

## 新造船周期启动，中国船舶引领全球

### 公司简介：

公司为中船集团核心上市公司，主营船舶造修、海洋工程及机电设备等业务。公司控股江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西四大船厂，全面覆盖军民船舶等各类领域。受益船舶市场回暖，公司 1-3Q22 实现营收 385.92 亿元，同比+0.96%；公司非经常性损益使得 1-3Q22 归母净利润 14.63 亿元，同比+256.35%。同时 2023 年新一轮国企改革有望为公司带来新催化。

### 投资逻辑：

**需求端：船舶行业大周期复苏，扩张需求+替换需求共振。**船舶行业二十年一周期，2021 年海运景气度回升明显，全球新接船订单（按万载重吨统计）同比+97.2%，创 2013 年以来新高，2022 年新接订单万载重吨口径同比-36.5%，但新接订单金额同比仍增长 8.2%，主要系目前各船厂排产饱满，造船已进入“量降价升”的挑单环节。替换需求方面，当前大型活跃船队平均船龄已接近 21.7 年，老旧船替换周期临近。同时 IMO2023 年环保新规使得绿色船舶改造替换需求确认，有望进一步推动新造船周期上行。

**供给端：全球产能基本出清，世界造船看中国。**受前期海运市场长期低迷影响，全球活跃造船厂商持续减少。根据 Clarksons 数据，全球活跃船厂从 2008 年的 1014 家下降至 2022 年 373 家。目前我国造船三大指标占全球造船市场份额 50%，国内行业集中度不断提高，2022 年我国有 6 家造船企业进入全球前 10 强。

**公司作为造船行业龙头，在手订单量价齐升+成本端下行推动 2023-2024 年业绩高增。**公司作为行业龙头，新接订单量和造船完工量全球份额接近 10%。2020/2021/1H22 年公司新接订单同比+130.3%/+91.0%/-60.3%，2021 年开始新造船价格持续上升，订单量价齐升有望带动公司业绩高增，预计公司 2023-2024 年船舶造修营收同比+27.7%/+14.6%；利润端，造船板价格自 5M21 开始持续下降，公司新交付订单盈利能力有望上升，预计 2023-2024 年公司船舶造修业务毛利率分别为 15.1%/18.5%。

### 盈利预测、估值和评级

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 14.2/31.2/59.7 亿元，同比增速分别为 563.8%/119.6%/91.5%，对应 PE 为 76/35/18X。公司 2021 年高价订单有望转化为 2023 年业绩，同时造船成本下降，公司盈利水平持续改善。给予公司 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 31.36 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动、人民币汇率波动、新订单增速不及预期、限售股解禁风险。

国金证券研究所

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

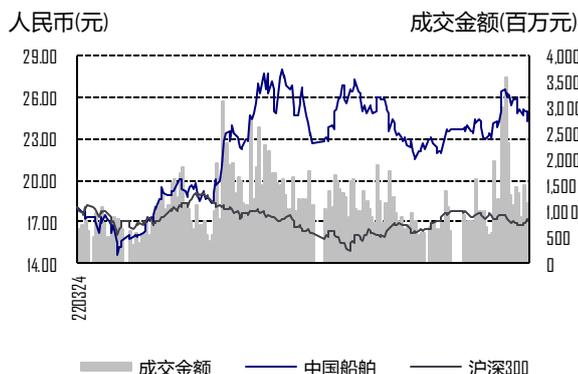
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕（执业 S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（人民币）：24.20 元

目标价（人民币）：31.36 元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55,244	59,740	58,993	73,115	84,683
营业收入增长率	138.78%	8.14%	-1.25%	23.94%	15.82%
归母净利润(百万元)	306	214	1,419	3,117	5,970
归母净利润增长率	-24.45%	-30.08%	563.84%	119.59%	91.53%
摊薄每股收益(元)	0.068	0.048	0.317	0.697	1.335
每股经营性现金流净额	0.22	0.45	-1.25	1.89	2.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.67%	0.46%	3.00%	6.20%	10.64%
P/E	258.72	518.54	76.25	34.72	18.13
P/B	1.73	2.41	2.29	2.15	1.93

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1. 公司介绍：核心军民品造船龙头，下属四大船厂各有所长.....	5
1.1. 国资控股造船龙头，覆盖完整船舶产业链.....	5
1.2. 公司业绩受周期性影响，经营情况有望稳步改善.....	6
1.3. 军民品船舶制造龙头企业，下属四大造船公司.....	7
1.4. 国企改革带来催化，南北船合并扩大龙头优势.....	12
2. 二十年船舶大周期有望进入新一轮上行阶段.....	14
2.1. 历史复盘：二十年一周期，供需配错为造船周期主要因素.....	14
2.2. 扩张需求：下游海运市场复苏推动本轮新接订单提升.....	17
2.3. 替换需求：船龄到期叠加环保减排促进本轮造船新增上行.....	22
3. 全球造船格局集中，中国船舶龙头效益显著.....	26
3.1. 造船产能逐渐出清，中国市场引领全球.....	26
3.2. 国内市场头部集中度明显，中国造船看中国船舶.....	31
3.3. 高端船型持续突破，推动产品结构升级.....	34
3.4. 海军建设加速推进，公司有望持续受益.....	35
4. 盈利预测与投资建议.....	38
4.1. 盈利预测.....	38
4.2. 投资建议及估值.....	40
5. 风险提示.....	41

## 图表目录

图表 1： 公司主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备板块.....	5
图表 2： 公司实控人为国务院国资委，控股江南造船、外高桥、中船澄西及广船国际.....	5
图表 3： 公司历年营收及同比增速情况.....	6
图表 4： 公司历年归母净利润情况.....	6
图表 5： 2013-1H22 公司主营业务结构占比.....	6
图表 6： 2013-1H22 公司各业务毛利率情况（单位：%）.....	6
图表 7： 公司毛利率、净利率情况（单位：%）.....	7
图表 8： 公司期间费用率情况（单位：%）.....	7
图表 9： 2013-2022 前三季度公司现金流及货币资金情况（单位：亿元）.....	7
图表 10： 公司发展近 20 年，已成为国内造船龙头企业.....	8
图表 11： 江南造船主营业务包括军用舰船、科考公务船、液化气船、集装箱船.....	9
图表 12： 2017 年以来江南造船主要营收情况.....	9
图表 13： 2017 年以来江南造船净利润情况.....	9
图表 14： 外高桥造船主营业务包括大型邮轮、民船产品、海工产品.....	10
图表 15： 2013 年以来外高桥造船营收情况.....	10
图表 16： 2013 年以来外高桥造船净利润情况.....	10
图表 17： 中船澄西主营业务：包括自卸船、海上浮式储油船（FPSO）修理等.....	11
图表 18： 2013 年以来中船澄西营收情况.....	11

图表 19:	2013 年以来中船澄西净利润情况.....	11
图表 20:	广船国际主营业务包括散货船、油船、起重船.....	12
图表 21:	2013 年以来广船国际营收情况.....	12
图表 22:	2013 年以来广船国际净利润情况.....	12
图表 23:	近期国企改革政策频出.....	13
图表 24:	南北船联合重组新设中国船舶集团.....	13
图表 25:	“两船合并”采用集团层面与上市公司层面双行重组策略.....	14
图表 26:	船舶制造行业产业链示意图.....	15
图表 27:	船舶制造流程包括设计、采购、拼装，制造时间约 16-36 个月不等.....	15
图表 28:	全球造船周期复盘.....	16
图表 29:	上一轮船舶复苏周期可分为四个阶段.....	17
图表 30:	海运价格回升往往带动造船新接订单量，2020 年开始全球海运复苏下新增订单量开始回升.....	17
图表 31:	2021 年全球海运贸易量开始回升.....	18
图表 32:	船队运力增速缓慢，在手订单运力占比下降.....	18
图表 33:	从新接订单情况来看，本轮船舶行业复苏起点源于 2021 年.....	18
图表 34:	船舶新接订单量一般会领先订单交付 3-5 年左右.....	19
图表 35:	下游船东公司营收快速增长.....	19
图表 36:	下游船东公司归母净利润快速增长.....	19
图表 37:	下游船东公司在手现金快速增长.....	19
图表 38:	四大船型海运景气度回升明显（单位：\$/天）.....	20
图表 39:	港口拥堵指数持续上升，2022 年有所缓解.....	20
图表 40:	集装箱运价和干散货海运价率先提升.....	20
图表 41:	全球集装箱新接订单及同比增速情况.....	21
图表 42:	全球散货船新接订单及同比增速情况.....	21
图表 43:	原油运输需求持续增长.....	21
图表 44:	原油库存已基本见底.....	21
图表 45:	2022 年油运价格已开始持续上行.....	21
图表 46:	油船新接订单有望复苏.....	21
图表 47:	本轮周期中集装箱船、LNG 船占比显著提升（以 DWT 统计口径）.....	22
图表 48:	全球三大主流船型平均拆解年龄约在 25 年左右.....	22
图表 49:	三大船型拆解量情况（单位：百万载重吨）.....	23
图表 50:	全球船队船龄自 2013 年开始持续提升.....	23
图表 51:	全球船队老龄化现象明显，船舶更新周期临近（截至 2022 年初）.....	23
图表 52:	具体衡量船舶排放及能耗的三大指标.....	23
图表 53:	国际海事组织（IMO）航运减排政策执行时间安排.....	24
图表 54:	活跃船队中仅 21.7%船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求，替代需求较大.....	24
图表 55:	全球船速呈现逐年下降趋势.....	25
图表 56:	安装脱硫设备船数占比持续提升.....	25
图表 57:	LNG 船为高价值量船型代表.....	25
图表 58:	具备 LNG 能力的船订单占比持续提升.....	25
图表 59:	2021 年、2022 年造船行业景气度对比上一轮周期情况.....	26

图表 60:	全球活跃船厂数量持续下降 (单位: 个数)	27
图表 61:	全球船厂集中度较高 (截至 2M23)	27
图表 62:	中国造船新签订单量占比 (单位: 万载重吨)	27
图表 63:	中日韩在手订单量占比 (单位: 万载重吨)	27
图表 64:	中日韩造船完工交付量占比 (单位: 万载重吨)	27
图表 65:	各国主要造船集团及产业集中度情况 (截至 2022 年 11 月)	28
图表 66:	中国造船产能利用监测指数回升	29
图表 67:	中国重点监测船企营收同比情况	29
图表 68:	中国重点监测船期利润总额触底回升	29
图表 69:	我国头部造船厂接单量速度已快于日韩	30
图表 70:	2022 年中韩高端船型订单情况	30
图表 71:	我国船舶行业头部集中度较为明显	31
图表 72:	2022 年我国造船完工量、新接订单量前 10 家	31
图表 73:	主要造船上市公司营收增速 (%)	31
图表 74:	主要造船上市公司毛利率情况 (%)	31
图表 75:	2018-1H22 公司占全球造船业、中国造船行业市场份额	31
图表 76:	新造船价格指数持续回升	32
图表 77:	当前行业周期处于量平/降但船价仍升阶段	33
图表 78:	中国船舶 2020 年、2021 年造船新接订单高增	33
图表 79:	船舶制造成本中钢材等原材料占比约为 20%-30%左右	34
图表 80:	公司船舶造修成本结构拆分	34
图表 81:	20mm 造船钢板价格下降有提升在手订单毛利	34
图表 82:	公司分船型交付量占比情况 (以万载重吨口径)	35
图表 83:	江南造船厂 LNG 船液货舱首舱平台模块吊装	35
图表 84:	国产首艘大型邮轮有望年底交付	35
图表 85:	中美海军舰队装备对比	36
图表 86:	中美军费支出对比	36
图表 87:	中美军费支出占 GDP 比重	36
图表 88:	我国国防支出及增速情况	37
图表 89:	江南造船厂部分防务产品	37
图表 90:	广船国际部分军船产品	38
图表 91:	公司主要营收具体拆分预测 (单位: 亿元)	39
图表 92:	公司上一轮周期整体费用率情况	39
图表 93:	公司成本及增速拆分情况 (单位: 亿元)	39
图表 94:	可比公司估值比较 (市盈率相对估值法)	40

## 1. 公司介绍：核心军民品造船龙头，下属四大船厂各有所长

### 1.1. 国资控股造船龙头，覆盖完整船舶产业链

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

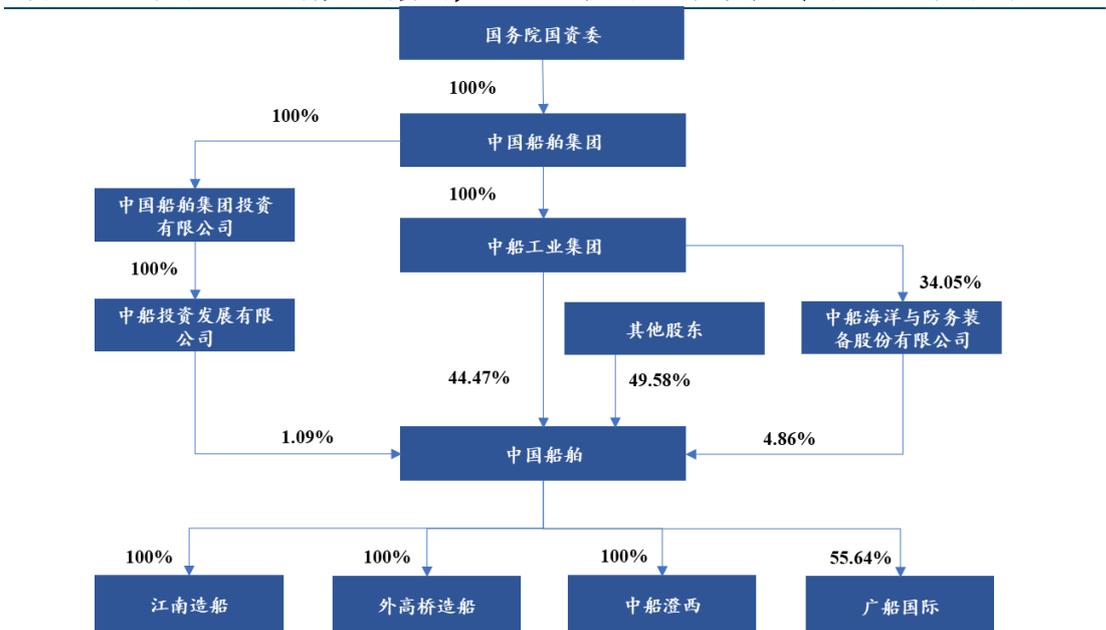
图表1：公司主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备板块



来源：公司公告，国金证券研究所

公司股权结构清晰，实际控制人为国务院国资委。公司为中船集团旗下核心军民品主业上市公司平台。根据公司公告，截至11M22，中国船舶工业集团直接持有公司44.47%股份，并通过中船投资和中船防务间接控股5.95%，合计持有公司50.42%股份。公司拥有控股子公司4家，江南造船100%股权、外高桥造船100%股权、中船澄西100%股权、广船国际55.64%股权，参股公司3家，中船柴油机31.63%股权、黄埔文冲30.98%股权、澄西扬州49%股权。

图表2：公司实控人为国务院国资委，控股江南造船、外高桥、中船澄西及广船国际



来源：公司公告，国金证券研究所

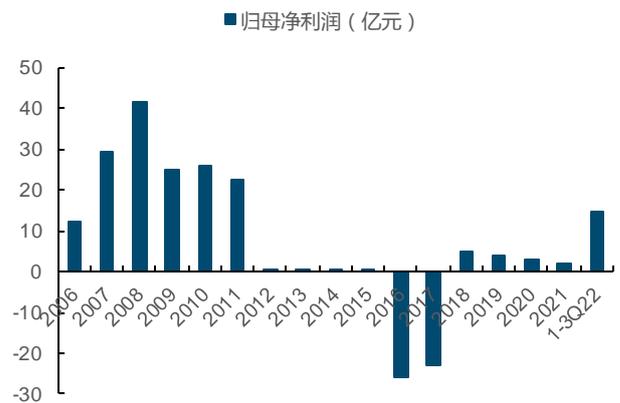
## 1.2. 公司业绩受周期性影响，经营情况有望稳步改善

公司经营受周期性影响较大，当前业绩有望进入新上升期。回顾历史，2006 年公司完成重大资产重组后，伴随船舶行业景气度上行，公司业绩逐年增长，2008 年公司归母净利润达到历史高点 41.6 亿元。2008 年以后受船厂产能过剩、全球贸易需求量下降等因素影响，船舶行业新签订单开始进入下行周期，公司依靠充足的在手订单，营收在 2009-2011 年仍维持在相对高位，但净利润下滑较为明显。2016-2017 年受公司对在手海工订单计提了大额资产减值、新船市场成交低迷、价格下行等原因影响归母净利润分别亏损 26.1、23.0 亿元。2019 年公司完成对江南造船、广船国际等资产收购后，营收规模进入新台阶。2021 年公司实现营收 597.4 亿元，同比增长 8.14%。2022 年公司为解决柴油机同业竞争问题，公司向中国动力转让子公司中船动力集团控制权，实现投资收益约 23 亿元，增加归属于上市公司净利润 12.0 亿元，中船动力集团不再纳入公司合并报表范围。1-3Q22 公司实现营业收入 385.9 亿元，同比增长 0.96%，实现归母净利润 14.6 亿元。

图表3: 公司历年营收及同比增速情况



图表4: 公司历年归母净利润情况

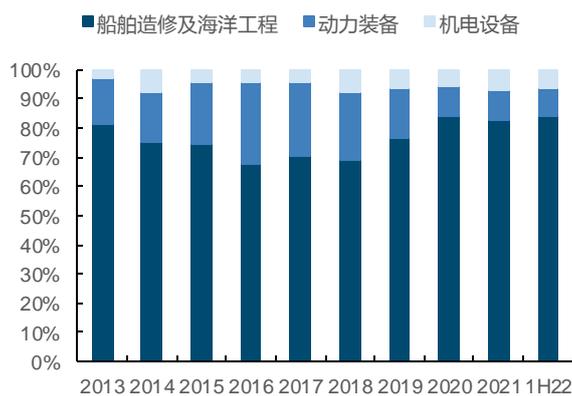


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

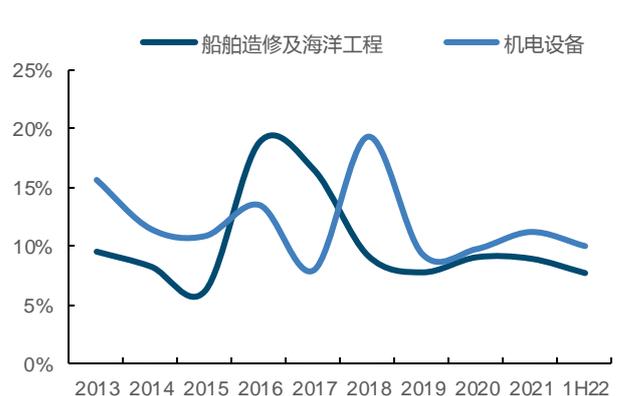
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

公司船舶造修及海洋工程贡献主要营收，在公司主要营收中占比长期维持 80%以上。根据公司公告，1H22 公司船舶造修及海洋工程业务占三大主营业务结构占比达 84%。公司各主营业务毛利率整体呈现较大波动，受船市周期影响明显。2016-2017 年公司船舶造修业务毛利率较高主要系美元汇率上升，建造合同总收入增加，毛利增加，同时钢板价格下降明显，完工船成本下降。近三年公司船舶造修业务较为稳定，主要维持在 9%左右。

图表5: 2013-1H22 公司主营业务结构占比



图表6: 2013-1H22 公司各业务毛利率情况 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

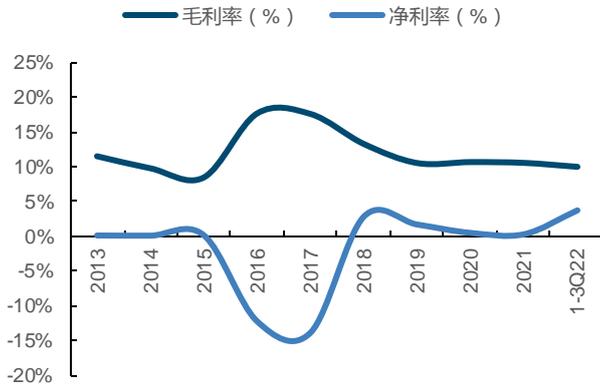
来源: Wind, 国金证券研究所

公司近三年毛利率整体保持稳定，净利率开始呈现上升趋势。2016-2017 年公司整体毛利率水平较高主要系船舶造修业务毛利率上升所致，2019 年后公司套期保值工具及项目不计入当期损益部分，而体现在汇兑损益项目中使得近年来毛利率维持在 10%左右。根据公司公告 1-3Q22 公司毛利率为 10.03%，净利率为 3.79%，随着未来中高端产品占比提升，高价船订单交付同时造船板价格持续下降，公司盈利能力有望持续增长。

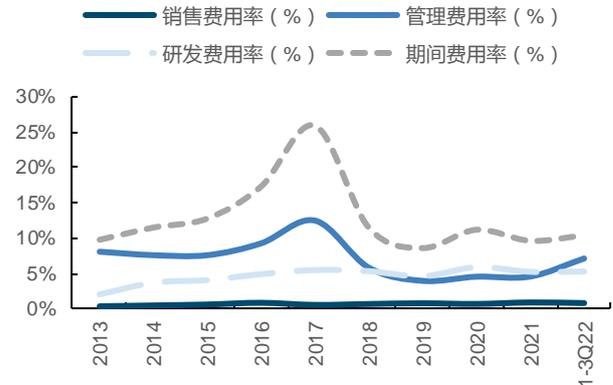
公司整体费用管控能力较好，期间费用率长期维持较稳定水平。2016-2017 年公司期间费用率大幅上升主要系利息费用增加及人民币贬值造成财务费用率大幅增加所致，同期公司净利率水平较低。2018 年公司实施市场化债转股，平均借款总量大幅降低，利息支出减少，财务费用大幅降低，至此公司期间费用率相对稳定在低水平。根据公司公告公

司研发费用率由 2013 年的 1.94% 上升至 1-3Q22 的 5.26%，1-3Q22 公司期间费用率为 10.38%，相对维持在低水平。

图表7：公司毛利率、净利率情况（单位：%）



图表8：公司期间费用率情况（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司在手货币资金较为充足，2020 年公司完成资产重组后，货币资金实力进一步增长，维持在 500 亿元以上。公司整体经营性现金流自 2017 年开始呈现净流入状态，2022 年前三季度公司经营性现金流-47.80 亿元，主要系子公司船舶产品收款同比减少，材料设备支出同比减幅小于收款减幅所致。

图表9：2013-2022 前三季度公司现金流及货币资金情况（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

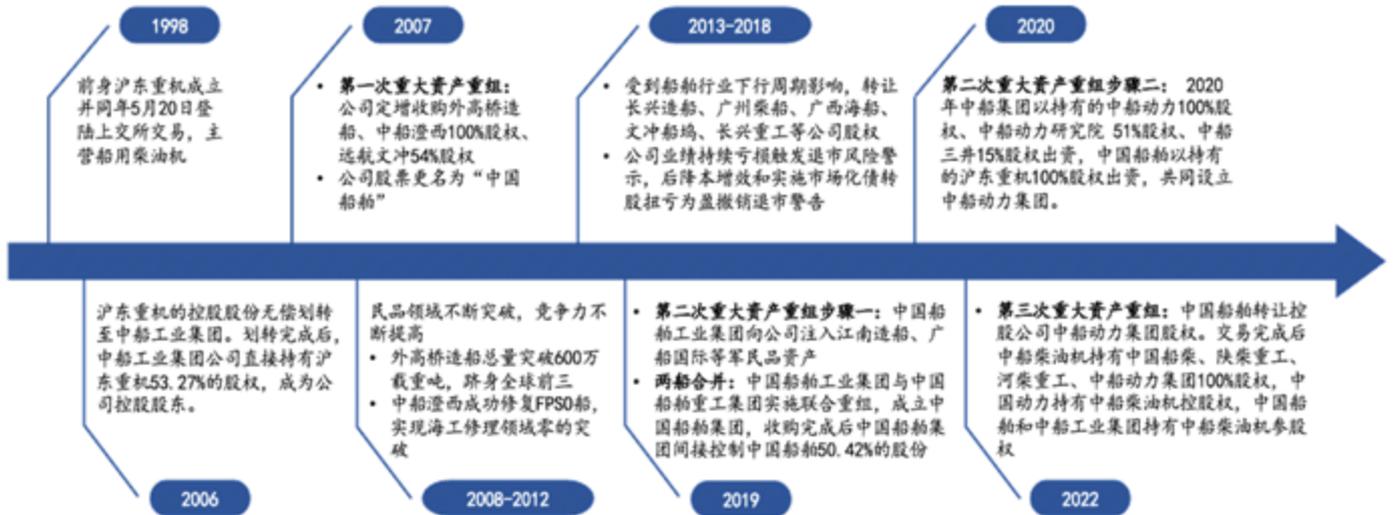
### 1.3. 军民品船舶制造龙头企业，下属四大造船公司

造船行业周期属性较强，公司整体业绩也与上一轮造船周期整体情况强相关，经历了二十多年船舶行业上行和下行阶段，我们这里详细复盘了公司发展历程。

- 1) 公司前身为沪东重机，上市后公司不断进行研发投资、扩产和股改等工作，2005 年与中船集团、三井造船合资建设柴油子公司，引进先进的柴油机制造技术和管理模式。2006 年为构建现代化船舶产业链体系，公司控股股份无偿划归中船工业集团，股权划归完成后中船工业集团直接持有沪东重机 53.27% 的股权，极大提升了沪东重机在中船集团的地位。
- 2) 2007 年伴随着船舶行业周期大复苏，公司紧抓机遇，通过定向增发收购外高桥造船、中船澄西、远航文冲等民船企业，同时更名为“中国船舶工业股份有限公司”。通过第一次重大资产重组，搭建起民品业务“造船、修船、配套”的产业链框架，成为中船集团核心民品主业上市平台。
- 3) 2012 年开始受到船舶行业下行周期影响，2013-2018 年间公司陆续转让长兴造船、广州柴船、广西海船、文冲船坞、长兴重工等公司股权，聚焦优势领域，优化资源分配。2016-2017 年受国际贸易景气度下滑影响，公司业绩持续亏损触发退市风险警示，2018 年通过降本增效和实施市场化债转股扭亏为盈撤销退市警告。

- 4) 2019 年中国船舶工业集团向公司注入江南造船、广船国际等军民品资产，实现了民船业务向军民一体船舶总装平台的转型。同年国务院批准中国船舶工业集团与中国船舶重工集团实施联合重组，成立中国船舶集团，收购完成后中国船舶集团间接控制中国船舶 50.42%的股份。
- 5) 2020 年中船集团以持有的中船动力 100%股权、中船动力研究院 51%股权、中船三井 15%股权出资，中国船舶以持有的沪东重机 100%股权出资，共同设立中船动力集团。2022 年进行第三次重大资产重组，转让中船动力集团控股权，交易完成后中国船舶对中船动力集团由控股转为参股，持有 31.63%股权。自此，公司置出动力业务，定位国内头部船舶总装平台。

图表10：公司发展近 20 年，已成为国内造船龙头企业



来源：公司公告，国金证券研究所

公司下属四大船厂业务各有侧重，子公司覆盖完整船舶行业产业链。江南造船主营军船建造、超大型集装箱船、LNG 船、特种船等；外高桥造船以民船产品（散货船、集装箱船和大型油轮）、大型邮轮和海工平台建造为主；广船国际及中船澄西主营船舶修理改装及机电业务，此外广船国际还军辅船、特殊船型的建造。

- 1) 江南造船：国家重点大型现代化造船企业，前身是 1865 年清朝创办的江南机器制造总局。近年来，江南造船开发、设计和建造了多型国家战略高新产品、公务科考船、液化气船、集装箱船、汽车滚装船、化学品船等 12 大类 40 多型船。江南造船是中国唯一拥有全系列液化气船研发、设计和建造能力的船企，拥有以江南液化气船、集装箱船、巴拿马型散货船、化学品船等为代表的 20 多型自主知识产权高附加值船型。公司订单充足，目前有多型国防战略性高新产品、尖端科考船、液化气船、集装箱船及其他高技术高附加值产品在建。

图表11: 江南造船主营业务包括军用舰船、科考公务船、液化气船、集装箱船

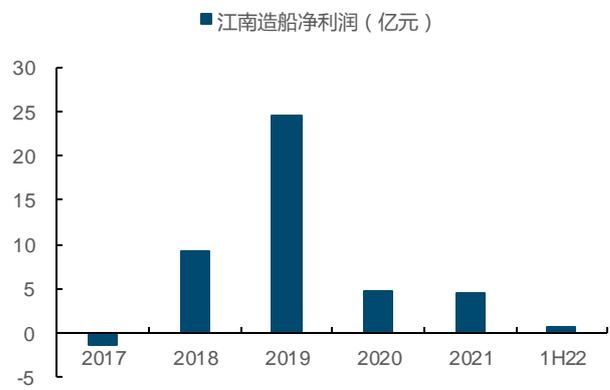


来源：公司官网，国金证券研究所

截至 2022 年上半年，江南造船批量承接超大型液化气船与集装箱船，国际竞争力持续提升。江南造船建造的全球最大舱容 99000 立方米 B 型舱超大型乙烷运输船（VLEC）、全球最大 24000 箱集装箱船顺利交付。根据公司公告，江南造船 2021 年实现营收 250.79 亿元，同比增长 9%，实现净利润 4.47 亿元；1H22 江南造船实现营收 75.48 亿元，净利润 0.58 亿元，同比减少 2.13 亿元，主要系 2022 年上半年受新冠疫情影响，影响周期约 2.5 个月，增加停工损失、防疫等费用。

图表12: 2017 年以来江南造船主要营收情况

图表13: 2017 年以来江南造船净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2) 外高桥造船：成立于 1999 年，为船舶行业内最具规模化、现代化、专业化和影响力的造船企业之一。外高桥造船现有业务主要分为民用船、海工、邮轮三大板块。在民用船领域，产品覆盖散货轮、油轮、中大型集装箱船、液化气船等，根据公司公告介绍，外高桥造船目前已累计承接好望角型散货船订单 327 艘，完工交付 317 艘，占全球船队份额 16.8%，排名位居全球第一。在海洋工程装备领域，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，形成了系列化、批量化建造和交付的能力。大型邮轮方面，国产首制大型邮轮正处于内装工程与系统调试的攻坚阶段。

图表14: 外高桥造船主营业务包括大型邮轮、民船产品、海工产品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2022年上半年, 外高桥造船承接1艘18万吨LNG双燃料散货船及8艘7000箱集装箱船, 该箱船手持订单居全球之首。交付方面, 2022年外高桥造船全力保障国产首制大型邮轮的设计建造, 至6月底总体进度达77.27%, 21万吨纽卡斯尔型常规动力散货船、15.8万吨苏伊士型原油轮及世界首创20.9万吨双燃料动力散货船成功交付。根据公司公告, 2016-2017年受船市下行周期、海工产品大额减值及原材料价格上涨等原因影响, 外高桥造船出现两年亏损。近两年公司业绩总体保持稳定, 1H22外高桥造船实现营收57.47亿元, 净利润0.26亿元。

图表15: 2013年以来外高桥造船营收情况

图表16: 2013年以来外高桥造船净利润情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 中船澄西: 为国内修船行业的龙头企业, 主要从事船舶及海洋工程修理、建造及大型钢结构件制造。近年来, 公司先后成功完成了矿砂和水泥自卸船改装、集装箱船全损再造、汽车滚装船改装、散货船加长、多用途集装箱船改装、机舱设备换新及生命延长船改装、油船单壳单底改双壳双底、破冰船加长改装、沥青船改装、油船改装成散货船等10大类船舶改装。在国际修船市场具有较高的知名度和信誉度, 同40多个国家和地区的航运公司建立了广泛密切的合作关系。

图表17: 中船澄西主营业务: 包括自卸船、海上浮式储油船 (FPSO) 修理等



来源: 公司官网, 国金证券研究所

生产经营方面, 截至 2022 年上半年, 中船澄西实现 3 艘 8.88 万吨散货船和 12 艘 6.2 万吨重吊船批量承接。同时, 中船澄西世界最大 37000 吨沥青船及自主研发的 50000 吨 MR 成品油轮成功交付船东。根据公司公告, 中船澄西 2021 年实现营收 55.56 亿元, 1H22 实现营收 26.45 亿元, 近年收入端较为稳定。利润端, 中船澄西盈利水平有持续改善趋势, 2021 中船澄西实现净利润 1.28 亿元, 1H22 净利润 0.51 亿元。

图表18: 2013 年以来中船澄西营收情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 2013 年以来中船澄西净利润情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 4) 广船国际: 为中国华南地区最大的军辅船生产保障基地。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, 公司核心竞争力产品为 MR、LR、集装箱船、客滚船、极地船等, 产品拓展至高技术、新能源、深远海高端海洋装备等领域。广船国际近年来在客滚船市场和 LR11 (11 万吨油轮) 占有率国内第一, 全球第一, MR (5 万吨油轮) 市场占有率国内第一, 全球第二。同时, 广船国际还拥有完备的非船产业链, 钢结构、重机产品等非船产品具有较强的市场认可度。

图表20: 广船国际主营业务包括散货船、油船、起重船



来源: 公司官网、国金证券研究所

经营层面上, 广船国际积极承接双燃料汽车滚装船 (PCTC)、客滚船、极地凝析油船及极地科考船等双高技术船舶。截至 1H22, 广船国际实现全球首艘苏伊士型 15.8 万载重吨双燃料动力油船正式交付, 11 万吨油轮、客运货滚船、5 万吨甲醇双燃料油轮及 15 万吨 LNG 双燃料油轮轮番交付。根据公司公告, 2015-2018 年公司业绩呈显著下滑态势, 主要系船舶以及海工行业周期下行、新船需求大幅下降等因素的不利影响。1H22 广船国际实现营收 52.93 亿元, 同比增长 36%, 近年公司积极推进提质增效及成本管控, 广船国际造船产品毛利率同比提升。

图表21: 2013 年以来广船国际营收情况

图表22: 2013 年以来广船国际净利润情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 1.4. 国企改革带来催化, 南北船合并扩大龙头优势

2020-2022 年国企改革三年行动收官, 23 年新一轮国企改革开启, 推动国企高质量发展。1) 23 年 1 月, 国资委提出 23 年央企目标定位“一增一稳四提升”, 全面提高国有企业盈利质量; 2) 23 年 2 月, 国资委召开“中央企业提高上市公司质量工作专题会”中提出要统筹推进中央企业高质量上市, 通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场; 3) 23 年 3 月, 国资委召开会议提出对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署。

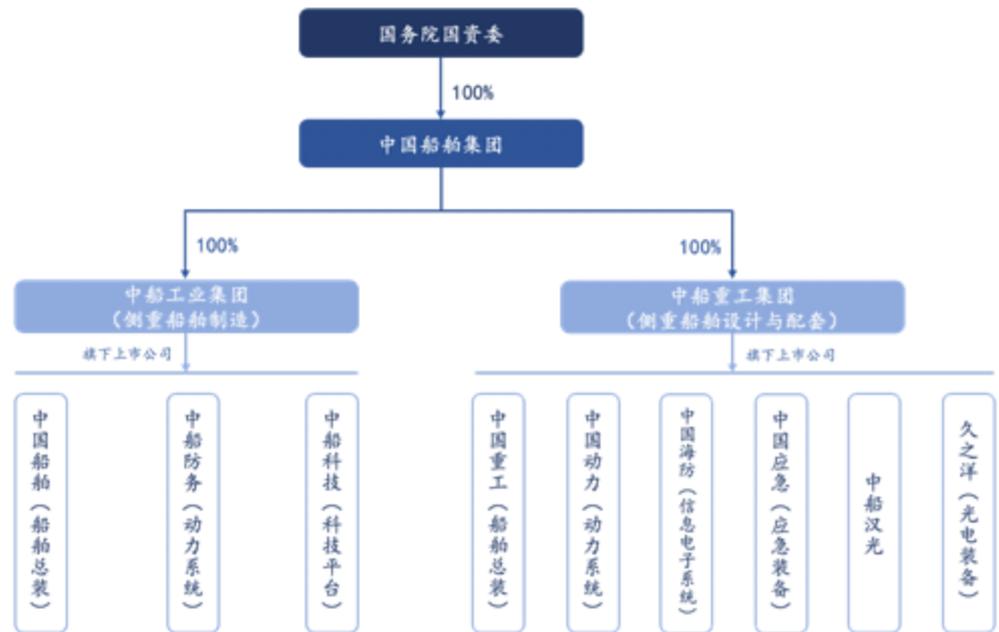
图表23: 近期国企改革政策频出

时间	部门	会议/文章	主要内容
23.01	国资委	权威部门话开局”系列主题新闻发布会	央企考核指标“一增一稳四提升”: 1) “一增”: 确保利润总额增速高于全国 GDP 增速; 2) “一稳”: 资产负债率总体保持稳定; 3) “四提升”: 净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。
23.02	国资委	《关于做好 2023 年中央企业投资管理 进一步扩大有效投资有关事项的通知》	要推动企业在培育壮大战略性新兴产业、加快传统产业改造升级、强化能源资源安全保障、形成“科技—产业—金融”良性循环等方面加大投资力度。
23.02	国新办	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	实施新一轮国企改革深化提升行动, 主要考虑要抓好三个方面: 一是加快优化国有经济布局结构, 增强服务国家战略的功能作用; 二是加快完善中国特色国有企业现代公司治理, 真正按市场化机制运营; 三是加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制, 加快打造创新型国有企业。
23.02	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	要针对工作中的突出问题和薄弱环节, 科学谋划、周密组织, 统筹推进中央企业高质量上市, 通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场, 为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
23.03	国资委	国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动启动会议	1) 要突出效益效率, 加快转变发展方式; 2) 突出创新驱动, 提升基础研究能力; 3) 突出产业优化升级, 加快布局价值创造的新领域新赛道; 4) 突出服务大局, 积极对接区域重大战略和区域协调发展战略。

来源: 中国政府网, 国资委, 国金证券研究所

资产整合、避免内部无序竞争是国企改革重要方向, “两船合并”助力集团高质量发展。中船工业集团(南船)和中船重工集团(北船)业务在军船领域有所协同, 北船侧重船舶设计与配套, 南船承担更多军舰制造任务, 但在民船制造领域存在部分业务重叠。2019 年经国务院批准, 南北船实施联合重组新设中国船舶集团, 基本涵盖全部船舶和海工产品类型, 具备从研发、设计、配套、建造到修理的全产业链军民船舶造修能力。南北船合并优化产能资源, 减少无效竞争, 进一步聚焦国家军民融合发展战略, 提升集团全球竞争力。

图表24: 南北船联合重组新设中国船舶集团



来源: 公司公告, 国金证券研究所

南北船合并缓解双方重叠业务恶性竞争, 分板块推进两集团内部业务整合。集团层面联合重组后中国船舶集团将成为全球最大造船集团, 注册资本 1100 亿元, 资产总额 7900 亿元, 拥有科研院所、企业单位和上市公司 147 家, 员工 31 万人。两船合并后, 公司和中国动力在柴油机动力业务领域形成同业竞争, 2022 年 8 月, 公司和中国动力公告柴油机业务整合方案, 通过此次交易, 公司柴油机动力业务将统一并入中国动力, 有利于明确公司和中国动力主业定位。

两船合并采用集团层面与上市公司重组双线并行策略, 未来有望持续解决同业竞争问题。

两船合并后上市公司平台整合根据公司公告，2019年9月中国船舶工业集团承诺要在5年内解决集团下属公司在大型集装箱船等产品上的同业竞争问题。2021年6月中国船舶集团承诺5年内解决南北船之间同业竞争问题，预计未来2-3年有望成为南北船重组重要时间节点。公司作为船舶总装上市平台，未来或有望受益于国企改革持续推进，龙头地位进一步改进。

**图表25：“两船合并”采用集团层面与上市公司层面双行重组策略**

时间	主要事件
2019年4月	南北船旗下8家上市公司均发布公告称中船工业集团和中船重工集团正在筹划战略重组
2019年7月	南北船旗下8家上市公司均发布公告称中船工业集团和中船重工集团正在筹划战略重组
2019年10月	经国务院批准，国资委同意中船工业集团与中船重工集团实施联合重组，新设中国船舶集团
2019年11月	中国船舶集团有限公司正式注册
2019年11月	举行中国船舶有限公司成立大会暨揭牌仪式
2021年6月	中国船舶集团做出承诺，5年内解决南北船同业竞争问题
2021年8月	两船重组境内外反垄断审查工作全面完成，两船重组各项工作进入实质性阶段
2021年10月	中船工业集团与中船重工集团股权无偿划归中国船舶集团
2021年12月	中国船舶集团有限公司总部迁驻上海大会在上海举行
2022年1月	中船集团推动南北船动力业务整合，中国船舶、中船工业集团和中国动力拟以共计100%的中船动力的股权对中国动力新设立的中船柴油机增资，新设中船柴油机成为从事柴油机动力业务的合资公司
2022年8月	中国动力全资子公司中船柴油机拟以自身股权及现金作为对价，分别向中国船舶、中船工业集团、中国动力、中船重工集团收购股权

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2. 二十年船舶大周期有望进入新一轮上行阶段

**核心观点：**船舶行业周期属性明显，新造船需求主要来源于受海运贸易景气度影响的“扩张需求”和受船龄到期、环保政策、技术升级等因素影响的“替换需求”两类。扩张需求方面，2021年海运景气度回升明显，全球新接船订单（按万载重吨统计）同比增长97.2%，2022年新接订单万载重吨口径同比-36.5%，但新接订单金额同比仍增长8.2%，主要系目前各船厂排产饱满，造船已进入“量降价升”的挑单环节；替换需求方面，全球船舶平均拆解船龄25年左右，上一轮交付高峰换船周期来临，同时环保政策或进一步加快船舶更新替代需求。我们判断2023年“扩张”和“替代”两大需求共振，有望推动造船行业进入新一轮上行周期。

### 2.1. 历史复盘：二十年一周期，供需配错为造船周期主要因素

船舶制造属于产业链中游，其上游包括原材料及基础设备，如钢板、锚链、动力主机等，下游主要为船东，包括海运和船舶租赁公司。中游为中国船舶、中国重工、扬子江造船、中船防务等船舶总装制造厂商，包括船舶设计、船体建造、动力系统研发生产等。

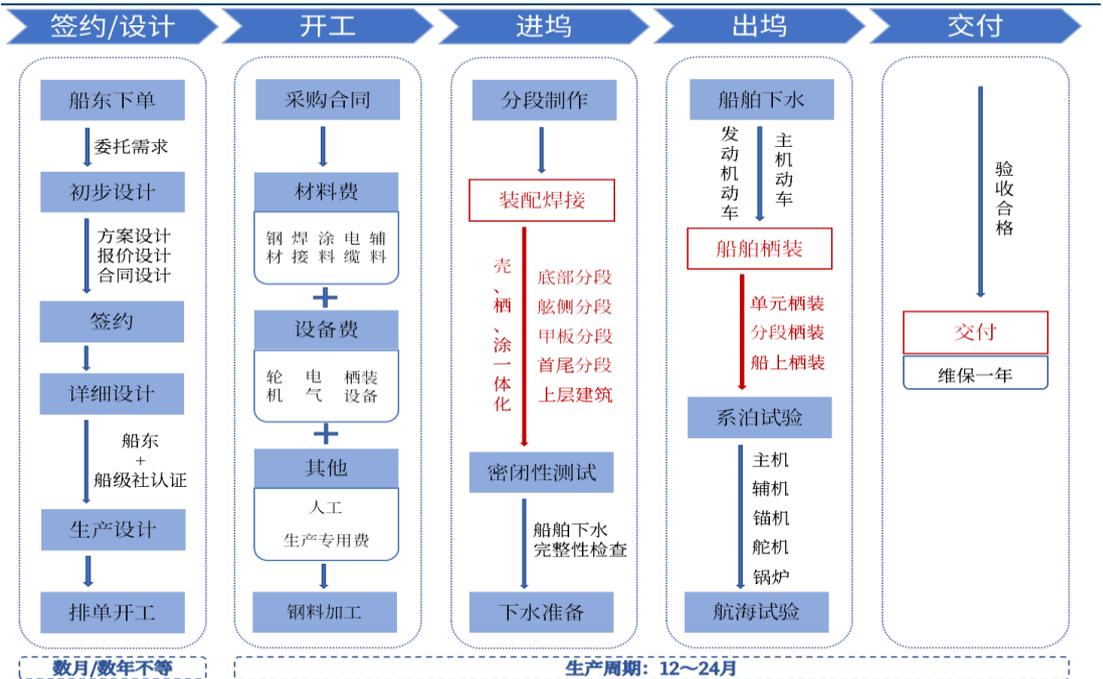
图表26: 船舶制造行业产业链示意图



来源: 各公司官网, 国金证券研究所

船舶行业制造时间较长。船舶制造从订单签约到最后交船, 时间跨度在 16 个月-36 个月不等, 根据中国船舶公司公告, 散货船一般船型从开工到交船大约 10-12 个月, 集装箱船一般船型从开工到交货大约 14-20 个月, 原油轮一般船型从开工到交船大约 12-14 个月时间, 大型 LNG 运输船建造周期约为 2 年。合同款交付方式则根据市场行情变化在合同上做出约定。

图表27: 船舶制造流程包括设计、采购、拼装, 制造时间约 16-36 个月不等



来源: 《Maritime Economics》, 国金证券研究所

复盘造船行业百年历史, 船舶交付量主要受宏观经济影响, 供需错配所致。船舶行业整体供需较难形成平衡, 同时也受到政策、战争等因素影响, 行业周期属性明显。纵观历史船舶行业交付情况, 自 1886 年以来, 我们可将造船行业大致分为五大周期, 每个周期约 20-25 年, 包括复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段, 每轮大周期上行时间可能会维持数十年, 下行周期也会持续维持十余年, 且短期会受到经济、政策等因素影响, 具有大周期、中周期、小周期三周期叠加的特点:

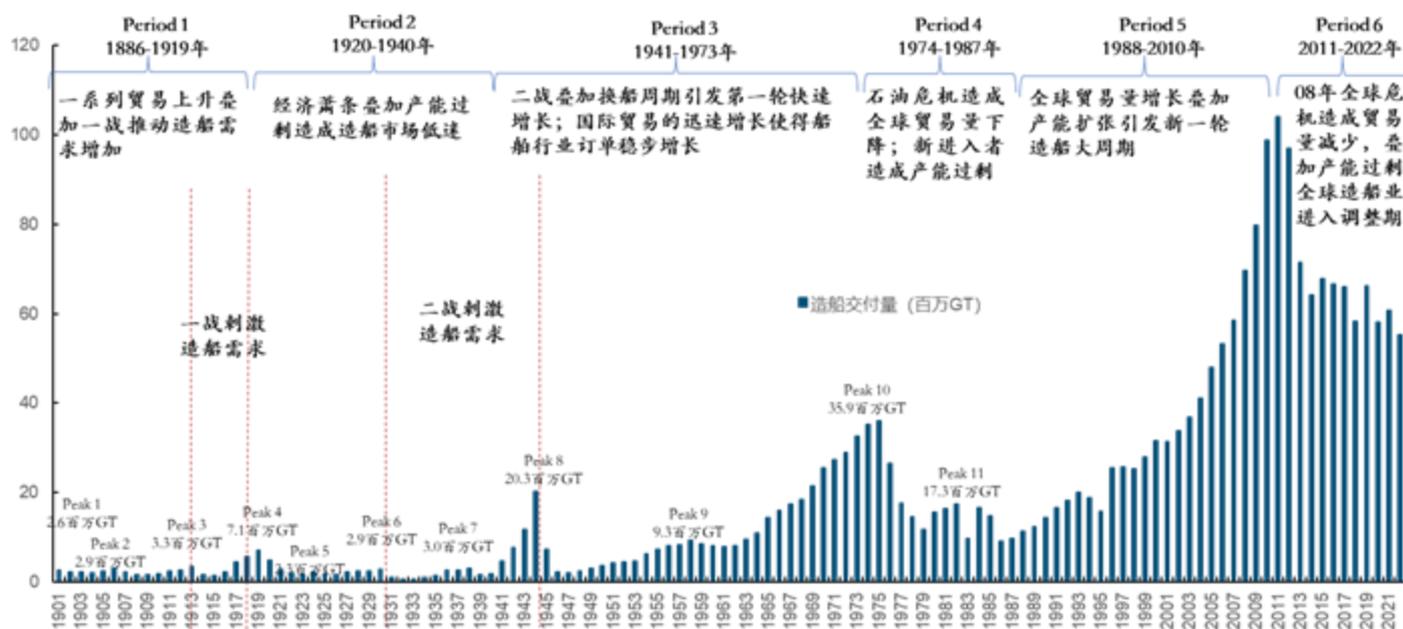
- 1) 1886-1919 年: 国际贸易周期上行, 同时叠加一战对海上船舶需求拉动, 船舶制造业呈现波动上行趋势, 于 1919 年达到本轮周期峰值 714 万 GRT;
- 2) 1920-1940 年: 经济萧条引发贸易量骤减, 1930s 金融危机爆发, 同时造船产能过剩使得船舶制造业进入近 20 年低迷期, 1933 年产量下跌至 49 万 GRT;
- 3) 1940-1973 年: 1940-1945 年二战船舶需求叠加上一轮周期船龄到期替换需求, 初期

产能短缺，一轮成长，国际贸易迅速增长，船舶行业订单稳步上升，于 1973 年全球新接订单达到历史高位，该轮上行周期持续近 28 年；

- 4) 1974-1987 年：受石油危机影响导致全球贸易量回落，同时供给端以韩国为主的新进入者大力发展造船行业导致供给端产能过剩，新船价格开始下行，1987 年全球造船产量下滑至 980 万 GRT；
- 5) 1988-2010 年：全球贸易增长叠加船厂产能扩张，造船业进入新一轮大周期。2003 年前后全球造船产量已恢复至 1975 年历史高点水平，于 2007 年达到近 6300 万 GRT。中国造船产业也在本轮扩张周期得到发展，形成中日韩“三足鼎立”造船格局。
- 6) 2011-2020 年：2008 年后全球金融危机导致贸易量下滑，叠加前期产能过剩，2011 年全球造船交付量达到高点 16744 万载重吨，此后全球造船业开始进入调整期。

总结来看，国际形势总体稳定，全球经济高速增长，则海运量快速增长，航运费率持续高位运行，船东积累大量订船资金，二手船交易活动活跃，此时会逐步传导至新造船市场，从而促进新造船市场走向繁荣。同时全球经济波动与下滑、战争等因素会使得船舶周期面临需求下滑。

图表28：全球造船周期复盘

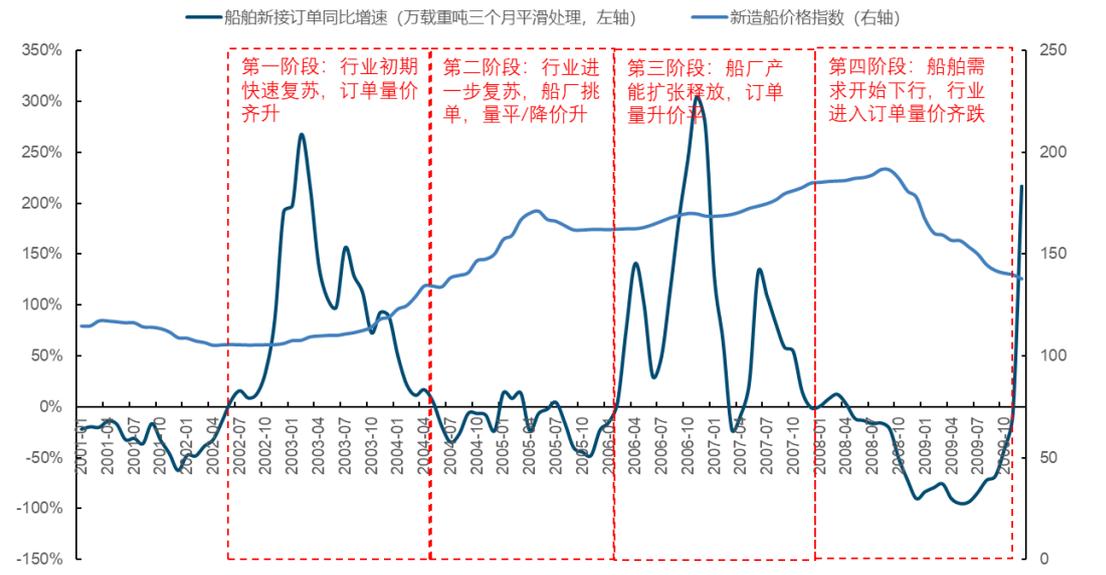


来源：Clarksons，国金证券研究所

我们再细化具体分析上一轮上行周期（2002-2010 年）新签订单和造船价格可以发现，造船行业会经历比较明显的 4 大阶段：量价齐升、量平价升、量升价平和量价齐降。

- 1) 阶段一（量价齐升）：2002 年是上轮船舶行业周期复苏起点，得益于大周期复苏初期，造船厂商自身排产具备弹性，造船厂商可根据自身产能情况提高新接订单量，船舶订单出现量价齐升。
- 2) 阶段二（量降价升）：随着订单产能排期较满后，船厂在手订单相对饱满，造船厂商在没有明确扩产计划下接单较为谨慎，开始进入挑单阶段，此时虽然订单量增速开始有所下滑，但造船价格仍然保持向上态势。
- 3) 阶段三（量升价平）：2006 年左右开始进入该阶段，第二阶段船厂扩张的产能开始进一步释放，伴随下游需求上行，行业整体进入供需较为平衡的量升价稳阶段。同时如果该阶段仍出现需求端增速大幅高于供给端增速的情况，则对应新接订单也会出现小幅涨价。
- 4) 阶段四（量价齐降）：下行周期船舶需求开始减弱，供给端产能仍在释放，行业开始进入新接订单量价齐跌阶段。

图表29：上一轮船舶复苏周期可分为四个阶段



来源：Clarksons，国金证券研究所

## 2.2. 扩张需求：下游海运市场复苏推动本轮新接订单提升

从历史数据来看，海运市场往往领先于造船周期复苏，海运市场运价高位带动新造船扩张需求。一般来说，海运价格上行使得下游船东下单意愿增强，新增船需求提升，从而带动造船厂手持订单量提升。根据 Clarksons 数据显示，1996 年海运指数开始提升，造船厂手持订单量上涨，2008 年海运进入下行，运价与造船厂商手持订单量同步下行，在经历海运市场漫长的十年低谷期，2017 年海运开始进入复苏周期，运价持续性上涨，带动造船厂新接订单量提升，6M20 年全球船厂手持订单量降至 11187 亿美元后开始触底回升。

图表30：海运价格回升往往带动造船新接订单量，2020 年开始全球海运复苏下新增订单量开始回升

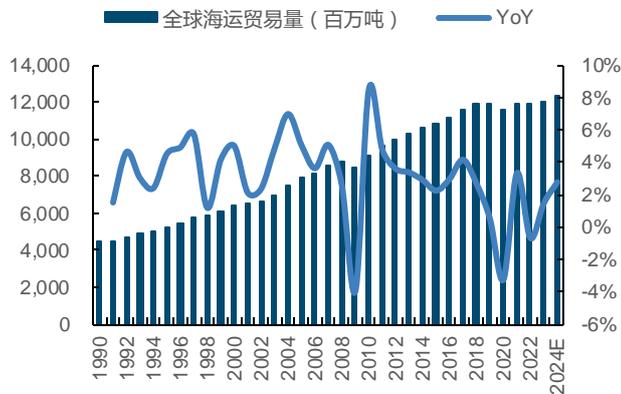


来源：Clarksons，国金证券研究所

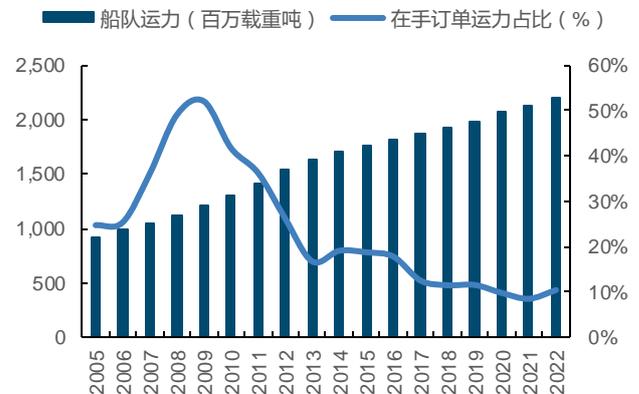
2021 年全球海运贸易量回暖，船厂在手订单逐步消化，全球海运需求有望引来新一轮复苏。全球海运贸易量多年来呈现持续上升趋势，2009 年受金融危机影响海运贸易量出现短暂下滑，2020 年受疫情影响海运贸易量同样出现下滑，2021 年开始全球海运贸易量逐步恢复。在手订单运力占比一般受到新签订单量、交付量、船队规模三大因素影响，根据 Clarksons 数据显示，近年来海运船队运力增速趋缓，船厂在手订单占运力比重持续

下降，2021年已下降至最低8.4%，2022年在手订单运力比例有所回升，达10.3%，意味着船厂目前所累积的在手订单逐步消化，已基本见底。上一轮船厂产能扩张导致的船队运力基本出清，未来船队规模有望开始增长。

图表31：2021年全球海运贸易量开始回升



图表32：船队运力增速缓慢，在手订单运力占比下降

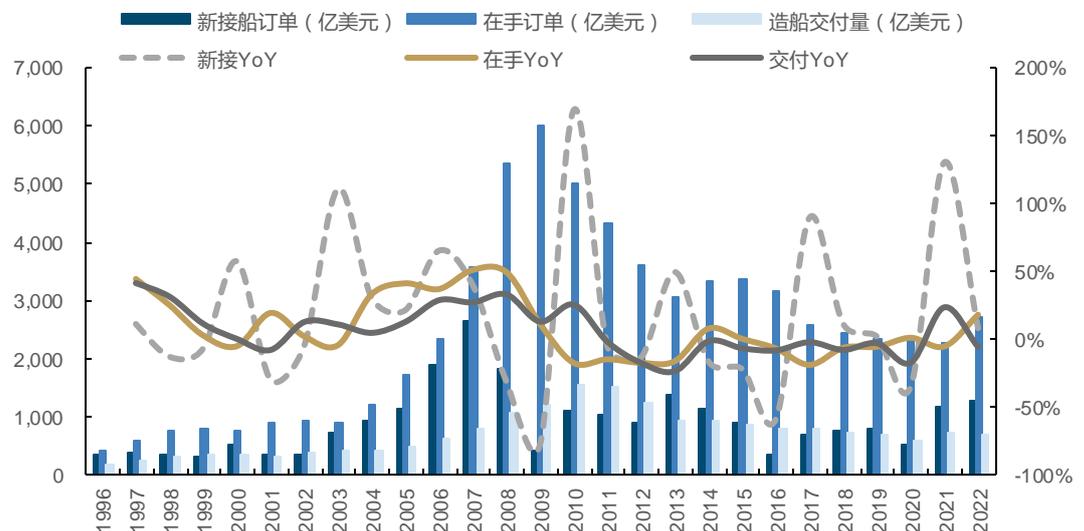


来源：Clarksons，国金证券研究所

来源：Clarksons，国金证券研究所

从全球造船新接订单和在手订单情况判断，本轮船舶行业周期复苏起点已于2021年开始。根据Clarksons数据，2021年开始受益经济复苏，下游船东需求端回暖，全球造船新接订单开始呈现回升趋势。2021年全球新接船订单量13878万载重吨，同比增长97.2%，新接订单金额1282亿美元，同比增长130.3%。2022年新接船订单量8810万载重吨，同比下滑36.5%，但新接订单金额在2021年高基数情况下，同比仍增长8.2%，我们认为主要系当前上行周期已处于“量降价升”阶段，造船厂产能相对刚性，订单排期已到2025年，但新造船价格仍然持续上涨。在手订单方面，2022年全球造船厂商在手订单实现底部回升，达22634万载重吨，订单金额达2711亿美元，同比增长19%。全球新造船市场复苏迹象已现。

图表33：从新接订单情况来看，本轮船舶行业复苏起点源于2021年



来源：Clarksons，国金证券研究所

船舶新接订单指标一般领先于船舶交付量3-5年时间，近年来交付时间有所加快。根据Clarksons数据显示，以万载重吨统计，3M06全球新接订单达到高峰，随后在12M06再次出现次高峰，对应全球船舶交付量在1M11达到高峰，船舶新接订单指标领先船舶交付量约5年左右；船舶新接订单在2013年底再次达到高峰，则对应船舶交付量在1M17达到高峰，对应时间约为38个月。本轮船舶新接订单新一轮上升周期第一次高峰出现在3M21，以历史领先节奏来看，2024-2025年船舶交付量有望迎来高峰。

图表34：船舶新接订单量一般会领先订单交付3-5年左右

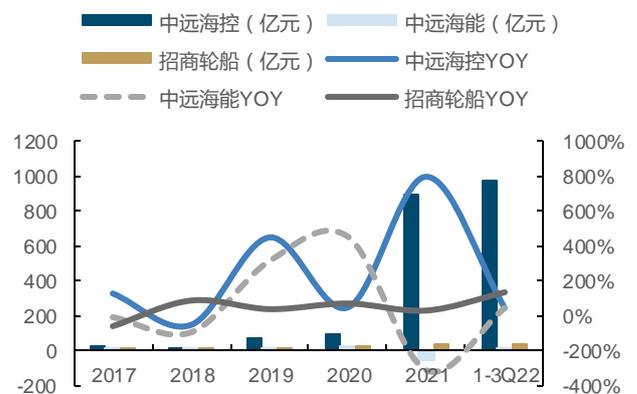
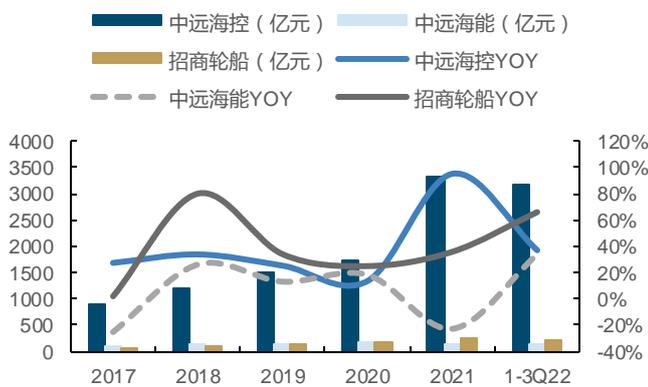


来源：Clarksons, 国金证券研究所

通过观察下游船东业绩增长明显，充足的货币资金有望推动新增订单需求增加。2021年海运市场复苏，海运价格不断提升下，下游船东业绩实现大幅增长。根据公司公告，1-3Q22 中远海控/中远海能/招商轮船营业收入同比分别增长 37%/33%/65%，归母净利润同比分别增长 44%/44%/139%。以中远海控为例，截至 1-3Q22，中远海控货币金额达 2973 亿元，同比增长 106%，充足的现金推动船东下订单意愿增强。

图表35：下游船东公司营收快速增长

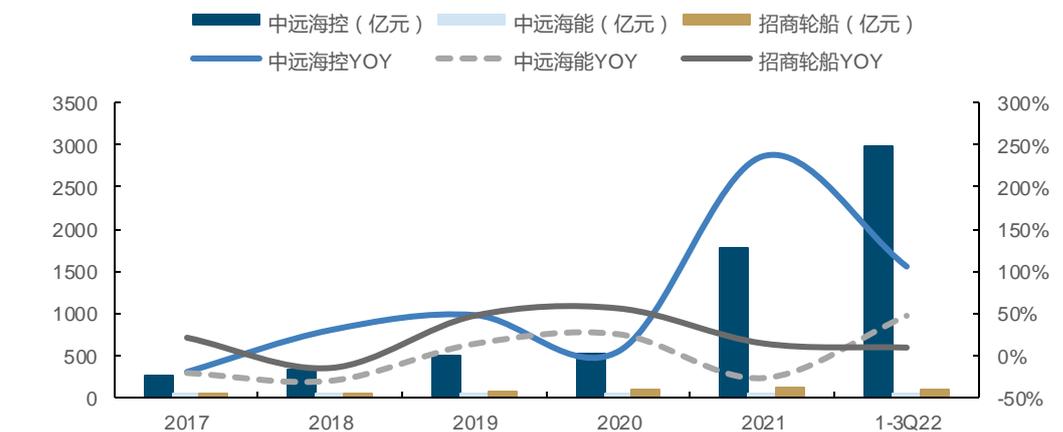
图表36：下游船东公司归母净利润快速增长



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

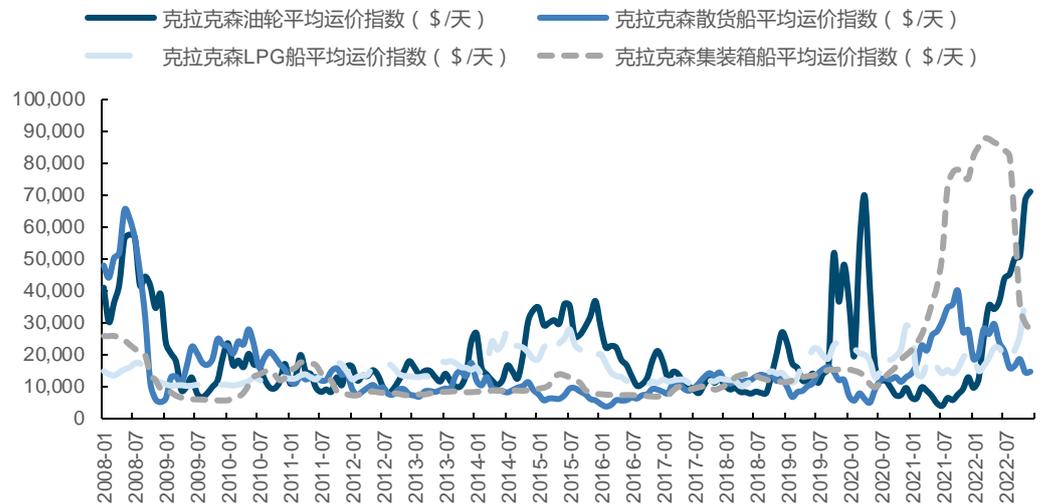
图表37：下游船东公司在手现金快速增长



来源：Wind, 国金证券研究所

从具体海运市场需求来看，2021年集运和散货运景气度率先恢复，2022年油船、LPG船海运开始底部复苏，实现接力。一般而言，运价指数反映海运整体景气度情况，2021年受益经济复苏，全球海运贸易量回暖，海运指数上涨，散货船和集装箱海运运价领涨，2022年随着港口拥挤环节，运力释放，集装箱运价有所回调，但仍保持在较高历史分位。2022年受俄乌冲突，高油价等影响，油运、气体船需求提升明显，运价相继上升。高运价驱动下，油船、LPG船等气体船新接订单有望进一步放量。

图表38：四大船型海运景气度回升明显（单位：\$/天）

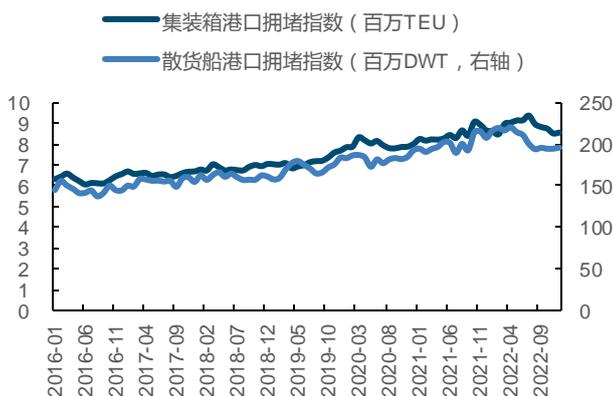


来源：Clarksons，国金证券研究所

综合来看，三大主流海运船型集装箱船、散货船和油轮在本轮上行周期复苏节奏有所差异。我们认为中短期是集装箱船、散货船等带动，长期看油船有望进一步贡献造船订单。

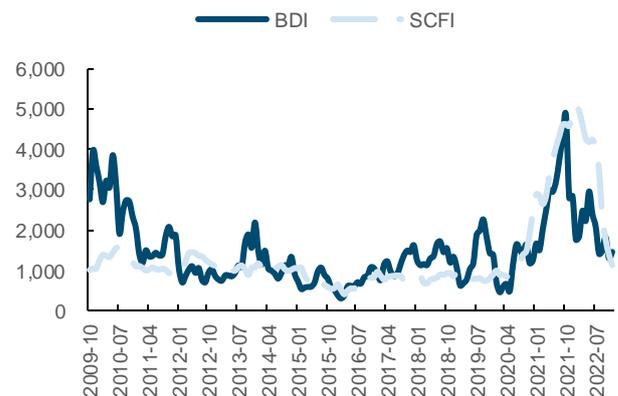
短期看，疫后贸易复苏推动集装箱、干散货运价上行。自2008年金融危机爆发以后，船舶行业进入十年调整期，波罗的海干散货指数（BDI）和集装箱运价指数（SCFI）持续低迷，2021年伴随经济复苏，大宗商品需求增加，干散货海运市场景气度升高，2021年波罗的海干散货指数（BDI）突破5000，创近10年历史新高。2022年港口拥堵一定程度上有所缓解，船队运力快速提升等因素叠加下，2H22集运、干散货运价有所回调。根据IMF最新预测，2023年中国经济增速将从2022年的3%提升至5.2%，将推动全球大宗商品、消费品等海上运输需求的增加，有利于干散货运、集运的稳定与活跃。

图表39：港口拥堵指数持续上升，2022年有所缓解



来源：Clarksons，国金证券研究所

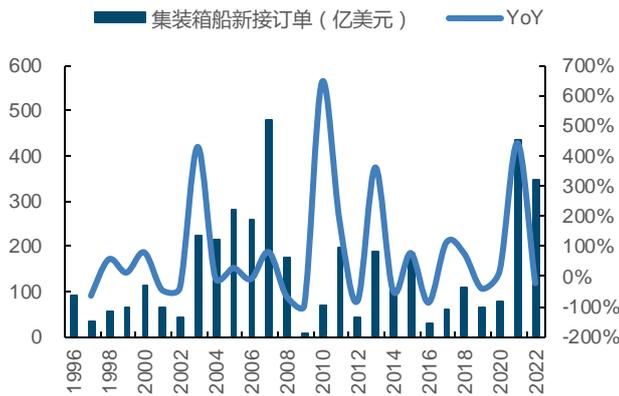
图表40：集装箱运价和干散货海运价率先提升



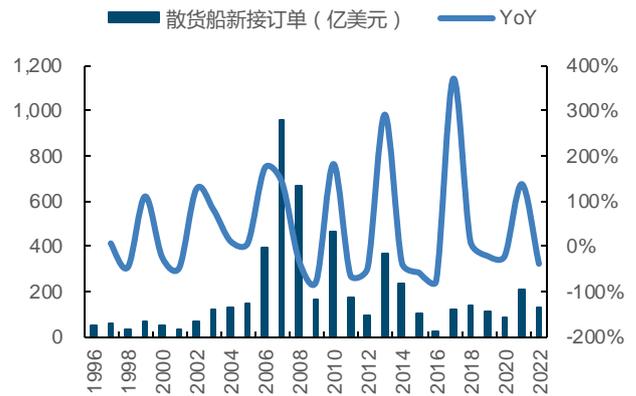
来源：Clarksons，国金证券研究所

集装箱、散货船受益于疫后贸易恢复，2021年新接订单大幅增长。其中，集装箱船海运市场2021年高景气，新接订单量453.0亿美元，同比增长444%，同时经济复苏推动大宗商品需求增加，2021年散货船新接订单209.7亿美元，同比增长139%。2022年伴随集装箱供需逐步缓解，集装箱船新接订单在2021年高基数情况下有所回落，但仍保持在较高历史水平，达346.47亿美元。散货船订单2022年下滑较为明显，主要系2022年以来大宗商品价格高位，高通胀对干散货海运市场造成一定影响，长期来看干散货市场仍充满不确定性。

图表41: 全球集装箱新接订单及同比增速情况



图表42: 全球散货船新接订单及同比增速情况



来源: Clarksons, 国金证券研究所

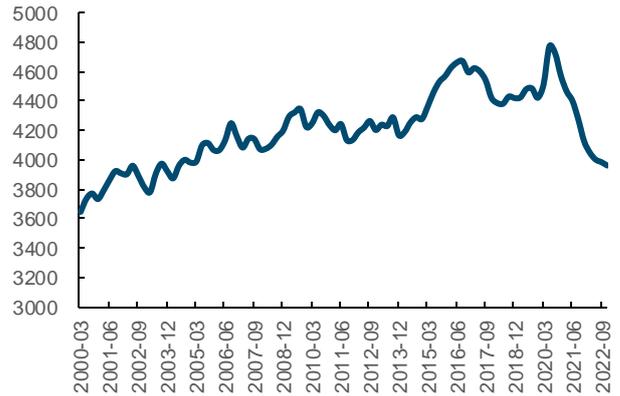
来源: Clarksons, 国金证券研究所

中长期看, 原油需求持续增长, 油船市场景气度有望接力。2020 年受全球疫情影响、宏观经济下行以及新能源替换等因素, 全球原油贸易下滑明显, 伴随全球经济逐渐复苏及贸易量提升, 交通运输及工业用石油需求开始复苏, 目前原油处于去库存阶段, 全球主要经济体原油库存处于低位, 截至 2022 年底, 经合组织国家商业原油库存下降至 39.68 亿桶, 已基本见底, 补库存周期有望恢复, 根据原油需求改善下对应船队运力增加, 当前油运价格已出现复苏迹象, 油船有望成为继集装箱船后又一支撑市场发展的主力船型。

图表43: 原油运输需求持续增长



图表44: 原油库存已基本见底

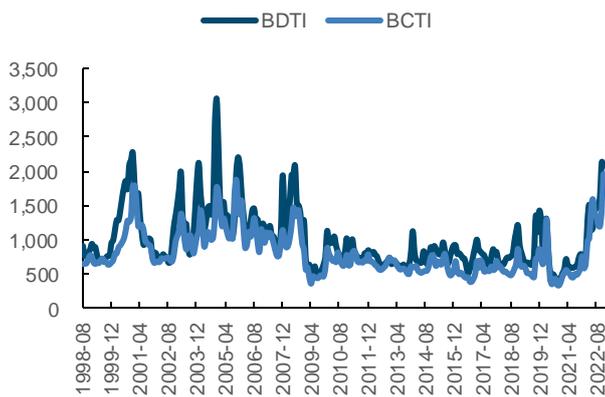


来源: Clarksons, 国金证券研究所

来源: Clarksons, 国金证券研究所

根据原油需求改善下对应船队运力增加的判断, 当前油运价格已出现复苏迹象, 油船有望成为继集装箱船之后又一支撑市场发展的主力船型。根据 Clarksons 数据显示, 自 10M20 开始, 原油运输指数 (BDTI)、成品油运输指数 (BCTI) 开始上行, 12M22 欧盟禁止进口俄罗斯海运原油, 11M22 运价被推至高点。油运航线增加叠加中国需求上升利好油船长期需求, 考虑到目前其他船型订单排产较满, 可供油船产能有限, 短期内油船在手订单处于相对低位, 未来油船新接订单有望上行。

图表45: 2022 年油运价格已开始持续上行



图表46: 油船新接订单有望复苏

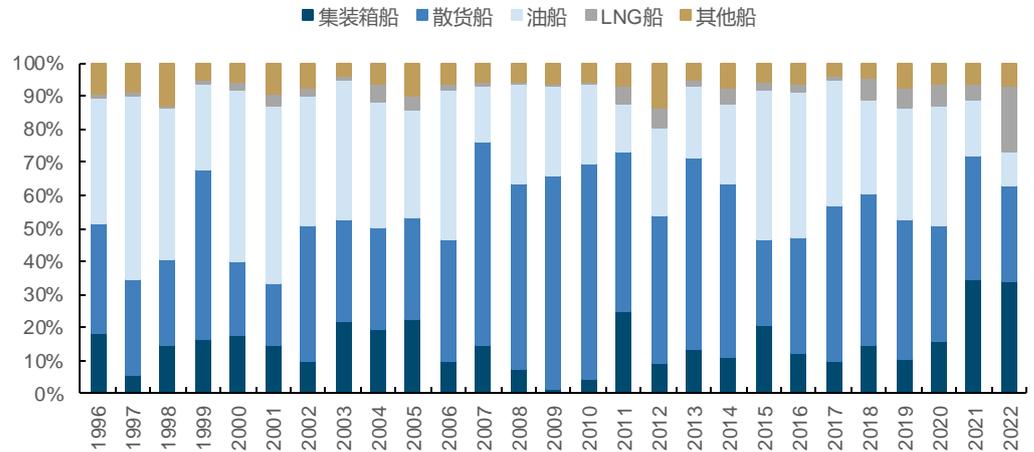


来源: Clarksons, 国金证券研究所

来源: Clarksons, 国金证券研究所

总体来看，目前本轮周期需求结构增量主要为集装箱船、LNG 船。从新接订单来看，全球主流船型结构开始向集装箱、散货船、油船、LNG 船等多船型发展。根据 Clarksons 数据显示，2021、2022 年集装箱船需求大幅增长，新接订单量在所有船型中分别占比达 34.8%/33.9%。2022 年 LNG 船受俄乌冲突影响，新接订单中 LNG 船结构占比上升明显。

图47：本轮周期中集装箱船、LNG 船占比显著提升（以 DWT 统计口径）

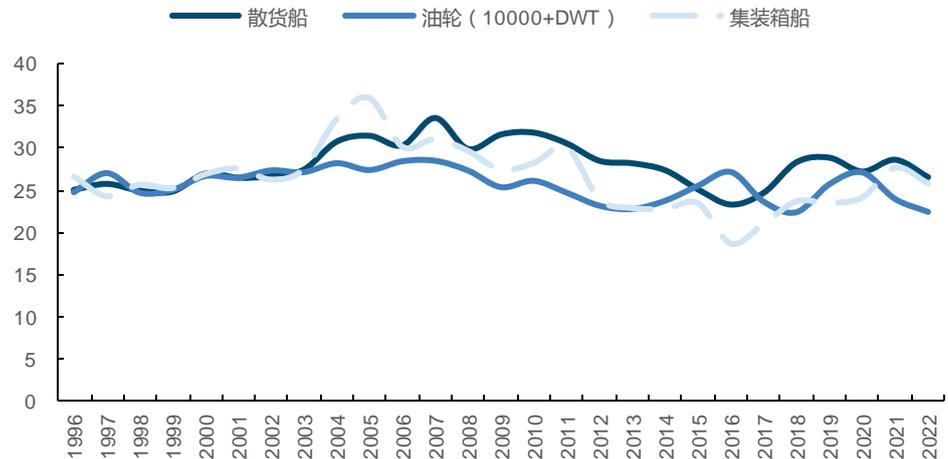


来源：Clarksons，国金证券研究所

### 2.3. 替换需求：船龄到期叠加环保减排促进本轮造船新增上行

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

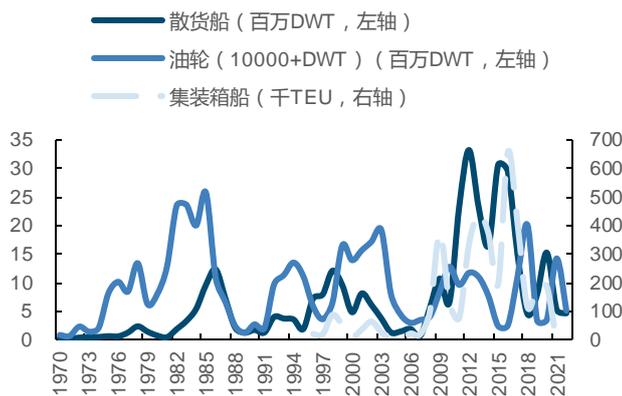
图48：全球三大主流船型平均拆解年龄约在 25 年左右



来源：Clarksons，国金证券研究所

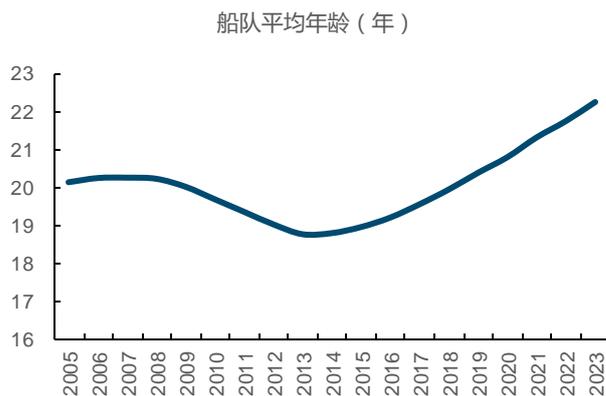
船舶拆解周期性基本跨度 20 年左右，当前船队平均年龄持续提升，替换需求临近。根据 Clarksons 数据显示，以三大传统船舶为例，上一轮集装箱拆解量高峰集中在 2009-2016 年，大型油轮拆解高峰集中在 2009-2012 年左右，散货船拆解高峰集中在 2012-2015 年左右。由前文所知，上一轮集装箱船新接订单量高峰在 2003-2007 年，油轮新接订单量高峰在 2006-2008 年，散货船新接订单量集中在 2006-2008 年。从上一轮周期来看，新造船订单领先船舶拆解 4-6 年不等。船龄老龄化特征明显，2008 年后船队整体船龄有所下降，受上一轮老旧船拆解和新船交付影响，此后以来全球船龄在波动中持续增加。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。预计未来旧船拆解量有望进一步增长，行业有望迎来新一轮替换需求。

图表49: 三大船型拆解量情况 (单位: 百万载重吨)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表50: 全球船队船龄自 2013 年开始持续提升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表51: 全球船队老龄化现象明显, 船舶更新周期临近 (截至 2022 年初)

船型大类	15 年以上占比		20 年以上占比	
	运力计	艘数计	运力计	艘数计
箱船	22.7%	33.7%	6.8%	13.8%
散货船	16.7%	50.6%	7.2%	41.3%
油船	23.8%	44.5%	5.9%	30.5%
气体船	17.3%	25.6%	6.8%	14.9%
客船	41.9%	66.5%	27.8%	57.3%
其他	52.2%	51.3%	39.5%	41.4%
合计	21.8%	49.9%	8.7%	39.0%

来源: 《新造船市场: “虎虎生威” 即将来临?》, 国金证券研究所

全球减碳发展大背景下, 海运行业减碳排放要求日益严格。根据国际海事组织 (IMO) 要求, 全球航运业 2030 年要求全球碳排放强度降低 40%, 2050 年碳排放量降低 50%。其中, 船舶能效设计指数 (EEDI) 从 2013 年开始生效, 设立最大允许 EEDI 指数, 并逐步减小 (2015 年 10%, 2020 年 20%, 2025 年后达 30%) 要求新建船比老船碳排放要低。2023 年 1 月开始, IMO 引入的现有船舶能效指数 (EEXI) 生效, 要求低于一定标准数值。同时 CII 在 2023 年开始生效, CII 指标呈现逐年趋紧趋势, 即以 2019 年数据为基准, 2023 年开始减少 5%碳排放, 此后每年在此基础上再减少 2%。

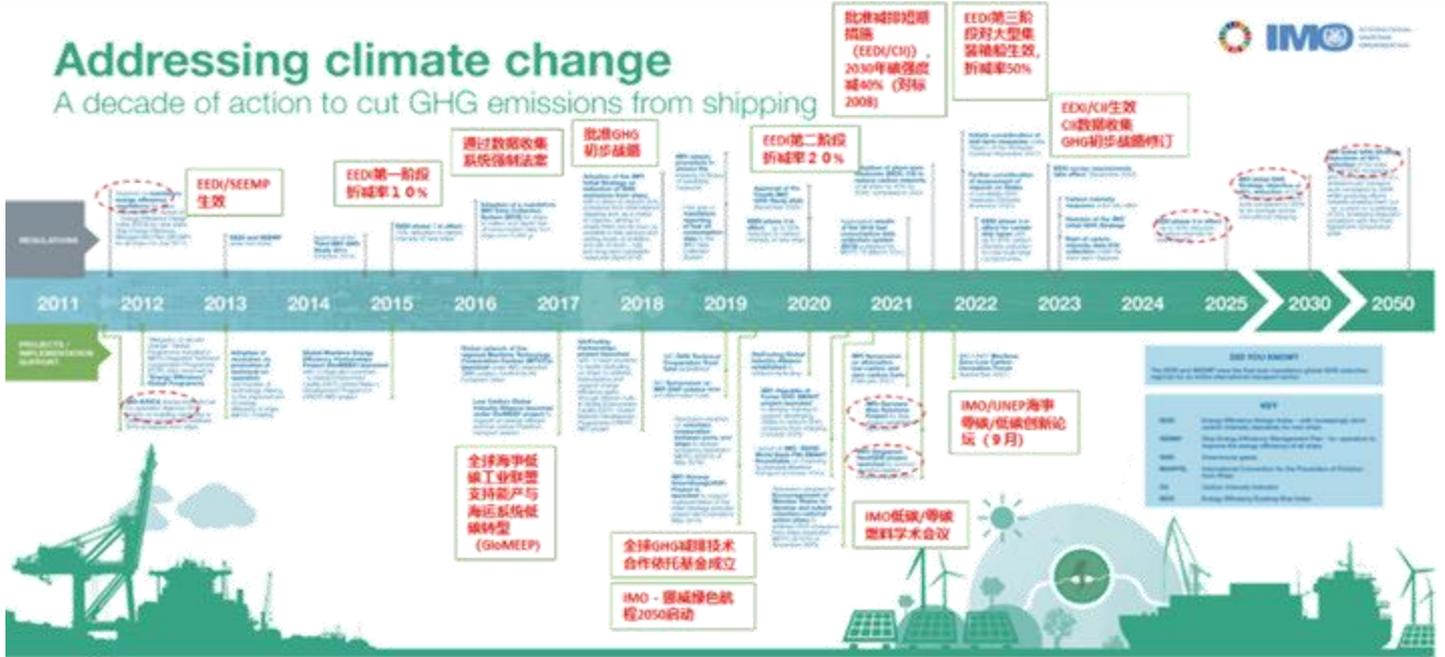
图表52: 具体衡量船舶排放及能耗的三大指标

指标名称	具体内容
能效设计指标 (EEDI)	一项针对 2013 年 1 月 1 日之后签订合同的船舶技术政策措施, 设定了随着时间的推移变得越来越严格的效率阈值。2015 年开始新造船最少减排 10%; 2020 年至少减排 10%; 从 2025 年起, 所有超过一定规模 (取决于细分市场) 的新造船都需要在其基准排放量的基础上减少 30%。
现有船舶能效指数 (EEXI)	对于不在 EEDI 范围内的现有船舶, 必须在 2023 年 1 月 1 日获得对应于 EEDI 阶段 2/3 阈值的一次性能效证书。根据不同部分, EEXI 要求船舶的技术效率提高 20%至 50%。
碳强度指标 (CII)	CII 规定了船舶的运行碳强度。该船将根据其上一年的排放效率获得 A 至 E 的年度评级, 未获得 A 级或 B 级的船舶需在减碳排方面持续改进, 且该阈值变动越来越严格。从 2023 年开始, CII 将适用于所有 5000 总吨以上的船舶。

来源: IMO, Clarksons, 国金证券研究所

中长期来看, 要求 IMO 在 2023 年至 2030 年之间最终确定并达成一致的具体措施, 主要包括: (1) 有效采用替代性低碳燃料和零碳燃料的实施方案; (2) 新造船和现有船舶的营运能效措施; (3) 激励温室气体减排的新型/创新型减排机制。长期措施是要求 IMO 在 2030 年以后最终确定和达成的措施。主要包括: (1) 大力开发和提供零碳或非化石燃料, 以实现下半世纪的航运脱碳; (2) 鼓励和推动其他适合的新型/创新型减排机制的普遍应用。

图表53: 国际海事组织 (IMO) 航运减排政策执行时间安排

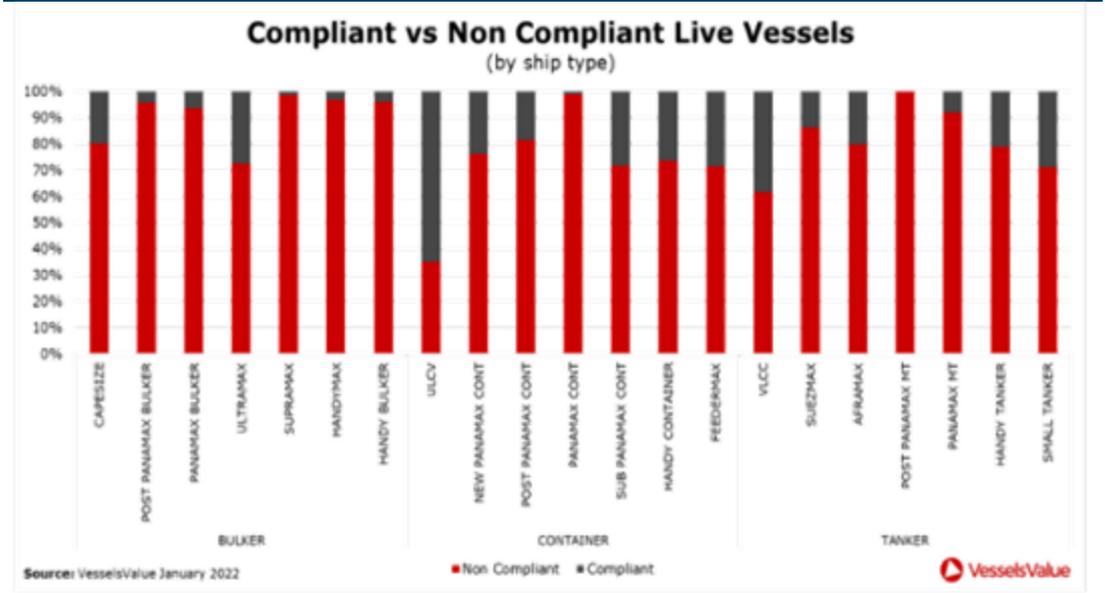


国际海事组织 (IMO) 航运减排政策执行时间安排

来源: IMO, 国金证券研究所

目前活跃船队中符合 EEDI 和 EEXI 要求的比例较低, 有望进一步推进船舶更新替代需求。根据 VesselsValue 统计, 截至 1M22, 在全球现有活跃船队 (集装箱船、散货船、油轮) 中, 只有 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 规定。其中散货船队合规率最低, 约为 10%; 集装箱船合规率为 25.6%; 油船合规率约 30.4%, 有望大幅催化船舶更新需求。

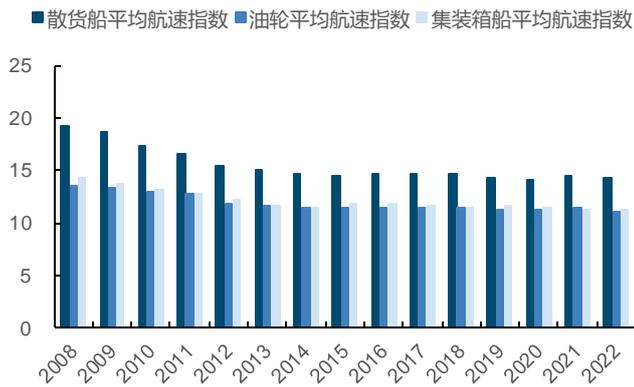
图表54: 活跃船队中仅 21.7% 船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求, 替代需求较大



来源: Vessel Value, 国金证券研究所

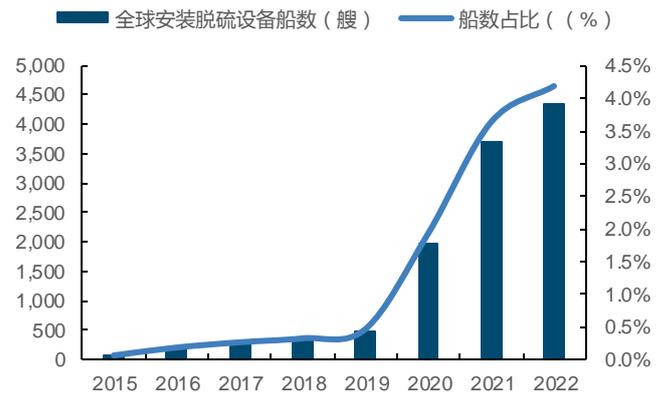
碳中和趋势下, 利好本轮造船行业替换需求上行。针对 IMO 提出的具体要求, 船东应对方法主要包括: (1) 降速航行带来的有效运力降低; (2) 调整能效要求不足的运力安排和班期; (3) 增加甲醇、LNG 等燃料船舶, 降低整体碳排放等; (4) 老船加装节能装置等。环保政策推动下, 海运平均航速持续下降带来的运力损失和老旧船舶的更新替代有望成为造船市场需求来源之一, 同时 LNG、LPG 等低碳船型产能有望持续扩张。根据 Clarksons 数据统计, 截至 2022 年, 全球安装脱硫设备船共 4385 艘, 占全球总船数的 4.27%。

图表55: 全球船速呈现逐年下降趋势



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表56: 安装脱硫设备船数占比持续提升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

新能源船替代传统燃料船大势所趋, 未来低碳船型主要包括 LNG 船、LPG 船与锂、氨、氢能源动力船等。新能源燃料要综合考虑热值、密度、安全性、经济性等多方面因素, 当前 LNG/LPG 船等技术成熟度已经相对较高, 氨燃料优势在于实现大量碳排放降低, 但目前技术相对还不成熟, 成本相对较高。

当前新能源船型占现有订单及新签订单占比提升。以 LNG 船为例, 根据 Clarksons 数据统计, 截至 2020 年, 具备 LNG 能力的船东订单占总订单的 22.03% (以载重吨统计)。LNG 船是高端船型代表, 建造难度高。低温绝热技术、液舱晃动分析技术、动力推进系统和装卸货管路系统, 都是 LNG 船的关键技术。目前 LNG 船根据储罐系统不同可分为薄膜式 LNG 船和自撑式 LNG 船。凭借其安全性和经济性, 目前 GTT 占据市场 90% 份额, 其中 GTT MARK III 薄膜围护系统为主流解决方案。目前世界范围内 8 家公司具备 GTT 薄膜维护资质认证, 其中中国造船厂包括沪东中华、江南造船、大船集团、扬子江造船和招商局重工; 韩国企业包括现代重工、三星重工和大宇造船。

图表57: LNG 船为高价值量船型代表



来源: 航运 e 家, 国金证券研究所

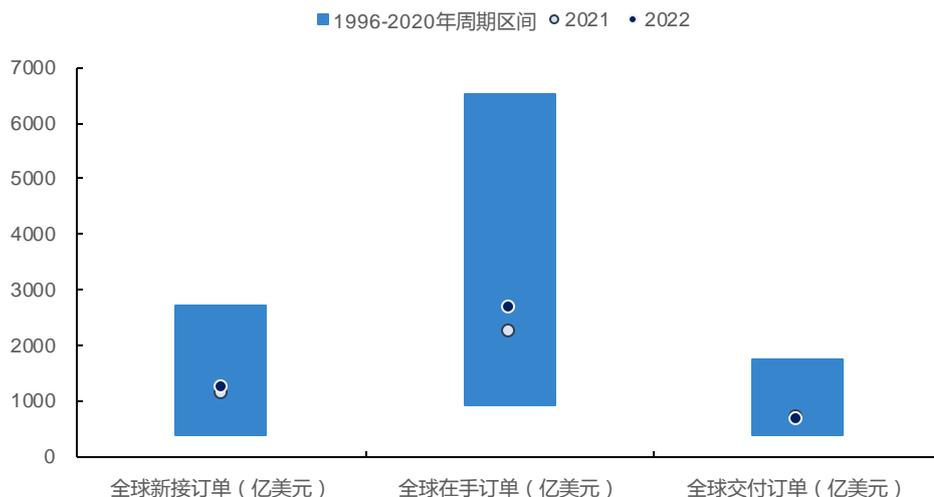
图表58: 具备 LNG 能力的船订单占比持续提升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

综上, 我们认为船舶新增需求叠加替代需求共振, 有望推动造船行业景气上行, 本轮周期行业量价弹性巨大。历史上看, 参考上一轮完整周期 (1996-2020 年), 2010 年造船交付量最高峰达 1537.6 亿美元, 是 1996 年启动期交付订单的 8 倍。2021 年开始, 本轮造船行业景气度回升明显, 新接订单方面, 2021 年、2022 年相较上一轮周期底部分别增长 229.3%/256.2%; 同时造船价格方面, 2021 年、2022 年造船价格同比上一轮周期增长造船价格也是周期启动初期的 2-3 倍, 行业需求旺盛下有望带动新造船量价齐升。

图表59：2021年、2022年造船行业景气度对比上一轮周期情况



来源：Clarksons, 国金证券研究所

因此，从船舶大周期来看，伴有全球经济强劲发展，海运需求和海运价格大幅上涨，随着航运市场的持续走强和造船过剩产能的退出，叠加环保新规、IMO 规则规范等多方面因素影响，目前在造船企业层面竞争呈现出向优势企业集中的竞争发展态势，在船舶产品层面加快向绿色智能方向的发展趋势，在市场需求层面新船订单结构也在发生显著变化，全球造船业或将逐步迎来新一轮复苏周期。

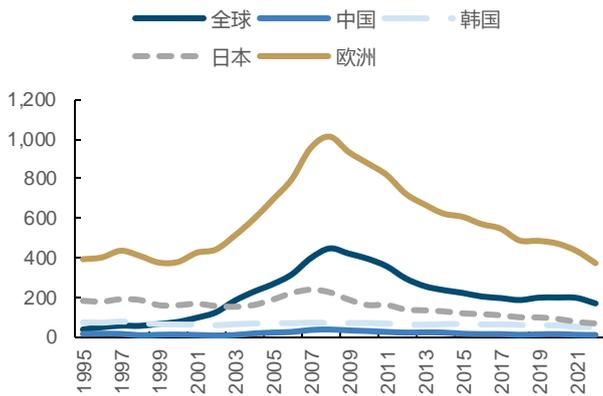
### 3. 全球造船格局集中，中国船舶龙头效益显著

核心观点：长建设周期、扩产困难使得行业不断向龙头企业集中，本轮造船上行周期中国有望延续上一轮韩国情况，引领全球造船业发展。2022 年我国三大造船指标占据全球约 50% 市场份额，中国船舶占我国市场份额约 20%，占全球份额约 10%。整体来看，公司收入端，需求上行叠加新造船价格上升，民船造修有望实现量价齐升；成本端，造船板价格自 2H21 以来波动下行，公司成本压力减弱，盈利能力有望提升。此外，公司积极布局 LNG、大型邮轮等高价值量船型，有望持续推动公司产品结构升级，增强公司核心竞争力。

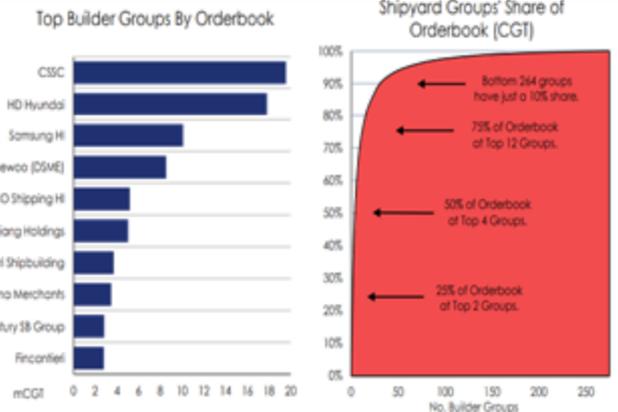
#### 3.1. 造船产能逐渐出清，中国市场引领全球

十年低迷期使得全球船厂加速整合，活跃船厂数量逐步走低，产能逐渐出清。2008 年以来海运市场开始进入低迷，全球活跃船厂数量减少，根据 Clarksons 数据显示，全球活跃船厂数从 2008 年的 1014 家下降至 2022 年 373 家。同时全球船厂加速整合，消化过剩产能。如 2016 年中远海运合并下属船厂设立中远海运重工有限公司，2017 年招商局与中外运整合下属船厂合并，2019 年中国南北船合并，日本联合造船与今治造船合并成立新公司“日本造船”，2021 年韩国现代重工与大宇造船海洋重组等。根据 Clarksons 数据显示，截至 2M23，全球 Top2 造船集团承接订单占世界订单的 25%，Top5 造船集团占世界订单的 50%，Top12 的造船集团占世界订单的 75%。

图表60: 全球活跃船厂数量持续下降 (单位: 个数)



图表61: 全球船厂集中度较高 (截至 2M23)

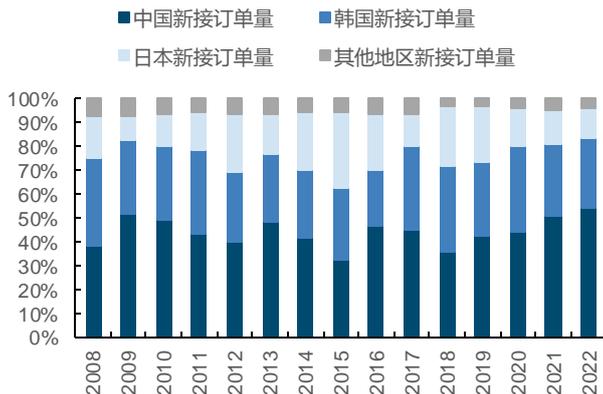


来源: Clarksons, 国金证券研究所

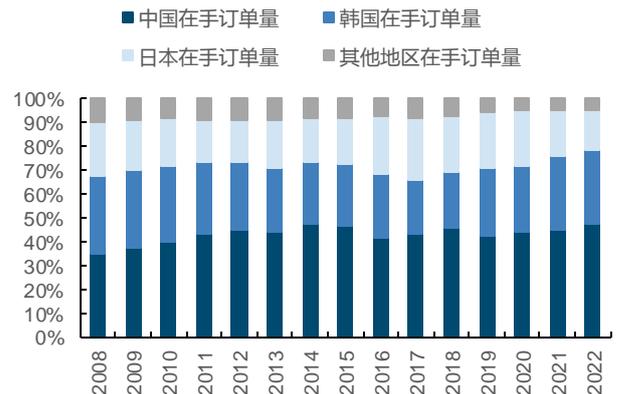
来源: Clarksons, 国金证券研究所

当前全球造船行业竞争格局呈现中日韩“三足鼎立”形式，中国造船实力举足轻重。近年来，中日韩三国造船完工量占比达 90% 以上。其中，2022 年中国在造船完工量、新接订单量和手持订单量三大指标均处于世界第一，世界占比份额约 50%。根据 Clarksons 数据和中国船舶工业协会数据显示，2022 年我国新接订单量、在手订单量和造船完工量以万载重吨计分别占全球总量的 55.2%、47.3% 和 49.0%。从历史数据来看，全球新增订单整体呈现出中国大幅增长，日本逐渐收缩的趋势。

图表62: 中国造船新签订单量占比 (单位: 万载重吨)



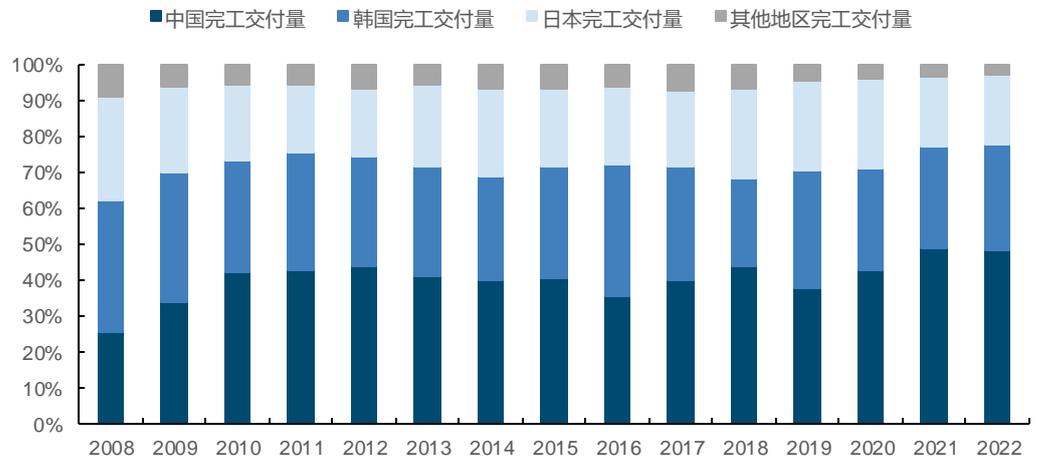
图表63: 中日韩在手订单量占比 (单位: 万载重吨)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表64: 中日韩造船完工交付量占比 (单位: 万载重吨)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

从接单船型来看，三国各有所长。韩国整体产业集中度较高，本土船配产品装船率更高，产品结构以高端船型为主，中国、日本以传统三大船型为主。中国船企以散货船、集装箱船、化学品船、成品油船、杂货船、拖船为主要接单船型，船型变化不明显，平均吨

位置出现了一定增长，三大主力船型等大型船舶建造能力有了较大提升，但当下 LNG 船、LPG 船等高端船型的接单能力仍然较弱。

日本船企接单船型以散货船、液货船、杂货船为主，客滚船目前也是其接单重点。近年来日本船企调整接单策略，船企尝试通过从中国台湾船东和本国船东接获订单，挽回其在集装箱船领域的市场份额。此外，日本船企曾两次尝试建造豪华邮轮，不过均以失败告终。

韩国船企高附加值船型占比较高，新船订单在民船和海工领域均具有较强的接单能力，在三大主力船型中，其集装箱船和油船的接单能力远高于散货船。且韩国船企十分注重客户关系的经营和维护，并特别注重环保、节能等新技术在液货船上的应用。在海工领域，FLNG 船等高附加值海工装备多数由韩国船企垄断。

图表65：各国主要造船集团及产业集中度情况（截至2022年11月）

造船集团	在手订单量（万载重吨）	产品结构	
韩国	现代重工集团	3293.20	
	大宇造船	1632.88	
	三星重工	1702.61	
中国	中国船舶集团	4553.93	
	中远海运重工	1621.89	
	招商局工业集团	329.12	
	扬子江造船	1295.64	
	新世纪造船	980.36	
	福建船舶工业集团	149.82	
日本	今治造船	1179.87	
	日本造船联合	343.71	
	常石集团	765.34	
	大岛造船	445.97	
	新来岛造船	167.20	

来源：Clarksons，国金证券研究所

中国产能利用监测指数持续提升，造船行业产能利用率提高。根据中国船舶工业行业协会数据，2022年中国造船产能利用监测指数（CCI）764点，达到近10年以来最高点，与2021年相比提高22点，同比增长3%。预计2023年CCI将继续保持在正常区间波动。根据Clarksons数据显示，2022年全球船厂产能30.6百万CGT，其中中国船厂产能7.8百万GCT，占全球比例47%，产能利用率有望进一步上升。

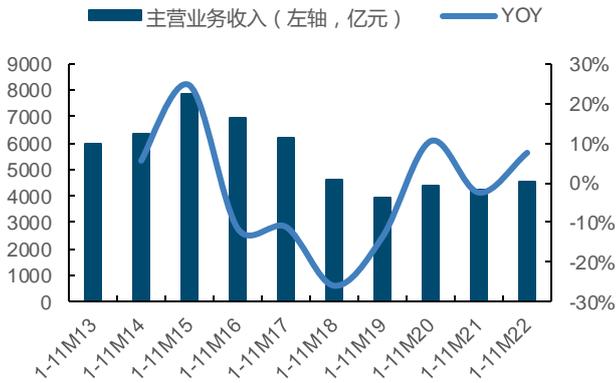
图表66: 中国造船产能利用监测指数回升



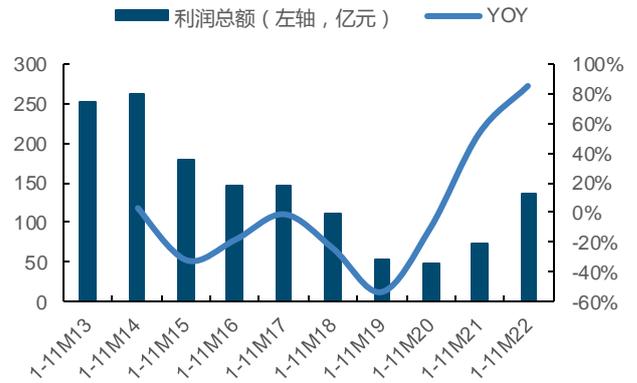
来源: 中国船舶工业协会, 国金证券研究所

目前我国重点造船企业业绩已出现底部回升趋势。根据中国船舶工业协会数据统计, 2022年1-11月, 全国规模以上船舶工业企业1093家, 实现主营业务收入4572.9亿元, 同比增长8.0%。规模以上船舶工业企业实现利润总额136.5亿元, 同比增长70.0%, 重点监测船舶企业效益持续改善。

图表67: 中国重点监测船企营收同比情况



图表68: 中国重点监测船期利润总额触底回升



来源: 中国船舶工业协会, 国金证券研究所

来源: 中国船舶工业协会, 国金证券研究所

中国头部制造厂商竞争力显著提升。根据Clarksons数据显示, 截至1M23, 中国船舶集团旗下共有19家造船厂, 在手订单539艘船, 共计4447.5万载重吨, 位列第一; 扬子江船业集团旗下有4家造船厂, 在手订单151艘船, 共计1284.8万载重吨, 排名第六, 是中国最大的民营造船企业。我国骨干船企保持较强国际竞争力, 分别有6家企业进入世界造船完工量、新接订单量和手持订单量的前10强。

图表69: 我国头部造船厂接单量速度已快于日韩

Shipbuilder ... ...Yards*	New Orders 2022			Orderbook Jan., 2023				Scheduled Delivery ('000 CGT):				
	No.	'000 dwt	'000 CGT	No.	'000 dwt	'000 CGT	Rank	2023	2024	2025	2026+	
CSSC	19	214	17,950	9,086	539	44,475	<b>19,560</b>	1	5,669	6,208	4,053	3,631
HD Hyundai	4	186	14,487	8,300	392	31,695	<b>17,815</b>	2	5,032	5,871	4,967	1,944
Samsung HI	1	52	5,298	3,893	146	16,687	<b>10,097</b>	3	2,761	3,745	2,129	1,462
Daewoo (DSME)	1	46	4,840	3,815	120	16,056	<b>8,539</b>	4	2,605	2,152	2,224	1,558
COSCO Shipping HI	6	73	7,973	2,247	147	17,153	<b>5,191</b>	5	1,260	1,613	1,258	1,061
Yangzijiang Holdings	4	54	4,458	1,680	151	12,848	<b>5,035</b>	6	1,791	1,918	1,062	265
Imabari Shipbuilding	11	38	3,484	1,197	137	11,729	<b>3,699</b>	7	1,657	1,303	739	0
China Merchants	5	52	1,277	1,530	115	3,738	<b>3,466</b>	8	956	878	653	979
New Century SB Group	1	39	3,955	1,409	81	9,772	<b>2,825</b>	9	737	926	1,063	99
Fincantieri	8	12	14	267	51	112	<b>2,797</b>	10	756	714	586	740
Tsuneishi Holdings	3	36	2,614	660	112	7,496	<b>2,020</b>	11	925	749	318	27
Japan Marine United	5	17	2,431	503	49	5,148	<b>1,504</b>	12	461	831	195	16
Meyer Neptun	2	0	0	0	11	86	<b>1,476</b>	13	441	325	507	203
KHI & HANTO & SG	2	34	2,901	1,060	56	4,461	<b>1,416</b>	14	609	706	101	0
Chantiers Atlantique	1	2	0	98	9	0	<b>1,256</b>	15	296	556	226	177
Fujian Shipbuilding	4	33	823	760	74	1,550	<b>1,250</b>	16	437	482	240	90
New Changjiang Group	1	16	1,593	667	33	2,444	<b>1,100</b>	17	209	350	283	258
Oshima Shipbuilding	1	10	671	174	63	4,055	<b>1,077</b>	18	649	317	111	0
Sinomach	1	20	1,267	357	49	2,864	<b>872</b>	19	279	486	107	0
Shin Kurushima Group	5	13	400	209	51	1,878	<b>790</b>	20	382	362	47	0
Hantong Group	2	0	0	0	33	3,088	<b>712</b>	21	596	116	0	0
Zvezda Shipbuilding	1	0	0	0	26	1,966	<b>696</b>	22	222	303	53	118
Taizhou Sanfu	1	8	402	163	45	1,309	<b>682</b>	23	184	169	171	158
CIMC	3	15	164	430	25	313	<b>677</b>	24	121	282	122	152
Xiamen Xiangyu Grp	1	16	1,016	287	37	2,389	<b>669</b>	25	371	197	100	0
Penglai Jinglu SY	1	16	660	272	40	1,229	<b>623</b>	26	367	152	104	0
Jiangmen Nanyang	1	38	1,539	538	43	1,737	<b>608</b>	27	156	227	226	0
Huanghai SB	1	17	376	249	34	704	<b>557</b>	28	321	236	0	0
Namura Zosensho	2	12	926	232	27	2,376	<b>552</b>	29	262	231	59	0
Qingdao Ent Dev	2	6	444	211	15	908	<b>445</b>	30	163	70	211	0
Other (264 groups)		386	6,139	4,272	1,064	14,369	<b>11,122</b>		6,103	3,558	1,209	251
<b>TOTAL (294 groups)</b>		<b>1,461</b>	<b>88,103</b>	<b>44,564</b>	<b>3,775</b>	<b>224,635</b>	<b>109,128</b>		<b>36,779</b>	<b>36,033</b>	<b>23,127</b>	<b>13,189</b>

\*No. of yards within group that currently have orders. + Deliveries scheduled in the remainder of year. Ranking of shipyards in the table are based on the current orderbook

来源: Clarksons, 国金证券研究所

我国船厂持续突破高价值量船舶, 新船订单质量持续提升。根据中国船舶工业协会统计, 2022 年在全球 18 种主要船型中我国共有 12 种船型新接订单位列世界第一, 其中, 新接散货船、集装箱船、汽车运输船和原油船新接订单位分别占全球总量的 74.3%、56.8%、88.7%和 66.1%。

我国在大型 LNG 船领域持续突破, 2022 年全年新接大型 LNG 船订单国际市场份额首次超过 30%。2022 年中国形成了以沪东中华、大船重工、江南造船、招商海门和江苏扬子江船业为主的多个大型 LNG 船建造企业集群。后续 3-4 年, 我国船企有望迎来交船高峰期, 高技术船舶占比有望大幅提升。根据船舶工业统计, 2023-2024 年是大型集装箱船集中交付期, 按计划我国将交付 44 艘 15000TEU 及以上大型集装箱船, 占当年造船完工量 20% 以上。2025-2026 年是大型 LNG 船集中交付期, 多家企业属于首次建造大型 LNG 船。

图表70: 2022 年中韩高端船型订单情况

船型	全球订单 (艘)	韩国		中国		主要船厂
		订单量 (艘)	占比	订单量 (艘)	占比	
大型 LNG 船 (>40,000cum)	141	108	76.6%	33	23.4%	沪东中华、江南造船厂、大连重工、扬子江造船
超大型 LPG 船 (>65,000cu. m.)	17	5	29.4%	8	47.1%	江南造船厂
超大型集装箱船 (>17000TEU)	23	6	26.1%	13	56.5%	南通中远海运川崎、大连中远海运川崎、沪东中华
VLCC	2	0	0.0%	2	100.0%	大连中远海运川崎
>5000 车位 PCC	52	4	7.7%	43	82.7%	招商局重工、福船集团、烟台中集来福士、广船国际

来源: Clarksons, 国金证券研究所

### 3.2. 国内市场头部集中度明显，中国造船看中国船舶

从国内竞争格局来看，中国造船行业头部集中度明显。根据中国船舶工业协会数据统计，2022年全国造船完工量前10家企业集中度为64.9%，新接订单量前10家企业集中度为63.6%，手持订单量前10家企业集中度为65.8%。2022年我国分别有6家造船企业进入全球造船完工量、新签订单量和手持订单量前10强。

图表71：我国船舶行业头部集中度较为明显



图表72：2022年我国造船完工量、新接订单量前10家

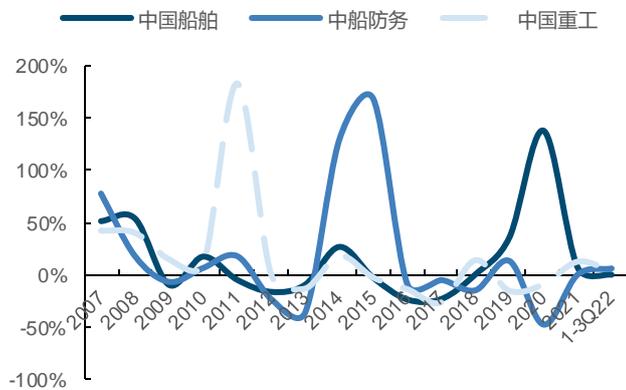


来源：中国船舶工业协会，国金证券研究所

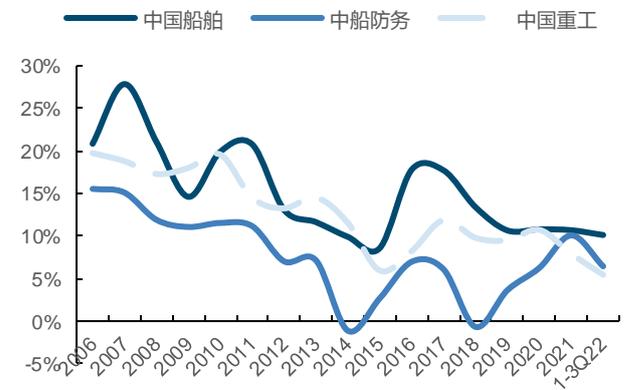
来源：中国船舶工业协会，国金证券研究所

集中度提升逻辑下，头部造船上市公司有望率先受益。自造船行业周期下行以来，大型造船企业会选择合并船厂进一步整合从而提升自身竞争力，长周期投入与公司盈利能力持续下滑倒逼龙头公司市场份额集中。通过对比公司、中船防务、中国重工均可发现造船行业整体业绩受行业周期性影响波动加大，公司作为国内核心造船上市公司，整体盈利能力优秀。

图表73：主要造船上市公司营收增速(%)



图表74：主要造船上市公司毛利率情况(%)



来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

公司占全球市场份额达10%左右，占中国市场份额达20%左右，引领造船行业发展。根据中国船舶工业协会数据统计，2022年造船完工前十家中，公司下属子公司外高桥造船、江南造船、广船国际上榜；新接订单前十家中，公司下属子公司江南造船上榜。根据公司公告，2021年公司承接船舶订单132艘/1211.17万载重吨，吨位数完成年计划的164.37%。截至1H22，公司累计手持民船造船订单239艘/2075.47万载重吨，占我国比重20.2%，占全球比重9.7%。

图表75：2018-1H22公司占全球造船业、中国造船行业市场份额

	2018	2019	2020	2021	1H22
新接订单量(万载重吨)					
全球	7685	6440	5933	12461	4419
中国	2998	2813	2483	6231	2246
中国船舶	541.22	275.47	634.30	1211.17	383.40
公司占全球市场份额(%)	7.04%	4.28%	10.69%	9.72%	8.68%
公司占中国市场份额(%)	18.05%	9.79%	25.55%	19.44%	17.07%
手持订单量(万载重吨)					

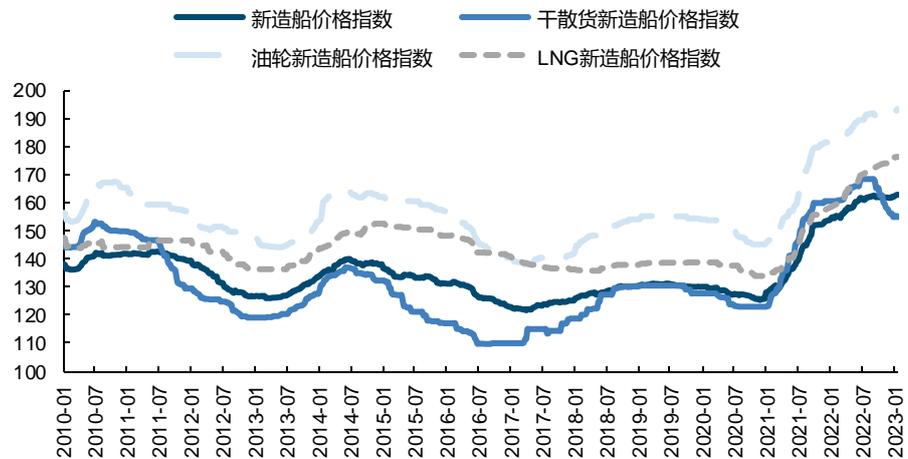
	2018	2019	2020	2021	1H22
全球	20758	18637	15891	20146	21510
中国	8833	8039	7214	9798	10274
中国船舶	1311.86	938.35	1390.11	1993.43	2075.47
公司占全球市场份额 (%)	6.32%	5.03%	8.75%	9.89%	9.65%
公司占中国市场份额 (%)	14.85%	11.67%	19.27%	20.35%	20.20%
<b>造船完工量 (万载重吨)</b>					
全球	8012	9899	8944	8409	4097
中国	3471	3690	3740	4146	1850
中国船舶	487.52	648.98	785.25	591.74	331.18
公司占全球市场份额 (%)	6.08%	6.56%	8.78%	7.04%	8.08%
公司占中国市场份额 (%)	14.05%	17.59%	21.00%	14.27%	17.90%

来源: Clarksons, 中国船舶工业协会, 公司公告, 国金证券研究所

综合来看, 收入端层面, 新造船价格持续上涨, 同时公司目前在手订单饱满, 排期已到 2026 年, 所属各船厂产能亦较为饱满。伴随 2021 年高价订单开始逐渐建造, 公司业绩有望迎来较大弹性, 实现量价齐升。

1) 造船价格持续上涨。从新造船综合价格指数来看, 2021 年以来船价持续上升, 截至到 2M23, 综合新造船价格指数为 162.88, 同比增长 5.3%, 较 3M21 增长 25.1%。根据 Clarksons 数据, 干散货/油轮/集装箱新造船价格指数为 156.4/192.1/102.2, 同比增长-3.0%/4.8%/2.7%, 较 3M21 增长 17.4%, 27.0%, 22.8%。根据中国远洋海运统计, 截至 2M23 各典型船型新船价格基本保持稳定, VLCC、2.3 万 TEU 箱船和 17.4 万立方米 LNG 运输船的新船价格分别为 1.2 亿美元、2.15 亿美元和 2.5 亿美元。

图表 76: 新造船价格指数持续回升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

2) 当前造船周期已进入量降价升阶段, 新造船价格仍有上升可能。结合本轮上行周期节奏, 目前各大造船厂在手订单饱满, 产能排期已排至 2025-2026 年, 我们认为本轮周期供给端产能扩张相对上一轮周期更加谨慎, 本轮周期量价齐升阶段从 1M21 左右开始至 4M22 左右结束, 维持时间接近 14 个月, 当前时间节点处在量降价升阶段, 预计本轮量平价升阶段持续时间更长, 甚至由于造船厂商产能刚性因素开始出现量降价升情况, 我们判断后续新造船价格仍有上行空间。

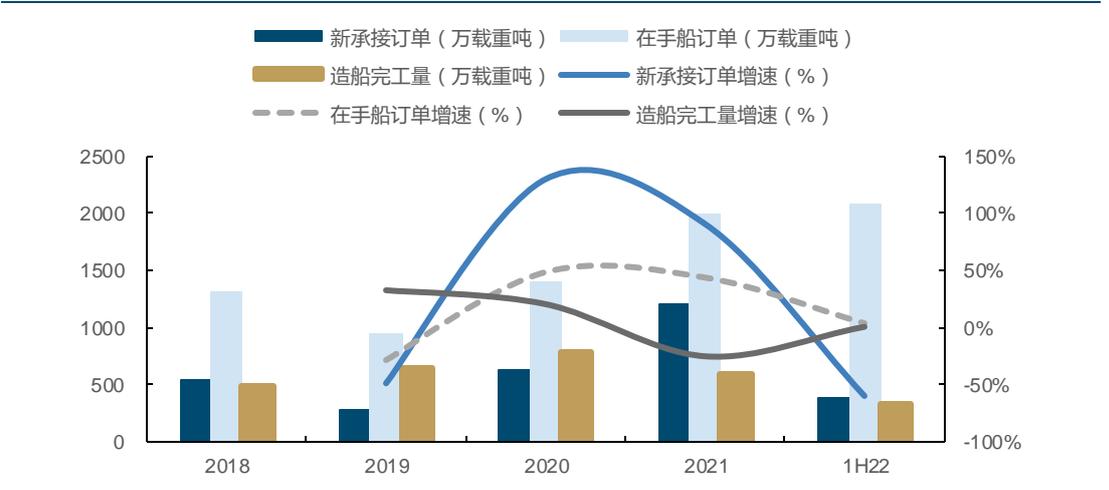
图表77：当前行业周期处于量平/降但船价仍升阶段



来源：Clarksons，国金证券研究所

3) 公司在手订单充沛，新船订单同比高增，预计 2023-2024 年新船交付有望大幅提升。根据公司公告，2020、2021 年公司承接新船订单分别为 634、1211 万载重吨，同比增长分别为 130%、91%。公司在手订单充裕，截至 1H22，公司在手船订单 2075 万载重吨。船舶建造从新增到交付一般达 2-3 年左右，预计公司 2023-2024 年新船交付量有望迎来高峰期。同时伴随部分船型新造船价格持续高位，后续有望推动公司造船新接单升高。

图表78：中国船舶 2020 年、2021 年造船新接单高增

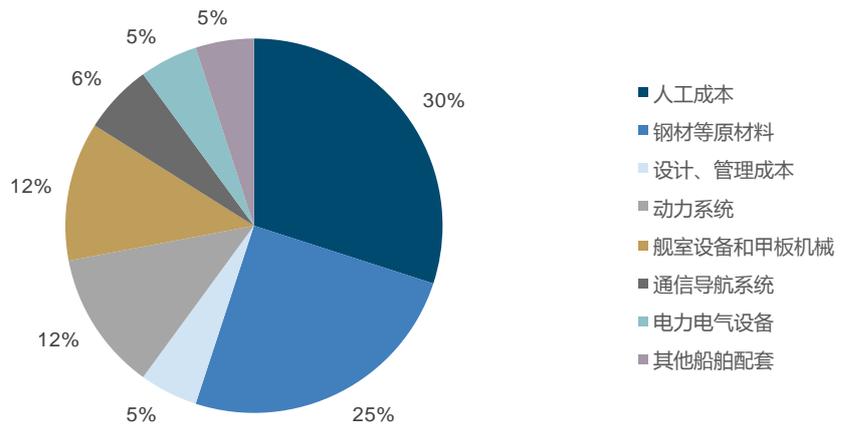


来源：公司公告，国金证券研究所

利润端方面，船厂营业利润主要受市场形式、原材料价格、汇率波动等影响，造船板钢价回落，公司盈利能力有望持续修复。

1) 船舶制造成本一般包括设备、原材料、人工成本等。船用配套设备主要包括主推进器、主发动机、应急发动机和电气通导等。根据公司公告，不同船型所需的钢材成本比例不同，一般约占总建造成本的 20%-30%。叠加船厂签单的闭口合同属性，使得钢材价格变化对船厂盈利水平有着重要影响。

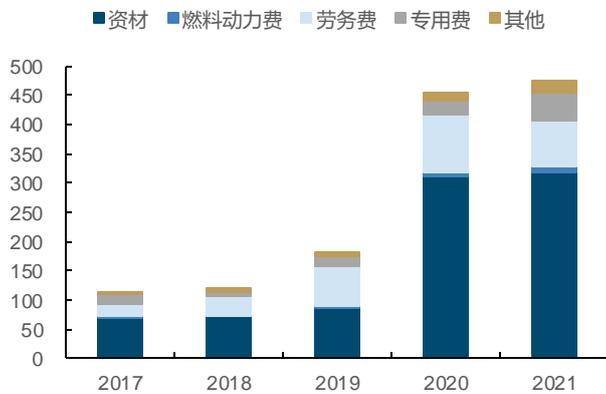
图表79：船舶制造成本中钢材等原材料占比约为20%-30%左右



来源：国际船舶网，国金证券研究所

- 2) 公司营业成本与营收规模增幅基本保持一致。根据公司公告，2021年公司营业成本同比增加8.3%，与营收规模增幅基本一致。其中，2021年船舶造修及海洋工程业务中，资材成本达318.97亿元，占比约70%。综合来看，船用钢材在资材中占比约为30%-40%。
- 3) 船价在签订订单时已基本锁定，其成本波动主要在船舶建造周期中由造船厂自己承担。根据公司公告，船舶主要原材料以6mm和20mm船用钢板为主。2020年底新造船价格逐渐升高，但同时造船钢材价格伴随上涨目前新造船价格上涨。造船板价格在5M21达到峰值后开始回落，截至2022年底，上海20mm造船板价格为4480元/吨，同比下降17.8%，相较2021年峰值下滑接近35%。造船板价格下降有利于增加公司在手订单毛利，盈利能力有望持续修复。

图表80：公司船舶造修成本结构拆分



图表81：20mm造船钢板价格下降有提升在手订单毛利



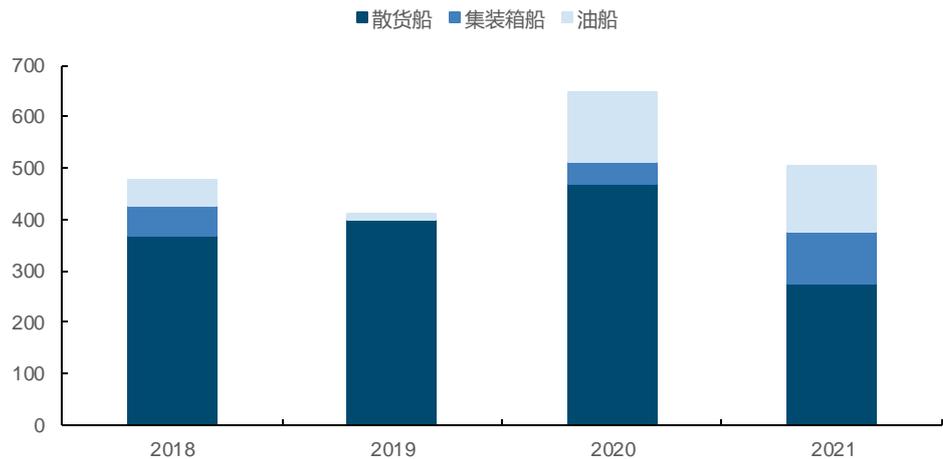
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 3.3. 高端船型持续突破，推动产品结构升级

我国造船向高附加值、高技术路线发展。根据中国船舶工业协会统计，2022年全年我国新接船舶订单结构优化提升，修载比（修正总吨/载重吨）达到0.468，为历史最好水平。根据公司公告，公司船型结构也同时持续优化，2021年公司散货船/集装箱船/油船交付量分别为352/100/134万载重吨，同比增长-27%/129%/0.5%，其中集装箱船占比增幅明显，高价值量船型结构占比提升。

图表82: 公司分船型交付量占比情况 (以万载重吨口径)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司针对高附加值船型持续突破。2018年初, 公司下属子公司江南造船获得法国达飞海运公司 23000TEU 超大型 LNG 双燃料集装箱船订单, 该型船上配置了世界上第一批 MARK III 薄膜型 LNG 燃料舱, 2022年5月第四艘已交付完成。2021年江南造船与广东九丰能源签订 1艘 79800 立方米 MARK III 薄膜型 LNG 运输船订单, 正式进入薄膜型液化气船建造领域。根据公司公告, 江南造船与阿布扎比国家石油公司(简称 ADNOC)旗下 ADNOC Logistics & Services 订了 2艘 17.5 万立方米 LNG 运输船建造合同。同时公司进军大型邮轮领域, 2018年外高桥造船与中船嘉年华及中船邮轮签订“2+4”艘 13.55 万总吨 Vista 级大型邮轮新造船合同, 其中实船 2艘, 选择船 4艘, 根据公司公告, 国产首制大型邮轮有望年中出坞, 年底交船。

大型豪华邮轮、大型 LNG 船、航母并称为造船业“皇冠上的明珠”。其制造难度较高, 同时受下游全球海运贸易景气度影响较小, 高价值量船型的开拓有望平滑传统船型需求波动, 增强公司接单能力。截至 9M22, 公司在手 LNG 造船订单 6艘, 预计将在 2025 年开始逐步交付。根据公司公告, 公司下属子公司外高桥造船正积极进行技术储备, 未来有望进入 LNG 船市场。

图表83: 江南造船厂 LNG 船液货舱首舱平台模块吊装



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表84: 国产首艘大型邮轮有望年底交付



来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 3.4. 海军建设加速推进, 公司有望持续受益

中美海军力量存在较大差距, 中国航母、军辅船等存在较大市场空间。根据《The Military Balance 2022》, 中国同美国在航母、驱逐舰、护卫舰、潜水艇等主力舰艇方面存在较大的差距, 随着国际形势的日益严峻与我国海军战略由“近海防御”向“远海防卫”的转变, 我国在航母及军辅船等方面存在更多的需求。

图表85：中美海军舰队装备对比

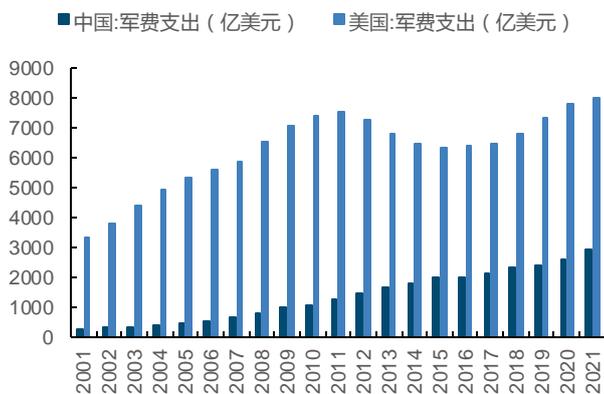
装备名称		中国	美国
潜水艇		59	67
航空母舰		3	11
巡洋舰		3	24
驱逐舰	DDGHM	34	40
	DDGM	2	28
护卫舰	FFGHM	40	4
	FFG	5	17
巡逻和沿海舰艇		196	86
反水雷舰艇		57	8
两栖舰艇		9	31
登陆舰		49	-
登陆艇		60	143

来源：《The Military Balance2022》，国金证券研究所

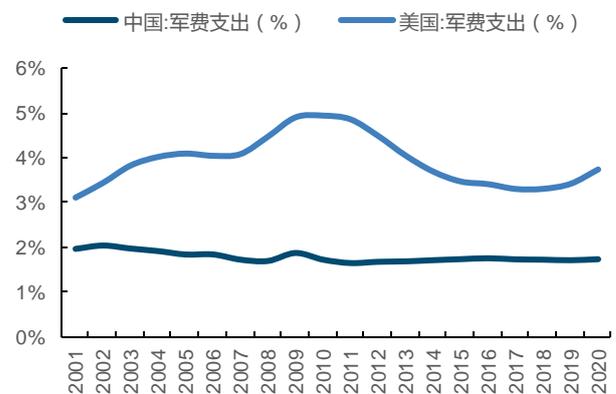
2016年美国军费支出由降转升，中国军费也将继续增长。从绝对量的角度来看，2021年中国军费支出2933.52亿美元，美国军费支出8006.72亿美元，美国军费支出约是中国军费支出的2.73倍，中美之间军费支出存在较大差距；从军费支出占本国GDP的比重来看，2020年中国军费支出占GDP比重为1.75%，而同期发达国家军费支出一般在2%以上，2020年美国军费支出占GDP的比重为3.74%。受全球局势动荡与中美关系恶化的影响，2016年美国军费支出开始增加，占GDP的比重也开始呈上升趋势。同时近期两会政府工作报告中指出，我国要深入贯彻强军思想，全面加强练兵备战，创新军事战略指导，大抓实战化军事训练，统筹抓好各方向各领域军事斗争。

图表86：中美军费支出对比

图表87：中美军费支出占GDP比重



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

“十四五”期间，我国海军战略由“近海防御”转向“远海防卫”，主力装备迎来“批量建设”的放量期。海军是我国国防战略力量的重要支撑，也是在日益复杂的国际局势下维护我国安全的关键，同时也是确保“海上丝绸之路”商贸稳定的关键，“十四五”期间，我国海军战略由“近海防御”转向“远海防卫”，对海军装备需求随之增加。2022年我国国防支出1.45万亿元，同比增长7.02%，受益于国防开支的增加与装备的升级换代，海军装备采购需求有望不断增加。

图表88：我国国防支出及增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

江南造船厂于 2015 年成为中国第一军工造船企业，目前能够满足海军各系列舰船的建造需要。江南造船是我国历史最悠久、军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业，也是我国技术最先进、规模最大的军船生产基地。江南造船厂承担了我国 003 号航母“福建舰”、第一代至第四代导弹驱逐舰、万吨新型驱逐舰“南昌号”等的建设任务。目前，江南造船厂占地面积 517 万平方米，岸线总长 3561 米，共分三个生产区域，能够满足海军各系列舰船的建造需要。

图表89：江南造船厂部分防务产品



来源：公司官网，国金证券研究所

广船国际是中国华南地区最大、最强的军辅船生产保障基地，能够满足补给舰、医院船等多种军辅船的研发、建造任务。目前，广船国际占地 302 万平方米，深水码头岸线 5200 米，能够满足补给舰、医院船等多种军辅船的建造任务。2017 年 9 月，广船国际建造的呼伦湖号补给舰正式入列，该舰是我国自主研发具有世界先进水平的新型综合补给舰，可为海军航母编队、远海机动编队提供海上伴随补给。该舰突破了新型海上补给装置研制、大型补给舰总体设计建造等一系列关键技术，补给方式多样、补给能力强。

图表90：广船国际部分军船产品



来源：公司官网，国金证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

根据公司公告，公司确认收入主要有两种方式，包括“某一时段内履行”和“某一时点履行”两种。其中，“某一时段内履行”主要指按照完工百分比确认收入，主要为军品和大型油轮采用该准则，“某一时点履行”主要指船舶产品交付时根据合同或交船文件确定的交易价格一次性确认收入。展望公司未来业绩情况，我们首先需要对相关变量进行基本判断：

1. 交付量预测：根据公司公告，公司从订单签约到最后完工交付一般需要 2-3 年时间，2021 年新签订单高增速有望反映在 2023-2024 年交付端，逐步交付的新船订单有望带动公司 2023 年开始实现营收快速增长。考虑到公司订单不同的结算方式，公司整体交付节奏与新接订单增速和在手订单增速均相关。在经历 2020-2021 年公司新接订单增速分别为 130.3%/90.9%后，公司各船厂密集排产，目前公司新签订单已排产至 2026 年。我们预计公司 2022-2024 年完工交付增速分别为 6.2%/54.0%/32.9%。
2. 造船价预测：全球贸易需求平稳增长，同时环保要求带动全球船队替换需求集中释放。2022 年中国新造船造价涨幅约 13.81%，2022 年全球新签订单万载重吨同比有所下滑，但造船价格仍持续上升，预计未来 2-3 年继续维持“量平/降价升”阶段。预计 2023-2024 年国内新造船价格涨幅分别为 5%/3%。
3. 造船板价格预测：造船板价格自 5M21 后价格开始回落，考虑到 2020 年、2021 年部分新接订单造船钢板价格仍处于高位，因此 2022 年交付产品整体毛利率提升不明显。在中性假设下，预计 2023 年对应交付订单中采购使用的船用钢板材料价格同比稍有回落 5%，后续将维持在稳定值。

船舶造修及海洋工程业务：2020 年开始海运市场回暖，下游船东增强船舶投资意愿，根据公司在手订单及新接订单情况，结合船舶建造周期及新船价格变化、原材料价格波动，我们预计公司该项业务 2022-2024 年营收增速分别为 7.1%/27.7%/14.6%，毛利率分别为 8.9%/15.1%/18.5%。

机电业务：公司机电业务主要为风塔、脱硫塔等，我们预计该项业务增速与风电等行业相关度较高，公司在手订单饱满，我们预计 2022-2024 年机电设备营收增速分别为-10%/40%/30%。利润端随着规模效应叠加风电行业需求向好，机电业务存在一定提价空间，毛利率分别为 11.0%/12.0%/13.0%。

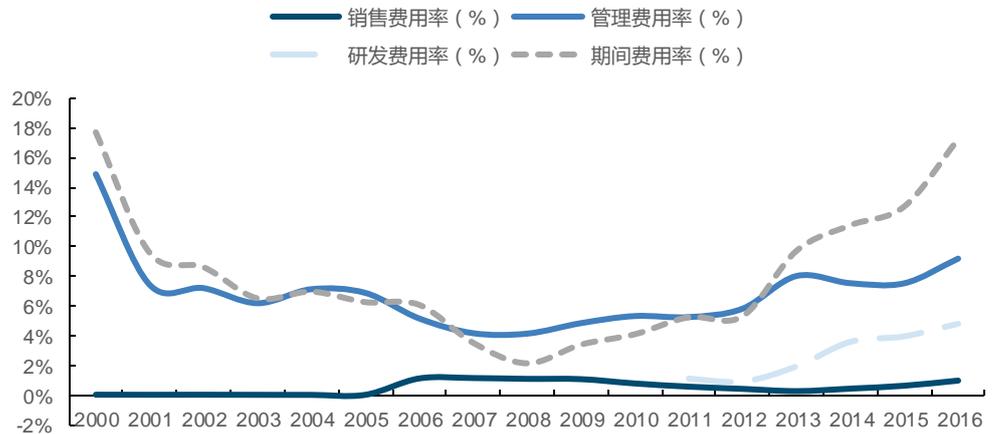
图表91：公司主要营收具体拆分预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	231.27	552.44	597.40	589.93	731.15	846.83
YoY	36.82%	138.77%	8.14%	-1.25%	23.94%	15.82%
船舶造修及海洋工程收入	181.89	471.25	500.89	536.61	685.46	785.41
YoY	49.96%	159.09%	6.29%	7.13%	27.74%	14.58%
机电设备及其他收入	15.00	30.75	40.76	36.68	51.36	66.73
YoY	16.28%	105.03%	32.53%	-10.00%	40.00%	30.00%
动力装备收入	39.59	56.13	61.47	22.42	0.00	0.00
YoY	-3.08%	41.79%	9.50%	-63.53%		

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率：从上一轮周期费用率情况来看，船舶周期上行使得公司收入增长下带来的规模效应使得公司 2006-2010 年整体期间费用率偏低（不考虑公司整合情况）。我们预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 0.9%/1.0%/1.0%；同时南北船重组带来的降本增效有望使得管理费用率有所递减，预计 2022-2024 年公司管理费用率分别为 6.0%/5.5%/5.5%；同时公司近年来积极研发 LNG 船、大型邮轮等高价值量船型，我们预计公司 2022-2024 年公司研发费用率分别为 4.9%/4.9%/4.9%。

图表92：公司上一轮周期整体费用率情况



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

根据公司公告，公司船舶造修及海洋工程业务 2019-2021 年毛利率约为 7.8-9.0%左右。新造船价格于 2021 年开始快速提升，我们认为高价订单将于 2023 年开始逐步交付释放，同时造船板价格持续回落，预计公司船舶造修毛利率将逐步提升。我们预计公司营业成本从 2021 年的 534 亿元增长至 2024 年的 683 亿元，设备及钢材的用量随船的交付体量而增长，同时中性预期假设造船钢板水平将在 2022-25 年有所回落但总体有望维持在一定水平，预计公司整体 2023 年毛利率相较 2022 年有望增长 5.3pcts。

图表93：公司成本及增速拆分情况（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本	206.90	493.26	534.09	532.49	621.31	682.63
YoY	41.14%	138.40%	8.28%	-0.30%	16.08%	11.39%
毛利率 (%)	10.58%	10.71%	10.60%	9.74%	15.46%	18.70%
船舶造修及海洋工程成本	167.66	428.33	455.88	489.14	582.31	640.00
YoY	52.32%	155.48%	6.43%	7.30%	19.05%	9.91%
船舶造修及海洋工程毛利率 (%)	7.82%	9.11%	8.99%	8.85%	15.05%	18.51%
机电设备成本	13.60	27.76	36.19	32.65	45.19	58.09
YoY	30.64%	104.12%	30.37%	-9.79%	38.43%	28.52%
机电设备毛利率 (%)	9.33%	9.74%	11.21%	11.00%	12.00%	13.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2. 投资建议及估值

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 14.2/31.2/59.7 亿元，同比增速分别为 563.8%/119.6%/91.5%，对应 PE 为 76、35、18X。我们选取中船集团船舶总装上市公司中船防务、国内工程机械制造龙头三一重工、军机总装平台中航沈飞以及航发动力作为可比公司进行估值。考虑到全球海运市场逐渐回暖，未来 3-5 年造船大周期迎来上行，公司作为国内船舶行业龙头，造船订单饱满，收入端有望量价齐升，同时成本端盈利修复。根据相对估值法，参考可比公司估值，给予公司 2023 年 45 倍估值，对应目标价 31.36 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表94：可比公司估值比较（市盈率相对估值法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
600031	三一重工	16.94	1.84	1.43	0.59	0.82	1.10	9.22	11.86	28.69	20.68	15.43
600685	中船防务	25.51	2.59	0.06	0.08	0.52	0.59	9.85	453.91	313.39	48.93	43.08
600760	中航沈飞	54.82	1.06	0.87	1.12	1.46	1.86	51.72	63.01	48.94	37.67	29.46
600893	航发动力	45.76	0.49	0.45	0.55	0.72	0.95	93.39	101.69	83.58	63.90	48.15
平均数									118.65	42.80	34.03	
600150	中国船舶	24.20	0.07	0.05	0.32	0.70	1.33	345.71	484.00	76.25	34.72	18.13

来源：Wind，国金证券研究所（注：可比公司取 Wind 一致预测，股价基准日为 2023 年 3 月 24 日）

## 5. 风险提示

原材料价格波动风险：船舶制造中原材料占比较高，钢材价格高位对于公司整体成本控制和盈利水平有所影响，若未来原材料价格大幅波动则可能对公司经营业绩造成不利影响。

人民币汇率波动风险：公司船舶建造合同多以外币结算，同时公司海外收入占比快速提升，当前已接近 50%，如汇率波动较大，可能使公司业绩产生波动。

新接订单增速不及预期风险：全球宏观经济不确定因素对新船订单量和新造船价格均会产生波动性影响。同时公司目前整体排产已至 2026 年，考虑到本轮周期造船厂扩产谨慎，同时造船业务属于充分竞争市场，公司后续新增订单增速存在不及预期可能性。

限售股解禁风险：公司在 2023 年 3 月 30 日解禁 202912.1 万限售股，限售股解禁后具有交易风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>23,136</b>	<b>55,244</b>	<b>59,740</b>	<b>58,993</b>	<b>73,115</b>	<b>84,683</b>
增长率		138.8%	8.1%	-1.3%	23.9%	15.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-20,690</b>	<b>-49,325</b>	<b>-53,409</b>	<b>-53,249</b>	<b>-61,812</b>	<b>-68,851</b>
%销售收入	89.4%	89.3%	89.4%	90.3%	84.5%	81.3%
<b>毛利</b>	<b>2,446</b>	<b>5,918</b>	<b>6,332</b>	<b>5,744</b>	<b>11,303</b>	<b>15,832</b>
%销售收入	10.6%	10.7%	10.6%	9.7%	15.5%	18.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-61</b>	<b>-173</b>	<b>-195</b>	<b>-195</b>	<b>-219</b>	<b>-254</b>
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>销售费用</b>	<b>-199</b>	<b>-402</b>	<b>-616</b>	<b>-531</b>	<b>-731</b>	<b>-847</b>
%销售收入	0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
<b>管理费用</b>	<b>-933</b>	<b>-2,548</b>	<b>-2,769</b>	<b>-3,540</b>	<b>-4,021</b>	<b>-4,658</b>
%销售收入	4.0%	4.6%	4.6%	6.0%	5.5%	5.5%
<b>研发费用</b>	<b>-1,057</b>	<b>-3,263</b>	<b>-3,121</b>	<b>-2,891</b>	<b>-3,583</b>	<b>-4,107</b>
%销售收入	4.6%	5.9%	5.2%	4.9%	4.9%	4.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>197</b>	<b>-467</b>	<b>-369</b>	<b>-1,412</b>	<b>2,749</b>	<b>5,966</b>
%销售收入	0.9%	n.a	n.a	n.a	3.8%	7.0%
<b>财务费用</b>	<b>200</b>	<b>39</b>	<b>759</b>	<b>864</b>	<b>268</b>	<b>407</b>
%销售收入	-0.9%	-0.1%	-1.3%	-1.5%	-0.4%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-207</b>	<b>-1,584</b>	<b>-1,446</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-28</b>	<b>229</b>	<b>381</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-104</b>	<b>735</b>	<b>23</b>	<b>2,364</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
%税前利润	n.a	236.7%	7.0%	99.9%	1.4%	0.7%
<b>营业利润</b>	<b>612</b>	<b>176</b>	<b>250</b>	<b>2,366</b>	<b>3,667</b>	<b>7,023</b>
营业利润率	2.6%	0.3%	0.4%	4.0%	5.0%	8.3%
<b>营业外收支</b>	<b>-53</b>	<b>134</b>	<b>79</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>560</b>	<b>311</b>	<b>328</b>	<b>2,366</b>	<b>3,667</b>	<b>7,023</b>
利润率	2.4%	0.6%	0.5%	4.0%	5.0%	8.3%
<b>所得税</b>	<b>-43</b>	<b>-55</b>	<b>-96</b>	<b>-946</b>	<b>-550</b>	<b>-1,053</b>
所得税率	7.7%	17.7%	29.4%	40.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>516</b>	<b>256</b>	<b>232</b>	<b>1,419</b>	<b>3,117</b>	<b>5,970</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>112</b>	<b>-50</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>405</b>	<b>306</b>	<b>214</b>	<b>1,419</b>	<b>3,117</b>	<b>5,970</b>
净利率	1.7%	0.6%	0.4%	2.4%	4.3%	7.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>516</b>	<b>256</b>	<b>232</b>	<b>1,419</b>	<b>3,117</b>	<b>5,970</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>112</b>	<b>-50</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>937</b>	<b>3,769</b>	<b>3,612</b>	<b>1,959</b>	<b>2,043</b>	<b>2,330</b>
<b>非经营收益</b>	<b>115</b>	<b>-302</b>	<b>-1,007</b>	<b>-102</b>	<b>662</b>	<b>1,032</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-1,244</b>	<b>-2,749</b>	<b>-812</b>	<b>-8,853</b>	<b>2,640</b>	<b>1,074</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>325</b>	<b>974</b>	<b>2,024</b>	<b>-5,577</b>	<b>8,461</b>	<b>10,405</b>
<b>资本开支</b>	<b>-498</b>	<b>-2,087</b>	<b>-1,154</b>	<b>2,221</b>	<b>-3,280</b>	<b>-4,280</b>
<b>投资</b>	<b>-685</b>	<b>1,057</b>	<b>-1,480</b>	<b>-7,050</b>	<b>-50</b>	<b>-44</b>
<b>其他</b>	<b>-32</b>	<b>-1,527</b>	<b>-1,923</b>	<b>2,364</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,215</b>	<b>-2,557</b>	<b>-4,558</b>	<b>-2,465</b>	<b>-3,280</b>	<b>-4,274</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>3,831</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-8</b>	<b>-66</b>	<b>944</b>	<b>11,161</b>	<b>-1,546</b>	<b>-109</b>
<b>其他</b>	<b>-265</b>	<b>-1,174</b>	<b>-268</b>	<b>-1,119</b>	<b>-1,266</b>	<b>-1,216</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-273</b>	<b>2,591</b>	<b>676</b>	<b>10,042</b>	<b>-2,812</b>	<b>-1,326</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,137</b>	<b>468</b>	<b>-1,708</b>	<b>2,000</b>	<b>2,369</b>	<b>4,806</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>13,489</b>	<b>51,261</b>	<b>52,864</b>	<b>54,829</b>	<b>57,172</b>	<b>61,960</b>
<b>应收款项</b>	<b>2,313</b>	<b>7,791</b>	<b>5,875</b>	<b>4,594</b>	<b>5,694</b>	<b>6,595</b>
<b>存货</b>	<b>6,781</b>	<b>31,366</b>	<b>32,687</b>	<b>32,096</b>	<b>33,869</b>	<b>37,727</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>5,579</b>	<b>19,535</b>	<b>27,055</b>	<b>32,241</b>	<b>36,650</b>	<b>40,271</b>
<b>流动资产</b>	<b>28,161</b>	<b>109,953</b>	<b>118,481</b>	<b>123,760</b>	<b>133,386</b>	<b>146,552</b>
%总资产	63.5%	72.1%	73.9%	73.5%	74.4%	75.4%
<b>长期投资</b>	<b>1,311</b>	<b>6,407</b>	<b>6,497</b>	<b>13,497</b>	<b>13,547</b>	<b>13,591</b>
<b>固定资产</b>	<b>8,957</b>	<b>26,601</b>	<b>26,340</b>	<b>22,500</b>	<b>23,679</b>	<b>25,579</b>
%总资产	20.2%	17.4%	16.4%	13.4%	13.2%	13.2%
<b>无形资产</b>	<b>1,166</b>	<b>4,611</b>	<b>4,501</b>	<b>4,182</b>	<b>4,249</b>	<b>4,308</b>
<b>非流动资产</b>	<b>16,191</b>	<b>42,556</b>	<b>41,921</b>	<b>44,564</b>	<b>45,852</b>	<b>47,846</b>
%总资产	36.5%	27.9%	26.1%	26.5%	25.6%	24.6%
<b>资产总计</b>	<b>44,351</b>	<b>152,510</b>	<b>160,402</b>	<b>168,325</b>	<b>179,238</b>	<b>194,398</b>
<b>短期借款</b>	<b>4,166</b>	<b>13,417</b>	<b>10,583</b>	<b>18,372</b>	<b>16,676</b>	<b>16,517</b>
<b>应付款项</b>	<b>6,525</b>	<b>27,129</b>	<b>30,525</b>	<b>28,505</b>	<b>33,093</b>	<b>36,866</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>5,962</b>	<b>49,595</b>	<b>52,009</b>	<b>49,640</b>	<b>54,551</b>	<b>59,883</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,653</b>	<b>90,142</b>	<b>93,117</b>	<b>96,518</b>	<b>104,320</b>	<b>113,267</b>
<b>长期贷款</b>	<b>2,303</b>	<b>4,080</b>	<b>7,932</b>	<b>11,932</b>	<b>11,932</b>	<b>11,932</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>4,327</b>	<b>5,462</b>	<b>6,249</b>	<b>5,534</b>	<b>5,662</b>	<b>6,040</b>
<b>负债</b>	<b>23,284</b>	<b>99,684</b>	<b>107,298</b>	<b>113,983</b>	<b>121,914</b>	<b>131,238</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>15,416</b>	<b>45,777</b>	<b>46,041</b>	<b>47,278</b>	<b>50,261</b>	<b>56,096</b>
其中：股本	<b>1,378</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>
未分配利润	<b>6,746</b>	<b>6,435</b>	<b>6,473</b>	<b>7,758</b>	<b>10,741</b>	<b>16,576</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>5,652</b>	<b>7,049</b>	<b>7,063</b>	<b>7,063</b>	<b>7,063</b>	<b>7,063</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>44,351</b>	<b>152,510</b>	<b>160,402</b>	<b>168,325</b>	<b>179,238</b>	<b>194,398</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.294	0.068	0.048	0.317	0.697	1.335
每股净资产	11.186	10.235	10.294	10.571	11.238	12.543
每股经营现金净流	0.236	0.218	0.453	-1.247	1.892	2.327
每股股利	0.000	0.035	0.030	0.030	0.030	0.030
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.63%	0.67%	0.46%	3.00%	6.20%	10.64%
总资产收益率	0.91%	0.20%	0.13%	0.84%	1.74%	3.07%
投入资本收益率	0.66%	-0.55%	-0.36%	-0.98%	2.69%	5.48%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	36.82%	138.78%	8.14%	-1.25%	23.94%	15.82%
EBIT增长率	63.61%	-337.19%	-20.96%	282.74%	-294.65%	117.05%
净利润增长率	-17.26%	-24.45%	-30.08%	563.84%	119.59%	91.53%
总资产增长率	-2.03%	243.87%	5.18%	4.94%	6.48%	8.46%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	24.6	21.6	27.1	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	119.3	141.1	218.9	220.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	79.3	103.0	156.8	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	116.1	149.5	143.6	127.9	108.6	101.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-33.37%	-65.58%	-70.08%	-50.40%	-54.83%	-57.59%
EBIT利息保障倍数	-1.0	11.9	0.5	1.6	-10.3	-14.7
资产负债率	52.50%	65.36%	66.89%	67.72%	68.02%	67.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402