

造船周期景气上行；三因素叠加奋楫扬帆

2024年09月07日

核心观点

我们通过对造船业历史回溯来探寻周期规律，从多个角度对当前形势进行研判。我们认为：在“供给改善、需求向好、盈利增厚”三重因素叠加下，本轮造船大周期正处于景气前期。**具体看：**1) 造船业在上一轮大周期结束后有长达约15年的产能出清，行业集中度进一步提升；2) 需求端中长期持续向好。船企手持订单量创2014年来新高，生产任务饱满，部分船企已排产至2028年；3) 供需错配驱动船价上涨，同时成本端随钢价回落，船企盈利能力得到明显修复。

趋势判断

竞争格局优化；供给端已具备复苏条件。1) **产能：**全球前十大造船集团市场份额合计由2010年的58.7%提升至2023年的71.4%；中国规模以上船舶工业企业数量由2013年的1664家减少至2022年的1093家。我们认为，行业集中度持续提升反映出全球造船业在上一轮大周期结束后，经历了长达15年的产能出清，已为本轮复苏创造先决条件。2) **格局：**2023年，中国造船业三大指标首次同时实现双位数增长，也是全球唯一的三大指标全面增长的国家；连续14年位列全球第一。其中，新接订单量占全球67%（载重吨口径），散货船订单占比最高，达到44%。我们认为，全球造船业当前集中于中国、日本、韩国，并且对中国的依赖度有日益上升的趋势，中国造船业当前的地位是21世纪开始的“海洋崛起”努力最直观的结果。

新船订单饱满；需求端中长期持续向好。1) **新船订单：**上一轮造船大周期始于2000年前后，旧船翻新需求叠加劳动力红利，中国及全球造船业均迎来了飞速发展。2008年金融危机发生，全球贸易萧条，造船需求大幅减少，新接订单量出现断崖式下降。我们认为，本轮周期或将有所不同，IMO环保新规或将推动老旧船舶更新的需求提前释放，同时在地缘政治的影响下，全球贸易路线或将面临重塑，航距拉长、航运价格提升等带来船舶周转的需求，刺激新船订单释放。2) **订单结构：**2023年，中国船企新船订单结构不断优化，LNG、甲醇动力等绿色船舶订单快速增长，氨燃料预留、氢燃料电池等低碳零碳船舶订单取得突破，新接绿色船舶订单国际市场份额达到57%。

供需错配；量价齐升。1) **产能利用率：**中国造船产能利用监测指数（CCI）将700点视为造船行业荣枯线，2021年，CCI达到742，历经8年恢复至正常水平；2022~2023年，CCI持续提升，分别是764点和894点，2023年为2012年的最高水平，即将突破900点。我们认为，产能利用率上升将填补闲置产能，进而降低成本。2) **价格趋势：**2021年船舶用钢价格经历了大幅上涨，2022年以来企稳回落；1Q21以来，全球新造船价格指数持续攀升，散货船、油船、集装箱船、LNG船价格指数均持续增长。我们认为，当前供需错配，船价或将继续保持增长态势，同时船价与钢价的剪刀差拉大或将支撑船企不断提升盈利能力。

投资建议

我们认为：“供给改善、需求向好、盈利增厚”三重红利推动本轮造船大周期，多家船舶公司业绩端已初步反映。**建议关注：**中国船舶（全品类造船旗舰上市公司）、中船防务（大型综合海洋与防务装备企业集团）、中国重工（船舶配套设备制造龙头）、中国动力（一站式船舶动力需求解决方案供应商）、中国海防（海洋防务水声电子装备主导企业）等。

风险提示：产品无法按期交付、原材料成本上涨、汇率波动、客户违约等。

推荐

维持评级



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

目录

1 新一轮造船大周期强势启动	3
1.1 造船业周期性强；供给优化叠加需求改善开启上行周期	3
1.2 利润拐点出现	5
2 全球格局与中国崛起	7
2.1 全球格局：全球造船业集中于中日韩，中国占半壁江山	8
2.2 中国造船业三大指标连续 14 年全球第一	11
3 2023 年以来舰船板块业绩“一枝独秀”	17
3.1 2023 年舰船营收/归母净利润同比增长 23%/4265%	17
3.2 1H24 舰船营收/归母净利润同比增长 22%/92%	18
4 造船产业链和代表性企业	19
4.1 我国造船业区域分布：企业多分布在江浙沪一带	19
4.2 产业链公司梳理	20
4.3 中国船舶：船舶制造龙头进入景气周期	21
4.4 中船防务：中国船舶集团下属大型造船骨干企业	29
4.5 中国重工：中船集团的船舶制造核心企业之一	35
4.6 中国动力：中国船舶集团船舶动力装备上市公司	45
4.7 中国海防：中国船舶集团电子信息板块优质资产	53
5 投资建议	58
6 风险提示	59
插图目录	65
表格目录	67

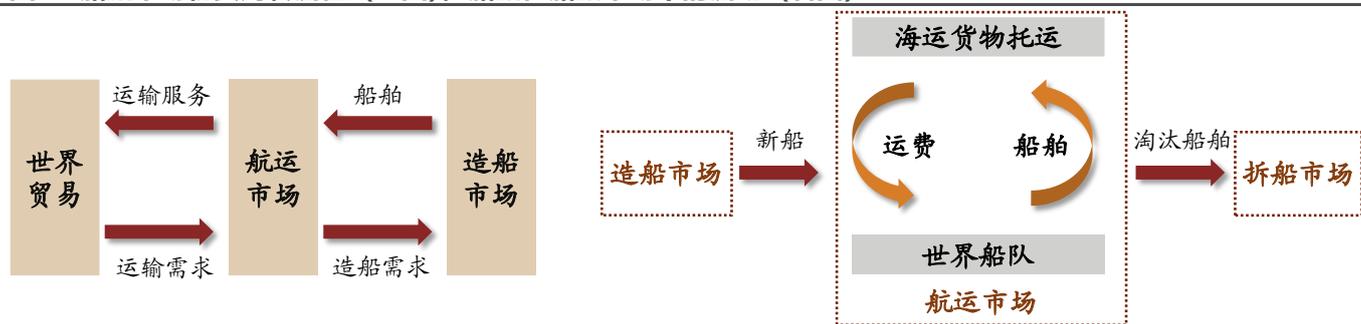
新一轮造船大周期强势启动

1.1 造船业周期性强;供给优化叠加需求改善开启上行周期

1.1.1 历史上造船行业每轮周期持续约 20 年

造船市场是广义航运市场的范畴。船东根据航运市场的需求和现有船舶的情况对船队拥有的船舶进行调整,包括订造新船扩充更新船队,淘汰或提前淘汰旧船送入拆船市场等,因此造船市场可以认为是航运市场的衍生市场。

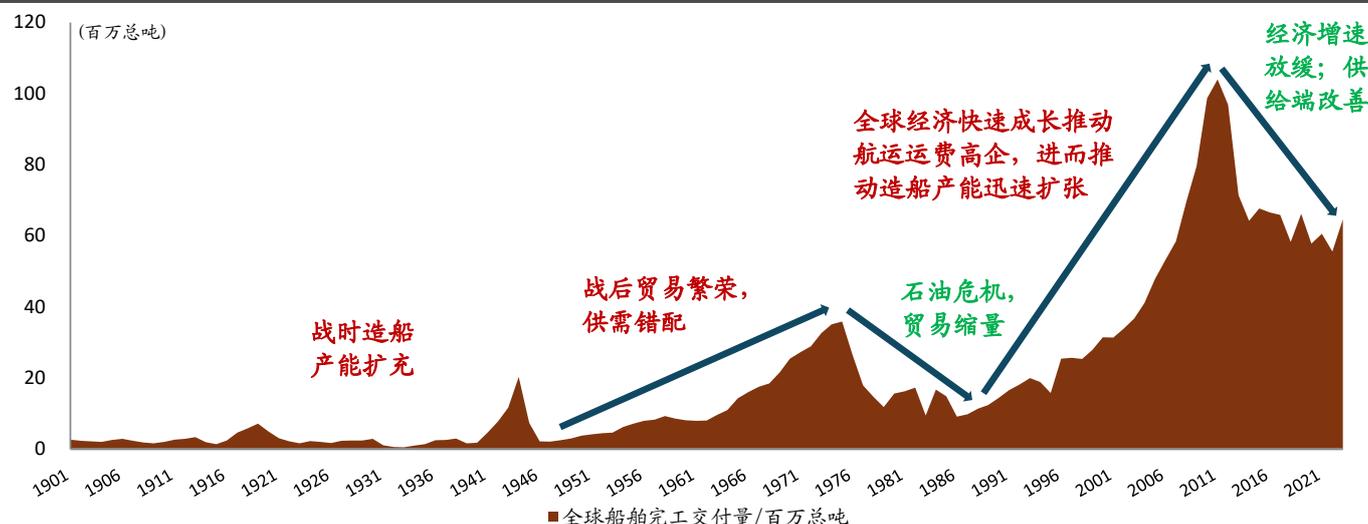
图1: 船舶市场物资周转流程 (左图); 船舶在船舶市场中的流动 (右图)



资料来源:《世界船舶市场变化规律研究及走势预测》,民生证券研究院

造船行业周期性强,历史上每轮持续约 20 年。造船行业的景气度与全球航运市场繁荣度息息相关,具有较强的周期性,复盘历史看,1886 年以来船舶行业经历六轮大周期: 1) 1886~1919 年: 一系列周期推动海上贸易快速增长; 2) 1920~1944 年: 20 世纪 30 年代大萧条加剧造船产能过剩和贸易衰退; 3) 1945~1973 年: 造船产能不足叠加战后贸易繁荣; 4) 1974~1987 年: 造船产能过剩叠加贸易缩量; 5) 1988~2007 年: 经济快速发展,造船产能迅速扩充; 6) 2008 年以来: 经济增速放缓,同时供给端出现较大改善。

图2: 全球船舶完工交付量变化蕴含造船行业周期性规律

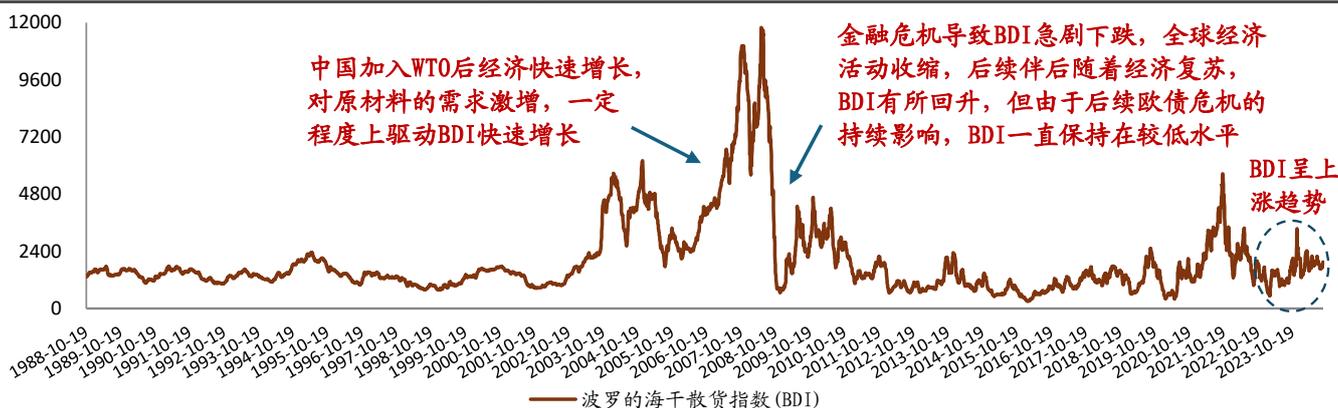


资料来源:《Maritime Economics》,民生证券研究院

1.1.2 BDI 指数发出上涨信号

波罗的海干散货指数 (BDI) 是航运业的经济指标之一，包含航运业的干散货交易量的转变。2022 年以来，全球经济缓慢复苏，全球公共卫生事件等导致的供应链紧张和运输成本上升使得 BDI 指数上涨。此外，随着环保意识提高，老旧、效率低下的船舶逐渐被淘汰，新船需求增加，造船企业提高船舶能效和环保性能以适应日益严格的国际环保标准，一定程度上预示着造船行业新一轮周期的开启。

图3：1988 年至今波罗的海干散货指数 (BDI) 变化趋势

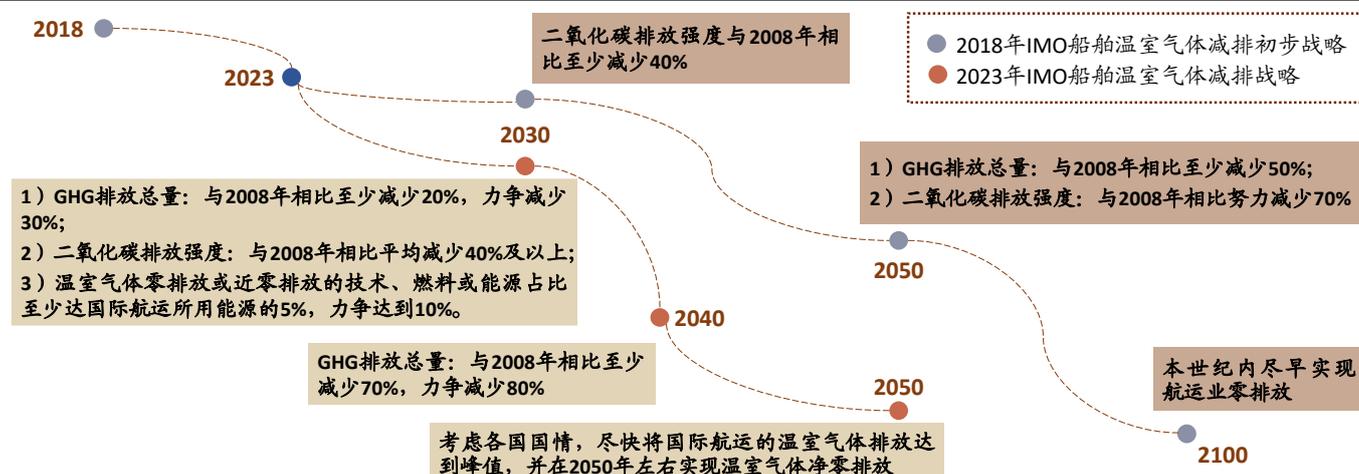


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 09 月 03 日

1.1.3 环保法规“加码”；航运业减排任重道远

2023 年，国际海事组织 (IMO) 在 MEPC80 会议上通过了《2023 年船舶温室气体减排战略》，明确：到 2030 年，国际航运业温室气体排放总量相比 2008 年至少降低 20%，并力争降低 30%；二氧化碳排放强度比 2008 年平均降低 40% 及以上；温室气体零排放或近零排放的技术、燃料或能源占比至少达国际航运所用能源的 5%，力争达到 10%。到 2050 年前后实现温室气体净零排放，相比 2018 年通过的初步战略，实现净零排放的目标节点提前了半个世纪。

图4：IMO 船舶温室气体战略目标

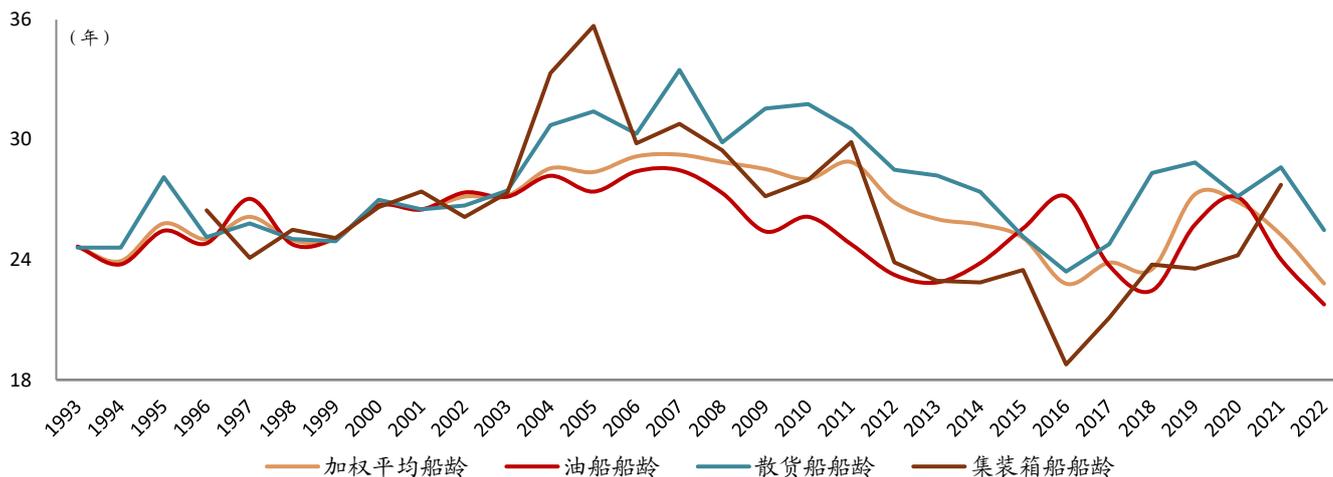


资料来源：上海国际航运研究中心，民生证券研究院

1.1.4 旧船替换需求增加；拆解船高峰或将至

船舶寿命通常为 20~25 年。根据 Clarkson 数据，2013 年后全球船龄开始持续提升，至 2022 年全球总吨规模大于 100 吨的船舶平均船龄已达 21.7 年，替换需求临近。

图5：船舶寿命通常为 20~25 年

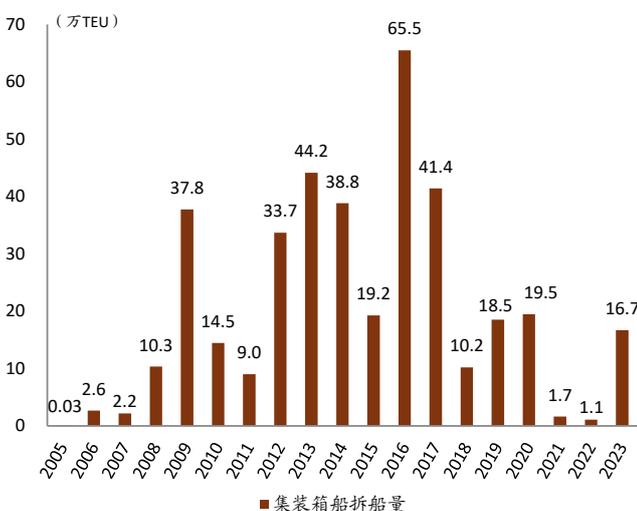


资料来源：Clarkson，民生证券研究院

以集装箱船为例，根据 Alphaliner 的统计，集装箱船拆船量在 2023 年反弹，共拆除 87 艘船，对应 16.7 万 TEU 运力，较 2022 年的 1.09 万 TEU 和 2021 年的 1.65 万 TEU 有大幅增长。结构上看，60 艘集装箱船为 2000 TEU 以下，其中，数量最多的为 1000~1499 TEU 集装箱船，共 27 艘；2000 TEU 以上的仅有 27 艘。

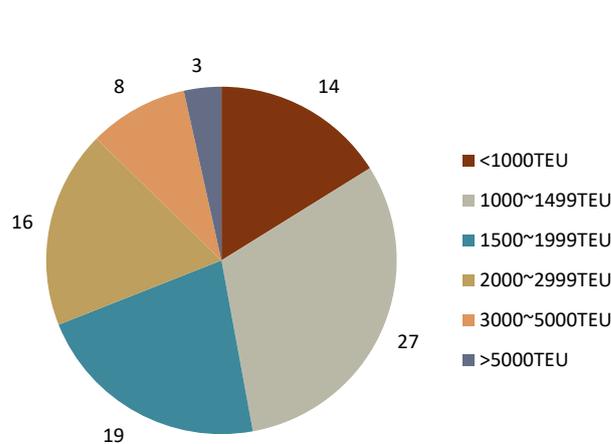
展望 2024 年及以后，拆船量将继续上升，主要原因是老旧船舶运力占比已经较大，替换需求将近。

图6：2005~2023 年集装箱船拆船量 (单位：万 TEU)



资料来源：Alphaliner，民生证券研究院

图7：2023 年集装箱船拆船结构 (单位：艘)



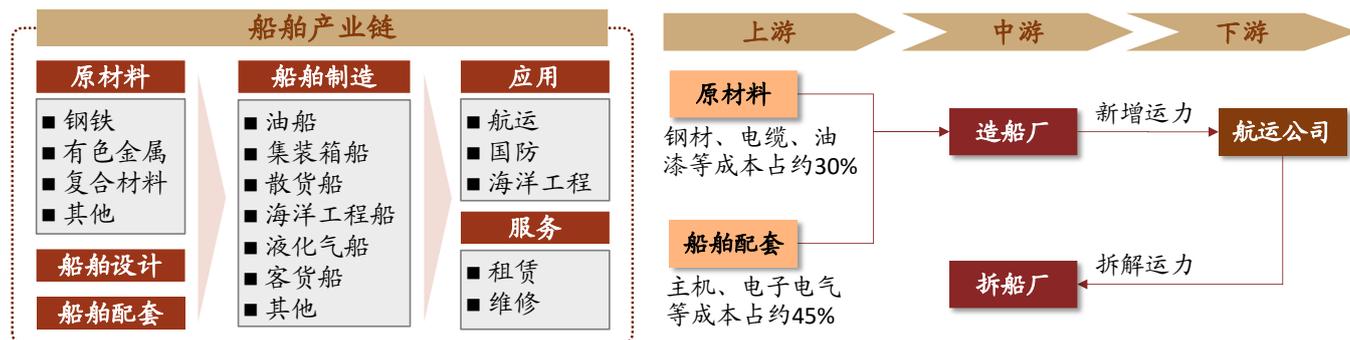
资料来源：Alphaliner，民生证券研究院

1.2 利润拐点出现

1.2.1 新船成本中设备成本占比最高

船舶制造是船舶产业链核心环节。在船舶产业链中，1) 上游：为原材料、船舶设计、船舶配套等，其中，原材料成本占比约 30%，船舶配套成本占比约 45%；2) 中游：为船舶制造，是产业链最核心的环节；3) 下游：为航运、国防、海工等应用及租赁、维修等服务。

图8：船舶产业链：中游船舶制造是核心环节



资料来源：前瞻产业研究院，华经产业研究院，民生证券研究院

不同类型船舶制造成本构成略有差异，总体看，新船成本可分为设备、原材料和劳务费三大组成部分，三者之比约为 2:1:1。1) 设备成本：是造船成本的主要构成，成本占比为 45%~52%。其中，主机及变速齿轮箱（动力设备）及甲板机械成本合计约占设备成本的 50%甚至更高。2) 原材料成本：成本占比为 26%~33%，主要由船体钢材构成，占原材料成本的 65%~70%，因此钢材价格的波动对造船企业的盈利水平有较大影响。3) 劳务费：也是造船成本的重要组成部分，成本占比为 24%~26%，船舶制造行业的特点为量少但工程量大，所以非标准化程度强，同时自动化程度低，因此船舶制造行业对人工的依赖程度较高，属于劳动密集型行业。以 2023 年上市公司中国船舶的船舶造修及海洋工程业务为例，外购设备成本占其总成本的 43.0%，其次是原材料、人工费用等，原材料成本占比为 26.5%；人工费用成本占比为 20.8%。

图9：新船成本中设备成本占比最高（左图）；2023 年中国船舶的船舶造修及海洋工程成本结构（右图）



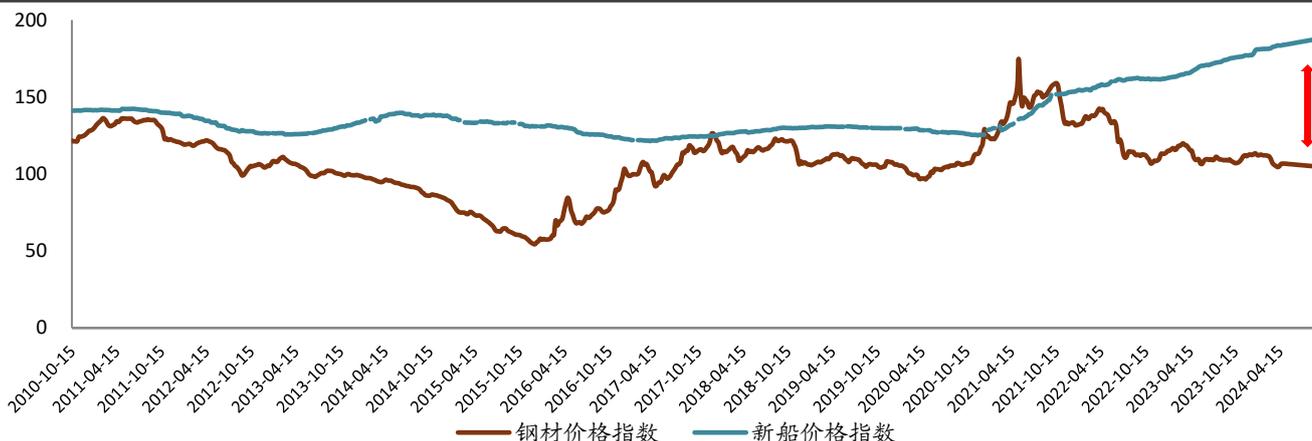
资料来源：中国船舶公告，《国际船舶贸易》，民生证券研究院

1.2.2 船价与钢价拉大的剪刀差支撑船企盈利能力提升

船价与钢价剪刀差逐渐拉大。1) 钢材价格：2021 年，船舶用钢价格经历了

大幅上涨，主要原因是各类建设项目和企业提前复工复产释放了钢材需求，同时成本（铁矿石、煤炭等）驱动也十分明显。2) **新船价格**：自 1Q21 以来，全球新造船价格指数持续攀升，散货船、油船、集装箱船、LNG 船价格指数均持续增长，造船行业需求端表现出积极态势，同时成本端压力持续减少，船价与钢价剪刀差逐渐拉大，或将有利支撑造船企业在规模增长的同时，不断提升盈利能力。

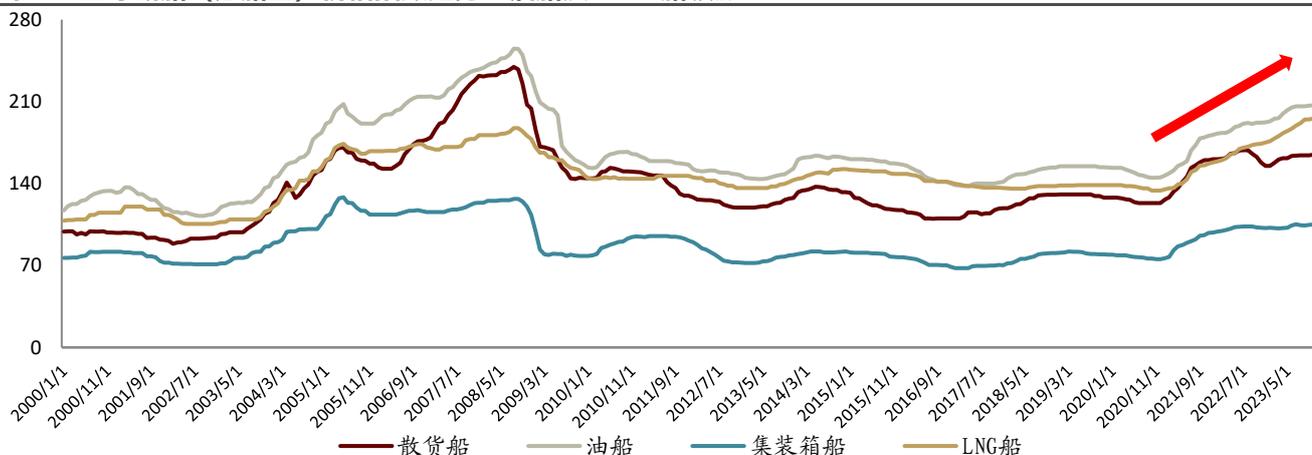
图10：全球钢材价格指数与新船价格指数走势



资料来源：Clarkson，民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 08 月 30 日

1) **散货船**：随着环保要求及存量运力船龄增大趋势，干散货航运市场整体供需和新造船市场变化值得关注。2) **油船**：目前油船手持订单船队占比仍处历史低位水平，老旧船舶更新换代需求较大，预计油船主流船型市场将维持较高的活跃度。3) **集装箱船**：运力供需结构性失衡持续显现，集装箱船新造船市场总体回落，但支线集装箱船市场存在一定机会。4) **LNG 船**：在全球能源转型的推动下，大量 LNG 生产出口项目仍将会有批量新造船订单出现，但是随着过去两年新船订单的集中规模释放，新造船市场热度或有所回调。

图11：全球新船（分船型）价格指数走势：油船及 LNG 船领涨



资料来源：Clarkson，民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 08 月 30 日

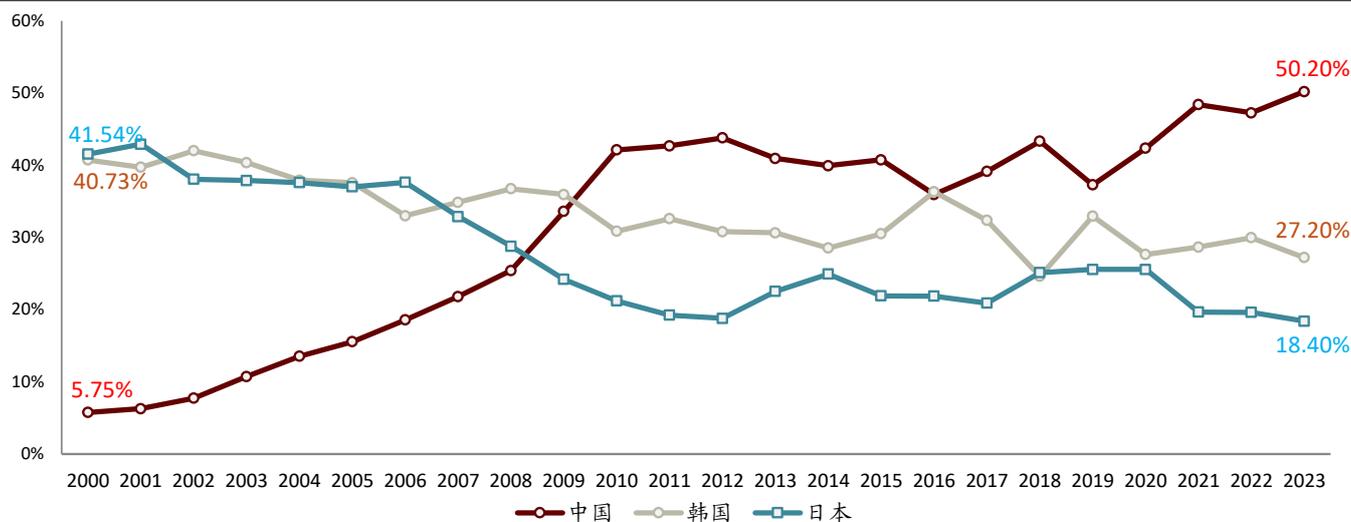
2 全球格局与中国崛起

2.1 全球格局：全球造船业集中于中日韩，中国占半壁江山

2000 年以来，中日韩在造船业中的格局发生了较大变化，合计份额由 2000 年的 88.02% 提升至 2023 年的 95.80%，份额进一步抬升。其中，中国份额由 2000 年的 5.75% 一路提升至 2023 年的 50.20%，是 21 世纪开始的“海洋崛起”努力最直观的结果。

2023 年中国造船业综合竞争力世界第一。2024 年 5 月 13 日，韩国产业研究院发布的《造船业价值链综合竞争力和新的韩国型海洋战略方向》报告指出，2023 年，在全球造船业集中于中日韩以及对中国的依赖度日益上升的情况下，在造船业价值链综合竞争力方面（综合考虑研发、设计、采购、生产、服务 5 个维度），中国首次超过韩国“荣登第一”。虽然韩国在研发、设计和原材料、零部件及船用系统采购方面仍然领先于中国，但差距正在缩小；同时在生产方面，韩国已经被中国逆转；再加上在航运及能源需求方面，韩国与中国原本就存在的巨大差距也在持续拉大，因此整体综合竞争力已落后于中国。

图12：2000~2023 年中国、韩国、日本市场份额变化趋势（造船完工量/载重吨口径统计）

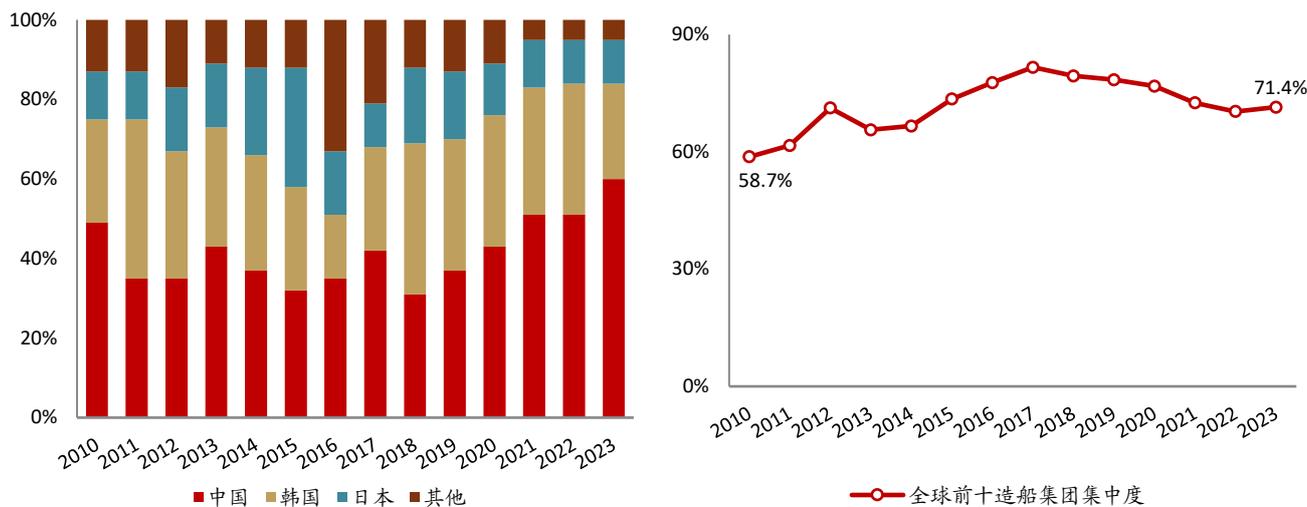


资料来源：Clarkson，民生证券研究院

2023 年，中日韩三国船厂共计承接新船订单 10547.3 万载重吨，合计占全球 97.1%。**1) 中国：**在散货船、PCC、LPG 船领域继续保持领先优势、在油船领域竞争力显著提升，全年共承接新船订单 7294.6 万载重吨，同比增长 30.0%。**2) 韩国：**专注于气体船、集装箱船等高附加值船型，2023 年新船订单 1977.6 万载重吨，同比减少 24.2%。在绿色船舶方面，韩国全年新接订单中绿色动力船舶占比达到 79.3%。**3) 日本：**新船订单连续两年下降，2023 年共承接新船订单 1302.2 万载重吨，同比下降 23.4%，订单依旧以散货船为主。

造船行业产业集中度有所提升，供给端明显改善。随着全球造船业连续多年的整合重组，全球活跃船厂数量已经明显减少，2023 年全球活跃船厂（至少有一艘 1000+GT 在手订单的船厂）数量为 337 艘，为高峰时期 2008 年 1022 艘的 33%，2023 年全年造船交付量较 2010 年的峰值水平下降 64%，供给端改善明显。同时，造船行业产业集中度有所提升，2023 年全球前十大造船集团新船订单市场份额合计 71.4%，同比增加 1.1ppt。头部造船企业继续保持较快的接单节奏。

图13：2010~2023 年全球造船国接单份额（左图）；2010~2023 年全球前十造船集团集中度变化趋势（右图）

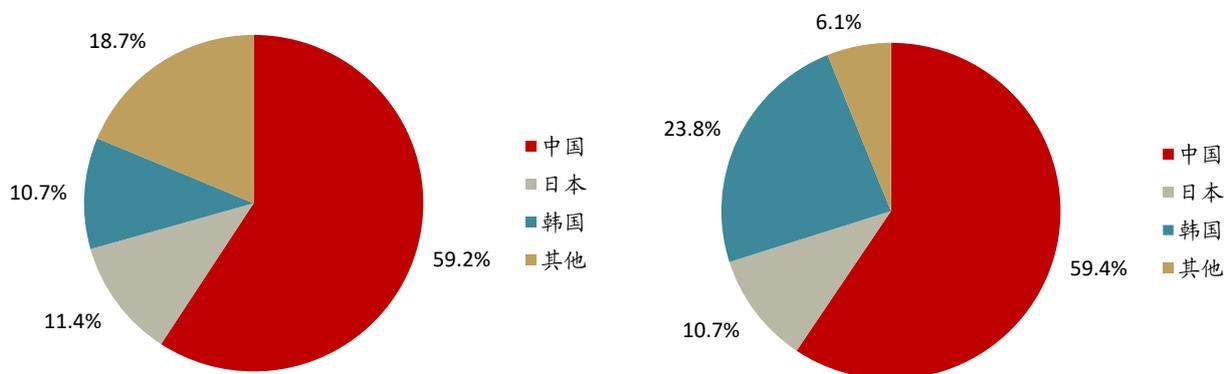


资料来源：中国船舶公告，Clarkson，民生证券研究院

2023 年中国造船份额超日本和韩国总和；绿色船舶占比持续提升。根据观研天下数据，2023 年，全球新船订单共 2052 艘，合计约 4285 万修正总吨 (CGT)。

- 1) 按数量看：中国、日本、韩国新船订单占比分别为 59.2%、11.4%、10.7%。
- 2) 按修正总吨看：中国、日本、韩国新船订单占比分别为 59.4%、10.7%、23.8%。

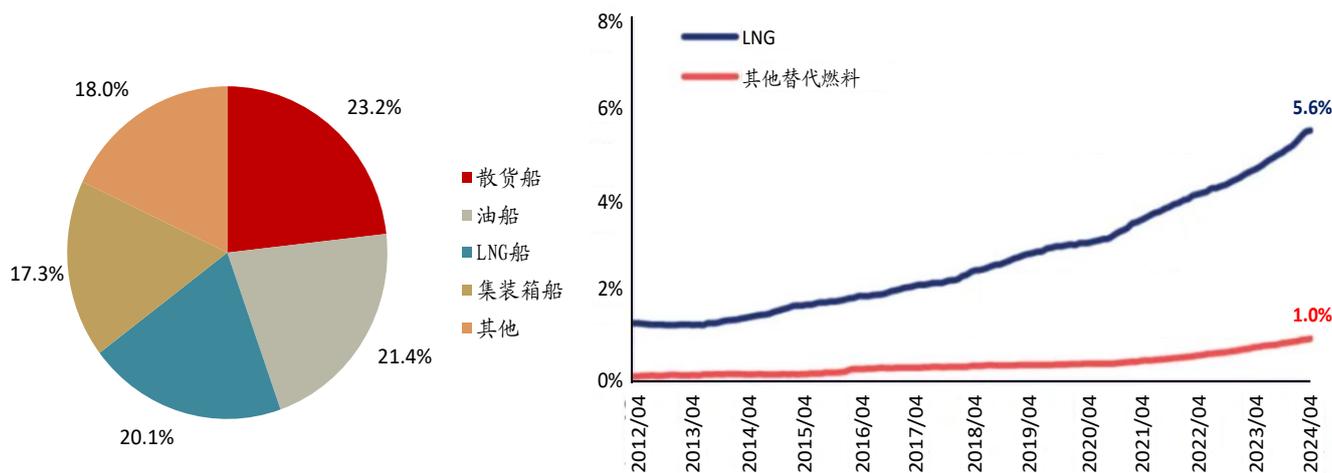
图14：2023 年全球各地区新船订单占比情况：按数量（左图）；按修正总吨（右图）



资料来源：观研天下咨询，民生证券研究院

2023年，我国船企巩固优势船型地位，抓住细分市场轮动机遇，新船订单结构不断优化。LNG、甲醇动力等绿色船舶订单快速增长，氨燃料预留、氢燃料电池等低碳零碳船舶订单取得突破，新接绿色船舶订单国际市场份额达到57%，实现了对主流船型的全覆盖。根据Clarkson数据，全球船队中替代燃料动力船舶占比从2020年4月底的3%增加至2024年4月底的7%，其中，替代燃料船舶在新船订单中占比由2016年的仅8%上涨至2023年的44%。

图15：2023年全球新船订单结构（左图）；替代燃料动力船舶占比变化趋势（右图）



资料来源：Clarkson，观研天下咨询，民生证券研究院

HD现代重工2023年新签订单最多。2023年新签订单前十名的船厂中，中国有6家，韩国有4家；订单总量（修正总吨口径）角度看，HD现代重工、扬子江船业和HD现代三湖位居前三。

图16：2023年全球新签订单量排名前10船厂列表（按修正总吨）

排名	船厂	所属国家	数量/艘	载重吨/万吨	修正总吨/万吨
1	HD现代重工	韩国	56	509	355
2	扬子江船业	中国	85	757	272
3	HD现代三湖	韩国	42	466	219
4	三星重工	韩国	27	406	178
5	江南造船	中国	40	295	156
6	外高桥造船	中国	43	386	150
7	新时代造船	中国	37	592	112
8	HD现代尾浦	韩国	49	181	107
9	招商局金陵船舶（南京）	中国	37	134	95
10	北海造船	中国	24	606	91

资料来源：观研天下，民生证券研究院

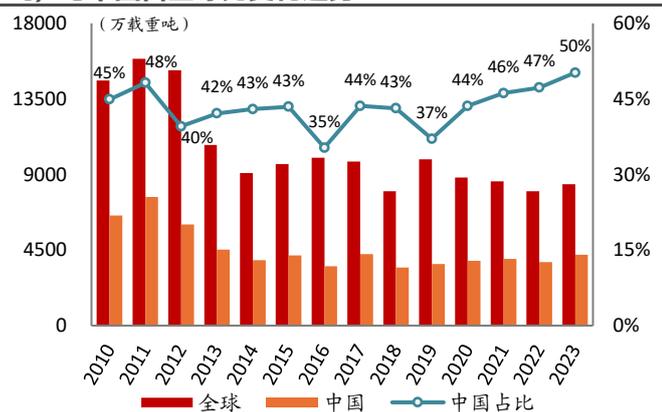
2.2 中国造船业三大指标连续 14 年全球第一

2.2.1 2023 年中国手持订单同比增长 32%

中国造船业三大指标（造船完工量、手持订单量、新接订单量）已经连续 14 年全球第一，2023 年三大指标首次同时实现双位数增长，中国也是全球唯一的三大指标实现全面增长的国家。根据中国船舶工业行业协会预计，2024 年：1) 全球造船完工量将保持在 1 亿载重吨的历史较高水平；新接订单量将在 8000 万~1 亿载重吨；手持订单量保持在 2 亿载重吨以上。2) 中国造船完工量约 4500 万载重吨；新接订单量约 5500 万载重吨；手持订单量保持在 1.3 亿载重吨以上。

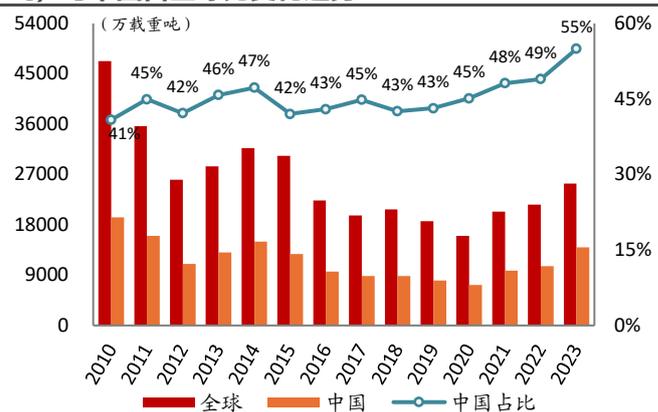
2023 年中国手持订单同比增长 32%。2023 年，中国造船完工量 4232 万载重吨，同比增长 11.8%，占全球 50%；截至 2023 年 12 月 31 日，中国手持订单量 13939 万载重吨，同比增长 32.0%，占全球 55%。

图17：2010~2023 年中国及全球造船完工量（万载重吨）与中国占全球比变化趋势



资料来源：wind, ifind, 中国船舶工业行业协会, 民生证券研究院

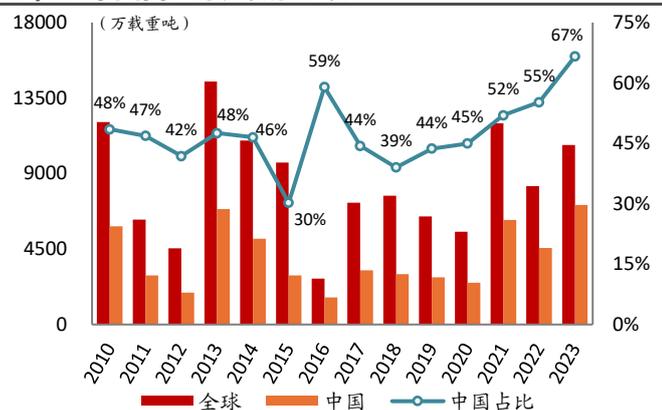
图18：2010~2023 年中国及全球手持订单量（万载重吨）与中国占全球比变化趋势



资料来源：wind, ifind, 中国船舶工业行业协会, 民生证券研究院

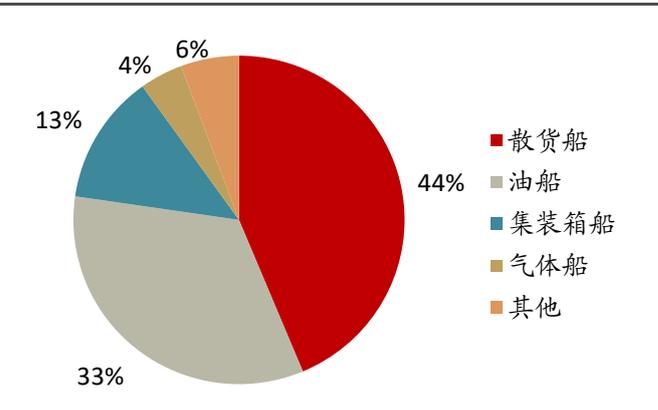
中国新接订单实力逐步提升。2023 年，中国新接订单量 7120 万载重吨，同比增长 56.4%，占全球 67%。其中，新接散货船订单占比最高，达到 44%，油船、集装箱船、气体船新接订单占比分别是 33%、13%、4%。

图19：2010~2023 年中国及全球新接订单量（万载重吨）与中国占全球比变化趋势



资料来源：wind, ifind, 中国船舶工业行业协会, 民生证券研究院

图20：2023 年中国各船型新接订单结构

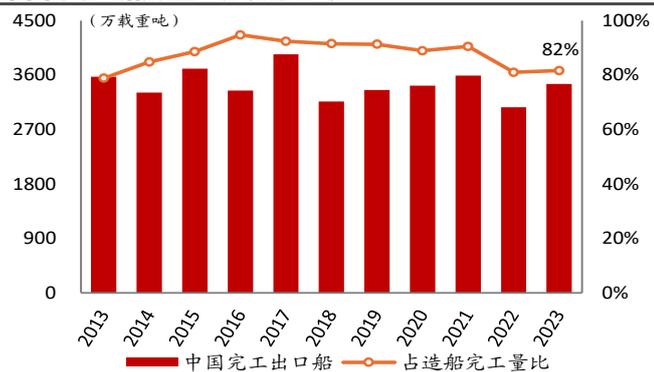


资料来源：中国船舶工业行业协会, 民生证券研究院

2.2.2 中国出口船舶金额恢复式增长

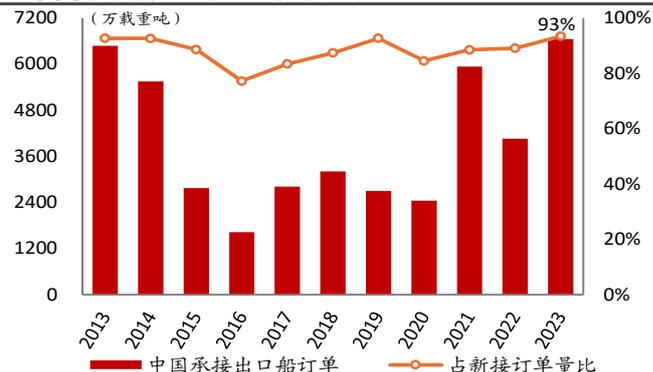
2023年，中国完工出口船 3453 万载重吨，同比增长 12.6%；承接出口船订单 6651 万载重吨，同比增长 64.1%。截至 2023 年 12 月 31 日，中国手持出口船订单 13015 万载重吨，同比增长 36.7%。2023 年出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的 81.6%、93.4%和 93.4%。

图21：2013~2023 年中国完工出口船（万载重吨）及占中国造船完工量比变化趋势



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

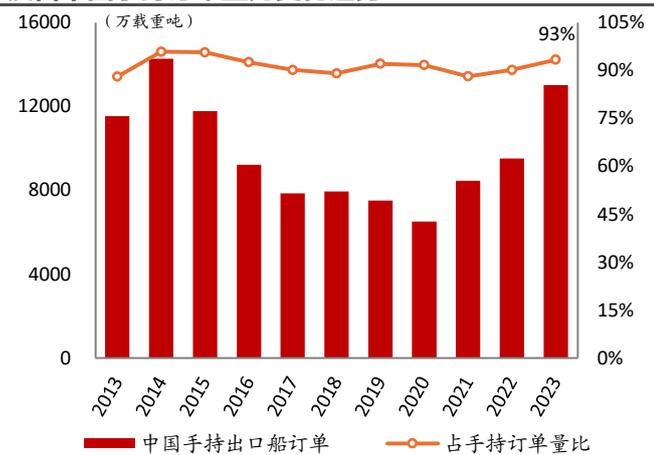
图22：2013~2023 年中国承接出口船订单（万载重吨）及占中国新接订单量比变化趋势



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

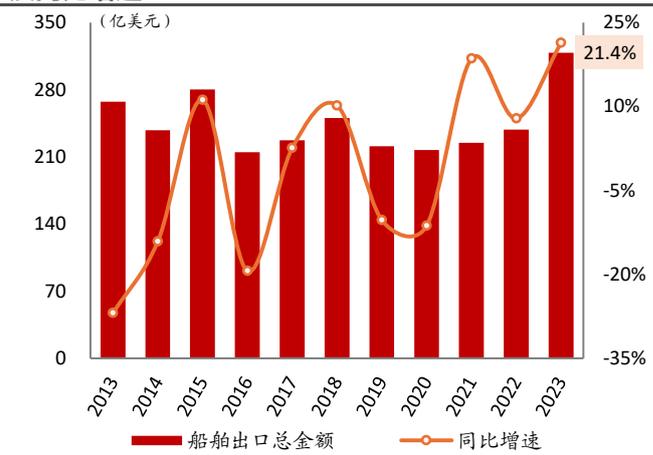
2023年，中国船舶产品出口金额 318.7 亿美元，同比增长 21.4%，金额及同比增速均为历史较高水平。其中，散货船、油船和集装箱船三大主流船型出口金额合计 187.1 亿美元，占出口总金额 58.7%。2023 年，中国船舶产品出口到 191 个国家和地区，向亚洲、欧洲、拉丁美洲出口船舶金额分别为 177.3 亿美元、29.0 亿美元、28.4 亿美元，亚洲一直以来均为中国最主要的船舶出口地区。

图23：2013~2023 年中国手持出口船订单（万载重吨）及占中国手持订单量比变化趋势



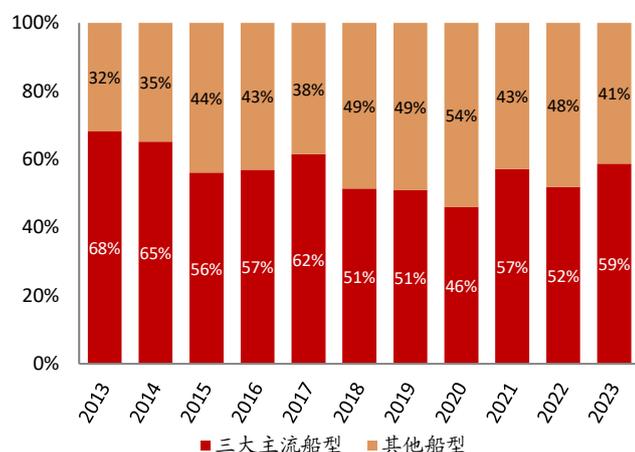
资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

图24：2013~2023 年中国船舶出口总金额（亿美元）及同比增速

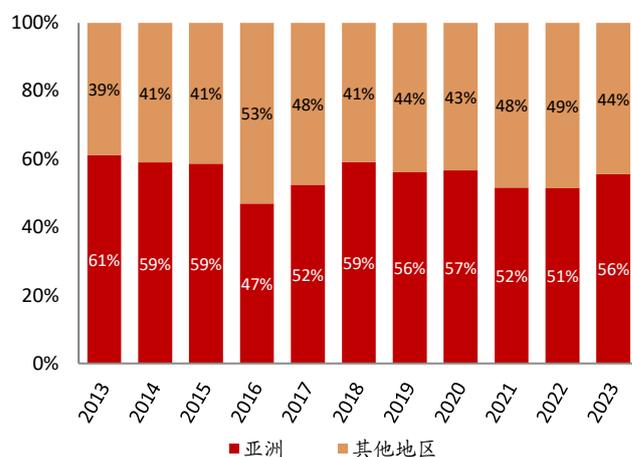


资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

2013~2023年，三大主流船型（散货船、油船和集装箱船）在中国出口船舶产品中持续占据主导地位；亚洲为中国船舶最大的目标出口地区，2023年出口金额同比增长44.4%至177.3亿美元，其他地区以欧洲、拉丁美洲等为主。

图25：2013~2023年中国出口船舶结构（按船型）


资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院 注：三大主流船型为散货船、油船和集装箱船；统计口径为出口金额

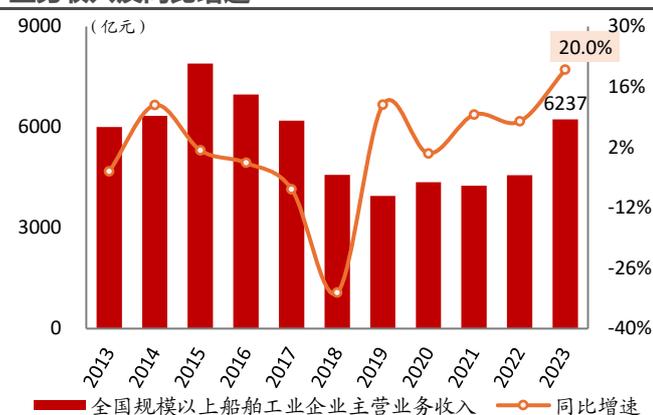
图26：2013~2023年中国出口船舶结构（按地区）


资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院 注：统计口径为出口金额

2.2.3 订单结构改善； 船企利润率提升明显

2021 年开始，利润端恢复式增长，且较为明显。1) 营收端：2016~2019 年，全国规模以上船舶工业企业主营业务收入逐年减少；2020~2022 年，收入规模在 4500 亿元左右较为稳定；2023 年，全国规模以上船舶工业企业实现主营业务收入 6237 亿元，同比增长 20.0%，营收端增长明显。2) 利润端：2015~2020 年，全国规模以上船舶工业企业利润总额逐年减少实现；2021 年开始有恢复式增长，利润率提升明显，2023 年利润总额达到 259 亿元，同比大幅增长 131.7%。

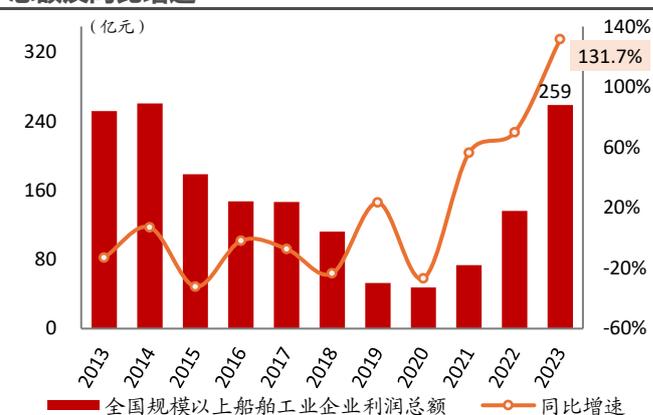
图27：2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业主营业务收入及同比增速



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

图28：2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润总额及同比增速



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

利润率提升明显是订单结构改善的直接结果。1) 利润率：2013~2023 年，全国规模以上船舶工业企业利润率（计算方式为利润率=利润总额/主营业务收入）呈“V”形走势，2021 年开始改善明显，随前期低价船订单的逐渐出清，船舶工业企业手持订单结构有所改善，利润率快速提升是最直观的结果。2) 企业数量：2013~2022 年，全国规模以上船舶工业企业数量总体呈减少趋势，由 2013 年的 1664 家减少至 2022 年的 1093 家，反映出行业集中度提升的总体趋势。

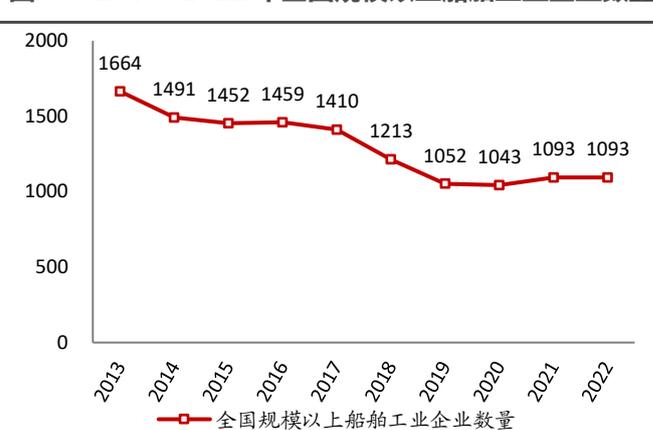
图29：2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润率 (利润率=利润总额/主营业务收入)



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

图30：2013~2022 年全国规模以上船舶工业企业数量

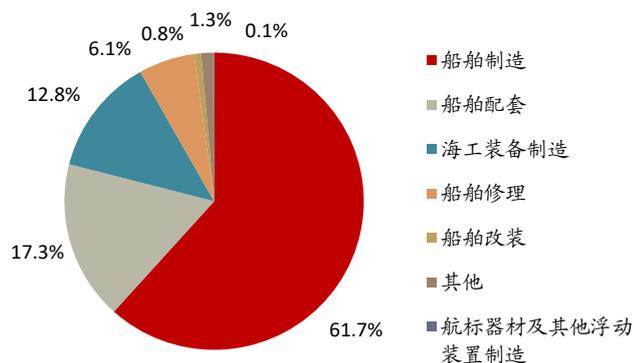


资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

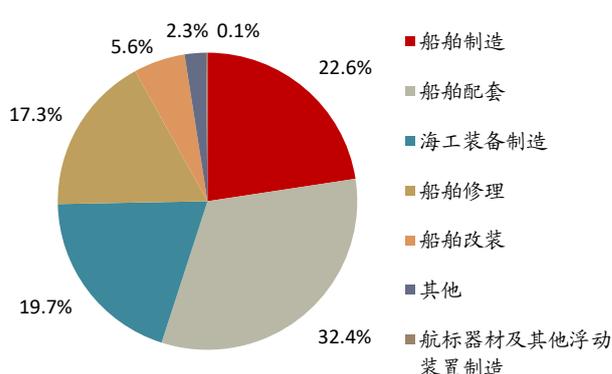
2021年1~11月,全国规模以上船舶工业企业:1)实现主营业务收入4252.2亿元,其中,船舶制造企业2622.3亿元,营收占比最高,达到61.7%;船舶配套企业737.5亿元,营收占比为17.3%。**2)**实现利润总额73.5亿元,其中,船舶制造企业16.6亿元,利润占比22.6%;船舶配套企业23.8亿元,利润占比最高,达到32.4%。船舶改装板块利润率(计算方式为利润率=利润总额/主营业务收入)最高,远高于其余板块,达到12.5%。

图31: 2021年全国规模以上船舶工业企业主营业务收入结构(分产业)



资料来源:中国船舶工业行业协会,民生证券研究院
注:2021年数据统计口径为当年的1~11月

图32: 2021年全国规模以上船舶工业企业利润总额结构(分产业)



资料来源:中国船舶工业行业协会,民生证券研究院
注:2021年数据统计口径为当年的1~11月

2.2.4 造船行业集中度高;中国船舶集团市占率高

CR10造船完工量占比近60%。2023年,中国前五名省市(按照顺序分别是:江苏、上海、辽宁、浙江、广东)造船完工量合计占比高达87.6%;全国造船完工量前10家企业集中度为58.4%,其中江苏4家、上海3家、辽宁1家、山东1家、广东1家。外高桥造船、大连船舶重工、广船国际、江南造船隶属于中国船舶集团。

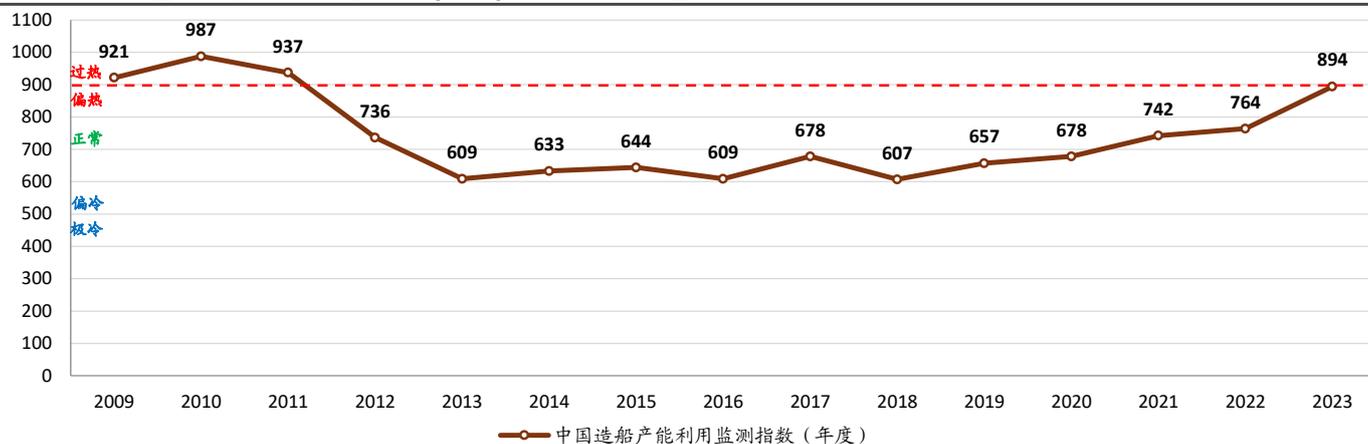
图33: 行业集中度: 2023年CR10造船完工量及新接订单量占比分别是58.4%/60.7%

排序	2023年造船完工量前10家公司	2023年新接订单量前10家公司
1	江苏扬子江船业集团公司	江苏扬子江船业集团公司
2	江苏新时代造船有限公司	江苏新时代造船有限公司
3	上海外高桥造船有限公司	扬州中远海运重工有限公司
4	大连船舶重工集团有限公司	大连船舶重工集团有限公司
5	青岛北海造船有限公司	恒力造船(大连)有限公司
6	广船国际有限公司	青岛北海造船有限公司
7	沪东中华造船(集团)有限公司	江苏新韩通船舶重工有限公司
8	江南造船(集团)有限责任公司	上海外高桥造船有限公司
9	扬州中远海运重工有限公司	舟山长宏国际船舶修造有限公司
10	南通中远海运川崎船舶工程有限公司	中船澄西船舶修造有限公司
集中度	58.4%	60.7%

资料来源:中国船舶工业行业协会,民生证券研究院

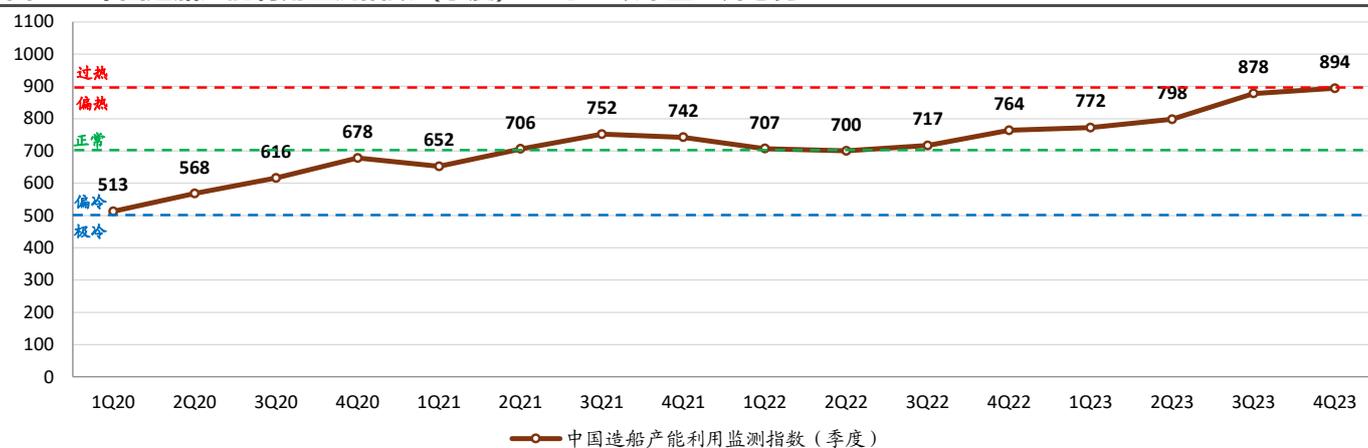
CCI 在 2023 年达到 2012 年以来的最高水平。2023 年，中国造船产能利用监测指数 (CCI) 为 894 点，与 2022 年相比提高了 130 点，同比增长 17.0%，为 2012 年的最高水平。从全年来看，CCI 呈现逐季增长的态势。

图34：中国造船产能利用监测指数（年度）：2023 年接近 900 点



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

图35：中国造船产能利用监测指数（季度）：1Q20 以来呈上升态势



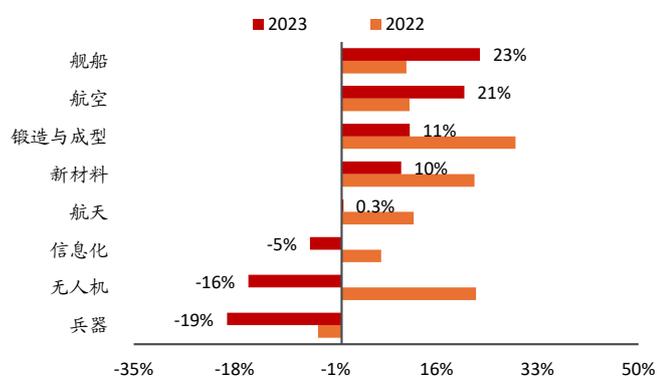
资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

3 2023 年以来舰船板块业绩“一枝独秀”

3.1 2023 年舰船营收/归母净利润同比增长 23%/4265%

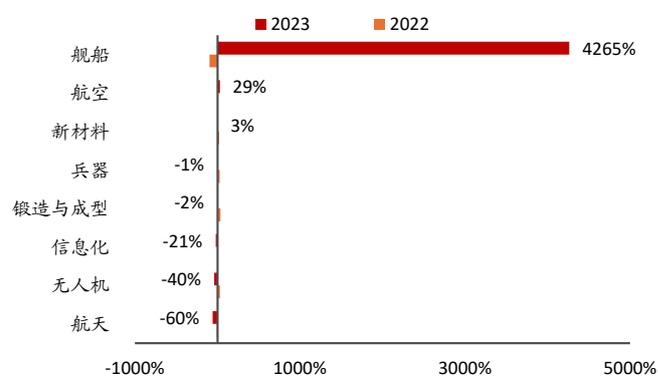
2023 年舰船营收/归母净利润同比增速最高。 1) 收入端：2023 年，舰船板块实现营收 2085 亿元，YoY +23.3%，增速在所有子板块中排名第一，主要系中船科技 (+332.5%)、亚星锚链 (+27.3%)、中船防务 (+26.2%) 等快速增长所驱动。2) 利润端：2023 年，舰船板块实现归母净利润 41 亿元，YoY +4264.7%，增速在所有子板块中排名第一。

图36：子板块营收同比增速：2022 VS 2023



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图37：子板块归母净利润同比增速：2022 VS 2023



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

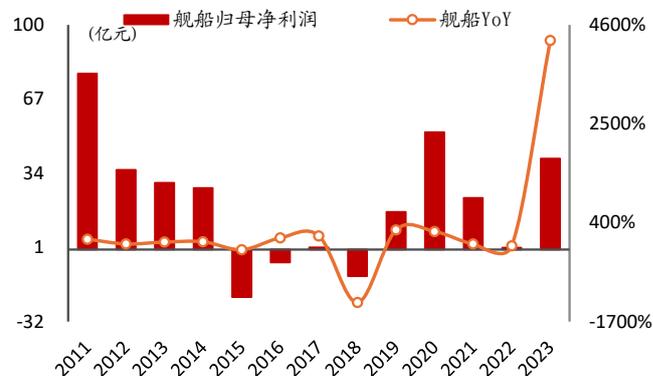
2023 年舰船归母净利润同比大增 4265%；行业拐点或将来临。 2023 年，舰船板块实现营收 2085.4 亿元，YoY +23.3%；归母净利润 40.5 亿元，YoY +4264.7%，船舶行业具有较强的周期性，2019 年同比扭亏，2020 年归母净利润同比增长 210.0%，2021~2022 年连续两年同比下滑，2023 年归母净利润同比大增 4264.7%。2023 年舰船重点个股归母净利润同比增速：中国船舶(+1621%)、中国动力 (+134%)、亚星锚链 (+59%)、中船科技 (+47%)。

图38：2011~2023 年舰船板块营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图39：2011~2023 年舰船板块归母净利润及同比增速

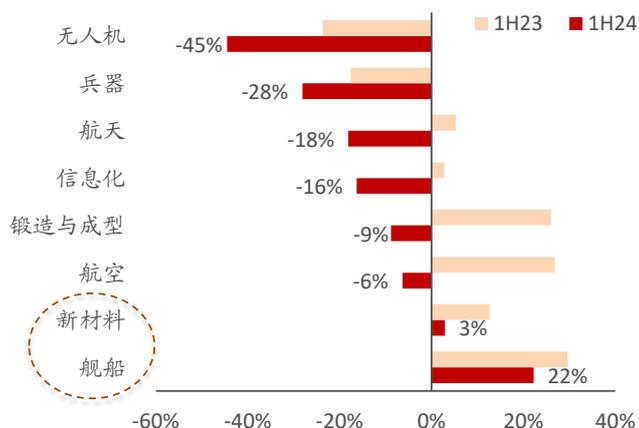


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

3.2 1H24 舰船营收/归母净利润同比增长 22%/92%

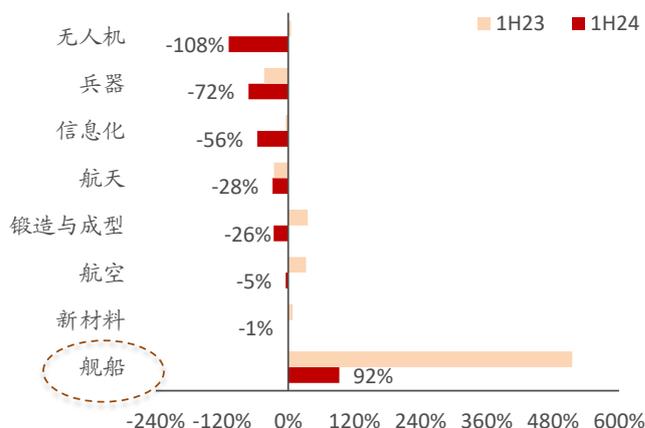
1H24 舰船营收及归母净利润增速最高。1) 收入端：1H24，舰船板块实现营收 999 亿元，YOY +22.2%，增速在所有子板块中排名第一，主要系江龙船艇 (+76.5%)、中船科技 (+58.6%)、中船防务 (+45.9%)、中国重工 (+31.0%) 等快速增长所驱动。**2) 利润端：**1H24，舰船板块实现归母净利润 28.9 亿元，YOY +92.3%，增速在所有子板块中排名第一，也是唯一实现同比正增长的板块。

图40：1H24 行业子板块营收同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图41：1H24 行业子板块归母净利润同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

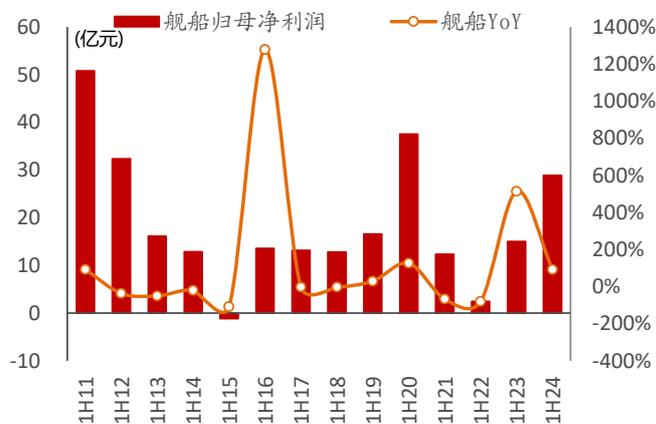
1H24 舰船归母净利润同比增长 92.3%。1H24，舰船板块实现营收 998.9 亿元，YOY +22.2%；归母净利润 28.9 亿元，YOY +92.3%。历史上，船舶行业具有较强的周期性，归母净利润规模波动较大，且其周期较长。其中，1H23~1H24 保持同比较快增长。**1H24 舰船重点个股归母净利润同比增速：**中船防务 (+1095%)、中国重工 (+177%)、中国船舶 (+155%)、中国动力 (+66%)、江龙船艇 (+62%)、亚星锚链 (+27%)。

图42：1H11~1H24 舰船板块营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图43：1H11~1H24 舰船板块归母净利润及同比增速



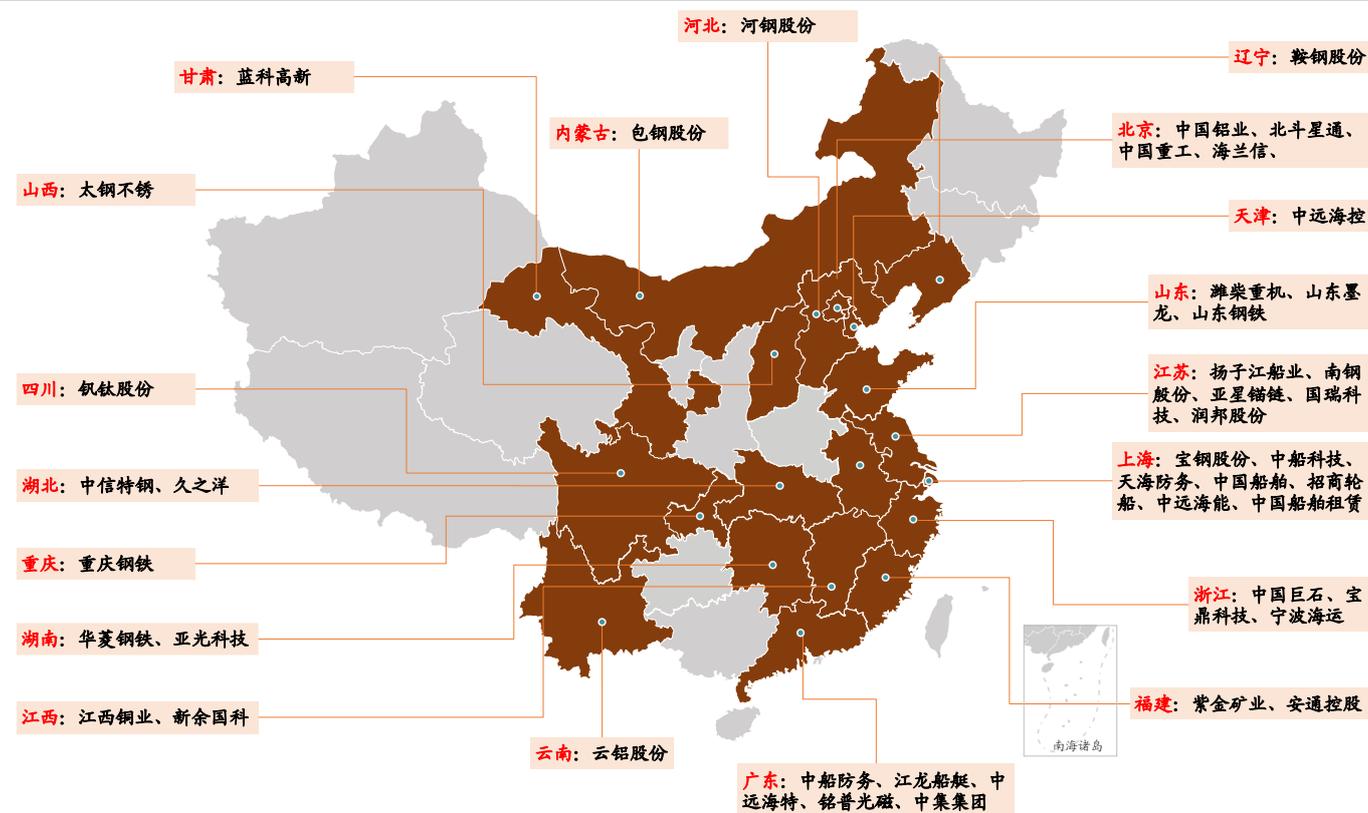
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

4 造船产业链和代表性企业

4.1 我国造船业区域分布：企业多分布在江浙沪一带

船舶产业链企业主要分布在江浙沪一带。从中国船舶产业链企业区域分布来看，船舶产业链企业主要分布在江苏、上海、浙江、山东、辽宁、广东等地区，其次是福建、江西、湖北、北京等地区。

图44：2023年中国船舶产业上市公司区域分布



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

4.2 产业链公司梳理

船舶产业链中，上游为原材料、船舶设计及船舶配套；中游为船舶制造；下游覆盖船舶应用及船舶服务领域。其中，船舶制造是核心环节，围绕船舶制造环节，船舶行业形成复杂多样的行业链条。

分产业链环节看：1) **上游：**涉及环节较多，参与主体类型多元；2) **中游：**船舶制造环节代表企业有沪东中华造船、扬子江船业、新时代造船、江南造船（中国船舶子公司）、外高桥造船（中国船舶子公司）、广船国际南沙船厂（中国船舶子公司）、大连船舶重工、南通中远海运川崎、大连中远海运川崎等；3) **下游：**船舶应用及服务主体包括宁波海运、招商轮船、中远海能、中国船舶租赁等。

图45：船舶产业链中游为船舶制造环节，代表企业有沪东中华造船、扬子江船业等



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

4.3 中国船舶：船舶制造龙头进入景气周期

4.3.1 全品类造船旗舰上市公司；技术创新驱动发展

国内全品类造船旗舰上市公司。中国船舶是中国船舶集团核心上市公司，是国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司，主要业务包括造船、修船、海洋工程及机电设备等。**1) 造船业务方面：**公司防务及民用舰船产品体系持续丰富，涵盖了各式防务舰船、辅助舰船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮、大型 LNG 船以及各类特种船等民船船型。**2) 海洋工程方面：**公司在自升式钻井平台、FPSO 领域已经形成系列化、批量化的建造能力，交付了以第六代 3000 米深水半潜式钻井平台“981”、15/17/30/34 万吨级海上浮式生产储油装置(FPSO) 等为代表的海洋工程产品，持续引领国内行业高精尖技术发展。公司所属江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西 4 家子公司，各子公司深耕船海主业，推进产业基础工程和重大技术装备攻关，不断实现船舶产业链、供应链向高端化、绿色化、智能化发展，持续带动产业链现代化水平的不断提升。截至 2023 年 12 月 31 日，公司在职工的数量合计为 15430 人。截至 2024 年 6 月 30 日，公司总资产为 1743 亿元；净资产为 487 亿元。

图46：中国船舶主营业务：所属四家子公司深耕船海主业

产业	业务	主体	业务内容
船舶海工装备	造船业务	江南造船	特种舰船；东方红3号、科考船、极地破冰船、汽车运输船等各类特种船舶；远望系列、大型海监船等公务船；大型/超大型集装箱船；液化气船（LPG船、乙烷/乙烯运输船、LNG船）
		外高桥造船	大型邮轮；好望角型散货船、纽卡斯尔型散货船、超大型矿砂船（VLCC）；7000TEU中型箱船、18000TEU及20000TEU超大型集装箱船；30万吨级VLCC、15.8万吨苏伊士型油轮和10.9万吨冰区加强型阿芙拉型油轮；双燃料汽车运输船
		广船国际	辅助舰船；公务执法船；成品油/化学品船（MR）、阿芙拉油船、超大型油船（VLCC）、超大型矿砂船（VLCC）；8.2万吨散货船、灵便型液货船、半潜船、LNG/燃油双燃料及各类客滚船；16000TEU超大型集装箱船；极地模块运输船、极地凝析油轮、汽车运输船等特种船
		中船澄西	3.5~8.5万吨系列散货船、支线箱船、MR油船三大主流船型及自卸船、沥青船、化学品船、重吊多用途船、木屑船等特种船
	修船业务	中船澄西	船舶改装（自卸船改装、海上浮式储油船（FPSO）修理、集装箱船加长改装、汽车滚装船改装、全损船复活改装、水泥船改装、大型矿砂船改装转运平台、牲畜船改装、橙汁船改装、滚装船/客滚船改装、船舶节能减排改装、大开口船加长改装、居住船改装以及气体船修理、绿色环保节能型船舶改装）；常规修理（船体钢质工程、船体机电维修和船体油漆工程）
		广船国际	集装箱船、液货船、起重船、滚装船、半潜船、豪华邮轮、特种舰船等各类船舶
	海洋工程	外高桥造船	FPSO、半潜式、自升式（JU2000E、CJ46、CJ50）钻井平台、海工辅助船等
海洋科技应用	机电设备	中船澄西	风塔、LNG罐箱、浮船坞、舟桥、自航浮吊以及脱硫塔、焚烧炉、环保除锈设备、压力容器、石油管道、油气模块等
		广船国际	环保、钢结构、电梯、切割机床、大型矿山机械、软件开发等

资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

中船工业集团是第一大股东。截至 2024 年 6 月 30 日，中船工业集团持有公司 44.47% 股份，是公司第一大股东。公司本部拥有江南造船、外高桥造船、中船澄西和广船国际四家控股子公司，参股澄西扬州、中船柴油机、黄埔文冲三家公司。

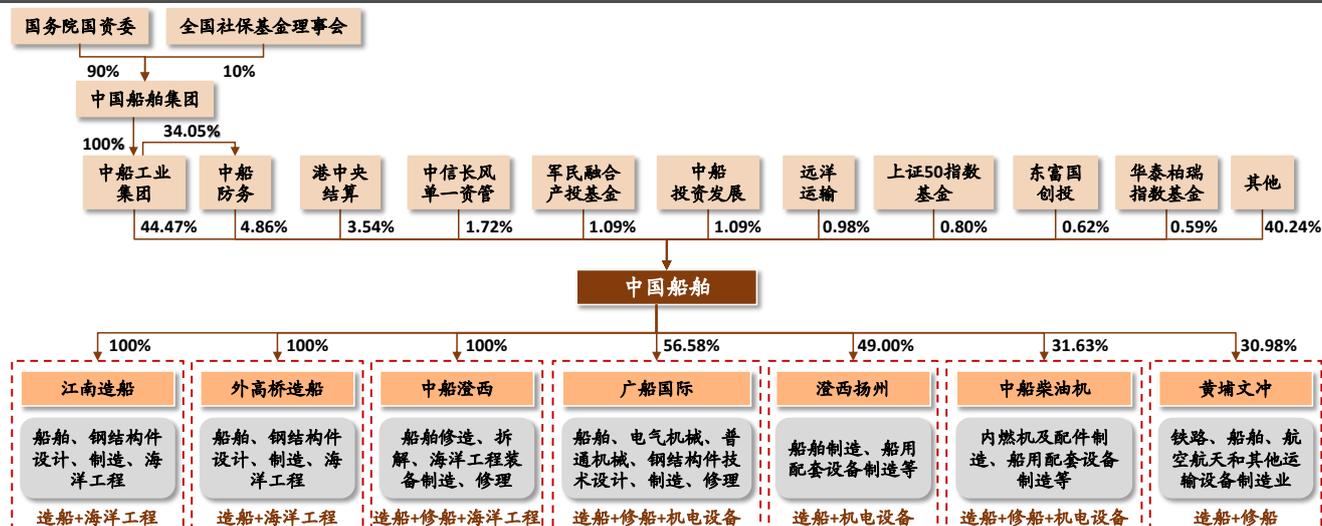
1) 江南造船 (持股 100%): 是我国历史最悠久、防务产品结构最齐全、造船效率最高的防务造船企业，也是我国技术最先进、规模最大的防务船生产基地，是我国海军防务装备的主要研制和供应商。民船业务方面，公司从原来单一的散货船系列调整到以高附加值为主的超大型集装箱船系列、液化气船系列、公务科考船系列和特种船系列为主，有效应对常规船型不断下行的市场压力。

2) 外高桥造船 (持股 100%): 是我国民用造船业的领军企业，在商船领域，产品覆盖散货轮、油轮、超大型集装箱船、液化气船，均发展成为各细分领域明星产品。在海工装备领域，产品覆盖半潜式钻井平台、自升式钻井平台、浮式生产储油轮。在大型邮轮领域，公司承建我国首艘国产大型邮轮，标志着中国船舶业在该领域实现了零的突破，正式跨入大型邮轮建造新时代。

3) 中船澄西 (持股 100%): 是我国修船行业第一家通过中国船级社质量管理体系认证的企业，并成为第一家取得中国船级社和英国劳氏船级社三标证书的修船企业，在生产效率、周期、产品质量、成本控制、顾客满意度等方面已形成良好的声誉及品牌竞争力，被业界称为“五星级”修船厂，尤其在高技术含量、高附加值特种船舶的修理和改装业务具有较大市场份额。

4) 广船国际 (持股 56.58%): 是我国华南地区最大、最强的辅助舰船生产保障基地，可研发、设计、建造符合世界各主要船级社规范要求的 40 万载重吨以下的各类舰船，在 MR、LRI&LR II、VLCC、VLOC 型船舶，以及半潜船、客滚船、极地运输船等高新技术、高附加值船舶和补给船、布缆船、救助船等保障船型方面掌握核心技术，实现了油轮系列的全覆盖，MR 船建造量长期处于国内第一。

图47：中国船舶股权结构：本部拥有控股子公司四家，参股公司三家

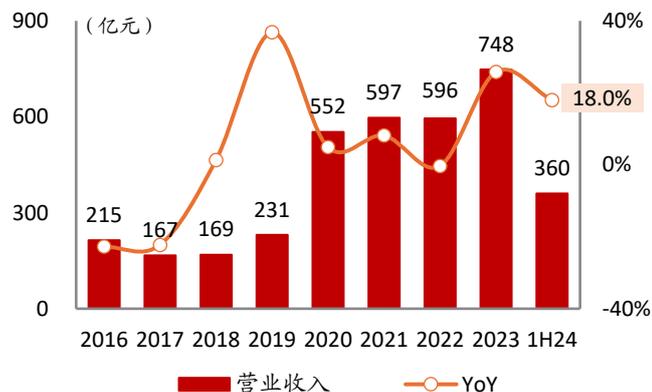


资料来源：wind, ifind, 中国船舶公告，民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 06 月 30 日

4.3.2 主业经营稳健；发展持续向好

船舶大周期开启；2023 年业绩亮眼。 1) **营收端**：2019~2020 年，公司进行重大资产重组，重组后规模迈上新台阶。2023 年，公司营收同比增长 25.8%至 748.4 亿元。 2) **利润端**：2020 年，公司完成重组，追溯调整上年同期江南造船确认的世博地块土地使用权收储补偿收益 18.0 亿元，净利润同比下滑；2022 年，受关键船用配套设备普涨，物流成本和运输周期大幅增加，船用舾装件、大型铸锻件、活塞等关键件供应紧张等因素影响，公司对部分存货及亏损合同等计提减值共 39.4 亿元，净利润同比下滑；2023 年，公司归母净利润同比大增 1614.7%至 29.6 亿元，主要原因之一是全资子公司外高桥造船处置有关海工平台资产增加归母净利润 26.6 亿元，之二是公司手持订单预计盈利情况改善，亏损订单大幅减少，计提减值损失同比大幅下降。

图48：2016~1H24 中国船舶营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

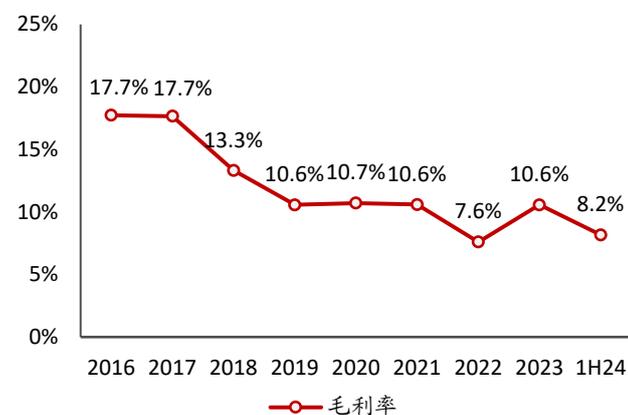
图49：2016~1H24 中国船舶归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

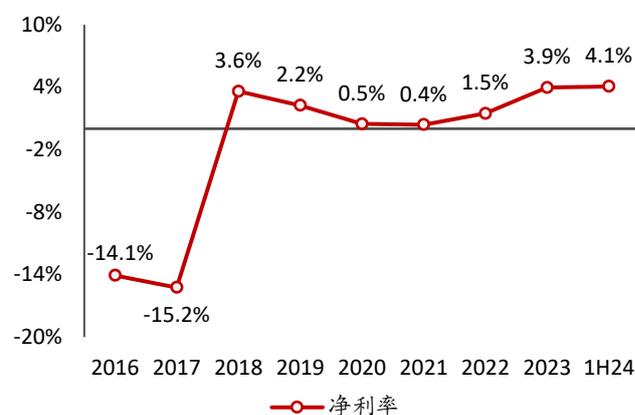
净利率呈上升态势。 1) **毛利率**：2019 年以来，公司毛利率稳定，其中，2022 年，公司毛利率同比下降 3.0ppt，主要系船舶造修及海洋工程业务等成本上涨影响所致。 2) **净利率**：2022~2023 年，公司净利率呈上升态势，未来随着中高端产品占比提升，高价船订单交付同时成本压力缓解，公司盈利能力有望持续提升。

图50：2016~1H24 中国船舶毛利率及趋势



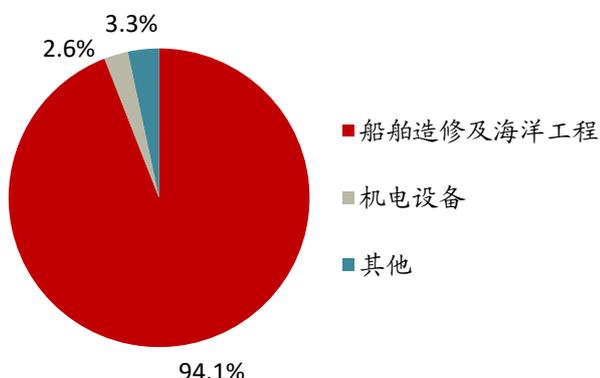
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图51：2016~1H24 中国船舶净利率及趋势

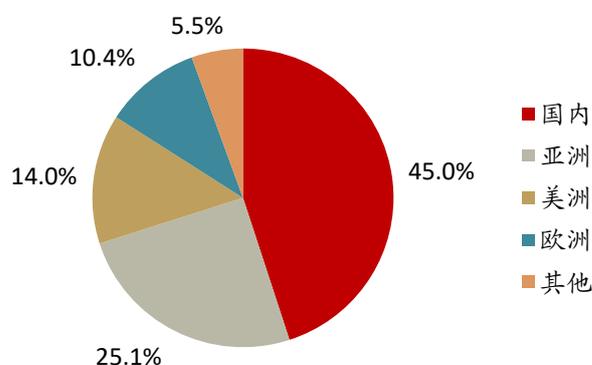


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

2023 年船舶造修及海工营收占比 94%。1) **分业务**：2023 年，船舶造修及海洋工程业务贡献最主要营收，营收占比达到 94.1%。该业务实现营收 704.2 亿元，同比增加 40.9%，近年来，船舶行业经济运行效益明显改善，全球新造船市场需求活跃，船企新接订单大增，克拉克森新船价格指数连续三年上涨，公司年度内交付船舶数量及单船平均价格均有所上升。钢板价格经历了 2021 年快速上涨及高位运行，2022 年下半年逐渐回落，但由于公司产品建造周期较长，2023 年交付的船舶备货期内钢价仍处于高位，同时随着船价上涨及订单增长，船舶配套设备价格也有一定幅度的上涨，伴随劳动力成本刚性上涨等因素的综合影响，一定程度上抵消了船价上涨带来的利润空间。2) **分地区**：2023 年，公司国内营收占比为 45.0%，其次是亚洲、美洲、欧洲，营收占比分别是 25.1%、14.0%、10.4%。

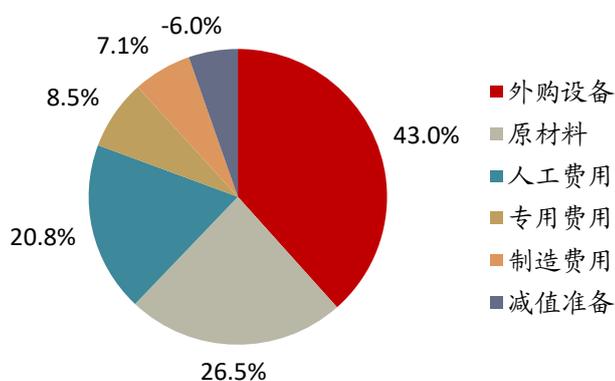
图52：2023 年中国船舶营收结构：分业务


资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

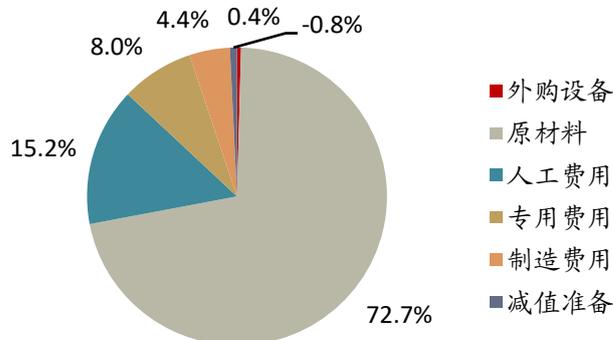
图53：2023 年中国船舶营收结构：分地区


资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

2023 年船舶造修及海工成本主要是外购设备。1) **船舶造修及海洋工程**：2023 年，船舶造修及海洋工程成本主要由外购设备、原材料和人工费用构成，其中，外购设备在船舶造修及海洋工程成本中占比最高，达到 43.0%；原材料成本占比为 26.5%；人工费用成本占比为 20.8%。2) **机电装备**：2023 年，原材料在机电装备成本中占比最高，达到 72.7%，为成本最主要组成部分。

图54：2023 年中国船舶成本结构：船舶造修及海工


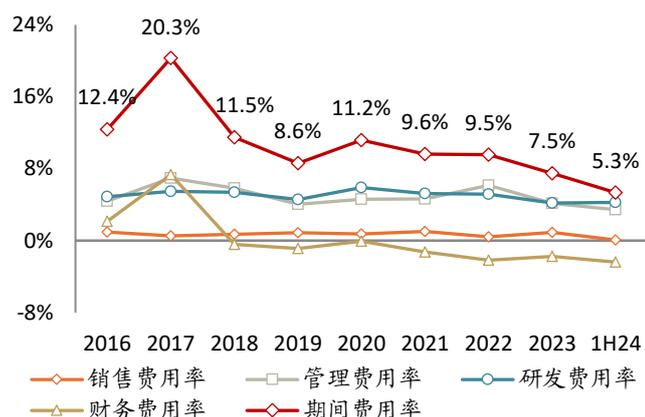
资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

图55：2023 年中国船舶成本结构：机电装备


资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

费用管控能力提升；坚持科技创新引领。1) 期间费用率：2016~2023 年，公司期间费用率由 12.4%减少 4.9ppt 至 7.5%，公司持续加强费用管控，提升效益颇具成效。**2) 研发：**2018~2023 年，公司研发费用率较保持在 4.0%以上，公司近四年研发投入年均保持在 30 亿元以上，为巩固主业发展优势和提高市场竞争力增添动能，内生发展动力活力更加强劲。

图56：2016~1H24 中国船舶期间费用率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

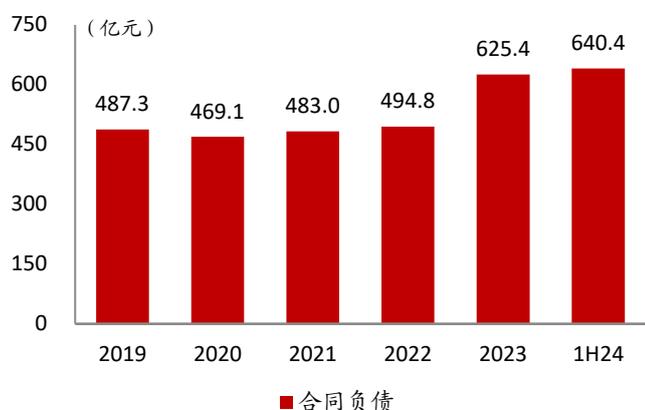
图57：2018~1H24 中国船舶研发费用及研发费用率



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

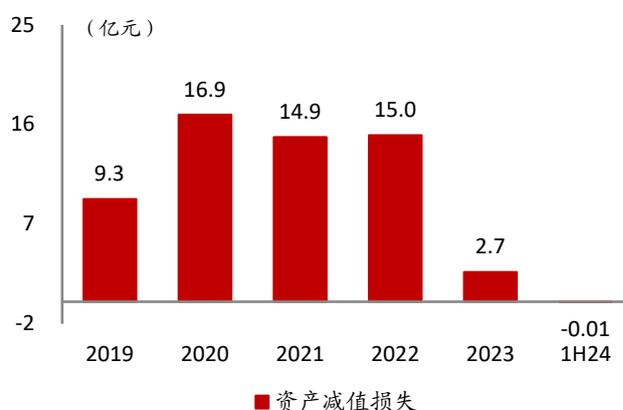
2023~1H24 合同负债持续增加。1) 合同负债：2019~2022 年底，公司合同负债保持在 450~500 亿元的水平，2023 年底合同负债较年初增长 26.4%至 625.4 亿元，主要系新签订单收到较多节点款所致。截至 2024 年 6 月 30 日，公司合同负债为 640.4 亿元。**2) 资产减值损失：**2019~2023 年，公司均计提了资产减值损失，其中，2023 年计提损失同比减少 82.2%，主要系公司所属的船舶建造企业原签署的低价值订单逐步完工交付，新签订单因船舶市场价格回升，相应亏损合同义务金额同比减少所致。

图58：2019~1H24 中国船舶合同负债



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图59：2019~1H24 中国船舶资产减值损失

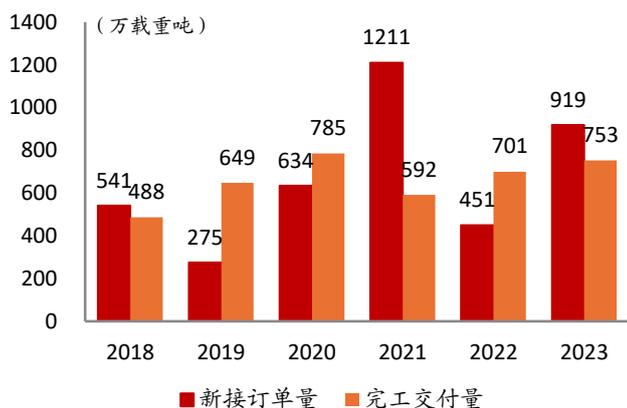


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

4.3.3 中高端绿色船型不断涌现；订单结构改善

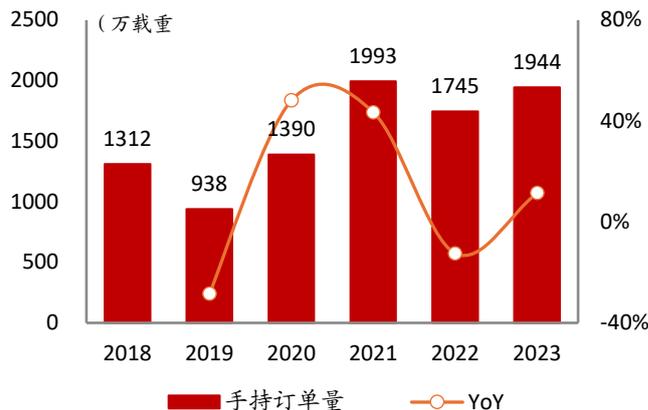
中高端绿色船型不断涌现；手持订单结构有所改善。当前我国船舶工业保持良好发展态势，造船三大指标实现全面增长，国际市场份额保持全球领先。回顾 2023 年，公司手持订单结构不断改善，中高端绿色船型不断涌现，转型升级成效明显。展望 2024 年，全球航运业绿色低碳转型速度加快，以能源运输为主的海运贸易格局重构，全球优质造船产能供给趋紧，对新造船市场形成有利支撑。

图60：2018~2023 年中国船舶民船新接订单及完工量



资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

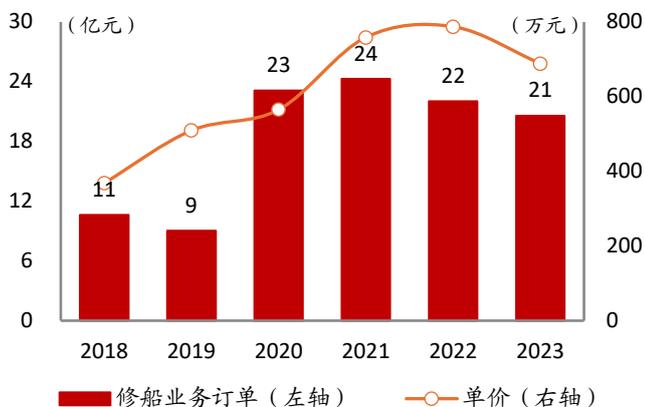
图61：2018~2023 年底中国船舶手持民船订单及增速



资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

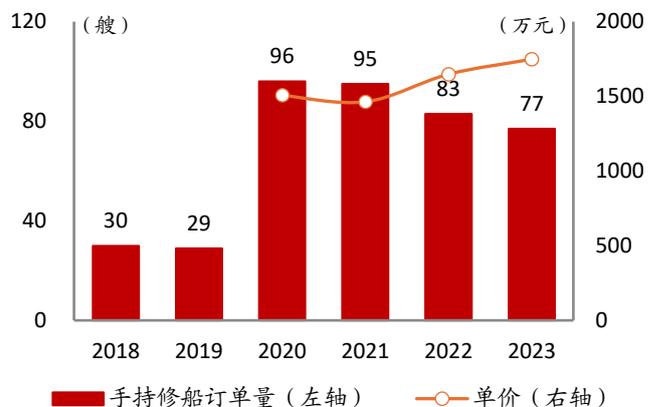
修船业务单价呈上涨趋势。1) 2018~2023 年，公司新接修船业务订单规模由 10.62 亿元增长至 20.58 亿元，修船业务订单量波动较大，分别是 288 艘、177 艘、409 艘、320 艘、280 艘、299 艘，单价总体呈上升态势。2) 2018~2023 年底，公司手持修船订单量由 30 艘增长至 77 艘，其中，2021 年以来手持订单量有所下滑，但单价呈上升态势。

图62：2018~2023 年中国船舶修船新接订单及单价



资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

图63：2018~2023 年底中国船舶手持修船订单及单价



资料来源：中国船舶公告，民生证券研究院

4.3.4 盈利预测假设与业务拆分

1) 船舶造修及海洋工程：2023 年营收同比增速较高主要系公司交付船舶数量及单船均价均上升所致，剔除外高桥造船收回 4 座海工平台尾款并确收 59.27 亿元的影响，2023 年船舶造修及海洋工程营收同比增长 29.01%至 644.93 亿元。我们认为，全球新造船市场需求活跃，船企新接订单大增，船舶造修及海洋工程业务将保持稳步增长，预计 2024~2026 年分别实现营收 780.75/865.52/959.32 亿元，同比增速分别是 10.87%/10.86%/10.84%。2024 年以来，在船厂手持订单充足、可用船位供应有限等因素支撑下，新船价格持续上涨，船舶造修及海洋工程毛利率将持续提升，预计 2024~2026 年毛利率分别是 12.98%/15.49%/16.72%。

2) 机电设备：2022~2023 年营收同比下滑主要系公司主要项目完结所致。我们预计，2024~2026 年机电设备业务将在现有基础上保持小幅增长，分别实现营收 19.49/19.71/19.93 亿元，同比增速分别是 1.11%/1.11%/1.11%；毛利率预计稳中有升，分别是 15.50%/16.00%/16.30%。

3) 动力装备：2022 年，公司以持有的中船动力集团 63.77%股权出资认购中船柴油机 31.63%的股权，交易完成后，中船动力集团不再并表。

表1：中国船舶分产品营业收入（百万元）及同比增速预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
船舶造修及海洋工程	47121.62	50089.47	49991.21	70420.33	78074.53	86551.50	95931.87
同比增速	159.07%	6.30%	-0.20%	40.87%	10.87%	10.86%	10.84%
机电设备	3209.63	4075.61	2737.01	1927.76	1949.16	1970.79	1992.67
同比增速	113.97%	26.98%	-32.84%	-29.57%	1.11%	1.11%	1.11%
动力装备	3623.81	6147.41	4979.88	-	-	-	-
同比增速	-8.46%	69.64%	-18.99%	-100.00%	-	-	-
其他业务	1288.49	-572.06	1849.63	2490.42	2747.68	3056.40	3426.87
同比增速	-352.01%	-144.40%	-423.33%	34.64%	10.33%	11.24%	12.12%
营业收入（合计）	55243.54	59740.43	59557.74	74838.50	82771.37	91578.70	101351.40
同比增速	4.91%	8.14%	-0.31%	25.81%	10.60%	10.64%	10.67%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测

表2：中国船舶分产品毛利（百万元）及毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
船舶造修及海洋工程	4370.89	4503.04	2954.48	7133.58	10135.32	13405.42	16040.61
毛利率	9.28%	8.99%	5.91%	10.13%	12.98%	15.49%	16.72%
机电设备	348.57	456.47	233.47	291.48	302.12	315.33	324.81
毛利率	10.86%	11.20%	8.53%	15.12%	15.50%	16.00%	16.30%
动力装备	920.08	966.37	667.80	-	-	-	-
毛利率	25.39%	15.72%	13.41%	-	-	-	-
其他业务	278.70	405.82	670.10	484.55	1010.17	1108.65	1224.42
毛利率	21.63%	-70.94%	36.23%	19.46%	36.76%	36.27%	35.73%
毛利润（合计）	5918.24	6331.71	4525.85	7909.61	11447.61	14829.40	17589.83
毛利率	10.71%	10.60%	7.60%	10.57%	13.83%	16.19%	17.36%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2024~2026年归母净利润分别是51.66亿元、78.13亿元、100.20亿元，同比增速分别是74.7%、51.2%、28.2%；当前股价对应2024~2026年PE分别是30x/20x/16x。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

风险提示：产品无法按期交付、原材料价格波动、汇率波动等。

表3：中国船舶盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	74,839	82,771	91,579	101,351
增长率（%）	25.8	10.6	10.6	10.7
归属母公司股东净利润（百万元）	2,957	5,166	7,813	10,020
增长率（%）	1614.7	74.7	51.2	28.2
每股收益（元）	0.66	1.16	1.75	2.24
PE	53	30	20	16
PB	3.2	3.0	2.6	2.3

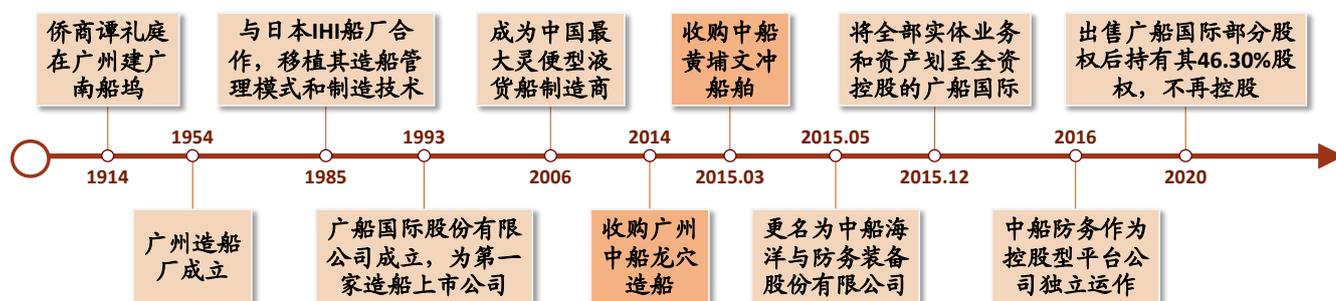
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测；（注：股价为2024年09月02日收盘价）

4.4 中船防务：中国船舶集团下属大型造船骨干企业

4.4.1 大型综合性海洋与防务装备企业集团

资产重组成为大型综合性海洋与防务装备企业集团。中船防务是中国船舶集团下属的大型造船骨干企业之一，前身是广州广船国际股份有限公司。公司于1993年在上海和中国香港上市，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，中船防务分别在2014年和2015年收购了中船龙穴造船、中船黄埔文冲船舶，完成对中船集团在华南地区优质造船资产的整合，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。

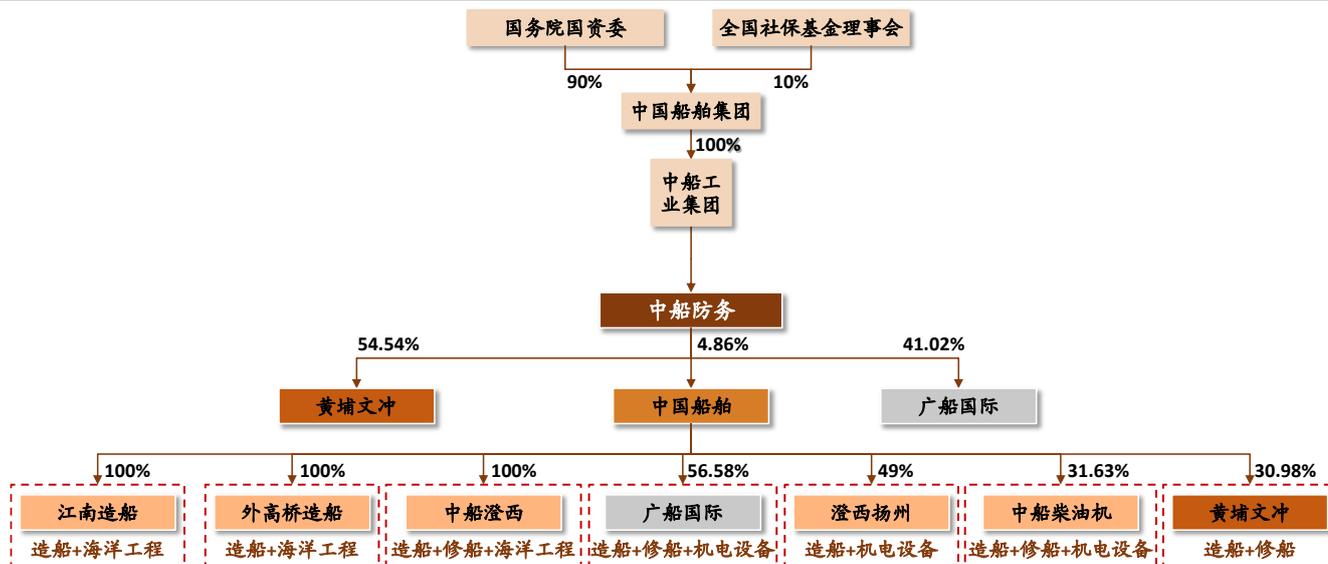
图64：中船防务发展历程：经历资产重组成为大型综合性海洋与防务装备企业集团



资料来源：中船防务官网，民生证券研究院

公司实控人是中国船舶工业集团。截至2023年12月31日，公司在职员工数量合计为6974人。截至2024年6月30日，公司总资产为501亿元；净资产为184亿元。中国船舶工业集团是公司的控股股东及实际控制人。

图65：中船防务（600685.SH）股权结构：中船工业集团是公司的控股股东及实控人

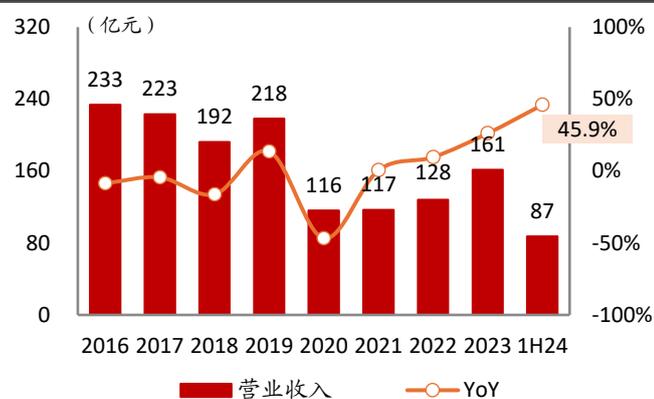


资料来源：wind, ifind, 中船防务公告，民生证券研究院 注：数据统计截至2024年06月30日

4.4.2 1H24 营收/归母净利润同比增长 46%/1059%

2021 年以来营收规模及同比增速均逐年增加。1) 2020 年, 公司营收同比减少 46.8%, 降幅较大的原因是公司完成广船国际股权处置工作, 全年营收仅合并广船国际 1~2 月的数据, 同时船市持续低迷、汇率波动等因素对营收确认产生综合影响。2) 2021~2023 年, 公司营收及同比增速均呈逐年增长态势。3) 2016~2023 年, 公司归母净利润波动较大, 联营企业投资收益系主要影响因素。其中, 2020 年, 归母净利润同比大幅增长 567.9% 至 36.6 亿元, 主要系公司处置广船国际股权确认投资收益 33.9 亿元、处置澄西扬州股权确认投资收益 3.2 亿元所致。2023 年, 归母净利润同比下降 93.0%, 主要系公司对联营企业的投资收益同比减少的影响所致。

图66: 2016~1H24 中船防务营收及同比增速



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

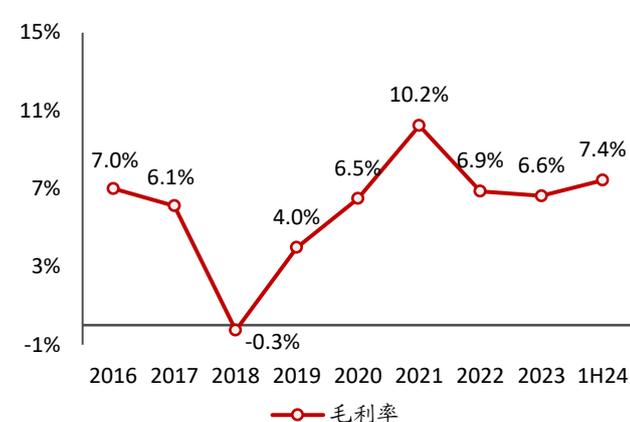
图67: 2016~1H24 中船防务归母净利润及同比增速



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

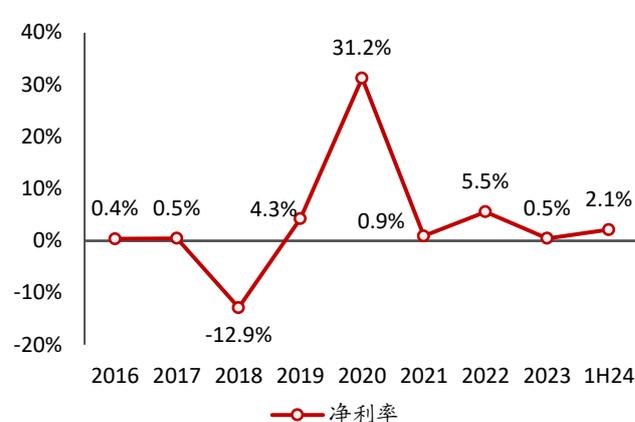
1H24 毛利率/净利率同比有所明显。1) 毛利率: 2016 年以来毛利率波动较大, 主要系成本及产品结构的影响所致, 1H24 毛利率同比增加 1.2ppt 至 7.4%。2) 净利率: 波动趋势基本和归母净利润一致, 1H24 净利率同比增加 1.8ppt 至 2.1%, 主要系生产效率整体得到提升, 产品毛利同比增加所致。

图68: 2016~1H24 中船防务毛利率及趋势



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

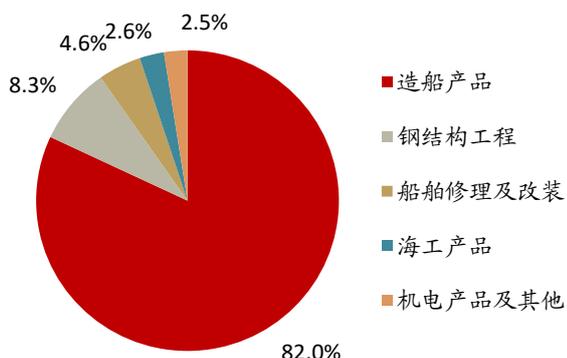
图69: 2016~1H24 中船防务净利率及趋势



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

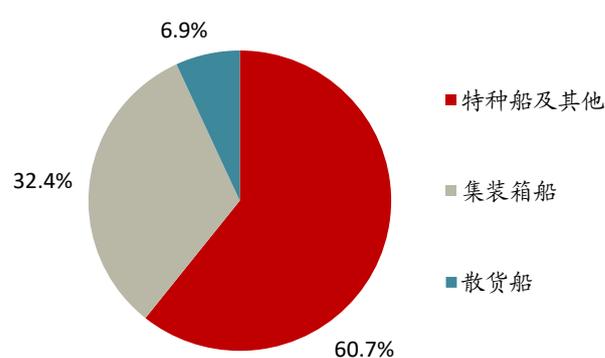
造船产品贡献主要营收；2023 年营收占比 82%。 1) 2023 年，造船产品贡献公司主要的营收，占比达到 82.0%，其中，特种船及其他营收占比 60.7%、集装箱船营收占比 32.4%、散货船营收占比 6.9%。2) 钢结构工程、船舶修理及改装、海工产品和机电产品及其他营收占比分别是 8.3%、4.6%、2.6%和 2.5%。

图70：2023 年中船防务营收结构



资料来源：中船防务公告，民生证券研究院

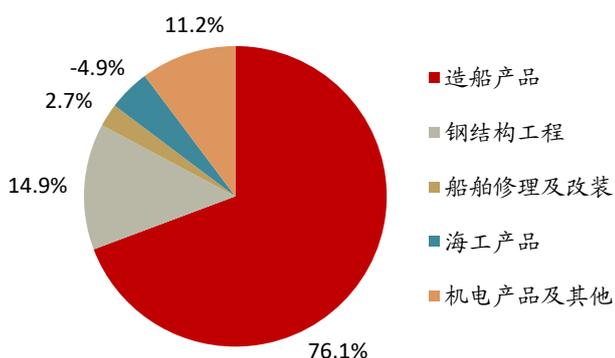
图71：2023 年中船防务造船产品营收结构



资料来源：中船防务公告，民生证券研究院

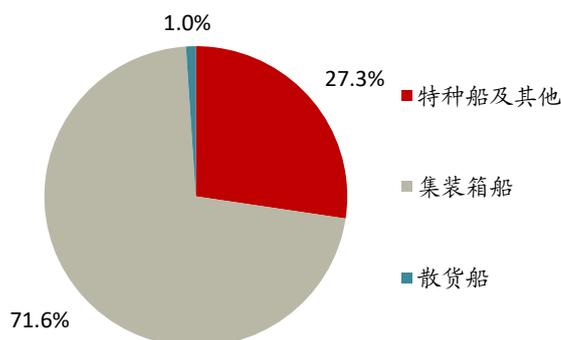
造船产品贡献主要毛利；2023 年毛利占比 76%。 1) 2023 年，造船产品贡献公司主要的毛利，占比达到 76.1%，其中，特种船及其他毛利占比 27.3%、集装箱船毛利占比 71.6%、散货船毛利占比 1.0%。特种船及其他营收占比最高，但毛利占比较低，主要系其毛利率为 2.8%，较集装箱船的 13.6%更低。2) 钢结构工程、船舶修理及改装和机电产品及其他营收占比分别是 14.9%、2.7%、11.2%。3) 2023 年，海工产品毛利率为-12.4%，同比减少 22.7ppt，主要系主要建造产品为天然气水合物钻采船，且该船舶为首制产品，研发投入和建造成本均较高。

图72：2023 年中船防务毛利结构



资料来源：中船防务公告，民生证券研究院

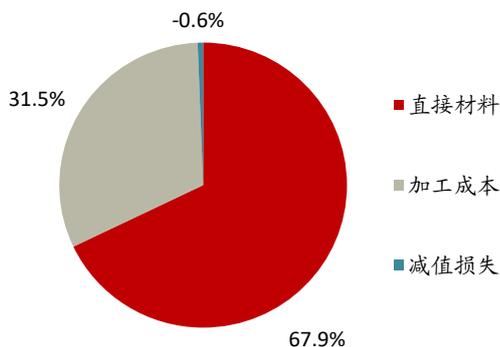
图73：2023 年中船防务造船产品毛利结构



资料来源：中船防务公告，民生证券研究院

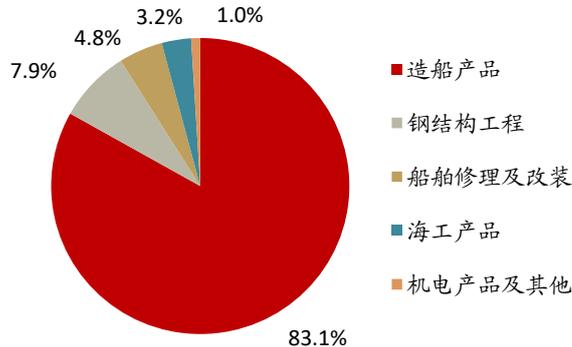
直接材料为最主要的成本；造船产品成本占比高。 1) 分科目：公司船舶行业成本主要由直接材料、加工成本、减值损失三部分构成，2023 年，直接材料占比接近 70%，为最主要的成本。2) 分业务：2023 年，船舶行业的成本中，造船产品成本占比最高，达到 83.1%。

图74：2023年中船防务成本结构：分科目



资料来源：中船防务公告，民生证券研究院

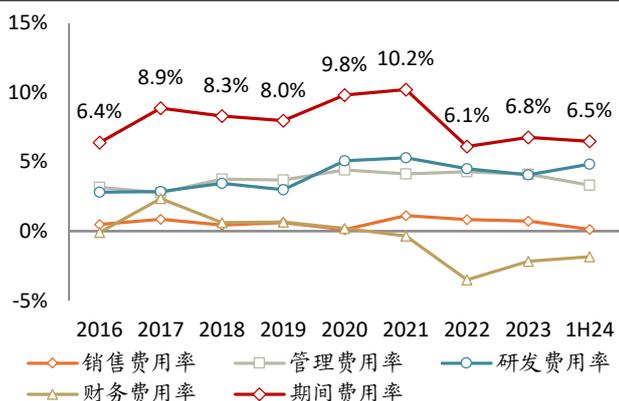
图75：2023年中船防务成本结构：分业务



资料来源：中船防务公告，民生证券研究院

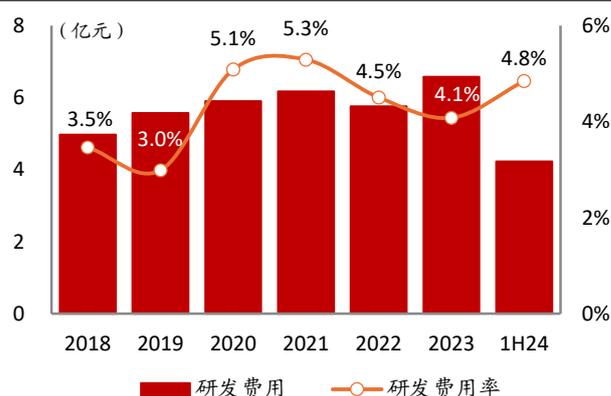
新增科研立项，2023年研发投入同比增长14%。1) 期间费用率：2016~2021年，期间费用率总体有所增加；2022年，期间费用同比减少34.3%至7.8亿元，期间费用率同比减少4.1ppt至6.1%，主要系保修费减少、汇兑收益增加等综合影响所致。2) 研发：2020~2023年，公司研发费用率保持在4.0%以上。

图76：2016~1H24中船防务期间费用率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

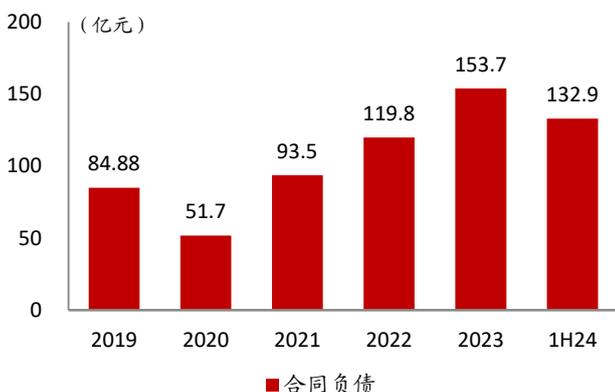
图77：2018~1H24中船防务研发费用及研发费用率



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

合同负债以造船产品为主。1) 2021~2023年，公司合同负债呈逐年上升趋势。2) 2021~2023年，公司经营活动现金流保持净流入。

图78：2019~1H24中船防务合同负债



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图79：2016~1H24中船防务经营活动净现金流



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

4.4.3 盈利预测假设与业务拆分

1) 造船产品：2023 年营收同比增速较高主要系随着系列船批量生产，产品生产周期逐步缩短，同时公司加强生产节奏把控，多艘产品提前实现交付所致。我们认为，全球新造船市场需求活跃，船企新接订单大增，公司造船产品将保持稳步增长，预计 2024~2026 年分别实现营收 158.56/187.53/217.67 亿元，同比增速分别是 19.81%/18.27%/16.07%。随着使用低价钢板的船陆续交付及产品结构逐步优化，造船产品毛利率将持续提升，预计 2024~2026 年毛利率分别是 8.26%/9.23%/10.06%。

2) 海工产品：历史上营收波动较大，2023 年营收同比下滑主要系公司主要建造产品为天然气水合物钻采船，该船舶为首制产品，研发投入和建造成本均较高。2024 年上半年，浮式生产储油卸油装置 (FPSO)、浮式液化天然气生产装置 (FLNG) 等大额生产平台订单陆续落地，据克拉克森数据统计，2024 年 1~6 月，全球海工市场共成交订单 72 座/艘、157 亿美元，订单金额同比增长 59%，海工市场成交额攀升。我们预计，2024~2026 年公司海工产品也将受益于行业增长，同时随着产品建设稳定，迎来恢复式增长，分别实现营收 4.65/5.35/6.05 亿元，同比增速分别是 10.00%/15.00%/13.00%；随着研发投入及建造成本的减少，毛利率预计有所好转，分别是 -10.00%/-9.00%/-8.00%。

3) 钢结构工程：2023 年，钢结构工程营收同比下滑但是毛利率同比增长，主要系公司调整钢结构业务产业布局，收紧桥梁类业务承接力度，加大海上风电钢结构市场承接。我们预计，钢结构工程规模将保持小幅稳定增长，2024~2026 年营收分别是 14.09/14.80/15.54 亿元，同比增速分别是 5.00%/5.00%/5.00%；毛利率在产品结构优化后将保持在较高的水平，预计 2024~2026 年分别是 11.90%/11.90%/11.90%。

4) 船舶修理及改装：2023 年，营收同比减少的主要原因是 2022 年船舶改装市场业务需求量较大，2023 年趋于平稳；毛利率增长的主要原因是船舶修理板块内部细分调整，增加了外轮的修理占比。我们预计，2024~2026 年船舶修理及改装规模将保持小幅稳定增长，营收分别是 7.81/8.20/8.61 亿元，同比增速分别是 5.00%/5.00%/5.00%；毛利率预计平稳，保持 2023 年的水平，2024~2026 年分别是 3.91%/3.91%/3.91%。

5) 机电产品及其他：2023 年，收入同比减少的主要原因是船舶市场持续向好，部分用于租赁的船舶产品实现销售，船舶租赁业务收入减少；毛利率同比增加较多的主要原因是受美元汇率升值影响，中国香港船舶租赁业务收入毛利率同比增长。我们认为，船舶市场向好趋势将持续，配套产品将充分受益于行业总体繁荣发展，2024~2026 年机电产品及其他将持续增长，分别实现营收 2.08/2.24/2.47 亿元，同比增速分别是 5.00%/8.00%/10.00%；毛利率预计平稳，保持在 2021~2023 年平均水平，2024~2026 年分别是 25.00%/25.00%/25.00%。

表4：中船防务分产品营业收入（百万元）及营收同比增速、毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
造船产品	9459.43	9192.16	7879.95	13234.15	15856.27	18752.55	21766.98
同比增速	-42.60%	-2.83%	-14.28%	67.95%	19.81%	18.27%	16.07%
毛利率	3.63%	9.22%	7.62%	6.15%	8.26%	9.23%	10.06%
海工产品	-292.33	355.97	1075.09	422.97	465.27	535.06	604.62
同比增速	-122.13%	-221.77%	202.01%	-60.66%	10.00%	15.00%	13.00%
毛利率	0.34%	0.69%	10.28%	-12.42%	-10.00%	-9.00%	-8.00%
钢结构工程	1622.94	1637.31	1534.67	1342.26	1409.37	1479.84	1553.83
同比增速	-19.33%	0.89%	-6.27%	-12.54%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	9.82%	10.68%	4.75%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%
船舶修理及改装	449.24	123.76	1892.92	744.01	781.21	820.27	861.29
同比增速	-56.90%	-72.45%	1429.49%	-60.70%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	18.46%	7.87%	0.53%	3.91%	3.91%	3.91%	3.91%
机电产品及其他	158.09	144.69	200.60	197.86	207.75	224.37	246.81
同比增速	-78.21%	-8.47%	38.64%	-1.37%	5.00%	8.00%	10.00%
毛利率	34.93%	36.41%	12.64%	25.77%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	211.09	217.69	211.90	204.70	210.84	217.16	223.68
同比增速	-14.68%	3.13%	-2.66%	-3.40%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	53.90%	49.23%	27.83%	33.71%	33.71%	33.71%	33.71%
营业收入（合计）	11608.46	11671.59	12795.12	16145.95	18930.71	22029.26	25257.21
同比增速	-46.82%	0.54%	9.63%	26.19%	17.25%	16.37%	14.65%
毛利率	6.49%	10.23%	6.86%	6.63%	8.37%	9.17%	9.88%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2024~2026年归母净利润分别是6.01亿元、10.40亿元、15.59亿元，同比增速分别是1150.8%、73.1%、49.9%；当前股价对应2024~2026年PE分别是59x/34x/23x。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

风险提示：原材料价格波动及人工成本上涨、利率波动、汇率波动、客户违约等。

表5：中船防务盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,146	18,931	22,029	25,257
增长率（%）	26.2	17.2	16.4	14.7
归属母公司股东净利润（百万元）	48	601	1,040	1,559
增长率（%）	-93.0	1150.8	73.1	49.9
每股收益（元）	0.03	0.43	0.74	1.10
PE	735	59	34	23
PB	2.2	1.9	1.8	1.7

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测；（注：股价为2024年09月04日收盘价）

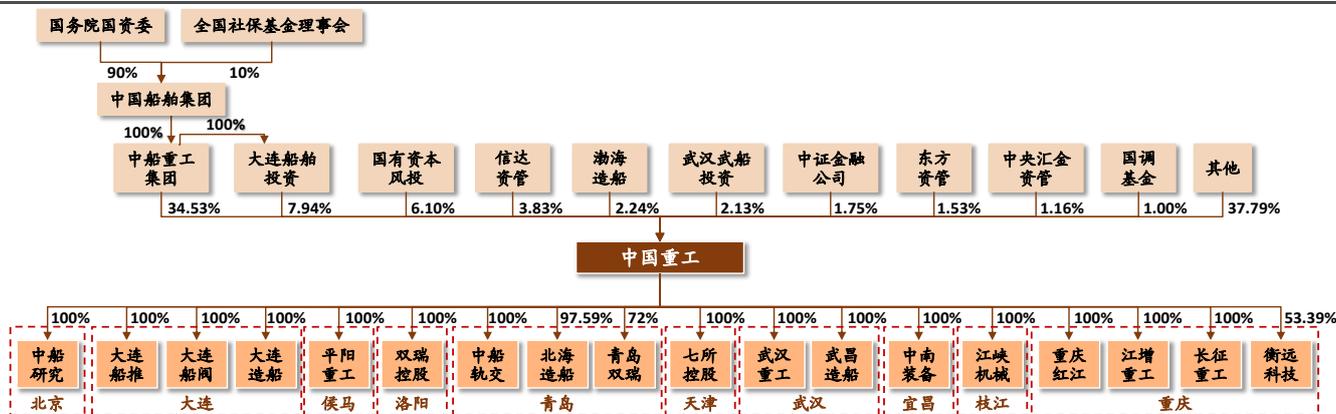
4.5 中国重工：中船集团的船舶制造核心企业之一

4.5.1 我国船舶制造龙头之一

国内领先的海洋防务装备上市公司。中国重工是经国务院国资委批准，由中国船舶重工集团公司、鞍山钢铁集团公司、中国航天科技集团公司作为发起人，以发起设立方式成立的股份有限公司。中国重工为舰船研发设计制造上市公司，**1) 业务板块：**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板块。**2) 核心产品：**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的研发设计制造等。作为海军装备的主要供应商，公司防务领域产品主要包括航空母舰、潜艇、大中小型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、辅助舰船等。民品业务领域主要包括散货船、集装箱船、油船、气船、海工船、科考船及其他装备等。

中船重工集团是第一大股东。截至 2023 年 12 月 31 日，公司直接/间接持股 78 家子公司；在职员工的数量合计为 30483 人。截至 2024 年 6 月 30 日，中船重工集团持有公司 34.53% 股份，是公司的第一大股东。公司总资产为 2020 亿元；净资产为 838 亿元。

图80：中国重工股权结构：中船重工集团是第一大股东，持股 34.53%



资料来源：wind, ifind, 中国重工公告, 民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 06 月 30 日

图81：中国重工主营业务：海洋防务及海洋开发装备（海巡 06；左图）；海洋运输装备（长祥洲轮；右图）

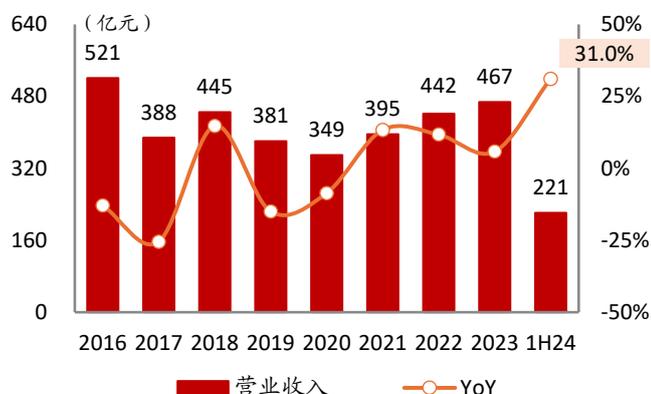


资料来源：中国重工官网, 民生证券研究院

4.5.2 产品交付结构改善；盈利能力呈提升态势

船舶大周期开启；2023~1H24 业绩持续向好。2021~2023 年，公司营收呈逐年上涨趋势，但是归母净利润波动较大。其中，1) 2022 年，公司亏损 22.1 亿元，主要系公司计提大额资产减值准备 18.7 亿元所致，同时，子公司武昌造船在 2021 年收到土地补偿款并确认资产处置收益 10.5 亿元，2022 年无该类大额资产处置收益。2) 2023 年，公司减亏，主要系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，新交付产品的毛利率有所改善所致。1H24，公司营收同比增长 31.0%至 221.0 亿元；归母净利润同比增长 177.1%至 5.3 亿元，营收端持续向好；业绩端实现同比大幅增长。

图82：2016~1H24 中国重工营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

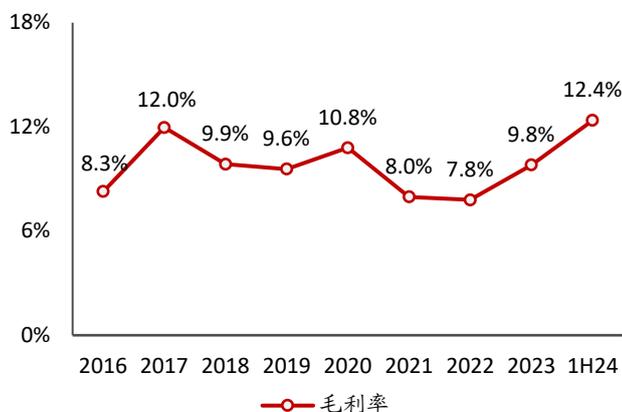
图83：2016~1H24 中国重工归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

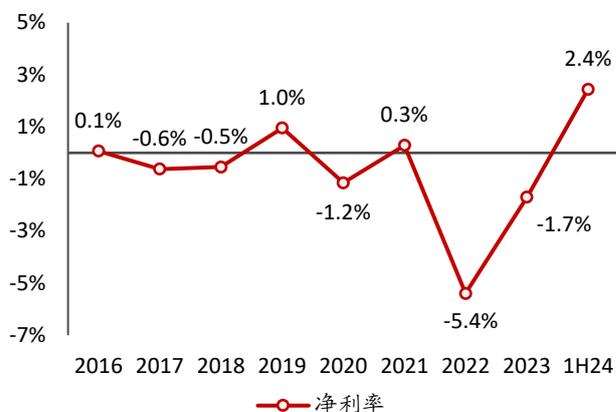
毛利率总体稳定；净利率呈上升趋势。1) **毛利率**：2023 年，公司毛利率提升明显，主要系公司以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付，新交付产品的毛利率有所改善所致。2) **净利率**：公司净利率波动较大，主要系净利润受减值损失等影响较大。

图84：2016~1H24 中国重工毛利率及趋势



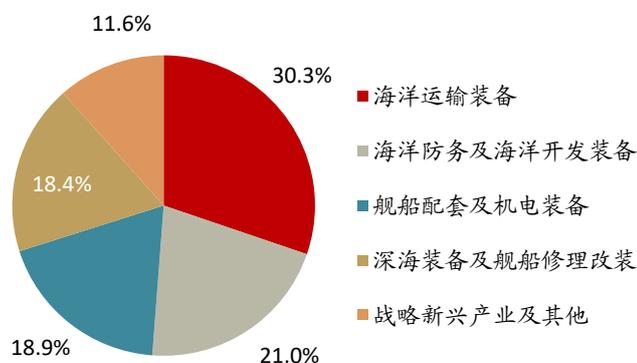
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图85：2016~1H24 中国重工净利率及趋势

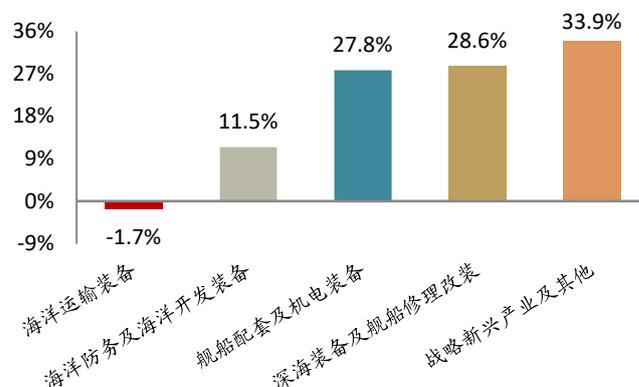


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

海洋运输装备贡献主要营收，但利润较差。2023年，1) **海洋运输装备**：贡献公司主要营收，营收占比是30.3%。2019年以来，海洋运输装备毛利率持续为负值，2023年同比有所改善，主要系改善以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付，新交付产品的毛利率有所改善，同时公司持续推进成本工程，加强成本精细化管控，进一步推动提质增效。2) **海洋防务及海洋开发装备**：营收占比为21.0%，毛利润占比为11.5%。3) **舰船配套及机电装备**：营收占比为18.9%，毛利润占比为27.8%。4) **深海装备及舰船修理改装**：营收占比为18.4%，毛利润占比为28.6%。5) **战略新兴产业及其他**：营收占比为11.6%，毛利润占比为33.9%，战略新兴产业毛利率较高，2023年为23.7%。公司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及智能装备等领域具有较强市场竞争力。

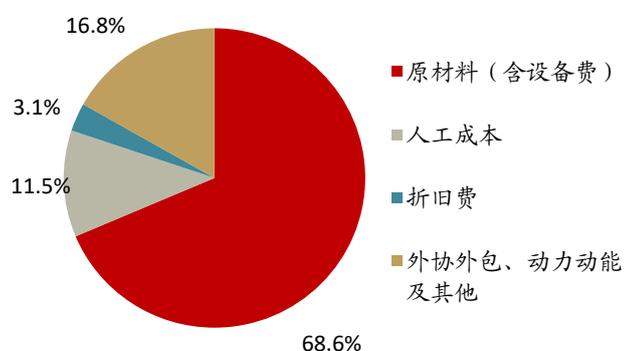
图86：2023年中国重工营收结构


资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

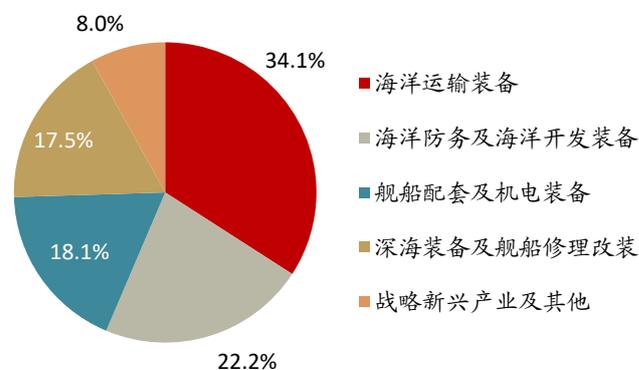
图87：2023年中国重工毛利结构


资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

2023年原材料成本占比接近70%。1) **分科目**：原材料(含设备费)为营业成本最主要的组成部分，2023年成本占比68.6%。2) **分业务**：海洋运输装备成本占比最高，为34.1%，海洋防务及海洋开发装备、舰船配套及机电装备次之，分别占比22.2%、18.1%。

图88：2023年中国重工成本结构：分科目


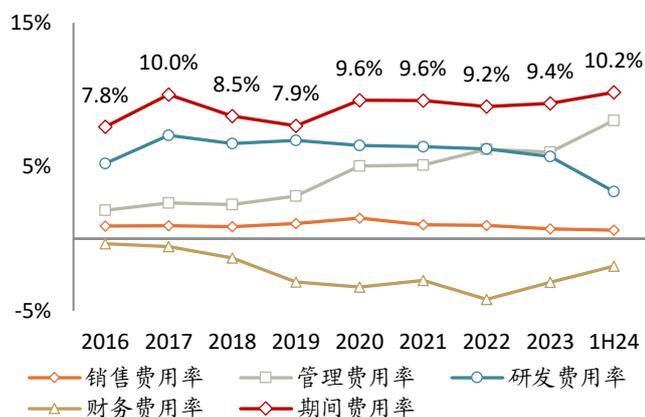
资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

图89：2023年中国重工成本结构：分业务


资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

期间费用率总体稳定；坚持科技创新引领。1) 期间费用率：2016~2023 年，公司期间费用率总体稳定，在 10.0%左右波动。**2) 研发：**2018~2023 年，公司研发费用率总体稳定，在 6.0%左右波动。

图90：2016~1H24 中国重工期间费用率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图91：2018~1H24 中国重工研发费用及研发费用率

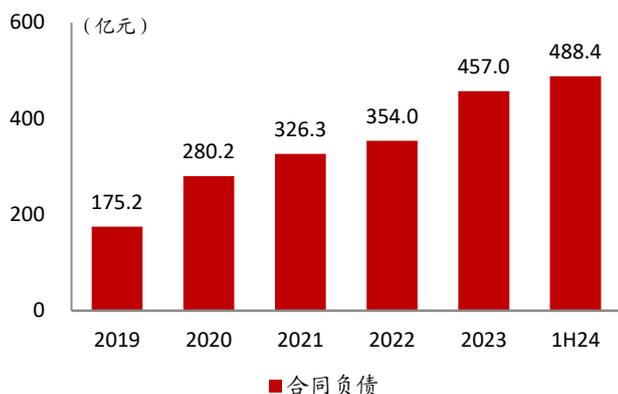


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

2019 年以来合同负债持续增加。2019~1H24, 公司合同负债持续增长, 2023 年底, 公司合同负债为 457.0 亿元, 其中, 与海洋防务及海洋开发装备相关占比为 31%; 与海洋运输装备相关占比为 41%; 与深海装备及舰船修理改装相关占比 23%; 与机电装备及其他相关占比为 5%。

2019~2023 年, 公司连续五年计提资产减值。1) 2019 年, 公司对部分在建船舶产品计提存货跌价准备 6.4 亿元; 2) 2020 年, 新造船市场成交低迷、原材料及人工供应链成本大幅上涨、人民币升值, 公司对部分手持合同计提了大额资产减值准备; 3) 2021 年, 船用钢板等大宗物资价格持续上涨, 公司对部分民船建造合同及存货资产计提减值准备; 4) 2022 年, 受行业环境、产业链供应链不稳定、综合成本上升、子公司武昌造船整体搬迁等多重因素的综合影响, 公司对部分民船建造合同及其他资产计提资产减值准备, 其中计提大额资产减值准备 18.7 亿元; 5) 2023 年, 公司对部分在手船舶建造产品计提了存货减值。

图92：2019~1H24 中国重工合同负债



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图93：2016~1H24 中国重工资产减值损失



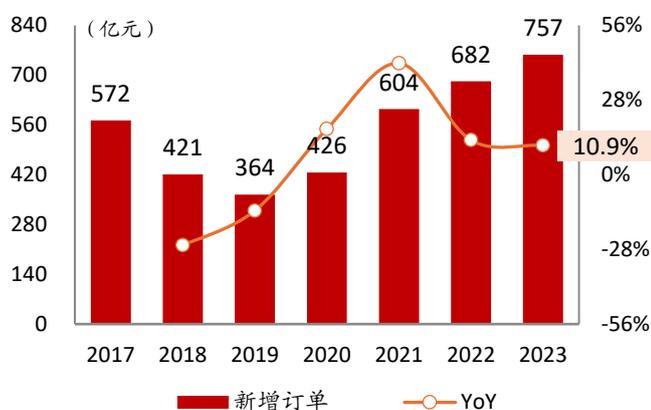
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

4.5.3 2023 年深海装备及舰船修理改装订单大增

产品结构持续优化，订单质量稳步提升。2017~2023 年，中国重工新接订单及年底手持订单规模呈“V”字形走势，同比增速角度看，2020~2023 年底，公司手持订单规模及同比增速均逐年增长。2023 年，公司共承接订单 757.1 亿元，同比增长 10.94%；手持订单 1506.4 亿元，同比增长 37.74%。具体看，2023 年，公司共承接民船 69 艘，835.2 万载重吨，新接订单以批量接单为主，手持订单中的中高端船型占比稳步提升，产品结构持续优化，订单质量稳步提升。

抓住油船、散货船需求增长时机；中高端绿色船舶产品占比提升。2023 年，中国重工在油船、散货船、LNG 船等优势主建船型领域实现连续批量接单。**1) 油船：**共承接各型油船 30 艘，占全年新接订单总艘数 43.5%；**2) 散货船：**共承接各型散货船 21 艘，艘数占比 30.4%；**3) LNG 船：**17.5 万 LNG 运输船再获 6 艘新船订单，占全球 LNG 船新接订单总艘数的 9.1%。子公司大连造船批量承接 LNG 运输船、11 万吨级油船、84500 载重吨多用途船、3.6 万载重吨大湖型散货船等优势船型，新接订单中，中高端绿色船舶产品金额占比约 60%。子公司北海造船共承接 10 艘 21 万吨氨 Ready 散货船，该型船手持订单量稳居全球首位，新接订单中，中高端绿色船舶产品金额占比超 80%。按艘数计大连造船、北海造船新接订单中批量订单占比均超 90%。

图94：2017~2023 年中国重工新增订单



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

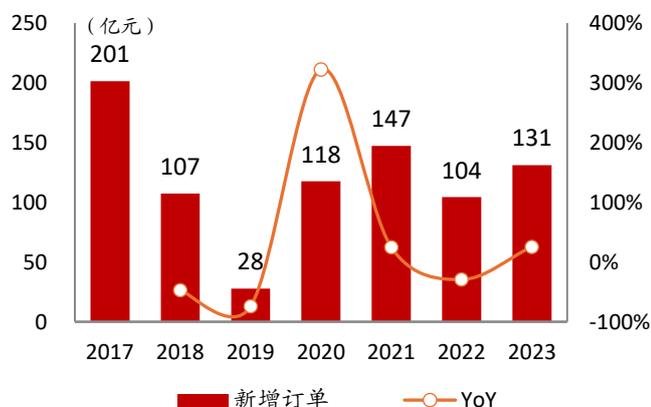
图95：2017~2023 年底中国重工手持订单



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

2023 年我国 FPSO 研制实现重大突破。分业务板块看，五大业务板块 2023 年底手持订单均较 2022 年底有所增加。**1) 海洋防务装备领域：**2023 年，武昌造船建造的国内首艘具有破冰功能的大型航标船“海巡 156”轮在天津列编，标志着我国目前排水量最大、综合性能最佳、智能化程度最高的大型航标船正式投入使用。**2) 海洋开发装备领域：**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；交付的 1000 吨级海上风电安装平台是中国首艘油电混合动力自航自升式风电安装平台。

图96：2017~2023年中国重工海洋防务及海洋开发装备新增订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

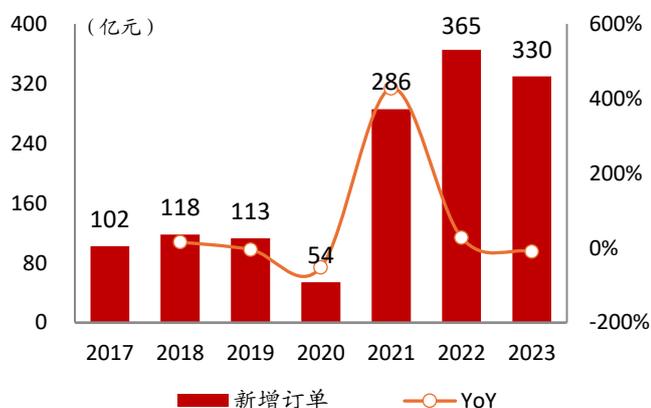
图97：2017~2023年底中国重工海洋防务及海洋开发装备手持订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

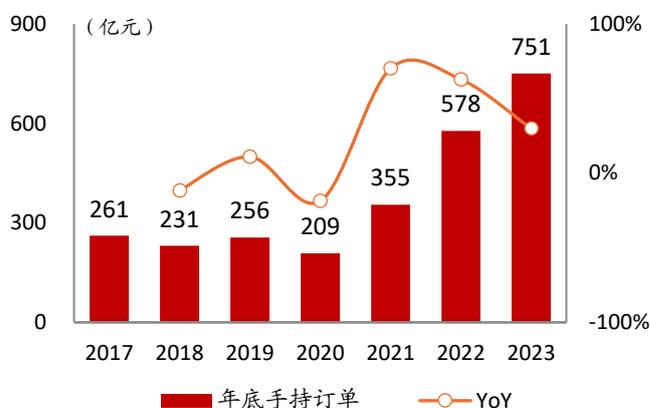
北海造船 21 万吨散货船手持订单量稳居全球首位。公司旗下拥有大连造船、武昌造船、北海造船等国际知名的现代化造船企业，业务覆盖船舶造修领域，形成了好望角型散货船、超大型矿砂船、超大型集装箱船、LR2 成品油船、VLCC、大型 LNG 运输船等多个优势船型。**1) 新接订单：**2023 年，公司共承接民船 69 艘，835.2 万载重吨，其中油船 30 艘，占新接订单 43.5%；散货船 21 艘，占 30.4%。大连造船全年新签 11 万吨油轮 16 艘，占全球新签 11 万吨油轮数量的 17%；北海造船全年新签 10 艘 21 万吨散货船，该船型手持订单量稳居全球首位。**2) 手持订单：**公司围绕绿色、智能技术船舶的研发应用，加快发展“高技术、高附加值”产品，优势船型新能源应用领先优势明显，产品结构持续优化升级。截至 2023 年 12 月 31 日，公司手持订单 1972.5 万载重吨，中高端、绿色船型占比进一步提升。手持订单中，动力形式覆盖常规型、氨预留型、甲醇预留型、LNG 双燃料型、甲醇双燃料型、氨双燃料型，初步形成了先进船型产品谱系。

图98：2017~2023年中国重工海洋运输装备新增订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

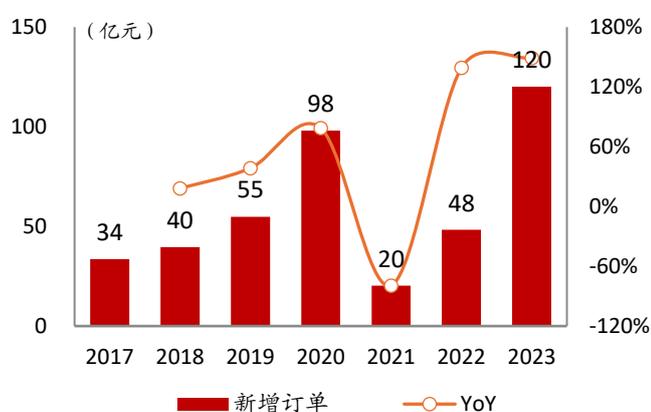
图99：2017~2023年底中国重工海洋运输装备手持订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

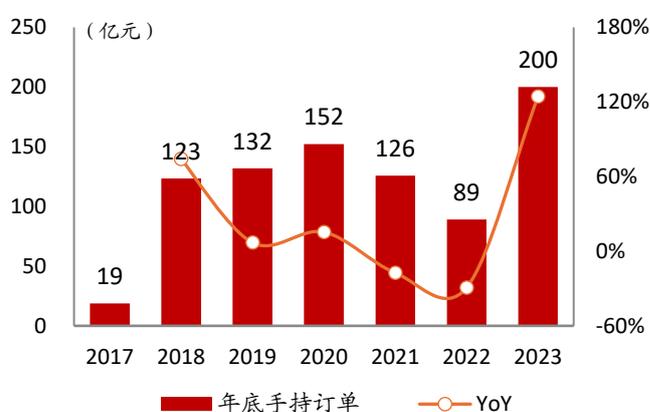
紧跟绿色转型趋势；修船业务向中高端转型。1) **深海装备**：2023年，国内深远海渔业养殖装备产业发展势头良好，公司抓住海洋强国战略实施机遇，研发水下作业装备、升级深海渔业装备，稳步推进深海养殖相关项目承接，在深海渔业装备建造方面取得成效。2) **船舶修理改装**：公司修船实力在全国居于领先地位，2023年，公司修理船舶 519 艘，修船产值稳步提升。公司紧跟绿色转型趋势，持续跟进头部航运公司甲醇双燃料船改装需求，承接了 4 艘马士基 EEE 系列、9 艘赫伯罗特 A13 系列绑扎桥加高项目和 2 艘甲醇双燃料改装项目，有力推动修船业务向中高端转型。2023 年，大连造船修船承接合同 15.7 亿元，同比增长 22.6%；北海造船修船承接合同 14.0 亿元，同比增长 37.3%。

图100：2017~2023 年中国重工深海装备及舰船修理改装新增订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

图101：2017~2023 年底中国重工深海装备及舰船修理改装手持订单及同比增速

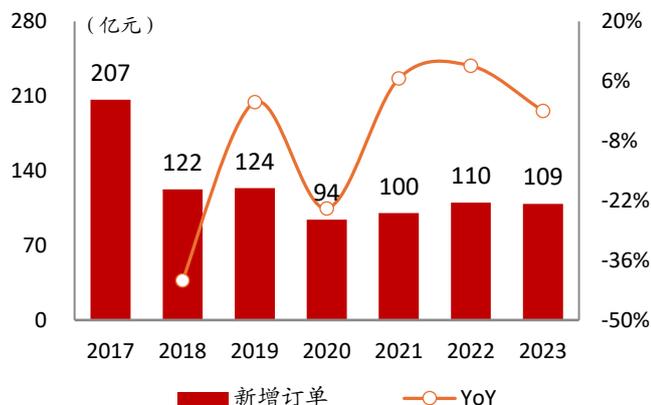


资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

船舶配套领域，公司拥有大连船推、大连船阀等多家舰船核心配套企业。2023年，1) **大连船推**：批量承接螺旋桨改换装业务，市场占有率达 50%以上。2) **大连船阀**：承接多艘集装箱船、养殖工船等项目全船蝶阀。3) **武汉重工**：低速机曲轴毛坯、大机锻件等配套生产能力逐步提升，“卡脖子”关重件低速机曲轴配套超规划产能。4) **重庆红江**：自主研发的大功率柴油机重油共轨系统分别在宁波中策 DN340R 及淄柴博洋 N350CR 大缸径柴油机上首次实现远洋船舶商品化应用。5) **江增重工**：取得 CTA 系列涡轮增压器挪威船级社型式认可证书，获得国际船舶行业准入资格。6) **中南装备**：FPSO 项目液压油缸系统通过巴西国家石油公司、新加坡吉宝、中集来福士等客户验收，使公司成为全球首个实现此类油缸开发的厂家。

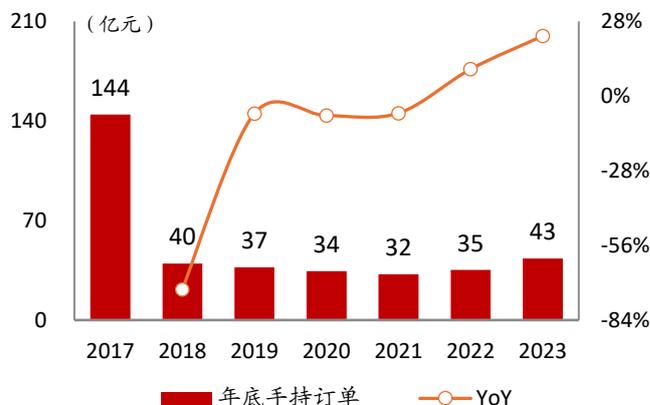
机电装备领域，公司产品涵盖石油石化等能源装备、水工装备等。2023年，1) **平阳重工**：交付第二套 8 米超大采高智能液压支架，为进入自主智能化产业市场奠定基础。2) **重庆长征**：集中承接国铁集团铁路货车订单 1950 辆。3) **江增重工**：签订公司首台盐行业百吨级蒸汽压缩机，拓宽 MVR 蒸汽压缩机市场领域；承接并开展碳捕集用二氧化碳压缩机设计，为进入碳捕集行业奠定了基础。4) **中南装备**：持续加强与哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯战略合作，加大国内钻具市场开发力度，实现对中石油的批量订货。

图102：2017~2023 年中国重工舰船配套及机电装备新增订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

图103：2017~2023 年底中国重工舰船配套及机电装备手持订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

不断开拓细分市场；培育新增长点。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，不断提高核心竞争力，开拓细分领域市场，逐步培育新经济增长点。**1) 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。**2) 船用清洁燃料供应系统领域：**青岛双瑞加快推进产业规模化发展，获 MSC、NYK、厦船、广船等多艘船用 LNG 供气系统 (FGSS) 订单，2023 年全球市场占有率达 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。**3) 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，特别是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104：2017~2023 年中国重工战略新兴产业及其他新增订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

图105：2017~2023 年底中国重工战略新兴产业及其他手持订单及同比增速



资料来源：中国重工公告，民生证券研究院

4.5.4 盈利预测假设与业务拆分

1) 海洋防务及海洋开发装备：2023 年，公司新增海洋防务及海洋开发装备订单 131.21 亿元；截至 2023 年 12 月 31 日，公司在手订单为 464.92 亿元。1H24，海洋防务及海洋开发装备板块业务营收同比快速增长 52.06%至 34.02 亿元，公司完工量增加，我们认为，2024~2026 年，海洋防务及海洋开发装备将保持相对高速的增长，延续 1H24 增长态势，预计分别实现营收 120.33/141.99/163.29 亿元，同比增速分别是 23.00%/18.00%/15.00%。随着公司生产效率提升，同时所交付产品附加值提升，我们预计海洋防务及海洋开发装备毛利率将呈提升态势，2024~2026 年分别是 6.50%/7.80%/8.20%。

2) 海洋运输装备：是公司营收占比最高的业务，2023 年，公司新增海洋运输装备订单 329.60 亿元；截至 2023 年 12 月 31 日，公司在手订单为 750.95 亿元。1H24，海洋运输装备营收同比快速增长 70.99%至 82.24 亿元，毛利率同比增加 6.39ppt 至 7.46%。公司强化生产组织管理，持续提升造船生产效率，交付产品增加，同时强化精益管理，加强成本管控，毛利水平实现提升。我们预计，海洋运输装备将延续 1H24 增长态势，在 2024~2026 年将分别实现营收 179.39/218.86/262.63 亿元，同比增速分别是 27.00%/22.00%/20.00%。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，新交付产品毛利率有所改善，我们预计海洋运输装备毛利率将持续有所改善，2024~2026 年分别是 4.60%/6.80%/9.00%。

3) 深海装备及舰船修理改装：2023 年，公司新增深海装备及舰船修理改装订单 120.13 亿元；截至 2023 年 12 月 31 日，公司在手订单为 200.15 亿元。我们认为，公司在手订单充裕，深海装备及舰船修理改装将实现较为高速的增长，预计 2024~2026 年分别实现营收 117.49/149.21/183.53 亿元，同比增速分别是 37.00%/27.00%/23.00%。公司持续推进成本工程，加强成本精细化管控，进一步推动提质增效，我们预计深海装备及舰船修理改装毛利率总体呈提升态势，2024~2026 年分别是 15.30%/15.80%/16.50%。

4) 舰船配套及机电装备：2021~2023 年，舰船配套及机电装备营收保持增长，2023 年，公司新增订单 108.84 亿元；截至 2023 年 12 月 31 日，公司在手订单为 43.21 亿元。我们预计，2024~2026 年，舰船配套及机电装备将保持稳步增长，分别实现营收 103.13/115.51/127.06 亿元，同比增速分别是 17.00%/12.00%/10.00%。公司通过成本工程等提质增效手段，有效提升盈利水平，我们预计舰船配套及机电设备毛利率将保持在较高水平，2024~2026 年分别是 16.50%/17.20%/18.30%。

5) 战略新兴产业及其他：2023 年，公司新增战略新兴产业及其他订单 67.31 亿元；截至 2023 年 12 月 31 日，公司在手订单为 47.16 亿元。公司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及智能装备等领域具有较强

市场竞争力，我们预计，2024~2026年，战略新兴产业及其他将保持增长，分别实现营收43.97/44.19/44.41亿元，同比增速分别是0.50%/0.50%/0.50%。我们预计战略新兴产业及其他毛利率将保持在较高水平，2024~2026年分别是23.75%/23.75%/23.75%。

表6：中国重工分产品营业收入（百万元）及营收同比增速、毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海洋防务及海洋开发装备	8025.50	7443.34	8113.58	9783.06	12033.17	14199.14	16329.01
同比增速	-48.20%	-7.25%	9.00%	20.58%	23.00%	18.00%	15.00%
毛利率	14.07%	7.69%	9.94%	5.37%	6.50%	7.80%	8.20%
海洋运输装备	11709.80	15966.30	13840.11	14125.23	17939.05	21885.64	26262.76
同比增速	51.08%	36.35%	-13.32%	2.06%	27.00%	22.00%	20.00%
毛利率	-0.24%	-3.49%	-2.49%	-0.56%	4.60%	6.80%	9.00%
深海装备及舰船修理改装	3612.40	3661.40	8029.00	8575.91	11748.99	14921.22	18353.10
同比增速	47.75%	1.36%	119.29%	6.81%	37.00%	27.00%	23.00%
毛利率	28.96%	22.26%	8.91%	15.24%	15.30%	15.80%	16.50%
舰船配套及机电装备	6653.76	7285.46	8700.80	8814.84	10313.36	11550.96	12706.06
同比增速	-9.01%	9.49%	19.43%	1.31%	17.00%	12.00%	10.00%
毛利率	4.88%	12.14%	11.20%	14.43%	16.50%	17.20%	18.30%
战略新兴产业及其他	4208.84	4104.55	4360.42	4374.94	4396.81	4418.80	4440.89
同比增速	-5.65%	-2.48%	6.23%	0.33%	0.50%	0.50%	0.50%
毛利率	24.41%	23.52%	18.94%	23.75%	23.75%	23.75%	23.75%
其他业务	695.89	1078.31	1111.03	1019.84	1019.84	1019.84	1019.84
同比增速	17.20%	54.95%	3.03%	-8.21%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	38.43%	43.48%	41.64%	50.29%	50.29%	50.29%	50.29%
营业收入（合计）	34906.19	39539.36	44154.93	46693.82	57451.22	67995.60	79111.67
同比增速	-8.66%	13.27%	11.67%	5.75%	23.04%	18.35%	16.35%
毛利率	10.79%	7.96%	7.79%	9.80%	11.60%	12.50%	13.43%

资料来源：wind，ifind，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2024~2026年归母净利润分别是17.62亿元、35.43亿元、55.07亿元，同比增速分别是325.3%、101.1%、55.5%；当前股价对应2024~2026年PE分别是64x/32x/21x。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

风险提示：产品延期交付、原材料成本上涨、汇率波动、市场竞争加剧等。

表7：中国重工盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	46,694	57,451	67,996	79,112
增长率（%）	5.7	23.0	18.4	16.3
归属母公司股东净利润（百万元）	-782	1,762	3,543	5,507
增长率（%）	64.6	325.3	101.1	55.5
每股收益（元）	-0.03	0.08	0.16	0.24
PE	/	64	32	21
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：wind，ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年09月02日收盘价）

4.6 中国动力：中国船舶集团船舶动力装备上市公司

4.6.1 一站式动力需求解决方案核心供应商

一站式动力需求解决方案供应商。中国动力是中国船舶集团旗下动力装备上市公司。1) **主要业务：**燃气动力、蒸汽动力、柴油机动力、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，是集高端动力装备研发、制造、系统集成、销售及服务于一体的一站式动力需求解决方案供应商。2) **主要产品：**燃气轮机，汽轮机，柴油机，电机、电控设备，蓄电池，电池储能系统，热气机，核电特种设备，船用机械、港口机械，齿轮箱等。3) **应用领域：**国防动力装备领域；陆上工业和汽车消费领域；船舶和海洋工程领域；光伏、风电、储能等新能源领域。

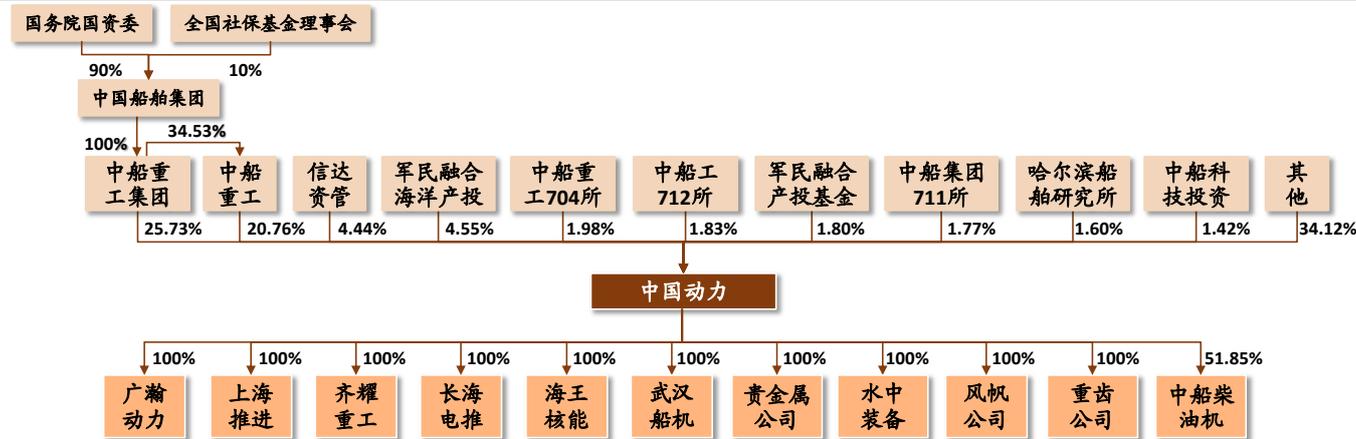
图106：中国动力主营业务：技术在防务及民用市场处于领先地位

主要业务	防务领域	民用市场
燃气动力	<ul style="list-style-type: none"> 我国海军燃气轮机主要供应商，拥有6MW、25MW燃机成型机组及涡轮增压机组等系列成熟产品 6MW燃机具备自主大修能力 25MW燃机及涡轮增压机组具备国产化设计、集成及供货能力，满足大中型船舶主动力需求 	<ul style="list-style-type: none"> 拥有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的国产化集成配套及供货能力 拥有SIEMENS、三菱日立等厂商2.5~110MW功率段产品的系统集成供货能力
蒸汽动力	<ul style="list-style-type: none"> 我国唯一大型舰船用汽轮机装置总承单位，占100%市场份额 	<ul style="list-style-type: none"> 特种锅炉先后承担超200台/套余热锅炉及旁通烟道系统的设计、制造，在国内享有较高知名度 中高背压汽轮机广泛应用于石油化工、煤炭化工、冶金等行业，在国内处于优势地位 光热再热汽轮机替代进口SIEMENS、MAN产品
柴油动力	<ul style="list-style-type: none"> 在海军中速、高速柴油机装备中处于绝对领先地位 是海军舰船主动力科研生产定点单位，承担大量装备制造任务 	<ul style="list-style-type: none"> 低速柴油机：具有MAN、WinGD全系列二冲程船用柴油机制造、调试、服务能力和经验，产品所配船舶涵盖几乎所有主流船型，国内市占率第一 双燃料低速机：具备LNG、LPG、甲醇、乙烷、氨等低碳双燃料低速机的设计、生产能力 中高速柴油机：产品应用于舰船、海工、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、特种车辆、工程机械等
综合电力	<ul style="list-style-type: none"> 承担海军现役及在研绝大部分电力推进装置研制供货任务，是国内实力最强、产品线最完整的船舶电力推进系统供应商 随舰艇自身高隐身性能的需要及新型装备对电力需求的增加，综合电力推进的应用范围将不断扩展 	<ul style="list-style-type: none"> 作为国内电力推进系统的领先供应商，自主提供包括变频器、电动机、能量管理系统、推进控制系统等核心设备和系统 在新疆、湖北、安徽、福建、江苏、大湾区、海南、云南等地提供新能源电动船舶，共计提供近百套新能源电动船舶动力系统，国内市占率第一
化学动力	<ul style="list-style-type: none"> 国内水面水下舰艇用电池、水中兵器动力电源及深海装备特种电源的主要生产单位 生产防务牵引车辆、装甲、航空和单兵瞄准、夜视、电子设备等装备用电池，技术国内领先 	<ul style="list-style-type: none"> 在汽车低压电池市场处于第一梯队，是国内同时为奔驰、宝马、大众、奥迪、通用等国际车厂中高端车型提供起停用蓄电池的生产厂家 精准把握储能市场爆发增长趋势，锂电储能迅速发展，具备一定市场地位

资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

中船重工集团是第一大股东。截至2023年12月31日，公司拥有11家全资及控股子公司（二级子公司），在职员工的数量合计为25042人。截至2024年6月30日，中船重工集团持有公司25.74%股份，是公司的第一大股东。公司总资产为1024亿元；净资产为371亿元。

图107：中国动力股权结构：中船重工集团是第一大股东，持股 25.73%

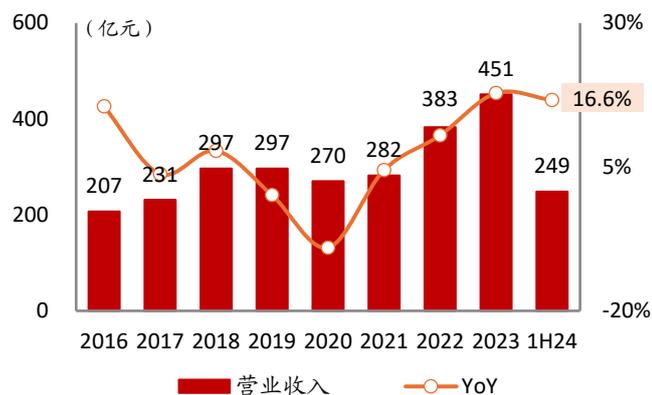


资料来源：wind, ifind, 中国动力公告, 民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 06 月 30 日

4.6.2 船舶配套产业稳中向好；新签订单不断突破

柴油机订单大幅增长；2023 年利润快速增长。 1) 营收端：2021~2023 年，公司营收由 282 亿元快速增长至 451 亿元，同比增速也逐年增加，CAGR=26.4%。 2) 利润端：2016~2023 年，公司归母净利润较为波动，其中，2020 年归母净利润同比减少 45.2%，主要系预期信用损失一次性增加 3.0 亿元、主营业务毛利同比减少 7.7 亿元等原因所致。2023 年归母净利润同比增长 132.2%，主要原因之一是柴油机板块子公司订单大幅增长，且主要产品船用低速发动机价格有所增长；之二是资产减值损失大幅下降，前期承接的低价订单 2023 年大部分已完成销售，当年新增承接订单按照新的成本测算，收入能够覆盖成本。

图108：2016~1H24 中国动力营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

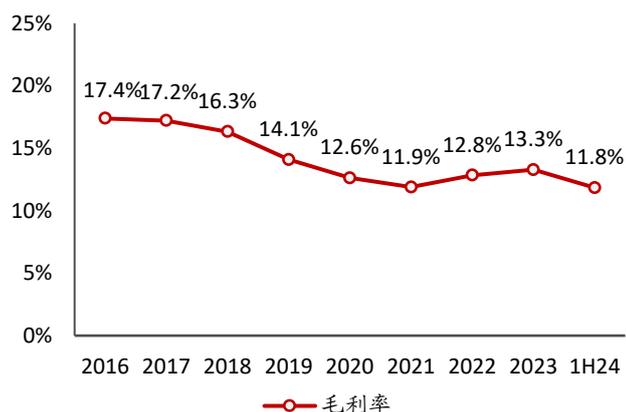
图109：2016~1H24 中国动力归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

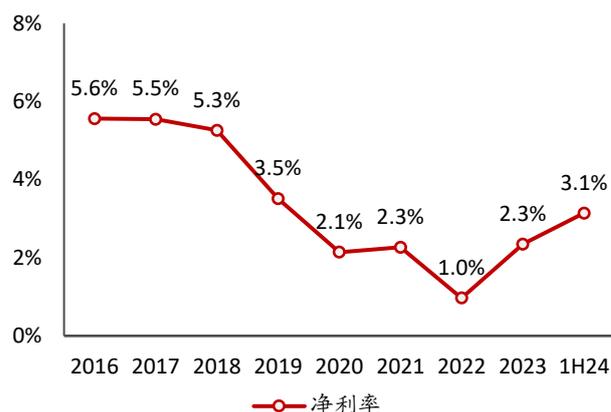
毛利率整体稳定；2023 年净利率提升明显。 1) **毛利率**：2016~2021 年，公司毛利率总体呈下降趋势，主要系成本及产品结构等因素影响所致。2022~2023 年，毛利率逐年提升，2023 年主要产品船用低速发动机的价格有所增长，综合毛利率同比提升 0.4ppt 至 13.3%。2) **净利率**：2016~2023 年，公司净利率总体呈下降趋势，主要系减值等因素影响净利润所致。

图110：2016~1H24 中国动力毛利率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

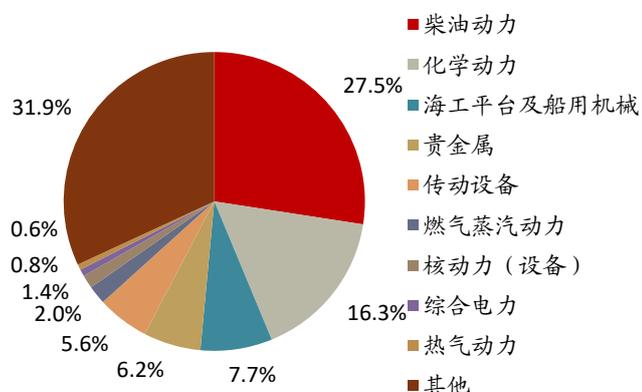
图111：2016~1H24 中国动力净利率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

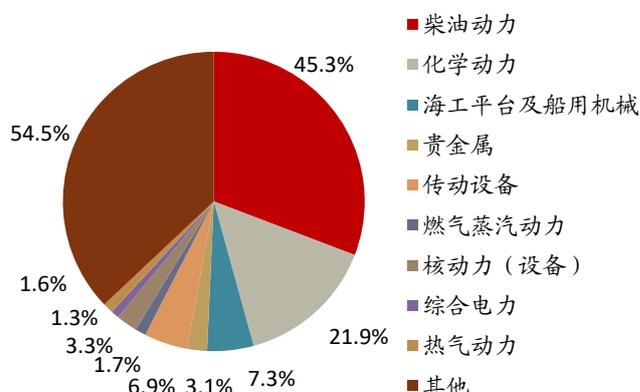
柴油动力贡献主要营收。 1) **营收**：2023 年，柴油动力贡献最主要营收，营收占比达到 27.5%。2023 年，公司船用低速柴油机产量及新接合同均创历史新高，生产船用低速柴油机 403 台，同比增长 10.7%；功率 7491430 KW，同比增长 25.7%。新接船用低速柴油机 560 台，同比增长 42.5%；功率 9124145 KW，同比增长 15.7%。船用低速柴油机国内市场份额提高至 78%，国际市场份额提高到 39%。此外，公司生产民船用中、高速柴油机 758 台；新接民船用中、高速柴油机 799 台，同比增长 17.85%；功率 1296147 KW，同比增长 5.18%。2) **毛利**：2023 年，柴油动力贡献最主要毛利，毛利占比达到 45.3%。

图112：2023 年中国动力营收结构



资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

图113：2023 年中国动力毛利结构

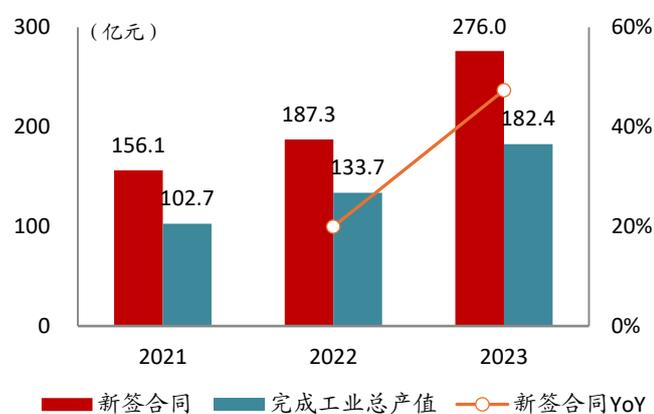


资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

船海产业新签合同不断实现新突破。 1) 2022 年，公司新签船海产业合同 187.34 亿元，同比增长 19.98%。2) 2023 年，我国造船大国地位进一步巩固，市场份额连续 14 年居世界第一。公司得益于我国造船业高速发展，船海产业实现新的突破，全年新签合同 275.98 亿元，同比增长 47.32%。

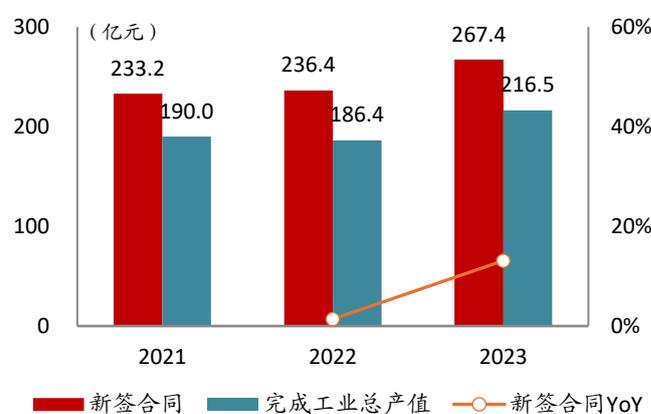
船海配套产业有望稳中向好。 2023 年下半年，国际海事组织 (IMO) 船舶温室气体减排战略实施，以及欧盟碳排放交易体系扩大至海运业，全球造船市场将向绿色船舶加速变革，尤其以甲醇、双燃料等燃料为代表的绿色动力需求不断增加，为相关船舶配套产业高质量发展提供契机。此外，前期高价船舶订单逐步传导至动力装备领域，随着未来原材料等成本压力趋缓，船海配套产业有望稳中向好。

图114：2021~2023 年中国动力船海产业新签订单、同比增速及完工情况



资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

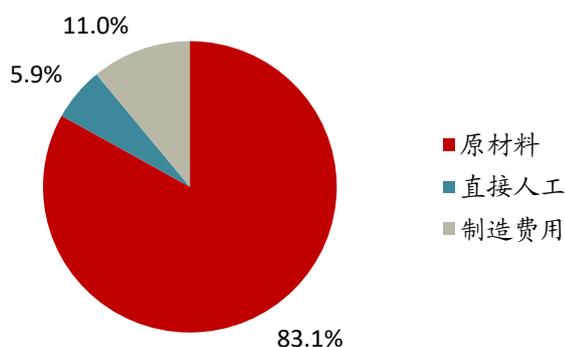
图115：2021~2023 年中国动力应用产业新签订单、同比增速及完工情况



资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

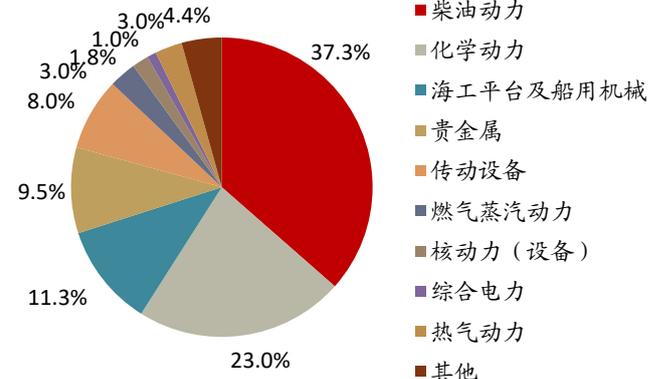
原材料为最主要的成本；2023 年占比超过 80%。 1) 分科目：公司营业成本主要由原材料、直接人工、制造费用三部分构成，其中，原材料占比超过 80%，为最主要的成本，2023 年占比达到 83.1%。主要受船用柴油机动力板块主要零部件曲轴、铸锻件、活塞等供应紧张影响，原材料综合成本涨幅超过 20%。2) 分业务：柴油动力和化学动力成本占比最高，2023 年分别是 37.3%、23.0%。

图116：2023 年中国动力成本结构：分科目



资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

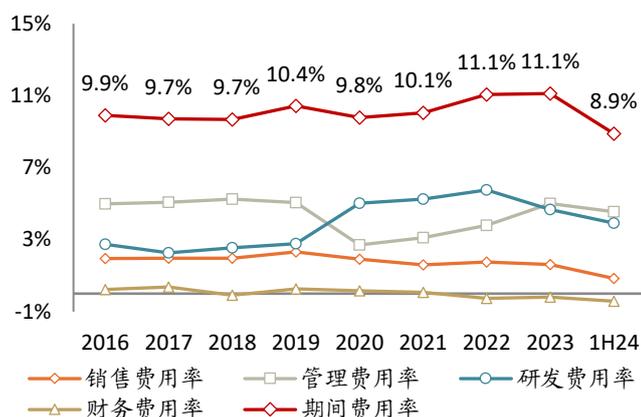
图117：2023 年中国动力成本结构：分业务



资料来源：中国动力公告，民生证券研究院

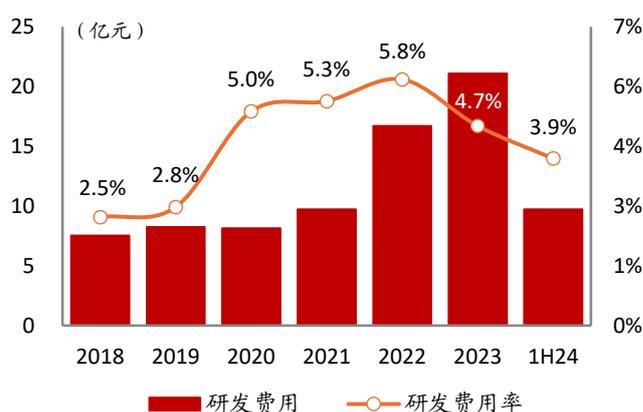
费用管控能力提升；坚持科技创新引领。1) 期间费用率：2016~2023 年，公司期间费用率总体稳定，在 10%左右波动。**2) 研发：**2016~2023 年，公司研发费用及研发费用率总体呈上升趋势，2023 年研发费用同比增长 26.3%至 21.1 亿元。

图118：2016~1H24 中国动力期间费用率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

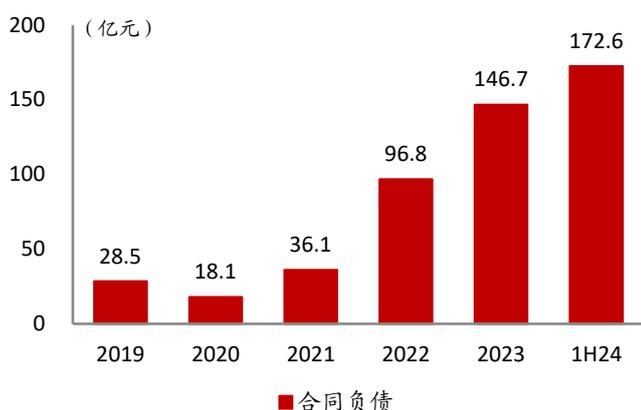
图119：2018~1H24 中国动力研发费用及研发费用率



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

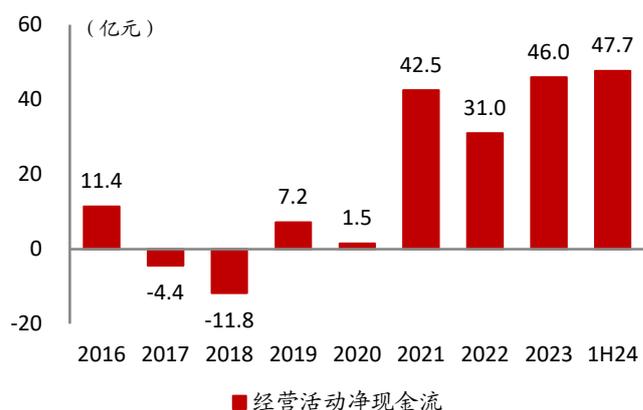
新签订单致合同负债增加；经营活动现金流保持净流入。1) 合同负债：2021~1H24，公司合同负债持续增加，2023 年达到 146.7 亿元，较年初增长 51.6%，主要系新签订单增加，根据合同约定预收款项增加所致。**2) 经营活动净现金流：**2019~2023 年，公司经营活动现金流保持净流入，2023 年，公司营收增加，同时新签订合同增加致收到合同生效款增加，此外，公司通过优化生产流程持续降本增效，克服原材料供应紧张、价格上涨的不利因素，严格控制成本。

图120：2019~1H24 中国动力合同负债



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图121：2016~1H24 中国动力经营活动净现金流



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

4.6.3 盈利预测假设与业务拆分

1) 化学动力: 公司拓展汽车低压电池、锂电池等领域, 我们预计 2024~2026 年化学动力将保持增长态势, 分别实现营收 112.57/121.58/127.66 亿元, 同比增速分别是 10.00%/8.00%/5.00%。随着生产规模提升, 公司优化生产流程, 毛利率将呈提升态势, 预计 2024~2026 年分别是 12.83%/13.00%/13.60%。

2) 海工平台及船用机械: 在海工辅助平台领域, 公司在 2023 年与沙特 JANA 公司等客户签订了 9 座海工平台订单, 市场占有率稳居首位。我们预计 2024~2026 年海工平台及船用机械将保持增长态势, 分别实现营收 55.52/62.74/68.39 亿元, 同比增速分别是 15.00%/13.00%/9.00%。随着生产规模提升, 公司优化生产流程, 毛利率将呈提升态势, 预计 2024~2026 年分别是 9.05%/9.30%/9.70%。

3) 柴油动力: 2023 年, 公司船用低速柴油机产量及新接合同均创历史新高, 其中绿色、低碳主机占比持续提升; 2023 年国内市场份额提高至 78%, 国际市场份额提高至 39%。我们预计 2024~2026 年柴油动力将保持高速增长, 分别实现营收 232.41/302.13/371.62 亿元, 同比增速分别是 35.00%/30.00%/23.00%。随着产品结构优化, 毛利率将呈提升态势, 预计 2024~2026 年分别是 16.00%/16.30%/16.80%。

4) 热气动力: 在公司业务中占比较小, 2023 年营收占比为 0.9%。我们预计 2024~2026 年保持稳步增长态势, 分别实现营收 4.22/4.64/5.10 亿元, 同比增速分别是 10.00%/10.00%/10.00%。毛利率总体稳定, 预计 2024~2026 年分别是 25.42%/25.42%/25.42%。

5) 综合电力: 在公司业务中占比较小, 2023 年营收占比为 1.0%。我们预计 2024~2026 年保持稳步增长态势, 分别实现营收 5.41/6.11/6.73 亿元, 同比增速分别是 15.00%/13.00%/10.00%。毛利率总体稳定, 预计 2024~2026 年分别是 16.47%/16.47%/16.47%。

6) 核动力(设备): 公司在核电工程设计、特种阀门、辐射监测等方面的技术均达到行业领先水平, 2023 年核动力(设备) 营收同比大幅增长 68.02%至 9.03 亿元, 我们预计 2024~2026 年将延续增长态势, 分别实现营收 13.54/18.96/24.65 亿元, 同比增速分别是 50.00%/40.00%/30.00%。毛利率总体稳定, 预计 2024~2026 年分别是 22.14%/22.14%/22.14%。

7) 燃气蒸汽动力: 2023 年, 公司新签燃气轮机制造合同 9.32 亿元; 新签蒸汽动力产品合同 2.52 亿元。我们预计 2024~2026 年燃气蒸汽动力将保持稳步增长, 分别实现营收 13.25/13.91/14.60 亿元, 同比增速分别是 5.00%/5.00%/5.00%。毛利率总体稳定, 预计 2024~2026 年分别是 8.12%/8.12%/8.12%。

8) **传动设备**: 我们预计 2024~2026 年传动设备保持稳步增长态势, 分别实现营收 42.16/49.75/57.21 亿元, 同比增速分别是 20.00%/18.00%/15.00%。毛利率总体稳定, 预计 2024~2026 年分别是 11.69%/11.69%/11.69%。

9) **贵金属**: 我们预计 2024~2026 年贵金属保持稳步增长态势, 分别实现营收 46.40/54.75/62.41 亿元, 同比增速分别是 20.00%/18.00%/14.00%。毛利率总体稳定, 预计 2024~2026 年分别是 4.86%/4.86%/4.86%。

表8: 中国动力分产品营业收入(百万元)及营收同比增速、毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
化学动力	9443.99	9286.93	9446.81	10233.70	11257.07	12157.63	12765.51
同比增速	-38.42%	-1.66%	1.72%	8.33%	10.00%	8.00%	5.00%
毛利率	13.19%	13.83%	14.08%	12.83%	12.83%	13.00%	13.60%
海工平台及船用机械	4233.98	3537.02	4316.49	4828.09	5552.30	6274.10	6838.77
同比增速	9.37%	-16.46%	22.04%	11.85%	15.00%	13.00%	9.00%
毛利率	10.64%	6.51%	11.14%	9.05%	9.05%	9.30%	9.70%
柴油动力	4584.79	5360.97	12786.74	17215.33	23240.70	30212.91	37161.88
同比增速	-7.23%	16.93%	138.52%	34.63%	35.00%	30.00%	23.00%
毛利率	16.66%	13.97%	13.73%	15.76%	16.00%	16.30%	16.80%
热气动力	256.11	201.45	340.43	383.49	421.84	464.02	510.43
同比增速	-4.06%	-21.34%	68.99%	12.65%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	29.94%	36.27%	27.67%	25.42%	25.42%	25.42%	25.42%
综合电力	299.12	479.40	641.39	470.51	541.08	611.42	672.56
同比增速	-	60.27%	33.79%	-26.64%	15.00%	13.00%	10.00%
毛利率	22.45%	14.00%	17.79%	16.47%	16.47%	16.47%	16.47%
核动力(设备)	197.54	233.73	537.37	902.92	1354.38	1896.13	2464.97
同比增速	13.27%	18.32%	129.91%	68.02%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	22.98%	22.35%	10.52%	22.14%	22.14%	22.14%	22.14%
燃气蒸汽动力	927.36	735.94	1272.78	1261.51	1324.59	1390.81	1460.36
同比增速	58.22%	-20.64%	72.94%	-0.89%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	7.39%	6.50%	11.43%	8.12%	8.12%	8.12%	8.12%
传动设备	2365.92	3320.45	2919.96	3513.12	4215.74	4974.58	5720.76
同比增速	-3.37%	40.35%	-12.06%	20.31%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	13.72%	12.62%	12.87%	11.69%	11.69%	11.69%	11.69%
贵金属	3120.54	2683.33	3212.60	3866.38	4639.65	5474.79	6241.26
同比增速	-	-14.01%	19.72%	20.35%	20.00%	18.00%	14.00%
毛利率	5.61%	5.49%	-1.64%	4.86%	4.86%	4.86%	4.86%
其他业务	1584.85	2369.75	2823.45	2427.76	2427.76	2427.76	2427.76
同比增速	18.73%	49.53%	19.15%	-14.01%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	12.20%	11.97%	21.89%	18.65%	18.65%	18.65%	18.65%
营业收入(合计)	27014.19	28208.97	38298.04	45102.80	54975.11	65884.17	76264.27
同比增速	-9.02%	4.42%	10.47%	17.82%	21.89%	19.84%	15.76%
毛利率	12.63%	11.89%	12.84%	13.28%	13.53%	13.87%	14.39%

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2024~2026年归母净利润分别是10.62亿元、18.52亿元、29.29亿元，同比增速分别是36.2%、74.4%、58.2%；当前股价对应2024~2026年PE分别是44x/25x/16x。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

风险提示：部分业务领域竞争加剧、汇率变动等。

表9：中国动力盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	45,103	54,975	65,884	76,264
增长率 (%)	17.8	21.9	19.8	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	779	1,062	1,852	2,929
增长率 (%)	132.2	36.2	74.4	58.2
每股收益 (元)	0.35	0.48	0.84	1.33
PE	60	44	25	16
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 09 月 04 日收盘价)

4.7 中国海防：中国船舶集团电子信息板块优质资产

4.7.1 海洋防务电子装备领域主导企业

海洋防务电子装备领域主导企业。中国海防是中国船舶集团旗下实际控制上市公司，是中国船舶集团电子信息业务板块资本运作平台、海洋防务与信息对抗装备集成发展平台、信息电子前沿技术颠覆性技术创新平台、混合所有制改革实施示范平台。公司主要业务涵盖电子防务装备、战略性新兴产业等相关领域，拥有水声电子方向上国内唯一的全系列科研生产能力。提供包括水下信息化装备、智慧城市、智能制造、智能装备、卫星导航、专用电源等各类电子信息产品。

图122：中国海防主营业务：业务覆盖电子防务装备、电子信息产业和专业技术服务三大方向

业务领域	细分行业	主要产品	
电子防务装备	水声电子防务	水声电子 水下信息获取/探测/通信/对抗/导航系统及设备、水声救援设备、水声换能器、各类水声仪器及器材、航空声信标、压电陶瓷元件等	
	特装电子行业	水下攻防	水下信息系统、水下防务系统专用设备、水下攻防配套设备等
		卫星导航	卫星综合应用系统与平台、导航与通信终端产品、多模接收机及芯片等
		专用计算机	抗恶劣环境计算机、计算机模块等
		运动控制	轴角转换器、编码器、运动控制系统、操控设备、综合集成机电系统等
		特种电源机电设备	雷达电源、三代标准台电源、模块电源、集成电源等 舰船机电装备
电子信息产业	智能制造	智能加工制造系统、自动化生产线等	
	智慧城市	智慧城市相关系统（建筑智能化系统、智慧场馆/园区信息化平台、不可移动文物保护系统等）、智能交通系统及设备、轨道交通智能运维系统装备、涉密信息系统、工业及特种LED照明产品等	
	智慧海洋	智慧港口智能系统装备、深海养殖智能系统装备、海洋智能装备、海洋电子信息系统	
	卫星导航	海洋北斗应用产品	
	新能源设备	风电制动器、转子锁、发电滑环等	
	环保设备	海洋环境监测系统、压载水电源、超声波清洗设备	
	油气相关设备	油气勘探装备、油气储运装备、油气输送设备、油气管道维修设备等	
	机电设备	烟机电控设备、特种电梯等	
加固计算机	加固计算机及相关配套产品		
专业服务	试验检测服务	电子设备环境试验、可靠性试验等试验检测及专业技术服务	

资料来源：中国海防公告，民生证券研究院

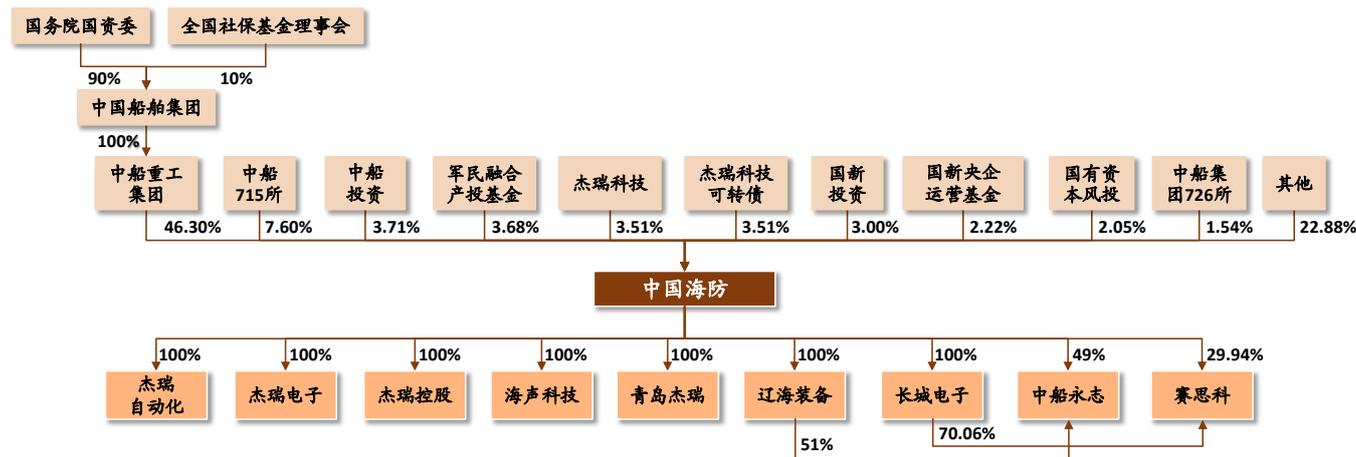
图123：中国海防代表产品：水声电子产品（左图）；特装电子产品（中图）；LNG 储运产品（右图）



资料来源：中国海防官网，民生证券研究院

中船重工集团是第一大股东。截至 2023 年 12 月 31 日，中国海防纳入合并财务报表编制范围的企业（含本部）共 23 家，其中全资子公司（二级）有长城电子、海声科技、辽海装备、杰瑞电子、青岛杰瑞、杰瑞自动化、杰瑞控股共 7 家，均从事船用配套设备制造业务。公司在职员工的数量合计为 3632 人。截至 2024 年 6 月 30 日，中船重工集团持有公司 46.30% 股份，是公司的第一大股东。公司总资产为 115 亿元；净资产为 81 亿元。

图124：中国海防股权结构：中船重工集团是第一大股东，持股 46.30%

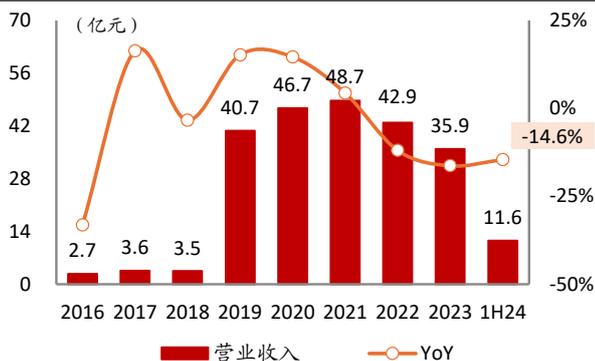


资料来源：wind, ifind, 中国海防公告, 民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 06 月 30 日

4.7.2 产品需求阶段性调整影响业绩表现

2023~1H24 产品需求阶段性调整影响业绩。1) 公司在 2019 年 12 月完成重大资产重组，2019 年营收和归母净利润均迈上新的台阶。2) 2020~2021 年保持稳健发展。3) 2022 年受产品市场价格波动下降、部分产品计划调整等因素影响，营收和归母净利润均出现下滑。4) 2023 年，受部分产品市场需求及价格波动、部分产品计划调整、行业竞争加剧等因素影响，同时部分子企业出现科研生产计划目标延后、合同签订计划调整、产品毛利率下降等一系列不利局面，公司营收同比减少 16.3%至 35.9 亿元；归母净利润同比减少 47.2%至 3.1 亿元。

图125：2016~1H24 中国海防营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

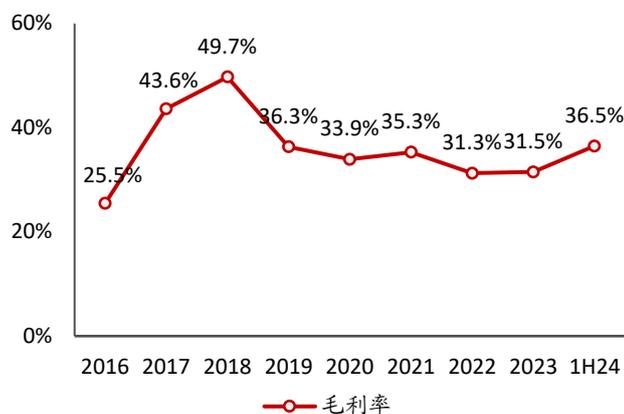
图126：2016~1H24 中国海防归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

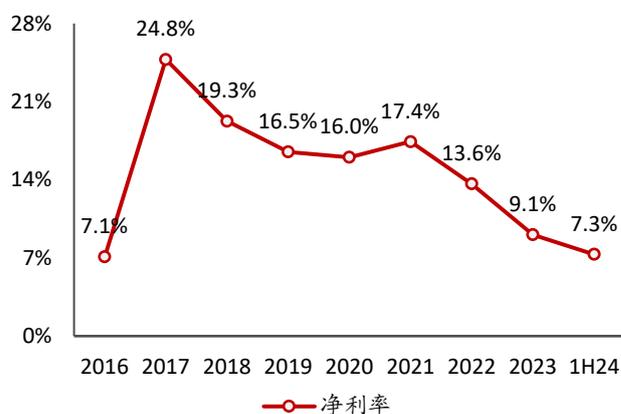
毛利率总体稳定；净利率呈下降趋势。1) **毛利率**：2019年重组后，公司毛利率总体稳定。2) **净利率**：2022~2023年，公司净利率呈快速下降趋势，主要系营收端出现下滑，同时期间费用等支出并未相应减少所致。

图127：2016~1H24 中国海防毛利率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

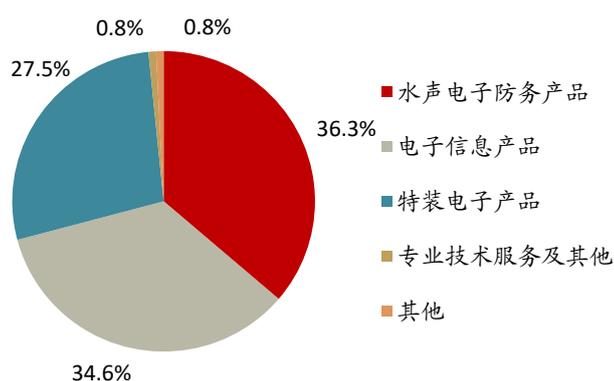
图128：2016~1H24 中国海防净利率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

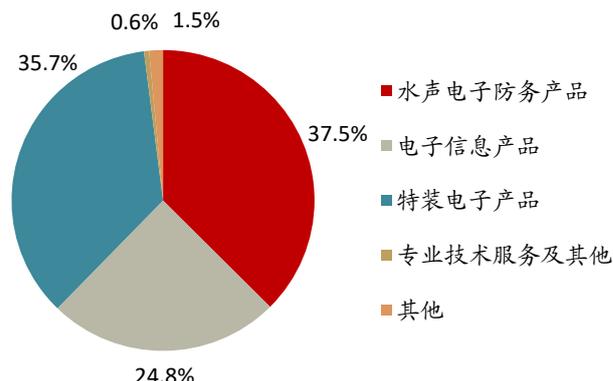
水声电子防务产品贡献主要营收。2023年，1) **水声电子防务产品**：贡献公司主要的营收和毛利润，占比分别是36.3%、37.5%。2) **电子信息产品**：营收占比为34.6%，但由于毛利率相对较低，2023年为22.55%，毛利润占比为24.8%；3) **特装电子产品**：营收贡献为27.5%，但由于毛利率相对较高，2023年为40.86%，毛利润占比较高，为35.7%。2023年，公司防务领域营收合计22.9亿元，占比64.3%。

图129：2023年中国海防营收结构



资料来源：中国海防公告，民生证券研究院

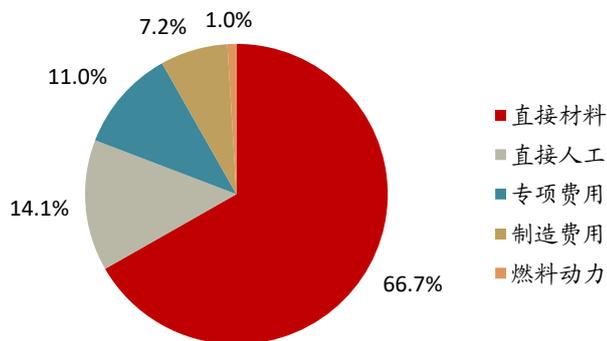
图130：2023年中国海防毛利结构



资料来源：中国海防公告，民生证券研究院

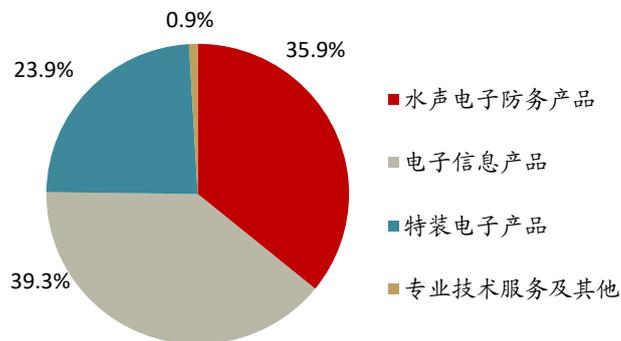
直接材料为最主要的成本；电子信息产品成本占比高。1) **分科目**：公司营业成本主要由直接材料、直接人工、专项费用、制造费用、燃料动力五部分构成，2023年，直接材料占比接近70%，为最主要的成本。2) **分业务**：2023年，营业成本中，电子信息产品成本占比最高，占营业成本39.3%；其次分别是水声电子防务产品、特装电子产品，占比分别是35.9%、23.9%。

图131: 2023年中国海防成本结构: 分科目



资料来源: 中国海防公告, 民生证券研究院

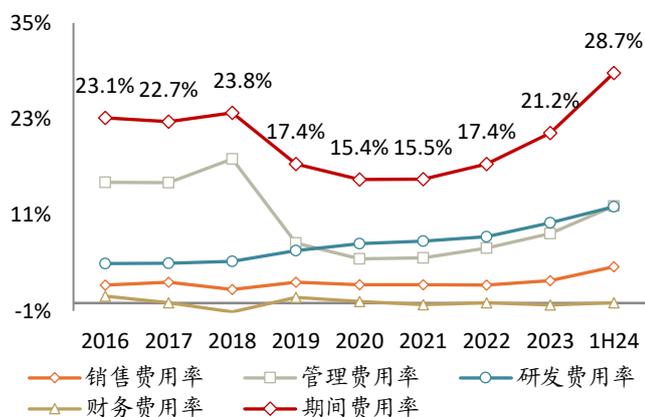
图132: 2023年中国海防成本结构: 分业务



资料来源: 中国海防公告, 民生证券研究院

期间费用率总体稳定; 持续加大研发投入。1) 期间费用率: 2019年重组后, 公司期间费用率总体较为稳定, 在 15.0% 上下波动。2023年, 期间费用保持增长, 同比增长 2.2% 至 7.6 亿元, 但由于营收端出现较大幅度的下滑, 导致期间费用率同比增加 3.9ppt 至 21.2%。**2) 研发:** 2019~2023年, 公司保持较高水平研发投入, 研发费用率呈逐年上涨趋势。

图133: 2016~1H24 中国海防期间费用率及趋势



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

图134: 2018~1H24 中国海防研发费用及研发费用率



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

4.7.3 盈利预测假设与业务拆分

1) 水声电子防务产品: 主要根据特定用户订单生产, 受外部市场供求关系波动影响相对较小。2023 年水声电子防务产品营收同比增长 3.34%, 我们预计 2024~2026 年随着行业需求端调整结束, 水声电子防务产品将有恢复式增长, 分别实现营收 15.01/18.74/24.86 亿元, 同比增速分别是 15.24%/24.86%/32.63%。2024~2026 年水声电子防务产品毛利率将总体保持稳定, 预计分别是 32.60%/32.60%/32.60%。**2) 特装电子产品:** 2022~2023 年营收同比下滑, 主要系部分产品市场需求及价格波动、竞争加剧等影响所致。我们认为, 特装电子行业面临实现技术自主可控和核心部件国产化的迫切需求, 随下游需求恢复将有恢复式增长, 预计 2024~2026 年分别实现营收 9.09/10.73/12.34 亿元, 同比增速分别是-8.00%/18.00%/15.00%。我们预计 2024~2026 年特装电子产品毛利率将保持在较高水平, 分别是 40.86%/40.86%/40.86%。**3) 电子信息产品:** 我们认为, 随下游需求恢复电子信息产品将恢复式增长, 预计 2024~2026 年分别实现营收 12.06/13.86/15.53 亿元, 同比增速分别是-3.00%/15.00%/12.00%。我们预计 2024~2026 年毛利率将保持平稳, 分别是 22.55%/22.55%/22.55%。**4) 专业技术服务及其他:** 我们预计 2024~2026 年专业技术服务及其他业务将保持增长, 分别实现营收 0.37/0.47/0.61 亿元, 同比增速分别是 28.00%/28.00%/28.00%; 毛利率保持稳定, 分别是 21.57%/21.57%/21.57%。

表10: 中国海防分产品营业收入 (百万元) 及营收同比增速、毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
水声电子防务产品营收	2030.94	1980.94	1260.49	1302.56	1501.07	1874.19	2485.77
同比增速	16.80%	-2.46%	-36.37%	3.34%	15.24%	24.86%	32.63%
毛利率	36.19%	36.97%	39.25%	32.58%	32.60%	32.60%	32.60%
特装电子产品营收	1323.65	1566.15	1434.52	988.57	909.48	1073.19	1234.17
同比增速	11.38%	18.32%	-8.41%	-31.09%	-8.00%	18.00%	15.00%
毛利率	42.49%	41.24%	35.04%	40.86%	40.86%	40.86%	40.86%
电子信息产品营收	1243.41	1265.31	1547.04	1242.85	1205.56	1386.40	1552.76
同比增速	17.88%	1.76%	22.27%	-19.66%	-3.00%	15.00%	12.00%
毛利率	20.74%	24.96%	20.93%	22.55%	22.55%	22.55%	22.55%
专业技术服务及其他营收	29.11	24.70	22.01	28.85	36.93	47.27	60.51
同比增速	-48.07%	-15.16%	-10.87%	31.06%	28.00%	28.00%	28.00%
毛利率	25.40%	24.99%	26.64%	21.57%	21.57%	21.57%	21.57%
其他业务营收	42.53	36.99	27.47	28.77	28.77	28.77	28.77
同比增速	18.65%	-13.03%	-25.73%	4.73%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	49.45%	52.73%	51.54%	57.80%	57.80%	57.80%	57.80%
营业收入 (合计)	4669.65	4874.10	4291.54	3591.60	3681.81	4409.82	5361.98
同比增速	14.62%	4.38%	-11.95%	-16.31%	2.51%	19.77%	21.59%
毛利率	33.92%	35.28%	31.25%	31.50%	31.44%	31.50%	31.60%

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别是 3.63 亿元、4.91 亿元、6.55 亿元，同比增速分别是 17.5%、35.5%、33.2%；当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别是 39x/29x/22x。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

风险提示：行业竞争加剧、市场环境不确定性、营运资金压力等。

表11：中国海防盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,592	3,682	4,410	5,362
增长率 (%)	-16.3	2.5	19.8	21.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	309	363	491	655
增长率 (%)	-47.2	17.5	35.5	33.2
每股收益 (元)	0.43	0.51	0.69	0.92
PE	46	39	29	22
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 09 月 04 日收盘价)

5 投资建议

我们认为：“供给改善、需求向好、盈利增厚”三重红利推动本轮造船大周期，多家船舶公司业绩端已初步反映。首次覆盖：中国船舶（全品类造船旗舰上市公司）、中船防务（大型综合海洋与防务装备企业集团）、中国重工（船舶配套设备制造龙头）、中国动力（一站式船舶动力需求解决方案供应商）、中国海防（海洋防务水声电子装备主导企业），**给予“推荐”评级。**

表12：船舶行业重点个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (x)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600150.SH	中国船舶	34.90	0.66	1.16	1.75	2.24	53	30	20	16	推荐
600685.SH	中船防务	25.00	0.03	0.46	0.77	1.14	735	54	32	22	推荐
601989.SH	中国重工	4.98	-0.03	0.08	0.16	0.24	/	64	32	21	推荐
600482.SH	中国动力	21.41	0.35	0.48	0.84	1.33	60	44	25	16	推荐
600764.SH	中国海防	20.12	0.43	0.51	0.69	0.92	46	39	29	22	推荐

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测 注：中国船舶与中国重工自 2024 年 09 月 02 日起停牌，故股价为 2024 年 09 月 02 日收盘价；其余公司股价均为 2024 年 09 月 04 日收盘价

6 风险提示

1) 产品无法按期交付的风险。当前船舶企业手持订单量创 2014 年来新高, 生产任务饱满, 加之订单修载比创历史新高, 建造难度攀升。随着订单总量和高技术船舶占比的双提升, 企业生产经营的复杂程度也明显增加, 尤其考验企业在产能协调、专用设备供货周期、新工艺工法应用等环节的把控能力。此外, 下游航运市场不确定性增强, 细分领域运费分化加重, 对部分船型交付进度可能造成潜在风险。

2) 原材料成本上涨的风险。截至 2023 年 12 月底, 进口铁矿石和焦炭均价分别为 123 美元/吨和 2413 元/吨, 比年中低点分别回涨 15.5%和 33.1%, 原材料与设备成本存在波动空间。同时, 新船订单量的大幅增长, 对部分进口船舶配套产品需求大幅增加, 但配套企业生产供应能力有限, 难以满足造船需求, 涨价现象频发。

3) 汇率波动的风险。船舶企业船舶建造产品存在以外币计价的情况, 汇率波动可能对手持船舶合同未来净收汇及手持外币资金产生影响。

4) 客户违约的风险。受世界经济、航运贸易等因素影响, 船东可能出现融资困难、资金紧张的情况, 导致拖欠船款、延迟确认交付及修改合同甚至弃船情况的发生, 造成船舶企业存在在手订单违约的风险。

中国船舶财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	74,839	82,771	91,579	101,351
营业成本	66,929	71,324	76,749	83,762
营业税金及附加	231	248	256	264
销售费用	672	704	714	720
管理费用	3,096	3,145	3,297	3,395
研发费用	3,139	3,311	3,343	3,395
EBIT	1,149	4,677	7,876	10,535
财务费用	-1,311	-1,751	-1,969	-2,141
资产减值损失	-267	-232	-235	-237
投资收益	539	621	714	811
营业利润	2,994	6,818	10,326	13,251
营业外收支	28	28	28	28
利润总额	3,022	6,846	10,354	13,279
所得税	68	1,575	2,381	3,054
净利润	2,955	5,271	7,973	10,224
归属于母公司净利润	2,957	5,166	7,813	10,020
EBITDA	3,671	7,228	10,479	13,177

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	67,965	72,691	86,978	105,586
应收账款及票据	3,417	3,496	3,599	3,697
预付款项	16,420	17,118	18,036	19,265
存货	36,291	35,430	37,074	39,317
其他流动资产	9,311	10,346	11,590	12,893
流动资产合计	133,403	139,080	157,276	180,758
长期股权投资	15,189	15,189	15,189	15,189
固定资产	20,329	20,837	21,176	21,402
无形资产	3,911	3,916	3,924	3,934
非流动资产合计	44,429	44,202	44,202	44,201
资产合计	177,832	183,283	201,478	224,959
短期借款	5,583	2,213	2,213	2,213
应付账款及票据	29,843	30,709	34,537	40,717
其他流动负债	71,339	75,493	82,920	91,169
流动负债合计	106,766	108,415	119,671	134,099
长期借款	13,367	11,936	11,936	11,936
其他长期负债	5,227	6,265	6,265	6,265
非流动负债合计	18,594	18,201	18,201	18,201
负债合计	125,360	126,615	137,871	152,300
股本	4,472	4,472	4,472	4,472
少数股东权益	4,124	4,229	4,389	4,593
股东权益合计	52,473	56,667	63,607	72,659
负债和股东权益合计	177,832	183,283	201,478	224,959

资料来源：中国船舶公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.81	10.60	10.64	10.67
EBIT 增长率	135.50	307.18	68.41	33.75
净利润增长率	1614.73	74.68	51.24	28.25
盈利能力 (%)				
毛利率	10.57	13.83	16.19	17.36
净利润率	3.95	6.24	8.53	9.89
总资产收益率 ROA	1.66	2.82	3.88	4.45
净资产收益率 ROE	6.12	9.85	13.19	14.72
偿债能力				
流动比率	1.25	1.28	1.31	1.35
速动比率	0.67	0.70	0.76	0.82
现金比率	0.64	0.67	0.73	0.79
资产负债率 (%)	70.49	69.08	68.43	67.70
经营效率				
应收账款周转天数	16.44	13.73	12.68	11.73
存货周转天数	184.71	181.00	170.04	164.16
总资产周转率	0.44	0.46	0.48	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	1.16	1.75	2.24
每股净资产	10.81	11.72	13.24	15.22
每股经营现金流	4.07	3.46	4.00	4.98
每股股利	0.20	0.23	0.26	0.29
估值分析				
PE	53	30	20	16
PB	3.2	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	31.61	16.05	11.07	8.80
股息收益率 (%)	0.57	0.66	0.75	0.83

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,955	5,271	7,973	10,224
折旧和摊销	2,522	2,552	2,603	2,642
营运资金变动	13,940	7,173	7,073	9,275
经营活动现金流	18,213	15,461	17,883	22,284
资本开支	-2,412	-2,391	-2,441	-2,480
投资	-4,569	217	0	0
投资活动现金流	-11,244	-1,548	-1,727	-1,669
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-814	-7,140	0	0
筹资活动现金流	-1,951	-9,187	-1,868	-2,007
现金净流量	4,748	4,726	14,288	18,607

中船防务财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,146	18,931	22,029	25,257
营业成本	15,076	17,347	20,009	22,761
营业税金及附加	27	31	37	42
销售费用	120	123	143	146
管理费用	663	682	793	796
研发费用	659	682	793	796
EBIT	-250	227	418	919
财务费用	-349	-333	-552	-575
资产减值损失	-4	-3	-3	-3
投资收益	24	133	137	146
营业利润	70	643	1,103	1,637
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	73	646	1,106	1,640
所得税	0	13	22	33
净利润	73	633	1,084	1,607
归属于母公司净利润	48	601	1,040	1,559
EBITDA	236	724	936	1,457

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,423	21,188	25,625	31,152
应收账款及票据	2,124	2,227	2,466	2,473
预付款项	2,737	3,088	3,502	3,915
存货	5,435	6,020	6,555	6,952
其他流动资产	3,107	4,255	4,914	5,557
流动资产合计	29,827	36,778	43,062	50,049
长期股权投资	5,206	5,206	5,206	5,206
固定资产	5,172	4,980	5,236	5,466
无形资产	886	891	899	909
非流动资产合计	21,036	22,512	22,697	22,884
资产合计	50,863	59,290	65,759	72,933
短期借款	781	194	194	194
应付账款及票据	8,753	10,505	13,061	15,806
其他流动负债	16,952	19,284	22,292	25,426
流动负债合计	26,486	29,983	35,548	41,426
长期借款	3,314	4,874	4,874	4,874
其他长期负债	1,456	2,373	2,373	2,373
非流动负债合计	4,770	7,247	7,247	7,247
负债合计	31,255	37,229	42,795	48,673
股本	1,414	1,414	1,414	1,414
少数股东权益	3,189	3,221	3,264	3,313
股东权益合计	19,607	22,060	22,964	24,259
负债和股东权益合计	50,863	59,290	65,759	72,933

资料来源：中船防务公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.19	17.25	16.37	14.65
EBIT 增长率	28.09	190.91	83.82	119.94
净利润增长率	-93.02	1150.79	73.06	49.85
盈利能力 (%)				
毛利率	6.63	8.37	9.17	9.88
净利润率	0.30	3.18	4.72	6.17
总资产收益率 ROA	0.09	1.01	1.58	2.14
净资产收益率 ROE	0.29	3.19	5.28	7.44
偿债能力				
流动比率	1.13	1.23	1.21	1.21
速动比率	0.70	0.78	0.79	0.81
现金比率	0.62	0.71	0.72	0.75
资产负债率 (%)	61.45	62.79	65.08	66.74
经营效率				
应收账款周转天数	35.36	41.01	38.05	34.95
存货周转天数	116.87	118.86	113.13	106.82
总资产周转率	0.33	0.34	0.35	0.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.43	0.74	1.10
每股净资产	11.61	13.33	13.94	14.82
每股经营现金流	2.34	3.37	3.84	4.71
每股股利	0.01	0.13	0.22	0.33
估值分析				
PE	735	59	34	23
PB	2.2	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	125.31	40.82	31.59	20.30
股息收益率 (%)	0.04	0.51	0.88	1.32

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	73	633	1,084	1,607
折旧和摊销	486	497	518	538
营运资金变动	2,581	2,910	3,716	4,416
经营活动现金流	3,312	4,769	5,425	6,658
资本开支	-222	-155	-615	-636
投资	-84	-1,632	0	0
投资活动现金流	-3,100	-2,366	-479	-490
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,398	551	0	0
筹资活动现金流	-1,623	2,362	-509	-641
现金净流量	-1,369	4,765	4,437	5,527

中国重工财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	46,694	57,451	67,996	79,112
营业成本	42,117	50,787	59,493	68,488
营业税金及附加	337	546	612	649
销售费用	316	333	347	364
管理费用	3,970	3,734	3,604	3,560
研发费用	1,515	1,666	1,666	1,701
EBIT	-2,292	662	2,538	4,598
财务费用	-1,412	-1,389	-1,433	-1,485
资产减值损失	-1,048	-508	-590	-671
投资收益	205	316	374	435
营业利润	-746	1,866	3,762	5,855
营业外收支	-9	10	10	10
利润总额	-754	1,876	3,772	5,865
所得税	41	84	170	264
净利润	-795	1,792	3,603	5,601
归属于母公司净利润	-782	1,762	3,543	5,507
EBITDA	-273	2,703	4,616	6,706

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	76,265	91,843	100,352	111,006
应收账款及票据	9,351	10,405	11,323	12,629
预付款项	18,016	20,315	22,607	23,971
存货	28,672	33,350	38,742	44,037
其他流动资产	8,266	5,377	5,817	6,243
流动资产合计	140,569	161,290	178,840	197,886
长期股权投资	9,743	9,743	9,743	9,743
固定资产	32,858	33,501	33,929	34,215
无形资产	4,357	4,362	4,370	4,380
非流动资产合计	56,975	56,415	56,413	56,411
资产合计	197,545	217,706	235,253	254,297
短期借款	1,639	2,971	2,971	2,971
应付账款及票据	30,949	35,974	39,662	42,805
其他流动负债	58,608	67,192	77,978	89,341
流动负债合计	91,195	106,138	120,612	135,117
长期借款	14,188	17,612	17,612	17,612
其他长期负债	8,379	8,650	8,650	8,650
非流动负债合计	22,567	26,262	26,262	26,262
负债合计	113,762	132,400	146,874	161,379
股本	22,802	22,802	22,802	22,802
少数股东权益	559	589	649	742
股东权益合计	83,783	85,305	88,379	92,917
负债和股东权益合计	197,545	217,706	235,253	254,297

资料来源：中国重工公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.75	23.04	18.35	16.35
EBIT 增长率	48.35	128.88	283.37	81.15
净利润增长率	64.64	325.34	101.08	55.46
盈利能力 (%)				
毛利率	9.80	11.60	12.50	13.43
净利润率	-1.67	3.07	5.21	6.96
总资产收益率 ROA	-0.40	0.81	1.51	2.17
净资产收益率 ROE	-0.94	2.08	4.04	5.97
偿债能力				
流动比率	1.54	1.52	1.48	1.46
速动比率	0.95	0.98	0.94	0.93
现金比率	0.84	0.87	0.83	0.82
资产负债率 (%)	57.59	60.82	62.43	63.46
经营效率				
应收账款周转天数	67.23	56.53	52.32	49.63
存货周转天数	231.11	219.82	218.12	217.56
总资产周转率	0.24	0.28	0.30	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	-0.03	0.08	0.16	0.24
每股净资产	3.65	3.72	3.85	4.04
每股经营现金流	0.20	0.68	0.52	0.64
每股股利	0.01	0.02	0.05	0.07
估值分析				
PE	/	64	32	21
PB	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	-251.05	25.34	14.84	10.21
股息收益率 (%)	0.20	0.47	0.94	1.46

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-795	1,792	3,603	5,601
折旧和摊销	2,020	2,041	2,078	2,109
营运资金变动	3,390	10,154	4,738	5,327
经营活动现金流	4,495	15,393	11,891	14,540
资本开支	-1,370	-1,932	-1,967	-1,998
投资	-13,677	559	0	0
投资活动现金流	-13,461	-1,068	-1,593	-1,563
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,012	2,748	0	0
筹资活动现金流	-2,778	1,254	-1,789	-2,323
现金净流量	-12,057	15,578	8,509	10,655

中国动力财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	45,103	54,975	65,884	76,264
营业成本	39,111	47,535	56,744	65,292
营业税金及附加	530	632	659	686
销售费用	729	825	856	869
管理费用	2,257	2,584	2,767	2,898
研发费用	2,109	2,518	2,767	2,898
EBIT	732	1,446	2,659	4,274
财务费用	-82	-85	-99	-110
资产减值损失	-201	-203	-202	-195
投资收益	333	333	336	381
营业利润	1,174	1,669	2,900	4,579
营业外收支	-13	-13	-13	-13
利润总额	1,161	1,655	2,887	4,566
所得税	102	214	372	589
净利润	1,058	1,442	2,514	3,977
归属于母公司净利润	779	1,062	1,852	2,929
EBITDA	2,059	2,817	4,104	5,769

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,154	28,305	33,436	44,150
应收账款及票据	18,557	21,346	23,759	24,329
预付款项	6,474	7,701	8,965	9,794
存货	17,855	20,264	23,126	25,559
其他流动资产	3,266	3,621	3,883	4,064
流动资产合计	73,307	81,237	93,169	107,897
长期股权投资	746	746	746	746
固定资产	13,009	14,341	15,229	15,822
无形资产	3,889	3,894	3,902	3,912
非流动资产合计	25,813	25,892	25,900	25,910
资产合计	99,120	107,129	119,069	133,806
短期借款	1,828	1,710	1,710	1,710
应付账款及票据	17,095	22,447	28,372	35,911
其他流动负债	19,710	23,822	27,642	31,271
流动负债合计	38,632	47,979	57,724	68,892
长期借款	5,015	3,928	3,928	3,928
其他长期负债	8,166	6,720	6,720	6,720
非流动负债合计	13,182	10,648	10,648	10,648
负债合计	51,814	58,627	68,372	79,540
股本	2,187	2,199	2,199	2,199
少数股东权益	10,511	10,891	11,553	12,601
股东权益合计	47,306	48,502	50,697	54,267
负债和股东权益合计	99,120	107,129	119,069	133,806

资料来源：中国动力公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.82	21.89	19.84	15.76
EBIT 增长率	224.01	97.41	83.90	60.74
净利润增长率	132.18	36.22	74.39	58.18
盈利能力 (%)				
毛利率	13.28	13.53	13.87	14.39
净利润率	1.73	1.93	2.81	3.84
总资产收益率 ROA	0.79	0.99	1.56	2.19
净资产收益率 ROE	2.12	2.82	4.73	7.03
偿债能力				
流动比率	1.90	1.69	1.61	1.57
速动比率	1.20	1.05	1.01	1.01
现金比率	0.70	0.59	0.58	0.64
资产负债率 (%)	52.27	54.73	57.42	59.44
经营效率				
应收账款周转天数	100.47	93.77	87.54	79.58
存货周转天数	153.06	144.34	137.64	134.22
总资产周转率	0.49	0.53	0.58	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.48	0.84	1.33
每股净资产	16.73	17.10	17.80	18.95
每股经营现金流	2.09	2.04	3.14	5.73
每股股利	0.11	0.14	0.19	0.21
估值分析				
PE	60	44	25	16
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.59	9.20	6.31	4.49
股息收益率 (%)	0.50	0.68	0.87	1.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,058	1,442	2,514	3,977
折旧和摊销	1,326	1,371	1,445	1,495
营运资金变动	2,084	1,426	2,709	6,927
经营活动现金流	4,598	4,485	6,914	12,592
资本开支	-917	-1,337	-1,415	-1,466
投资	399	-24	0	0
投资活动现金流	-1,778	-1,066	-1,079	-1,085
股权募资	0	3	0	0
债务募资	2,171	-225	0	0
筹资活动现金流	1,754	-2,269	-704	-793
现金净流量	4,582	1,151	5,131	10,714

中国海防财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,592	3,682	4,410	5,362
营业成本	2,460	2,524	3,021	3,668
营业税金及附加	29	30	36	43
销售费用	101	103	123	134
管理费用	311	317	366	402
研发费用	360	339	362	429
EBIT	330	392	528	710
财务费用	-9	-11	-18	-19
资产减值损失	-2	-2	-3	-3
投资收益	9	8	8	8
营业利润	346	407	551	733
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	344	405	549	732
所得税	19	22	30	40
净利润	326	383	519	691
归属于母公司净利润	309	363	491	655
EBITDA	486	566	735	940

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,905	3,350	3,332	3,318
应收账款及票据	3,841	3,448	3,845	4,325
预付款项	169	151	163	187
存货	1,513	1,505	1,693	2,004
其他流动资产	1,109	1,095	1,283	1,537
流动资产合计	9,537	9,550	10,315	11,372
长期股权投资	215	215	215	215
固定资产	845	1,189	1,461	1,686
无形资产	246	251	259	269
非流动资产合计	2,160	2,285	2,422	2,563
资产合计	11,697	11,835	12,737	13,934
短期借款	436	416	416	416
应付账款及票据	1,805	1,872	2,266	2,791
其他流动负债	854	647	746	875
流动负债合计	3,095	2,936	3,428	4,083
长期借款	145	140	140	140
其他长期负债	129	140	140	140
非流动负债合计	274	280	280	280
负债合计	3,369	3,215	3,708	4,362
股本	711	711	711	711
少数股东权益	259	279	307	344
股东权益合计	8,328	8,619	9,029	9,572
负债和股东权益合计	11,697	11,835	12,737	13,934

资料来源：中国海防公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-16.31	2.51	19.77	21.59
EBIT 增长率	-46.99	18.71	34.95	34.30
净利润增长率	-47.23	17.52	35.51	33.20
盈利能力 (%)				
毛利率	31.50	31.44	31.50	31.60
净利润率	8.59	9.85	11.14	12.21
总资产收益率 ROA	2.64	3.06	3.86	4.70
净资产收益率 ROE	3.82	4.35	5.63	7.09
偿债能力				
流动比率	3.08	3.25	3.01	2.79
速动比率	2.20	2.33	2.11	1.89
现金比率	0.94	1.14	0.97	0.81
资产负债率 (%)	28.80	27.17	29.11	31.31
经营效率				
应收账款周转天数	306.71	321.71	268.49	248.92
存货周转天数	227.16	215.24	190.54	181.43
总资产周转率	0.32	0.31	0.36	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.51	0.69	0.92
每股净资产	11.35	11.74	12.27	12.99
每股经营现金流	0.27	1.45	0.64	0.74
每股股利	0.13	0.15	0.21	0.28
估值分析				
PE	46	39	29	22
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	25.49	21.90	16.86	13.17
股息收益率 (%)	0.65	0.77	1.04	1.38

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	326	383	519	691
折旧和摊销	156	174	206	231
营运资金变动	-376	376	-368	-502
经营活动现金流	190	1,027	454	525
资本开支	-262	-264	-299	-327
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-329	-246	-291	-319
股权募资	397	0	0	0
债务募资	105	-170	0	0
筹资活动现金流	265	-336	-181	-220
现金净流量	125	445	-18	-14

插图目录

图 1: 船舶市场物资周转流程 (左图); 船舶在船舶市场中的流动 (右图)	3
图 2: 全球船舶完工交付量变化蕴含造船行业周期性规律	3
图 3: 1988 年至今波罗的海干散货指数 (BDI) 变化趋势	4
图 4: IMO 船舶温室气体战略目标	4
图 5: 船舶寿命通常为 20~25 年	5
图 6: 2005~2023 年集装箱船拆船量 (单位: 万 TEU)	5
图 7: 2023 年集装箱船拆船结构 (单位: 艘)	5
图 8: 船舶产业链: 中游船舶制造是核心环节	6
图 9: 新船成本中设备成本占比最高 (左图); 2023 年中国船舶的船舶造修及海洋工程成本结构 (右图)	6
图 10: 全球钢材价格指数与新船价格指数走势	7
图 11: 全球新船 (分船型) 价格指数走势: 油船及 LNG 船领涨	7
图 12: 2000~2023 年中国、韩国、日本市场份额变化趋势 (造船完工量/载重吨口径统计)	8
图 13: 2010~2023 年全球造船国接单份额 (左图); 2010~2023 年全球前十造船集团集中度变化趋势 (右图)	9
图 14: 2023 年全球各地区新船订单占比情况: 按数量 (左图); 按修正总吨 (右图)	9
图 15: 2023 年全球新船订单结构 (左图); 替代燃料动力船舶占比变化趋势 (右图)	10
图 16: 2023 年全球新签订单量排名前 10 船厂列表 (按修正总吨)	10
图 17: 2010~2023 年中国及全球造船完工量 (万载重吨) 与中国占全球比变化趋势	11
图 18: 2010~2023 年中国及全球手持订单量 (万载重吨) 与中国占全球比变化趋势	11
图 19: 2010~2023 年中国及全球新接订单量 (万载重吨) 与中国占全球比变化趋势	11
图 20: 2023 年中国各船型新接订单结构	11
图 21: 2013~2023 年中国完工出口船 (万载重吨) 及占中国造船完工量比变化趋势	12
图 22: 2013~2023 年中国承接出口船订单 (万载重吨) 及占中国新接订单量比变化趋势	12
图 23: 2013~2023 年中国手持出口船订单 (万载重吨) 及占中国手持订单量比变化趋势	12
图 24: 2013~2023 年中国船舶出口总金额 (亿美元) 及同比增速	12
图 25: 2013~2023 年中国出口船舶结构 (按船型)	13
图 26: 2013~2023 年中国出口船舶结构 (按地区)	13
图 27: 2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业主营业务收入及同比增速	14
图 28: 2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润总额及同比增速	14
图 29: 2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润率 (利润率=利润总额/主营业务收入)	14
图 30: 2013~2022 年全国规模以上船舶工业企业数量	14
图 31: 2021 年全国规模以上船舶工业企业主营业务收入结构 (分产业)	15
图 32: 2021 年全国规模以上船舶工业企业利润总额结构 (分产业)	15
图 33: 行业集中度: 2023 年 CR10 造船完工量及新接订单量占比分别是 58.4%/60.7%	15
图 34: 中国造船产能利用监测指数 (年度): 2023 年接近 900 点	16
图 35: 中国造船产能利用监测指数 (季度): 1Q20 以来呈上升态势	16
图 36: 子板块营收同比增速: 2022 VS 2023	17
图 37: 子板块归母净利润同比增速: 2022 VS 2023	17
图 38: 2011~2023 年舰船板块营收及同比增速	17
图 39: 2011~2023 年舰船板块归母净利润及同比增速	17
图 40: 1H24 行业子板块营收同比增速	18
图 41: 1H24 行业子板块归母净利润同比增速	18
图 42: 1H11~1H24 舰船板块营收及同比增速	18
图 43: 1H11~1H24 舰船板块归母净利润及同比增速	18
图 44: 2023 年中国船舶产业上市公司区域分布	19
图 45: 船舶产业链中游为船舶制造环节, 代表企业有沪东中华造船、扬子江船业等	20
图 46: 中国船舶主营业务: 所属四家子公司深耕船海主业	21
图 47: 中国船舶股权结构: 本部拥有控股子公司四家, 参股公司三家	22
图 48: 2016~1H24 中国船舶营收及同比增速	23
图 49: 2016~1H24 中国船舶归母净利润及同比增速	23
图 50: 2016~1H24 中国船舶毛利率及趋势	23
图 51: 2016~1H24 中国船舶净利率及趋势	23
图 52: 2023 年中国船舶营收结构: 分业务	24
图 53: 2023 年中国船舶营收结构: 分地区	24
图 54: 2023 年中国船舶成本结构: 船舶造修及海工	24

图 55:	2023 年中国船舶成本结构: 机电装备	24
图 56:	2016~1H24 中国船舶期间费用率及趋势	25
图 57:	2018~1H24 中国船舶研发费用及研发费用率	25
图 58:	2019~1H24 中国船舶合同负债	25
图 59:	2019~1H24 中国船舶资产减值损失	25
图 60:	2018~2023 年中国船舶民船新接订单及完工量	26
图 61:	2018~2023 年底中国船舶手持民船订单及增速	26
图 62:	2018~2023 年中国船舶修船新接订单及单价	26
图 63:	2018~2023 年底中国船舶手持修船订单及单价	26
图 64:	中船防务发展历程: 经历资产重组成为大型综合性海洋与防务装备企业集团	29
图 65:	中船防务 (600685.SH) 股权结构: 中船工业集团是公司的控股股东及实控人	29
图 66:	2016~1H24 中船防务营收及同比增速	30
图 67:	2016~1H24 中船防务归母净利润及同比增速	30
图 68:	2016~1H24 中船防务毛利率及趋势	30
图 69:	2016~1H24 中船防务净利率及趋势	30
图 70:	2023 年中船防务营收结构	31
图 71:	2023 年中船防务造船产品营收结构	31
图 72:	2023 年中船防务毛利结构	31
图 73:	2023 年中船防务造船产品毛利结构	31
图 74:	2023 年中船防务成本结构: 分科目	32
图 75:	2023 年中船防务成本结构: 分业务	32
图 76:	2016~1H24 中船防务期间费用率及趋势	32
图 77:	2018~1H24 中船防务研发费用及研发费用率	32
图 78:	2019~1H24 中船防务合同负债	32
图 79:	2016~1H24 中船防务经营活动净现金流	32
图 80:	中国重工股权结构: 中船重工集团是第一大股东, 持股 34.53%	35
图 81:	中国重工主营业务: 海洋防务及海洋开发装备 (海巡 06; 左图); 海洋运输装备 (长祥洲轮; 右图)	35
图 82:	2016~1H24 中国重工营收及同比增速	36
图 83:	2016~1H24 中国重工归母净利润及同比增速	36
图 84:	2016~1H24 中国重工毛利率及趋势	36
图 85:	2016~1H24 中国重工净利率及趋势	36
图 86:	2023 年中国重工营收结构	37
图 87:	2023 年中国重工毛利结构	37
图 88:	2023 年中国重工成本结构: 分科目	37
图 89:	2023 年中国重工成本结构: 分业务	37
图 90:	2016~1H24 中国重工期间费用率及趋势	38
图 91:	2018~1H24 中国重工研发费用及研发费用率	38
图 92:	2019~1H24 中国重工合同负债	38
图 93:	2016~1H24 中国重工资产减值损失	38
图 94:	2017~2023 年中国重工新增订单	39
图 95:	2017~2023 年底中国重工手持订单	39
图 96:	2017~2023 年中国重工海洋防务及海洋开发装备新增订单及同比增速	40
图 97:	2017~2023 年底中国重工海洋防务及海洋开发装备手持订单及同比增速	40
图 98:	2017~2023 年中国重工海洋运输装备新增订单及同比增速	40
图 99:	2017~2023 年底中国重工海洋运输装备手持订单及同比增速	40
图 100:	2017~2023 年中国重工深海装备及舰船修理改装新增订单及同比增速	41
图 101:	2017~2023 年底中国重工深海装备及舰船修理改装手持订单及同比增速	41
图 102:	2017~2023 年中国重工舰船配套及机电装备新增订单及同比增速	42
图 103:	2017~2023 年底中国重工舰船配套及机电装备手持订单及同比增速	42
图 104:	2017~2023 年中国重工战略新兴产业及其他新增订单及同比增速	42
图 105:	2017~2023 年底中国重工战略新兴产业及其他手持订单及同比增速	42
图 106:	中国动力主营业务: 技术在防务及民用市场处于领先地位	45
图 107:	中国动力股权结构: 中船重工集团是第一大股东, 持股 25.73%	46
图 108:	2016~1H24 中国动力营收及同比增速	46
图 109:	2016~1H24 中国动力归母净利润及同比增速	46
图 110:	2016~1H24 中国动力毛利率及趋势	47
图 111:	2016~1H24 中国动力净利率及趋势	47

图 112:	2023 年中国动力营收结构	47
图 113:	2023 年中国动力毛利结构	47
图 114:	2021~2023 年中国动力船海产业新签订单、同比增速及完工情况	48
图 115:	2021~2023 年中国动力应用产业新签订单、同比增速及完工情况	48
图 116:	2023 年中国动力成本结构: 分科目	48
图 117:	2023 年中国动力成本结构: 分业务	48
图 118:	2016~1H24 中国动力期间费用率及趋势	49
图 119:	2018~1H24 中国动力研发费用及研发费用率	49
图 120:	2019~1H24 中国动力合同负债	49
图 121:	2016~1H24 中国动力经营活动净现金流	49
图 122:	中国海防主营业务: 业务覆盖电子防务装备、电子信息产业和专业技术服务三大方向	53
图 123:	中国海防代表产品: 水声电子产品 (左图); 特装电子产品 (中图); LNG 储运产品 (右图)	53
图 124:	中国海防股权结构: 中船重工集团是第一大股东, 持股 46.30%	54
图 125:	2016~1H24 中国海防营收及同比增速	54
图 126:	2016~1H24 中国海防归母净利润及同比增速	54
图 127:	2016~1H24 中国海防毛利率及趋势	55
图 128:	2016~1H24 中国海防净利率及趋势	55
图 129:	2023 年中国海防营收结构	55
图 130:	2023 年中国海防毛利结构	55
图 131:	2023 年中国海防成本结构: 分科目	56
图 132:	2023 年中国海防成本结构: 分业务	56
图 133:	2016~1H24 中国海防期间费用率及趋势	56
图 134:	2018~1H24 中国海防研发费用及研发费用率	56

表格目录

表 1:	中国船舶分产品营业收入 (百万元) 及同比增速预测	27
表 2:	中国船舶分产品毛利 (百万元) 及毛利率预测	28
表 3:	中国船舶盈利预测与财务指标	28
表 4:	中船防务分产品营业收入 (百万元) 及营收同比增速、毛利率预测	34
表 5:	中船防务盈利预测与财务指标	34
表 6:	中国重工分产品营业收入 (百万元) 及营收同比增速、毛利率预测	44
表 7:	中国重工盈利预测与财务指标	44
表 8:	中国动力分产品营业收入 (百万元) 及营收同比增速、毛利率预测	51
表 9:	中国动力盈利预测与财务指标	52
表 10:	中国海防分产品营业收入 (百万元) 及营收同比增速、毛利率预测	57
表 11:	中国海防盈利预测与财务指标	58
表 12:	船舶行业重点个股	58
	中国船舶财务报表数据预测汇总	60
	中船防务财务报表数据预测汇总	61
	中国重工财务报表数据预测汇总	62
	中国动力财务报表数据预测汇总	63
	中国海防财务报表数据预测汇总	64

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026