

2024年07月30日  
 中国重工(601989.SH)

SDIC


**公司分析**

证券研究报告

其他军工III

## 布局船舶总装+配套，持续受益民船大周期

### 中国重工：布局船舶总装+配套，持续看好公司盈利弹性释放

中国重工是国内领先的舰船研发设计制造企业，旗下大连造船、武昌造船、北海造船等现代化船厂，目前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五大板块。2021年开始，受益于全球造船高景气和船价上涨，公司持续把握新船市场机遇，2021-2023年民船业务板块海洋运输装备分别新签订单286/365/330亿元，各年度年底在手订单分别达到355/578/751亿元，持续创新高。随着公司在手高价船2024年开始陆续交付，叠加产能利用率提升带来规模效应，我们持续看好公司未来盈利弹性释放。

### 造船大周期量价齐升，船企享“产能、价格、成本”三重红利

供给侧，船舶行业从2008年金融危机后历经多年供给侧出清，全球船坞自2009年高峰减少一半以上；需求侧看，2000s以来新造的船舶将从2020s开始加速进入老龄化阶段，叠加绿色动力催化，民船造船大周期开启。

船厂供给紧而造船需求旺，卖方市场下，新船订单向头部集中，船企在手订单饱满，享受“产能红利”；价格端，全球新造船价格指数持续维持高位，船企议价能力较高，享受“ $\Delta$ 供给 $<$  $\Delta$ 需求”的价格红利；成本端，原材料影响较大的钢板价格已自2021年高位时的超7000元/吨回落到3890元/吨，盈利剪刀差红利凸显。2023年国内民营龙头船企扬子江船业造船业务毛利率已达22%，同比+9pcts，预计2024年国内上市船企也将步入盈利上行拐点。

### 投资建议：

我们预计2024-2026年公司分别实现营收553/637/735亿元，同比增长18.4%/15.2%/15.3%；2024-2026年分别实现归母净利润14.0/32.5/57.5亿元，同比增长278.7%/132.8%/76.8%，对应PE 92.0/39.5/22.4。

本轮民船造船大周期下，我们选取海内外上市船企中国船舶、中船防务、扬子江、现代重工、三星重工为可比公司。截止2024/7/30，可比公司中国船舶/中船防务(A股)/扬子江/现代重工/三星重工的PB(LYR)分别为3.8/2.5/2.7/3.5/3.0，中国重工PB为1.5，显著低于可比公司。我们保守给予中国重工1.8倍PB，对应目标价6.58元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

### 风险提示：宏观经济不及预期风险，原材料价格及汇率波动，

投资评级	<b>买入-A</b> 首次评级
6个月目标价	6.58元
股价(2024-07-29)	5.64元

交易数据	
总市值(百万元)	128,603.48
流通市值(百万元)	128,603.48
总股本(百万股)	22,802.04
流通股本(百万股)	22,802.04
12个月价格区间	3.88/5.64元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.5	23.7	38.2
绝对收益	14.4	17.3	23.1

**郭倩倩** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

**胡园园** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524010003

huyy1@essence.com.cn

### 相关报告

环保政策推进不及预期，盈利预测不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	44,154.9	46,693.8	55,289.8	63,689.8	73,459.8
净利润	-2,212.4	-781.9	1,397.4	3,253.0	5,752.0
每股收益(元)	-0.10	-0.03	0.06	0.14	0.25
每股净资产(元)	3.66	3.65	3.61	3.72	3.93

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-58.1	-164.5	92.0	39.5	22.4
市净率(倍)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4
净利润率	-5.0%	-1.7%	2.5%	5.1%	7.8%
净资产收益率	-2.7%	-0.9%	1.7%	3.8%	6.4%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.9%
ROIC	-13.9%	-7.5%	-0.9%	8.8%	31.6%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 录

1. 中国重工：布局船舶总装+配套，有望持续受益民船大周期.....	5
2. 造船大周期：“设备更新”+“绿色动力”双驱动.....	10
2.1. 供给：造船产能出清，头部船企迎供给侧红利.....	10
2.2. 需求—设备更新：油轮率先开始更新，替代燃料长期赋能.....	11
2.3. 需求—新能源化：短期降速影响运输效率，长期新能源化加速老船更新.....	12
3. 行业跟踪：2024 年 1-6 月新船价格继续走高.....	13
3.1. 新船价格：新船价格继续走高.....	13
3.2. 新船订单/交付：2024 年 1-6 月新船订单同比增 54%，中国出口同比增 90%... ..	13
3.3. 造船成本：造船板价格 2024 年 2 月以来趋势走低.....	16
4. 盈利预测与投资评级.....	16
4.1. 盈利预测.....	16
4.2. 估值分析.....	18
5. 风险提示.....	19

## 目 录

图 1. 中国重工股权结构：旗下武昌造船+大连造船+北海造船.....	5
图 2. 中国重工业务版图：布局船舶总装+配套+战略新兴产业.....	6
图 3. 2018-2023 年公司营收结构及海洋运输装备业务增速（亿元，%）.....	7
图 4. 2023 年公司新签订单 757 亿元，同比增长 10.9%.....	7
图 5. 2023 年底公司手持订单 1506 亿元，同比增长 37.7%.....	7
图 6. 2018-2023 年公司分业务毛利率：海洋运输装备板块毛利率较低.....	8
图 7. 2018-2023 年公司费用率情况.....	8
图 8. 2018-2023 年公司归母净利润情况（亿元）.....	9
图 9. 2009 年之后全球船坞快速出清，至 2024 年 1 月剩 155 座.....	10
图 10. 1960 年至今全球造船完工量竞争格局：向中韩日三国集中.....	10
图 11. 2000-2023 年全球新承接船舶订单&造船完工量（万载重吨）.....	11
图 12. 2023 年全球各类船以 dwt 计船龄：12.5%超 20 年.....	11
图 13. 2023 年全球各类船以数量计船龄：41.8%超 20 年.....	11
图 14. IMO 关于减少船舶温室气体排放战略：在 2050 年前后达到净零排放.....	12
图 15. 中国新船价格指数：2023 年 2 月底以来持续抬升.....	13
图 16. 散货船价格：截止 2024/7/24，好望角型涨至约 7200 万美元/艘.....	13
图 17. 油船价格：截止 2024/7/24，VLCC 涨至 1.27 亿美元/艘.....	13
图 18. 箱船价格：截止 2024/6，2.2-2.4 万 TEU 涨至 2.685 亿美元/艘.....	13
图 19. 全球新船订单：2024 年 1-6 月新接 7115 万 dwt，同比+54%.....	14
图 20. 全球散货船订单：2024 年 1-6 月新接 1998 万 dwt，同比+41%.....	14
图 21. 全球油船订单：2024 年 1-6 月新接 2380 万 dwt，同比+107%.....	14
图 22. 全球箱船订单：2024 年 1-6 月新接 89 万 TEU，同比-3.9%.....	14
图 23. 中国手持新船订单：截止 2024 年 6 月手持 7177 万 CGT，继续创新高.....	14
图 24. 全球造船完工：集装箱船新运力集中投放，油船交付持续低位运行.....	15
图 25. 中国船舶出口：2024 年 1-6 月中国累计出口船舶金额 1468 亿元，同比+90%.....	15
图 26. 造船板价格：上海造船板（20mm）7 月 26 日报收 3890 元/吨，2 月以来趋势走低.....	16
图 27. 2020-2023 年公司海洋运输装备业务新签订单和在手订单（亿元）.....	16
图 28. 可比公司历史 PB（LYR）.....	18

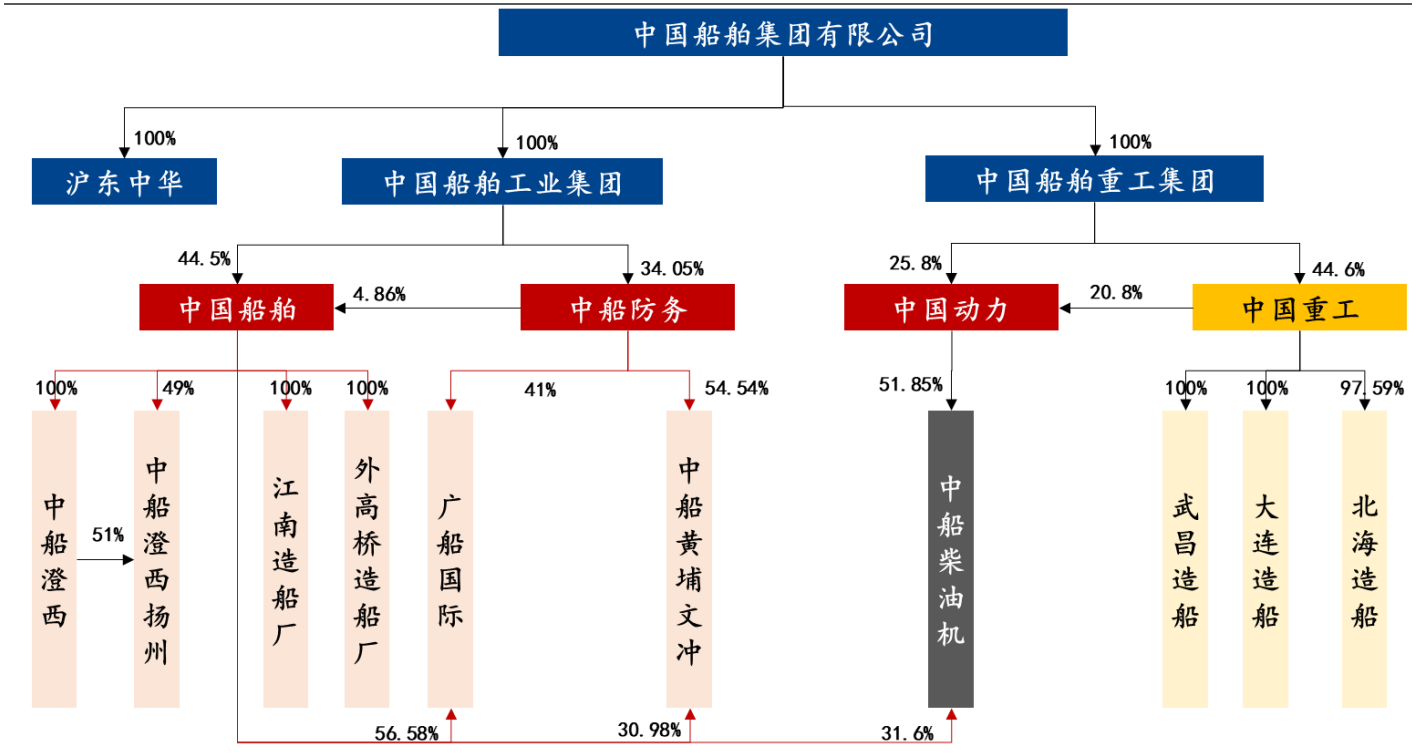


表 1: 盈利预测..... 17

## 1. 中国重工：布局船舶总装+配套，有望持续受益民船大周期

中国重工是国内领先的舰船研发设计制造企业，目前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五大业务板块。2023 年公司新承接订单 757 亿元，截止 2023 年底公司在手订单 1506 亿元，同比增长 37.7%。

图1. 中国重工股权结构：旗下武昌造船+大连造船+北海造船



资料来源：Wind，国投证券研究中心

**海洋防务及海洋开发装备：**海洋防务装备领域，公司具备航空母舰、潜艇、大中小型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船等的研发设计和生产能力。海洋开发装备领域，则具备浮式生产储卸油船、特种工程船等多元化海洋开发装备研制能力，2023 年，大连造船交付全球第一艘 M350 型 FPSO，物量规模和尺度参数创世界之最，实现了我国 FPSO 研制的重大突破，为后续承接 FPSO 新订单打下技术基础。

**海洋运输装备：**旗下大连造船、武昌造船、北海造船等现代化造船企业，业务覆盖船舶造修领域，形成了好望角型散货船、超大型矿砂船、超大型集装箱船、LR2 成品油船、VLCC、大型 LNG 运输船等多个优势船型。2023 年，公司新承接民船订单 69 艘/835.2 万载重吨，其中油船/散货船分别为 30/21 艘，金额上全年共计新接订单 329.6 亿元，同比-9.8%；截止 2023 年底，公司手持订单 1972.5 万载重吨/751 亿元，同比增长 30%。

**深海装备及舰船修理改装：**公司是国内领先的深海装备制造企业，2023 年武昌造船先后研发出国内最大 13 万方智慧型养殖工船并取得中国船级社原则性认可证书，北海造船再次承接智慧渔业大型养殖工船“国信 3 号”建造合同，大型养殖工船产品实现系列化发展。船舶修理改装领域，2023 年大连造船修船承接合同 15.7 亿元，同比增长 22.6%。北海造船修船承接合同 14 亿元，同比增长 37.3%。

**舰船配套及机电装备：**船舶配套领域，公司拥有大连船推、大连船阀、武汉重工、重庆红江、江增重工等多家舰船核心配套企业；大型船用螺旋桨、船用阀门、船用主轴、中低速

柴油机曲轴曲柄、柴油机高压共轨系统、大型船用增压器等产品市场份额领先。机电装备领域，公司产品涵盖石油石化等能源装备、交通装备及工程、水工装备等。2023年，平阳重工成功交付第二套8米超大采高智能液压支架；重庆长征集中承接国铁集团铁路货车订单1950辆；江增重工成功签订公司首台盐行业百吨级蒸汽压缩机；中南装备大力拓展液压启闭机市场，持续加强与哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯战略合作，加大国内钻具市场开发力度，实现对中石油的批量订货。

**战略新兴产业及其他：**公司充分发挥在船舶压载水处理系统、船用清洁燃料供应系统等舰船环保装备、智能装备领域的优势，培育新增长点。船舶压载水处理系统领域，青岛双瑞在中大型船舶市场占有率持续保持领先优势。船用清洁燃料供应系统领域，青岛双瑞获MSC、NYK、厦船、广船等多艘船用LNG供气系统（FGSS）订单，全球市场占有率达47%；获8艘船用甲醇燃料供应系统（LFSS）订单；成功中标8艘船用氨燃料供给系统（AFSS）订单，是全球首个大型氨燃料动力船舶领域订单。智能装备等领域，七所控股持续深耕工程机械涂装项目与汽车零部件行业机器人集成项目，尤其其中频焊接控制器在奇瑞汽车实现大批量应用；HEPA级空滤市场取得重大突破，首次中标中海油平台，对后续加速提升市场占有率、做大空滤规模具有重要意义。

图2. 中国重工业务版图：布局船舶总装+配套+战略新兴产业

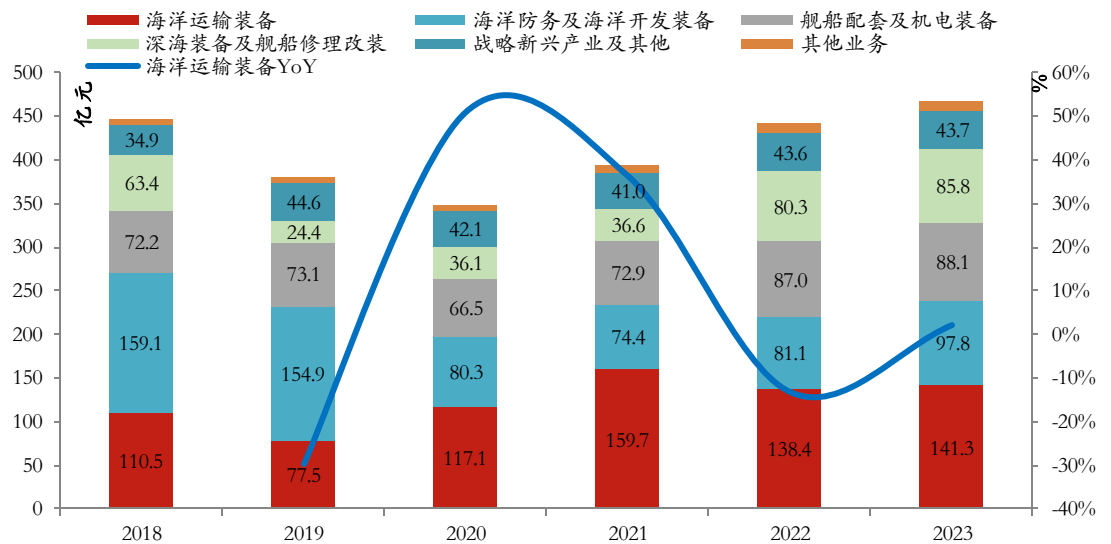


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

2023年海洋运输装备业务营收占比30%，新签订单/手持订单占比44%/50%。2023年全年，公司实现营业收入466.9亿元，同比增长5.75%，其中海洋运输装备/海洋防务及海洋开发装备/舰船配套及机电装备/深海装备及舰船修理改装/战略新兴产业分别实现营业收入141.3/97.8/88.1/85.8/43.7亿元，同比增长2.1%/20.6%/1.3%/6.8%/0.3%，占营收比重分别约为30%/21%/19%/18%/9%；各业务2023年分别新接订单330/131/109/120/67亿元，同比增长-9.8%/25.7%/-1%/149.1%/23.3%；截止2023年底分别实现手持订单751/465/43/200/47亿元，同比增长30%/30.2%/22.5%/124.6%/37.6%。其中，2023年公司

海洋运输装备业务营收占比约 30%，而新签订单/手持订单占比分别约 44%/50%，我们预计未来公司海洋运输装备业务营收占比将有望提升。

图3. 2018-2023 年公司营收结构及海洋运输装备业务增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图4. 2023 年公司新签订单 757 亿元，同比增长 10.9%

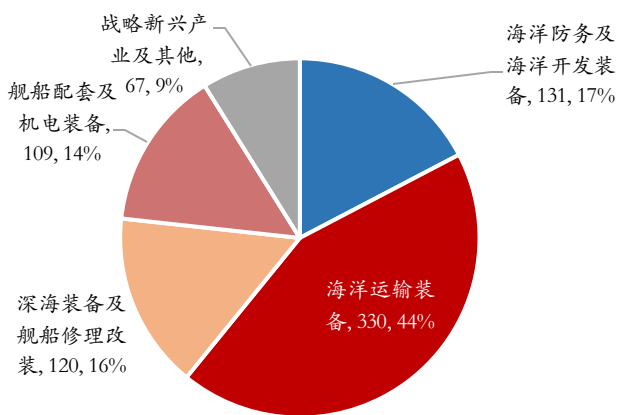
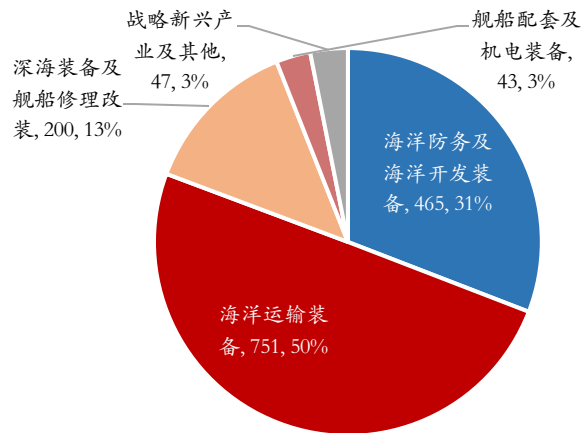


图5. 2023 年底公司手持订单 1506 亿元，同比增长 37.7%

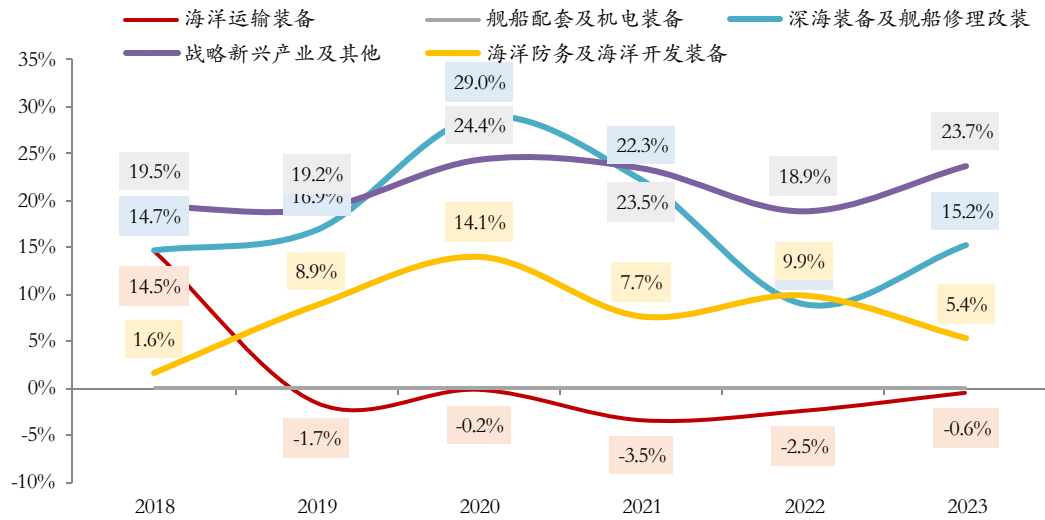


资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

2023 年海洋运输装备业务毛利率-0.6%，民船大周期赋能下其毛利率将有望大幅改善。2023 年公司综合毛利率 13.1%，其中海洋运输装备/海洋防务及海洋开发装备/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业务毛利率分别为 -0.6%/5.4%/15.2%/14.4%/23.7%。海洋运输装备业务毛利率一直较低，主要因为受民船新船市场长期低迷影响，公司交付的主要为以前年度承接的价格相对较低的订单，我们预计未来随着公司持续交付 2021 年中及之后新签的高价船订单，以及随着船厂产能利用率的提升，叠加提质增效，公司海洋运输装备业务毛利率将有望大幅改善，赋能公司盈利能力提升。

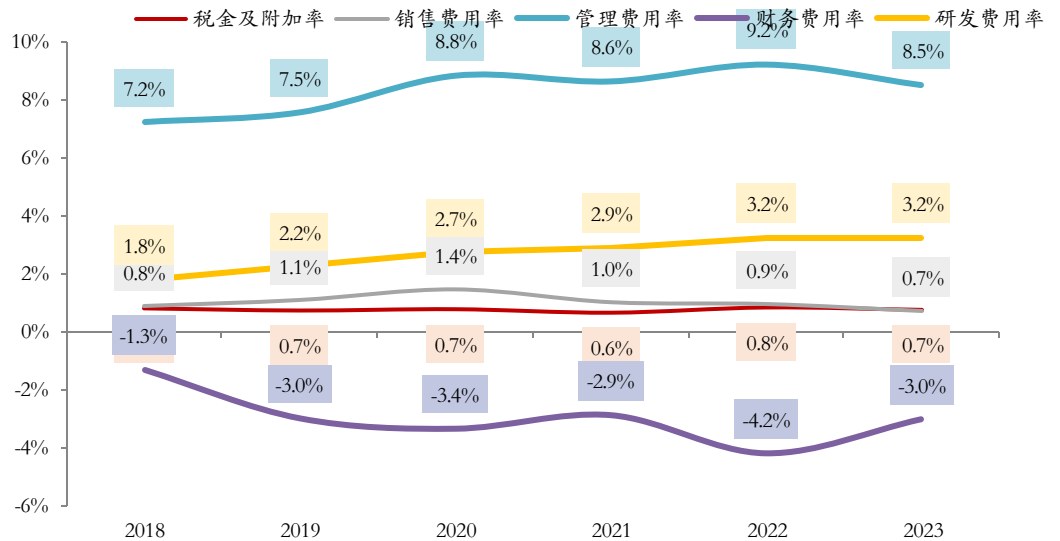
图6. 2018-2023 年公司分业务毛利率：海洋运输装备板块毛利率较低



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2023 年期间费用率 10.1%，主要来自管理费用，其中约 59%来自职工薪酬。2023 年公司税金及附加/销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 3.4/3.2/39.7/-14.1/15.2 亿元，占总营收比重分别为 0.7%/0.7%/8.5%/-3%/3.2%，整体期间费用率 10.1%。其中，管理费用影响最大，拆分来看，2023 年管理费用中职工薪酬/折旧摊销分别为 23.3/4.3 亿元，分别占管理费用的 59%/11%。

图7. 2018-2023 年公司费用率情况

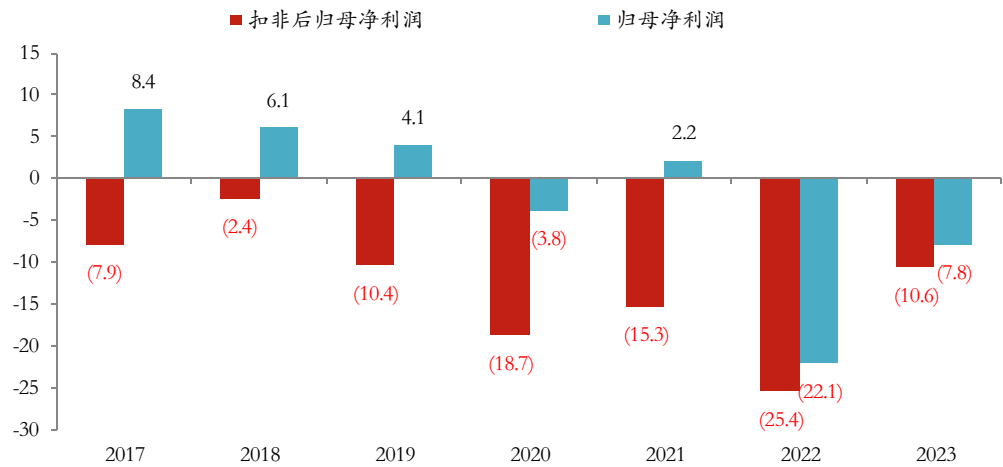


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

民船量价齐升+提质增效，公司盈利能力将有望大幅改善。受新船市场低迷、2021 年钢材成本大幅上涨，以及制造成本刚性影响，公司近五年扣非后归母净利润一直处于亏损状态，2023 年全年扣非后归母净利润-10.6 亿元。2024 年上半年，公司预计实现扣非后归母净利润 4.25-5.05 亿元，预计同比增加 3-3.8 亿元，同比增长 244.5%-309.4%，实现大幅增长。随着公司陆续交付 2021 年本轮民船造船大周期以来新签的民船订单，叠加目前钢材成本已经回落至历史中枢，且交付产品数量的增加和企业端强化管理提质增效也将有利于公司摊薄成本，带来规模效应，我们预计未来公司盈利能力将有望大幅改善，业绩弹性可期。



图8. 2018-2023 年公司归母净利润情况 (亿元)



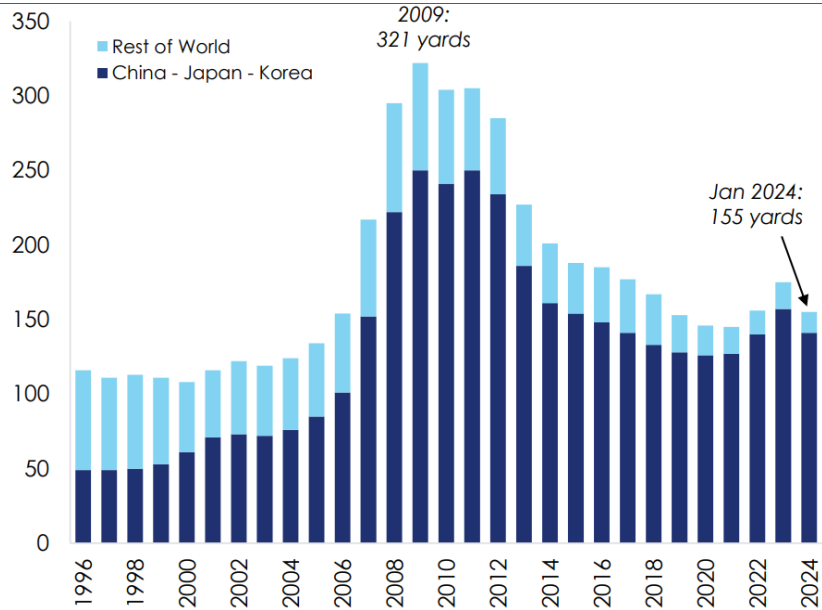
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 2. 造船大周期：“设备更新”+“绿色动力”双驱动

### 2.1. 供给：造船产能出清，头部船企迎供给侧红利

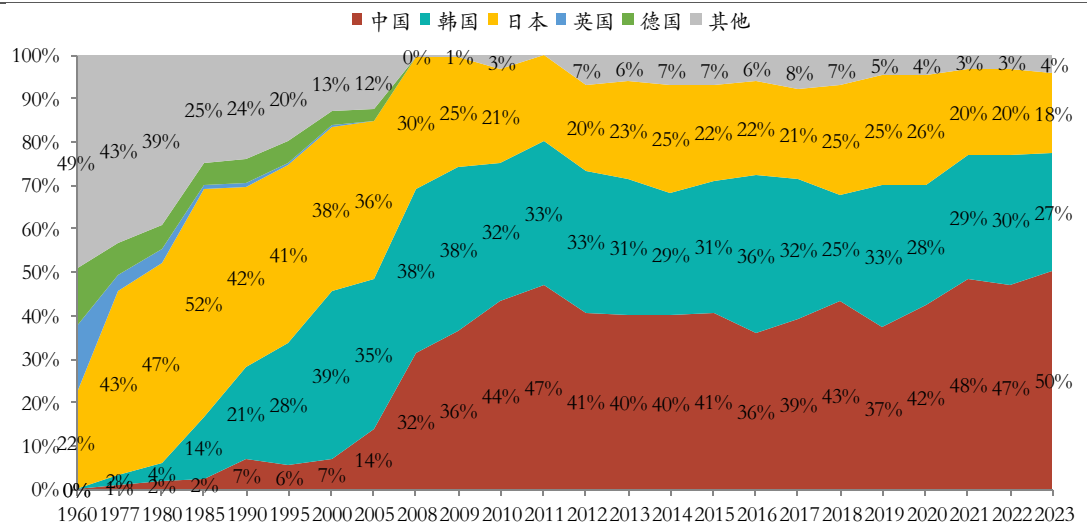
长期供给侧出清，全球船坞自 2009 年高峰减少 50%以上，全球造船产能向中韩日集中。上一轮周期中，在全球经济高增速刺激下，船厂投资火爆。根据克拉克森研究统计，从 2006 年开始，全球船坞数量高速增长，从之前相对稳态的 100 多座暴增至 2009 年的 321 座；2008 年国际金融危机刺破行业泡沫后，造船供给端产能过剩矛盾愈加凸显，政策引导和市场倒逼下，全球造船产业经历了长达 10 多年的主动去库存阵痛期，船坞数量至 2024 年 1 月的 155 座，削减 50%以上。从造船完工格局上看，2008 年以来，全球造船格局向中韩日三国集中，供给侧出清迎“产能红利”，全球新船订单向头部集中趋势显著。

图9. 2009 年之后全球船坞快速出清，至 2024 年 1 月剩 155 座



资料来源：克拉克森，国投证券研究中心

图10. 1960 年至今全球造船完工量竞争格局：向中韩日三国集中



注：

1) 2005 年及其之前市占率数据参考以“总吨”计造船完工量，2008 年及以后参考“载重吨”；

2) 2008 年及之后“其他”包含英国、德国数据，不再单独列出。

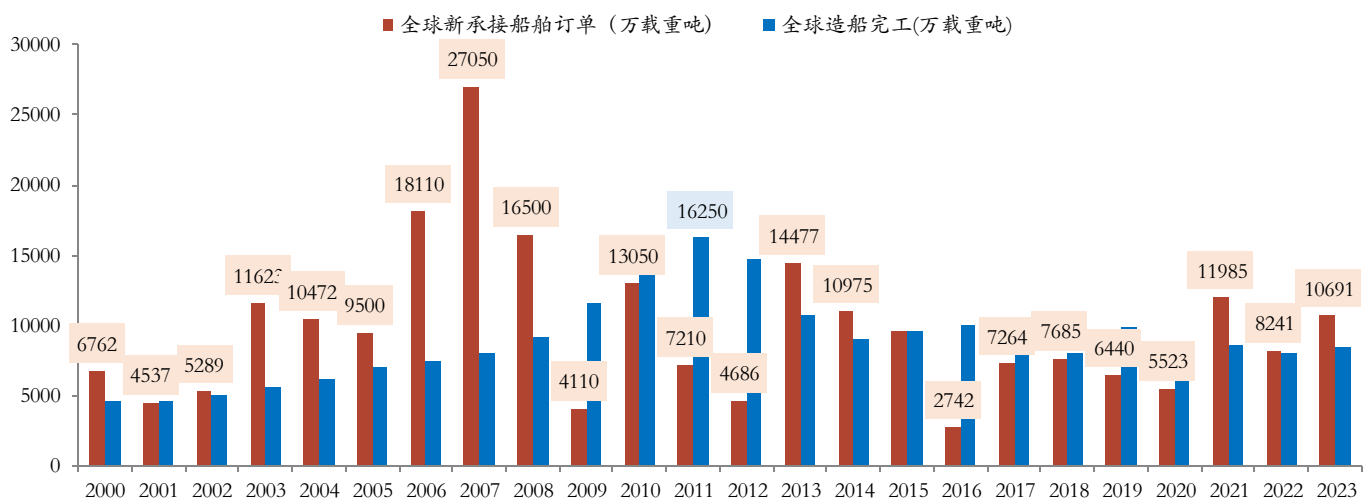
资料来源：Martine Economics，中国船舶工业协会，国际船舶网，中国船舶工业年鉴，国投证券研究中心

## 2.2. 需求—设备更新：油轮率先开始更新，替代燃料长期赋能

回顾上一轮造船周期，全球造船完工量自 1999 年开始连续 13 年保持正向增长，一直到 2011 年达到阶段性历史高峰，当年实现造船完工 1.6 亿载重吨；考虑船舶 20-25 年的自然使用寿命，2000s 以来新造的船舶将从 2020s 开始加速进入老龄化阶段。

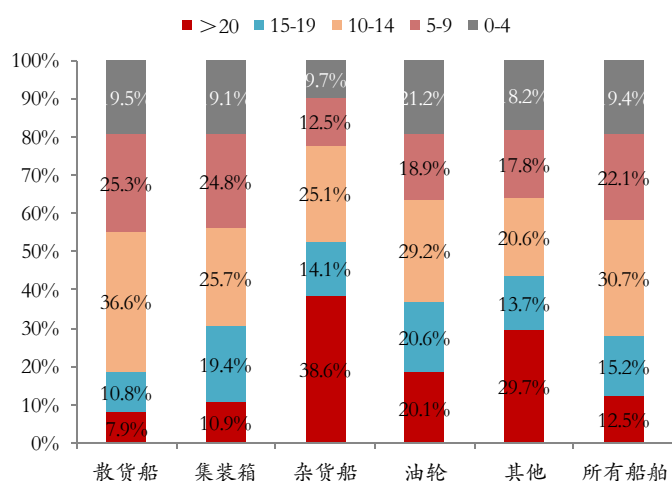
结构性看三大主流船舶船龄，运力角度看，2023 年以 dwt 计散货船/集装箱船/油轮的平均船龄分别为 10.6/11.5/11.6 年，干散货/油轮/集装箱船分别有 7.9%/20.1%/10.9% 的船只船龄超过 20 年；2023 年全球油轮/散货船/集装箱船存量运力分别为 6.5/9.7/3.1 亿载重吨，考虑船舶平均 20-25 年的正常使用寿命，即预计 2023-2028 年油轮/散货船/集装箱船将分别合计产生 13092/7693/3328 万载重吨更新替换需求，其中尤以油轮老龄化严重。

图11. 2000-2023 年全球新承接船舶订单&造船完工量（万载重吨）



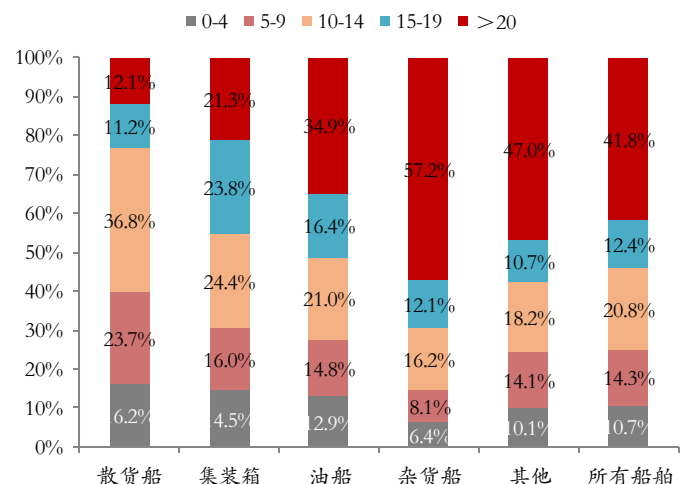
资料来源：中国船舶工业年鉴，Wind，国际船舶网，中国船舶工业协会，克拉克森，国投证券研究中心

图12. 2023 年全球各类船以 dwt 计船龄：12.5%超 20 年



资料来源：UNCTAD，国投证券研究中心

图13. 2023 年全球各类船以数量计船龄：41.8%超 20 年



资料来源：UNCTAD，国投证券研究中心

### 2.3. 需求—新能源化：短期降速影响运输效率，长期新能源化加速老船更新

IMO 制定 2050 净零排放目标，绿色动力赋能新船制造。2023 年，国际海事组织（IMP）在 MEPC80 会议上通过了《2023 年 IMO 船舶温室气体（GHG）减排战略》，给出最新 GHG 减排目标：考虑不同国情，在 2050 年前后达到净零排放；阶段性目标上，给出 2 大节点：到 2030 年，要求国际温室气体年度排放总量相较 2008 年至少减少 20%，到 2040 年至少降低 70%。减碳实施路径上，中长期看主要还是依赖替代性低碳和零碳燃料的发展与应用，根据克拉克森数据，截止 2023 年底，全球活跃商船队中使用替代燃料作为动力的船舶比例约为 6%，预计到 2030 年此比例将达到 23%；短期看，则可通过降速或改装来满足减碳需求。

图14. IMO 关于减少船舶温室气体排放战略：在 2050 年前后达到净零排放

政策	时间	具体内容
《减少船舶温室气体排放的初步战略》	2018	①与2008年相比，国际航运每单位运输活动的平均CO <sub>2</sub> 排放量到2030年至少降低40%，并力争到2050年降低70%。 ②与2008年相比，到2050年国际航运的年度温室气体总排放量至少降低50%。 ③为尽快消除国际航运温室气体排放，制定三阶段措施： 短期措施（2018—2023年）：改善新船和现有船的技术和运行能效，发起研究开发替代性燃料等新技术的行动； 中期措施（2023—2030年）：引入替代性低碳和零碳燃料实施计划，加强技术合作与能力建设等； 长期措施（2030年以后）：引入零碳燃料，鼓励广泛采用可能的新型减排机制。
《2023年IMO船舶温室气体（GHG）减排战略》	2023	①GHG减排新目标：国际海运温室气体排放尽快达峰，并考虑不同国情， <b>在接近2050年前后达到净零排放。</b> ②到2030年，零/近零温室气体排放技术、燃料和/或能源使用占比至少达到5%，并力争达到10%。 ③作为“指示性校核点”： <b>到2030年，国际海运温室气体年度排放总量比2008年至少降低20%，并力争降低30%；</b> <b>到2040年，国际海运温室气体年度排放总量比2008年至少降低70%，并力争降低80%。</b> （注：上述目标与校核点均应根据IMO制定的《船用燃料生命周期温室气体强度导则》中的能源系统边界考虑 Well-to-Wake 温室气体排放。）

资料来源：国际船舶网，中国船舶油污损害赔偿基金，国投证券研究中心

2021 年 6 月，国际海事组织（IMO）海上环境保护委员会（MEPC）76 届会议上审评通过了《MARPOL 公约》附则 VI 的修正案，引入现有船舶能效指数（EEXI）和营运碳强度指标（CII），两项指标于 2023 年 1 月 1 日正式生效：

- 1) **现有船舶能效指数（EEXI）**：适用于《MARPOL 公约》附则规定的所有 400 吨以上的船舶，是对 2011 年提出的船舶设计能耗指数（EEDI）的补充，对不满足 EEXI 要求的船舶，船东可以通过降速或技术改造满足要求；
- 2) **营运碳强度指标（CII）**：每年进行一次，能效评级表现分为 A 级优到 E 级差，评级为 E 或连续 3 年评级为 D 的船舶则需按要求制并实施纠正计划。根据克拉克森估算，以总吨计，2023 年全球约 30% 的船舶 CII 评级为 D 或 E 级，若不对船舶进行任何耗能改进，到 2026 年现有运力 D 和 E 评级比例将进一步上升至 45%。

EEXI 和 CII 的强制生效，加快替代燃料渗透是长期减碳的根本方法。因此，随着 EEXI 和 CII 的强制生效，相较于“改装”，比如加装风帆助力、气泡减阻装置等，通过降低航行速度是船舶短期内满足 CII 需求最有效的方式，但降速运行又会使船舶运输效率降低，使得船队运力减少，从而催生“新船需求”；此外，面对年趋严格的 CII 评级，降速更多是短期方案，长期还是需要船东通过加快老旧船舶更新或燃料升级和节能改装来保障船队运力的绿色可持续性。以总吨计，2023 年全球新承接替代燃料船舶订单 3380 万总吨，占有订单比例为 45%，继续保持高水平，其中 LNG 动力仍然备受青睐，甲醇动力签单需求也持续增加。

### 3. 行业跟踪：2024 年 1-6 月新船价格继续走高

#### 3.1. 新船价格：新船价格继续走高

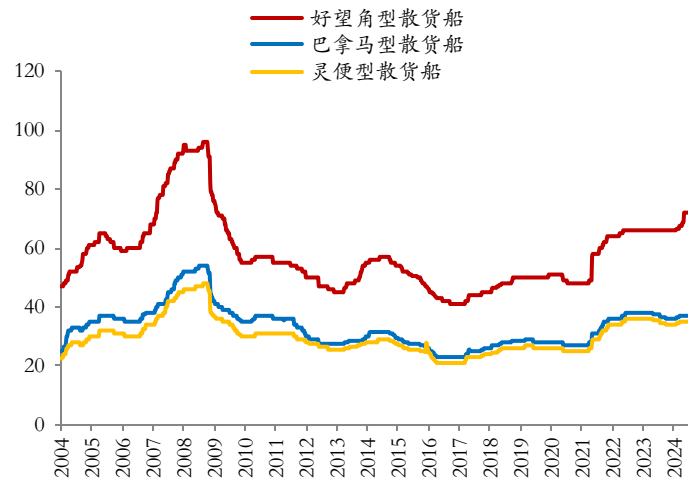
**新船造价：**根据 Wind 统计，2024 年 6 月中国新造船价格指数报收 1112 点，环比+1.3%，继续走高。分类型新船价格上，好望角型散货船已涨至 7200 万美元/艘（2008 年历史高峰接近 9600 万美元/艘），VLCC 油船涨至 1.27 亿美元/艘（2008 年历史高峰接近 1.56 亿美元/艘），超巴拿马型集装箱船价格同样走高，2.2-2.4 万 TEU 价格接近 2.685 亿美元/艘。

图15. 中国新船价格指数：2023 年 2 月底以来持续抬升



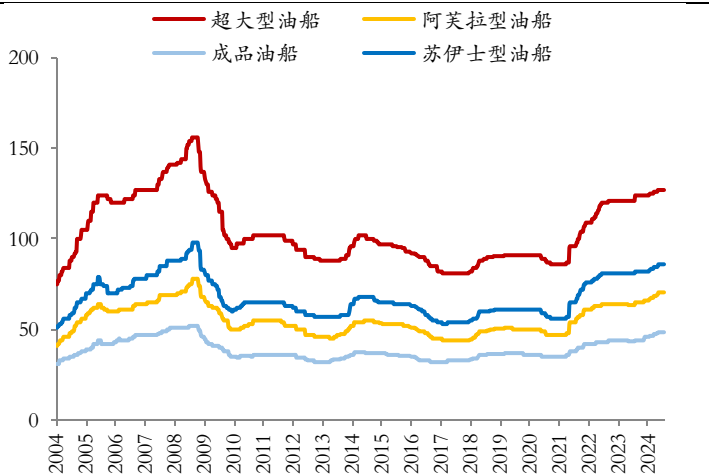
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图16. 散货船价格：截止 2024/7/24，好望角型涨至约 7200 万美元/艘



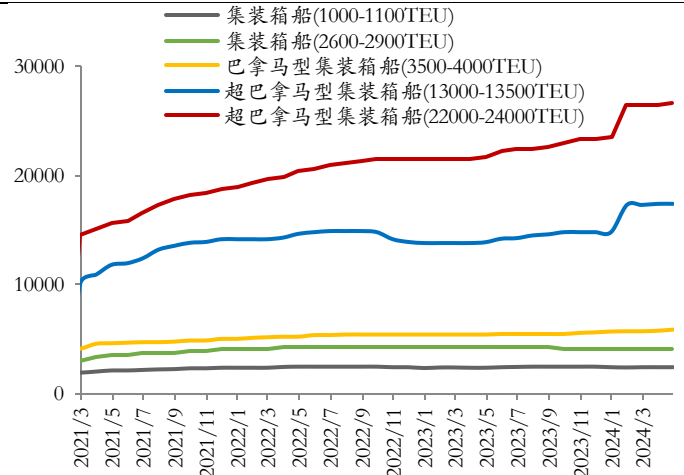
资料来源：Wind，Fearnleys，国投证券研究中心

图17. 油船价格：截止 2024/7/24，VLCC 涨至 1.27 亿美元/艘



资料来源：Wind，Fearnleys，国投证券研究中心

图18. 箱船价格：截止 2024/6，2.2-2.4 万 TEU 涨至 2.685 亿美元/艘



资料来源：Wind，国投证券研究中心

#### 3.2. 新船订单/交付：2024 年 1-6 月新船订单同比增 54%，中国出口同比增 90%

**新船订单：**2024 年 1-6 月载重吨计新签同比+54%，油船和散货船高增，集装箱船相对低迷。根据 Wind 统计，2024 年 1-6 月全球新承接船舶订单 7115 万载重吨，同比增长 54%；其中，散货船新接 1998 万载重吨，同比增长 41%，油船新承接 2380 万载重吨，同比增长 107%；集装箱船新承接 89 万 TEU，同比下滑-3.9%；2024 年新船市场油船、散货船订单火爆，而

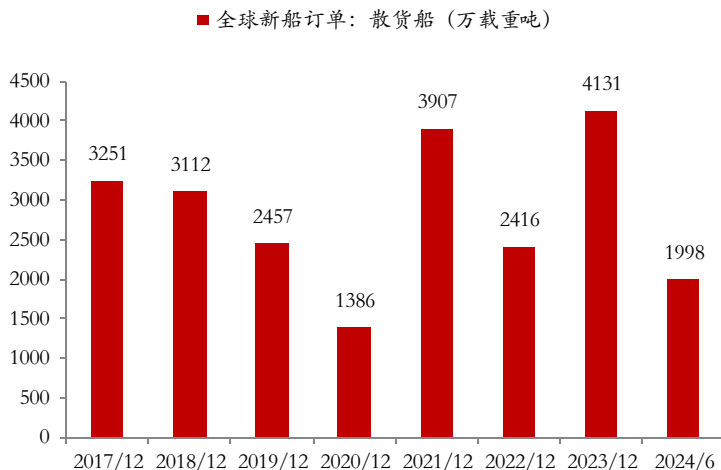
集装箱船订单则相对低迷。地区上看，截止 2024 年 5 月底，中国手持新船订单 7177 万修正总吨，全球占比约 53.82%，绝对量和市占率均继续走高。

图19. 全球新船订单：2024 年 1-6 月新接 7115 万 dwt，同比 +54%



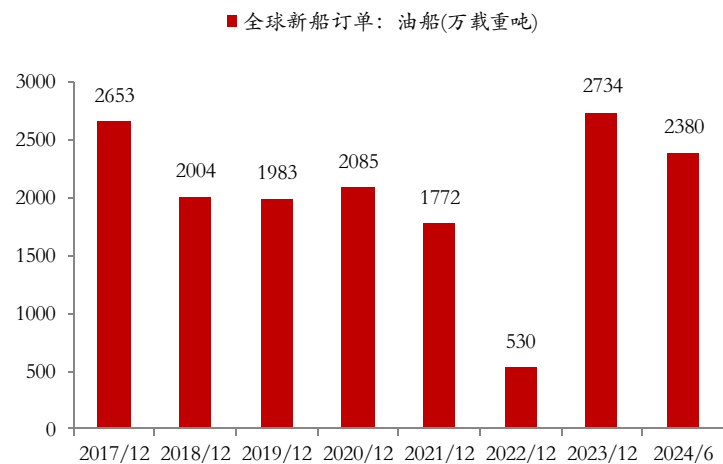
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图20. 全球散货船订单：2024 年 1-6 月新接 1998 万 dwt，同比 +41%



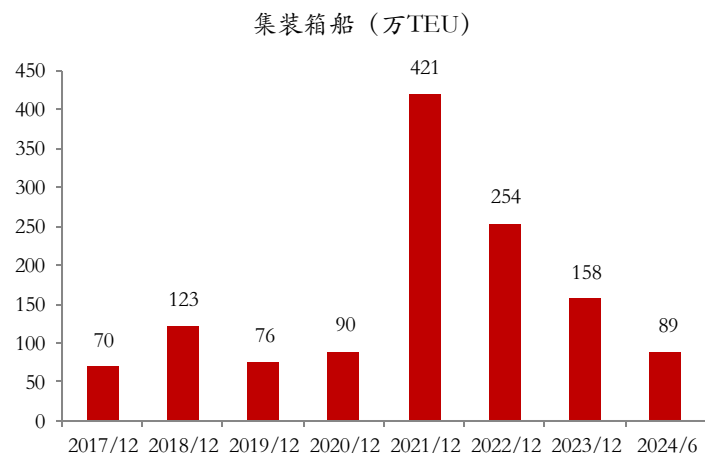
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图21. 全球油船订单：2024 年 1-6 月新接 2380 万 dwt，同比 +107%



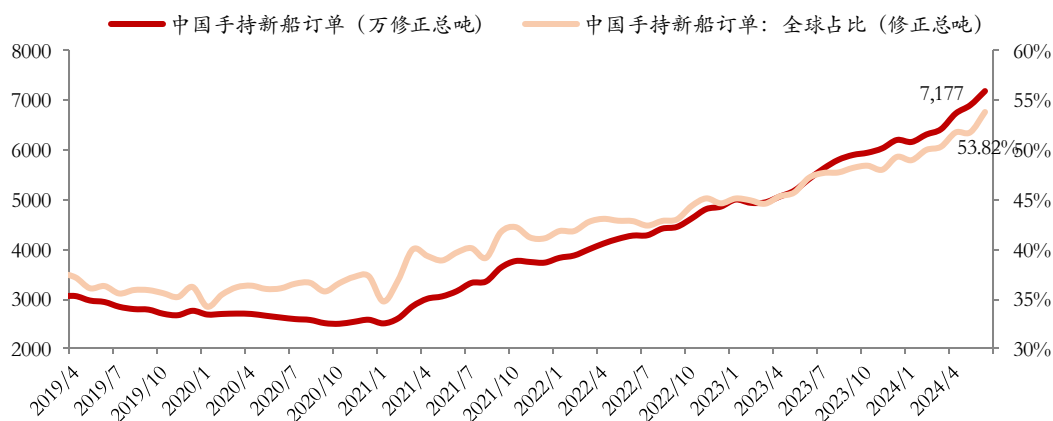
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图22. 全球箱船订单：2024 年 1-6 月新接 89 万 TEU，同比 -3.9%



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

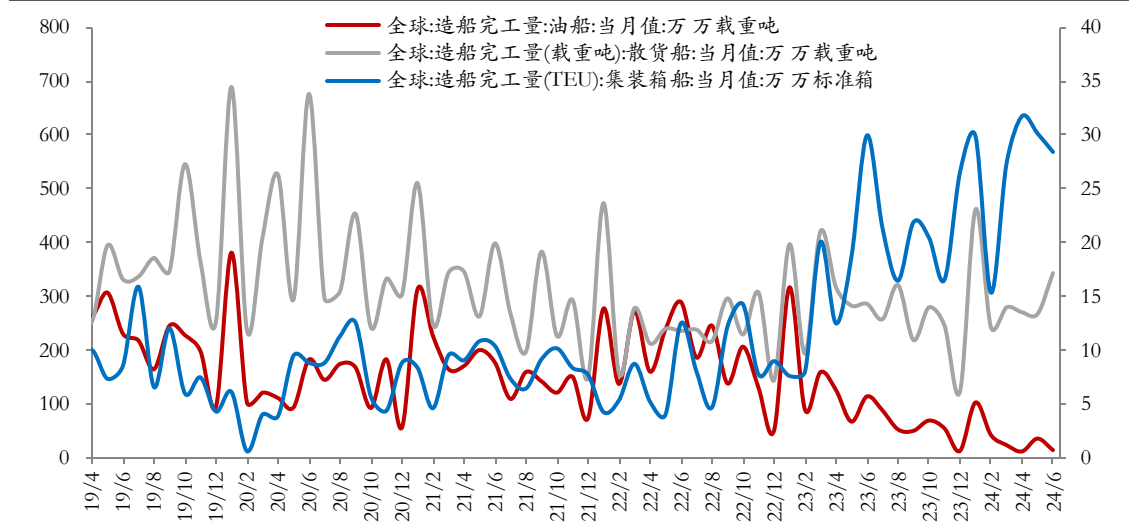
图23. 中国手持新船订单：截止 2024 年 6 月手持 7177 万 CGT，继续创新高



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

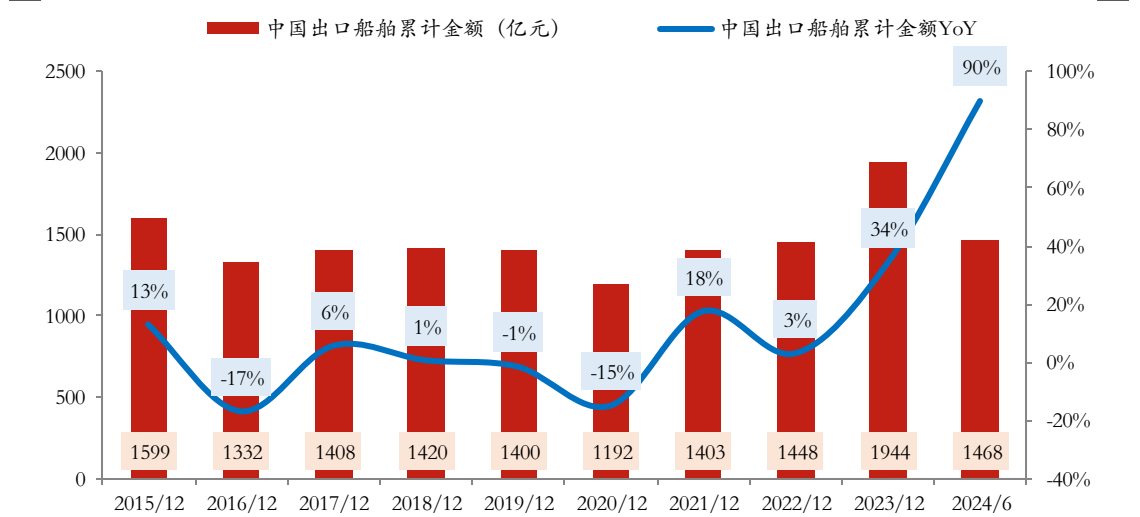
**新船交付：2024年1-6月中国出口船舶1468亿元，同比增长90%。**根据Wind统计，2023年3月以来，集装箱船新运力陆续投放市场，2024年1-6月全球集装箱船造船完工166万TEU，占2023年底存量运力的比例约为5.8%（根据Alphaliner数据，2023年底全球集装箱船运力约为2852万TEU）；2024年1-6月全球散货船造船完工1905万载重吨，较往期保持相对均衡的水平；2024年1-6月全球油船完工248万载重吨，继续保持低位。中国造船市场方面，2024年1-6月国内累计出口船舶金额1468亿元，同比增长90%。

**图24. 全球造船完工：集装箱船新运力集中投放，油船交付持续低位运行**



资料来源：Wind，国投证券研究中心

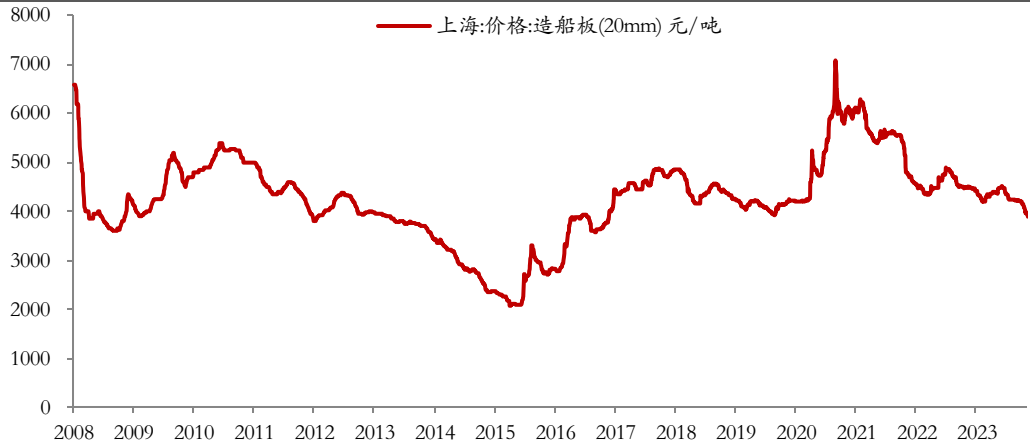
**图25. 中国船舶出口：2024年1-6月中国累计出口船舶金额1468亿元，同比+90%**



资料来源：Wind，海关总署，国投证券研究中心

### 3.3. 造船成本：造船板价格 2024 年 2 月以来趋势走低

图26. 造船板价格：上海造船板（20mm）7月26日报收3890元/吨，2月以来趋势走低



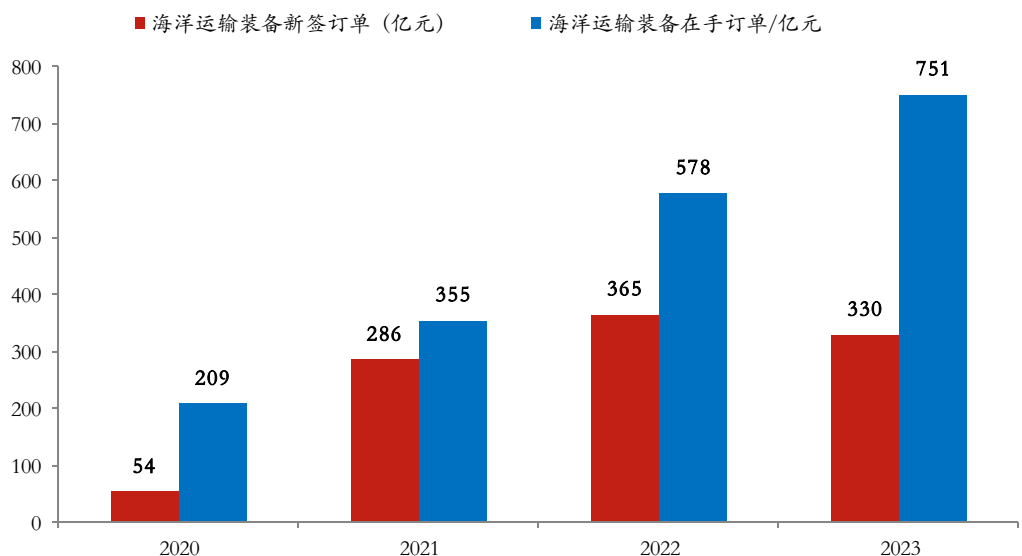
资料来源：Wind，国投证券研究中心

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

**海洋运输装备：**2023 年公司共交付民船 45 艘/483.9 万载重吨，仍主要为以前年度承接的价格相对较低的民船订单。2021 年开始，受益于全球造船高景气和船价上涨，公司持续把握新船市场机遇，2021-2023 年海洋运输装备板块分别新签民船订单 286/365/330 亿元，各年度年底在手订单分别达到 355/578/751 亿元，持续创新高。随着公司在手高价船 2024 年开始陆续交付，叠加产能利用率提升带来规模效应，我们预计公司海洋运输装备业务 2024-2026 年分别实现营收 191.9/225.8/280.5 亿元，假设钢材成本保持当下水平，预计毛利率分别为 7%/14%/21%。

图27. 2020-2023 年公司海洋运输装备业务新签订单和在手订单（亿元）



资料来源：Wind，国投证券研究中心



**海洋防务及海洋开发装备：**2023 年新签订单 131 亿元，同比增长 26%，2023 年底在手 465 亿元，同比增长 30%；我们预计公司此板块业务 2024-2025 年分别实现营收 108/110/114.5 亿元，毛利率保守假设维持 6%。

**舰船配套及机电设备：**2023 年公司此板块新签订单 109 亿元，2023 年底在手 43 亿元，同样有望受益此轮民船造船大周期；因此我们预计公司 2024-2025 年分别实现营收 90/100.3/123.4 亿元，预计毛利率分别为 16%/18%/20%，稳步小幅提升。

**深海装备及舰船修理改装：**2023 年公司此板块新签订单 120 亿元，同比增长 149%，2023 年底在手 200 亿元，同比增长 125%，在手订单充沛；因此，我们预计 2024-2026 年分别实现营收 105.8/140.6/152 亿元，保守预计毛利率维持 16%。

**战略新兴产业及其他：**2023 年公司此板块新签订单 67 亿元，2023 年底在手 47 亿元；我们保守预计 2024-2026 年分别实现营收 47/50/54 亿元，毛利率保持 50.3%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司分别实现营收 553/637/735 亿元，同比增长 18.4%/15.2%/15.3%；2024-2026 年分别实现归母净利润 14.0/32.5/57.5 亿元，同比增长 278.7%/132.8%/76.8%。

表1：盈利预测

单位：百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
海洋运输装备	营业收入	138.4	141.3	191.9	225.8	280.5
	YoY	-13.3%	2.1%	35.9%	17.7%	24.2%
	毛利	(3.5)	(0.8)	13.4	31.6	58.9
	毛利率	-2.5%	-0.6%	7.0%	14.0%	21.0%
海洋防务及海洋开发装备	营业收入	81.1	97.8	108.0	110.0	114.5
	YoY	9.0%	20.6%	10.4%	1.9%	4.1%
	毛利	8.1	5.3	6.5	6.6	6.9
	毛利率	9.9%	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
舰船配套及机电装备	营业收入	87.0	88.1	90.0	100.3	123.4
	YoY	19.4%	1.3%	2.1%	11.4%	23.0%
	毛利	9.7	12.7	14.4	18.1	24.7
	毛利率	11.2%	14.4%	16.0%	18.0%	20.0%
深海装备及舰船修理改装	营业收入	80.3	85.8	105.8	140.6	152.0
	YoY	119.3%	6.8%	23.4%	33%	8%
	毛利	7.2	13.1	16.9	22.5	24.3
	毛利率	8.9%	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%
战略新兴产业及其他	营业收入	43.6	43.7	47.0	50.0	54.0
	YoY	6.2%	0.3%	7%	6%	8%
	毛利	8.3	10.4	12.2	13.5	15.1
	毛利率	18.9%	23.7%	26.0%	27.0%	28.0%
其他业务	营业收入	11.1	10.2	10.2	10.2	10.2
	YoY	3.0%	-8.2%	0.0%	0%	0%
	毛利	4.6	5.1	5.1	5.1	5.1
	毛利率	41.7%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%
合计	营业收入	441.5	466.9	553	637	735
	YoY	11.7%	5.7%	18.4%	15.2%	15.3%
	毛利	34.4	45.8	59.3	84.4	115.4
	毛利率	7.8%	9.8%	10.7%	13.3%	15.7%

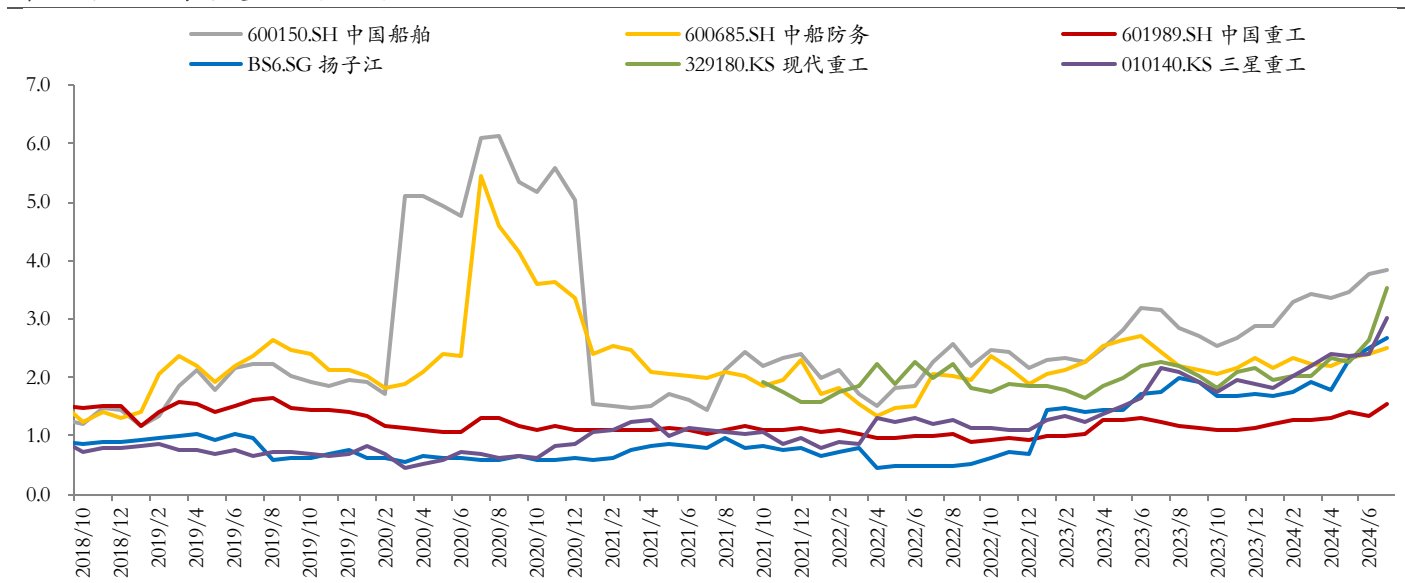
资料来源：Wind，国投证券研究中心

## 4.2. 估值分析

本轮民船造船大周期下，我们选取海内外上市船企中国船舶、中船防务、扬子江、现代重工、三星重工为公司可比公司。

截止 2024/7/30，可比公司中国船舶/中船防务（A 股）/扬子江/现代重工/三星重工的 PB（LYR）分别为 3.8/2.5/2.7/3.5/3.0，中国重工 PB 为 1.5，显著低于可比公司。我们保守给予中国重工 1.8 倍 PB，对应目标价 6.58 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

图28. 可比公司历史 PB（LYR）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 5. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期风险。**船东是“新船需求”的主要决策方，其行为主要受“运价”等因素影响，而运价是全球海运贸易量与船队供给共同作用的结果；若宏观经济需求不及预期，则会影响海运需求，从而减弱船东下单新船或加速新船交付的意愿。
- 2) **原材料价格及汇率波动。**在船企造船成本中，原材料占比接近 60%，其中钢材价格影响显著，若原材料价格上涨，则会对船企盈利能力释放产生影响；此外，我国船舶产业出口比例高，汇率波动也会对船企盈利能力产生影响。
- 3) **环保政策推进不及预期。**减碳环保是当下新一轮船舶产业周期的主要驱动，若环保政策推进不及预期，或者“绿色动力”技术发展不及预期或不明朗，也将会对船东下单新船意愿造成影响。
- 4) **盈利预测不及预期风险。**盈利预测基于公司在手订单情况、当前成本端价格（如造船板成本）预期，若公司在手订单交付不及预期或成本端价格上涨，则或对公司业绩兑现及盈利能力产生影响。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	44,154.9	46,693.8	55,289.8	63,689.8	73,459.8	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	40,714.7	42,116.7	49,363.9	55,249.2	61,918.5	营业收入增长率	11.7%	5.7%	18.4%	15.2%	15.3%
营业税费	355.1	337.0	387.0	445.8	514.2	营业利润增长率	-1,506.2%	-70.4%	319.9%	132.2%	79.0%
销售费用	405.5	316.1	331.7	382.1	440.8	净利润增长率	-1,106.1%	-64.7%	278.7%	132.8%	76.8%
管理费用	4,071.4	3,969.9	4,146.7	4,458.3	4,407.6	EBITDA 增长率	362.1%	-76.6%	351.7%	120.2%	77.5%
研发费用	1,432.1	1,515.2	1,492.8	1,592.2	1,836.5	EBIT 增长率	91.5%	-46.0%	90.9%	851.6%	161.2%
财务费用	-1,855.0	-1,412.5	-1,870.4	-2,068.8	-2,273.9	NOPLAT 增长率	486.3%	-45.6%	90.1%	851.6%	158.5%
加: 资产/信用减值损失	-2,031.2	-1,188.9	2.0	2.0	2.0	投资资本增长率	0.4%	-16.6%	-24.0%	-27.9%	-19.8%
公允价值变动收益	-	-	10.0	-6.7	1.1	净资产增长率	-2.3%	-0.4%	-0.9%	3.7%	6.3%
投资和汇兑收益	144.1	205.1	189.3	179.5	191.3						
<b>营业利润</b>	-2,519.8	-745.5	1,639.3	3,805.8	6,810.6	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	26.5	-8.8	-2.2	5.2	-2.0	毛利率	7.8%	9.8%	10.7%	13.3%	15.7%
<b>利润总额</b>	-2,493.4	-754.3	1,637.0	3,810.9	6,808.7	营业利润率	-5.7%	-1.6%	3.0%	6.0%	9.3%
减: 所得税	-109.0	40.8	49.1	114.3	272.3	净利润率	-5.0%	-1.7%	2.5%	5.1%	7.8%
<b>净利润</b>	-2,212.4	-781.9	1,397.4	3,253.0	5,752.0	EBITDA/营业收入	-6.3%	-1.4%	3.0%	5.7%	8.8%
						EBIT/营业收入	-10.7%	-5.5%	-0.4%	2.7%	6.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	259	250	209	174	144
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-91	-101	-116	-125	-120
货币资金	74,922.5	76,264.6	95,386.1	99,851.3	108,131.5	流动资产周转天数	1,047	1,057	1,010	959	892
交易性金融资产	-	-	10.0	3.3	4.4	应收帐款周转天数	78	75	78	77	77
应收帐款	9,762.8	9,753.3	14,113.6	13,065.3	18,188.6	存货周转天数	212	208	201	169	148
应收票据	878.8	786.1	1,544.4	1,000.5	1,883.1	总资产周转天数	1,504	1,490	1,373	1,263	1,148
预付帐款	16,446.5	18,016.4	19,006.5	22,430.4	25,728.4	投资资本周转天数	246	214	144	93	61
存货	25,405.1	28,671.5	33,033.4	26,819.9	33,378.6						
其他流动资产	6,298.9	7,077.6	6,574.0	6,650.1	6,767.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-2.7%	-0.9%	1.7%	3.8%	6.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.3%	-0.4%	0.7%	1.7%	2.7%
长期股权投资	9,628.8	9,742.7	9,742.7	9,742.7	9,742.7	ROIC	-13.9%	-7.5%	-0.9%	8.8%	31.6%
投资性房地产	35.3	70.7	70.7	70.7	70.7	<b>费用率</b>					
固定资产	32,029.7	32,857.8	31,474.3	30,075.0	28,660.0	销售费用率	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
在建工程	2,565.3	1,928.5	1,927.1	1,925.7	1,924.5	管理费用率	9.2%	8.5%	7.5%	7.0%	6.0%
无形资产	4,591.5	4,508.7	4,312.1	4,115.4	3,918.8	研发费用率	3.2%	3.2%	2.7%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	6,332.2	7,866.8	7,013.9	7,007.5	7,201.4	财务费用率	-4.2%	-3.0%	-3.4%	-3.2%	-3.1%
<b>资产总额</b>	188,897.4	197,544.6	224,208.7	222,757.9	245,600.0	四费/营业收入	9.2%	9.4%	7.4%	6.9%	6.0%
短期债务	4,573.7	1,639.1	10,000.0	10,000.0	10,000.0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	26,309.3	25,917.6	36,709.8	32,969.0	43,886.7	资产负债率	55.5%	57.6%	63.0%	61.3%	62.8%
应付票据	6,408.9	6,862.5	9,753.7	8,441.6	11,806.8	负债权益比	124.7%	135.8%	170.0%	158.7%	168.5%
其他流动负债	42,333.3	56,776.2	61,549.7	62,105.9	66,200.8	流动比率	1.68	1.54	1.44	1.50	1.47
长期借款	17,279.2	14,187.6	15,000.0	15,000.0	14,000.0	速动比率	1.36	1.23	1.16	1.26	1.22
其他非流动负债	7,908.4	8,379.0	8,143.8	8,143.7	8,222.2	利息保障倍数	2.54	1.80	0.12	-0.84	-2.00
<b>负债总额</b>	104,812.8	113,761.9	141,157.0	136,660.2	154,116.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	598.0	559.1	749.7	1,193.3	1,977.6	DPS(元)	-	0.01	0.01	0.03	0.05
股本	22,802.0	22,802.0	22,802.0	22,802.0	22,802.0	分红比率	0.0%	-29.2%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	59,016.4	58,382.1	59,500.0	62,102.4	66,704.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.9%
<b>股东权益</b>	84,084.5	83,782.7	83,051.7	86,097.7	91,483.6						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	-2,384.3	-795.1	1,397.4	3,253.0	5,752.0
						加: 折旧和摊销	1,982.6	1,928.4	1,881.6	1,897.3	1,913.0
						资产减值准备	1,865.6	1,047.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	10.0	-6.7	1.1
						财务费用	-836.1	-947.5	-1,870.4	-2,068.8	-2,273.9
						投资收益	-144.1	-205.1	-189.3	-179.5	-191.3
						少数股东损益	-171.9	-13.3	190.5	443.6	784.4
						营运资金的变动	-1,043.0	11,809.2	5,324.1	3,746.7	922.7
						<b>经营活动产生现金流量</b>	-3,598.8	4,495.4	6,743.9	7,085.6	6,907.8
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-9,645.9	-13,460.6	-226.4	-42.0	-122.5
						<b>融资活动产生现金流量</b>	7,266.0	-2,778.2	12,604.0	-2,578.4	1,494.9
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	-0.10	-0.03	0.06	0.14	0.25
						BVPS(元)	3.66	3.65	3.61	3.72	3.93
						PE(X)	-58.1	-164.5	92.0	39.5	22.4
						PB(X)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4
						P/FCF	22.2	52.6	6.3	28.0	14.5
						P/S	2.9	2.8	2.3	2.0	1.8
						EV/EBITDA	-9.4	-55.1	39.6	15.8	7.8
						CAGR(%)	-215.7%	-301.8%	139.9%	-215.7%	-301.8%
						PEG	0.3	0.5	0.7	-0.2	-0.1
						ROIC/WACC	-1.6	-0.9	-0.1	1.0	3.6
						REP	-0.6	-1.7	-33.8	4.2	1.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518046

上海市

地址：上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮编：200082

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034