



# 船舶行业研究

**买入（维持评级）**
**行业深度研究**

证券研究报告

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002） 联系人：房灵聪

manzaipeng@gjzq.com.cn

fanglingcong@gjzq.com.cn

## “南北船”能否重现“南北车”的辉煌？

### 投资逻辑

- 我们认为，本次“南北船”合并，在行业属性和行业景气度、战略导向、上市公司竞争力，以及合并启动时的估值水平等4个方面，与2014年开始的“南北车”重组存在较高的相似性。
- “南北车”和“南北船”都属于长周期行业，合并时行业景气度较高。我国动车组设计寿命约20年，较长的生命周期决定了铁路装备行业的上行周期较长。例如，中国南车2005-2014年收入从203亿元提升到1197亿元，归母净利润从4亿元提升到53亿元，CAGR分别为22%和34%，在“南北车”合并前就已上行了10年。同时合并期间的行业景气度较高，2014年我国铁路固定资产投资8088亿元，同比+21.5%；2014年我国动车组保有量和高铁营业里程增速均在40%以上，保持高速增长。造船也是长周期行业，约30年一周期。当前时点，受益全球经济的弱复苏、老旧船舶更换、短期地缘冲突和航运业环保政策升级等事件催化，造船也处于新一轮上行期，10M24克拉克森全球新船价格指数达189.64，同比+7.7%，较2020年底部提升51.6%，行业景气度较高。
- “南北车”和“南北船”都是行业龙头，全球竞争力强。“南北车”2014年合并前的全球竞争力较强。根据中国北车2014年报，2009-2013年全球轨交装备主要产品市场份额排名中，中国北车的电力机车、地铁车辆销售额全球第一，高速动车组、货车全球第二。根据中国南车2013年报，2013年我国全路动车组运营里程共计5.6亿公里，中国南车动车组运营里程占比55.4%，国内第一。根据SCI Verkehr，2009-2013年中国南车的电力机车销售收入全球份额22%，仅次于中国北车位居全球第二。“南北船”的全球竞争力也较强，截至10M24，全球造船在手订单1.49亿CGT，其中，中国船舶和中国重工分别为1259和551万CGT，全球份额分别为8.45%和3.7%，合计达12.15%，全球份额约为现代重工、韩华海洋、三星重工等韩国造船龙头的两倍，竞争力较强。
- “南北车”和“南北船”都在国资委推动下合并，契合国家发展战略，合并后竞争力更强。“南北车”实控人均为国资委，双方当时计划通过合并提升业务规模，并打造以轨交装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团，契合了国资委当时推动央企间强强联合，提高央企竞争力的顶层战略。此外“南北车”合并后效果显著，经营效率和盈利能力实现提升，2015年中国中车收入和归母净利润分别同比增长8.98%和9.27%，顺利实现1+1>2的经营目标。2014年“南北车”ROE分别为13.79%和12.69%，2015年中国中车的ROE提升到17.20%。当前，我国正处于从造船大国向造船强国的转型中，“南北船”重组完美契合了当前国资委围绕建设“科技强国”和“制造强国”推动央企重组的战略目标。“南北船”都是国内领先的造船企业，我们认为，合并后有望大幅减少同业竞争，实现优势互补，同时可以发挥协同效应，提升行业龙头地位和盈利能力。
- “南北车”和“南北船”合并启动时估值低，后续估值扩张潜力较大。2014年“南北车”的扣非归母净利润增速均为36%，而2014年底发布“合并预案”时中国南车的PE-TTM仅为14倍，估值较低。1-3Q24“南北船”的扣非归母净利润增速分别为561%和415%，截至2024年11月1日，中国船舶市值1648亿元，我们预计公司2024年实现归母净利润44.88亿元，对应PE仅为37倍，为公司近10年来较低水平。从发布合并预案到合并期间的股价高点，“南北车”的A股股价分别上涨了519%和496%，沪深300（000300.SH）收盘价上涨了126%，“南北车”的股价涨幅较大，且显著领先大盘。

### 投资建议

- 在当前造船周期持续上行背景下，全球新造船价格稳步提升，同时“南北船”合并带来行业龙头竞争力进一步提升，我们建议关注国内造船企业龙头中国船舶和船舶动力系统龙头中国动力。

### 风险提示

- 原材料价格波动风险、人民币汇率波动风险、环保政策执行程度不及预期风险、市场竞争加剧风险。



## 内容目录

1. 从“南北车”重组看“南北船”	5
1.1 “南北车”重组流程及股价表现复盘	5
1.2 本次“南北船”重组与“南北车”的相似性	7
2. 共同点 1: 长周期行业, 行业景气度较高	7
2.1 铁路装备和船舶行业均为长周期行业, 周期上行时间长	7
2.2 行业景气度较高, 收入、订单高速增长	10
3. 共同点 2: 行业龙头公司, 全球竞争力较强	17
4. 共同点 3: 国资委推动强强联合, 重组提升综合竞争力	20
4.1 国资委主导下合并, 契合国家发展战略	20
4.2 强强联合, 重组后经营效率提升	22
5. 共同点 4: 合并启动时估值低, 后续估值扩张潜力大	25
6. 投资建议	26
6.1 中国船舶: 全球造船行业龙头, “南北船”合并扩大龙头优势	27
6.2 中国重工: 舰船及配套设备龙头, 经营业绩高增	29
6.3 中船防务: 国内军民船制造龙头, 集团唯一 A+H 股上市平台	30
6.4 中国动力: 国内动力系统龙头, 柴油动力业务收入高增	33
7. 风险提示	37

## 图表目录

图表 1: “南北车”合并期间的股价涨幅超过沪深 300 指数	5
图表 2: “南北车”合并期间中国南车发布的相关公告	5
图表 3: 2005-2014 年中国南车的收入、归母净利润 CAGR 分别为 21.8%、33.6%	8
图表 4: 2006-2014 年中国北车的收入、归母净利润 CAGR 分别为 22.2%、59.4%	8
图表 5: 我国动车组设计寿命约 20-30 年	8
图表 6: 我国动车组高级修周期一般为 3-12 年	8
图表 7: 全球造船周期复盘 (根据交付量划分周期)	9
图表 8: 全球经济增速和造船交付量增速正相关, 且经济波动拐点领先船舶交付拐点两年左右	9
图表 9: 近百年全球造船周期划分及原因	9
图表 10: 2004-2014 年中国铁路固定资产投资 CAGR 为 24.5%	10
图表 11: 2007-2014 年我国动车组保有量 CAGR 为 45%	11
图表 12: 2008-2014 年我国高铁营业里程 CAGR 为 70.4%	11
图表 13: “十二五”期间我国出台一系列鼓励铁路装备制造的政策	11
图表 14: 2014 年中国南车铁路装备业务收入高增	12
图表 15: 2014 年中国北车铁路装备业务收入加速增长	12
图表 16: 全球三大主流船型平均拆解年龄约在 25 年左右 (单位: 年)	12
图表 17: 上一轮船舶拆解量高峰期始于 2001 年	13
图表 18: 集装箱船新造船订单领先拆解时间约 6 年	13



图表 19:	散货船新造船订单领先拆解时间约 5 年.....	14
图表 20:	油船新造船订单领先拆解时间约 4 年.....	14
图表 21:	苏伊士运河关闭推动造船需求短期上涨.....	15
图表 22:	远东-北欧航线绕航好望角后, 航程时间将从 31 天延长至 40 天.....	15
图表 23:	近年来全球航运领域环保法规接连出台.....	15
图表 24:	2023 年全球使用替代燃料的新船订单占比 45%.....	16
图表 25:	2023 年新接订单中最常见的替代燃料是 LNG.....	16
图表 26:	2008 年后, 全球活跃船厂数量持续下降 (单位: 个).....	16
图表 27:	全球新造船价格从 2021 年初开始稳步上涨.....	17
图表 28:	2013-2014 年全球铁路装备新车收入前 10 大机车车辆制造商.....	17
图表 29:	2013 年全球轨交装备制造商收入前十的公司.....	18
图表 30:	2009-2013 年全球电力机车销售收入集中度.....	18
图表 31:	中国船舶主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备板块.....	18
图表 32:	中国重工五大业务板块介绍.....	18
图表 33:	2018-1H24 中国船舶和中国重工造船三大指标份额趋势 (DWT 口径).....	19
图表 34:	截至 10M24, 中国船舶和中国重工在手船舶订单全球份额领先 (CGT 口径).....	19
图表 35:	合并前, 中国南车实控人为国务院国资委.....	21
图表 36:	合并前, 中国北车实控人为国务院国资委.....	21
图表 37:	“南北车”合并后计划通过提升国际化、增强协同性、拓展多元化提升综合竞争力.....	21
图表 38:	近年来, 国资委等部门多次提及推动央企专业化整合.....	21
图表 39:	中国船舶集团内部股权结构图 (截至 24 年三季度).....	22
图表 40:	“两船合并”采用集团层面与上市公司层面双行重组策略.....	22
图表 41:	2015 年中国中车收入同比增长 8.98%.....	23
图表 42:	2015 年中国中车归母净利润同比增长 9.27%.....	23
图表 43:	15-19 年中国中车毛利率稳步提升.....	23
图表 44:	2015 年中国中车 ROE 显著提升.....	23
图表 45:	2015 年全球轨交装备企业新造机车车辆收入排名中, 中国中车位居第一.....	24
图表 46:	合并后中国船舶集团收入整体较为稳健.....	24
图表 47:	18-22 年中国船舶集团归母净利润持续增长.....	24
图表 48:	中国船舶集团利润率稳步提升.....	25
图表 49:	中国船舶集团 ROE 整体呈上升趋势.....	25
图表 50:	2014 年“南北车”的扣非后归母净利润增速均为 35.67%.....	25
图表 51:	1-3Q24 中国船舶和中国重工的扣非后归母净利润增速分别为 560.73%和 415.03%.....	25
图表 52:	“南北车”合并期间中国南车的估值扩张幅度较大.....	26
图表 53:	“南北车”合并期间的股价涨幅领先大盘.....	26
图表 54:	重点公司估值表.....	27
图表 55:	1-3Q24 中国船舶营收同比增长 13.12%.....	27
图表 56:	2023 年后中国船舶归母净利润显著改善.....	27
图表 57:	船舶造修及海洋工程业务贡献中国船舶主要营收.....	28
图表 58:	近年来中国船舶盈利能力有所改善.....	28
图表 59:	我国船舶行业头部集中度较为明显.....	28



图表 60:	1Q24 我国造船完工量、新接订单量前 10 家.....	28
图表 61:	2018-2023 年中国船舶占全球、中国造船行业市场份额.....	28
图表 62:	海洋运输装备贡献中国重工主要营收 (亿元) .....	29
图表 63:	1H24 海洋运输装备业务收入占比 37.21%.....	29
图表 64:	2022 年以来公司利润率持续提升.....	29
图表 65:	1H24 公司海洋运输装备毛利率达 7.46%.....	29
图表 66:	1-3Q24 中国重工收入增长 16.39%.....	30
图表 67:	1-3Q24 中国重工归母净利润已扭亏为盈.....	30
图表 68:	公司发展历程.....	30
图表 69:	公司持股黄埔文冲 55%，持股广船国际 41% (截至 2024 年三季报) .....	31
图表 70:	黄埔文冲主要产品一览.....	31
图表 71:	造船产品贡献公司主要营收，1H24 收入占比 87%.....	32
图表 72:	1H24 特种船舶及其他收入占总收入比例 51%.....	32
图表 73:	1-3Q24 公司营收同比增长 29.83%.....	32
图表 74:	1-3Q24 公司归母净利润同比增长 674%.....	32
图表 75:	1-3Q24 公司毛利率提升至 8.69%.....	33
图表 76:	公司销售、管理费用率控制良好.....	33
图表 77:	1H24 公司造船业务毛利率达 8.19%.....	33
图表 78:	2021 年以来，公司集装箱船毛利率稳步提升.....	33
图表 79:	中国动力主营业务涵盖柴油动力、燃气动力、蒸汽动力、化学动力等.....	34
图表 80:	公司主要业务及产品介绍.....	34
图表 81:	公司近年来资产重组与合并情况.....	35
图表 82:	1H24 公司柴油动力业务收入占比 43%.....	36
图表 83:	1H24 公司柴油动力业务毛利占比 54%.....	36
图表 84:	1-3Q24 公司营收同比增长 12.84%.....	36
图表 85:	1-3Q24 公司归母净利润同比增长 80.49%.....	36
图表 86:	1-3Q24 公司净利率提升至 3.53%.....	36
图表 87:	公司费用率基本维稳.....	36



## 1. 从“南北车”重组看“南北船”

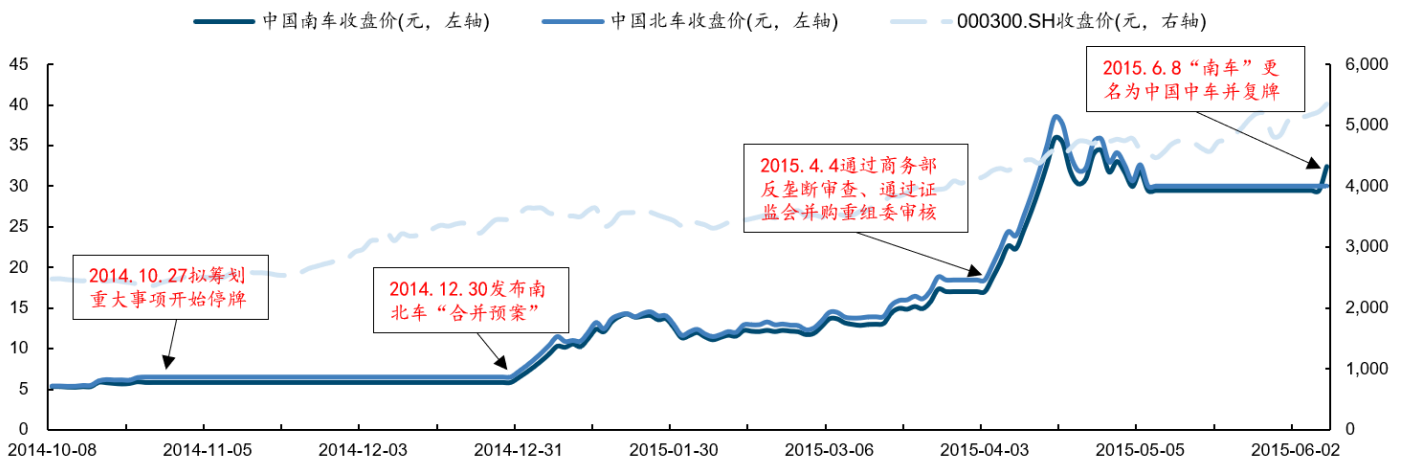
### 1.1 “南北车”重组流程及股价表现复盘

2024年9月，中国船舶公告筹划换股吸收合并中国重工，“南北船”重组在上市公司层面拉开了序幕。我们认为，本次“南北船”重组，在行业属性和行业景气度、战略导向、上市公司竞争力，以及合并启动时的估值水平等方面，与2014年“南北车”重组存在较高的相似性。本文将首先梳理“南北车”合并期间的流程，复盘其股价表现，然后概括“南北船”和“南北车”合并的4个共同特征，并分章节进行详细阐述。

“南北车”合并历时8个月，多个利好公告催化股价同步上涨，涨幅远超大盘。

- ✓ “南北车”合并，方式上采用中国南车吸收合并中国北车，即中国南车向中国北车全体A、H股换股股东分别发行中国南车A、H股股票。从2014年10月“南车”公告拟筹划重大事项，到2015年6月换股实施完成，“南北车”合并共历时8个月。期间，“南北车”同步发布了“合并预案”、“召开临时股东大会”、“通过证监会审核”、“异议股东现金选择权实施提示”等公告，催化“南北车”股价实现了同步上涨。
- ✓ 从涨幅上看，从2014年10月27日停牌，到“南北车”合并期间的股价高点，中国南车和中国北车A股股价分别上涨了518.62%和496.28%，沪深300（000300.SH）收盘价上涨了126.01%，“南北车”涨幅较高，且涨幅领先大盘，合并带来的溢价显著。

图表1：“南北车”合并期间的股价涨幅超过沪深300指数



来源：iFind，国金证券研究所 注：“南北车”收盘价均为A股数据

图表2：“南北车”合并期间中国南车发布的相关公告

日期	事件内容
2014.10.27	“南北车”公告停牌“拟筹划重大事项”
2014.12.30	发布复牌和“南北车”合并预案公告，换股对价1:1.1。南车A、H股换股价为5.63元/股和7.32港元/股，北车A、H股换股价为6.19元/股和8.05港元/股
2015.1.20	发布合并报告书公告
2015.2.5	发布异议股东现金选择权提示公告
2015.3.5	发布获得国务院国资委批准公告
2015.3.8	发布临时股东大会公告，并于3月9日停牌1天
2015.3.10	发布通过境外反垄断审查公告
2015.3.17	发布收到证监会受理公告
2015.3.29	发布收到证监会审核公告，并3月30日开始停牌
2015.4.3	发布通过商务部反垄断审查、通过证监会并购重组委审核公告，并于4月7日开始复牌
2015.4.23	发布收到证监会批复公告，中国南车H股增发获得证监会核准
2015.4.27	发布收到证监会批复公告，核准中国南车新增111亿股吸收合并中国北车
2015.4.28	发布异议股东现金选择权实施公告，提示将自5月7日（异议股东现金选择权申报日）起连续停牌，直至换股完成



日期	事件内容
2015.5.6	发布异议股东现金选择权实施提示公告，提示 A 股 5 月 6 日收盘价较现金选择权行权价格溢价 423%
2015.5.10	发布 A 股现金选择权申报结果，申报期内没有 A 股异议股东行使现金选择权
2015.5.17	发布合并换股实施公告
2015.5.20	上交所对中国北车 A 股股票摘牌
2015.5.26	发布 H 股换股实施完成公告，新增发行 H 股 23.47 亿股，已发行 H 股数量由 20.24 亿股增加至 43.71 亿股
2015.5.31	发布 A 股换股实施完成公告，新增发行 A 股 111.39 亿股，已发行 A 股数量由 117.79 亿股增加至 229.18 亿股。A+H 股共计新增发行股份 134.86 亿股，合并后新公司总股本为 272.89 亿股
2015.6.2	发布换股实施完成公告，中国南车股票将于 6 月 8 日变更为“中国中车”并复牌

来源：中国南车公告，国金证券研究所

合并期间，“南北车”股票共经历了 4 次停牌和复牌，我们将这 4 次重要时间节点的公告内容梳理如下：

■ 时间节点 1：2014 年 10 月 27 日“南北车”公告拟筹划重大事项开始停牌，到 2014 年 12 月 30 日发布复牌和合并预案，合并预案确定了换股比例和异议股东保护机制

(1) 合并预案明确换股比例为 1:1.1，即每 1 股中国北车股票可以换取 1.1 股中国南车将发行的中国南车股票。该比例以合并双方股票首次董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价作为市场参考价，在此基础上综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素而定。即：中国南车的 A、H 股换股价分别确定为 5.63 元/股和 7.32 港元/股，中国北车的 A、H 股换股价分别确定为 6.19 元/股和 8.05 港元/股。

(2) 异议股东现金选择权价格为定价基准日前 20 个交易日均价，即：中国南车 A/H 股异议股东，现金选择权价格为每股 5.63 元/7.32 港元。中国北车 A/H 股异议股东，现金选择权价格为每股 5.92 元/7.21 港元。

(3) 复牌后股价表现：“南北车”的 A 股股票在 2014 年 12 月 31 日、2015 年 1 月 5 日-8 日连续 5 个交易日涨幅均达到 20%。

■ 时间节点 2：2015 年 3 月 9 日“南北车”召开临时股东大会停牌一天（第二次停牌）

(1) 会议审议通过了中国中车和中国北车合并的有关议案，“南北车”股票次日起复牌。

(2) 复牌后股价表现：3 月 10 日复牌首日，“南北车” A 股股价分别下滑 3.67%和 4.02%，沪深 300 (000300.SH) 收盘价下滑 0.48%。

■ 时间节点 3：2015 年 3 月 30 日-4 月 6 日证监会审核期间停牌（第三次停牌）

(1) 3 月 29 日，“南北车”公告称证监会将于近日审核“南北车”重组事项，“南北车”股票于 3 月 30 日起停牌。4 月 3 日，“南北车”公告称重组事项已通过证监会审核和商务部反垄断审核，“南北车”股票自 4 月 7 日起复牌。

(2) 复牌后股价表现：“南北车”的 A 股股票在 2015 年 4 月 7-9 日连续三个交易日涨幅均达到 20%。

■ 时间节点 4：2015 年 5 月 7 日-6 月 7 日，异议股东现金选择权开始申报到换股实施完成期间停牌（第四次停牌）

(1) 5 月 6 日，“南北车”公告提示双方 A 股股票将自 5 月 7 日（异议股东现金选择权申报日）起连续停牌，直至换股完成复牌。同时提示 A 股 5 月 6 日收盘价较现金选择权行权价格溢价 423%，若异议股东行使现金选择权，将可能导致一定亏损。

(2) 5 月 10 日，“南北车”发布现金选择权申报结果，申报期内 A 股、H 股均没有异议股东行使现金选择权。

(3) 5 月 21 日，中国南车公告，上交所和港交所已于 5 月 20 日分别对中国北车 A 股和 H 股摘牌。同时，换股实施股权登记日定为 5 月 20 日，登记日收市后中国北车 A 股股东的中国北车 A 股股票按照 1:1.1 转换为南车 A 股股票。

(4) 5 月 31 日，中国南车公告本次合并涉及的 H 股和 A 股换股已分别于 5 月 26 日和 5 月 28 日完成。

(5) 6 月 2 日，中国南车发布公告称换股实施工作已经完成，中国南车股票将于 6 月 8 日变更为“中国中车”并复牌。

(6) 复牌后股价表现：中国中车 A 股股票在 2015 年 6 月 9 日-11 日连续三个交易日涨幅达到 20%。



## 1.2 本次“南北船”重组与“南北车”的相似性

我们认为，本次“南北船”重组，在行业属性和行业景气度、战略导向、上市公司竞争力，以及合并启动时的估值水平等方面，与2014年“南北车”重组存在较高的相似性。

(1) “南北车”和“南北船”都属于长周期行业，合并时行业景气度较高。我国动车组设计寿命约20年，较长的生命周期决定了铁路装备行业的上行周期较长。例如，中国南车2005-2014年收入从203亿元提升到1197亿元，归母净利润从4亿元提升到53亿元，CAGR分别为22%和34%，在“南北车”合并前就已上行了10年。同时合并期间的行业景气度较高，2014年我国铁路固定资产投资8088亿元，同比+21.5%；2014年我国动车组保有量和高铁营业里程增速均在40%以上，保持高速增长。造船也是长周期行业，约30年一周期。当前时点，受益全球经济的弱复苏、老旧船舶更换、短期地缘冲突和航运业环保政策升级等事件催化，造船也处于新一轮上行期，10M24克拉克森全球新船价格指数达189.64，同比+7.7%，较2020年底部提升51.6%，行业景气度高。

(2) “南北车”和“南北船”都是行业龙头，全球竞争力强。“南北车”2014年合并前的全球竞争力较强。根据中国北车2014年报，2009-2013年全球轨交装备主要产品市场份额排名中，中国北车的电力机车、地铁车辆销售额全球第一，高速动车组、货车全球第二。根据中国南车2013年报，2013年我国全路动车组运营里程共计5.6亿公里，中国南车动车组运营里程占比55.4%，国内第一。根据SCI Verkehr，2009-2013年中国南车的全球电力机车销售收入全球份额22%，仅次于中国北车位居全球第二。“南北船”的全球竞争力也较强，截至10M24，全球在手订单1.49亿CGT，其中，中国船舶和中国重工分别为1259和551万CGT，全球份额分别为8.45%和3.7%，合计达12.15%，全球份额约为现代重工、韩华海洋、三星重工等韩国造船企业龙头的两倍，竞争力较强。

(3) “南北车”和“南北船”都在国资委推动下合并，契合国家发展战略，合并后竞争力更强。“南北车”实控人均均为国资委，双方当时计划通过合并提升业务规模，并打造以轨交装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团，契合了国资委当时推动央企间强强联合，提高央企竞争力的顶层战略。此外“南北车”合并后效果显著，经营效率和盈利能力实现提升，2015年中国中车收入和归母净利润分别同比增长8.98%和9.27%，顺利实现1+1>2的经营目标。2014年“南北车”ROE分别为13.79%和12.69%，2015年中国中车的ROE提升到17.20%。当前，我国正处于从造船大国向造船强国的转型中，“南北船”重组完美契合了国资委围绕建设“科技强国”和“制造强国”推动央企重组的战略目标。“南北船”都是国内领先的造船企业，我们认为，双方合并后有望大幅减少同业竞争，实现优势互补，同时可以发挥协同效应，提升行业龙头地位和盈利能力。

(4) “南北车”和“南北船”合并启动时估值低，后续估值扩张潜力大。2014年“南北车”的扣非归母净利润增速均为36%，而2014年底发布“合并预案”时中国南车的PE-TTM仅为14倍，估值较低。1-3Q24“南北船”的扣非归母净利润增速分别为561%和415%，截至2024年11月1日，中国船舶市值1648亿元，我们预计公司2024年实现归母净利润44.88亿元，对应PE仅为37倍，为公司近10年来较低水平。从发布合并预案到合并期间的股价高点，“南北车”的A股股价分别上涨了519%和496%，沪深300(000300.SH)收盘价上涨了126%，“南北车”的股价涨幅显著领先。

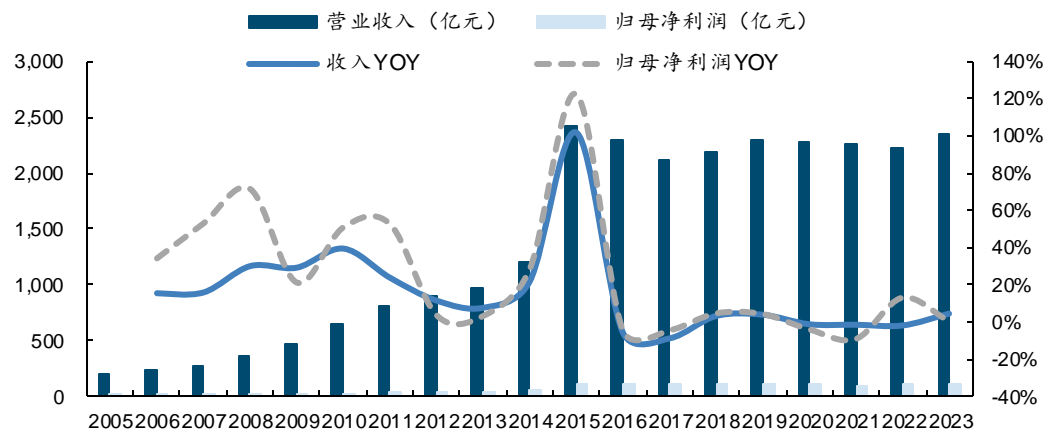
## 2. 共同点1：长周期行业，行业景气度较高

### 2.1 铁路装备和船舶行业均为长周期行业，周期上行时间长

我国铁路装备行业周期上行时间较长。从2004年铁道部引进国外高速动车组技术开始，我国铁路装备行业进入到高速发展阶段。2005-2014年中国南车的收入从202.82亿元提升到1197.24亿元，归母净利润从3.93亿元提升到53.15亿元，CAGR分别为21.8%和33.6%。2006-2014年，中国北车的收入从209.80亿元提升到1042.90亿元，归母净利润从1.32亿元提升到54.92亿元，CAGR分别为22.2%和59.4%。2015年南车、北车合并后，中国中车收入和归母净利润分别增长8.98%和9.27%。整体上看，我国铁路装备行业上行周期约10年。

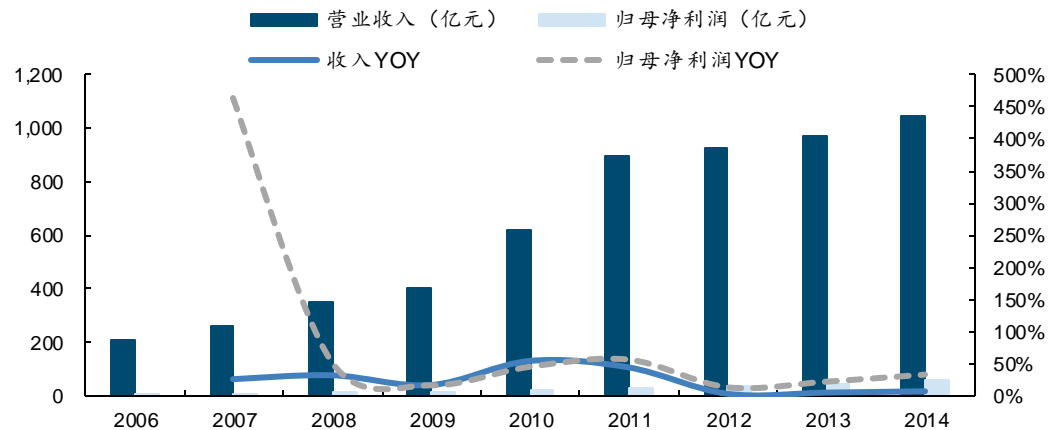


图表3: 2005-2014 年中国南车的收入、归母净利润 CAGR 分别为 21.8%、33.6%



来源: iFind, 国金证券研究所 注: 2015 年开始为中国中车的数据

图表4: 2006-2014 年中国北车的收入、归母净利润 CAGR 分别为 22.2%、59.4%



来源: iFind, 国金证券研究所

我们分析, 铁路装备周期较长的原因主要是动车组等主要装备的使用生命周期和维保周期较长, 早年 CRH1 动车组设计寿命为 25 年, CRH2、CRH3 与 CRH380 系列车型的设计寿命为 20 年, CRH5 与我国自主研发的复兴号 CR400/300/200 则为 30 年。维修方面, 我国主要动车组的五级修周期一般为 12 年, 较长的生命周期和维保周期为我国铁路装备带来了较长的上行周期。

图表5: 我国动车组设计寿命约 20-30 年

车型	设计寿命 (年)
CRH1 型	25
CRH2 型	20
CRH3 型	20
CRH5 型	30
CRH380 系列	20
CR400/300/200 系列	30

来源: 《动车组运用维修规程》, 国金证券研究所

图表6: 我国动车组高级修周期一般为 3-12 年

车型/修程	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1A/1B	120±10 万公里	240±10 万公里	480±10 万公里
CRH1E、CRH380D	或 3 年	或 6 年	或 12 年



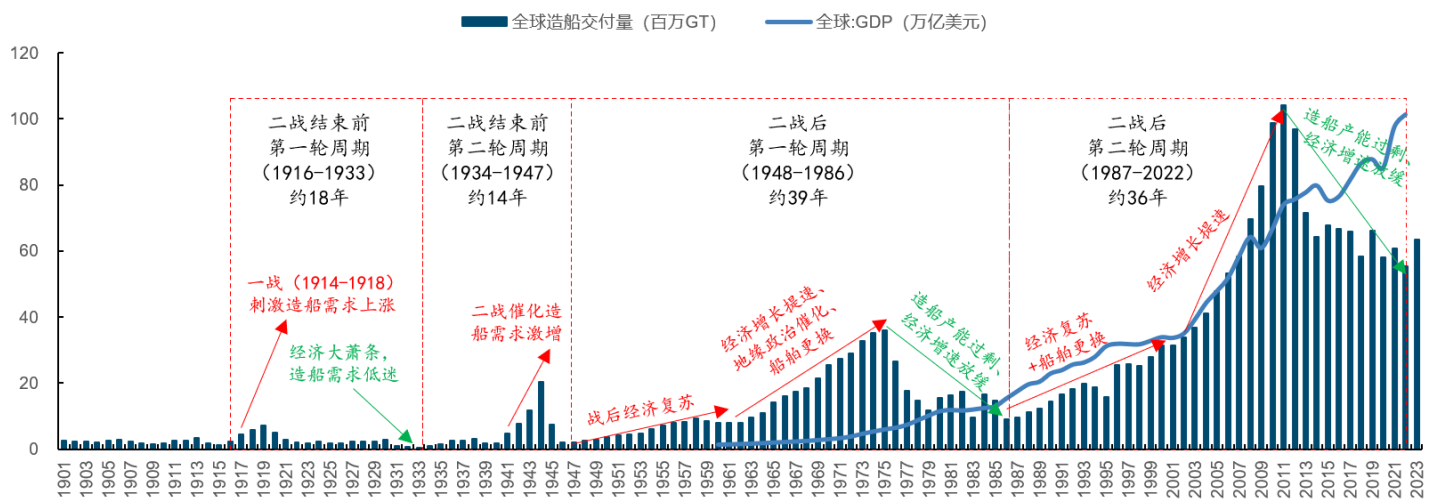


车型/修程	三级检修	四级检修	五级检修
CRH2A (统) /2B/2C/2G、 CRH6A/6FCRH2E、CRH380A (L)	60+2/-5 万公里 或 1.5 年	120+5/-10 万公里 或 3 年	240±10 万公里 或 6 年
CRH3C、380B (L) /CL、BG	120±12 万公里 或 3 年	240±12 万公里 或 6 年	480±12 万公里 或 12 年

来源：观研天下，国金证券研究所

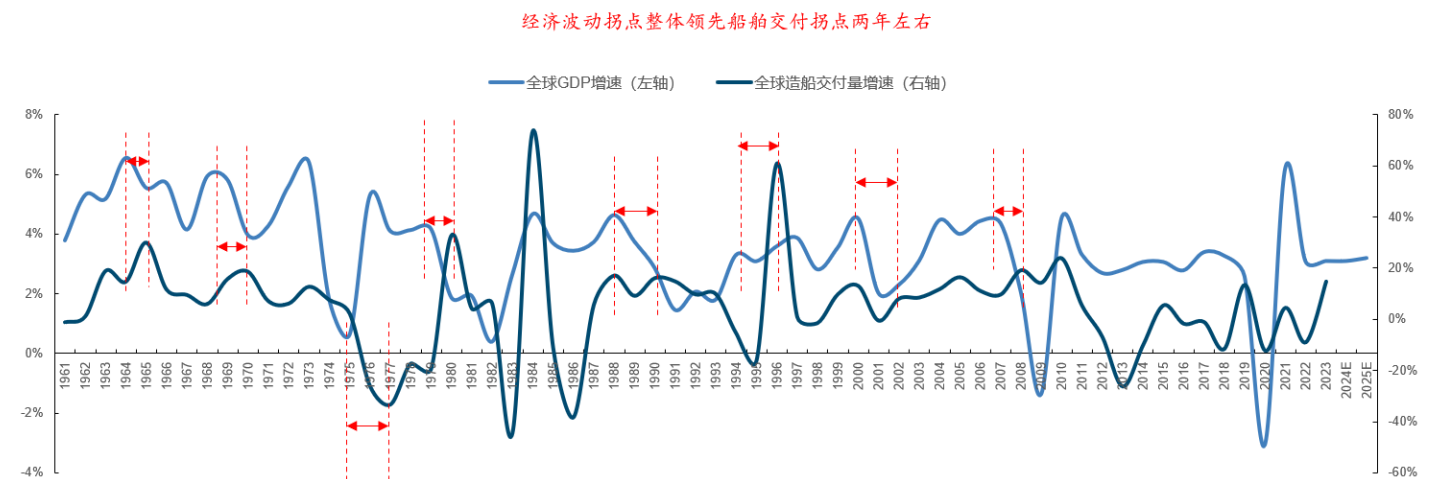
造船也是长周期行业，约三十年一周期，核心驱动因素为经济增长和更新替换。我们复盘了全球造船业百年历史，根据造船交付量可划分为四次周期：1916-1947 年经历了两轮周期，周期波动主要受战争和宏观经济的综合影响；1948-2022 年内的两轮周期，周期时间均在 30 年以上，其中上行期约 20-30 年，下行期约 11 年。周期波动主要受长期经济波动、中期更新替换和短期地缘冲突的影响，具有长周期、中周期、短周期三周期叠加的特点。

图表7：全球造船周期复盘（根据交付量划分周期）



来源：Wind, 《Maritime Economics》，国金证券研究所

图表8：全球经济增速和造船交付量增速正相关，且经济波动拐点领先船舶交付拐点两年左右



来源：Wind, 《Maritime Economics》，国金证券研究所

图表9：近百年全球造船周期划分及原因

周期	表现	时间范围	时间跨度	原因	全球经济相关指标情况
第一轮周期 1916-1933	上行期	1916-1919	4 年	一战刺激造船需求上涨	1914-1918 年英/法/德三国军费支出复合增速约为 46%/54%/20%
	下行期	1920-1933	14 年	一战结束、经济大萧条	1929-1933 年大萧条期间，美国 GDP 复合增速



周期	表现	时间范围	时间跨度	原因	全球经济相关指标情况
					为-14.1%
第二轮周期 1934-1947	上行期	1934-1944	11年	经济复苏、船舶更换、二战刺激	1934-1944年美国GDP复合增速为12.8%
	下行期	1945-1947	3年	船舶更换结束、二战结束	1945-1947年美国GDP复合增速为4.6%
第三轮周期 1948-1986	复苏期	1948-1961	14年	战后经济复苏、商品贸易增长	1948-1961年全球商品贸易额CAGR达6.7%
	繁荣期	1962-1975	14年	经济高速增长、船舶更换、地缘冲突	1960-1973年全球GDP复合增速约5.4%
	下行期	1976-1986	11年	韩国造船业崛起加速产能过剩、两次石油危机导致经济增长降速	1973年底第一次石油危机后，74-75年全球GDP增速分别下滑4.6/1.2pct至1.8%/0.6%；1979年第二次石油危机后，1980-1982年的GDP增速均降至2%以下
	复苏期	1987-2001	15年	经济复苏、船舶更换	1985-1999年全球GDP复合增速3.1%
第四轮周期 1987-2022	繁荣期	2002-2011	10年	经济高速增长	2000-2008年全球GDP复合增速3.4%，其中2000年全球GDP增速达4.5%，2004-2007年GDP增速也均在4%以上
	下行期	2012-2022	11年	行业产能过剩、经济增长降速	2010-2020年全球GDP复合增速降至2.4%
新一轮周期 2023-	上行期	2023-	约20年	经济弱复苏、船舶更换、地缘冲突、环保政策趋严	2021-2025E全球GDP复合增速预计为3.1%，其中2021年全球GDP增速为6.2%

来源：iFind, IMF, 美国经济分析局, 剑桥大学数据库, 《Maritime Economics》, 国金证券研究所 注：本文GDP及增速均采用实际GDP

## 2.2 行业景气度较高，收入、订单高速增长

2014年“南北车”合并期间我国铁路装备行业景气度较高。

- 2004年起，我国铁路装备行业进入上行周期。21世纪初开始，随着中国经济和城市化率的较快提升，我国铁路运输需求持续增长。同时，我国铁道部为进行中国铁路第六次大提速，2004年起从加拿大、日本、德国和法国引进了高速动车组技术，并在此基础上通过消化吸收再创新，生产出了CRH系列和谐号高速动车组，我国高速动车组进入高速发展阶段。2004-2014年我国铁路固定资产投资CAGR达24.5%，2007-2014年我国动车组保有量CAGR达45%，2008-2014年我国高铁营业里程CAGR达70.4%。
- 政策鼓励下，动车组车型进一步完善，2014年我国铁路投资保持高速增长。2013年我国《铁路主要技术政策》提出未来要发展适合不同地域和气候条件的不同时速的动车组系列产品，完善优化机车谱型。2014年4月国务院常务会议提出设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源，基金总规模达到每年2000-3000亿元。政策鼓励下，我国新一代CRH380系列动车组于2013-2015年左右大规模招标并投放运营，在此期间，2014年我国铁路固定资产投资额达8088亿元，同比+21.5%；2014年我国动车组保有量提升到1411组，同比+41%；2014年我国高铁营业里程达到1.65万公里，同比+49.2%，均保持在较高增速。根据中国南车公告，2014年中国铁路对新造高速动车组的需求大幅提高，全路要求交付新造高速动车组数量同比增长68%，进一步拉动了中国铁路装备行业景气度上行。

图表10：2004-2014年中国铁路固定资产投资CAGR为24.5%

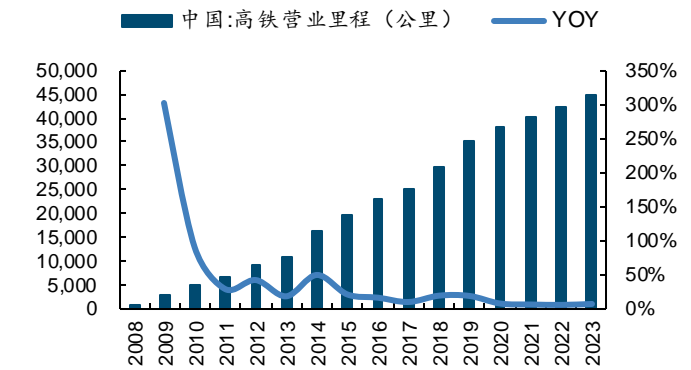
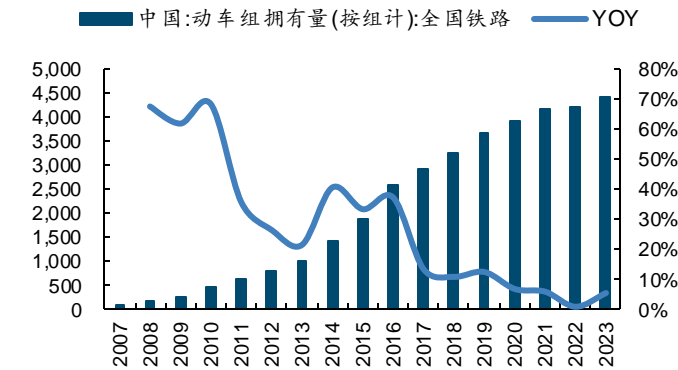


来源：wind, 国金证券研究所



图表11: 2007-2014 年我国动车组保有量 CAGR 为 45%

图表12: 2008-2014 年我国高铁营业里程 CAGR 为 70.4%



来源: wind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表13: “十二五”期间我国出台一系列鼓励铁路装备制造的政策

发布时间	政策/会议	政策主要内容
2011年3月	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	在发展战略新兴产业中, 将轨道交通装备作为高端装备制造产业中的重点发展对象
2011年7月	《铁路“十二五”发展规划》	提出到2015年, 全国铁路营业里程将达到12万公里以上, 其中快速铁路达到4万公里以上, 复线率和电气化率分别达到50%和60%以上, 主要繁忙干线实现客货分线, 主要技术装备达到或接近国际先进水平
2012年4月	《高速列车科技发展“十二五”专项规划》	提出要以运营安全性、可持续性和提高我国高速列车装备适应性为重点, 确保我国高速列车核心装备技术在自主创新基础上的可持续发展, 高速列车既有相关产业的技术进步和发展, 又有高速铁路相关新兴产业的形成
2012年5月	《高端装备制造业“十二五”发展规划》	大力发展“技术先进, 安全可靠、经济适用、技能环保”的轨道交通装备及其关键系统, 提升关键系统及装备研制能力。对高端装备设备制造业, 在金融财税政策支持、技术创新、市场等方面给予大力支持
2012年7月	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	加快培育和发展战略性新兴产业, 包括了高端轨道交通设备、新能源、新能源汽车和新材料产业
2012年7月	《“十二五”综合交通运输体系规划》	提出要加大交通运输新技术、新装备的开发和应用, 加快推进具有我国自主知识产权的技术与装备的市场化和产业化, 推进先进、适用的轨道交通技术与装备的研发, 全面实现现代化
2013年1月	《铁路主要技术政策》	依靠科技进步与创新, 构建完善客运高速、便捷, 货运重载、快捷, 速度、密度、重量合理匹配, 高新技术与适用技术并举, 不同等级技术装备协调发展, 发展适合不同地域和气候条件的不同时速的动车组系列产品和其他机车系列产品, 完善优化机车谱型
2013年1月	《“十二五”国家自主创新能力建设规划》	将轨道交通装备作为加强战略性新兴产业创新能力建设的重点之一, 提出要强化战略性新兴产业知识产权和技术标准前瞻布局, 提升战略性新兴产业关键技术的工程化和产业化能力
2014年4月	国务院常务会议	国务院常务会议确定深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设的政策措施。主要包括: 设立铁路发展基金, 拓宽建设资金来源。吸引社会资本投入, 使基金总规模达到每年2000至3000亿元

来源: 工信部、科技部、发改委, 国家铁路局, 中国政府网, 中国智库网, 中国南车公告, 国金证券研究所

2014年“南北车”积极开拓海外市场, 海外新签订单高增。

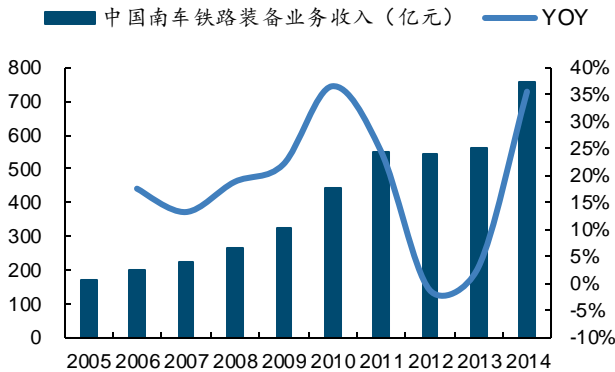
- ✓ 根据中国南车公告, 中国南车积极落实国家高铁“走出去”战略, 海外并购、投资力度不断加大, 2014年以2.9亿欧元收购德国BOGE(博戈), 推动南车逐步成为国内最大的汽车减振降噪产品供应商。2014年收获南非电力机车大单, 金额超20亿美元, 全年共新签海外订单37.6亿美元, 同比增长68.6%, 创历史新高。
- ✓ 根据中国北车公告, 2014年中国北车的内燃机车首次进入欧盟市场, 与南非签订的232台内燃机车出口合同是当时国内内燃机车出口海外最大单笔订单; 出口马来西亚的160公里准高速动车组是我国首次高铁出口项目。海外战略布局也不断加快, 投资并购了澳大利亚太平洋铁路工程公司, 投资新设了北车先锋(印度)电气公司、北车(美国)公司、北车车辆(南非)公司等。2014年5月H股在香港联交所上市, 进一步推进资源配置的全球化。2014年出口签约共29.94亿美元, 同比增长73%。



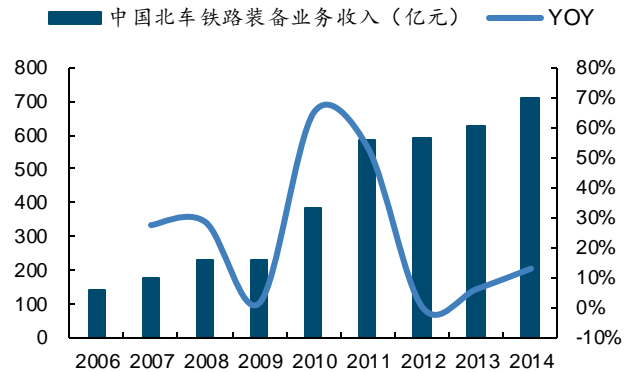
得益于国内铁路建设投资额高增以及出口拓展顺利，2014 年我国铁路装备行业景气度较高，中国南车和中国北车的铁路装备业务分别实现收入 756.87 亿元和 708.93 亿元，同比增长 35.37%和 13.23%，均加速增长。

图表14: 2014 年中国南车铁路装备业务收入高增

图表15: 2014 年中国北车铁路装备业务收入加速增长



来源: iFind, 国金证券研究所



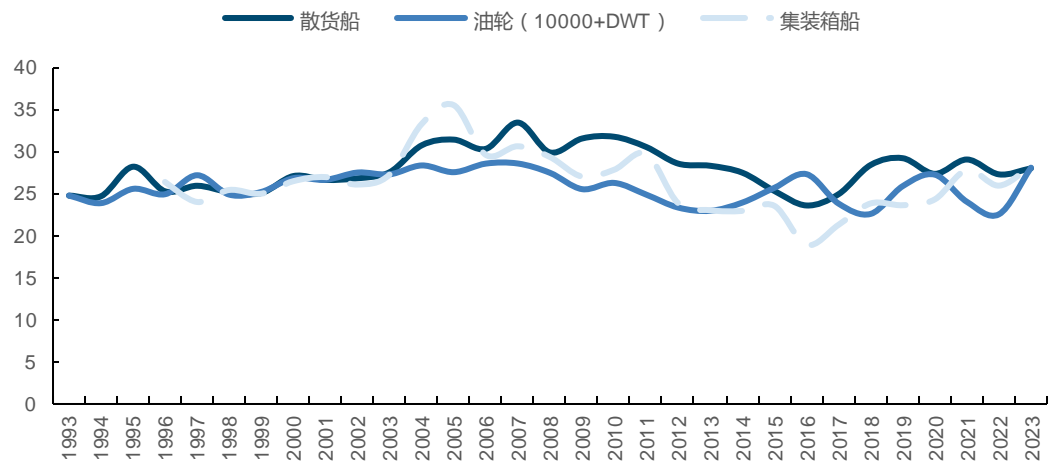
来源: iFind, 中国北车公告, 国金证券研究所

受益船舶更新替换+地缘冲突+航运业环保政策催化，当前全球造船行业也处于新一轮上行周期，全球新造船价格持续上行。

● 船舶老龄化催化全球造船需求上行

船舶平均拆解寿命在 25 年左右。根据 Clarksons，目前全球三大主流船型散货船、油轮、集装箱船的平均拆解船龄在 25 年左右，其中散货船平均拆解年龄约在 28 年左右，集装箱船平均拆解年龄在 26 年左右，油轮平均拆解年龄在 24 年左右。船舶更换主要系老旧船型使用经济性较弱，船龄大于 20 年以后其经济性将大幅降低，同时还面临油耗高、安全性差等问题。

图表16: 全球三大主流船型平均拆解年龄约在 25 年左右 (单位: 年)

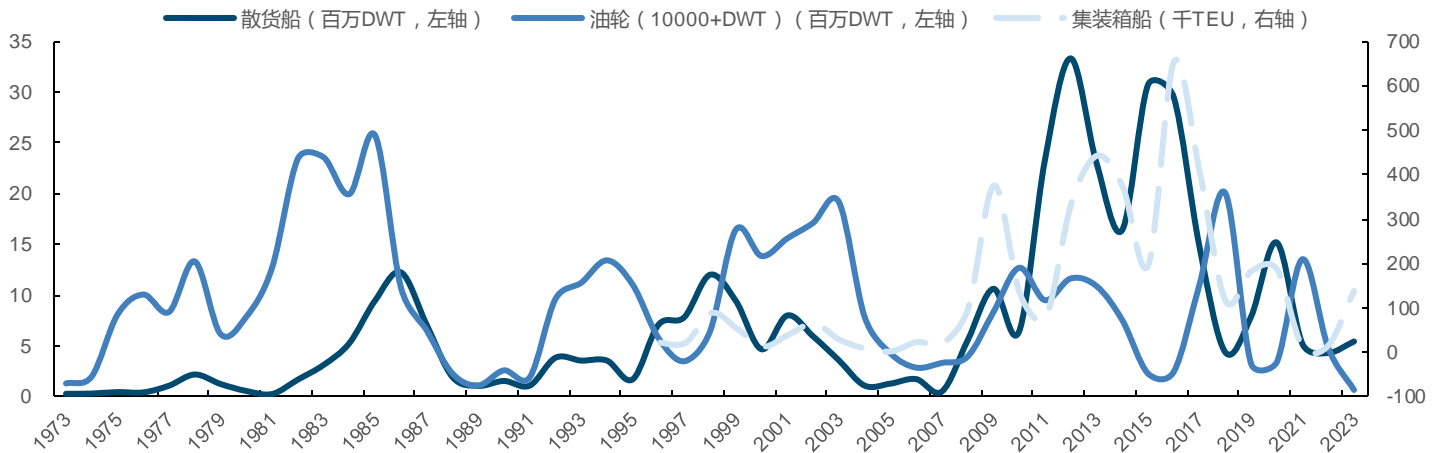


来源: Clarksons, 国金证券研究所

2026 年开始船舶将进入拆解高峰期。根据 Clarksons，在上一轮周期（1987-2022）中，约有两轮拆解量高峰期。第一次集中在 2001-2004 年，第二次集中在 2009-2016 年。由于船舶平均拆解周期约 25 年，因此 2001-2004 年第一次拆解高峰期期间所造新船，约在 2026-2029 年处于拆解高峰期。



图表17: 上一轮船舶拆解量高峰期始于2001年

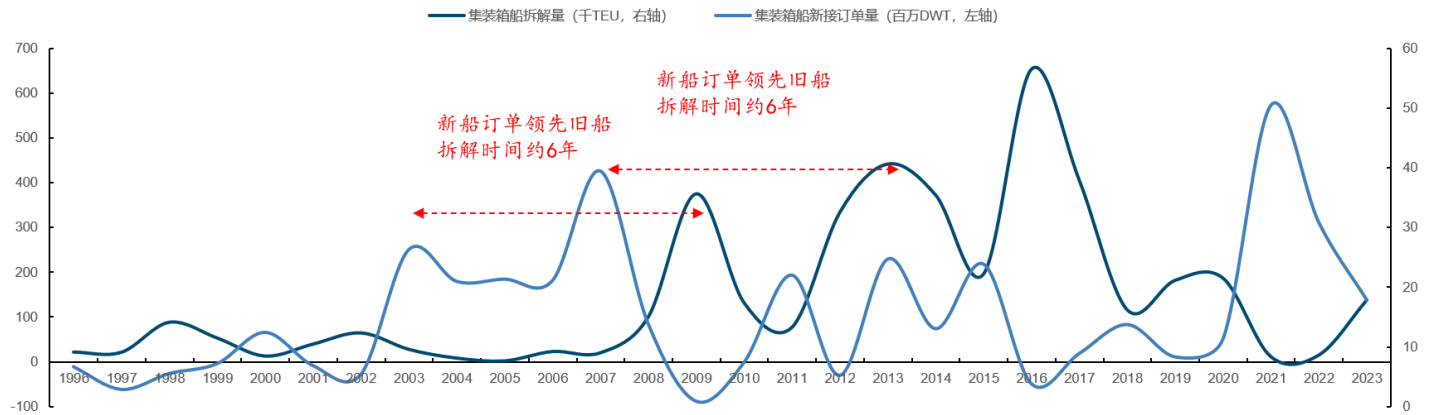


来源: Clarksons, 国金证券研究所

新造船订单领先船舶拆解时间约4-6年。我们以上一轮周期中, 2009年开始的船舶拆解高峰期为例。根据Clarksons, 该轮集装箱船拆解量高峰集中在2009-2016年左右, 对应集装箱船新接订单量高峰在2003-2007年, 新造船订单领先拆解时间约6年。散货船拆解高峰集中在2012-2015年左右, 对应散货船新接订单量集中在2006-2008年, 新造船订单领先拆解时间约5年。大型油轮拆解高峰集中在2010-2012年左右, 对应油轮新接订单量高峰集中在2006-2008年, 新造船订单领先船舶拆解时间约4年。因此, 新造船订单领先船舶拆解时间4-6年左右。

综上: 2026年进入拆解高峰期的船舶, 对应的新船订单约在4-6年前, 即从2021年左右进入更新需求释放的高峰期。

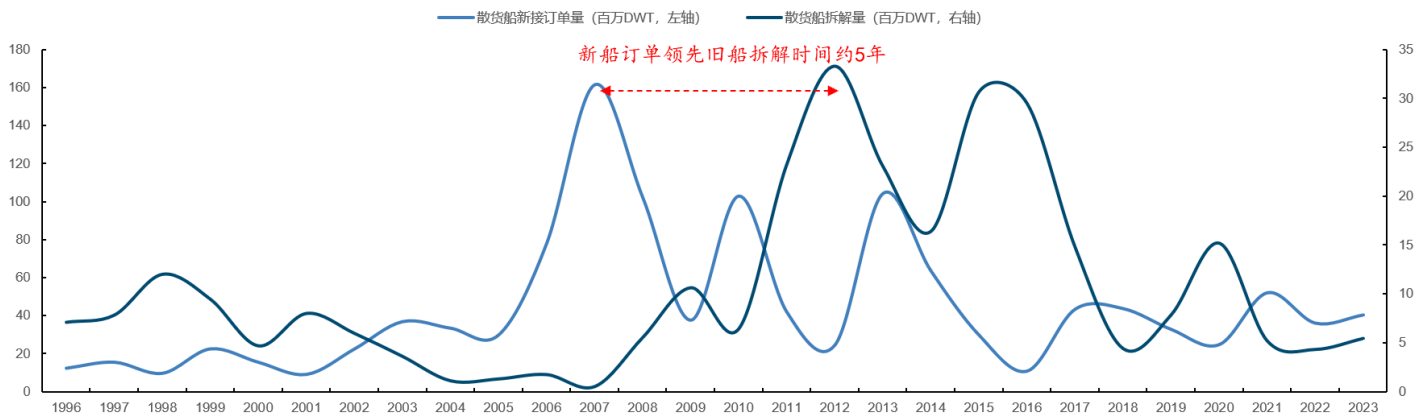
图表18: 集装箱船新造船订单领先拆解时间约6年



来源: Clarksons, 国金证券研究所

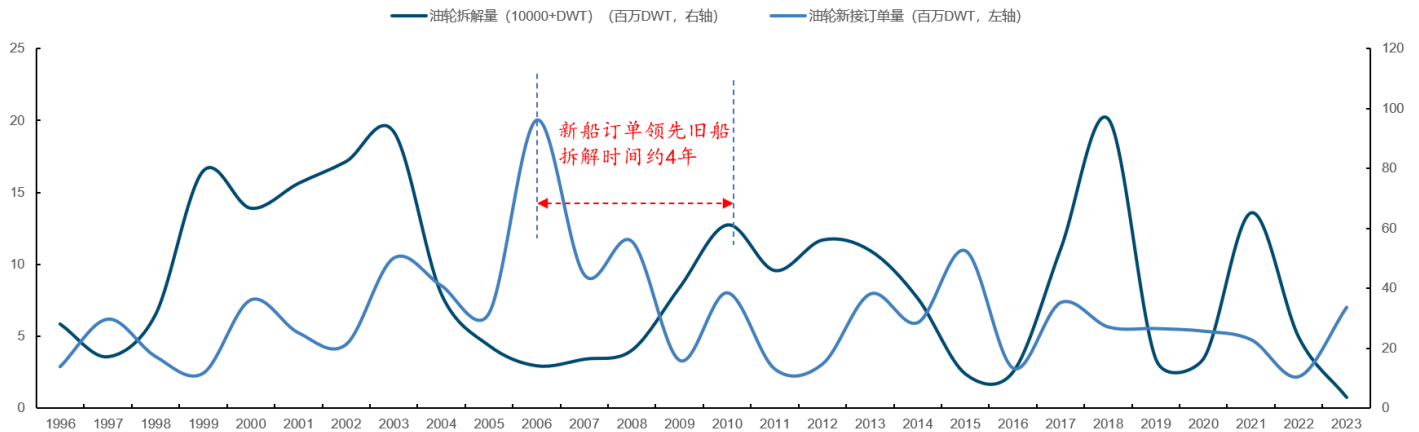


图表19: 散货船新造船订单领先拆解时间约5年



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表20: 油船新造船订单领先拆解时间约4年



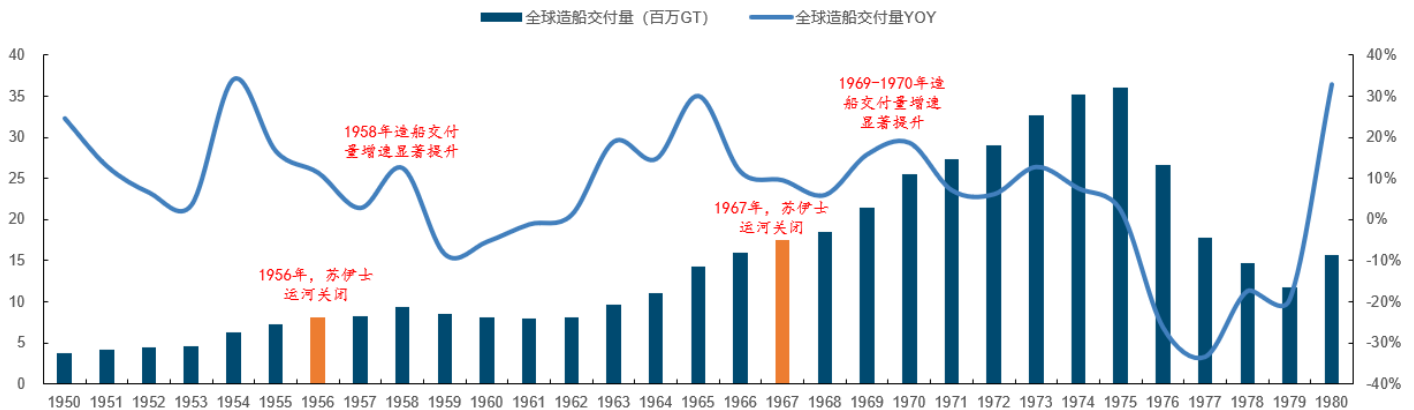
来源: Clarksons, 国金证券研究所

- 地缘冲突和航运业环保政策升级拖累船东运输效率下滑，刺激造船需求上行。

红海事件持续演绎，绕行催化短期造船需求提升。复盘历史，历史上两次绕行均带来两年后船舶交付量提升。1956年，埃及与以色列战争导致苏伊士运河断航约5个月，运河断航期间，船只绕行好望角导致运输周期拉长，船东运输效率下滑，刺激新船订单增长，带动1958年全球造船交付量提升12.5%。其后，1967年，第三次中东战争期间，苏伊士运河再次关闭，此次共关闭8年，直至1975年再次开放。此次关闭期间，亚洲前往欧洲的船只再次绕道好望角，导致船东运输效率下滑，新船订单增长，带动1969-1970年全球造船交付量分别同比提升15.9%和18.7%，增速较往年份显著提升。



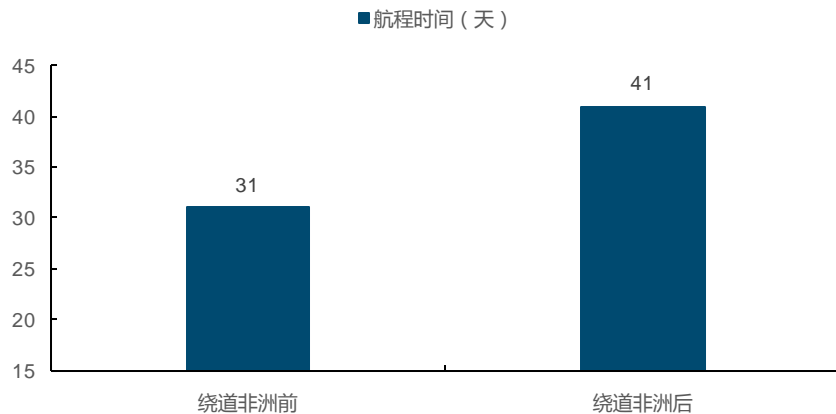
图表21: 苏伊士运河关闭推动造船需求短期上涨



来源: Clarksons, 国金证券研究所

2024 年红海局势拉长运距, 推动船东船队扩张意愿上行。2023 年 12 月开始, 巴以冲突升级, 全球主要集装箱船班轮公司马士基、地中海、达飞、等绕道好望角。绕航大幅增加航线运距和航行天数, 拖累船东运输效率下滑, 有望再次催化全球造船需求上行。

图表22: 远东-北欧航线绕航好望角后, 航程时间将从 31 天延长至 40 天



来源: Clarksons, 国金证券研究所

航运业环保政策升级, 双燃料船舶渗透率提升。全球减碳发展大背景下, 海运行业减碳排放要求日益严格, 全球航运领域环保法规接连出台。国际海事组织 (IMO): 2023 年 7 月 IMO 提出: 2030 年国际航运温室气体年度排放总量要较 2008 年减少 20% 以上, 2040 年减少 70% 以上, 2050 年实现净零排放。欧洲碳排放交易体系 (EU-ETS): 2024 年开始, 抵达/离开欧盟航线以及欧盟区域内航线的船东需要缴纳碳配额。一个碳配额代表可以排放一吨 CO2 等量物的权利, 当前欧盟碳配额的价格约为 100 欧元。2024-2026 年为过渡期, 分别需要缴纳 40%/70%/100% 排放量的碳配额。

图表23: 近年来全球航运领域环保法规接连出台

指标/法规	具体内容
船舶能效设计指数 EEDI	是根据船舶最大载货状态航行消耗的燃油计算出的 CO2 排放量。EEDI 从 2013 年开始执行, 要求 2013 年 1 月 1 日以后新造 400GT 以上的船舶必须进行 EEDI 计算, 2015 年开始新造船舶需要最少减排 10%。2020 年最少减排 20%, 2025 年最少减排 30%
IMO 法规 现有船舶能效指数 EEXI	适用于所有 400GT 及以上的现有船舶, 要求 2022 年 4 月 1 日前签订建造合同的船舶在 2023 年年检中一次性满足所要求 EEXI 值 (EEDI2/3 阶段标准), 并获得国际能效证书 (IEE 证书)。不满足 EEXI 要求的船舶, 可以通过限制主机功率、使用节能装置或切换至替代燃料等措施来达到要求的 EEXI 值
碳强度指标 CII	是衡量船舶 CO2 排放量的新方法, 适用于所有 5000GT 以上船舶, 2023 年 1 月 1 日开始生效。等级分为 A-E, 获得 E 等级一年的船舶或连续三年获得 D 等级的船舶, 将面临处罚并提出改善计划
欧洲法规 欧洲碳排放交易体系 EU-ETS	自 2024 年 1 月 1 日, 航运业被纳入欧盟碳排放交易体系, 抵达/离开欧盟航线以及欧盟区域内航线的船舶 (总吨位 5000 吨及以上), 船东需要就特定船舶排放的二氧化碳等温室气体购买并缴纳碳配额。一个碳配额代表可以排放一吨二氧化碳等量物的权利, 当前欧盟碳配额的价格约为 100 欧元。如果未能按时足额缴纳碳配额, 除补交外, 每排放一吨二氧化碳航运公司将面临 100 欧元的罚款

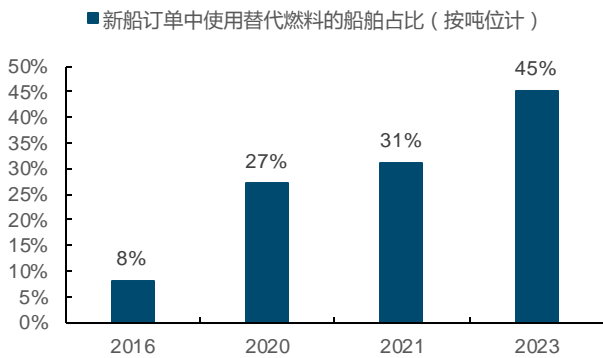


指标/法规	具体内容
FuelEU Maritime 法规	2025 年开始执行，航运公司全年平均燃料温室气体强度到 2025 年下降 2%（相较 2020 年），到 2030 年将达到 6%；到 2035 年将达到 14.5%；到 2040 年将达到 31%；到 2045 年将达到 62%；到 2050 年将达到 80%。没有达到这一减排目标的船则需要接受罚款
《船舶制造业绿色发展行动纲要（2024—2030 年）》	到 2025 年，船舶制造业绿色发展体系初步构建。绿色船舶产品供应能力进一步提升，船用替代燃料和新能源技术应用与国际同步，液化天然气（LNG）、甲醇等绿色动力船舶国际市场份额超过 50%；骨干企业减污降碳工作取得明显成效，绿色制造水平有效提升，万元产值综合能耗较 2020 年下降 13.5%。到 2030 年，船舶制造业绿色发展体系基本建成

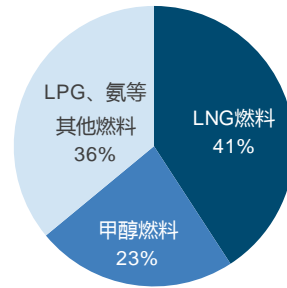
来源：IMO，金杜研究院，国金证券研究所

新燃料船替代传统燃料船大势所趋，未来低碳船型主要包括 LNG/LPG 燃料船与锂、氨、氢能源动力船等。根据克拉克森《绿色技术跟踪报告》，2023 年约有 539 艘涉及替代燃料船舶的新船订单，按吨位计占比达 45%。2023 年替代燃料新船订单中占比最大的仍然是 LNG 双燃料船，占比 41%（220 艘，其中 152 艘为非 LNG 运输船），甲醇双燃料船订单 125 艘，占比 23%。此外，还有 55 份新订单涉及 LPG 作为燃料，有 4 份订单涉及氨燃料。

图表24：2023 年全球使用替代燃料的新船订单占比 45%      图表25：2023 年新接订单中最常见的替代燃料是 LNG



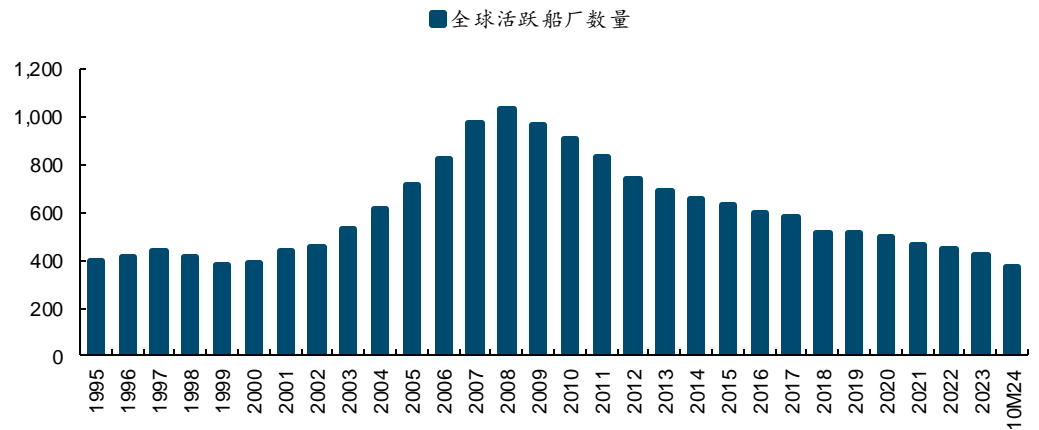
来源：克拉克森《绿色技术跟踪报告》，国金证券研究所



来源：克拉克森《绿色技术跟踪报告》，国金证券研究所

全球造船产能底部出清，供需错配下全球新造船价格持续上行。2008 年金融危机后，全球经济增长降速，造船业进入下行期。这一阶段，全球船厂加速整合，逐步消化过剩产能。根据克拉克森，全球活跃船厂数量从 2008 年的 1035 家，下降至 10M24 的 374 家，全球造船产能大幅出清。供需错配下，全球新造船价格从 2021 年初开始稳步上涨，截至 2024 年 10 月全球新造船价格指数达 189.64，同比+7.73%，较年初提升 6.32%，较 2020 年底部提升 51.63%。

图表26：2008 年后，全球活跃船厂数量持续下降（单位：个）

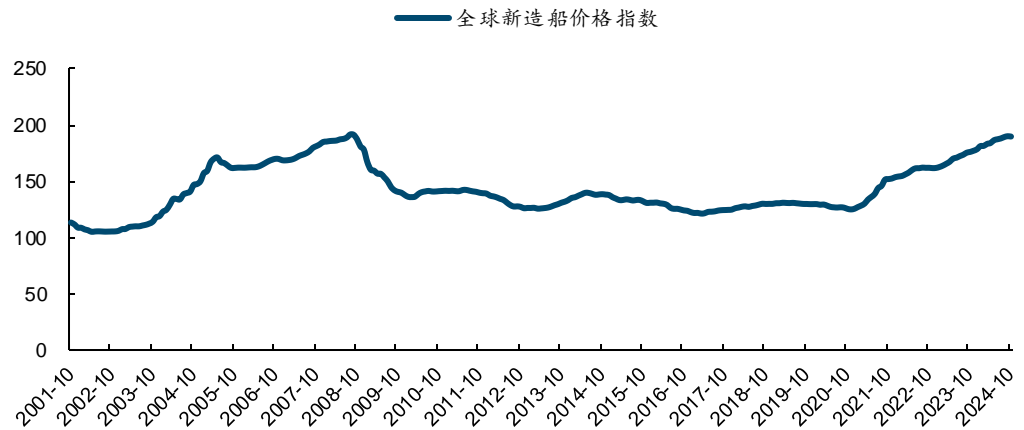


来源：克拉克森，国金证券研究所





图表27: 全球新造船价格从 2021 年初开始稳步上涨



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

### 3. 共同点 2: 行业龙头公司, 全球竞争力较强

“南北车” 2014 年合并前的全球竞争力较强。

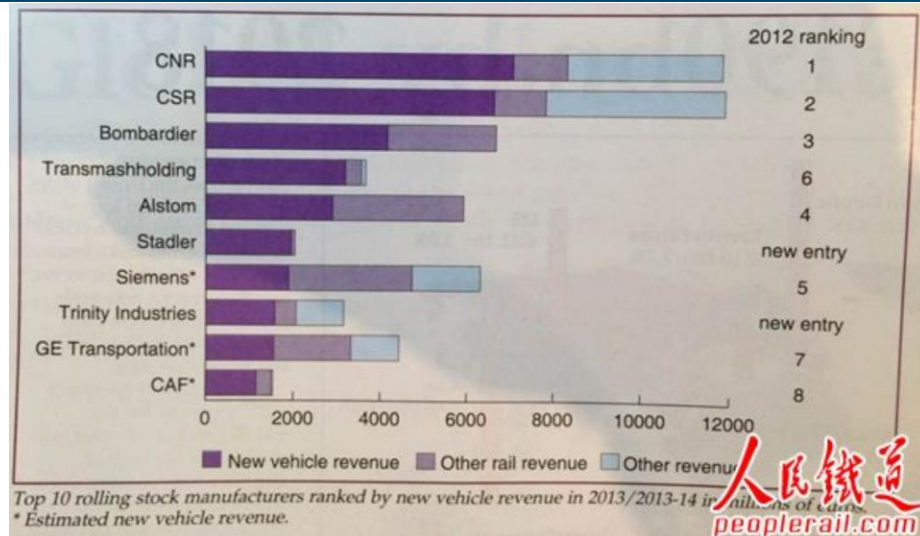
✓ 中国北车:

根据中国北车 2014 年报, 公司已形成年新造电力和内燃机车 1000 台, 动车组、铁路客车和城市轨道车辆 4700 辆, 各型货车 30000 辆的能力。根据中国北车 2014 年报援引德国 SCI Verkehr 公司发布的世界轨交装备的排名, 2011-2013 年中国北车连续三年位居全球轨交装备行业世界第一; 2009-2013 年全球轨交装备主要产品市场份额排名中, 中国北车的电力机车、地铁车辆销售额全球第一; 高速动车组、货车全球第二。

✓ 中国南车:

根据中国南车 2013 年报, 公司动车组业务市场份额国内领先。2013 年我国全路动车组运营里程共计 5.6 亿公里, 中国南车动车组运营里程占比 55.4%。2013 年 7 月新开通的宁杭、杭甬高铁线路, 中国南车共 44 列动车组投入运营, 占列车总数的 72%。2013 年 12 月西宝高铁、厦深铁路、衡柳、邕北、钦防铁路和渝利铁路开通运营, 57 列投入运营的动车组中有 53 列由中国南车制造, 占比 93%。根据 SCI Verkehr 统计, 2009-2013 年中国南车的全球电力机车销售收入全球份额 22%, 仅次于中国北车位居全球第二。

图表28: 2013-2014 年全球铁路装备新车收入前 10 大机车车辆制造商

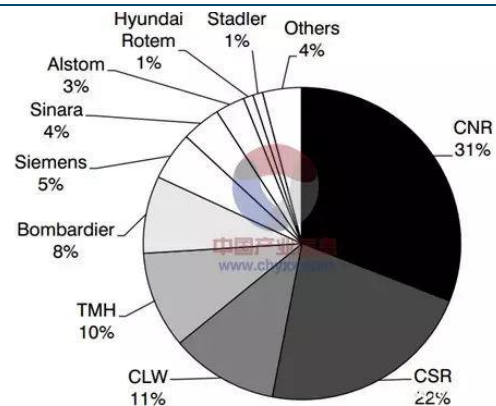


来源: 人民铁道, 国金证券研究所



图表29: 2013年全球轨交装备制造收入前十的公司

图表30: 2009-2013年全球电力机车销售收入集中度



来源: SCI Verkehr, 世纪交通网, 国金证券研究所

来源: SCI Verkehr, 世纪交通网, 国金证券研究所

“南北船”也是全球造船行业龙头，全球竞争力较强。

中国船舶是中船集团核心军民品主业上市公司，下属四大船厂各有所长。中国船舶主业包括军民船制造、修船业务、海洋工程及机电设备等，下属江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西四家子公司。其中，江南造船主营军船建造、超大型集装箱船、LNG船、特种船等；外高桥造船以民船产品（散货船、集装箱船和大型油轮）、大型邮轮和海工平台建造为主；广船国际及中船澄西主营船舶修理改装及机电业务，此外广船国际还负责军辅船、特殊船型的建造。

图表31: 中国船舶主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备板块



来源: 中国船舶官网, 中国船舶公告, 国金证券研究所

中国重工为舰船研发设计制造上市公司，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。从产品用途区分，公司核心业务包括海洋防务装备、海洋运输装备、海洋科考装备和海洋开发装备等；从领域区分，主要分为军品和民品两大领域，军品领域主要包括：航空母舰、潜艇、大中型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船等。民品领域包括散货船、集装箱船、油船、气船、海工船、科考船及其他装备等。

图表32: 中国重工五大业务板块介绍

业务板块	介绍
海洋防务及海洋开发装备	海洋防务领域承担着我国航空母舰、各型驱逐舰、护卫舰、常规动力潜艇等各类海洋防务装备的研制生产任务；海洋开发装备领域，公司具备浮式生产储卸油船、特种工程船等海洋开发装备研制能力
海洋运输装备	拥有大连造船、武昌造船、北海造船等国际知名的现代化造船企业，业务覆盖整个船舶造修全周期产业链，形成了VLCC、万箱级集装箱船、超大型矿砂船、新能源运输船等多个优势船型
深海装备及舰船修理改装	深海装备产品包括载人潜水器支持母船、渔业综合体平台、大型智能化海洋牧场综合体平台、养殖工船、常规潜艇等；修理改装领域，公司积极承接油轮、集装箱船、挖泥船等高附加值船舶修理业



业务板块	介绍
舰船配套及机电装备	船舶配套领域，公司大型船用螺旋桨、船用主轴、大型船用增压器、高压共轨系统等产品市场份额位居行业前列，旗下有大连船推、武汉重工、江增重工、重庆江江等多家核心配套单位。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
战略新兴产业及其他	压载水处理系统、节能环保等领域，子公司青岛双瑞作为行业领军者，截至 2022 年，已在压载水处理领域已累计获订单超 3500 艘，交船超 2500 艘，在中大型船舶领域市场占有率全球第一；核电、智能装备领域，青岛双瑞连续中标中核田湾核电站、陆丰核电和三门核电等多个海水淡化项目

来源：中国重工公告，国金证券研究所

“南北船”竞争力强，1H24 全球接单份额合计达 26.19%。根据中国船舶和中国重工公告，1H24 全球造船新接订单量 7724.8 万载重吨，造船完工量 4751.5 万载重吨。我国新接订单量 5422 万载重吨，造船完工量 2502 万载重吨。1H24 中国船舶和中国重工分别新接民船订单 855.77 和 1167.1 万载重吨，全球份额分别为 11.08% 和 15.11%，合计达 26.19%，占比较高。

图 33：2018-1H24 中国船舶和中国重工造船三大指标份额趋势（DWT 口径）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H24
新接订单量（万载重吨）							
全球	7685	6440	5933	12461	8241	10691	7725
中国	2998	2813	2483	6231	4552	7120	5422
中国船舶	541.22	275.47	634.3	1211.17	450.77	918.61	855.77
中国重工	670.8	587.71	232.82	877.73	803.8	835.2	1167.1
全球份额-中国船舶	7.04%	4.28%	10.69%	9.72%	5.47%	8.59%	11.08%
全球份额-中国重工	8.73%	9.13%	3.92%	7.04%	9.75%	7.81%	15.11%
中国份额-中国船舶	18.05%	9.79%	25.55%	19.44%	9.90%	12.90%	15.78%
中国份额-中国重工	22.37%	20.89%	9.38%	14.09%	17.66%	11.73%	21.53%
造船完工量（万载重吨）							
全球	8012	9899	8944	8409	8011	8425	4752
中国	3471	3690	3740	4146	3786	4232	2502
中国船舶	487.52	648.98	785.25	591.74	700.61	753.49	403.45
中国重工	603.7	321.94	649	725	560.5	483.9	277.3
全球份额-中国船舶	6.08%	6.56%	8.78%	7.04%	8.75%	8.94%	8.49%
全球份额-中国重工	7.53%	3.25%	7.26%	8.62%	7.00%	5.74%	5.84%
中国份额-中国船舶	14.05%	17.59%	21.00%	14.27%	18.51%	17.80%	16.13%
中国份额-中国重工	17.39%	8.72%	17.35%	17.49%	14.80%	11.43%	11.08%
手持订单量（万载重吨）							
全球	20758	18637	15891	20146	21565	25362	31360
中国	8833	8039	7214	9798	10557	13939	17155
中国船舶	1311.86	938.35	1390.11	1993.43	1744.68	1943.78	2362.18
中国重工	1399.41	1664.93	-	-	-	1972.5	2878.3
全球份额-中国船舶	6.32%	5.03%	8.75%	9.89%	8.09%	7.66%	7.53%
全球份额-中国重工	6.74%	8.93%	-	-	-	7.78%	9.18%
中国份额-中国船舶	14.85%	11.67%	19.27%	20.35%	16.53%	13.94%	13.77%
中国份额-中国重工	15.84%	20.71%	-	-	-	14.15%	16.78%

来源：中国船舶公告，中国重工公告，国金证券研究所

从在手订单来看，根据克拉克森统计，截至 10M24，全球在手订单 1.49 亿修正总吨，其中，中国船舶和中国重工分别为 1259 和 551 万修正总吨，全球份额分别为 8.45% 和 3.7%，合计达 12.15%，全球份额约为现代重工、韩华海洋、三星重工等韩国造船企业龙头的两倍，竞争力较强。

图 34：截至 10M24，中国船舶和中国重工在手船舶订单全球份额领先（CGT 口径）

公司	在手订单（万 CGT）	全球份额
全球在手订单	14904	—
中国船舶 江南造船	431	2.89%



公司	在手订单 (万 CGT)	全球份额
外高桥造船	357	2.40%
中船澄西	201	1.35%
广船国际	270	1.81%
<b>小计</b>	<b>1259</b>	<b>8.45%</b>
中国重工	274	1.84%
青島北海造船	217	1.46%
武昌造船	60	0.41%
<b>小计</b>	<b>551</b>	<b>3.70%</b>
中船防务	216	1.45%
沪东中华	708	4.75%
现代重工	927	6.22%
现代三湖	595	3.99%
现代尾浦	285	1.91%
韩华海洋	891	5.98%
三星重工	875	5.87%

来源：克拉克森，国金证券研究所 注：数据截至 2024 年 10 月 29 日

## 4. 共同点 3：国资委推动强强联合，重组提升综合竞争力

### 4.1 国资委主导下合并，契合国家发展战略

国资委从 2003 年成立开始持续推进央企重组。根据国资委官网，为了培育世界一流企业、助力产业发展转型升级和发挥协同效应提升效率，国资委自 2003 年成立以来，持续推进中央企业整合重组，在“十一五”“十二五”“十三五”时期大致划分成三个阶段：

(1) 2003 年-2010 年（从 196 家减到 123 家）：规模大，速度快

国资委在成立之初就提出，到 2010 年把 196 家央企缩减至 100 家左右，并且要培育 30-50 家具有国际竞争力的大企业。这一阶段的央企重组最大的特点是规模大，速度快。截至 2010 年 8 月，央企数量已经从 196 家降至 123 家。国务院于 2010 年 9 月发布了《关于促进企业兼并重组的意见》，该意见明确确定指出，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作。

(2) 2010 年-2014 年（从 123 家减到 112 家）：速度放缓，质量提高

随着央企整合的难度和风险不断暴露和问题不断出现，央企重组的速度明显放缓，放弃了过于追求速度的目标，更加强调“数量服从质量”，风格开始转向“成熟一家，重组一家”。在这一阶段将近五年的时间里，央企数量由 123 家减少至 112 家，速度有所放缓，质量明显提高。

(3) 2014 年-2017 年 9 月（从 112 家减到 98 家）：第一批央改试点开始实施，中央企业改革全面部署

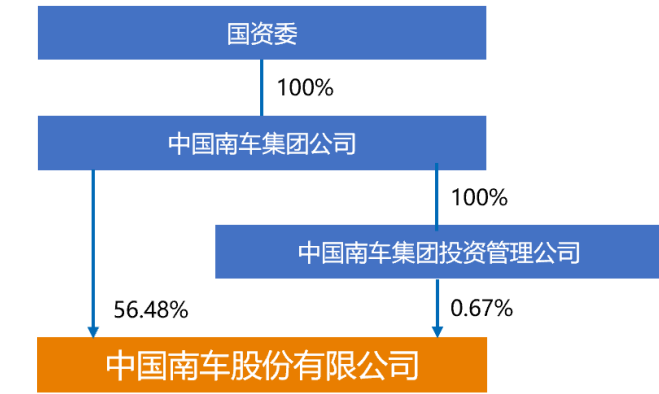
2014 年 5 月，中央发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确要求加快国有大型企业的调整和重组，促进企业资源优化配置。这一轮央企合并重组采取了三类方式：一是横向式的同业间合并，主要为央企间的“强强联合”型的合并重组，主要目的在于提高集中度，化解过剩产能，或希望通过强强联合，发挥规模效应，提高央企竞争力。二是纵向式的沿产业链上下游合并，主要目的在于做大做强、发挥协同作用或推动转型升级。三是共建共享的新组建方式，比如三家通信企业共同出资成立了铁塔公司，节约了大量的土地资源、节省大量投资。

“南北车”重组是国家推进央企强强联合，发挥规模效应，提高央企竞争力的典型案例。根据 2014 年中国南车合并预案公告，中国南车和中国北车的控股股东分别为南车集团和北车集团，实控人均均为国资委。2014 年，在国内外轨道交通市场快速发展的背景下，中国南车、中国北车作为我国轨交装备制造制造业领军企业，通过合并重组整合以提升合并后新公司的业务规模，增强盈利能力，打造以轨交装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团，契合了国家推动央企间强强联合，发挥规模效应，提高央企竞争力的顶层战略。

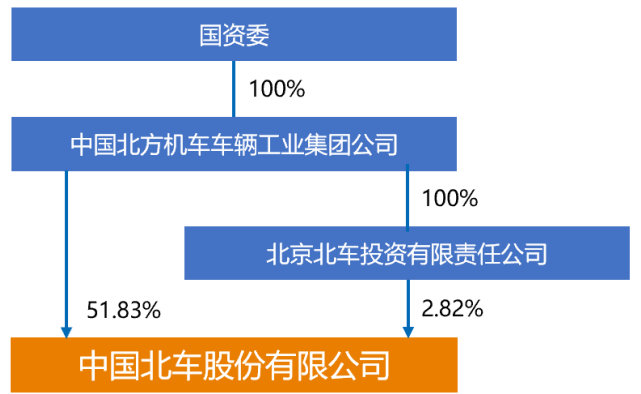


图表35: 合并前, 中国南车实控人为国务院国资委

图表36: 合并前, 中国北车实控人为国务院国资委



来源: 中国南车公告, 国金证券研究所



来源: 中国南车公告, 国金证券研究所

图表37: “南北车”合并后计划通过提升国际化、增强协同性、拓展多元化提升综合竞争力

类型	合并目的
提升国际化	合并后新公司将把握全球轨道交通市场快速发展的历史机遇, 扩大全球市场份额, 加快国际化进程。着力统一布局海外投资, 避免资源浪费, 提高投资效率; 整合海外销售队伍, 制定统一的海外市场拓展战略, 集中力量在国际竞争中获得更加有利的地位; 统一品牌形象, 集中双方优势参与国际竞争
增强协同性	合并双方将在研发、生产、采购、销售等领域充分发挥协同效应, 实现资源合理配置, 提升公司整体实力。通过统筹研发资源, 构建可持续发展的研发体系, 融合双方优势技术, 加速实现核心技术突破; 优化产品体系, 实现产品的谱系化、标准化和模块化, 为客户创造更大价值; 实现生产基地专业化、地域化分工, 统筹规划未来投资, 实现供应体系、销售体系全球整合, 充分挖掘规模效应和协同效应
拓展多元化	合并后新公司将利用轨道交通装备板块的既有资源培育新产业, 实现业务多元化发展, 提高公司抗风险能力

来源: 中国南车公告, 国金证券研究所

近年来央企重组加速推进, 建设“科技强国”和“制造强国”成为央企重组的战略方向。2024年1月, 国新办在新闻发布会上提出未来要推动央企重组整合工作进一步走深走实。尤其要突出服务国家战略, 稳妥实施战略性重组和新央企组建, 把建设科技强国、制造强国、网络强国等战略, 作为战略性重组、新央企组建的着力点。

图表38: 近年来, 国资委等部门多次提及推动央企专业化整合

时间	部门	政策/会议	内容
2021年9月	国务院国企改革领导小组办公室	国有企业专业化整合专题推进会	着力推动横向整合, 发挥资源优化配置效应; 着力推动纵向整合, 发挥产业链带动效应; 着力推动整合后的深度融合, 发挥管理提升效应
2022年7月	国务院国资委	中央企业深化专业化整合工作推进会	未来要进一步聚焦主责主业, 加快央企间资源有效整合; 聚焦提升核心竞争力, 推进企业内部深度整合融合; 聚焦发挥平台功能作用, 实现产业集团与国有资本投资、运营公司协同联动
2022年10月	国务院国资委	中央企业专业化整合项目签约仪式	深入开展企业间同一业务或同质业务的整合, 推动中央企业专业化整合取得更大成效, 促进企业进一步提升核心竞争力、加快实现高质量发展
2023年2月	国务院国资委	国新办新闻发布会	下一步, 国务院国资委和中央企业将持续用好重组整合这个重要抓手, 加快国有资本布局优化和结构调整
2023年3月	国务院国资委	国资委党委召开扩大会议	推进战略性重组和专业化整合, 助力现代产业体系建设
2023年3月	国务院国资委	二十大精神研讨班开班	以市场化方式推进战略性重组加快企业间同质业务整合, 分步骤、有计划地加快调整优化国有经济布局结构
2023年3月	国务院国资委	国有企业创建世界一流专业领军示范企业推进会	用好上市平台, 充分发挥资本市场优化资源配置功能, 围绕关键技术等开展对外并购和资源整合, 巩固提升专业领军地位
2023年6月	国务院国资委	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	中央企业要把握新定位、扛起新使命, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 以上市公司为平台开展并购重组
2023年10月	国务院国资委	央企深化专业化整合加快推进战略性新兴产业发展专题会	聚焦横向合并, 通过专业化整合增强战略性新兴产业规模实力; 聚焦纵向联合, 通过专业化整合推动战略性新兴产业上下游协同发展; 聚焦内部协同, 通过专业化整合夯实战略性新兴产业发展根基
2024年1月	国新办	国新办新闻发布会	推动央企重组整合工作进一步走深走实, 把落实创新驱动发展战略、区域协调发展战略, 建设科技强国、制造强国、网络强国等战略, 作为战略性重组、新央企组建的着力点
2024年9月	国务院国资委	国有企业改革深化提升行动2024年第三次专题推进会	加大战略性重组、专业化整合和前瞻性布局力度。围绕新技术、新领域、新赛道开展更多高质量并购, 做好并购重组后整合融合



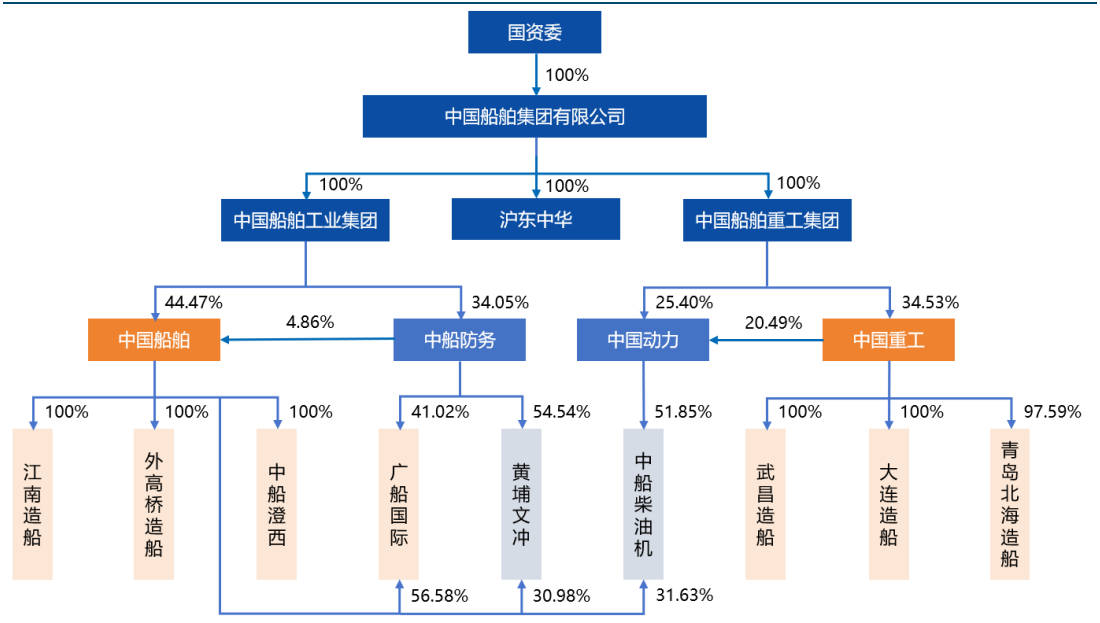
来源：国资委官网，经济参考报，国资智库，中国改革网，国金证券研究所

“南北船”重组完美契合了国家建设“科技强国”和“制造强国”的战略方向。

船舶制造属于技术密集型、资源密集型和劳动力密集型产业，自从2010年超越韩国以来，我国造船三大指标已经连续14年保持全球第一。当前，我国船舶工业正处于从造船大国向造船强国转型发展的历史新征程。为此，国家相关部门相继出台政策支持船舶工业转型升级，全面推动船舶制造业高端化、绿色化、智能化、数字化、标准化发展。

根据中国船舶公告，本次中国船舶换股吸收合并中国重工，是贯彻落实党中央、国务院深化国企改革指导思想的重要举措，旨在通过将中国船舶、中国重工下属船舶制造、维修业务统一整合并入中国船舶，从而提高上市公司经营质量和发挥核心功能、核心竞争力，进一步规范上市公司同业竞争。本次合并将促进双方专业化整合、发挥协同效应、聚焦价值创造、提高经营效益、提升品牌溢价、实现优势互补，打造建设具有国际竞争力的世界一流船舶制造企业，完美契合了国家建设“科技强国”和“制造强国”的战略方向。

图表39：中国船舶集团内部股权结构图（截至24年三季报）



来源：企查查，iFind，国金证券研究所

图表40：“两船合并”采用集团层面与上市公司层面双行重组策略

时间	主要事件
2019年10月	国资委同意中船工业集团与中船重工集团实施联合重组，新设中国船舶集团
2019年11月	中国船舶集团有限公司正式注册
2021年6月	中国船舶集团做出承诺，5年内解决南北船同业竞争问题
2021年8月	两船重组境内外反垄断审查工作全面完成，两船重组各项工作进入实质性阶段
2021年10月	中船工业集团与中船重工集团股权无偿划归中国船舶集团
2022年1月	中船集团推动南北船动力业务整合，中国船舶、中船工业集团和中国动力拟以共计100%的中船动力的股权对中国动力新设立的中船柴油机增资，新设中船柴油机成为从事柴油机动力业务的合资公司
2022年8月	中国动力全资子公司中船柴油机拟以自身股权及现金作为对价，分别向中国船舶、中船工业集团、中国动力、中船重工集团收购股权
2024年9月	中国船舶公告换股吸收合并中国重工

来源：中国船舶公告，国金证券研究所

## 4.2 强强联合，重组后经营效率提升

“南北车”合并后积极发挥重组效应，经营效率和盈利能力稳健提升。

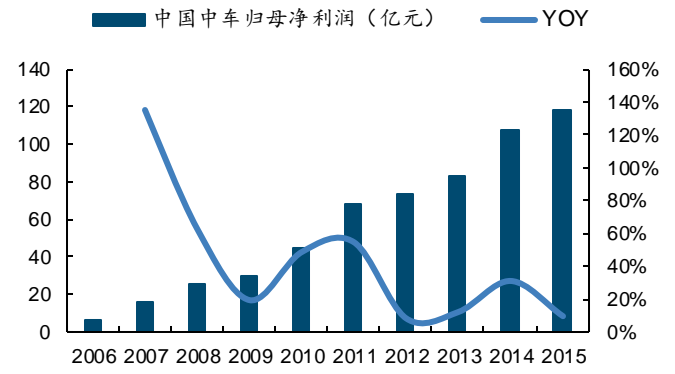
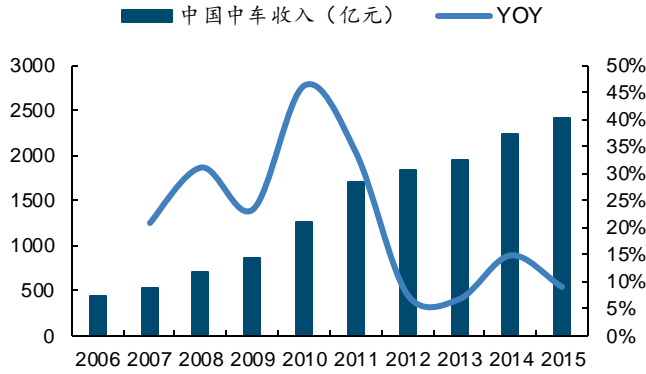
根据中国中车公告，“南北车”合并后不断加强企业协同，2015年作为合并后的首年，中国中车全年实现营业收入2419亿元，同比增长8.98%；实现归属于母公司股东的净利润118.18亿元，同比增长9.27%，顺利实现1+1>2的经营目标。



“南北车”合并后，中国中车盈利能力稳步提升，2014 年中国南车和中国北车的 ROE 分别为 13.79%和 12.69%，2015 年“南北车”合并后，中国中车的 ROE 提升到 17.20%。2014 年中国南车和中国北车的毛利率分别为 20.96%和 18.86%，2015 年中国中车的毛利率为 20.21%，其后随着规模效应的不断凸显，到 2019 年中国中车毛利率提升到 23.08%。2019-2022 年由于公共卫生事件，铁路装备需求下滑，中国中车毛利率短期调整。2023 年随着动车组新车需求恢复，高级修招标放量，中国中车毛利率恢复至 22.27%。

图表41：2015 年中国中车收入同比增长 8.98%

图表42：2015 年中国中车归母净利润同比增长 9.27%

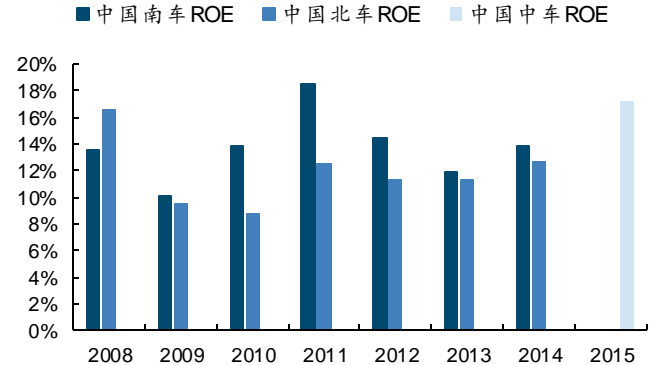
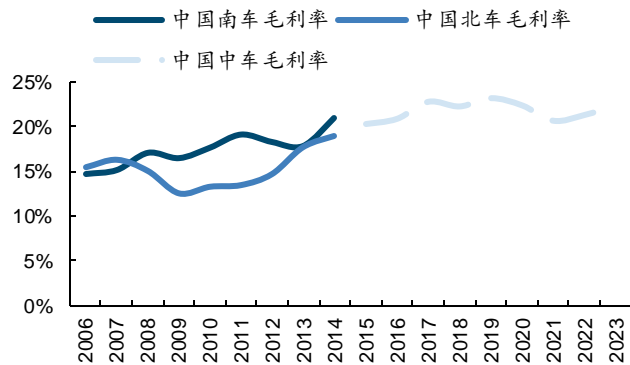


来源：iFind，国金证券研究所 注：2006-2014 年为中国南车和中国北车之和

来源：iFind，国金证券研究所 注：2006-2014 年为中国南车和中国北车之和

图表43：15-19 年中国中车毛利率稳步提升

图表44：2015 年中国中车 ROE 显著提升



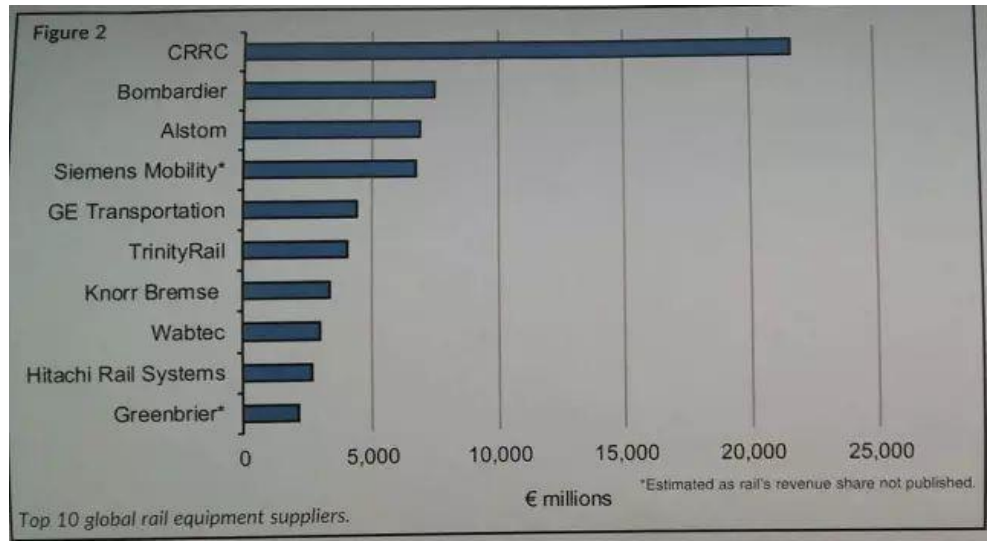
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

此外，“南北车”合并后国际竞争力不断提升。根据中国中车官微，德国 SCI Verkehr 公司在 2016 年“德国柏林轨道交通展”上发布了 2015 年全球轨交装备企业新造机车车辆收入排名，中国中车以超过 220 亿欧元的销售收入位居世界第一。并且，中国中车 2015 年的销售收入大于第二名加拿大庞巴迪、第三名法国阿尔斯通和第四名德国西门子销售收入的总和。根据中国中车公告，2015 年中国中车在中国大陆地区收入增长 4.51%，其他国家或地区收入增长 66.91%。



图表45: 2015 年全球轨交装备企业新造机车车辆收入排名中, 中国中车位居第一



来源: 中国中车官微, 国金证券研究所

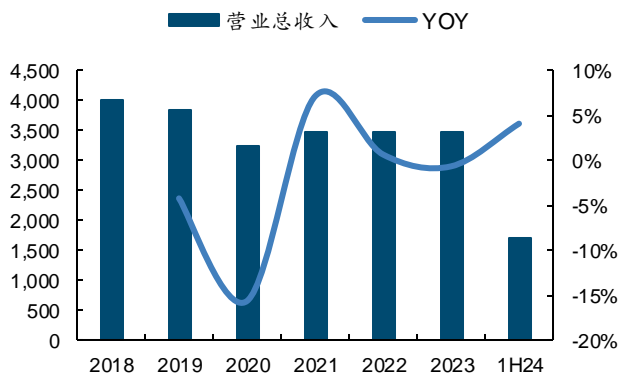
我们判断, “南北船”与“南北车”类似, 中国船舶和中国重工都是国内领先的造船企业, 合并后将减少同业竞争, 实现优势互补, 发挥协同效应, 提升盈利能力、接单能力和交付能力。

- 1) 提升盈利能力: 中国船舶和中国重工合并后, 将规范同业竞争, 减少价格竞争, 同时资产和收入规模扩大后产生规模效应, 有望降低成本, 提高盈利能力。
- 2) 提升接单能力: 合并后可以对船坞、船台资源统筹规划, 虽然产能规模绝对值没有扩大, 但调配的可控性加大了, 二者通过优势互补, 发挥协同效应, 可以通过提高资产的使用效率来提升接单能力。
- 3) 提升交付能力: 合并后, 更大的收入规模可以为技术研发创新提供更多资金支持, 推动 LNG 船等高附加值船生产技术提升, 以及促进生产效率提升, 缩短生产周期, 加快订单交付节奏。

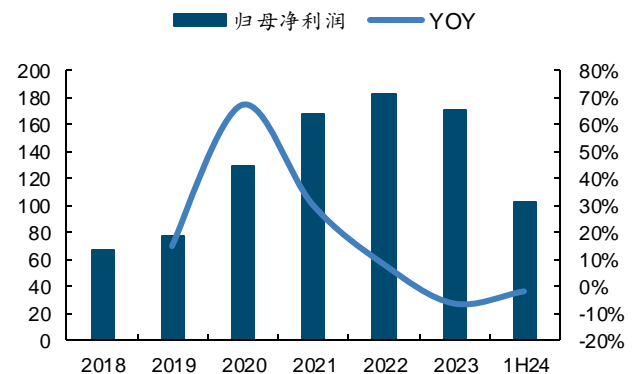
我们以中船工业集团和中船重工集团 2019 年合并组建中国船舶集团为例, 二者合并后, 在 2020-2022 年的公共卫生事件期间, 中国船舶集团的收入规模保持稳健, 凸显了一定的抗风险能力, 同时归母净利润持续增长, 毛利率和 ROE 也呈现稳步提升的趋势。

图表46: 合并后中国船舶集团收入整体较为稳健

图表47: 18-22 年中国船舶集团归母净利润持续增长



来源: iFind, 国金证券研究所

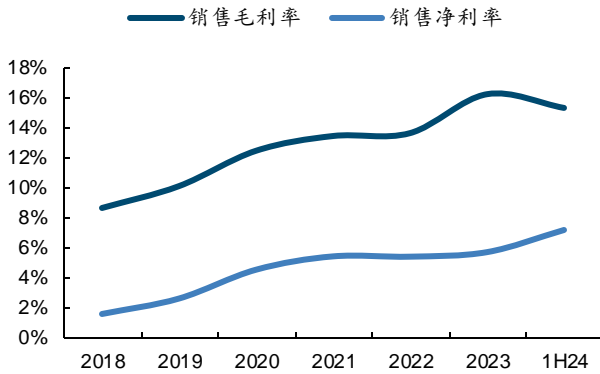


来源: iFind, 国金证券研究所

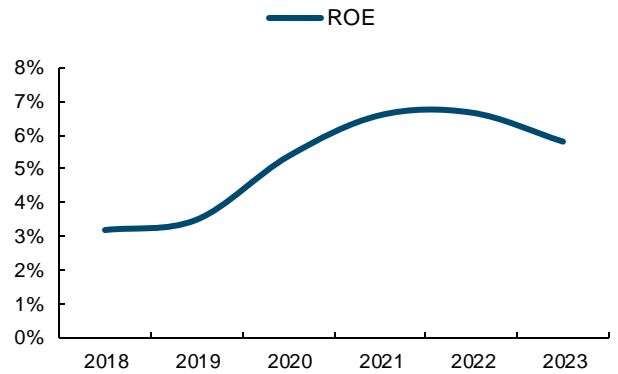




图表48: 中国船舶集团利润率稳步提升



图表49: 中国船舶集团 ROE 整体呈上升趋势



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

我们判断, 本次中国船舶换股吸收合并中国重工, 合并后中国船舶作为存续公司, 将大幅减少同业竞争, 同时将整合双方资源, 优化船舶制造板块产业布局, 进一步巩固与突出其船海主业, 全面推动船舶制造业向高端化、绿色化、智能化、数字化、标准化发展, 成为具有国际竞争力的世界一流船舶制造企业。

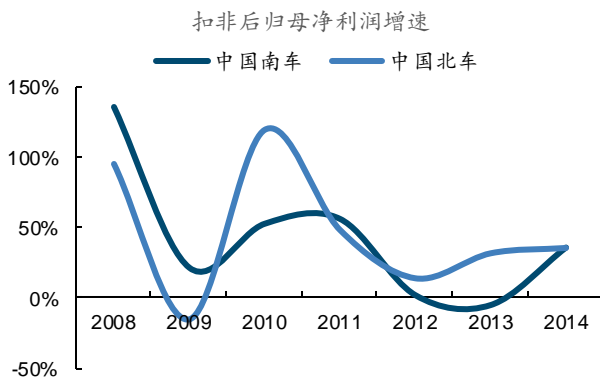
### 5. 共同点 4: 合并启动时估值低, 后续估值扩张潜力大

“南北车”和“南北船”在发布合并公告时, 估值均较低。

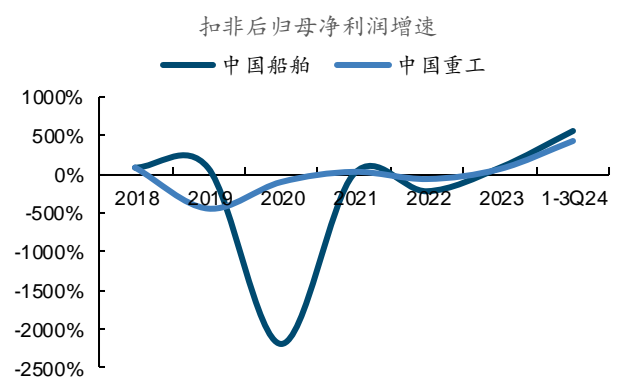
2023 年中国船舶实现归母净利润 29.57 亿元, 其中 1-3Q23 子公司外高桥造船处置海工平台产生资产交换损益 25.21 亿元, 为剔除该事项的影响, 我们统一采用扣非后归母净利润增速作为利润增速指标。

- ✓ 2014 年中国南车和中国北车的扣非后归母净利润增速均为 35.67%, 而 2014 年 12 月 30 日发布“合并预案”时中国南车的 PE-TTM 仅为 14.29 倍, 估值较低。
- ✓ 1-3Q24 中国船舶和中国重工的扣非后归母净利润增速分别为 560.73% 和 415.03%, 截至 2024 年 11 月 1 日, 中国船舶市值 1648 亿元, 我们预计公司 2024 年实现归母净利润 44.88 亿元, 对应 PE 仅为 36.72 倍, 为近 10 年较低水平。

图表50: 2014 年“南北车”的扣非后归母净利润增速均为 35.67%



图表51: 1-3Q24 中国船舶和中国重工的扣非后归母净利润增速分别为 560.73% 和 415.03%



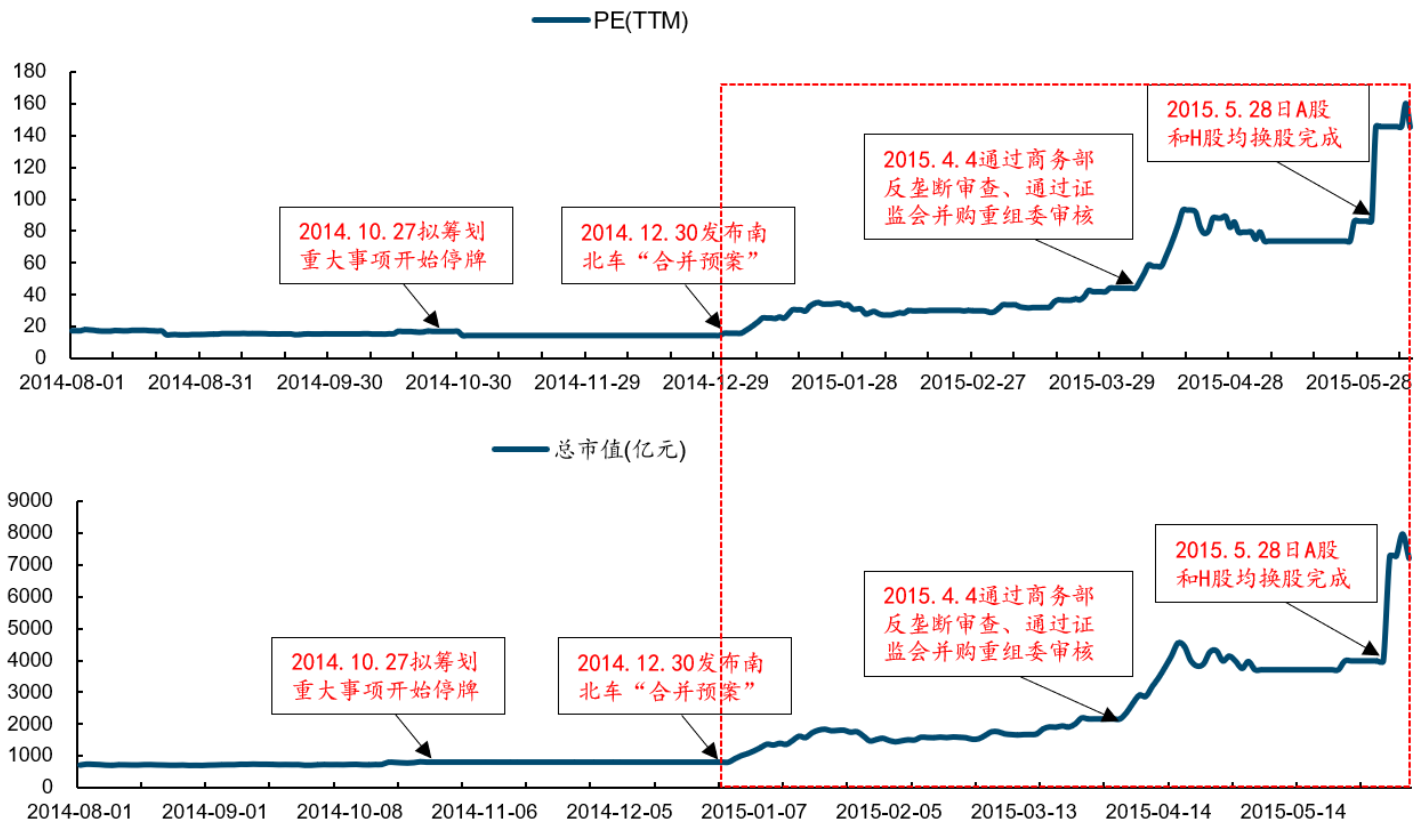
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

“南北车”合并时估值扩张幅度较大。中国南车自从 2014 年 10 月 27 日发布“拟筹划重大事项”公告之日起持续停牌, 直至 2014 年 12 月 30 日中国南车发布“合并预案”公告开始复牌, 12 月 30 日中国南车的 PE-TTM 为 14.29 倍, 复牌后开启了估值的大幅提升, 最终于 2015 年 6 月 8 日中国南车股票简称变更为中国中车后 PE-TTM 达到高点 160.33 倍, 估值扩张了 11 倍。市值方面, 2014 年 12 月 30 日中国南车的市值为 809.21 亿元, 到 2015 年 6 月 8 日股票简称变更为中国中车后市值提升到 7966.42 亿元, 扩张了将近 10 倍。



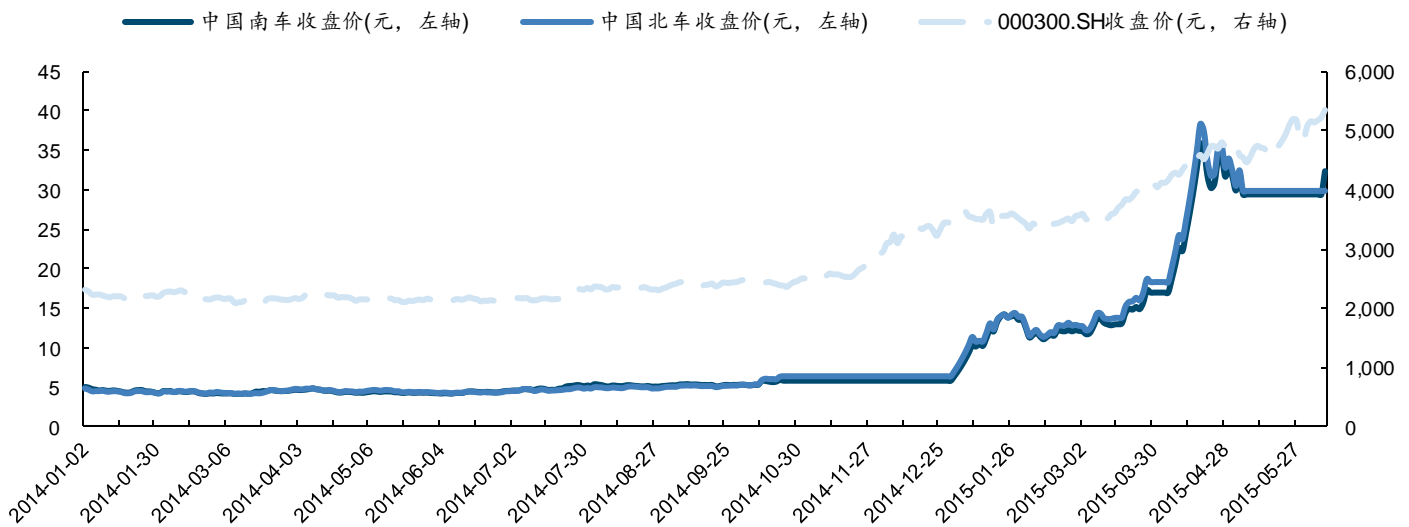
图表52: “南北车”合并期间中国南车的估值扩张幅度较大



来源: Wind, 国金证券研究所

“南北车”合并期间股价涨幅超过大盘，跑出超额收益。“南北车”合并期间的股价上涨并非全部都是“牛市”的催化，从涨幅上看，从2014年10月27日停牌，到“南北车”合并期间的股价高点，中国南车和中国北车A股股价分别上涨了518.62%和496.28%，沪深300(000300.SH)收盘价上涨了126.01%，“南北车”涨幅较高，且涨幅领先大盘，合并带来的溢价显著。

图表53: “南北车”合并期间的股价涨幅领先大盘



来源: iFind, 国金证券研究所 注: “南北车”收盘价均为A股数据

## 6、投资建议

在当前造船周期持续上行背景下，全球新造船价格稳步提升，同时“南北船”合并带来行业龙头竞争力进一步提升，我们建议关注国内造船企业龙头中国船舶、中国重工和中



船防务，以及船舶动力系统龙头中国动力。

图表54：重点公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600150.SH	中国船舶	1683	1.7	29.6	44.9	82.5	112.1	978.5	56.9	37.5	20.4	15.0
601989.SH	中国重工	1170	-22.1	-7.8	17.0	38.9	70.4	N/A	N/A	69.0	30.1	16.6
600685.SH	中船防务	373	6.9	0.5	5.1	10.4	22.1	54.2	776.4	73.5	36.0	16.9
600482.SH	中国动力	523	3.4	7.8	11.5	19.4	29.8	155.7	67.1	45.5	27.0	17.6

来源：Wind，国金证券研究所（估值日期为 2024 年 11 月 6 日，中国重工、中船防务采用 wind 一致预期）

### 6.1 中国船舶：全球造船行业龙头，“南北船”合并扩大龙头优势

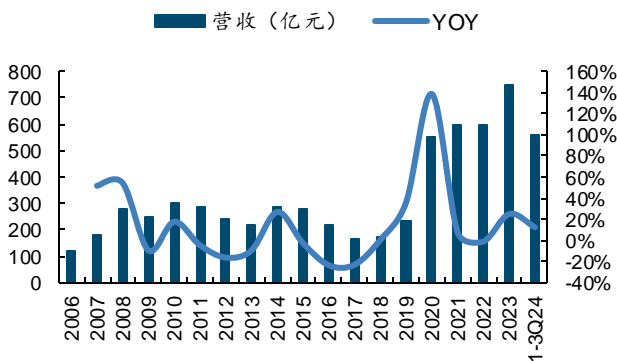
公司为全球船舶制造龙头企业，主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程、机电设备四大板块。造船业务方面，公司涵盖了各式军用舰船、军辅船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮以及各类特种船等民船船型；修船业务主要包括各类船型的常规修理及船舶改装工作，承修船型涵盖散货船、集装箱船、油船、工程船、科考船、海洋工程装备等；海洋工程包括半潜船、FPSO、海洋石油钻井平台等产品；机电设备产品包括风塔、脱硫塔、地铁盾构等。

历史业绩受周期影响较大，近年来业绩显著改善。

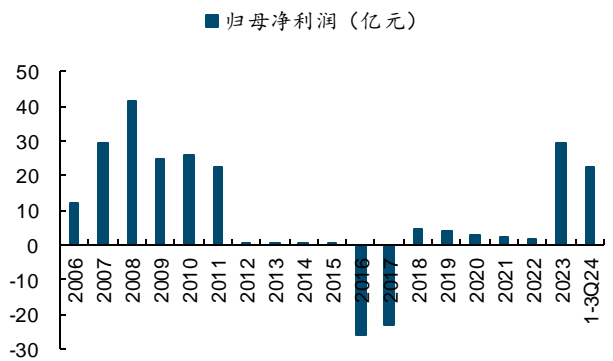
- 回顾历史，2006 年公司完成重大资产重组后，伴随船舶行业景气度上行，业绩逐年增长，2008 年归母净利润达到历史高点 41.6 亿元。其后，受船厂产能过剩、全球贸易需求下降等影响，船舶行业逐步进入下行期，公司依靠充足的在手订单，营收在 2009-2011 年仍维持在相对高位，但净利润下滑明显。2016-2017 年由于对海工订单计提大额资产减值、新船市场成交低迷、价格下行，归母净利润分别亏损 26.1、23.0 亿元。
- 2019 年公司收购江南造船、广船国际后，营收规模进入新台阶。2022 年为解决柴油机同业竞争问题，公司向中国动力转让子公司中船动力控制权，实现投资收益约 23 亿元，增加归母净利润 12 亿元，中船动力不再纳入合并报表范围。2023 年后，随着 2021 年新签订单的逐步交付，公司收入、利润逐步回暖，1-3Q24 公司实现收入 561.69 亿元，同比增长 13.12%，实现归母净利润 22.71 亿元，业绩显著改善。

图表55：1-3Q24 中国船舶营收同比增长 13.12%

图表56：2023 年后中国船舶归母净利润显著改善



来源：Wind，国金证券研究所

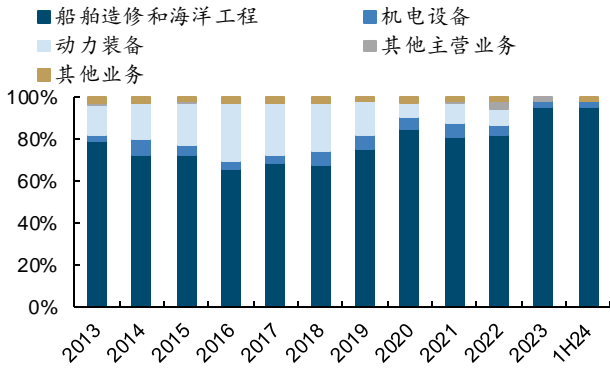


来源：Wind，国金证券研究所

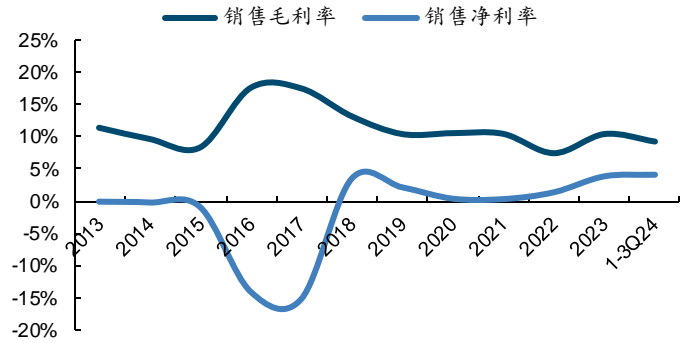
船舶造修及海洋工程贡献主要营收，公司盈利能力显著改善。根据中国船舶公告，船舶造修及海洋工程业务贡献其主要营收，2020 年以来收入占比稳定在 80% 以上。2013 年以来，公司毛利率保持在 10% 左右。其中 2016-2017 年公司毛利率较高主要系美元汇率上升，使得建造合同总收入增加；同时叠加钢板价格下降，完工船成本下降。同期净利率较低主要系借款增加，利息支出增加，以及人民币贬值，汇兑损失增加导致费用率增加所致。2023 年公司毛利率为 10.57%，较 2022 年提升 3.0pct。未来随着高价船订单逐步交付，公司盈利能力有望持续提升。



图表57: 船舶造修及海洋工程业务贡献中国船舶主要营收



图表58: 近年来中国船舶盈利能力有所改善



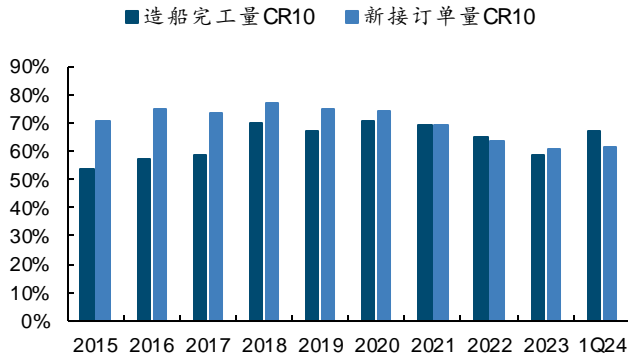
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

中国造船行业市场格局较为集中。根据中国船舶工业协会数据, 1Q24 全国造船完工量前 10 家企业集中度为 67.4%, 新接订单量前 10 家企业集中度为 61.2%, 行业集中度保持在较高位置。

图表59: 我国船舶行业头部集中度较为明显

图表60: 1Q24 我国造船完工量、新接订单量前 10 家



来源: 中国船舶工业行业协会, 国金证券研究所

造船完工量前10家	新接订单量前10家
1. 江苏新时代造船有限公司	1. 江苏扬子江船业集团公司
2. 江苏扬子江船业集团公司	2. 江苏韩通船舶重工有限公司
3. 大连船舶重工集团有限公司	3. 江苏新时代造船有限公司
4. 上海外高桥造船有限公司	4. 青岛北海造船有限公司
5. 青岛北海造船有限公司	5. 常石集团(舟山)造船有限公司
6. 扬州中远海运重工有限公司	6. 大连船舶重工集团有限公司
7. 江南造船(集团)有限责任公司	7. 南通象屿海洋装备有限责任公司
8. 南通中远海运川崎船舶工程有限公司	8. 沪东中华造船(集团)有限公司
9. 广船国际有限公司	9. 上海外高桥造船有限公司
10. 江苏韩通船舶重工有限公司	10. 江南造船(集团)有限责任公司

前10家集中度 67.4%      前10家集中度 61.2%

来源: 中国船舶工业行业协会, 国金证券研究所

中国船舶为国内造船龙头, 2023 完工订单全球份额 17.8%。根据中国船舶工业行业协会, 2023 年全国造船完工量 4232 万载重吨; 新接订单量 7120 万载重吨, 12 月底手持订单量 13939 万载重吨。根据中国船舶公告, 2023 年中国船舶完工交付民品船舶 753.49 万载重吨, 全球占比 8.94%, 国内占比 17.8%。

图表61: 2018-2023 年中国船舶占全球、中国造船行业市场份额

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>新接订单量(万载重吨)</b>						
全球	9481	7829	7153	14168	10361	10691
中国	3448	3335	3222	7423	5612	7120
中国船舶	541.22	275.47	634.3	1211.17	450.77	918.61
中国船舶占全球份额(%)	5.71%	3.52%	8.87%	8.55%	4.35%	8.59%
中国船舶占中国份额(%)	15.70%	8.26%	19.69%	16.32%	8.03%	12.90%
<b>手持订单量(万载重吨)</b>						
全球	22175	22823	20116	18094	23076	25362
中国	10124	9734	8941	8226	11259	13939
中国船舶	1311.86	938.35	1390.11	1993.43	1744.68	1943.78
中国船舶占全球份额(%)	5.92%	4.11%	6.91%	11.02%	7.56%	7.66%
中国船舶占中国份额(%)	12.96%	9.64%	15.55%	24.23%	15.50%	13.94%
<b>造船完工量(万载重吨)</b>						
全球	8164	10022	8940	8704	8179	8425
中国	3584	3807	3825	4248	3960	4232
中国船舶	487.52	648.98	785.25	591.74	700.61	753.49
中国船舶占全球份额(%)	5.97%	6.48%	8.78%	6.80%	8.57%	8.94%



	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国船舶占中国份额 (%)	14.05%	17.59%	21.00%	14.27%	17.57%	17.80%

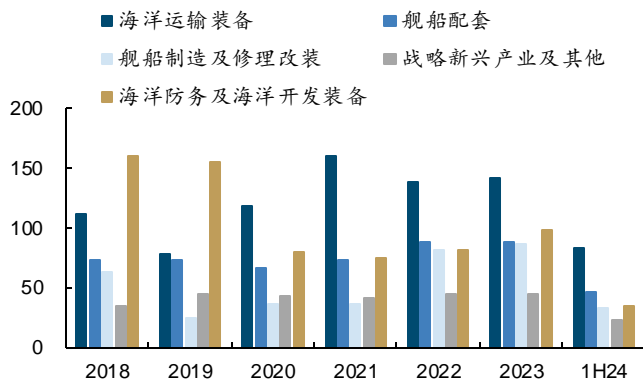
来源: Clarksons, 中国船舶公告, 国金证券研究所

## 6.2 中国重工：舰船及配套设备龙头，经营业绩高增

公司为舰船研发设计制造上市公司，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。从产品用途区分，公司核心业务包括海洋防务装备、海洋运输装备、海洋科考装备和海洋开发装备等；从领域区分，主要分为军品和民品两大领域，军品领域主要包括：航空母舰、潜艇、大中型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船等。民品领域包括散货船、集装箱船、油船、气船、海工船、科考船及其他装备等。

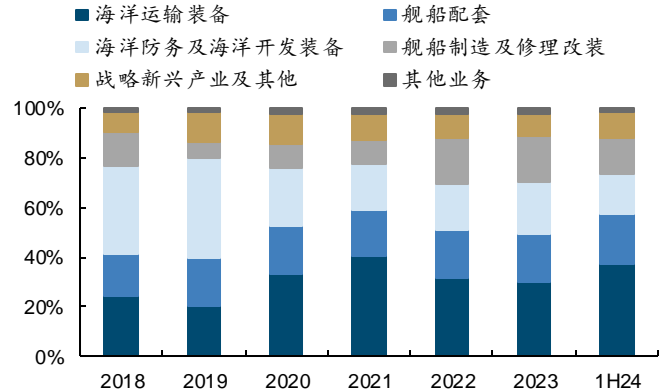
海洋运输装备贡献主要营收，1H24 收入占比 37.21%。根据公司官网，海洋运输装备业务方面，公司旗下拥有大连造船、武昌造船、北海造船等国际知名的现代化造船企业，业务覆盖整个船舶造修全周期产业链，形成了 VLCC、万箱级集装箱船、超大型矿砂船、新能源运输船等多个优势船型，并能够根据市场需求不断更新换代，研制升级多种类型船舶。伴随前期新签订单的逐步交付，1H24 公司海洋运输装备实现收入 82.24 亿元，同比增长 71%，收入占比提升到 37%。

图表62：海洋运输装备贡献中国重工主要营收（亿元）



来源: iFind, 国金证券研究所

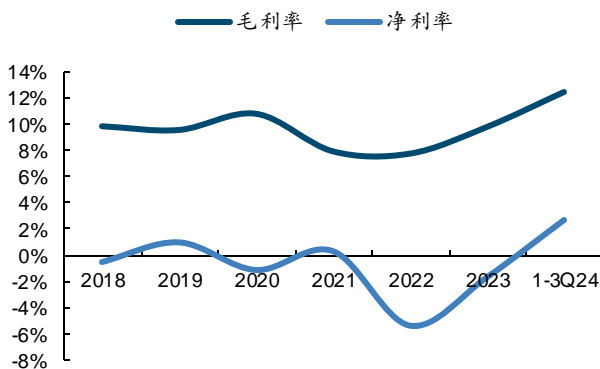
图表63：1H24 海洋运输装备业务收入占比 37.21%



来源: iFind, 国金证券研究所

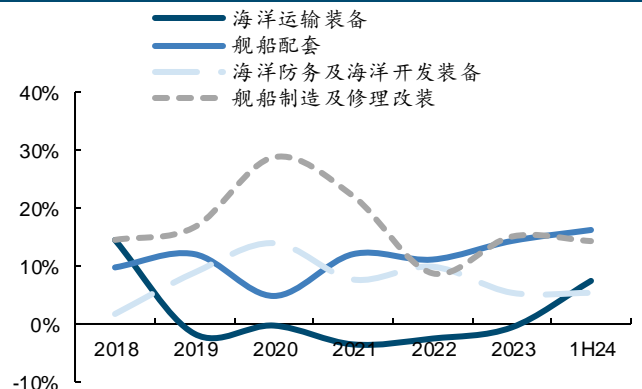
受益造船周期持续上行，2022 年以来公司毛利率稳步提升。近年来受益 21 年以来高价船舶订单逐步交付以及公司深入推进“成本工程”，持续深化成本管控，着力提质增效，公司毛利率稳步提升，2023 年提升至 9.80%，较 2022 年提升 2.01pct，1-3Q24 公司毛利率进一步提升到 12.43%。

图表64：2022 年以来公司利润率持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表65：1H24 公司海洋运输装备毛利率达 7.46%



来源: Wind, 国金证券研究所

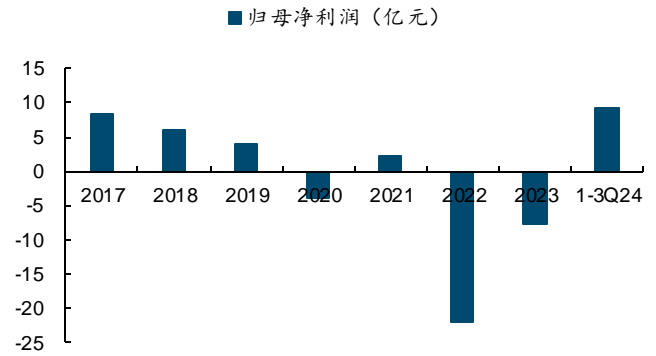
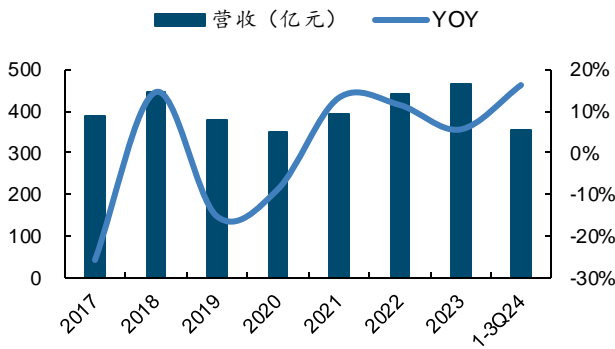
收入稳定增长，1-3Q24 公司业绩扭亏为盈。2017-2022 年，公司营收由 387.76 亿元增长至 441.55 亿元，CAGR 为 2.63%，增长较为稳健。2022 年公司实现归母净利润-22.61 亿元，上年同期为 2.20 亿元，业绩显著下滑，主要系下属大连造船、武昌造船、北海造船等对部分民船建造合同及其他资产计提减值准备共-19.23 亿元所致。2023 年公司经营业绩大幅减亏，主要系：1) 公司以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付，产品毛利率有所改善；2) 公司加强主建船型关键周期达标管理，全力以赴确保按期交船，



提高生产效率；3) 深入推进“成本工程”，持续深化成本管控，着力提质增效。1-3Q24 公司实现归母净利润 9.34 亿元，扭亏为盈。

图表66: 1-3Q24 中国重工收入增长 16.39%

图表67: 1-3Q24 中国重工归母净利润已扭亏为盈



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

### 6.3 中船防务: 国内军民船制造龙头, 集团唯一 A+H 股上市平台

集团旗下大型造船骨干企业, 中国第一家 A+H 股上市造船公司。根据公司公告和公司官网, 公司是中国船舶集团旗下大型造船骨干企业, 前身是广州广船国际。公司于 1993 年在上海和香港上市, 是中国第一家 A+H 股上市造船企业。为推动行业兼并整合, 实现战略性产能布局, 增强综合竞争力, 2014、2015 年, 公司先后收购中船龙穴造船、中船黄埔文冲, 成为集海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科考装备四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团。

图表68: 公司发展历程

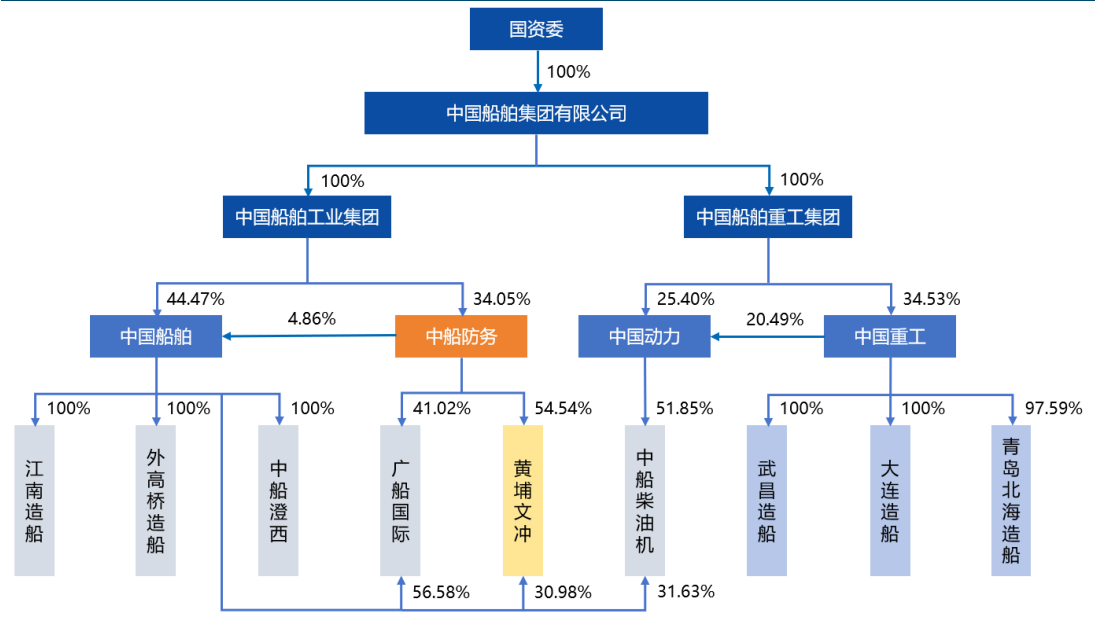


来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司控股股东为中船工业集团, 旗下拥有黄埔文冲、广船国际两大船厂。根据公司公告, 截至 2024 年三季报, 中船工业集团直接持有公司 34.05% 的股份, 是公司的控股股东。公司旗下拥有黄埔文冲和广船国际两大造船厂, 其中, 黄埔文冲为公司控股子公司, 公司持股 54.54%; 广船国际为参股子公司, 公司持股 41.02%, 中国船舶持股 56.58%。



图表69: 公司持股黄埔文冲55%, 持股广船国际41% (截至2024年三季度)



来源: 公司公告, iFind, 国金证券研究所

船舶海工产品布局完善, 疏浚工程船、支线集装箱船技术领先。公司主要产品包括以军用舰船、海警装备、公务船等为代表的防务装备产品, 以支线集装箱船、挖泥船、海洋工程平台、风电安装平台等为代表的船舶海工产品, 以能源装备、工程机械、工业互联网平台为代表的船海应用业务产品, 产品布局较为完善。此外, 根据公司公告, 公司控股子公司黄埔文冲创建于1851年, 有172年的建厂史, 130多年军工史, 是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地, 是中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。

图表70: 黄埔文冲主要产品一览

造船产品						
集装箱船			商货船			
1700TEU 集装箱船	2500TEU 集装箱船	3400TEU 集装箱船	32000t散货船	76000t散货船	65000t散货船	27000DWT 多用途船
特种船			公务船			
13500m³ 自航耙吸式挖泥船	16888m³ 自航耙吸式挖泥船	20000m³ 自航耙吸式挖泥船	2300m³ 绞吸斗轮式挖泥船	8000KW 海洋救助船	4000t级海警船	新型导弹护卫舰
海工产品						
3000m多功能水下作业支持船	3000m深水工程勘察船	50000t半潜船	黄埔型PSV船	8000马力LNG双燃料港作拖船	400t起重铺管船	小水线面油田交通船
修船业务			非船业务			
成品油轮修理	雅典娜渔船修理	亚运花船改装	150m浮船坞	85万t轧钢生产线安装	2000t/h 抓斗式卸船机	港珠澳大桥

来源: 公司官网, 国金证券研究所

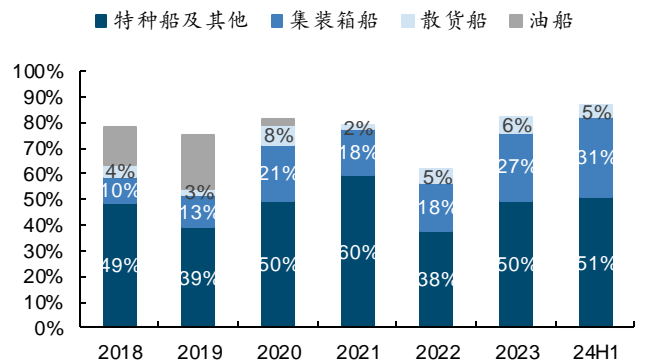
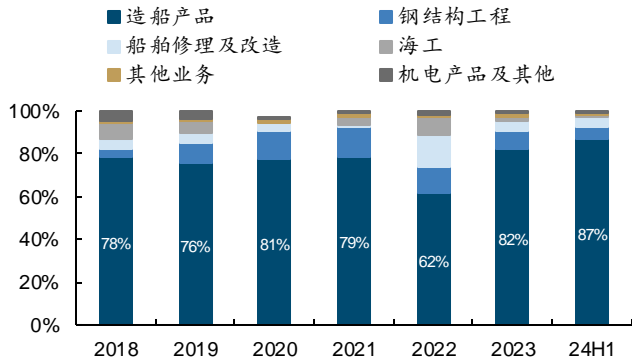
造船业务贡献公司主要营收, 公司船舶产品以特种船舶及其他为主。造船业务为公司主



要收入来源，2023 年公司总营收 161.46 亿元，其中造船业务 132.34 亿元，占比 82%，钢结构工程、船舶修理及改造、海洋工程业务收入分别为 13.42/7.44/4.23 亿元，占比 8%/5%/3%。公司船舶产品以特种船及其他为主，2023 年实现收入 80.35 亿元，占总营收比例 50%，其次为集装箱船，2023 年实现收入 42.9 亿元，占比 27%；散货船 2023 年收入 9.09 亿元，占比 6%。

图表 71：造船产品贡献公司主要营收，1H24 收入占比 87%

图表 72：1H24 特种船舶及其他收入占总收入比例 51%



来源：iFinD，国金证券研究所

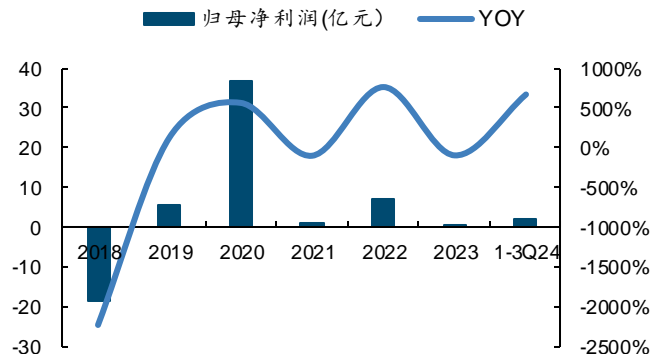
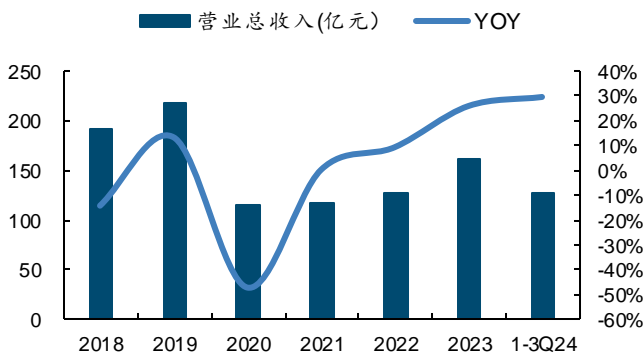
来源：iFinD，国金证券研究所

受益船舶周期上行，公司经营业绩显著改善。

- ✓ 收入端，2021 年以来，受益船舶更新替换+环保政策趋严，造船大周期上行，公司造船业务新接订单量显著提升。根据公司公告，2021 年公司实现经营接单 325.24 亿元，同比+248.3%。2023 年，随着前期接单开始逐步交付，公司实现收入 161.46 亿元，同比+26.19%；1-3Q24 实现收入 126.87 亿元，同比+29.83%。
- ✓ 利润端，2020 年，公司实现归母净利润 36.62 亿元，同比+567.92%，主要系处置广船国际股权确认投资收益 33.90 亿元、处置澄西扬州股权确认投资收益 3.22 亿元所致。2022 年，公司实现归母净利润 6.88 亿元，同比+767.13%，主要系对联营企业的投资收益同比增加所致，公司联营企业广船国际确认广船国际荔湾厂区地块二、三补偿收益约 17.4 亿元，公司按持股比例确认投资收益约 7.3 亿元。2023 年，公司实现归母净利润 0.48 亿元，同比-93.02%，主要系对联营企业的投资收益同比减少，但扣非后归母净利润-176.39 万元，同比减亏 0.78 亿元，主要系营业收入同比大幅增长，产品毛利增加所致。1-3Q24 公司实现归母净利润 1.87 亿元，同比+674%，业绩显著改善。

图表 73：1-3Q24 公司营收同比增长 29.83%

图表 74：1-3Q24 公司归母净利润同比增长 674%



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

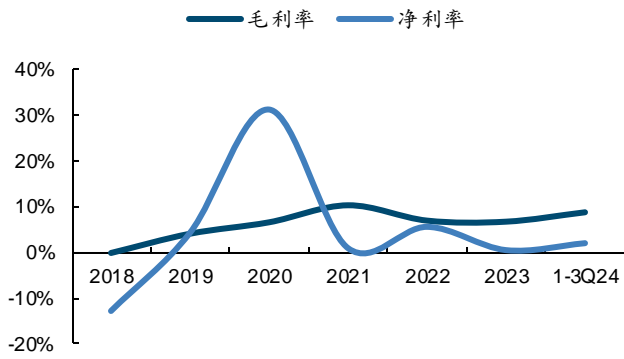
毛利率方面，公司近年来毛利率整体呈小幅提升趋势，2019-2023 年从 3.98%提升到 6.63%，1H24 提升到 7.43%。分具体业务来看，公司造船业务毛利率提升明显，2019-2023 年从 1.59%提升到 6.15%，1H24 提升到 8.19%。造船业务中，受益造船周期上行，随着公司 2021 年以来新签的高价船订单逐步交付，1H24 公司集装箱船业务毛利率达 23.21%，较 2023 年末提升 9.63pct；散货船业务毛利率达 15.25%，较 2023 年末提升 14.32pct。

费用率方面，公司近年来销售/管理费用率控制良好，2018 年以来相对稳定。公司重视研发，2018-2023 年研发费用率从 2.59%提升至 4.08%，1-3Q24 进一步提升到 5.47%。



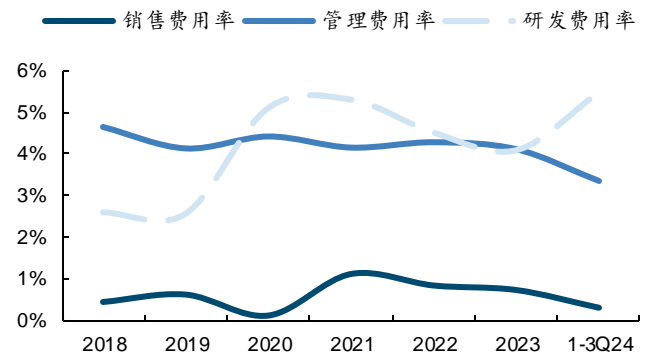


图表75：1-3Q24 公司毛利率提升至 8.69%



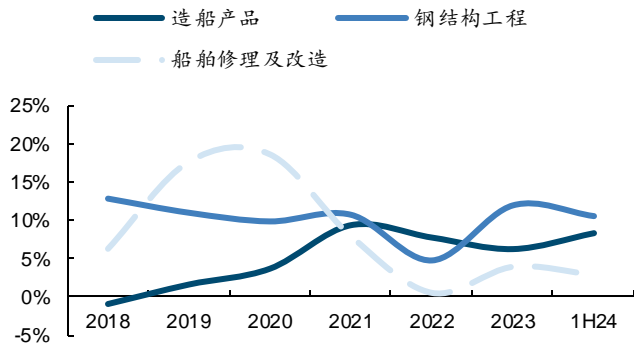
来源：iFind, 国金证券研究所

图表76：公司销售、管理费用率控制良好



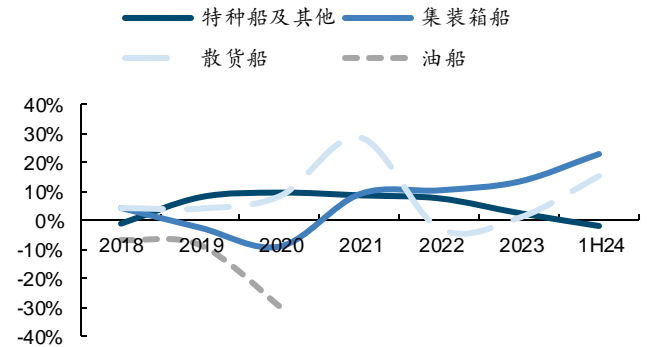
来源：iFind, 国金证券研究所

图表77：1H24 公司造船业务毛利率达 8.19%



来源：iFind, 国金证券研究所

图表78：2021 年以来，公司集装箱船毛利率稳步提升



来源：iFind, 国金证券研究所

#### 6.4 中国动力：国内动力系统龙头，柴油动力业务收入高增

国内动力业务龙头，产品应用领域广泛。公司是国内动力系统龙头，业务涵盖柴油机动力、燃气动力、蒸汽动力、综合电力、化学动力、热气机动力、核动力（设备）等七类动力业务及机电配套业务，旗下拥有中船动力、沪东重机、中船三井、CPGC、陕柴、河柴、风帆、火炬、赛欧、重齿、永进等品牌。公司主要产品包括柴油机，燃气轮机，汽轮机，电机、电控设备，蓄电池，热气机，核电特种设备，船用机械、港口机械，齿轮箱等，广泛应用于国防动力装备、陆上工业和汽车消费、船舶和海洋工程，以及光伏、风电等新能源领域。



图表79：中国动力主营业务涵盖柴油动力、燃气动力、蒸汽动力、化学动力等



来源：中国动力公告，中国动力官网，国金证券研究所

图表80：公司主要业务及产品介绍

类别	相关应用	产品介绍
燃气动力	应用于船舶、工业驱动及发电、天然气、海上平台、移动/应急电源等领域。	民用领域，有 25MW 海上平台用双燃料燃气轮机发电机组、15-30MW 海上平台发电机组、30MW 级国产燃驱压缩机组、2.5MW-110MW 功率段产品供货能力；军用领域，有 6MW、25MW 燃机成型机组及涡轮增压机组等系列产品。
蒸汽动力	应用于舰船、电厂大机组、石油化工、煤炭化工、冶金等领域。	民用领域，公司有特种锅炉，中高背压汽轮机，光热再热汽轮机，低参数汽轮机等。军用领域，公司是我国唯一大型舰船用汽轮机装置总承单位。
柴油机动​​力	散货、油轮、集装箱船等民船、军舰、海洋工程、公务船、工程船舶、远洋渔船、游艇和陆用电站、煤层气发电、核电、油田、工程机械等	民用领域，有高、中、低速船用柴油机系列产品，国内市场占有率第一。军用领域，在海军中速、高速柴油机装备中占比超过 90%，是海军舰船主动力科​​研生产定点单位，承担大量海军装备制造任务。
综合电力	应用于多类船舶、风电安装平台等领域。	民用领域，有国内电力推进系统，有变频器、电动机、能量管理系统、推进控制系统等核心设备和系统。军用领域，公司承担了我国海军现役及在研的绝大部分电力推进装置的研制供货任务。
化学动力	应用于汽车电力、通讯、铁路、船舶、无人装备、储能、物流等领域。	民用领域，有铅蓄电池，起停用蓄电池，大容量铅酸牵引电池，氢能与燃料电池。军用领域，有国内水面水下艇艇用电池、水中兵器动力电源及深海装备特种电源、装备用电池。
热​​气动力	应用于分布式供能等发电领域。	有 50kW 燃气热​​气机发电机组、碟式太阳能发电机组、超临界二氧化碳布雷顿发电系统等产品。
核动力 (设备)	均用于民用领域，主要包括核电工程设计、核电前后端工程和辐射监测。	有与中广核共建的核电站系统三维设计平台、国内核电站厂房辐射监测系统 (KRT 系统)。
机电配套	应用于船舶动力配套、机械材料、能源、工程装备、海工、核电、环保等多个领域	有完整的船用齿轮箱产品系列，港口机械和焊接材料，锚绞机和舵机。

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

历经多次资产重组，逐步实现船舶动力系统专业化整合。公司前身风帆股份成立于 2000 年，由中船重工集团、保定汇源蓄电池配件厂等发起设立，主营蓄电池生产，并于 2004 年上市。2016 年，风帆股份完成重大资产重组，收购了中船重工集团、中国重工等旗下的广瀚动力、上海推进、齐耀控股、宜昌船柴、河柴重工等 16 家公司，并更名为中国动力。2017 年，公司通过设立子公司中国船柴，整合了宜昌船柴和中船重工集团旗下的大连船柴，解决了在低速柴油动力领域的部分同业竞争问题。2018 年，公司向中船重工集团收购陕柴重工 64.71% 的股权，并于 2020 年增资至控股 100%，完善了公司在中高速大功率柴油机领域的布局。2022 年，公司设立子公司中船柴油机，整合了公司与中船工业集团、中国船舶旗下的中国船柴 (23 年 3 月更名为中船发动机)、陕柴重工、河柴重工、中船动力集团 4 家公司，进一步完善了公司在高、中、低速柴油机领域的业务布局，促进了中国船舶集团下属柴油机动力业务的进一步整合，巩固了公司在国内舰船柴油机动力领域的龙头地位。根据 2023 年公司年报，2023 年公司船用低速柴油机国内市场份额提



高到 78%，国际市场份额提高到 39%。

图表81：公司近年来资产重组与合并情况

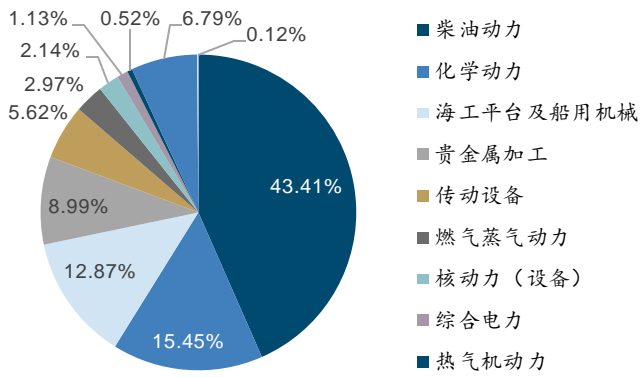
时间	所属业务板块	合并或新设子公司	持股比例	原股东	注入或整合业务
2016	综合电力	上海推进	100.00%	中船重工集团、七〇四所	整合动力推进系统集成（常规、电推）、汽轮辅机、供电系统及减振降噪等
		长海电推	100.00%	中船重工集团、七一二所	整合水下电力推进相关设备生产及系统集成等相关业务
	核动力（设备）	特种设备	28.47%	中船重工集团、中船投资	整合具有核级阀门民用核安全设计许可证和制造资质、欧盟 CE、美国 API600 和 API6D 资质等
		海王核能	100.00%	中船重工集团、七一九所	武汉核能为国内三大核电业主的合格供货商，是 CAP1000 爆破阀全球四大主要供应商之一
	机电配套业务	武汉船机	75.00%	中国重工	整合动力配套设备的研发、生产、销售和技术服务等业务
		宜昌船柴	100.00%	中国重工	整合柴油机动力装置的设计和生等业务。产品涵盖面向特种船舶和民用船舶用户的常规柴油机推进、柴电混合推进、电力推进等推进动力系统，以及船舶/海工平台电站、特种船舶电站等电站动力系统等，柴油机产品包括低中高速柴油机和高速大功率柴油机、柴油机配套件及柴油机发电机组等，并形成一整套完整的生产体系
		河柴重工	100.00%	中国重工	
	柴油机动力	齐耀控股	100.00%	中国重工	
		风帆回收	100.00%	风帆集团	整合广泛应用于电力、通讯、铁路、船舶、物流等领域公司
	风帆机电	100.00%	风帆集团		
	风帆铸造	100.00%	风帆集团		
	化学动力	长海新能源	30%	中船投资	整合其多型高性能舰船用铅酸动力蓄电池，综合性能全面达到世界先进水平
		火炬能源	100.00%	中船重工集团	整合经 CAVL 和 GM 认证的综合实验室和中国船舶蓄电池产品性能检测中心；在动力电池技术特别是大容量动力电池技术、管式动力电池技术、酸循环技术、胶体电解液技术等方面，处于国内领先、国际先进水平
	热气机动力	齐耀动力	15.00%	中船重工集团	整合国内唯一的热气机生产商
柴油机动力、热气机动力	齐耀重工	100.00%	中船重工集团、七一一所	柴油机动力装置及配套产品、热气机动力装置及配套产品、环保与节能设备、海洋工程设备、机电设备的设计、生产、销售	
燃气动力、蒸汽动力传动	广瀚动力	100.00%	中船重工集团、七〇三所	整合舰船蒸汽动力设备、燃气轮机和动力传动设备，30MW 燃气轮机	
2017	柴油机动力	中国船柴	74.21%	新设子公司	整合宜昌船柴和大连船柴低速柴油动力业务
2018	柴油机动力	陕柴重工	64.71%	中国重工	整合公司中高速柴油机业务资源，提升整体竞争力
2022	柴油机动力	中船柴油机	51.85%	新设子公司	促进中国船舶集团下属柴油机动力业务的进一步整合

来源：《风帆股份发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，《风帆股份关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之标的资产交割过户完成的公告》，《中国动力关于设立子公司暨关联交易的公告》，《中国动力与关联方共同增资子公司及支付现金购买资产之重大资产重组暨关联交易预案（修订稿）》，国金证券研究所

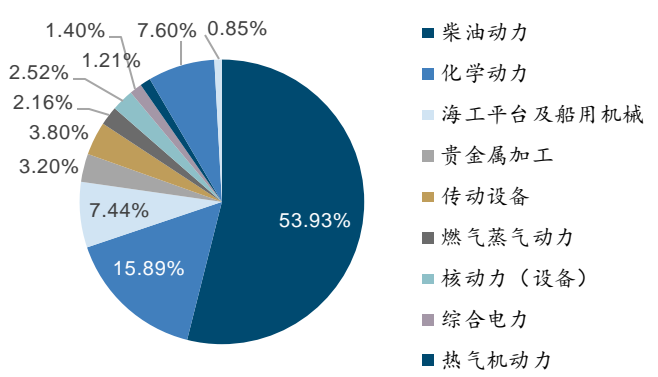
柴油动力贡献公司主要营收、毛利。2022 年公司完成柴油机动力业务重组，1H24 柴油动力实现营收 107.92 亿元，占比 43%，实现毛利 15.88 亿元，占比 53.93%，为公司第一大业务板块。化学动力为公司第二大业务，自风帆股份时期即为主营业务，1H24 实现营收 38.4 亿元，占比 15.45%，贡献毛利 4.68 亿元，占比 15.89%。在机电配套业务方面，海工平台及港机设备与传动设备分别为公司第三、第五大业务，1H24 分别实现营收 32.00/13.97 亿元，占比 12.87%/5.62%，分别贡献毛利 2.19/1.12 亿元，占比 7.44%/3.80%。



图表82: 1H24 公司柴油动力业务收入占比 43%



图表83: 1H24 公司柴油动力业务毛利占比 54%

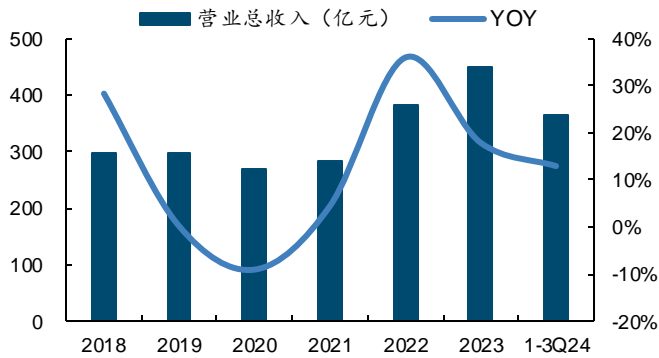


来源: iFinD, 国金证券研究所

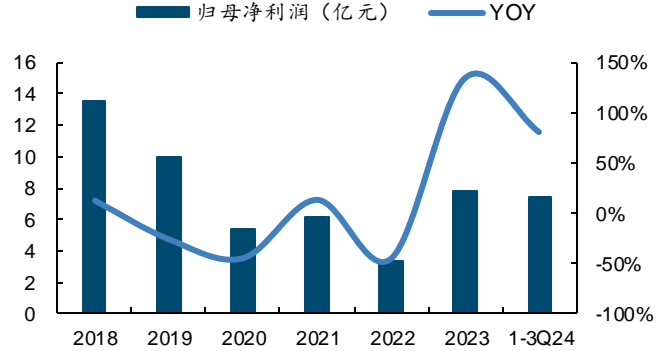
来源: iFinD, 国金证券研究所

受益船舶周期上行, 公司业绩显著改善。2018-2023 年, 公司营收从 296.62 亿元增长至 451.03 亿元, CAGR 达 8.7%。其中 2022 年, 由于柴油动力业务整合, 收入同比增长 36%。归母净利润实现 3.33 亿元, 同比下滑 47.6%, 主要系销售费用、人工成本、研发投入增加, 叠加信用减值损失增加以及政府补助减少所致。2023 年, 受益船舶行业周期向上, 公司柴油机订单大幅增长, 叠加船用低速发动机价格增长, 公司实现营收 451.03 亿元, 同比增长 17.82%, 实现归母净利润 7.79 亿元, 同比增长 132.18%。1-3Q24 公司实现归母净利润 7.43 亿元, 同比增长 80.49%, 业绩显著改善。

图表84: 1-3Q24 公司营收同比增长 12.84%



图表85: 1-3Q24 公司归母净利润同比增长 80.49%

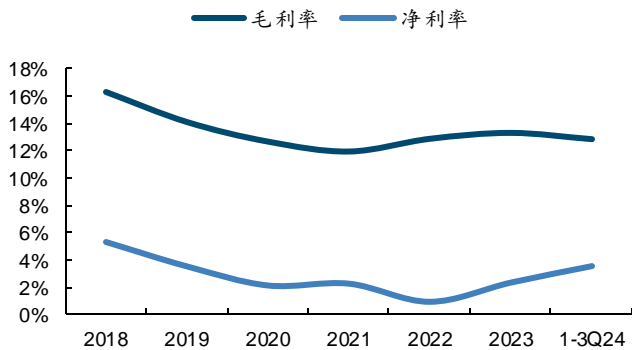


来源: Wind, 国金证券研究所

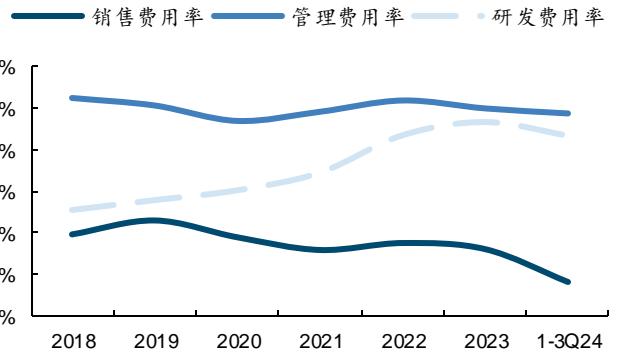
来源: Wind, 国金证券研究所

利润率逐步回升, 整体期间费用率基本维稳。2022 年以来伴随船舶行业景气度复苏, 公司毛利率已经走出持续下滑趋势, 2022 年公司毛利率达 12.8%, 较 2021 年提升 0.95pct。根据公司公告, 2022 年公司为提高市场占有率增加销售费用, 且人工成本大幅上涨及研发投入增加导致公司盈利空间受到挤压, 导致销售净利率有所下降。2023 年由于船用低速发动机价格增长, 公司利润率修复, 毛利率较 2022 年提升 0.44pct 至 13.28%, 净利率提升 1.38pct 至 2.35%。1-3Q24 公司毛利率和净利率分别提升到 12.81% 和 3.53%。2018 年以来, 公司期间费用整体较为稳定, 未来随着前期高价订单的逐步落地, 公司盈利能力有望进一步提升。

图表86: 1-3Q24 公司净利率提升至 3.53%



图表87: 公司费用率基本维稳





来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

## 7、风险提示

- 原材料价格波动风险。钢材在船舶原材料成本中占比将近 70%，若未来钢材价格大幅波动则可能对船企经营业绩造成不利影响。
- 人民币汇率波动风险。船企建造合同多以外币结算，同时行业内主要公司中国船舶和中国重工海外收入占比均在 50%左右，如果未来汇率波动较大，可能影响船企经营业绩。
- 环保政策执行力度程度不及预期风险。若 IMO 和欧洲碳排放交易体系对环保政策的执行程度不够严格，那么环保法规对船东下单新船意愿的刺激作用将会减弱，拖累造船厂未来收入增速。
- 市场竞争加剧风险。中国整体新接船舶订单份额领先韩国，但在 LNG 船领域韩国具备领先优势，如果未来两国在 LNG 船领域竞争加剧，则会影响企业的盈利和现金流水平。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦5楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建国内大街26号  
新闻大厦8层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究