

中国船舶(600150)/船舶制造

船舶龙头, 受益全球航运复苏、央企混改

评级: 增持(首次)

市场价格: 25.36

目标价格: 32

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

联系人: 许忠海

Email: xuzh@r.qizq.com.cn

联系人: 范炜

Email: fanwei@r.qizq.com.cn

联系人: 于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,378
流通股本(百万股)	1,378
市价(元)	25.49
市值(百万元)	35,128
流通市值(百万元)	35,128

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 机械设备: 船舶: 全球 1-7 月新增订单已超去年全年 BDI 指数低点上涨近 3 倍; 关注全球航运复苏持续性-2017.8.20

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,763.85	21,457.07	20,726.09	22,887.69	30,065.23
增长率 yoy%	-1.98%	-22.72%	-3.41%	10.43%	31.36%
净利润	61.85	-2,606.82	234.04	727.38	1,019.24
增长率 yoy%	39.97%	-4314.78%	108.98%	210.79%	40.13%
每股收益(元)	0.04	-1.89	0.17	0.53	0.74
每股现金流量	-2.96	-2.87	0.44	1.27	1.87
净资产收益率	0.35%	-17.43%	1.54%	4.57%	6.02%
P/E	776	—	156	50	36
PEG	19.42	—	1.43	0.24	0.89
P/B	2.74	2.54	2.40	2.29	2.16

备注:

投资要点

- **控股股东——中船集团: 以军工为核心, 船舶 3 大指标居中国第 1、世界第 2**
控股股东中国船舶工业集团公司(中船集团, 南船)为中央直属特大型国有企业。中船集团以军工为核心, 贯穿船舶造修等 6 大板块。中船集团造船量 3 大指标新接船舶订单量、手持船舶订单量、船舶完工量稳居全国第 1、世界第 2。
- **中国船舶: 中船集团核心上市公司, 民船制造业龙头, 全产业链布局**
中国船舶是中船集团核心上市公司, 整合了中船集团旗下大型造船、修船、海洋工程、动力及机电设备等业务板块, 具有完整的船舶行业产业链。
- **全球船舶行业: 已低迷 10 年; 全球航运复苏大周期临近**
 - 1) **BDI 指数上行, 航运复苏有望传导至下游船舶行业: BDI 指数从 2016 年最低点 290 点已上涨至 1200 点左右, 上涨幅度超 3 倍。**
 - 2) **全球经济逐步回暖, 新船订单量大幅上涨: 2017 年上半年, 全球承接新船订单 245 艘, 约合 2379 万载重吨, 同比增长 34.6%。**
- **中国船舶: 全产业链覆盖, 业绩弹性大, 业绩增速拐点有望到来**
 - 1) **外高桥造船: 造船行业龙头, 完工总量常年居国内船厂之首; 中船澄西: 国内修船行业龙头; 沪东重机: 国内船舶动力装备龙头**
 - 2) **公司年报披露 2017 年计划完成营收 163.44 亿元。**我们判断在行业复苏的背景下, 公司业绩有望大幅超预期。
 - 3) **业绩弹性大, 下半年业绩有向好趋势: 考虑到 2016 年资产减值损失计提达 37.56 亿元, 2017 年有望大幅降低, 公司 2017 年全年业绩弹性较大。**
- **中船集团为央企混改首批 6 家试点之一, 关注混改进程**
 - 1) **国有企业混合所有制改革试点, 中船集团位列其中。**中船集团混改原则: 优先选择在纯民品、竞争性强的业务领域进行积极混改; 持续做好资产证券化工作, 把握好时机和节奏、提高净资产收益率; 优先支持人力资本和技术要素占比较高的相关单位开展员工持股试点工作。按“十三五”规划, 中船集团将以改革为动力, 以资本为手段, 按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求, 在混合所有制改革上迈出实质性步伐。
 - 2) 中船集团江南造船(集团)、沪东中华造船(集团)等优质资产尚未上市;
 - 3) 关注之前南北船主要领导互换。
- **公司为造船龙头, 受益于航运复苏。**我们判断公司今年明年订单有望超预期。预计公司今年将扭亏为盈, 2017-2019 年 EPS 为 0.17、0.53、0.74 元, 对应 P/E 为 149x、48x、34x, 目标价 32 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示: 手持订单持续下滑的风险; 在手订单增加的风险; 船舶市场、海工市场复苏乏力的风险; 原材料成本大幅上涨的风险; 财务成本大幅上涨的风险。**

内容目录

一、中国船舶：船舶制造龙头，控股股东中船集团实力雄厚	- 5 -
1. 控股股东——中船集团（南船）：全球造船龙头，多业务协调发展	- 5 -
2. 中国船舶：中船集团核心上市公司，中国最大的船舶制造企业之一	- 6 -
二、全球船舶行业：2008 年起已低迷 10 年，大周期临近	- 8 -
1. BDI 指数持续上涨，从低点上涨已超 3 倍	- 8 -
2. 克拉克森（Clarkson）：全球航运业出现“根本性转变”	- 8 -
3. 全球新船订单放量，2017 年 1-7 月已超 2016 年全年	- 9 -
4. 全球竞争格局：“中日韩”三国争雄	- 11 -
三、中国船舶行业：仍处于低位，部分龙头企业订单开始增长	- 12 -
1. 中国船舶行业行业处于低位	- 12 -
2. 我国造船业去产能亟需解决，产业集中度有望大幅提高	- 13 -
3. 中国造船业高端船型仍为短板，有望取得突破	- 14 -
4. 政策支持促进船舶公司转型发展	- 16 -
四、中国船舶：造船、修船、配套全产业链覆盖，均为行业龙头	- 17 -
1. 公司为国内造船行业龙头，船舶行业全产业链覆盖	- 17 -
(1) 外高桥造船：造船行业龙头，完工总量常年居国内船厂之首	- 17 -
(2) 中船澄西：国内修船行业龙头	- 19 -
(3) 沪东重机：国内船舶动力装备龙头	- 19 -
2. 半年度业绩同比下滑，营收增速拐点有望到来	- 20 -
3. 2016 年资产减值损失计提达 37.56 亿元，2017 年有望大幅降低	- 21 -
五、央企混改进行时，中国船舶有望受益	- 22 -
1. 央企混改大势所趋，中船集团混改逐步推进	- 22 -
(1) 国有企业混合所有制改革试点：中船集团位列其中	- 22 -
(2) 中船集团混改实施原则：优先民品、持续做好资产证券化	- 22 -
(3) 关注中船集团体内资产优质，关注之前南北船领导互换	- 22 -
2. 中船集团尚未上市的优质资产：江南造船、沪东中华造船	- 23 -
(1) 江南造船（集团）：我国历史最悠久的军工造船企业	- 23 -
(2) 沪东中华造船（集团）：中船集团五大造船中心之一，实力雄厚	- 24 -
六、投资建议：目标价 32 元，首次覆盖，给予“增持”评级	- 26 -
1. 盈利预测	- 26 -
2. 估值分析与投资建议	- 26 -
七、风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 中船集团历史发展阶段, 于 1997 年船舶工业总公司分拆正式成立	5 -
图表 2: 中船集团 2016 年营收小幅增长	6 -
图表 3: 中船集团 2016 年净利润同比基本持平	6 -
图表 4: 中国船舶工业股份有限公司历史发展历程	6 -
图表 5: 中国船舶主要子公司及股权比例情况	7 -
图表 6: 中国船舶主营业务包括: 造船、修船、海洋工程、动力及机电设备	7 -
图表 7: 近期 BDI 指数大幅回暖, 从低点上涨已超 3 倍	8 -
图表 8: 全球新船三大指标 2017 年上半年开始回暖	9 -
图表 9: 2017 年部分大型船东订造新船情况	9 -
图表 10: 全球船舶运力持续增长, 但上升趋势减缓	10 -
图表 11: 船舶拆解量近年持续上升	11 -
图表 12: 全球船龄结构: 53% 的船舶船龄超 20 年	11 -
图表 13: 全球船舶行业的核心在东亚, 中国为龙头	11 -
图表 14: 2017 上半年造船行业仍以中韩日为主	11 -
图表 15: 2017.1-7 全国造船完工量呈增长势头	12 -
图表 16: 2017.1-7 全国新接订单增速有所企稳	12 -
图表 17: 截至 2017.7 中国船企手持订单持续减少	12 -
图表 18: 美元兑人名币汇率对造船业利润影响较大	13 -
图表 19: 近期钢材价格上涨造成船企造船成本上升	13 -
图表 20: 全国未来需去除 30% 的造船产能	13 -
图表 21: 目前中国造船产能利用仍处于偏冷	13 -
图表 22: 近年国内船企兼并重组频发	14 -
图表 23: 近年来主要船型价格不断下滑, 有望步入上升通道	15 -
图表 24: 中国新造船价格指数持续下滑, 有望触底反弹	15 -
图表 25: 高端船型价值量高	15 -
图表 26: 2016 年至今全球 LNG 船订单	15 -
图表 27: 2017 年以来全球邮轮订单, 国内船厂在此领域有望取得突破	16 -
图表 28: 近年来国家相关部门颁布的支持船舶工业的相关政策	16 -
图表 33: 中国船舶主营业务中: 船舶造修占比最大	17 -
图表 34: 2017H1 中国船舶毛利率略有下滑	17 -
图表 35: 外高桥造船下设子公司情况	17 -
图表 36: 中国船舶: 外高桥造船及中船澄西交付、承接造船业务情况	18 -
图表 37: 中国船舶造船累计手持订单情况	18 -

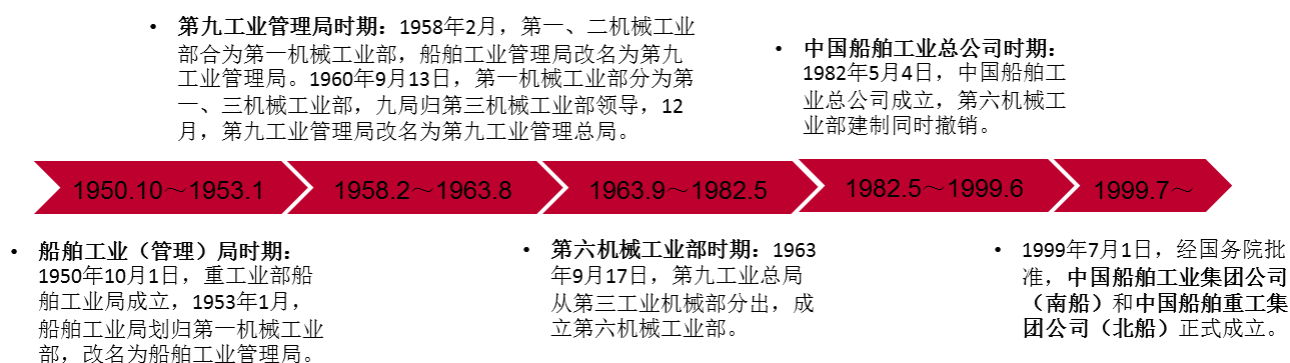
图表 38: 近年来中船澄西修船交付量持续下滑.....	- 19 -
图表 39: 中船澄西近年来部分修船产品.....	- 19 -
图表 40: 沪东重机船舶配套产值逐年提升.....	- 20 -
图表 41: 沪东重机历年交付及承接柴油机情况.....	- 20 -
图表 29: 2017H1 公司营收同比下滑 27.6%.....	- 21 -
图表 30: 2017H1 公司亏损 0.2 亿元.....	- 21 -
图表 31: 中国船舶 2016 年计提的资产减值损失达 37.56 亿元.....	- 21 -
图表 32: 建造合同形成的已完工未结算资产的存货跌价准备.....	- 21 -
图表 42: 集团旗下有江南造船、沪东中华等资产未注入上市公司.....	- 23 -
图表 43: 2015 年 3 月, 南北船集团高层领导互换.....	- 23 -
图表 45: 江南造船 2103 年起造船产值及完工船舶均逐年提高.....	- 24 -
图表 46: 沪东中华近年来造船产值及完工船舶量趋势向上.....	- 24 -
图表 44: 沪东造船集团近年所接订单项目 (不完全统计).....	- 25 -
图表 47: 中国船舶 PB 历史估值在产业链公司中弹性最大.....	- 26 -
图表 48: 产业链公司估值比较: 公司为国内造修船行业龙头, 业绩弹性最大.....	- 26 -
图表 49: 中国船舶三张表预测.....	- 28 -

一、中国船舶：船舶制造龙头，控股股东中船集团实力雄厚

1. 控股股东——中船集团（南船）：全球造船龙头，多业务协调发展

- 中国船舶的控股股东为中国船舶工业集团公司（持股 51.18%）。
- 中国船舶工业集团公司源于 1950 年 10 月 1 日成立的中央人民政府重工业部船舶工业局，历经第一机械工业部船舶工业管理局、第三机械工业部第九工业管理局、第六机械工业部、中国船舶工业总公司。1999 年 7 月 1 日经国务院批准，中国船舶工业总公司正式拆分为中国船舶工业集团公司（“中船集团”、“南船”）和中国船舶重工集团公司（“中船重工”、“北船”）。
- 截至 2014 年底，中船集团共拥有包括总部在内的 56 家下属企事业单位（其中 3 家上市公司）。在 2016 年（2015 年数据）《财富》世界 500 强排行榜，中国船舶工业集团公司以 301.91 亿美元的营业收入位列第 349 位。

图表 1：中船集团历史发展阶段，于 1997 年船舶工业总公司分拆正式成立

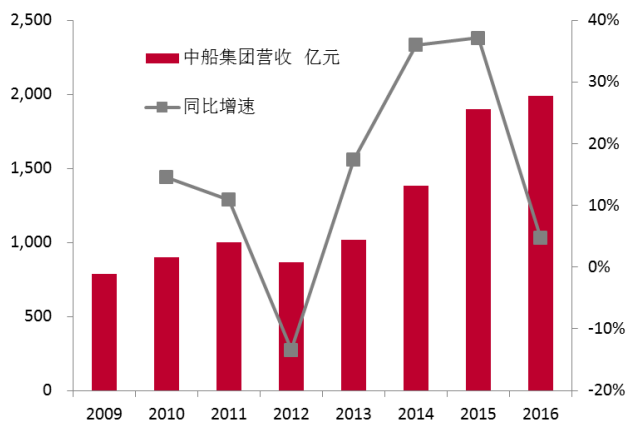


来源：集团官网，中泰证券研究所

- **中船集团以军工为核心，多主业协调发展，产业链完善**：中船集团紧紧围绕国家“发展海洋经济、建设海洋强国和强大国防”的战略部署，推进全面转型发展，在业务上形成了以军工为核心主线，贯穿船舶造修、海洋工程、动力装备、机电设备、信息与控制、生产性现代服务业六大产业板块协调发展的产业格局，在海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备、海洋科考装备四大领域拥有雄厚实力。
- **集团民品船舶覆盖齐全**：中船集团产品种类从普通的油船、散货船、集装箱船到具有当前国际先进水平的超大型油船（VLCC）、超大型集装箱船、大型矿砂船（VLOC）、各类大型液化气船（VLGC）、各类滚装船、远洋科考船、远洋渔船、化学品及成品油船，以及超深水半潜式钻井平台、自升式钻井平台、大型海上浮式生产储油船（FPSO）、多缆物探船、深水工程勘察船、大型半潜船、海底铺管船等，形成了多品种、多档次的产品系列，产品已出口到 150 多个国家和地区。
- **集团造船量位居全球前列**：2015 年，中船集团实现经济总量同比增长 32.7%，营业收入同比增长 37.5%，利润总额同比增长 54.4%，新接合同金额同比增长 21.8%，在建高端产品占比突破 50%，新接船舶订单量（669 万载重吨）、手持船舶订单量（3189 万载重吨）、船舶完工量三大

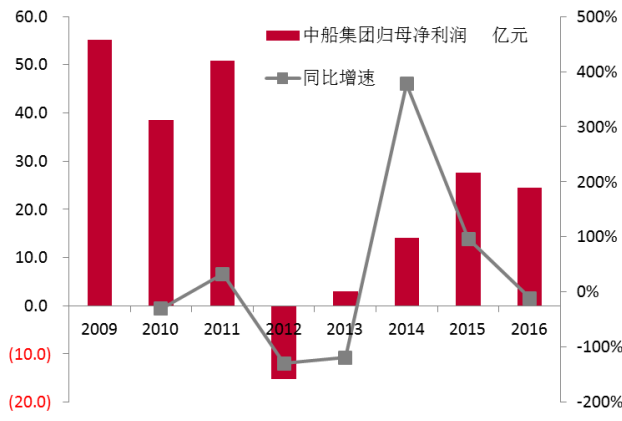
指标稳居全国第一、世界第二，物流、贸易等现代服务业收入同比增长70.8%，效益增速超过规模增速。2016年，集团营收和净利润基本与上年度保持持平。

图表 2：中船集团 2016 年营收小幅增长



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：中船集团 2016 年净利润同比基本持平

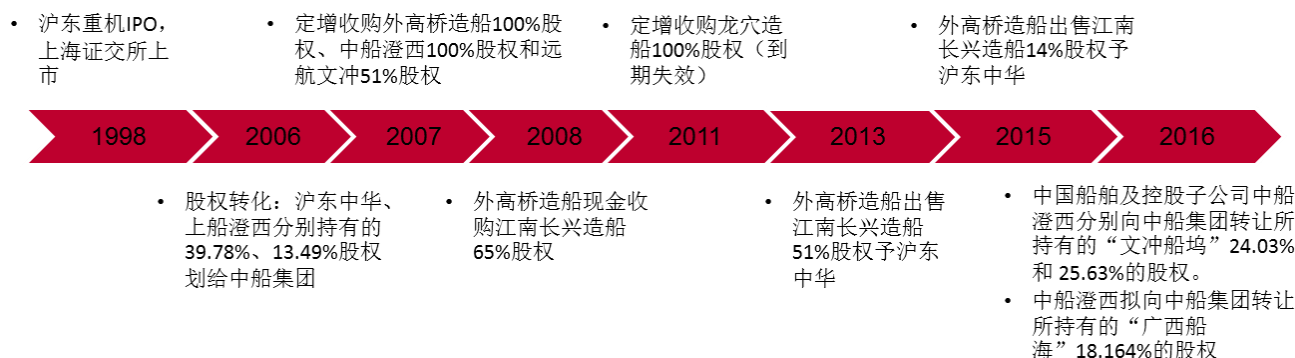


来源：wind，中泰证券研究所

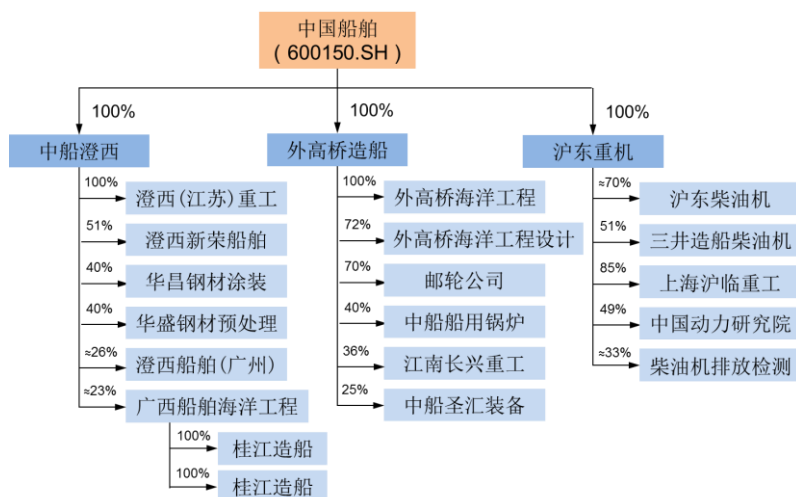
2. 中国船舶：中船集团核心上市公司，中国最大的船舶制造企业之一

- 中国船舶是中船集团核心上市公司之一。公司整合了中船集团旗下大型造船、修船、海洋工程、动力及机电设备等业务板块，具有完整的船舶行业产业链。公司下属外高桥造船、中船澄西、沪东重机三家子公司。
- 中国船舶工业股份有限公司前身为沪东重机，于 1998 年上海证交所上市，主营业务为船用柴油机及备配件、机电设备等。2007 年，公司向中船集团、宝钢集团、上海电气、中船财务等非公开发行 4 亿股，实现外高桥、澄西船舶的资产注入，并更名为中国船舶。

图表 4：中国船舶工业股份有限公司历史发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：中国船舶主要子公司及股权比例情况


来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 6：中国船舶主营业务包括：造船、修船、海洋工程、动力及机电设备

业务	主体	业务内容
造船业务	外高桥造船（含江南长兴重工）	三大主力船型（大型散货船、集装箱船和大型油轮）主要产品线包括：10 万吨以上散货船、17 万吨散货船、20 万吨级好望角型散货、40 万载重吨超大型矿砂船（VLOC）等；14000 箱 /18000 箱/21000 箱系列超大型集装箱船；11.3 万吨阿芙拉型油轮、15.8 万吨苏伊士油轮，以及 20 万吨以上超大型油轮（VLCC）；开发了 8.5 万立方米大型液化气体运输船（VLGC）、38 米型宽油船、32 米型宽 VLGC、LNG 动力船舶、极地运输船舶等特种船舶。
	中船澄西	主要包括灵便型散货船和特种船，包括：3.5 万吨、3.95 万吨、4.5 万吨、5.3 万吨、6.4 万吨等灵便型散货船系列；开发 7.6 万吨巴拿马型散货船、1800TEU、2200TEU 集装箱船、MR 油轮，以及沥青船和化学品船等特种船舶。
修船业务	中船澄西	船舶改装（自卸船改装、牲畜船改装、大型矿砂船改装转运平台、集装箱船加长改装、大开口船加长改装等）常规修理（船体钢质工程、船体机电维修和船体油漆工程）。
动力业务	沪东重机 （含中船三井）	大功率中、低速柴油机动力业务等。
海洋工程	外高桥造船	FPSO、半潜式、自升式（JU2000E、CJ46、CJ50）海洋石油钻井平台、海工辅助船等。
机电设备	外高桥、中船澄西、 沪东重机	风电、地铁盾构、核电设备等。

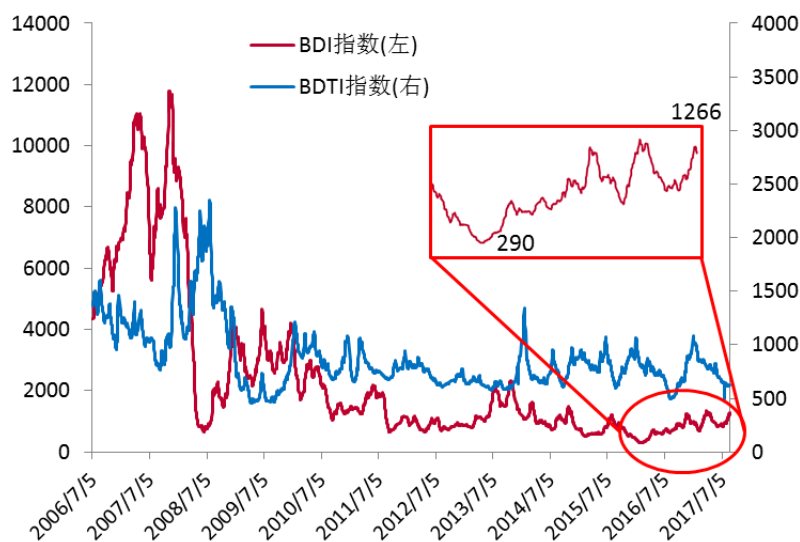
来源：公司公告，中泰证券研究所

二、全球船舶行业：2008 年起已低迷 10 年，大周期临近

1. BDI 指数持续上涨，从低点上涨已超 3 倍

- BDI 指数（波罗的海综合运费指数）已筑底回升，尽管仍位于较低位置，但从最底部涨幅已超 3 倍。2008 年金融危机后，BDI 指数一直处于低位。尽管 BDI 指数在 2016 年初达到 20 年来最低点 290 点后有明显的上涨，到 2017 年 8 月已达到 1200 多点，比最低点涨幅超 3 倍，但与 2007 年的 10000 点左右相比仍然是低位。近期密切关注 BDI 指数。

图表 7：近期 BDI 指数大幅回暖，从低点上涨已超 3 倍



来源：wind，中泰证券研究所

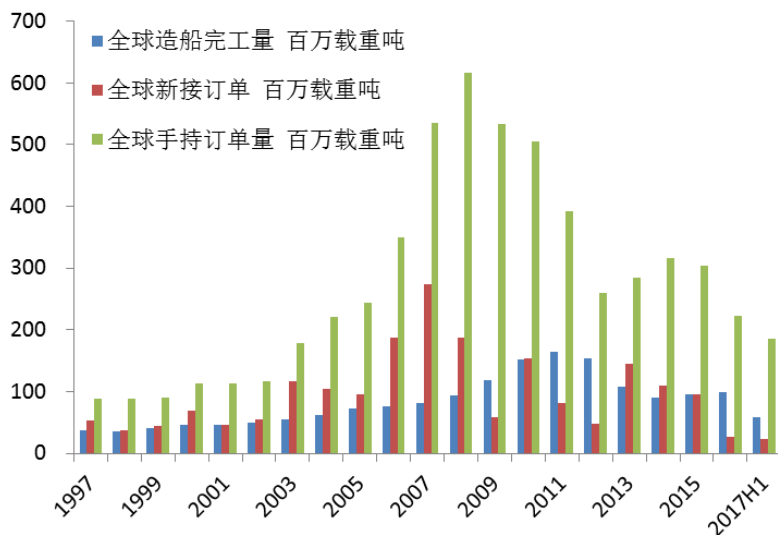
2. 克拉克森 (Clarkson)：全球航运业出现“根本性转变”

- 根据国际船舶网 8 月 16 日报道《市场复苏终于确认！克拉克森：全球航运业出现“根本性转变”》。克拉克森 (Clarkson) 日前表示，自从全球金融危机爆发后，全球航运业历经约 10 年运力过剩与贸易量锐减的打击，如今该行业终于开始出现“根本性的转变”。
- 克拉克森 2017 年上半年营收达到 1.57 亿英镑，税前获利则暴增 25% 至 2,190 万英镑。克拉克森首席执行官 Andi Case 表示，这是根本性的转变，而非市场短暂好转。
- Andi Case 指出，过去四年来船舶交付数量大减，因此货主需要支付较高的运费，这也是推动全球航运业强力复苏的重要因素。他表示，由于新船订单数量达到新低，使得供应与需求开始获得平衡，现存运力已开始吸收新增需求。
- 全球造船厂 2013 年交付 2047 艘船，但 2016 年已经降至 217 艘。根据克拉克森数据，截止目前，今年新船订单量已达 267 艘，但同时有 266 艘已被拆毁。新船建造量已降到相当低的水准，市场供需正开始恢复平衡，现有商船运力开始吸纳新增的需求。

3. 全球新船订单放量，2017年1-7月已超2016年全年

- **全球新船订单量大幅上涨。**根据 Clarkson 的统计数据，2017年1~7月全球累计新造船订单达到 3143 万载重吨，2016年全年为 3068 万载重吨。2017年1-7月，全球船舶新船订单量已超 2016 年全年。

图表 8：全球新船三大指标 2017 年上半年开始回暖



来源：Clarkson（中国船舶工业行业协会口径），中泰证券研究所

- **分船型看，今年订单的大幅提升主要依赖油轮订单大幅增长。**截至 2017 年 7 月全球油轮订单达到 1903 万载重吨，几乎达到 2016 年全年油轮订单 1062 万载重吨的 2 倍，油轮订造量的大幅增加应是对未来两年的油价持续乐观；集装箱船经过 2013~2015 年的膨胀式发展后，2017 年继续下滑，仅为 58.9 万载重吨；散货船订单为 929 万载重吨。
- **从船东结构来说，订造新船的主体仍然是大型的长期船东，也包括部分租赁公司和投资公司。**长期船东依旧以欧洲老牌航运公司为主，如马士基油轮于 2017 年 2 月确认在大船集团订造 10 艘 115000 载重吨 LR2 型成品油船，这 10 艘船舶将在未来 3 年内交付，第一艘新船将在 2019 年交付；希腊船东 Capital Maritime 于 2017 年 5 月在三星重工订造 4+4 艘 32 万载重吨的 VLCC，总价约 6.5 亿美元。值得注意的是，投资银行 J.P. Morgan 也在今年趁着低廉的新造船价订造一批新船，2017 年 4 月，J.P. Morgan 分别在金海重工和新时代造船订造 4 艘 NEWCASTLEMAX 型散货船，每艘造价 4350 万美元，在外高桥造船订造 4 艘 CAPE SIZE 型散货船，每艘造价约 4450-4500 万美元。

图表 9：2017 年部分大型船东订造新船情况

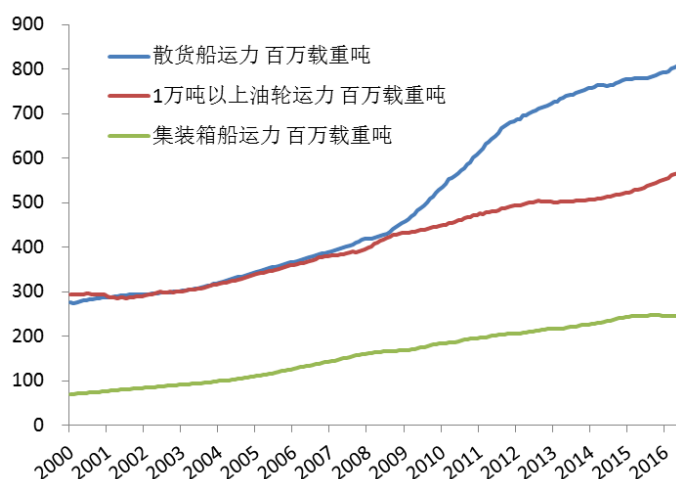
船东	船厂	订单情况	艘数
德国奥登道夫	金海重工	2017 年 1 月订造 1 艘 18 万载重吨 CAPE SIZE 型散货船	1
	韩通船舶	2017 年 6 月订造 1+1 艘 82,000 载重吨 KAMSARMAX 型散货船，约 2350 万美元/艘	1+1
J.P. Morgan	金海重工	2017 年 4 月订造 4 艘 NEWCASTLEMAX 型散货船，造价 4350 万美元/艘	4
	新时代造船	2017 年 4 月订造 4 艘 NEWCASTLEMAX 型散货船，造价 4350 万美元/艘	4

	外高桥	2017年4月订造4艘CAPESIZE型散货船, 造价约4450-4500万美元/艘	4
大韩海运	中船澄西	2017年5月订造4艘82,000载重吨散货船, 约2450万美元/艘	4
商船三井	沪东中华	2017年6月订造4艘17.4万立方LNG船, 约人民币12.5亿元/艘	4
Capital Maritime	三星重工	2017年5月订造4+4艘32万载重吨VLCC, 总价约6.5亿美元	4+4
马士基	大船集团	2017年2月订造10艘115000载重吨LR2型成品油船	10
芬兰 Container ships	黄埔文冲	2017年2月订造4+4艘1400TEU双燃料集装箱船	4+4
新加坡 Petredec	江南造船	2017年6月订造2+2艘84,000立方VLGC, 7200-7300万美元/艘	2+2
希腊 Chartworld	扬子江船业	2017年4月订造4艘82,000载重吨散货船, 约2300万美元/艘	4
岚桥集团	大船集团	2017年4月订造3艘31万载重吨VLCC, 约7700-7800万美元/艘	3
交银租赁	现代尾浦	2017年7月订造6艘5万载重吨MR型成品油船, 3200万美元/艘	6

来源: 国际船舶网, 中泰证券研究所整理

- 全球船舶运力近年总体仍在持续增长, 但上升趋势减缓。截至2017年6月底, 全球船企在手订单量占船舶运力比例达到了10年来的最低点, 仅为11.2%, 未来2-3年订单交付给运力带来的压力减小。

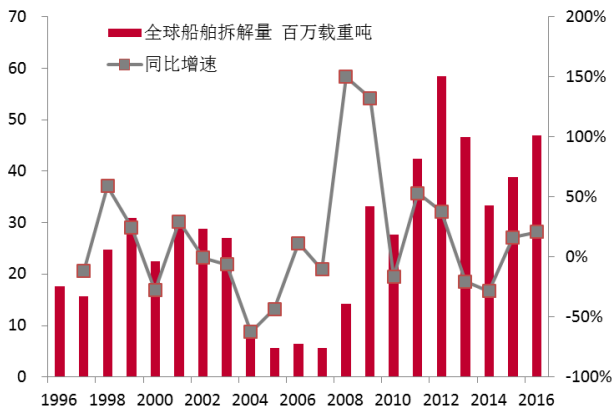
图表 10: 全球船舶运力持续增长, 但上升趋势减缓



来源: Clarkson, 中泰证券研究所

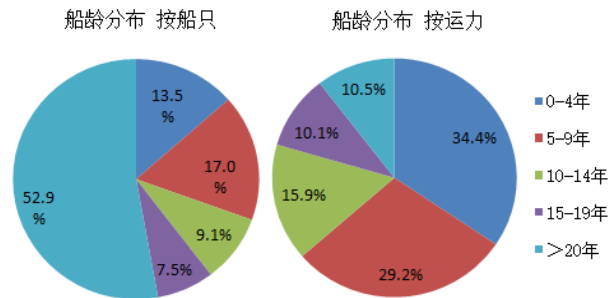
- 船舶拆解量未来将有望下降, 运力消化阶段将拉长。2015-2016年全球拆船量出现了一定上涨, 我们认为, 拆船量上升对于消化过剩的运力起到了积极作用。根据联合国贸易和发展会议(UNCTAD)的统计, 全球船队截至2016年初平均船龄为20.3年, 通过船龄的分布情况也可侧面反映出近年来船舶大型化的特点。
- 事实上, 20年以上的老旧船以小船为主, 虽然数目众多, 但是运力占比小, 未来因船舶老旧而拆解的船只对运力的影响逐渐减弱。

图表 11：船舶拆解量近年持续上升



来源：中国船舶工业经济和市场研究中心，中泰证券研究所

图表 12：全球船龄结构：53%的船舶船龄超 20 年

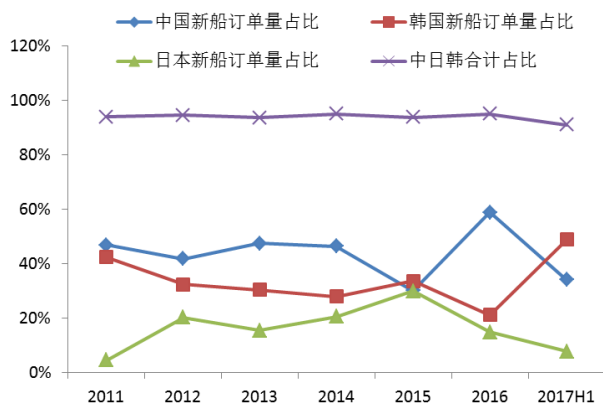


来源：UNCTAD, 中泰证券研究所

4. 全球竞争格局：“中日韩”三国争雄

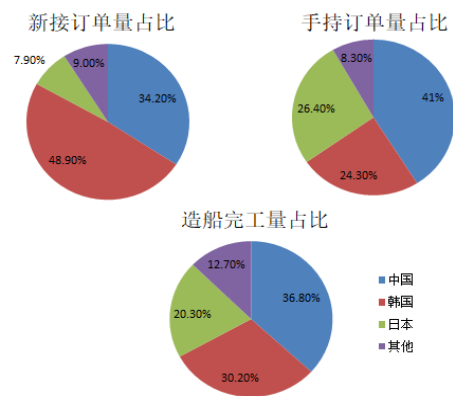
- **世界造船中心向中国转移，近年来的新船订单量保持第一：**船舶行业是全球性竞争的行业，20 世纪 50 年代，世界造船中心开始从西欧向东亚转移，近年来中日韩三国新船订单量占全球比例一直稳定在 90%以上的高位。东亚三国中，首先是日本通过 10 年的发展，成为了世界第一造船大国，而后韩国于 20 世纪 90 年代开始追赶日本，在 21 世纪初超过日本。进入 21 世纪后，中国造船行业迅速发展，近年来新船订单量（以载重吨计）基本保持第一。中日韩三国中，韩国与中国的差距较小，日本已基本退居第二集团。
- **全球造船主要国家之间竞争加剧：**2017 年上半年，中国、韩国、日本仍然在全球造船行业中占据主导地位。韩国船企近来的接单力度也较大，截至 2017 年 6 月底，接获了全球近半数的订单量（按载重吨计），重新站上全球订单量第一的位置。中国船企接单量由 2016 年的 59%锐减为 34%，竞争压力不断加大。

图表 13：全球船舶行业的核心在东亚，中国为龙头



来源：中国船舶工业行业协会，中泰证券研究所

图表 14：2017 上半年造船行业仍以中韩日为主



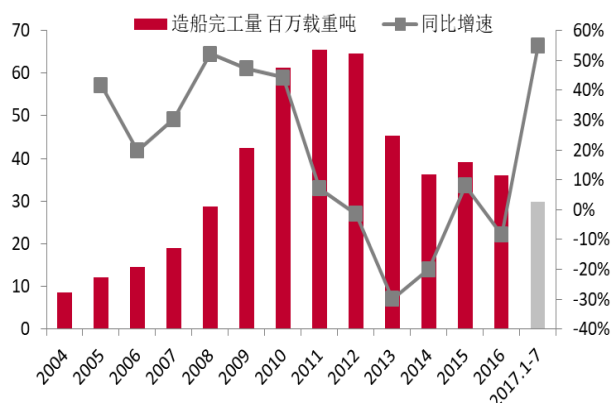
来源：中国船舶工业行业协会，中泰证券研究所

三、中国船舶行业：仍处于低位，部分龙头企业订单开始增长

1. 中国船舶行业行业处于低位

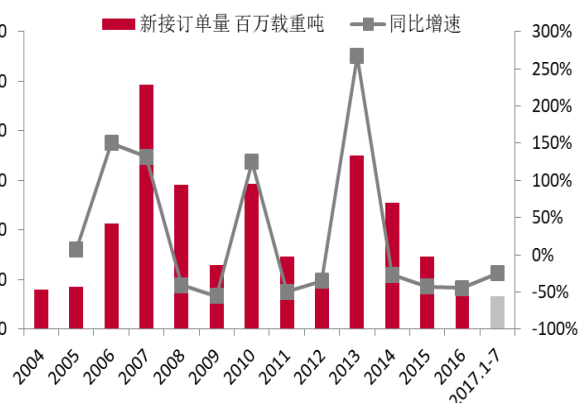
- **2017年1-7月份，中国造船行业三大指标“一升两降”**：根据中国船舶工业行业协会统计，1~7月份，全国造船完工 2978 万载重吨，同比增长 55.1%。承接新船订单 1324 万载重吨，同比下降 25.1%。截至 7 月底，手持船舶订单 8028 万载重吨，同比下降 31.5%，比 2016 年底下降 19.4%。

图表 15：2017.1-7 全国造船完工量呈增长势头



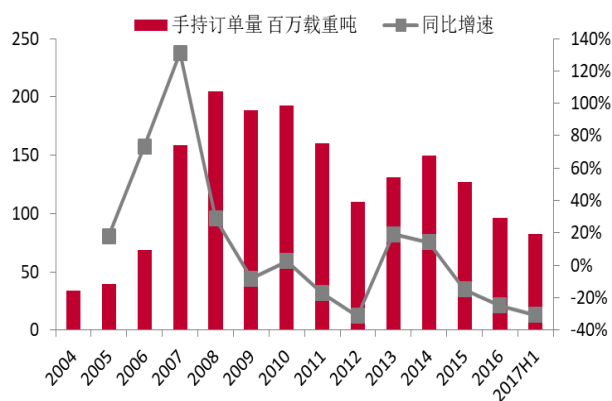
来源：中国船舶工业行业协会，中泰证券研究所

图表 16：2017.1-7 全国新接订单增速有所企稳



来源：中国船舶工业行业协会，中泰证券研究所

图表 17：截至 2017.7 中国船企手持订单持续减少



来源：中国船舶工业行业协会，中泰证券研究所

- **我国船企盈利水平下滑**。根据中国船舶工业行业协会统计，2017 年上半年，船舶行业 80 家重点监测企业完成工业总产值 1850 亿元，同比下降 6.6%，利润总额 9.8 亿元，同比下降 49%。船厂的盈利水平下滑严重，除了受到 2015-2016 年较低船价的影响外，钢板价格上升、汇率波动对于船企利润的影响也较大。

图表 18: 美元兑人民币汇率对造船业利润影响较大

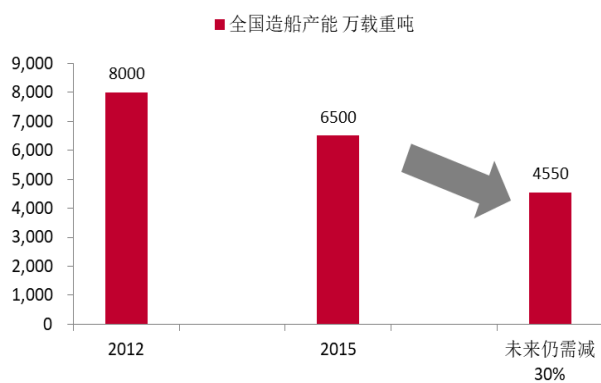

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 19: 近期钢材价格上涨造成船企造船成本上升

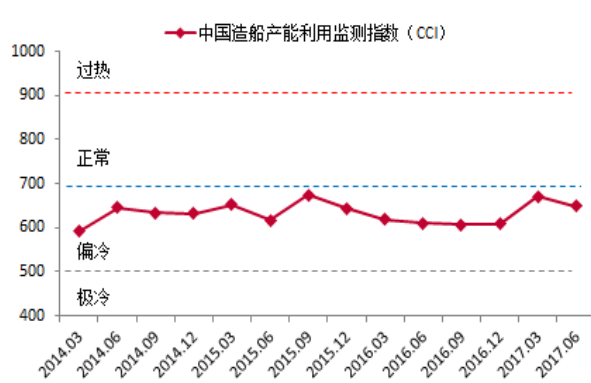

来源: wind, 中泰证券研究所

2. 我国造船业去产能亟需解决, 产业集中度有望大幅提高

- 中国造船业大而不强, 产能过剩亟需解决。**虽然从造船数据的角度来说, 中国造船业在完工量、新接订单量与手持订单量在全球都处于领先地位, 已成为一个造船大国。目前全球造船产能过剩, 中国造船产能过剩问题也非常突出。
- 2017年1月, 工信部联合六部委印发了《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划(2016~2020年)》。**工信部装备工业司司长李东表示, 中国船舶行业已将2012年的8000万载重吨的产能削减至2015年底的6500万载重吨, 但仍需要削减30%以上的过剩产能, 即中国仍需去除约2000万载重吨的产能。船舶行业全球总产能达到2亿吨, 但实际需求却只有1亿吨, 目前韩国及日本的船舶行业削减产能幅度都超过40%。

图表 20: 全国未来需去除 30% 的造船产能


来源: 工信部, 中泰证券研究所

图表 21: 目前中国造船产能利用仍处于偏冷


来源: 中国船舶工业行业协会, 中泰证券研究所

- 破产、兼并重组在造船行业频发。**据中船工业经研中心统计, 2009-2016年, 我国约有140多家造船厂关停倒闭, 约有90多家船厂被兼并收购。随着行业低迷的持续以及订单向有实力的大船厂集中, 未来有更多经营不佳的中小船厂甚至大船厂面临破产的风险。其中, 2011-2012年关停的船厂数约有100家, 被兼并收购的船厂约有40家, 近年来, 虽然船

厂破产倒闭的数量明显减少，但破产企业的规模、影响力明显提高，例如南通明德、舜天船舶、舟山五洲、大洋造船等。

图表 22：近年国内船企兼并重组频发

时间	事件
2014 年 6 月	世界第四大造船企业 STX 大连造船宣告破产
2015 年 3 月	东方重工提出破产重整申请
2015 年 5 月	浙江正和造船破产重整；
2015 年 7 月	明德重工确认重组失败进入破产清算程序
2015 年 11 月	舟山五洲船厂破产，成为首家破产清算的国有船厂
2016 年 5 月	渤海船舶将合并山海关船舶，成为其母公司
2016 年 5 月	大船重工将合并天津新港船舶，成为其母公司
2016 年 5 月	浙江春和集团债务违约，旗下的浙江船厂已进入破产重整
2016 年 5 月	武船将合并青岛北海船舶，两家船厂重组打造“新武船”
2017 年 1 月	江苏舜天船舶正式更名为江苏国信，彻底退出造船行业
2017 年 7 月	大洋造船有限公司破产清算

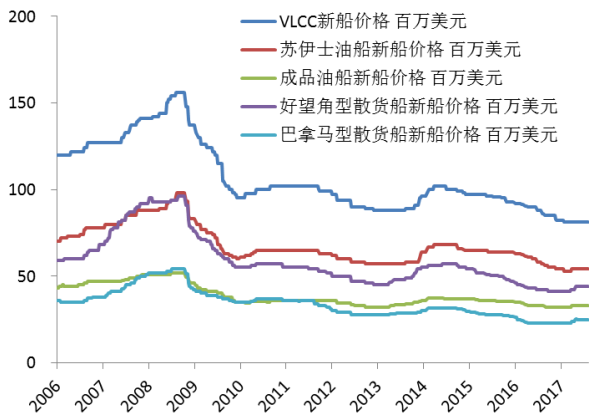
来源：国际船舶网，中泰证券研究所整理

- **近年央企兼并重组迈出实质步伐：**中国远洋海运集团整合 13 家大型船厂和 20 多家配套服务公司成立中远海运重工有限公司，中船重工大船与山船、武船与北船、风帆与火炬能源、重庆红江与重跃整合重组稳步推进。中国船舶工业集团公司所属上船公司、广船国际、中船澄西等主要造修船企业主动开展存量产能削减，沪东中华、外高桥造船、黄埔文冲等企业提出产能压控和资产处置的行动计划表。此外，江苏、浙江、山东、福建等地通过产能置换、退城还园、改造升级等方式主动压减和化解过剩产能。
- **造船产业集中度将大幅提高：**从 2011 年中国前 10 家造船集团交付量全国占比 35% 到 2016 年 53%，中国造船业产能整合正在加速推进。根据工信部发布的《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016-2020）》中船舶工业深化整合的一项目标，到 2020 年，全国前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70% 以上。作为对比，韩国前 10 大造船公司完工量常年保持在全国完工量 90% 以上，日本这一比例也常年保持在 70% 以上。

3. 中国造船业高端船型仍为短板，有望取得突破

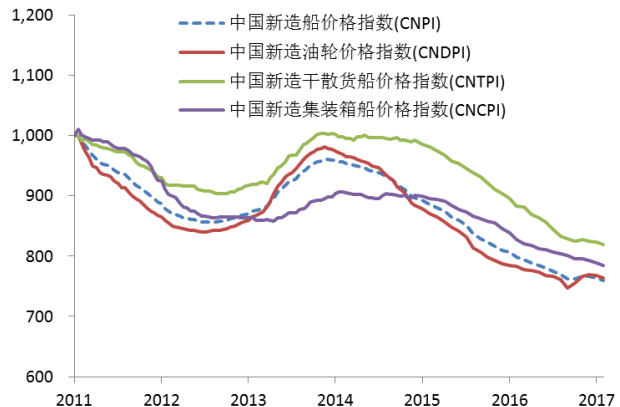
- **我国造船企业仍以接获低附加值的传统船型为主。**散货船、油轮、集装箱船是我国船企的主要建造船型，其附加值、建造门槛较低，是中国大小船企主要争夺的目标。而过多的船企导致此类传统船型的造价逐步降低，企业失去议价能力。

图表 23: 近年来主要船型价格不断下滑, 有望步入上升通道



来源: wind, 中泰证券研究所

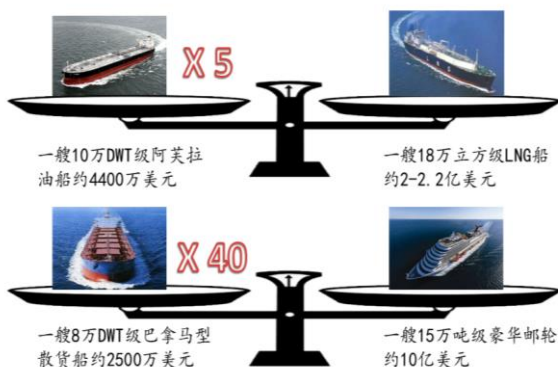
图表 24: 中国新造船价格指数持续下滑, 有望触底反弹



来源: wind, 中泰证券研究所

- **高端船型领域亟待突破:** 高端船型指那些设计、制造门槛高, 附加值高的船型, 主要以 LNG 船、豪华游轮等为代表。中国造船产业要想提升盈利能力, 扩大市场竞争力, 必须由低端向高端升级, 目前高端船型订单主要被日本、韩国及欧洲发达国家夺得, 高端船型领域亟待突破。

图表 25: 高端船型价值量高



来源: 中泰证券研究所整理

图表 26: 2016 年至今全球 LNG 船订单

时间	船厂	船东	艘数
2016.06	现代重工	SK 航运	2
2016.06	大宇造船	希腊 Maran Gas	2+2
2016.08	吉宝岸外海事	挪威 Stolt-Nielsen	2+2
2016.10	三星重工	希腊 Gaslog	2
2017.03	大宇造船	匿名船东	2+2
2017.03	现代重工	KnutsenOAS Shipping	1
2017.05	吉宝新满利	挪威 Stolt-Nielsen	2+3
2017.06	沪东中华	日本商船三井	4
合计			17+9

来源: 国际船舶网, 中泰证券研究所

注: “+” 后为备选订单, 未计入实际订单

- **大型 LNG 船:** 目前中国只有沪东中华一家船厂具备建造大型 LNG 船的实力。LNG (Liquefied Natural Gas) 船是在零下 163 摄氏度低温下运输液化天然气的专用船舶, 是高技术、高难度、高附加值的“三高”产品, 是一种“海上超级冷冻车”, 被誉为世界造船业“皇冠上的明珠”, LNG 船的储罐是独立于船体的特殊构造。现只有美国、中国、日本、韩国和欧洲的少数几个国家的极少数船厂能够建造。
- **豪华邮轮:** 目前中国在建造豪华邮轮领域尚属空白, 未来有望获得突破。豪华邮轮作为各类船舶产品中的顶尖产品, 是真正衡量一个造船企业设计建造能力和管理水平的标志, 也是中国造船业长期的短板, 过去主要由意大利的 Fincantieri、STX 法国、德国 Meyer Werft 船厂控制。2016 年 9 月中船集团、中投公司、嘉年华集团、Fincantieri 集团、中船邮轮

科技公司、上海外高桥造船有限公司共同签署了 2+2 艘 13.35 万吨 Vista 级豪华邮轮建造意向书，首批国产豪华邮轮订单将在上海外高桥造船有限公司建造，并将于 2022 年实现第一艘国产豪华邮轮的交付。

图表 27：2017 年以来全球邮轮订单，国内船厂在此领域有望取得突破

船厂	船东	订单详情	艘数
Fincantieri	美国嘉年华集团	2017 年 1 月订造 2 艘 99500GT 邮轮	2
Fincantieri	诺唯真邮轮 (NCL)	2017 年 2 月订造 4+2 艘 14 万总吨邮轮，约 8 亿欧元/艘	4+2
俄联合造船	匿名船东	2017 年 2 月订造 1 艘 300 客邮轮，25 亿卢布/艘	1
招商局工业集团	Sunstone Ships	2017 年 3 月订造 4+6 艘冰级探险邮轮	4+6
Fincantieri	Viking Ocean Cruises	2017 年 4 月订造 2+2 艘 5 万总吨级邮轮	2+2
Meyer Werft	美国皇家加勒比邮轮	2017 年 5 月订造 2 艘 5000 客豪华邮轮	2
STX 法国	地中海邮轮	2017 年 6 月订造 2+2 艘 20 万总吨级豪华邮轮，约 10 亿欧元/艘	2+2
Meyer Werft	迪士尼邮轮	2017 年 7 月订造 1 艘 14 万吨级豪华邮轮	1
合计			18+12

来源：公开资料，中泰证券研究所整理；注：“+”后数字未备选订单。

4、政策支持促进船舶公司转型发展

- 近年来，国务院及行业主管部门相继出台了一系列振兴规划及扶持政策，在市场兼并重组、深化结构调整、战略性新兴产业发展、装备制造智能化工艺升级、科研资金支持等方面给予大力支持。

图表 28：近年来国家相关部门颁布的支持船舶工业的相关政策

时间	颁发机构	政策名称	主要内容
2013 年 7 月	国务院	《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案 (2013—2015 年)》	强调开展船舶和海洋工程装备关键技术攻关，调整优化船舶产业生产力布局，加快高端产品发展，稳定国际市场份额等。
2016 年底	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	规划对“十三五”期间我国战略性新兴产业的发展目标、重点任务、政策措施等作出全面部署安排，助推船舶和海洋工程装备产业迈向中高端。
2017 年初	工信部、发改委、财政部、人民银行、银监会、国防科工局六部委	《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划 (2016-2020 年)》	提出到 2020 年力争造船产量占全球市场份额在“十二五”基础上提高 5 个百分点，海洋工程装备与高技术船舶国际市场份额分别达到 35%和 40%左右，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70%以上。

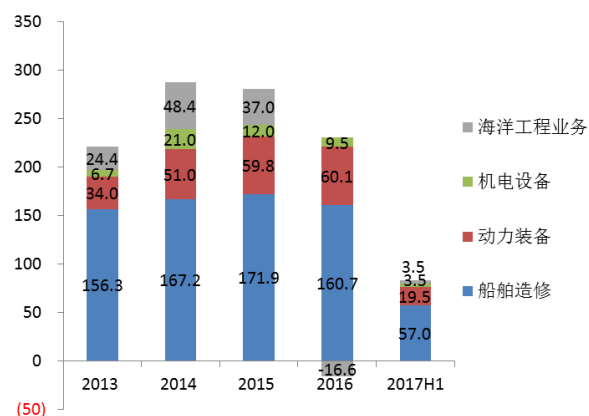
来源：中泰证券研究所整理

四、中国船舶：造船、修船、配套全产业链覆盖，均为行业龙头

1. 公司为国内造船行业龙头，船舶行业全产业链覆盖

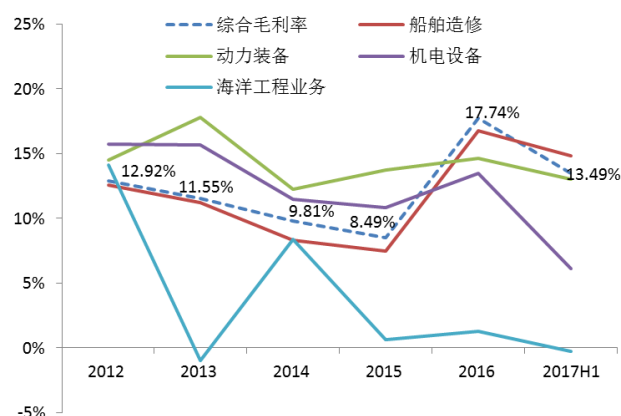
- 公司造船总量、造机产量常年位居全国第一，是国内造船行业当之无愧的领跑者。公司在造船、低速柴油机和修船等方面具有明显的规模优势，造船业务总量、造机业务总量、手持订单量、新接订单量等处于国内领先地位，其中：外高桥造船自 2005 起造船总量和经济效益连续八年稳居国内造船企业首位，2011 年完工交船 36 艘，成为中国第一家年造船完工总量突破 800 万载重吨大关的旗舰船厂。中船澄西是我国船舶修理及灵便型散货船建造的第一梯队。沪东重机是我国船用低速机制造行业的领导者，也是船用大功率中速机的主要供应商。

图表 29：中国船舶主营业务中：船舶造修占比最大



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 30：2017H1 中国船舶毛利率略有下滑



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

(1) 外高桥造船：造船行业龙头，完工总量常年居国内船厂之首

- 上海外高桥造船有限公司成立于 1999 年，是中国船舶的全资子公司。公司全资拥有上海外高桥造船海洋工程有限公司、控股上海江南长兴重工有限责任公司、上海外高桥海洋工程设计有限公司、上海中船船用锅炉有限公司、中船圣汇装备有限公司，参股上海江南长兴造船有限责任公司。

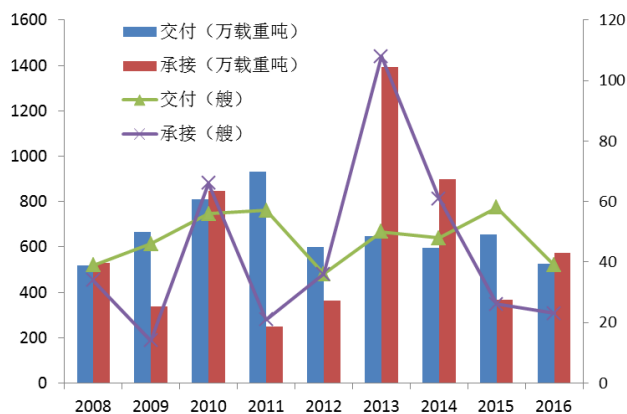
图表 31：外高桥造船下设子公司情况



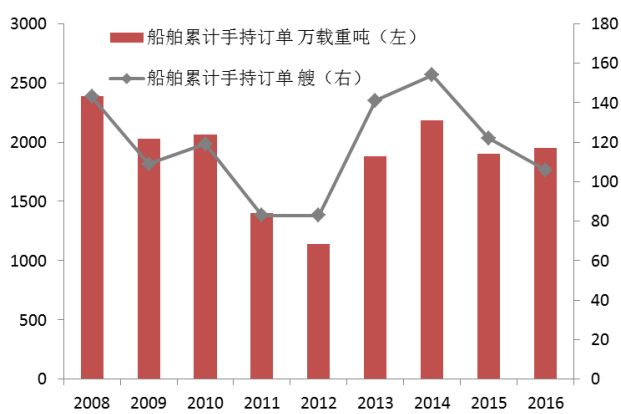
- 上海外高桥造船有限公司 (100%)
- 上海江南长兴重工有限责任公司 (36%)
- 上海外高桥造船海洋工程有限公司 (100%)
- 上海外高桥造船海洋工程设计有限公司 (72%)
- 中船圣汇装备有限公司 (25%)
- 上海中船船用锅炉设备有限公司 (40%)

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **造船设施及产能：**公司规划占地面积 500 万平方米，岸线总长度超过 4 公里，共有 4 个船舶舾装码头，2 座干船坞，配有 1 台 800 吨、3 台 600 吨龙门起重机，拥有 7 个冲砂车间和 9 个涂装车间。公司的重点设备有：3 米和 4.5 米两条钢板预处理流水线、15 台数控等离子切割机、1 台火焰切割机、1 台型钢数控等离子切割机、1 台 1000 吨油压机、21 米和 12 米三辊卷板机各一台。其中，2200 吨 21 米三辊卷板机，最大加工厚度可达 85mm，年生产能力 15000 块钢板。
- 公司产品类型覆盖散货轮、油轮、超大型集装箱船、海工钻井平台、钻井船、浮式生产储油装置、海工辅助船等。公司自主研制的好望角型绿色环保散货轮已成为国内建造最多、国际市场占有率最大的中国船舶出口“第一品牌”，累计承建并交付的 17 万吨级和 20 万吨级散货船占全球好望角型散货轮船队比重的 11.3%。30 万吨级超大型油轮 VLCC 累计交付量占全球 VLCC 船队 8.3%，11 万吨级阿芙拉型原油轮获得“中国名牌产品”称号。
- **海洋工程业务领域国内领先：**公司先后承建并交付了 15 万吨级、17 万吨级、30 万吨级海上浮式生产储油装置 (FPSO)，标志着我国在 FPSO 的设计与建造领域已位居世界先进行列。3000 米深水半潜式钻井平台是世界上最先进的第 6 代深水半潜式钻井平台，作业水深 3000 米，钻井深度达 10000 米，被列入国家“863”计划项目。公司于 2011 年圆满完成了“海洋石油 981”项目的建造、调试任务及其相关的国家“863”计划和上海市重大科技专项的结题工作，填补了我国在深水特大型海洋工程装备制造领域的空白。正在建造的海洋工程产品有 JU2000E 型和 CJ46 型自升式钻井平台。标志着公司在自升式钻井平台领域已经形成系列化生产能力。
- 自 2005 起，公司造船总量和经济效益连续八年稳居国内造船企业首位。2011 年，公司完工交船 36 艘，成为中国第一家年造船完工总量突破 800 万载重吨大关的船厂。

图表 32：中国船舶：外高桥造船及中船澄西交付、承接造船业务情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

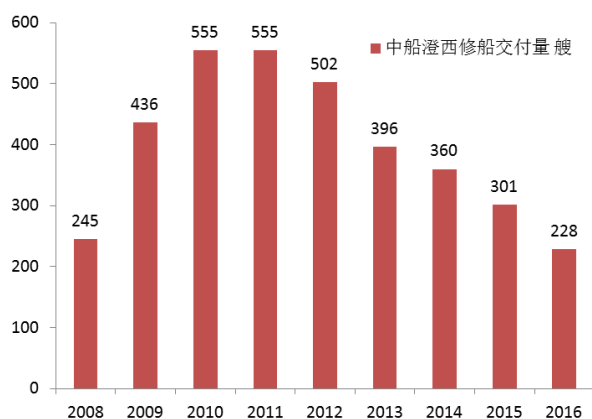
图表 33：中国船舶造船累计手持订单情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

(2) 中船澄西：国内修船行业龙头

- **中船澄西是中国修船行业实力强、规模大、管理优的企业之一，修船总量连续多年位居中国修船业第一集团前列。**公司主要从事船舶及海洋工程修理、建造及大型钢结构件制造，具备年修理、改装 30 万吨级及以下各类船舶 250 艘，建造巴拿马型以下各类船舶 30 艘，生产钢结构件 12 万吨，制造风力发电塔 1000 套的能力。公司现有员工及务工人员逾万名，其中专业技术人员 1200 余名。生产区域占地面积 77 万平方米，沿江岸线 2200 多米。拥有岸壁式舾装码头 1630 米，5-10 万吨级浮船坞 3 座，7 万吨级船台和内港池码头各一座，以及 1600 吨浮式起重船等完善的修造船设施。钢结构生产拥有 20 条先进的风力发电塔塔体制作流水线和精良的钢结构制造设备设施。
- 公司控股的中船澄西新荣船舶有限公司，具备年修理、改装 30 万吨级及以下各类船舶 150 艘的能力；参股的中船澄西远航（广州）有限公司，具备年修理、改装 30 万吨级及以下各类船舶 360 艘的能力。

图表 34：近年来中船澄西修船交付量持续下滑



来源：公司公告，中泰证券研究所

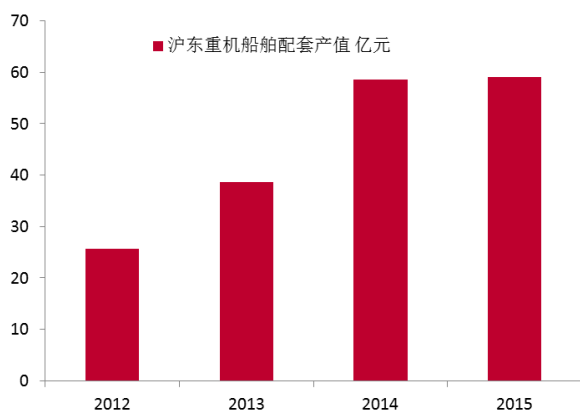
图表 35：中船澄西近年来部分修船产品



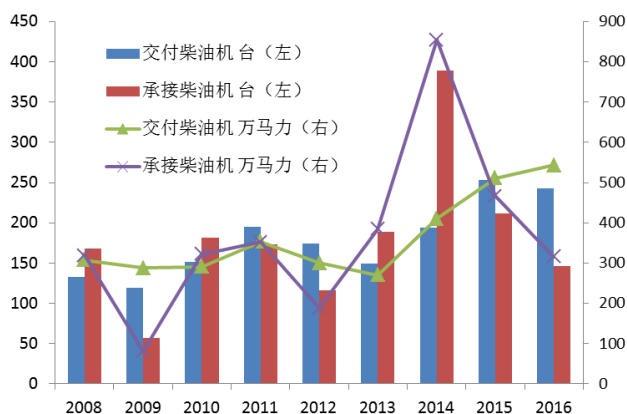
来源：公司官网，中泰证券研究所

(3) 沪东重机：国内船舶动力装备龙头

- **沪东重机为国内最具实力的船舶动力装备企业：**公司下属有中船动力研究院有限公司、上海中船三井造船柴油机有限公司，上海沪临重工有限公司，上海沪东造船柴油机配套有限公司，上海沪江柴油机排放检测科技有限公司等 5 家投资企业。
- **船用低速柴油机技术领先，市场占有率高：**公司在船用低速柴油机动力领域具有雄厚实力，大型船用主动力柴油机制造居国内龙头地位、跨入世界一流方阵，产品随船出口世界各地。2015 年底公司低速机年生产能力达到 550 万马力，产量位列世界第二，订单承接量位居世界第一，国际市场占有率达 20% 以上。截至 2015 年底，沪东重机共制造各类柴油机 2904 台/4102 万马力。
- **成套设备有望逐步打开市场：**公司建造的地铁盾构、柴油机陆用电站以及为通用电气公司配套的产品已拥有良好的市场业绩，核电应急机组、动力系统打包等产品也逐步获取订单、打开市场。

图表 36：沪东重机船舶配套产值逐年提升


来源：中国船舶工业年鉴，中泰证券研究所

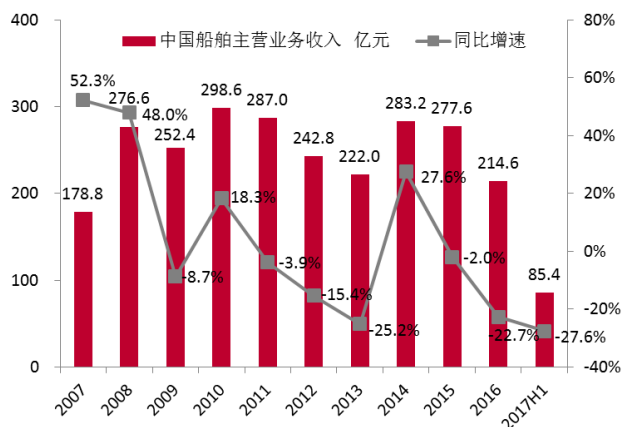
图表 37：沪东重机历年交付及承接柴油机情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

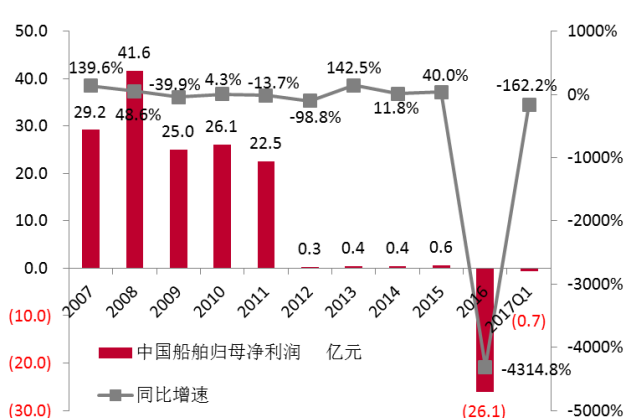
2. 半年度业绩同比下滑，营收增速拐点有望到来

- 2017 年上半年，公司实现营业收入 85.37 亿元，同比降低 27.6%，完成年计划的 52.23%；实现归母净利润-0.20 亿元。拆分业务来看：

 - 1) 船舶造修业务：上半年，公司承接新船订单 20 艘/203.56 万载重吨，吨位数完成年计划 68.89%。修船上，中船澄西经营积极开拓，紧密跟踪市场行情，成功开发新公司 15 家，牲畜船改装项目再遇重大突破，承接合同金额 5.05 亿元，完成年计划的 50.50%。至 6 月底，公司累计手持造船订单 84 艘/1304.62 万载重吨，累计手持修船合同金额 1.98 亿元。
 - 2) 动力业务：沪东重机上半年承接柴油机 80 台/161 万马力，功率数完成年计划的 48.71%。至 6 月底，公司累计手持柴油机订单 199 台/488 万马力。
 - 3) 机电设备业务：公司承接机电设备合同金额 5.15 亿元。
- 生产工作：上半年，公司完工交付船舶 35 艘/549.19 万载重吨，吨位数完成年计划的 68.75%；完成修船 137 艘/4.91 亿元，产值完成年计划的 49.11%；柴油机完工 76 台/159.33 万马力，功率数完成年计划的 43.18%；实现机电设备产值 3.91 亿元。重点产品方面，国内首制最大 20000 箱集装箱船按期出坞，首制 40 万吨 VLOC 完成下坞，8.5 万吨 VLGC 完成试航，7800 吨沥青船按期优质成功交付。
- 公司年报披露：公司 2017 年计划完成营收 163.44 亿元。其中：船舶造修业务营收 124.22 亿元，动力装备业务营收 43.05 亿元，机电设备业务营收 16.16 亿元。2017 年生产完工计划为：造船：57 艘/765.99 万载重吨；修船：240 艘；柴油机：158 台/369 万马力。

图表 38：2017H1 公司营收同比下滑 27.6%


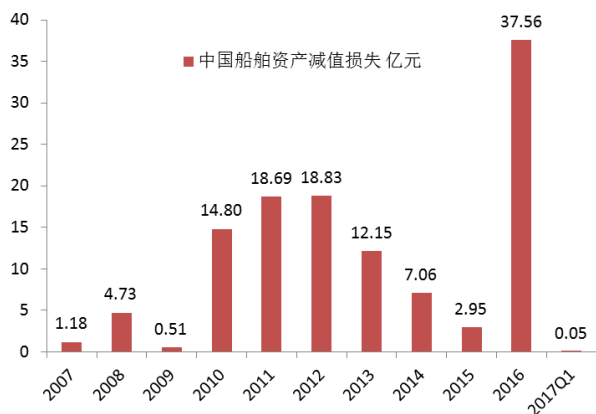
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 39：2017H1 公司亏损 0.2 亿元


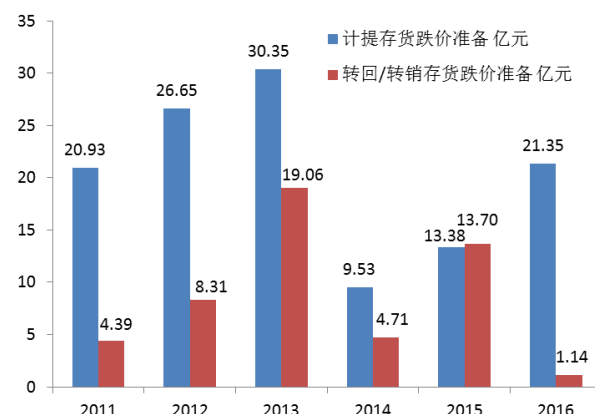
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

3. 2016 年资产减值损失计提达 37.56 亿元，2017 年有望大幅降低

- 公司 2016 年巨额亏损，除了海工市场低迷的原因外，另一大原因是公司计提了 37.56 亿元的资产减值损失，为历年之最。2017 年，在航运行业有望复苏的大背景下，我们判断公司的资产减值损失将大幅降低。
- 2016 年，公司对建造合同形成的已完工未结算资产的存货跌价准备计提也较为充分，达 21.35 亿元，同时注意到转回跌价准备只有 1.14 亿元。我们判断 2017 年公司的转回存货跌价准备将远高于 2016 年。

图表 40：中国船舶 2016 年计提的资产减值损失达 37.56 亿元


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 41：建造合同形成的已完工未结算资产的存货跌价准备


来源：公司公告，中泰证券研究所

五、央企混改进行时，中国船舶有望受益

1. 央企混改大势所趋，中船集团混改逐步推进

(1) 国有企业混合所有制改革试点：中船集团位列其中

- **中船集团位列第一批混改名单：**早在 2016 年初，发改委就列出了第一批混改清单：在电力、油气、铁路、民航、电信、军工等重要领域开展混合所有制改革试点示范。

2016 年 9 月 28 日，国家发改委副主任刘鹤主持召开专题会，研究部署国有企业混合所有制改革试点相关工作。东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建集团、中国船舶集团等中央企业就列入第一批试点的混合所有制改革项目实施方案做了详细介绍。

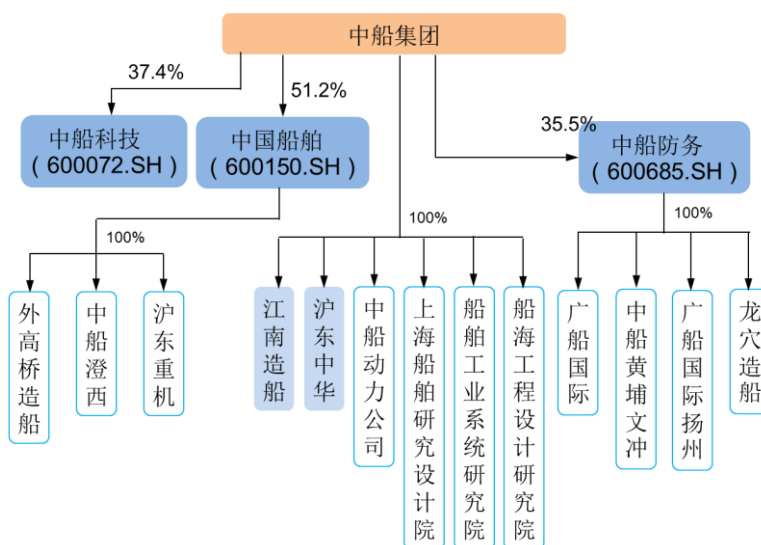
其中中国联通混改方案率先在 8 月 20 日晚正式公布，但我们判断随着中国联通的混改方案的确定，其他央企混改实质性动作即将来临。

(2) 中船集团混改实施原则：优先民品、持续做好资产证券化

- **中船集团已初步提出若干混改实施原则：**优先选择在纯民品、竞争性强的业务领域进行积极混改；持续做好资产证券化工作，把握好时机和节奏、提高净资产收益率；优先支持人力资本和技术要素占比较高的相关单位开展员工持股试点工作。按照“十三五”规划，中船集团将以改革为动力，以资本为手段，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在混合所有制改革上迈出实质性步伐。

(3) 关注中船集团体内资产优质，关注之前南北船领导互换

- **中船集团体内资产优质：**目前集团旗下有三家上市公司平台，分别为中国船舶(600150.SH)、中船防务(600685.SH)及中船科技(600072.SH)。其中**中船科技** 2016 年重大资产重组收购中船九院 100%股权及常熟梅李 20%股权，有望作为集团高科技业务的上市平台；**中船防务**近年陆续收购龙穴造船、黄埔文冲，整合了华南地区船舶类资产；目前集团旗下华东船舶类资产中，体量相对较大的**江南造船(集团)**、**沪东中华造船(集团)**等仍在上市公司体外。

图表 42：集团旗下有江南造船、沪东中华等资产未注入上市公司


来源：集团官网，中泰证券研究所

- **关注央企整合：**从 2015 年中国南车、中国北车合并开始，截至目前国资委已经完成了 10 多家的央企合并重组。
- **关注南北船集团高层领导互换，互任一把手为首次：**2015 年 3 月 25 日，中船重工和中船集团同时召开中层以上管理人员大会。中共中央组织部宣布：中船集团原董事长、党委书记胡问鸣任中船重工董事长、党组书记；中船重工原副总经理孙波任中船重工总经理、党组副书记、董事。同时中船重工原党组成员、副总经理董强任中船集团董事长、党组书记；中船集团副总经理吴强任中船集团总经理、党组副书记。
- **南北船领导历史上互换任职历史上发生过：**原中船集团二把手副总经理吴强 2004 年 4 月开始任中船重工副总经理，2010 年 12 月调任中船集团副总。目前中船重工副总陈民俊以前是外高桥造船总经理、江南长兴造船董事长、南船总经理助理，2010 年 12 月任中船重工副总。

图表 43：2015 年 3 月，南北船集团高层领导互换

时间	南北船领导	原任职务	现任职务
2015.3	胡问鸣	中船集团董事长、党委书记	中船重工董事长、党组书记
	孙波	中船重工副总经理	中船重工总经理、党组副书记、董事
	董强	中船重工党组成员、副总经理	中船集团董事长、党组书记
	吴强	中船集团副总经理	中船集团总经理、党组副书记

来源：公司官网，中泰证券研究所

2. 中船集团尚未上市的优质资产：江南造船、沪东中华造船

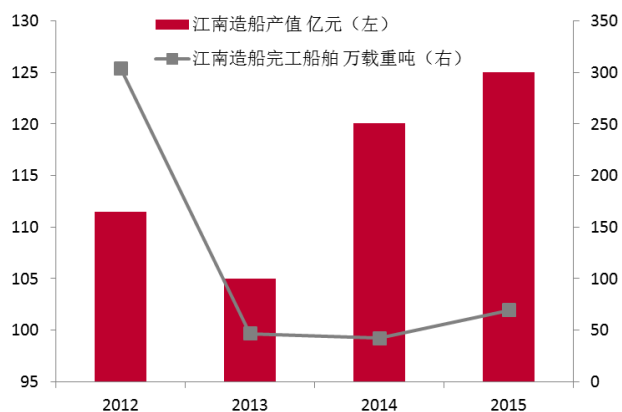
(1) 江南造船（集团）：我国历史最悠久的军工造船企业

- **公司历史积淀深厚：**江南造船（集团）是中国船舶工业集团公司所属我国历史最悠久的军工造船企业。它创建于 1865 年（清朝同治四年），历经江南机器制造总局、江南船坞、海军江南造船所、江南造船厂。1996 年改制为“江南造船（集团）有限责任公司”。2001 年 8 月，江南造船

厂圆满完成债转股。

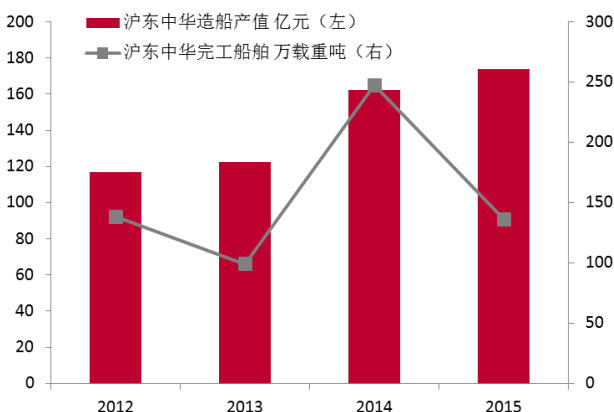
- **设备先进、产能充足：**2008年6月，江南造船搬迁入驻中船江南长兴造船基地。中船江南长兴造船基地地处长江口长兴岛，占地面积约580万平方米，岸线长度约为3800米，主要建设内容包括四座大坞、17座舾装码头，规划纲领为民用船舶年造船能力450万吨，是目前国内规模最大、设施最先进、生产品种最为广泛的现代化造船基地。
- **2020年的发展目标：**公司始终将建设成为中国第一军工造船集团作为公司的目标，将发展军品、促进军民融合作为长期战略。按照公司的中长期发展规划，明确了2015和2020年发展目标：即到2015年，把江南造船发展成为以成功承接重大高新产品为主要标志，以军工历史最悠久、研制军品型号最多、承建军品数量最大、人均军品营业收入最高和战略性军品竞争力最强为重要标志的中国第一军工造船企业，实现营业收入超过130亿；到2020年，把江南造船建立成为以“又好又快”建造重大高新产品为主要标志，以承建多型海军重要新装备、军品生产效率最高、营业收入最多和综合生产效率达到国内先进水平为重要标志的第一军工造船企业，实现营业收入200亿，非船合计收入占比达到20%以上。

图表 44：江南造船 2103 年起造船产值及完工船舶均逐年提高



来源：中国船舶工业年鉴，中泰证券研究所

图表 45：沪东中华近年来造船产值及完工船舶量趋势向上



来源：中国船舶工业年鉴，中泰证券研究所

(2) 沪东中华造船（集团）：中船集团五大造船中心之一，实力雄厚

- 沪东中华造船（集团），是中国船舶工业集团公司旗下的骨干核心企业。公司拥有“一个管理中枢，三大生产实体”，本部位于浦东，生产实体分别是本部公司、上海船厂船舶有限公司、上海江南长兴造船有限责任公司，是集造船、海洋工程、非船三大业务板块为一体的综合性产业集团，主要生产区域分布在上海的浦东、浦西、长兴岛和崇明岛。公司还拥有多家投资企业，具有完整的船舶配套产业链。
- 公司管理的资产规模超过380亿元，生产与配套基地近480万平方米，码头岸线7300米，系泊码头19座，30万吨VLCC级干船坞5座，8座600吨以上龙门式起重机，大量自动化设备，以及国际先进的平面、曲面分段生产流水线。

- **公司具有雄厚的船舶开发、设计、和建造实力：**公司产品以军用舰船、大型 LNG 船、超大型集装箱船、海洋工程及特种船为主。公司先后为商船三井、东方海外、地中海航运、中远集团、中海集团等国内外船东建造过 LNG 船、LPG 船、大中型集装箱船、化学品船、滚装船、油船、散货船、客货船、特种工作船、军舰和军辅船等各类船舶 3000 多艘。产品远销亚洲、欧洲、非洲、大洋洲、南美洲等 40 多个国家和地区。同时，公司建造的南浦大桥、京城大厦、上海证券大厦和干式 30 万立方米煤气柜等大型钢结构工程在国内有较大的影响。
- **公司是中国海军重要装备承制单位：**建造过新型导弹护卫舰、综合登陆舰等 900 余艘各类海军水面舰艇和军辅船，被誉为中国“导弹护卫舰的摇篮”和登陆舰的“摇篮”。导弹护卫舰、近海巡逻舰、综合补给船等先进军品舰船出口阿尔及利亚、巴基斯坦、泰国等世界多个国家。
- **公司具有国内领先的高端船舶、海工设备制造能力：**公司建有国内第一艘 LNG 船，填补了国内空白，提高了我国造船工业的水平和国际地位。公司在成功建造批量 8530 箱集装箱船后，成功承接了 9400 箱，13500 箱和 14500 箱集装箱船，并且自主研发设计了 20500 箱超大型集装箱船，在集装箱船设计建造领域继续保持领先地位。公司着力于海工研发，建造了国内第一座海洋石油钻井平台，承建的十二缆物探船创造了世界建造周期纪录，首艘中深水钻井船的成功命名是公司海工转型的重要里程碑。

图表 46：沪东造船集团近年所接订单项目（不完全统计）

时间	船型	艘数	体量	船东	合同额
2017.06.29	液化天然气运输船 (LNG)	4	174000 立方米	日本商船三井 (MOL)	共计 50 多亿元人民币，约 12.5 亿/艘
2017.04.10	不锈钢化学品船	2	38,000 载重吨	挪威船东 Odfjell	共计 1.16 亿美元
2016.12.06	科学调查船	2	3000 吨	中国水产科学研究院黄海水产研究所、东海水产研究所	
2016.10.31	双向不锈钢化学品船	4+2+2	49000 吨	挪威船东 Odfjell	
2015.07.15	集装箱船	5+3	14000 标箱		
2015.03.17	重吊船	2	28000 载重吨	中远航运	
2015.01.09	多用途重吊船	4+2			
2014.07.03	LNG 船	4	174000 立方米	英国天然气集团 (BG Group)	
2014.01.13	集装箱船	5	9400TEU	中远集团	4.5 亿美元
2014.01.10	散货船	2			

来源：公开信息整理，中泰证券研究所

六、投资建议：目标价 32 元，首次覆盖，给予“增持”评级

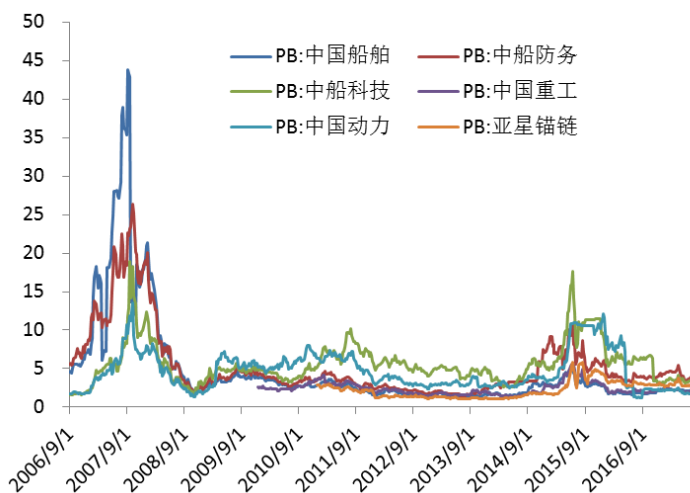
1. 盈利预测

- **盈利预测依据：**1) 公司造修船及配套业务下游的航运业 2017 年以来逐渐复苏，有望带动造船业的复苏；2) 公司为国内民船行业龙头，最大程度受益于行业复苏；3) 公司造船、修船订单有望止跌回升；4) 海工业务下滑趋势减缓。
- **业绩预测：**拆分主营业务，我们判断公司船舶造修、机电设备业务收入小幅下滑，动力装备业务平稳增长，海工业务扭亏为盈。预计 2017-2019 年营收有望达 207.3、228.9、300.7 亿元；实现净利润 2.34、7.27、10.19 亿元，同比增长 108.98%、210.79%、40.13%。

2. 估值分析与投资建议

- 当前公司 PB 为 2.35 倍左右，PB 估值低于船舶行业平均水平，整体市值 350 亿人民币左右；公司在造船行业处于龙头地位，从 PB 历史估值来看，公司弹性最大。

图表 47：中国船舶 PB 历史估值在产业链公司中弹性最大



来源：中泰证券研究所

- **PE 估值分析：**对船舶行业公司 PE 估值比较，公司在行业复苏的情况下具有更好的弹性，利润有望快速增长。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.17、0.53、0.74 元，对应 PE 为 149x、48x、34x。目标价 32 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 48：产业链公司估值比较：公司为国内造修船行业龙头，业绩弹性最大

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
中国船舶	600150.SH	25.49	0.04	-1.89	0.17	0.53	0.74	776	-	149	48	34
中船防务	600685.SH	27.73	0.07	0.05	0.11	0.16	0.19	571	589	248	268	149

中船科技	600072.SH	19.12	0.21	-0.06	0.37	0.48	0.58	95	-	52	40	33
中国重工	601989.SH	6.21	-0.14	0.04	0.05	0.07	0.06	-	187	124	93	98
中国动力	600482.SH	25.79	0.33	0.71	0.77	0.94	1.15	150	77	33	27	22
亚星锚链	601890.SH	8.58	0.18	0.06				1002	52			
潍柴重机	000880.SZ	11.65	0.11	0.07				155	143			
平均								458	210	121	95	67

来源：中泰证券研究所（股价更新至 2017.09.03，除中国船舶外估值均为 wind 一致性预期）

七、风险提示

- **船舶市场海工市场仍处深度调整阶段**:2017 年船舶海工市场全球性危机仍将持续，民用船舶市场需求不足，价格低位运行，企业竞争加剧，全球性运力过剩和造船产能过剩在短期内难以得到根本缓解，船舶市场仍处于深度调整阶段，未来几年都将在寒冬中煎熬。由于国际油价持续低位，全球海洋工程装备市场形势更为严峻。
- **企业盈利能力改善仍需时间**:受新船价格持续走低、原材料成本大幅上涨、船东频繁改单、船企开工不足、融资成本高企等因素影响，我国船企盈利能力大幅下降，面临生存难的压力，船舶行业平稳健康发展受到挑战。
- **交船难问题普遍存在，在手订单风险较大**:受航运市场持续低迷的影响，部分船东经营业绩持续恶化，船企交船难情况普遍存在，导致生产计划无法充分保证，生产进度难以有效管理。当前，海洋工程装备市场极度低迷，海工装备运营市场利用率大幅下滑，船东的大量订单延期交付，甚至出现弃单、撤单，在手订单系统性风险逐渐加大，已成为当前海洋工程装备产业必须面对的当务之急。
- **手持订单持续下滑，船企开工不足压力增大**:目前新船市场有效需求不足，船企接单愈加艰难，国内船企处于一单难求的状态，订单严重不足，手持订单持续下滑，船台（坞）放空情况与日俱增，面临开工船舶不足、持续生产面临严峻挑战。
- **融资难并未得到缓解，船企正常生产受到冲击**:受国际市场持续低迷和部分企业破产重组等因素影响，金融机构对船舶企业的信贷政策仍持续收紧，造船资金总量缺口问题仍然严重，船企融资成本居高不下，企业垫付资金显著增多，现金流日趋紧张。

图表 49：中国船舶三张表预测

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	28,323,666	27,763,846	21,457,070	20,726,089	22,887,694	30,065,233
增长率	27.59%	-2.0%	-22.7%	-3.4%	10.4%	31.4%
营业成本	-25,544,035	-25,405,573	-17,650,537	-18,460,935	-19,987,531	-25,972,354
% 销售收入	90.2%	91.5%	82.3%	89.1%	87.3%	86.4%
毛利	2,779,631	2,358,273	3,806,533	2,265,154	2,900,163	4,092,879
% 销售收入	9.8%	8.5%	17.7%	10.9%	12.7%	13.6%
营业税金及附加	-64,687	-60,900	-97,747	-62,405	-74,460	-108,432
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
营业费用	-118,792	-170,224	-204,714	-137,247	-170,084	-236,451
% 销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.8%
管理费用	-2,154,597	-2,111,020	-1,987,244	-1,690,698	-1,909,011	-2,581,562
% 销售收入	7.6%	7.6%	9.3%	8.2%	8.3%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	441,555	16,130	1,516,828	374,804	746,608	1,166,433
% 销售收入	1.6%	0.1%	7.1%	1.8%	3.3%	3.9%
财务费用	50,517	-141,760	-461,296	166,845	265,742	332,922
% 销售收入	-0.2%	0.5%	2.1%	-0.8%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-706,296	-294,537	-3,756,305	-500,000	-500,000	-600,000
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-50,616	3,965	-26,158	-24,270	-15,488	-21,972
% 净利润	-	-6.8%	-	-	-	-
营业利润	-264,840	-416,202	-2,726,930	17,378	496,862	877,384
营业利润率	-0.9%	-1.5%	-12.7%	0.1%	2.2%	2.9%
营业外收支	234,443	357,933	24,180	205,519	195,877	141,859
税前利润	-30,396	-58,269	-2,702,750	222,897	692,739	1,019,243
利润率	-0.1%	-0.2%	-12.6%	1.1%	3.0%	3.4%
所得税	-9,972	-175,469	-319,037	44,579	173,185	254,811
所得税率	-	-301.1%	-11.8%	-20.0%	-25.0%	-25.0%
净利润	-40,368	-233,737	-3,021,787	267,477	865,924	1,274,053
少数股东损益	-84,557	-295,587	-414,967	33,435	138,548	254,811
归属于母公司的净利润	44,189	61,849	-2,606,820	234,042	727,376	1,019,243
净利润率	0.2%	0.2%	-12.1%	1.1%	3.2%	3.4%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-40,368	-233,737	-3,021,787	267,477	865,924	1,274,053
少数股东损益	0	0	0	33,435	138,548	254,811
非现金支出	1,845,118	1,357,433	4,850,642	1,391,102	1,314,928	1,341,050
非经营收益	473,887	474,926	890,077	-85,628	-180,390	-119,887
营运资金变动	-3,168,979	-5,671,831	-6,679,994	-966,846	-255,077	82,539
经营活动现金净流	-890,342	-4,073,209	-3,961,062	639,539	1,883,933	2,832,566
资本开支	615,429	665,331	99,055	-1,805,689	-1,185,595	-1,246,765
投资	-544,752	669,635	1,041,981	0	0	0
其他	63,781	172,367	101,982	-24,270	-15,488	-21,972
投资活动现金净流	-1,096,400	176,672	1,044,907	1,781,419	1,170,108	1,224,793
股权募资	62,903	0	460,000	0	0	0
债权募资	2,185,972	4,073,234	5,091,095	-4,878,612	0	0
其他	-279,073	3,245,771	-537,485	-96,771	0	0
筹资活动现金净流	1,969,802	7,319,005	5,013,610	-4,975,383	0	0
现金净流量	-16,940	3,422,468	2,097,456	-2,554,425	3,054,041	4,057,359

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	13,189,899	12,620,828	14,417,200	11,829,341	14,744,834	18,547,383
应收款项	2,792,208	2,537,523	2,074,159	2,106,242	2,366,124	3,119,010
存货	12,399,087	14,332,698	16,631,922	15,175,323	15,880,504	17,077,712
其他流动资产	5,614,195	5,543,756	5,338,065	5,521,955	5,664,288	6,540,708
流动资产	33,995,389	35,034,804	37,461,346	34,632,860	38,655,751	45,284,813
% 总资产	65.6%	68.3%	71.4%	73.4%	78.3%	83.6%
长期投资	1,090,550	1,192,099	1,001,423	1,001,423	1,001,423	1,001,423
固定资产	13,111,075	12,515,840	11,746,221	9,553,625	7,873,515	6,162,293
% 总资产	25.3%	24.4%	22.4%	20.3%	15.9%	11.4%
无形资产	1,775,335	1,744,421	1,694,086	1,395,410	1,270,874	1,136,140
非流动资产	17,789,940	16,296,982	15,023,349	12,532,077	10,727,431	8,881,475
% 总资产	34.4%	31.7%	28.6%	26.6%	21.7%	16.4%
资产总计	51,785,329	51,331,786	52,484,695	47,164,937	49,383,182	54,166,288
短期借款	5,032,456	13,062,638	7,390,982	2,512,370	2,512,370	2,512,370
应付款项	8,291,972	9,393,976	7,447,533	6,941,716	7,824,847	10,481,032
其他流动负债	7,411,257	3,311,113	2,573,512	1,870,706	1,839,895	2,092,763
流动负债	20,735,685	25,767,728	17,412,027	11,324,792	12,177,113	15,086,166
长期贷款	8,333,002	4,775,672	15,602,461	15,602,461	15,602,461	15,602,461
其他长期负债	3,125,115	1,343,751	2,611,411	3,111,411	3,611,411	4,211,411
负债	32,193,803	31,887,151	35,625,899	30,038,664	31,390,985	34,900,038
普通股股东权益	17,401,820	17,549,473	14,952,593	15,186,636	15,910,412	16,933,255
少数股东权益	2,189,706	1,895,163	1,906,203	1,939,637	2,078,185	2,332,996
负债股东权益合计	51,785,329	51,331,786	52,484,695	47,164,937	49,383,182	54,166,288

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.032	0.045	-1.892	0.170	0.528	0.740
每股净资产 (元)	12.627	12.734	10.850	11.020	11.548	12.287
每股经营现金净流 (元)	-0.646	-2.956	-2.874	0.440	1.266	1.870
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.25%	0.35%	-17.43%	1.54%	4.57%	6.02%
总资产收益率	0.09%	0.12%	-5.00%	0.50%	1.51%	1.95%
投入资本收益率	3.12%	0.28%	6.94%	2.01%	4.58%	8.18%
增长率						
营业总收入增长率	27.59%	-1.98%	-22.72%	-3.41%	10.43%	31.36%
EBIT增长率	-34.39%	-96.35%	9303.99%	-75.29%	99.20%	56.23%
净利润增长率	11.77%	39.97%	-4314.78%	108.98%	210.79%	40.13%
总资产增长率	1.46%	-0.65%	1.94%	-10.14%	4.70%	9.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.6	23.8	23.5	24.3	23.9	23.9
存货周转天数	159.5	192.0	309.8	300.0	290.0	240.0
应付账款周转天数	66.8	69.8	101.0	79.2	83.3	87.8
固定资产周转天数	177.6	160.2	195.7	178.5	131.6	80.3
偿债能力						
净负债/股东权益	1.41%	26.83%	50.87%	36.70%	18.73%	-2.25%
EBIT利息保障倍数	-8.7	0.1	3.3	-2.2	-2.8	-3.5
资产负债率	61.97%	62.01%	67.69%	63.05%	62.57%	63.13%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。