。
欧辉生	董事 总经理（总裁）	博士，高级经济师、会计师、注册会计师。历任珠海经济特区富华集团股份有限公司总裁，珠海经济特区富华集团股份有限公司（珠海港股份有限公司）董事，珠海港控股集团有限公司董事、党委副书记，珠海港控股集团有限公司总经理，珠海港控股集团有限公司董事长、党委书记、法定代表人，珠海港股份有限公司法定代表人，珠海港股份有限公司董事局主席，通裕重工股份有限公司董事长，青岛天能重工股份有限公司董事长。
朱晓怀	董事 执行总经理 财务总监	MBA 硕士，高级会计师。历任上海航道局东方疏浚工程公司财务科科员、副科长，上海航道局计划财务处副处长，财务部副经理（主持工作）、财务部经理兼纪委委员，中交上海航道局有限公司董事、总会计师、党委常委。
王成	董事	工程硕士，高级政工师。历任中交三航局二公司团委副书记、书记，党支部副书记、书记；中交三航局组织处副处长、处长；中交三航局二公司党委书记、副总经理；中交三航局监事会主席、党委副书记、纪委书记、工会主席；公司纪委书记、监事、监事会主席。
张剑兴	董事	本科，正高级会计师。历任中交上海航道局有限公司财务处干部，中交上海航道局有限公司九州疏浚工程公司财务科副科长，中交上海航道局有限公司计划财务处副处长、处长，中港疏浚股份有限公司党委委员、副总经理、财务总监，中港疏浚股份有限公司党委书记、副总经理、财务总监，中交上海航道局有限公司党委委员、董事、总会计师，中交建融租赁有限公司董事、总经理，中交融资租赁有限公司党委书记、董事长。
盛雷鸣	独立董事	法学博士、一级律师。历任上海对外商贸律师事务所律师助理及律师，华东政法大学民商法教师，上海市中茂律师事务所合伙人、主任律师，北京观韬中茂（上海）律师事务所律师。
张华	独立董事	经济学博士，金融学副教授。历任中欧国际工商学院研究员、讲师、助理教授、副教授。
赵占波	独立董事	博士，2005 年起在北京大学软件与微电子学院任教，职称为教授。从事互联网商业模式创新及公司发展战略研究。
夏立军	独立董事	博士，会计学教授，注册会计师。2006 年 7 月至 2011 年 3 月历任上海财经大学会计学院讲师、硕士生导师、教授、博士生导师；2011 年 3 月至 2023 年 3 月任上海交通大学安泰经济与管理学院会计系主任；2011 年 3 月至今任上海交通大学安泰经济与管理学院教授、博士生导师。兼任教育部会计学专业教学指导委员会委员、全国会计专业学位研究生教育指导委员会委员、中国会计学会理事、中国审计学会理事、上海市审计学会副会长、上海市成本研究会副会长、上海市会计学会常务理事，入选财政部会计名家培养工程等人才计划。
张立杰	监事长 监事	硕士研究生，高级工程师、高级政工师。历任中交三航局六公司嘉兴分公司副经理、经理、施工科科长、工程部经理；中交三航局厦门分公司党委副书记兼纪委书记、中交三航局厦门分公司副总经理；中交三航局党委工作部部长兼企业文化部总经理；中交三航局厦门分公司党委书记兼副总经理；中交三航局党委委员兼厦门分公司党委书记兼总经理兼执行董事（法定代表人）。
赵吉柱	监事	硕士，高级会计师。历任中交路建重庆涪丰石高速公路公司总会计师，中交路建财会部副总经理、总经理办公室副主任（主持工作）、建管分公司总会计师，中交清远投资发展公司董事、总经理，中交集团审计部总经理助理、副总经理，中交房地产党委常委、副总经理兼中交鼎信党工委书记、董事长、总经理。2022 年 8 月至今，任中交集团暨中国交建审计部首席专家、副总经理。
卫巍	职工监事	本科，高级政工师。历任上海港口机械制造厂技工学校团总支书记、上海港口机械制造厂团委书记、金加工车间工会主席、齿轮车间党支部书记；上海振华重工南汇基地人力资源部经理、工会主席、党支部副书记，上海港机重工临时党总支副书记、工会主席、综合办公室经理；上海振华重工纪委派驻第一纪检组组长、工会办公室主任、行政事务部副总经理（主持工作）。2021 年 5 月至今，任上海振华重工工会副主席、工会办公室主任。2024 年 1 月至今任党委工作部（党委统战部、企业文化部、工会办公室）部长（部长、总经理、主任）。
刘峰	副总裁	硕士研究生，高级工程师、高级经济师。历任中国交建工贸部工贸二处副处长（主持工作）、处长，中国交建装备制造海洋重工事业部处长、事业部总经理助理，中国交建装备制造海洋重工事业部副总经理、科学技术装备部副总经理、总工办副主任，中交集团暨中国交建科学技术与数字化部（总工办公室）副总经理（副主任）。
张健	副总裁	工商管理硕士，高级工程师。历任上海港口机械制造厂二金工车间技术员、生产调度、主任助理；上海港口机械制造厂齿轮箱分厂厂长；上海港口机械制造厂副厂长、党委委员；上海港机重工有限公司副总经理；上海振华重工经营办总经理、总裁助理。
山建国	副总裁 总工程师	本科，高级工程师。历任上海港口机械制造厂技术员，公司机械办工程师、主任工程师，设计公司设计四室总经理、副总工程师、机械办副主任、主任，预算考核部经理、陆工院院长，公司总裁助理，2015 年 2 月起任公司副总经理（副总裁）。
李瑞祥	副总裁 总经济师	本科，高级经济师。历任上海港口机械制造厂张家港基地技术工艺部主管、制造部见习经理、质保部经理；上海振华重工质检公司项目主管、室经理、质量安全办副主任、机械配套基地副总经理、总经理、党支部书记、公司副总经济师、预算考核部总经理、物资设备采购部总经理、公司总裁助理。
孙厉	总法律顾问、董 事会秘书、首席 合规官	EMBA 硕士，高级工程师。历任公司经营部项目主管、副经理，经营办副主任、离岸办主任、总经理助理、公司副总裁、董事。
陆汉忠	副总裁	本科，工学学士，正高级工程师。历任公司工艺部主管、工艺部副经理、长兴基地副总经理、长兴基地总经理、公司副总工艺师兼工艺部经理、钢结构事业部总经理。
沈秋圆	副总裁	本科，经济学学士，高级经济师。历任公司经营部项目主管、经营办项目管理部总经理、港口机械经营部总经理、公司副总经济师、投资集团总经理、战略发展部总经理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

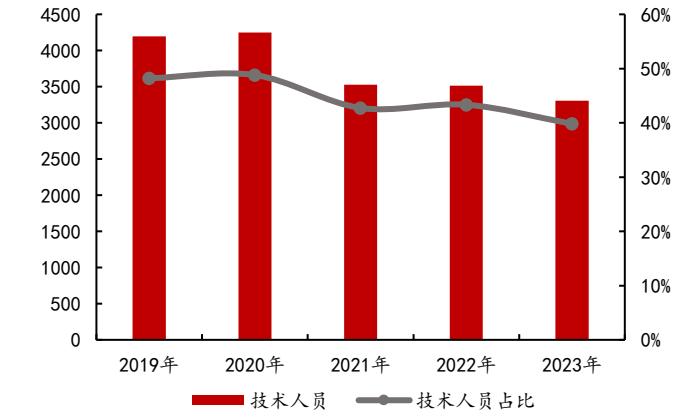
- **研发投入:** 2023年公司研发投入13.12亿元,同比增长17%,占营收比4%。公司技术人员占比维持在40%-50%的水平。公司作为全国首批创新型企,拥有国家认定的企业技术中心、国家海上起重铺管核心装备工程技术研究中心、国家级博士后科研工作站、省部级院士专家工作站、省部级重点实验室和省部级工程技术研究中心。截至2023年年底,公司累计申请专利3925件,拥有有效专利2169件,国际授权61件。
- **股权激励:** 2023年12月公司发布股权激励计划,覆盖核心技术/业务/管理人员共347人,行权价格为3.31元/股。业绩考核目标:
  - 1) **净资产现金回报率(EOE):** 2024-26年不低于14.6%/15.2%/15.8%,且不低于对标企业75分位值水平或同行业平均业绩水平;
  - 2) **利润总额复合增长率:** 以2022年利润总额6.6亿元为基期,2024-26年不低于6.6%/6.8%/7.0% (即大于7.4/8.0/8.6亿元,2023年公司利润总额为7.9亿元),且不低于对标企业75分位值水平或同行业平均业绩水平;
  - 3) **经济增加值(EVA):** 2024-26年经济增加值完成上级单位考核,且 $\Delta EVA > 0$ 。

图3: 2023年,公司研发投入13.12亿元,同比增长17%



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

图4: 公司技术人员占比维持在40%-50%的水平

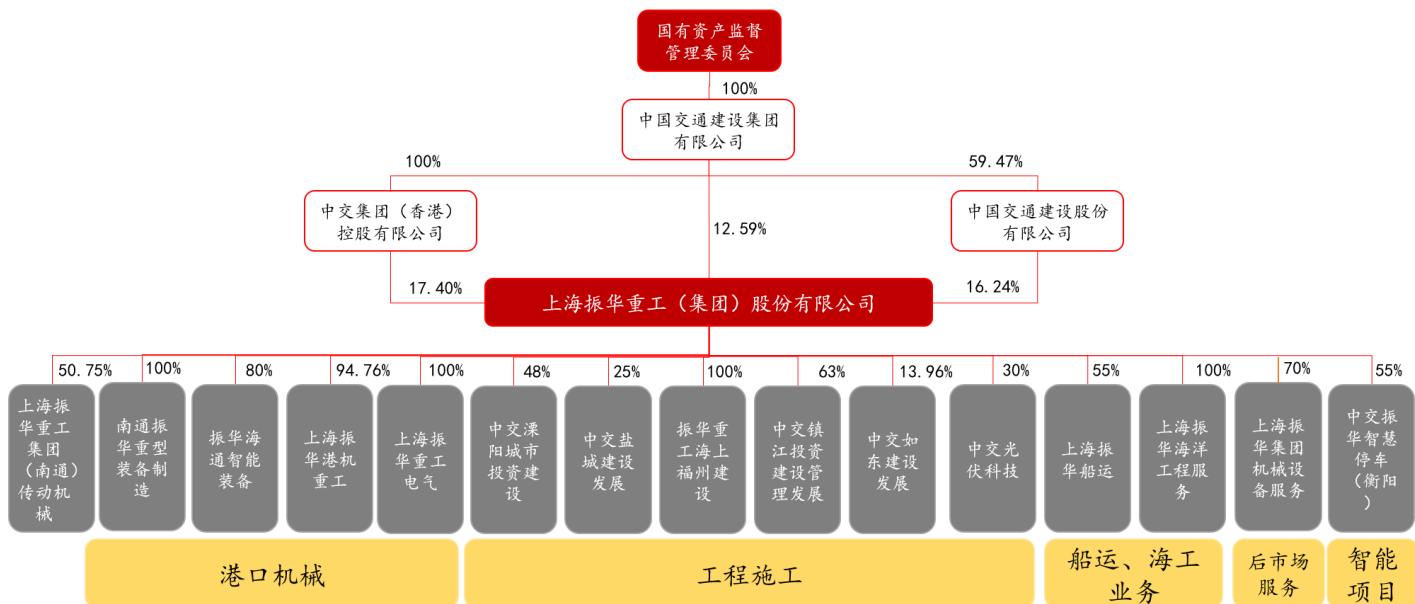


资料来源: Choice, 浙商证券研究所

### 1.3 治理端: 中交集团控股46%, 子公司各领域多点开花

- 中交集团为公司控股股东持股比例为46%,实际控制人为国务院国资委。董事长由瑞凯为正高级工程师,曾任中交第二航务工程局重要职务,众多高管来自中交航务工程局和上海港口机械制造厂,专业实力深厚。
- 公司下属子公司51家,主要覆盖港机、海工、钢结构等众多领域,并持续拓宽新业务领域。

图5：国有控股公司，中交集团下属，子公司覆盖领域众多



资料来源：公司公告、Choice，浙商证券研究所整理（数据更新至2023年年报）

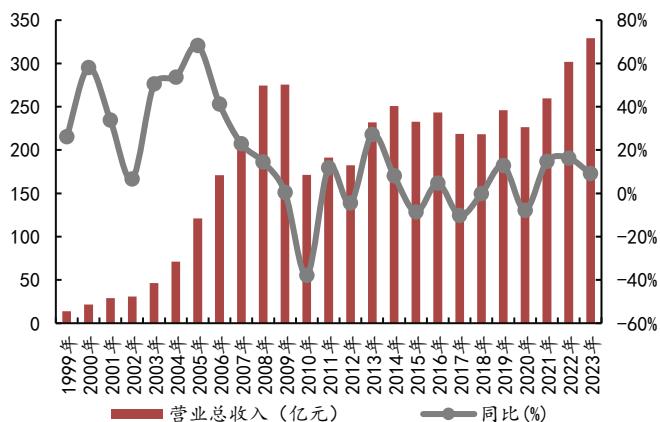
## 1.4 经营端：营收稳定增长，订单出现新增幅

■ **经营情况：**随着全球港口自动化智能化升级改造，公司营收稳步上升。2018-2023年，公司营收由218亿元增至329亿元，CAGR=8.6%；归母净利润由4.4亿元增至5.2亿元，CAGR=3.3%。

### 各业务板块：

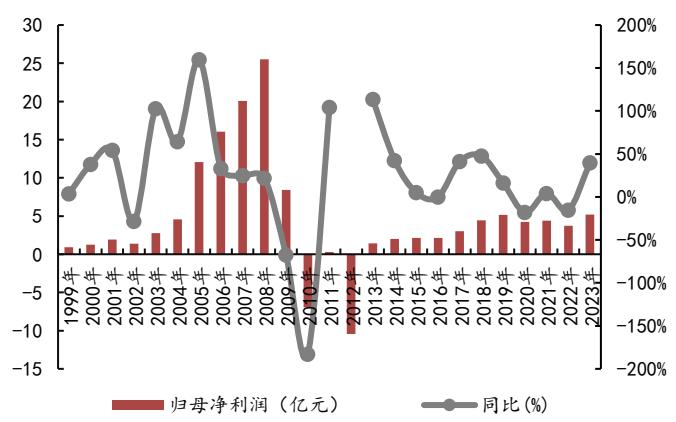
- 1) 港口机械：**行业龙头增长稳定。2023年实现营业收入212.3亿元，同比增长2.4%，过去五年CAGR=7.2%。
- 2) 重型装备：**2023年实现营业收入54.2亿元，同比增长75.8%，过去五年CAGR=14.5%。
- 3) 工程建设：**2023年实现营业收入15.3亿元，同比下降5.3%，过去五年CAGR=4.6%。
- 4) 钢结构及相关：**2023年实现营业收入31.7亿元，同比增长15.9%，过去五年CAGR=15.2%。
- 5) 船舶运输及其他：**2023年实现营业收入13.8亿元，同比下降25.5%，过去五年CAGR=5.2%。

图6: 2023年公司营收329亿元、同比增长9%



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

图7: 2023年公司归母净利润5.2亿元、同比增长40%



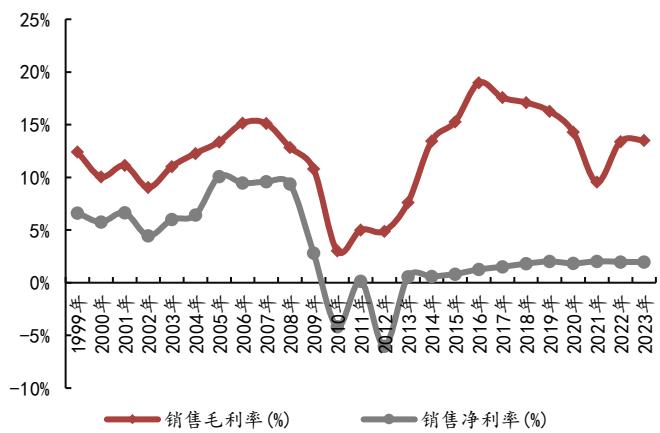
资料来源: Choice, 浙商证券研究所

■ **盈利能力: 公司长期毛利率较高。截至2023年,公司毛利率14%、净利率2%,其中港机和船运业务毛利较高。具体分业务:**

- 1) **港口机械业务:** 2023年毛利率16.3%,同比增加0.3 pct。
- 2) **重型装备业务:** 2023年毛利率5.2%,同比减少2.4pct。
- 3) **工程建设业务:** 2023年毛利率-1.5%,同比减少1.2 pct。
- 4) **钢结构及相关业务:** 2023年毛利率8.9%,同比增加5.4pct。
- 5) **船舶运输及其他业务:** 2023年毛利率23.3%,同比增加3.9 pct。

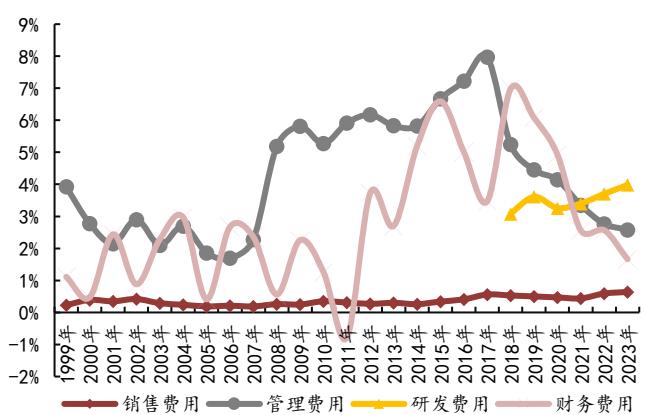
■ **期间费用持续优化,过去5年持续保持下降趋势。从2018年的16%,降低至2023年的9%。核心受益于公司管理费用和财务费用的持续优化。**

图8: 2023年公司毛利率14%、净利率2%



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

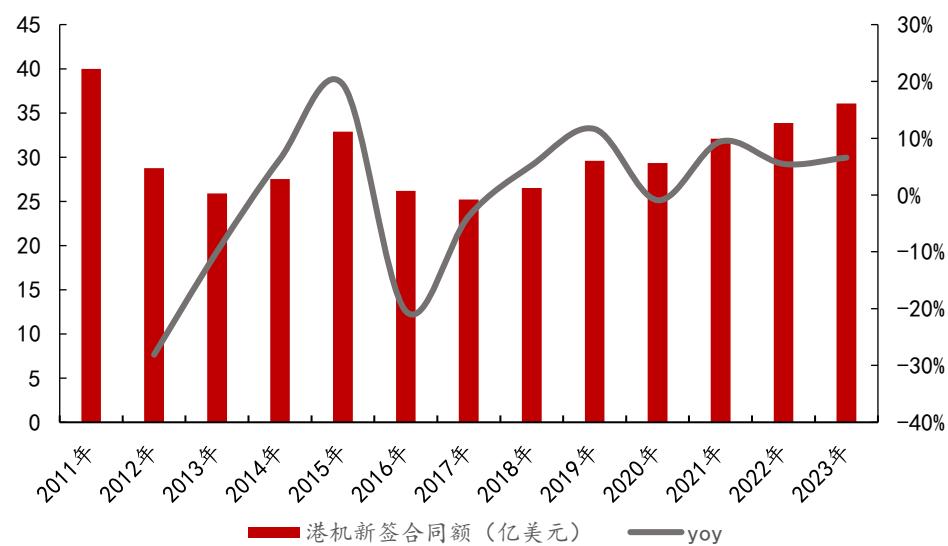
图9: 公司期间费用率持续优化



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

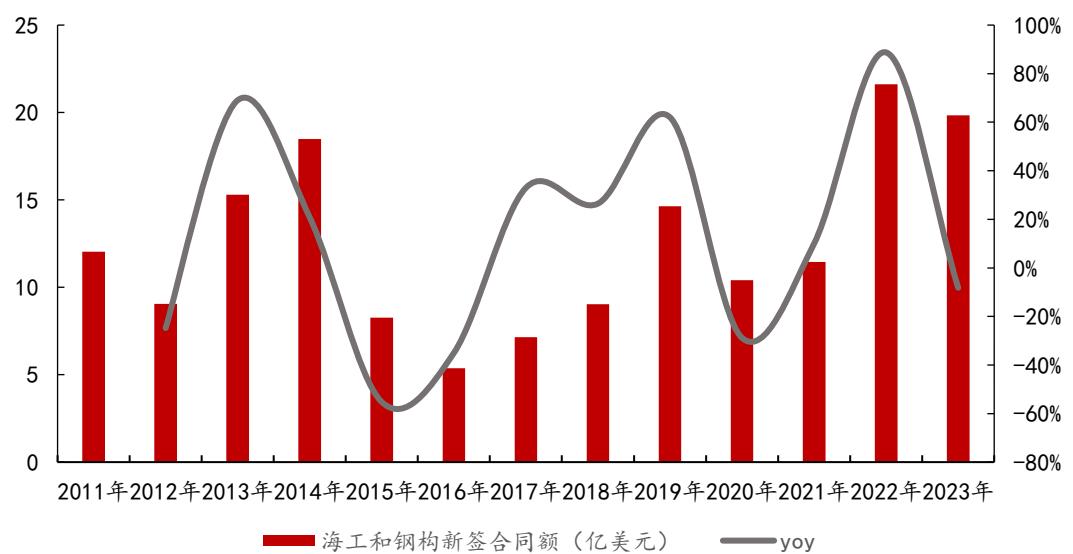
■ **订单: 截至2023年公司主要业务新签合同金额为55.9亿美元,同比增长0.8%,过去5年CAGR=9.5%。其中港口机械业务新签合同额为36.1亿美元,较去年同期增长6.6%,过去10年CAGR=3.4%。海工和钢结构相关业务新签合同额为19.8亿美元,其中钢结构业务新签订单为4.7亿美元。总体新签合同规模保持上升趋势。**

图10：公司 2011-2023 年港机业务新签订单合同额稳步增长（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图11：公司 2011-2023 年海工和钢构业务新签合同情况（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 1.5 募投项目：建成具有全球竞争力的世界一流装备制造企业

- 2023年5月发布《向特定对象发行A股股票预案》，本次发行股票数量不超过15.8亿股，中交集团拟以现金认购股票金额不低于10亿元。拟募集资金总额不超过人民币50亿元。募集资金扣除发行费用后，净额拟全部用于以下项目：

表2：公司50亿募投资金用途

序号	项目名称	总投资（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
1	船舶购置项目	19.00	15.72
2	门机总装线项目	1.52	1.26
3	信息化建设项目	6.04	4.10
4	智能制造升级改造项目	16.84	13.93
5	补充流动资金及偿还债务	15.00	15.00
合计		58.41	50.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 1) **船舶购置项目：**拟购置五艘特种工程船舶，包括三艘新船、两艘二手船（并加以改造），预计于2024-2027年完成交付。本次拟购置各类型船舶的功能定位情况如下：

表3：拟购置各类型船舶的功能定位

序号	船舶类型	功能定位
1	甲板运输船	重型设备、产品搬运
2	浮吊船	港机设备吊装、大型船舶模块组装
3	半潜运输船	受益于其首尾高凸、船间低凹的物理结构特征，能够运载半潜货（能够浮于水上的货物，如船舶）以及重型设备，在公司业务体系中主要用于对外提供小型工程船舶运输服务，对内承担部分重型设备搬运的工作

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

本次购置将有效降低公司工程船队的平均船龄，提高自有船舶比例，增强运力稳定性，降低长期运营成本。港机设备、海洋工程装备、钢结构、小型配套船舶和其他特种设备的海上运输与安装需求逐步加大，公司亟需新增适应性船舶，扩大运力底盘，以满足未来业务发展的需求。

- 2) **门机总装线项目：**公司拟将长兴基地1#门机总装岸桥生产线中的2台500T门机更换为2台1,000T门机，同步对周边场地及物流通道进行完善，优化升级长兴分公司的门机总装岸桥生产线，预计于2024年5月建成投产。本项目顺应港机市场需求增长趋势，满足公司现有客户和潜在客户订单需求，巩固公司龙头地位，提升市场占有率。

- 3) **信息化建设项目：**公司拟实施信息化建设项目，建设集合PLM、ERP、MES、工业互联网平台、SCM于一体的信息化系统，帮助公司打通数据流、业务流，提升公司核心竞争力，实施期间为2023-2028年。

表4：信息化建设项目内容

序号	项目名称	建设内容
1	ERP (企业资源管理系统项目) 二期	以 SAP 系统为核心，搭建全公司的一体化信息平台，实现整个供应链的资金流、物流和信息流的集成
2	PLM (设计研发全生命周期管理项目)	搭建符合公司的产品生命周期管理系统，实现设计研发流程的一体化的管理
3	MES (生产制造执行系统项目)	对工厂生产流程建模，实现信息化控制生产制造执行
4	SCM (供应链管理项目)	搭建供应链管理体系，打通供应链全生命周期环节
5	工业互联网平台	以数字化方式连接用户、供应商、合作方，搭建具备行业特色的工业互联网平台
6	生产制造综合数字化项目	以数字化的方式全面提升生产基地综合能力，如综合管理、展示中心、环境监控、智慧车间等
7	其他数字化建设及项目	其他数字化项目投入，如质量管理、焊接工艺、分包商管理、合同管理、人力资源管理、船运工装管理、对外门户等各类其他提高公司运营、设计、生产、售后管理和效率的项目。
8	数字化基础设施	数字化基础设施包含：网络、设备、服务器、网络安全、办公软件等。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司通过建设工业互联网平台、生产制造综合数字化平台，推动公司数字化转型，有助于摆脱信息不畅困境，从生产经营各个环节提升效率，改善管理模式。

4) **智能制造升级改造项目**：公司拟对公司分公司及部分全资子公司等主体进行生产设备更新换代，实施期间为 2023-2027 年。旨在提升公司的智能制造水平，促进数字化、网络化与公司制造生产线无缝融合，有利于增强公司的核心竞争力，顺应国家发展战略、推进制造业智能化发展。

**补充流动资金及偿还债务**：公司拟投入不超过 15 亿元募集资金用于补充流动资金及偿还债务，优化公司资本结构，降低资产负债率，增强资本实力，促进公司长期可持续发展。

## 2 港口起重机：全球港机龙头，受益自动化升级、品类覆盖拓张

### 2.1 港机行业：全球化物流重要设备，受益大型化、自动化、高速化

■ **港口起重机**：用于港口装卸、堆放货物的大型机械设备，根据装卸地点的不同，分别岸桥、场桥起重机。随着全球贸易的增长、船舶大型化的发展，港口起重机的效率和生产力变得尤为重要。

#### ➤ 大港机：包括岸桥和场桥

1) **岸桥-起重机**：岸边集装箱起重机（简称岸桥或吊桥）。专门在集装箱码头对集装箱船进行装卸作业的专业设备，一般安装在港口码头岸边。

2) **场桥-起重机**：即集装箱龙门起重机。专门在集装箱堆场进行集装箱装卸作业，主要有轨道式集装箱龙门起重机等，在集装箱堆场的规定范围内起吊，堆放集装箱。

#### ➤ 小港机：产品种类多样，包括正面吊、堆高机、电动集卡、抓料机、高架吊、重型叉车和伸缩臂叉车。

图12：振华重工：重型港口起重机（岸桥）



资料来源：港机网，浙商证券研究所

图13：振华重工：双40英尺轨道吊（场桥）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

#### ■ 港机是全球化贸易物流的重要设备

1) **降低物流成本**：通过高效地装卸货物，提升港口的作业效率，减少货船在港停留时间，降低物流成本。

2) **带动区域经济发展**：高效率物流可以吸引更多的船舶停靠，增加港口吞吐量，从而带动港口及其周边地区的经济发展。

#### ■ 行业未来发展趋势：大型化、自动化、高速化

1) **大型化**：随着集装箱船舶的大型化。港口起重机需要更大的起升能力、延伸长度、起升高度、和自重，吊具下的额定起重量逐步从 30.5t 增大到 61t，最大已达 65t。

2) **自动化与智能化**：现代港口起重机需要实现自动化作业、节省人力成本，包括集装箱的自动识别、定位、装卸以及物流追踪，这要求集成高端的传感器技术、图像识别技术、远程监控技术（CMS、RCMS）和智能化控制算法。

3) **高速化**：全球大型港口的吞吐量呈现逐年上涨的趋势。起升速度从巴拿马型岸桥的 50/120m/min、增加到现在的 90/200m/min；作业流程向双吊具发展，边装边卸、实现装船

作业和卸船作业同时进行（据盛东公司，效率提升了 49.25%，能耗减少了 19.8%，集卡空车率下降 40%）。

图14：集装箱船舶的大型化：港口起重机需要更大的起升能力、延伸长度、起升高度、和自重



资料来源：Alphaline, 浙商证券研究所

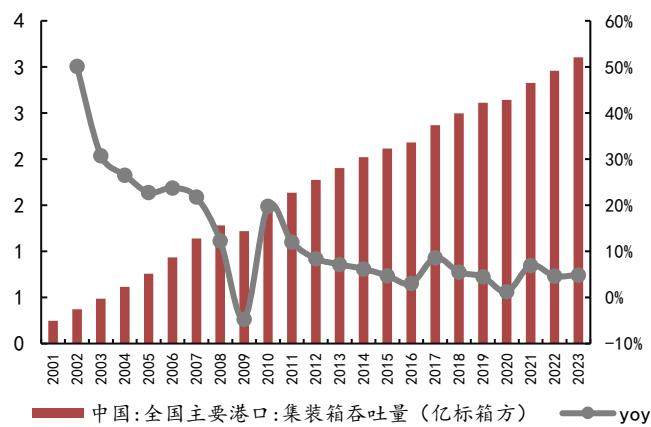
## 2.2 市场空间：2022 年全球达 673 亿元，受益全球集装箱吞吐量稳步提升

### ■ 集装箱吞吐量-市场需求：稳步上行

**1) 全球市场：**2023 年全球集装箱吞吐量达 8.7 亿标准箱，同比增长 0.5%。过去 12 年（2012-2023 年）全球集装箱吞吐量由 6.2 亿标准箱、提升至 8.7 亿标准箱，年复合增速为 3.1%。据 Statista 预计，2027 年全球集装箱吞吐量有望达 10 亿标准箱，2023-2027 年 CAGR=3.3%。

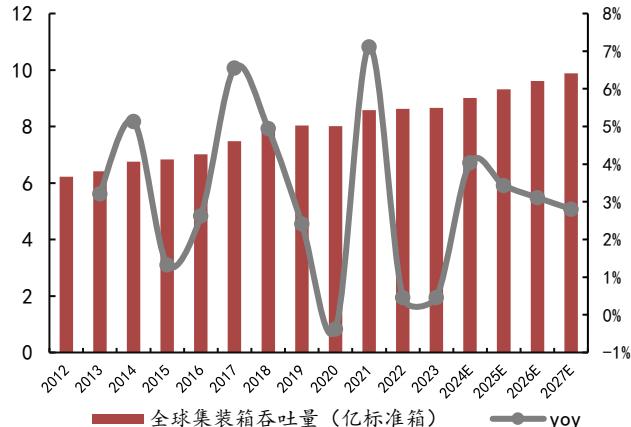
**2) 国内市场：**2023 年国内集装箱吞吐量达 3.1 亿标准箱，同比增长 4.9%，占全球份额的 36%。过去 12 年（2012-2023 年）全球集装箱吞吐量由 1.77 亿标准箱、提升至 3.1 亿标准箱，年复合增速为 5.2%。其中上海港连续 14 年排名全球第一，2023 年集装箱吞吐量突破 4900 万标箱，航线涵盖全球 200 多个国家和地区的 700 多个港口。

图15: 2023年国内集装箱吞吐量达3.1亿标准箱, 同比增长4.9%



资料来源: 交通部、Wind, 浙商证券研究所整理

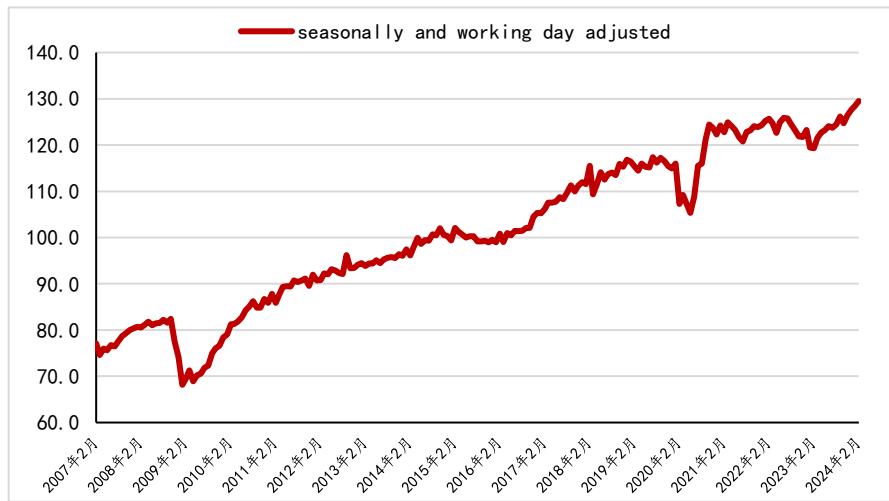
图16: 2023年全球集装箱吞吐量达8.7亿标准箱, 同比增长0.5%



资料来源: Statista、艾世捷, 浙商证券研究所整理

■ 据ISL集装箱吞吐量指数(RWI/ISL), 即使在红海航线中断以及其他因素风险下, 2024年1月该指数已超过2022年的峰值水平, 表现出货物贸易持续复苏的韧性。推升港口机械需求提升。

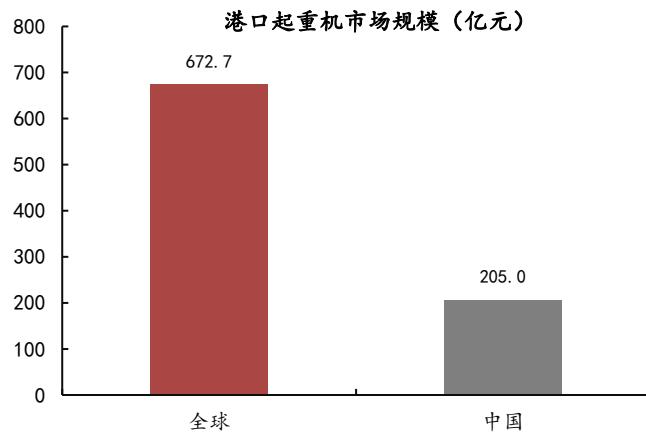
图17: 全球集装箱吞吐量指数: 2024年以来再创新高



资料来源: ISL, 浙商证券研究所整理

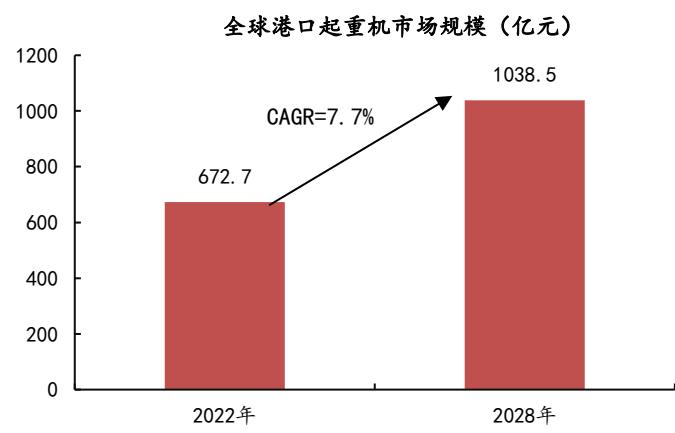
■ 港口起重机-市场空间: 据贝哲斯咨询, 2022年全球港口起重机市场规模达到673亿元, 其中中国市场达205亿元、份额占比约30.5%。预计到2028年, 全球港口起重机市场规模将达1038.5亿元, 2022-2028年CAGR=7.65%。

图18：2022年全球/中国港口起重机市场规模达673/205亿元



资料来源：贝哲斯咨询，浙商证券研究所整理

图19：2022-2028年全球港口起重机市场规模 CAGR=7.65%



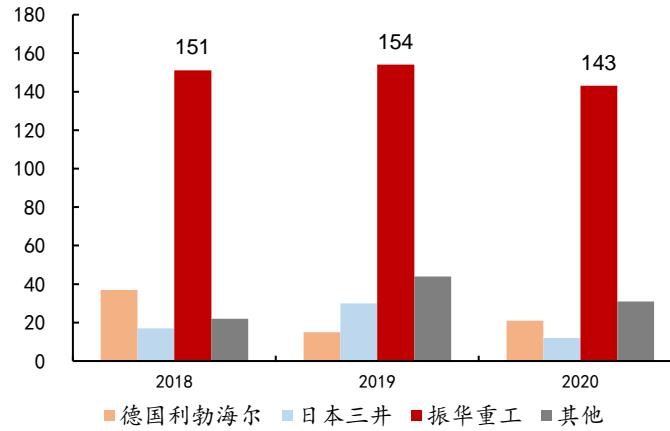
资料来源：贝哲斯咨询，浙商证券研究所整理

## 2.3 竞争格局：大港机-振华重工绝对龙头，小港机-三一国际快速崛起

### ■ 大型港口起重机（岸桥、场桥）

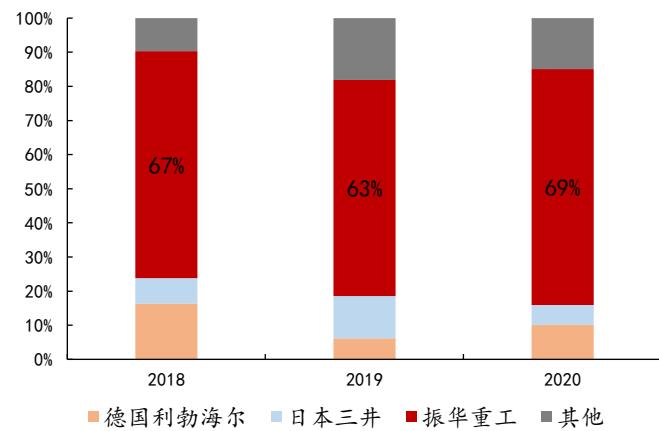
**振华重工为世界龙头。**据公司2023年报，公司岸桥产品全球市场占有率为70%，连续26年保持世界第一，港机2023年营收达212亿元（集装箱起重机+散货装卸机械）。

图20：2020年振华重工港机岸桥产品交付143台（单位：台）



资料来源：Cargo and Bulk，浙商证券研究所整理

图21：2020年振华重工在港机岸桥产品市占率达69%



资料来源：Cargo and Bulk，浙商证券研究所整理

其他行业参与者主要为大型综合性工程机械制造商，包括：德国利勃海尔集团（Liebherr）、意大利Fantuzzi集团、日本三井制造（Mitsui）、韩国斗山工程机械（Doosan）、瑞典卡尔玛（Kalmar）、三一国际等。

表5：港口起重机：全球主要厂家竞争格局情况，振华重工龙头领先

国家	公司	基本介绍
德国	利勃海尔集团 (Liebherr)	公司于1949年在德国创立。公司以建筑机械、起重机械、家用电器和航空设备等多种产品而闻名。在建筑业与土木工程领域有着深厚的技术基础，提供包括塔式起重机、车载式起重机、液压挖掘机等多种产品。
意大利	Fantuzzi 集团	1960年由鲁奇亚诺·范特仕所创建，全球最大的集装箱搬运设备制造厂，分布在3个国家，拥有7家工厂及工程技术机构，雇有逾2000名员工。
日本	三井集团 (Mitsui)	三井集团成立于1876年，是日本的一家大型综合商社，涉及多个领域，包括钢铁制品、金属资源、基础设施项目、机械与运输系统、基础化学、机能化学、能源、粮食食品事业以及消费者服务事业等。
韩国	斗山集团 (Doosan)	成立于1896年，旗下拥有斗山 Infracore、斗山重工业、斗山发动机、斗山产业开发等20多家子公司，在38个国家开展业务，员工总数达36,400余人，年销售额超过180亿美元。
瑞典	卡尔玛 (Kalmar)	业务范围涵盖货物装卸设备、自动化、软件和服务。设备产品包括跨运车、穿梭机、正面吊、空箱堆高机、叉车、码头牵引车等。
中国	三一国际	公司两项核心业务包括矿山装备制造及物流装备制造。在矿山装备领域主要涵盖煤炭巷道掘进设备、井下和露天矿用运输设备及工程及有色金属矿山掘采设备；在物流装备领域主要涵盖技术先进的港口机械成套设备。
中国	振华重工 (ZPMC)	成立于1992年，是世界上最大的重型装备制造之一。公司总部位于上海，目前在上海和江苏拥有6个生产基地，在全球设有多家海外分支机构，拥有约20艘6万吨至10万吨级整机运输船，可将大型产品整机运往全世界。当前，公司产品已进入全球107个国家和地区。

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所整理

■ **小型港口起重机：**产品种类较多，行业企业相对大港机更加多元。三一国际在集装箱正面吊和堆高机市场占据龙头地位，2023年正面吊市占率68%，同比增长1.2pct；堆高机市占率67%，同比增长2.2pct。

图22：三一国际：正面吊和堆高机产品示意图



资料来源：三一国际官网，浙商证券研究所

图23：三一国际：在正面吊和堆高机市场占据龙头地位



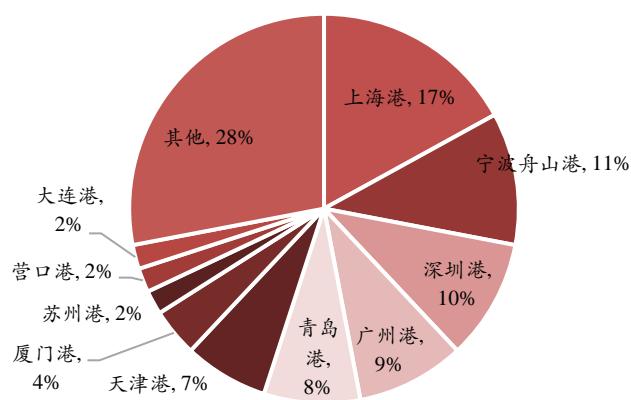
资料来源：格隆汇，浙商证券研究所

预计竞争格局未来将保持集中态势。

1) **从港机生产商的维度：**行业门槛高带来格局集中。集装箱起重机作为资本、技术和劳动力密集型行业（研发、制造、售后），行业盈利能力不高（参考振华重工：过去20年港机毛利率大部分处于0-20%之间），需要较高的规模优势带来合理的毛利率水平。

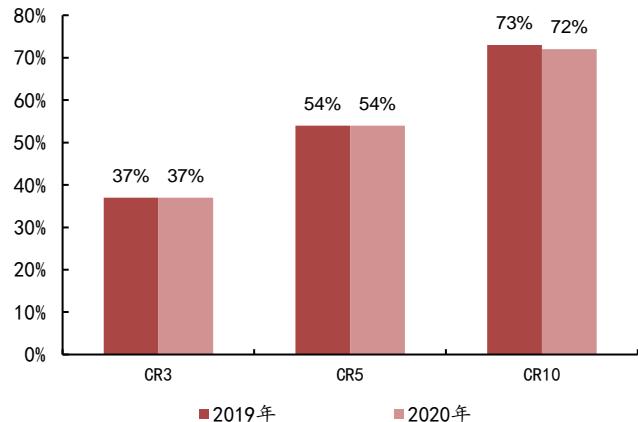
2) **从下游港口客户的维度：**客户集中度高带来供应商集中。2020年我国集装箱吞吐量排名前十的港口CR3、CR5、CR10分别为37%、54%和72%，竞争格局较为稳定、市场集中度高。起重机作为港口机械最重要的设备，安全性、可靠性尤为重要，通常情况下、客户更换意愿不高。

图24：2020年我国集装箱吞吐量排名前十份额



资料来源：前瞻经济学人，浙商证券研究所

图25：2019-2020年我国港口集装箱吞吐量集中度



资料来源：前瞻经济学人，浙商证券研究所

## 2.4 振华重工：市占率70%的全球港机龙头，受益自动化升级、品类拓张

- **公司港机历史回顾：**公司于1992年进入港机业务，当时美国、德国、韩国、日本等发达国家的集装箱起重机制造巨头占据了95%以上的市场份额。随着公司的持续突破，仅用6年时间、1998年公司的岸桥（岸边集装箱起重机）市场占有率达到25%、位居全球第一，并自2006年起至今、连续17年全球市占率在70%以上。

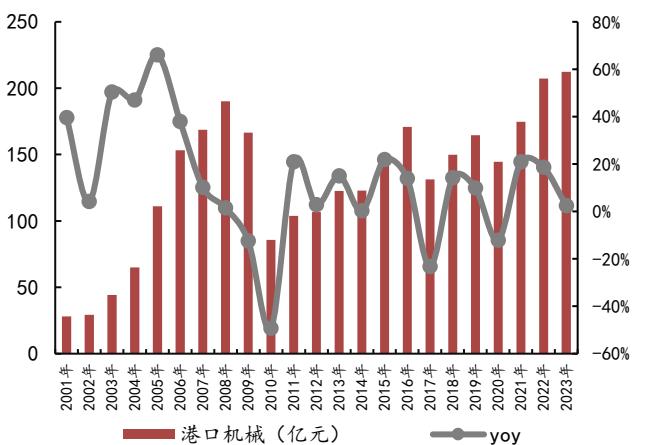
图26：1992年，上海振华港口机械制造厂（简称ZPMC）由管彤贤创立



资料来源：砾石商业评论，浙商证券研究所

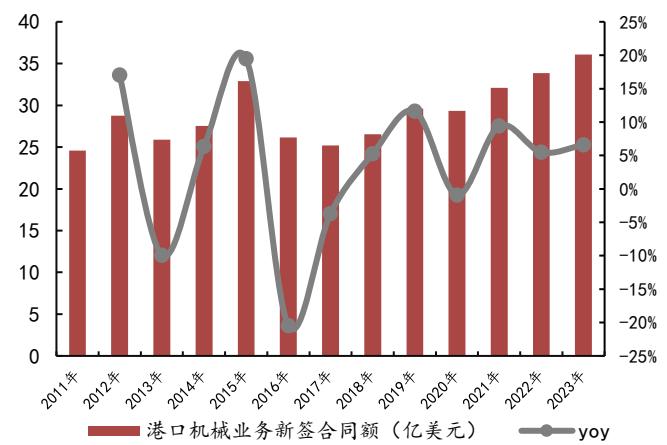
- **港机-营收端：**2023年公司港口机械业务营收为212.4亿元，同比增长2.4%。公司港机业务营收从2001的28.2亿元、增长至2023年的212亿元，过去23年年复合增速9.6%。
- **港机-订单端：**2023年公司港口机械业务新签合同额为36.1亿美元，同比增长6.6%。公司港机业务年新增订单从2011的24.57亿美元、增长至2023年的36.08亿美元，过去13年年复合增速3.2%。

图27：公司2001-2023年营收复合增速为9.6%



资料来源：Choice，浙商证券研究所整理

图28：公司2011-2023年订单复合增速为3.2%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

### ■ 公司未来发展驱动力

- 1) **技术向大型化、自动化升级。**公司自主研制世界首创的双40英尺集装箱岸桥、全自动化双小车岸桥、双向防摇系统等新产品和新技术，推动了行业技术升级；成功打造了我国第一个自动化码头——中远厦门远海自动化码头、亚洲首个真正意义上的全自动化码头——青岛港全自动化码头、全球最大的单体全自动化码头——上海港洋山四期全自动化码头，公司提供的**自动化码头装备及系统**广泛应用于国内外近60个自动化码头项目，**占全世界自动化码头70%以上**。
- 2) **后市场服务：公司服务能力响应全球。**公司在世界各地现场，拥有超过1000名高素质专业人员组成的服务队伍，可以提供高效的解决方案与完善的备件服务支持，并在最短的时间内向世界供货。公司下属子公司Terminexus打造了港机行业首个数字化供应链平台。港机后市场服务市场空间大，公司作为港机全球龙头，有望与后市场服务业务协同，成长空间持续打开。
- 3) **品类拓展：**目前公司在港机岸桥、场桥领域占据行业龙头地位，流机产品市场空间巨大，且标准化程度较高，未来如顺利延伸，期待公司产品品类拓展、加速业绩增长。

### 3 海工装备：受益油价、风电需求驱动，公司订单趋势向上

#### 3.1 市场空间：2022 年达 740 亿元，同比增长 19.7%；趋势向上

##### ■ 海洋工程装备——产业链

- 1) 上游：包括海工装备设计、主要材料及涂料、配套零部件及系统；
- 2) 中游：包括生产装备、辅助设备、钻井平台；（振华重工主要从事环节）
- 3) 下游：应用于海洋工程项目总包、海洋能源开发工程建筑、海洋油气资源勘探开采、海上油田开采、油田工作及辅助性工作等。

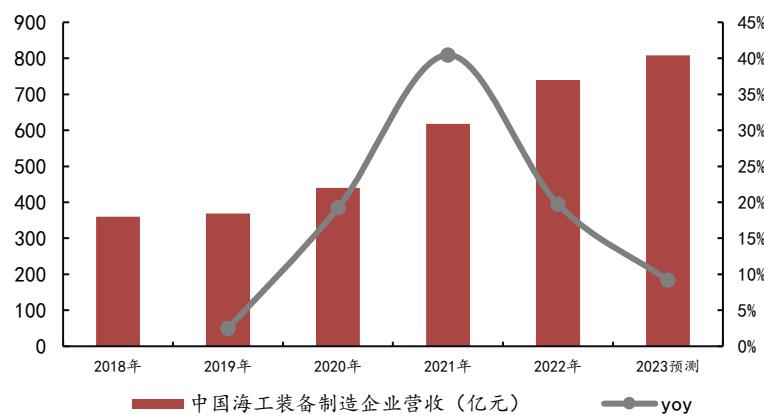
图29：海洋工程装备：中游装备制造产业链全景图



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

■ 近年我国海洋工程装备市场呈上升趋势。根据中国船舶工业协会统计，2022 年中国海工装备制造企业营收达 740 亿元，同比增长 19.7%。据中商产业研究院预测，2023 年中国海工装备制造企业营收将达 808 亿元，同比增长 9.2%。

图30：2022 年中国海工装备制造企业营收达 740 亿元，同比增长 19.7%



资料来源：中国船舶工业协会、中商产业研究院，浙商证券研究所

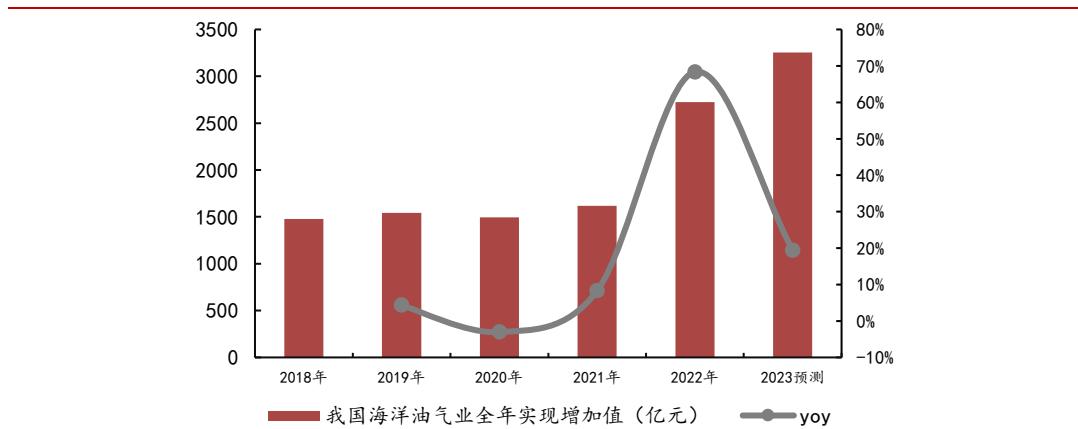
■ 海洋工程装备制造：中游制造为产业链核心环节。包括钻井平台、生产平台、浮式生产储油船、卸油船、起重船、铺管船等（覆盖勘探、作业、生产、服务 4 个阶段）。代表性的企业有中国船舶、海油工程、振华重工、中集集团等。

### 3.2 下游驱动力：海洋油气、海上风电、海洋工程建筑为主要市场

#### ■ 海工装备下游主要覆盖 3 大市场：海洋油气、海上风电、海洋工程建筑

1) **海洋油气**：2022 年我国海洋油气业全年实现增加值 2724 亿元，同比增长 7.2%。其中，海洋油、气产量分别比上年增长 6.2% 和 10.2%，海上油气勘探开发向深远海拓展。据中商产业研究院预测，2023 年我国海洋油气业增加值将突破 3000 亿元。

图31：2022 年我国海洋油气业全年实现增加值 2724 亿元，同比增长 7.2%

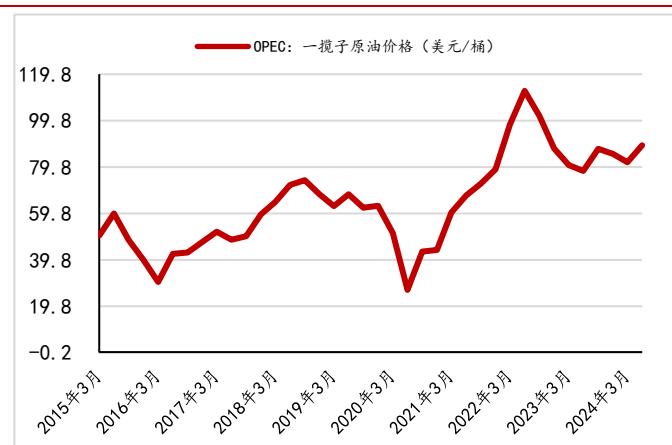


资料来源：《2022 年中国海洋经济统计公报》、中商产业研究院，浙商证券研究所

**从资本开支维度**：中国海油资本开支由 2018 年的 621 亿元，增长为 2023 年的 1280 亿元，过去 6 年 CAGR=15.6%。公司并预计 2024 年资本支出预算总额为 1250-1350 亿元、有望继续保持增长。

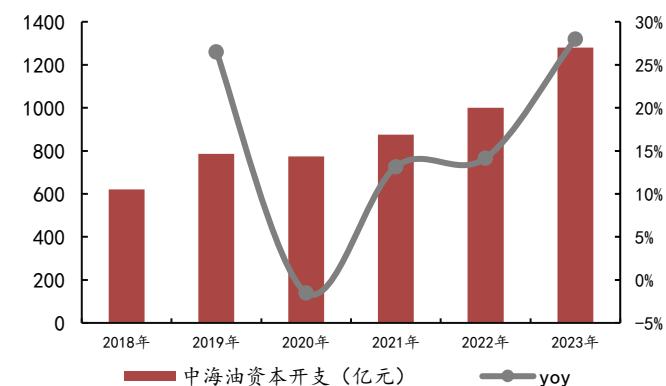
**下游资本开支与油价直接相关，期待油气市场海工装备行业持续景气**。根据睿咨得能源数据，海上石油成本仅次于中东陆上石油的桶油成本，为每桶 43 美元。据 OPEC 一揽子原油价格，油价从 2020 年 Q2 底部向上，价格已维持在 43 美元/桶以上近 4 年时间（目前在 80 美元/桶附近），我们对应看到中国海油资本开支从 2021 年开始持续向上，当前价格具备较好的经济回报、和资本开支动力。目前传统油气海工市场正在逐步复苏，国际油价将中长期处于高位，海工装备市场从中受益。

图32：OPEC 一揽子原油价格：油价从 2020 年 Q2 起底部向上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

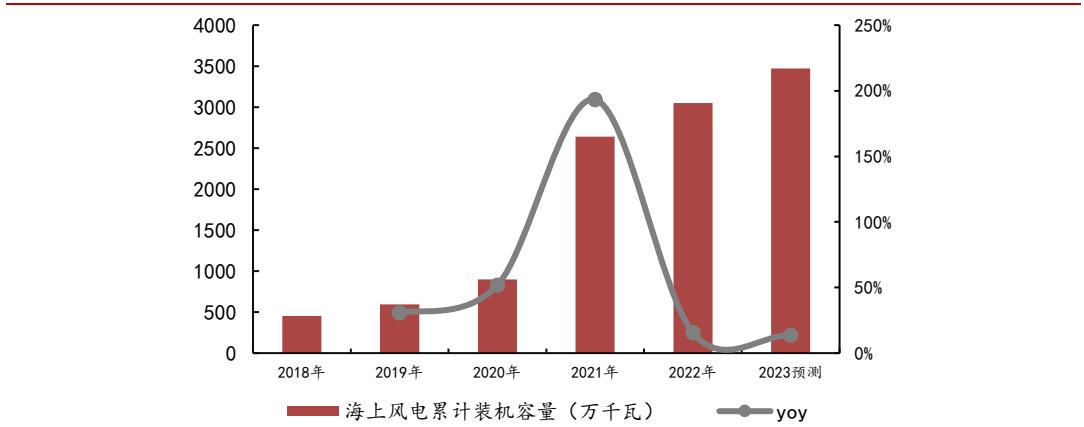
图33：中国海油 2023 年资本支出预计达 1,280 亿元，过去 6 年 CAGR=15.6%



资料来源：中国海油招股说明书、21 年业绩预告、22-23 年经营策略公告、Wind，浙商证券研究所整理

2) **海上风电**: 海上风电成本下降、风机大型化等因素将驱动装机量持续提升。截至 2022 年底, 我国海上风电累计装机容量达 3051 万千瓦, 同比增长 15.61%, 据中商产业研究院预测, 2023 年我国海上风电累计装机容量将达 3470 万千瓦时。

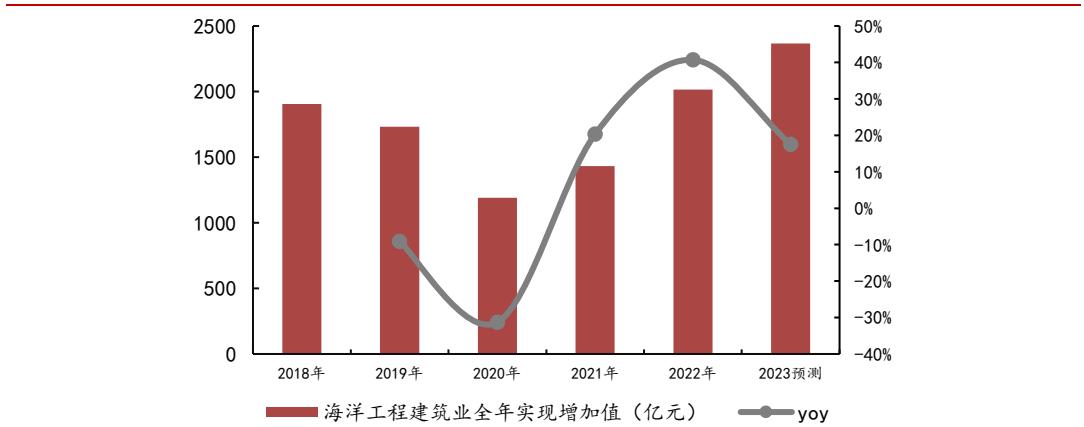
图34: 截至 2022 年底, 我国海上风电累计装机容量达 3051 万千瓦, 同比增长 15.61%



资料来源: 国家能源局、中商产业研究院, 浙商证券研究所

3) **海洋工程建筑**: 用于海港建筑、滨海电站建筑、海岸堤坝建筑、海洋隧道桥梁建筑、海上油气田陆地建造、海底线路管道安装等。2022 年海洋工程建筑业全年实现增加值 2015 亿元, 同比增长 5.6%。据中商产业研究院预测, 2023 年我国海洋工程建筑业增加值将达 2368 亿元。

图35: 2022 年海洋工程建筑业全年实现增加值 2015 亿元, 同比增长 5.6%

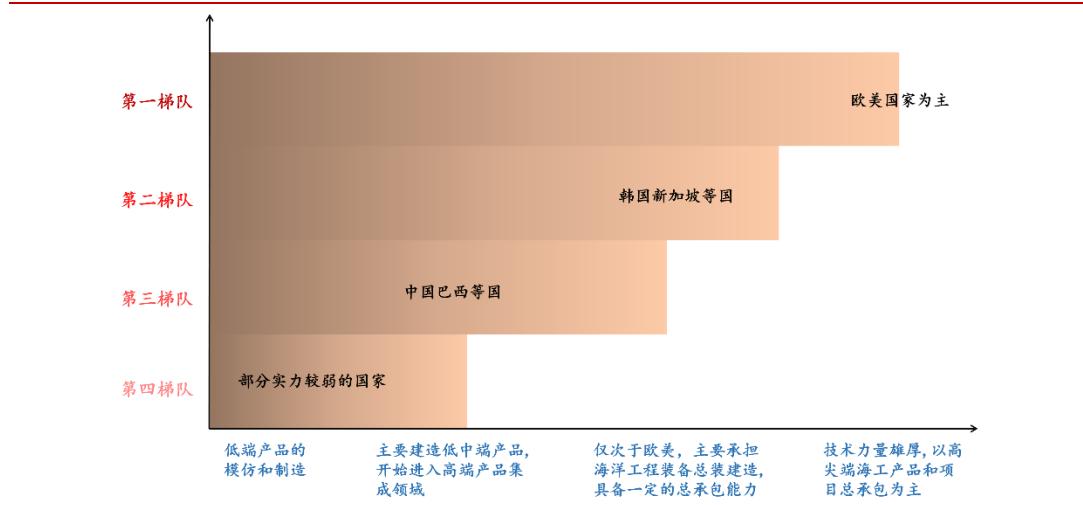


资料来源: 《2022 年中国海洋经济统计公报》、中商产业研究院, 浙商证券研究所

### 3.3 竞争格局：欧美、日韩占据中高端市场，期待国内企业加速突破

- **全球竞争格局：**行业壁垒高，但中高端市场被欧美、日韩等国占据，期待中国企业加速突破。由于海工装备制造行业的技术壁垒等较高，行业进入者威胁较小，目前整体行业内现有竞争者数量较少。但是中高端产品市场仍被欧美、日韩等国占据，中国企业的竞争优势有限，且在行业需求近年来增长较为有限的背景下，行业现有企业之间具有一定的竞争压力。

图36：全球竞争格局：中高端市场被欧美、日韩等国占据，期待中国企业加速突破



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所整理

- 1) **第一梯队：**主要为欧美公司，它们垄断着海洋工程装备开发、设计、工程总包及关键配套设备供货；公司包括：纽波特纽斯造船公司、通用动力电船公司、英格尔斯船厂、巴斯钢铁公司、阿冯达尔船厂和国家钢铁造船公司、意大利 Saipem、挪威 Aker Solutions、卢森堡 Subsea 等。
- 2) **第二梯队：**为日韩等公司，它们在总装建造领域快速发展，占据领先地位；包括：韩国的现代重工、大宇造船、三星重工，日本的三菱重工、万国造船、川崎造船、三井造船等。
- 3) **第三梯队：**主要为中国、巴西等公司，大多处于制造中的低端产品，开始进入到高端产品集成领域。中国船舶、中集集团、振华重工等布局了钻井平台、生产储油平台等具有较高的技术价值的产品，巨力索具、亚星锚链等专注于核心配套装备领域。

表6：海工装备：国内主要公司竞争格局情况，中国船舶、中集集团、振华重工等龙头领先

公司简称	2023年海洋工程装备制造业务占比(%)	重点布局领域	海洋工程装备制造业务概况
中国船舶	94.10%	钻井平台、FPSO等	公司海工装备业务主要经营浮式液化天然气生产储卸装置(FPSO)、半潜式、自升式(JU2000E、CJ46、CJ50)海洋石油钻井平台、海工辅助船等
中集集团	8.18%	钻井平台、生产储油平台	公司海工装备主要业务包括各类钻井平台及生产平台的装备建造，海上风电装备的建造及风场运维，特种船舶制造等。
振华重工	16.47%	钻井平台、辅助船等	公司主要制造钻井平台、起重船等产品
巨力索具	50.31%	FPSO系泊产品，深海系泊索等	公司主要生产索具产品，其中高强缆绳等产品被用于海工装备
亚星锚链	28.95%	海洋系泊链	公司主要从事海洋石油平台系泊链等产品的生产
山东墨龙	/	油套管、阀门、泥浆泵缸套、不锈钢精密铸件、石油“三抽”设备及配件	公司主要从事石油设备及配件的生产
石化机械	/	石油钻机，固井设备、压裂设备、修井机，油气钻采装备、钻头钻具等	公司主要从事油气技术装备研发、制造
神开股份	/	研发、制造石油化工仪器装备	公司主营业务为研发、制造石油化工仪器装备
中南文化	/	管件、法兰、管系	中南重工主要从事各类材质的管件，法兰、管系加工以及压力容器的制造，产品大量销售并应用于石油、化工、海洋工程、船舶、建筑、燃气、核电等行业
润邦股份	20.04%	海上风电基础桩、导管架海上风电安装作业平台、海洋工程起重机等	润邦股份主营业务为高端装备业务(主要包括各类物料搬运装备、船舶配套装备、海洋工程装备等业务)产品的设计、研发、制造、销售及服务
天海防务	90.36%	船舶与海洋工程设计	公司主营业务涵盖船舶与海洋工程装备研发设计与建造、应急救援产品研制、清洁能源应用三大领域
久立特材	57.14%	特种合金管材、双金属复合管材等	公司主要从事特种合金管材等产品的销售

资料来源：各公司官网、前瞻产业研究院，浙商证券研究所整理

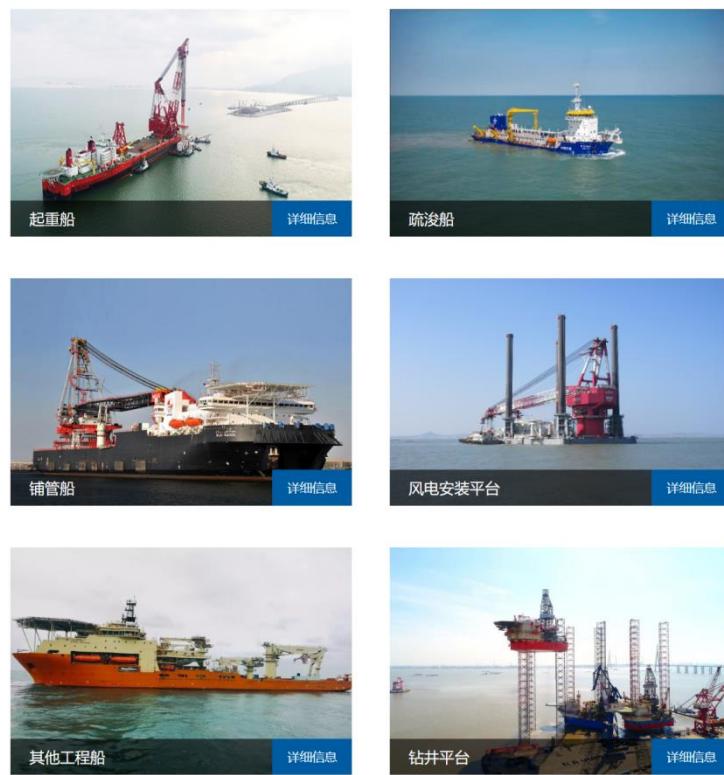
### ■ 海工装备在产业链上下游占据优势地位

- 1) **上游原材料：**普通原材料如钢铁等供应较为充足，供应商的议价能力较弱，但是部分核心零部件的供应量较少，供应商具有一定的议价能力；
- 2) **下游客户：**由于海工装备制造业企业数量较少，下游企业在海洋石油等资源挖掘中对于海工装备的依赖性较强，因此下游购买者议价能力较弱；海工装备产品的替代性较差，替代品威胁较低。

### 3.4 振华重工：海工装备领军企业，过去6年订单CAGR=21%

- 公司具备海洋工程EPCI总承包能力，可自主设计并建造多种高端海工装备。具备自升式钻井平台、海上特种船舶的设计制造能力，自主研发的海工核心配套件。近年来在海工装备领域持续突破。
  - 1) **油气领域：**中标上海航道局15000方舱容LNG清洁能源动力耙吸挖泥船等项目，业务布局进一步优化。
  - 2) **海上风电领域：**公司成功中标中交三航局1800吨和2500吨风电安装平台及其配套设备项目，并完成多项升压站、导管架项目的建造、吊装以及风电装备核心配套件的生产制造。
  - 3) **工程建筑领域：**打造世界起重能力最大的全回转起重船“振华30”轮，助力港珠澳大桥世纪工程建设；

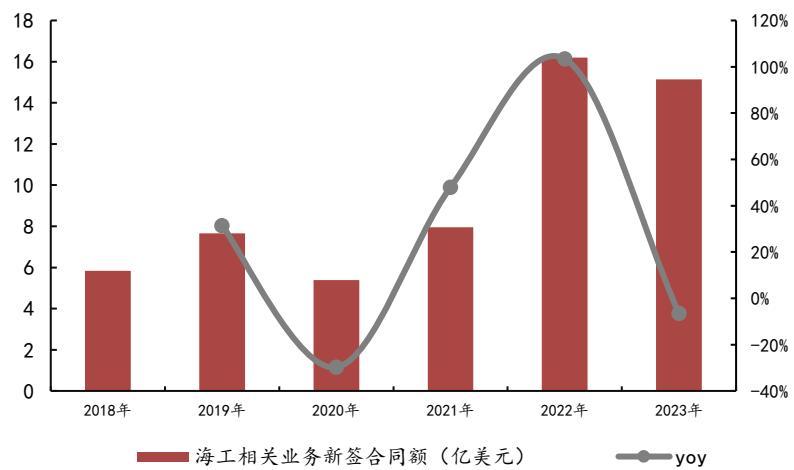
图37：振华重工：海洋重工板块覆盖产品示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

■ 公司海工订单增长趋势向上，过去6年订单年复合增速达21%。据公司年报统计，公司海工装备订单从2018年的5.83亿美元增长至2023年的15.14亿美元，2018-2023年订单金额CAGR=21%。保持了稳中有进的发展态势。

图38：公司海工订单增长趋势向上，过去6年订单年复合增速达21%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

- 公司作为港机设备龙头+海工装备领军者，港机受益更新周期+自动化升级+品类覆盖拓张，海工装备受益油气、风电需求驱动，需求向上。
- 基于以下判断，我们预计，2024-2026年，公司港口机械收入同比增长8%/7%/7%，毛利率16%/16%/16%；海工装备同比增长30%/20%/10%，毛利率5%/5%/5%。
- 1) **港机设备**：公司自2006年起至今、连续17年全球市占率在70%以上。2023年公司港口机械业务新签合同额为36.1亿美元，同比增长6.6%。公司港机业务年新增订单从2011年的24.57亿元、增长至2023年的36.08亿元，过去13年年复合增速3.2%，持续保持稳步向上趋势。未来公司有望持续受益港机更新周期、自动化改造升级、品类覆盖拓张，多因素驱动公司业务保持增长。
- 2) **海工装备**：2022年中国海工装备制造企业营收达740亿元，同比增长19.7%。公司具备海洋工程EPCI总承包能力，可自主设计并建造多种高端海工装备。公司海工装备订单从2018年的5.83亿美元增长至2023年的15.14亿美元，2018-2023年订单金额CAGR=21%，保持了稳中有进的发展态势。未来有望受益于油价提升、风电需求提升，持续驱动公司业务发展。
- 3) **其他业务**：公司在钢构业务方面，受益国家加强绿色交通基础设施建设，国内城市化进程提速，钢构桥梁市场需求增加。新产业方面，公司涉及领域，如装配式建筑、光伏、电梯加装、机电工程等市场前景较好。

表7：分产品销售收入预测（单位：百万元）

分业务	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>港口机械</b>				
销售收入 (百万元)	21237	22936	24541	26259
<sub>yoY</sub>	2%	8%	7%	7%
毛利率	16%	16%	16%	16%
<b>海上重型装备</b>				
销售收入 (百万元)	5423	7050	8460	9306
<sub>yoY</sub>	76%	30%	20%	10%
毛利率	5%	5%	5%	5%
<b>钢结构</b>				
销售收入 (百万元)	3166	3483	3831	4214
<sub>yoY</sub>	16%	10%	10%	10%
毛利率	9%	9%	9%	9%
<b>南京宁高 BT 项目</b>				
销售收入 (百万元)	1529	1529	1529	1529
<sub>yoY</sub>	-5%	0%	0%	0%
毛利率	-2%	5%	5%	5%
<b>船舶运输</b>				
销售收入 (百万元)	1209	1269	1333	1400
<sub>yoY</sub>	-35%	5%	5%	5%
毛利率	28%	25%	25%	25%
<b>租赁收入</b>				
销售收入 (百万元)	296	311	326	343
<sub>yoY</sub>		5%	5%	5%
毛利率	26%	25%	25%	25%
<b>其他业务</b>				
销售收入 (百万元)	74	78	82	86
<sub>yoY</sub>		5%	5%	5%
毛利率	42%	40%	40%	40%
<b>合计</b>				
(百万元)	32933	36655	40102	43136
<sub>yoY</sub>	9%	11%	9%	8%
综合毛利率	14%	13%	13%	13%

资料来源：Wind，浙商证券研究所预测

## 4.2 估值分析与投资建议

- **公司为港机设备龙头+海工装备领军者，受益下游需求景气度提升。**我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 367/401/431 亿元，同比增长 11.3%/9.4%/7.6%；归母净利润为 8/8.8/10.8 亿元，同比增长 54%/10%/22%，对应 PE 24/22/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **可比估值：**我们选取港机+海工装备行业龙头公司作为可比估值对象，公司作为港机设备龙头+海工装备领军者，受益下游需求景气度提升，估值具溢价空间。

表8：可比公司估值：公司为全球港机龙头+海工装备领军者，受益下游需求景气度提升

公司	代码	2024/5/15		EPS/元				PE				2023A	
		股价(元)	总市值(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	PB	ROE (%)
振华重工	600320.SH	3.7	155	0.1	0.2	0.2	0.2	38	24	22	18	1.2	3
中集集团	000039.SZ	9.6	414	0.1	0.5	0.7	0.9	122	19	13	11	0.9	1
中信重工	601608.SH	4.3	188	0.1	0.1	0.2	0.3	49	31	21	16	2.1	5
中国船舶	600150.SH	37.0	1653	0.7	1.2	2.0	2.5	56	30	19	15	2.7	6
中国重工	601989.SH	5.2	1177	-0.03	0.1	0.2		-150	41	23		1.1	-1
三一国际	0631.HK	6.5	207	0.5	0.78	0.9	1.0	12	8	7	7	0.0	0
润邦股份	002483.SZ	5.4	48	0.1	0.4	0.5	0.7	86	12	10	8	1.1	1
海油工程	600583.SH	6.3	279	0.4	0.5	0.5	0.6	17	14	12	10	1.1	7
行业平均(不包括振华重工)								29	24	16	11	1.3	2

资料来源：Wind，浙商证券研究所预测（除振华重工外，各公司 2024-2026 年 EPS 来自 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

- 1) 宏观环境波动风险：**公司所从事的主营业务与宏观经济的运行发展以及航运业所处的行业周期密切相关，目前世界经济局势的复杂与困难依然存在，地缘政治、粮食安全、能源安全、脆弱的宏观经济、日益增长的通胀和不断攀升的债务危机，将持续影响全球贸易投资和国际金融市场稳定。如宏观环境产生不利因素、可能对公司业务需求产生影响。
- 2) 利率和汇率风险：**公司面临的利率变动风险主要来自带息负债，同时一定比例的境外业务使得公司具有一定规模的外汇收支。需要防范汇率波动对经营业绩造成较大影响。
- 3) 供应链安全风险：**公司作为外向型企业，国际供应链安全稳定问题依然严峻，公司需要不断整合内外部资源，推进供应链系统性建设，以防范全球供应链安全风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	32933	36655	40102	43136
现金	45510	48430	50910	54896	营业成本	28480	31774	34813	37442
交易性金融资产	5105	4025	3842	4324	营业税金及附加	291	324	355	382
应收款项	721	917	838	825	营业费用	211	235	257	277
其它应收款	7280	8272	8702	9261	管理费用	849	945	1034	1112
预付账款	1246	1304	1418	1564	研发费用	1312	1466	1484	1596
存货	1314	1397	1468	1650	财务费用	546	762	774	696
其他	24281	27694	29556	32115	资产减值损失	705	183	201	216
<b>非流动资产</b>	5563	4821	5085	5156	公允价值变动损益	(27)	15	7	5
金融资产类	39354	38519	37776	36674	投资净收益	68	68	68	68
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	178	157	169	168
固定资产	1956	1934	1964	1951	<b>营业利润</b>	757	1206	1426	1657
无形资产	19991	19849	19440	18643	营业外收支	28	29	28	29
在建工程	4093	4246	4465	4735	<b>利润总额</b>	785	1235	1454	1686
其他	5185	4345	3713	3187	所得税	139	218	257	298
<b>资产总计</b>	8129	8146	8195	8157	<b>净利润</b>	647	1017	1198	1388
<b>流动负债</b>	84865	86949	88686	91570	少数股东损益	127	215	313	310
短期借款	48199	54038	60084	66737	<b>归属母公司净利润</b>	520	801	884	1078
应付款项	4782	12901	13533	16527	EBITDA	2582	3398	3692	3890
预收账款	14150	15336	17201	18274	EPS (最新摊薄)	0.10	0.15	0.17	0.20
其他	19231	18362	20412	22918					
<b>非流动负债</b>	10037	7439	8937	9018					
长期借款	17799	13028	7521	2364					
其他	15105	10186	4769	(399)					
<b>负债合计</b>	2694	2842	2752	2762					
少数股东权益	65998	67065	67605	69100					
归属母公司股东权	3110	3326	3639	3949					
<b>负债和股东权益</b>	15757	16558	17442	18521					
	84865	86949	88686	91570					

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5184	(349)	4631	3691	ROIC	2.81%	4.14%	4.32%	4.95%
净利润	647	1017	1198	1388	<b>偿债能力</b>	2.19%	3.47%	4.11%	4.49%
折旧摊销	1352	1381	1442	1488	资产负债率	77.77%	77.13%	76.23%	75.46%
财务费用	546	762	774	696	净负债比率	43.24%	43.44%	37.75%	33.91%
投资损失	(68)	(68)	(68)	(68)	流动比率	0.94	0.90	0.85	0.82
营运资金变动	7054	(1585)	3656	2527	速动比率	0.44	0.38	0.36	0.34
其它	(4347)	(1856)	(2372)	(2341)	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(182)	(564)	(429)	(424)	总资产周转率	0.40	0.43	0.46	0.48
资本支出	327	(303)	(306)	(69)	应收账款周转率	4.56	4.68	4.60	4.58
长期投资	69	(0)	(23)	15	应付账款周转率	3.59	3.56	3.57	3.52
其他	(577)	(260)	(100)	(370)	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	(2392)	(167)	(4384)	(2785)	每股收益	0.10	0.15	0.17	0.20
短期借款	2988	8119	633	2993	每股经营现金	0.98	(0.07)	0.88	0.70
长期借款	(5914)	(4919)	(5417)	(5168)	每股净资产	2.99	3.14	3.31	3.52
其他	535	(3367)	400	(610)	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	2611	(1080)	(182)	482	P/E	37.59	24.39	22.10	18.13
					P/B	1.16	1.18	1.12	1.06
					EV/EBITDA	16.08	14.50	12.50	11.28

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>