

中船防务(600685)

报告日期: 2023年07月10日

造船核心企业, 受益行业景气上行、中特估“扬帆起航”

——中船防务深度报告

投资要点

□ **中国船舶集团旗下唯一“A+H”平台, 船舶总装龙头企业之一。**

公司是中国船舶集团下属大型骨干造船企业和国家核心军工生产企业, 在液货船、支线集装箱船、特种船等领域技术先进, 2022年船舶造修业务贡献约80%营收, 其中集装箱船、散货船及特种船(其他)分别占造修船业务的30%、9%和61%。公司后续有望受益于行业景气上行、资产整合打开公司长期发展天花板。

公司下属两大造船厂, 实力强劲景气上行: 黄埔文冲是我国重要的军用舰船、公务船、支线集装箱船等多船型生产企业, 建造多个系列军用舰艇及公务船; 广船国际是中国华南地区最大、最现代化的综合舰船造修企业, 也是国内首屈一指的军辅船生产保障基地, 同时在特种船舶领域也有显著优势。两大子公司产能充足, 船坞数量居国内造船厂前列, 充分保障公司订单生产及交付; 两大子公司技术先进, 后续有望随行业发展获超额订单, 获得超行业增速发展。

□ **民船: 多船型接力, 置换、新增及环保需求共驱行业进入景气上行周期**

需求持续上行: 1) 产业链传导模式: 集装箱运价上涨—箱船船东大幅盈利—箱船船东资产负债表改善—上游造船业大幅下单; 同理, 油轮因航线拉长、环保降速促油轮需求提升, 导致运价上涨, 船东盈利后加速下单; 后期干散货船作为存量最大的一种主力船型, 受制于产能船位有限, 存在抢占产能而提前加速下单的预期, 行业指数有望持续上涨; 5月, 克拉克森新造船价格指数突破170点, 创2009年以来的新高, 热门船型持续领涨。

供给现状: 1) 供给收缩: 与上一轮周期相比, 供给端大幅出清, 产能持续向中韩转移, 向头部企业转移, 尾部产能显著出清, 集中度提升; 中国占全球造船业份额从上一轮周期约15%提升至本轮约50%; 2) 行业不断向头部集中(近十年CR10从40%提升至70%); 3) 扩产周期长、难度大, 龙头公司2023-2027年业绩确定性强。

□ **打造“中国特色估值体系”, 船舶央企受益一带一路、中特估**

市场持续打造“中国特色估值体系”, 船舶制造公司随着盈利能力正逐渐进入上升区间, 有望率先受益于“一带一路”及“中特估”; 公司作为船舶集团旗下唯一港股上市平台, 后期有望助力集团在打造国际化龙头企业、推动国企“出海”、提升集团全球化竞争力、加强军贸外贸方便起到关键性作用。

□ **军船: “内生”中国蓝军建设装备大发展, “外延”资产整合打开发展天花板**

内需: 我国海军由近海防御向远洋护卫持续转型, 打造先进舰队是建设强大海军的基础保障。公司作为我国军用船舶最重要制造基地之一, 有望持续受益于海军现代化建设; 外贸: 海军舰船出口预期乐观, 看好军贸长期发展空间。

□ **盈利预测及估值**

预计2023-2025年公司归母净利润11.73/18.96/22.91亿元, 同比增长70%、62%、21%, PE分别为55/34/28倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

□ **风险提示:** 造船需求不及预期、原材料价格波动、客户、市场利率等风险。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 王浩若
 执业证书号: S1230522110002
 wangjieruo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥29.75
 总市值(百万元) 42,051.81
 总股本(百万股) 1,413.51

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	12795.12	16232.27	18967.78	20951.70
(+/-) (%)	9.63%	26.86%	16.85%	10.46%
归母净利润	2.29	1173.44	1895.87	2291.34
(+/-) (%)	95.96%	70.46%	61.57%	20.86%
每股收益(元)	0.32	0.54	0.87	1.05
P/E	94.41	55.39	34.28	28.36

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年公司归母净利润 11.73/18.96/22.91 亿元，同比增长 70%、62%、21%，PE 分别为 55/34/28 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

公司军船受益于海军装备建设，未来市场发展空间广阔；民船因供需导致船舶“量价齐升”，以及环保减排政策等进一步助推船舶更新需求，公司主营业绩有望实行爆发式增长。随央企改革不断推进，整船制造企业资产有望持续整合，打开公司长期发展空间。首次推荐，给予“增持”评级。

● 关键假设

1) 船舶行业进入中期景气上升期，后续在老船到寿、更严格的环保要求、全球宏观经济及海运贸易量增长多重因素影响下，船舶行业景气度持续上升，行业目前仍处于周期底部回升，安全边际高，向上空间大；

2) 造船行业产能持续出清，全球造船订单向中国转移集中；中小船厂复苏困难，新增订单及高端船型订单逐步向头部集中，龙头企业有望优先受益；

3) 订单增长+船价上涨+高附加值船型占比提升助推公司业绩有望实行爆发式增长，军民共促公司盈利持续高景气。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为后续船舶需求及新签订单不足。

我们认为行业需求持续上行：1) 产业链传导模式：集装箱运价上涨—箱船船东大幅盈利—箱船船东资产负债表改善---上游造船业大幅下单；同理，油轮因航线拉长、环保降速促油轮需求提升，导致运价上涨，船东盈利后加速下单；后期干散货船作为存量最大的一种主力船型，受制于产能船位有限，存在抢占产能而提前加速下单的预期，行业指数有望持续上涨。

● 股价上涨的催化因素

船舶行业新增订单量持续增长；单船价格上涨；公司新签高附加值船舶。

● 风险提示

造船需求不及预期风险、原材料价格波动风险、客户风险、市场利率风险

正文目录

1 整船制造龙头企业之一，集团唯一“A+H”上市平台	6
1.1 主营集装箱船及特种船，下属黄埔文冲、广船国际造船厂	6
1.2 1993年A+H平台上市，业绩长期稳健发展	8
2 行业供需复盘：需求进入中期景气上升期，供给出清产能收缩	10
2.1 船舶行业量价齐升，进入中期景气上升期	10
2.2 产业链：上游材料设备供应，中游船舶制造，下游航运	12
2.3 换船周期、环保等多因素共促换船需求	15
2.4 产能出清+头部集中+扩产困难，供给端大幅改善	19
3 军品：海军装备核心供应商，军工“内生+外延”双驱动	20
3.1 “近海防御”走向“远洋护卫”，中国蓝军建设正当时	20
3.2 科研为本发展为基，中特估、资产整合打开行业发展天花板	22
4 盈利预测及假设	25
6 投资建议	28
7 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司主营业务包含船舶造修、动力业务、机电设备和海洋工程	6
图 2: 军民船分类全品类图: 军船分为水面、水下及辅助战斗舰艇, 民船分为运输船及工程船舶	7
图 3: 公司 1993 年 A+H 双平台上市, 2015 年更名为中船防务, 未来有望注入更多优质资产	8
图 4: 公司实控人为国务院国资委, 下属黄埔文冲、广船国际两大造船厂	8
图 5: 黄埔文营以军用舰船、公务舰船、支线集装箱船为主	9
图 6: 广船国际在液货船、半潜船等领域世界领先	9
图 7: 造船行业供需模型, 供需的错配导致了船舶价格的波动和船运行业周期	10
图 8: 前瞻性研究指标: 集装箱海运需求(SFCI)、油品海运需求(BDTI)、干散货海运需求(BDI)	11
图 9: 全球海运周期, 1886-2020 年 6 大周期(每个周期约 20 余年)中包含多个独立小周期	11
图 10: 以中国船舶股价为例, 其股价与新接订单量及新船造价指数等密切相关	12
图 11: 产业链由上游原材料及设备供应, 中游船舶制造, 下游航运共同构成, 公司处于中游	13
图 12: 船舶生产制造约 1-2 年完成, 按完工时点分批次付款	13
图 13: 20mm 螺纹钢价格走势, 2021 年整体钢价较高	14
图 14: 造船产业链发展	14
图 15: CCFI、BDI 及 CTFI 指数走势一览	15
图 16: 1-5 月中国完工船舶产品中散货船占比最高(55%)	15
图 17: 1-5 月中国新接船舶产品中油船占比有所提高	15
图 18: 1-5 月中国造船完工量占全球 48% 市场份额	16
图 19: 1-5 月中国新接订单量占全球 67% 市场份额	16
图 20: 2005-2021 年全球船舶平均船龄(年), 2021 年平均 21.7 年达历史峰值	16
图 21: 2005-2021 年全球船舶平均船龄(年), 2021 年平均 21.7 年达历史峰值	17
图 22: IMO 推动船舶行业减排举措及目标, 至 2030 年减排 40%, 2050 年争取减排 70%	18
图 23: 新一轮周期下供给端产能出清显著, 中国三大指标所占世界份额急剧增加	19
图 24: 我国 2022 年占全球市场份额 55%, 全球供给端产能大幅出清, 结构优化明显	19
图 25: 我国造船三大指标市场份额逐年提升	20
图 26: 2022 年中国造船完工量、新接订单量产业集中度高	20
图 27: 我国 2022 国防支出同比增长 7%, 打造现代化军队装备采购需求有望不断增长	21
图 28: 某型导弹驱逐舰	21
图 29: 某型导弹艇	21
图 30: 我军某型补给舰	22
图 31: 我军某型医疗船	22
表 1: 运输类民船主要分类, 包含干散货船、油轮和集装箱船及其他特种船舶	7
表 2: 公司财务数据一览, 2023 年一季度增长明显, 整体费用管控良好(单位: 亿元、%)	9
表 3: 全球船队老龄化现象严重, 船舶更换周期近在眼前	17
表 4: 全球船舶动力装置分类及特点, 2017 后建造的船舶交付必须安装压载水处理系统并满足 D-2 标准	18
表 5: 集团下属重点造船厂主营业务及历史沿革	22
表 6: 集团下属重点研究院业务概览, 分为船舶设计、船舶制造、船用配套、船舶动力、船舶材料、技术研究等	24
表 7: 公司造修船业务营收(亿元)及毛利率	26
表 8: 公司钢结构工程业务营收(亿元)及毛利率	26
表 9: 公司修船、海工机电及其他业务营收(亿元)及毛利率	27
表 10: 公司综合营业收入(亿元)及毛利率	27

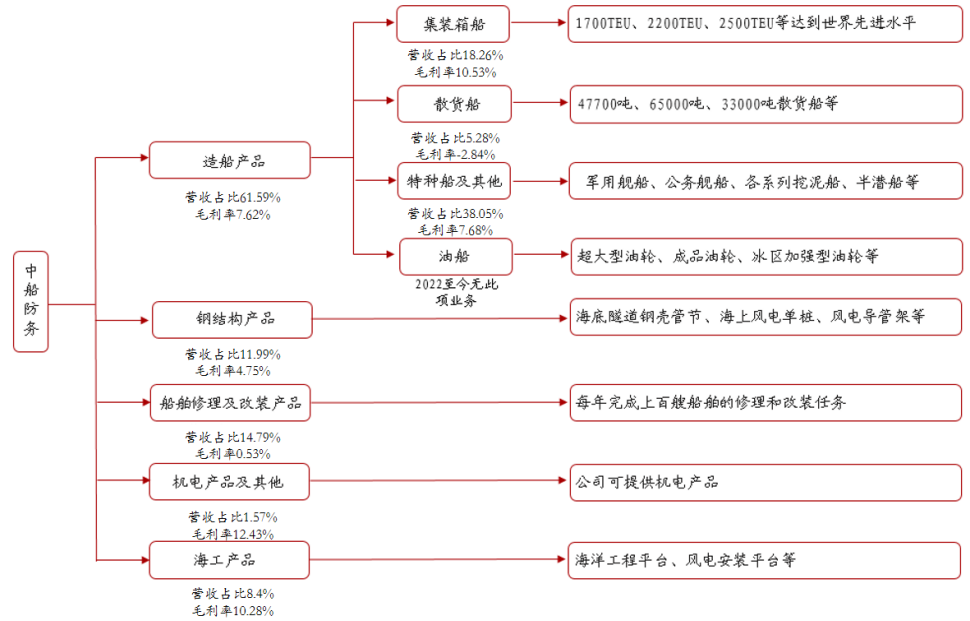
表 11: 可比公司估值表..... 28

1 整船制造龙头企业之一，集团唯一“A+H”上市平台

1.1 主营集装箱船及特种船，下属黄埔文冲、广船国际造船厂

中国船舶集团旗下唯一“A+H”平台，船舶总装龙头企业之一。公司为中国船舶工业集团下属大型骨干造船企业和国家核心军工生产企业，是大型综合性防务及海洋装备企业。主营业务包含造船、海工、钢结构、船舶修理及改装、机电产品五大部分，在液货船、支线集装箱船、特种船建造领域拥有全球最先进技术之一。公司主要营收来自船舶造修业务，其占比在80%左右，后续有望受益于行业景气上行、产业集中度持续向龙头企业集中、资产整合打开公司长期发展天花板。

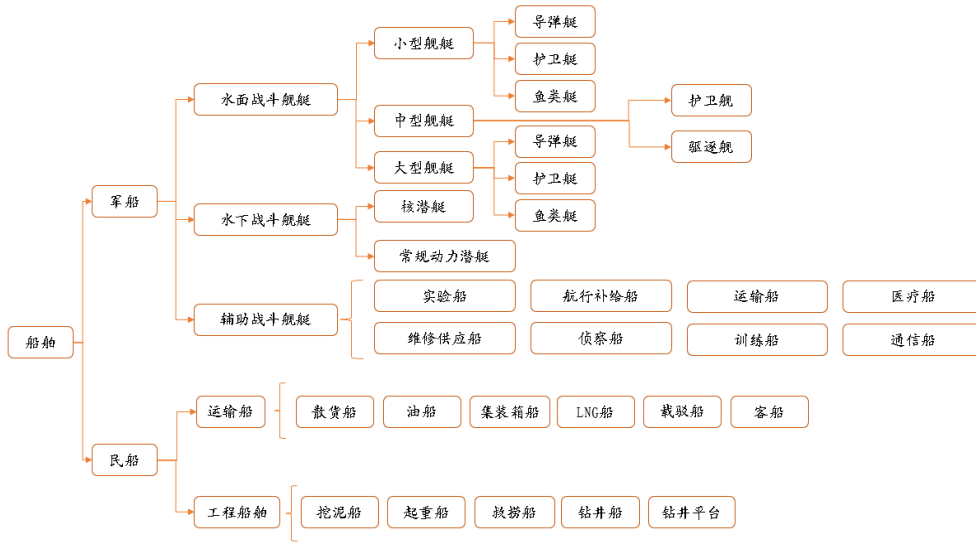
图1：公司主营业务包含船舶造修、动力业务、机电设备和海洋工程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

船舶按应用场景分为军用及民用船舶：军用船舶主要包含水面战斗舰艇、水下战斗舰艇及辅助战投舰艇三类；民用船舶依据用途不同可分为运输类船舶及功能类船舶，运输类船舶随航运周期需求波动较大，主要包含干散货船、油船、集装箱船、液化天然气 (LNG) 船、载驳船、客船等。

图2：军民船分类全品类图：军舰分为水面、水下及辅助战斗舰艇，民船分为运输船及工程船舶



资料来源：中国船舶公司公告，浙商证券研究所

表1：运输类民船主要分类，包含干散货船、油轮和集装箱船及其他特种船舶

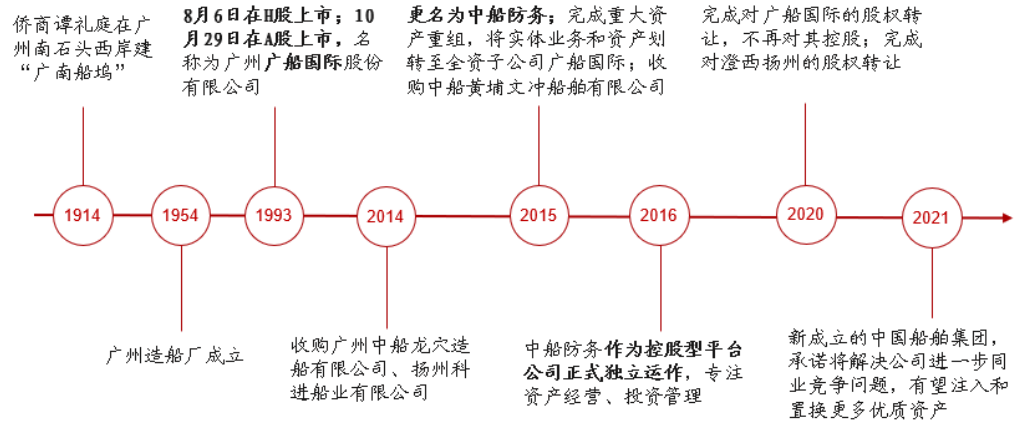
散货船					
中文名	英文名	载重吨	适货类型	运力占比	典型航线
好望角型	Capesize	>10 万	矿石、煤炭	40%	C3: 图巴朗-北仑
巴拿马型	Panamax	6.5-10 万	煤粮钢木	25%	P1A-03: 大西洋往返航次
大灵便型	Handymax	4-6.5 万	粮食、小宗散货	24%	S1A: 西北欧-远东
小灵便型	Handysize	1-4 万	小宗散货	12%	HS1: 欧洲-南美东
油轮					
中文名	英文名	载重吨	适货类型	运力占比	典型航线
超大型油轮	VLCC	>20 万	原油	39%	TD3: 海湾-日本
苏伊士型油轮	Suezmax	12.5-20 万	原油	15%	TD5: 西非-美国大西洋海岸
阿芙拉型油轮	Aframax	8.5-12.5 万	原油	19%	TD7: 北海-欧洲大陆
巴拿马型油轮	Panamax	5.5-8.5 万	成品油	6%	TC1: 美湾-日本
小型油轮	Small	1-5.5 万	成品油	22%	TC4: 新加坡-日本
集装箱船					
中文名	英文名	标准箱	适货类型	运力占比	典型航线
超巴拿马型	Post-Panamax	>15,000	工业及日用品	7%	亚洲-欧洲
新巴拿马型	Neo-Panamax	12,000-15,000	工业及日用品	14%	亚洲-美西
新巴拿马型	Neo-Panamax	8,000-12,000	工业及日用品	26%	亚洲-美东
中间型	Intermediate	6,000-8,000	工业及日用品	9%	亚洲-美东
中间型	Intermediate	3,000-6,000	工业及日用品	24%	欧洲-南美东
灵便型	Feeder	100-3,000	工业及日用品	19%	东南亚航线

资料来源：克拉克森，浙商证券研究

1.2 1993 年 A+H 平台上市，业绩长期稳健发展

中船防务前身为广船国际，为国内上市最早的造船上市公司，也是中船系唯一的 H 股上市公司平台。公司 1993 年在 A+H 股双平台上市，2015 年更名为中船防务，2019、2020 年配合母公司进行重大资产置换重组，意在消除与中国船舶的同业竞争，未来有望受益于平台资产整合。

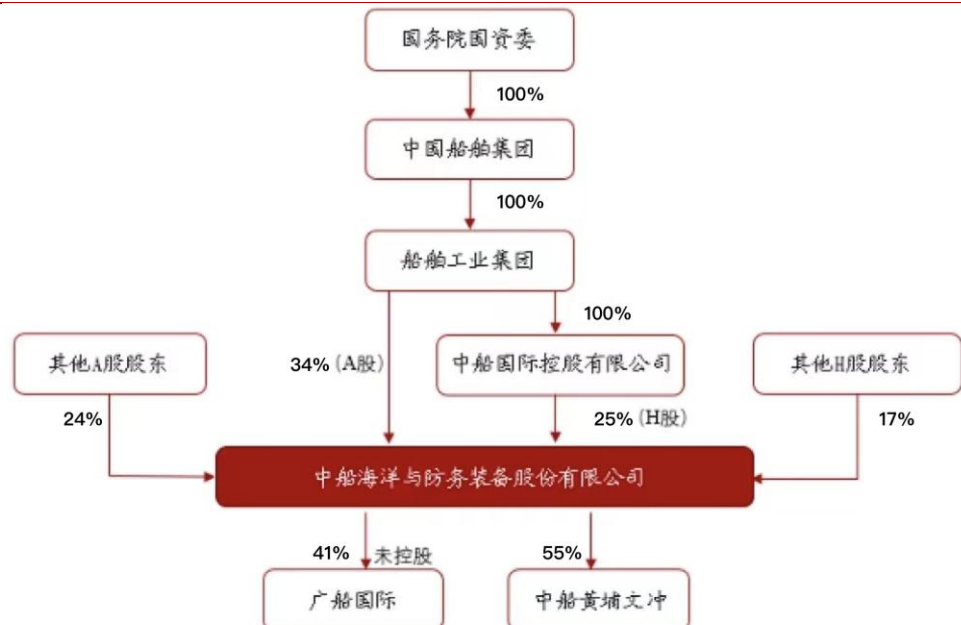
图3：公司 1993 年 A+H 双平台上市，2015 年更名为中船防务，未来有望注入更多优质资产



资料来源：公司官网、公司公告，浙商证券研究所

公司实际控制人为中国船舶集团，下属黄埔文冲、广船国际两大造船厂，通过黄埔文冲拥有文冲船厂、黄船重工、文船重工等公司。

图4：公司实控人为国务院国资委，下属黄埔文冲、广船国际两大造船厂



资料来源：公司 2022 年年报，浙商证券研究所

黄埔文冲是我国重要的军用舰船、公务船、支线集装箱船、疏浚工程船及海洋工程船建造与保障基地。是国家核心军工生产企业，建造了多个系列护卫舰、导弹艇等军用舰船，也是国内重要的公务船建造基地建造海洋救助船、海警船、渔政船等公务船，公司支

线集装箱船制造技术世界领先，是国内大型挖泥船制造的龙头，公司率先开拓国内海洋工程市场可以生产多型风电安装平台、起重铺管船，

广船国际是中国华南地区最大、最现代化的综合舰船造修企业。最强的军辅船生产保障基地，建造了 901 型、904A/B 型补给船、布缆船、救助船等保障船型，拥有船型最多、系列最全、性价比一流的液货船产品谱系，实现了油轮系列的全覆盖，目前承接的 LNG 双燃 LR II 型油船订单数量达 16 艘，位居国内榜首；公司较早开拓半潜船领域，全球近三分之一的半潜船均由公司建造。除此之外，公司在客滚船、化学品船、极地模块运输船、极地凝析油轮等特种船舶领域均有显著优势。

两大子公司技术先进，产能充足，船坞数量居国内造船厂前列，黄埔文冲共拥有多座船坞，具备 5600TEU 以下直线集装箱船和 7 万吨以下船舶建造能力，曾负责明斯克航母的改装修理工作，其中山厂区是华南地区最大最强的海上风电工程、钢结构工程制造基地。广船国际拥有 4 座船坞，2 座造船平台，年造船能力 360 万在载重吨，可以修建 40 万吨级的船舶。

图5： 黄埔文营以军用舰船、公务舰船、支线集装箱船为主



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图6： 广船国际在液货船、半潜船等领域世界领先



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司整体业绩平稳增长，公司 2023Q1 营业收入达 19 亿元，同比增长 68.35%，归母净利润-0.27 亿元，同比增长 125%。2020 年公司营业收入产生较大下滑，主要受完成广船国际的股权转让，不再对其控股，并表范围发生变化影响；归母净利润受处置广船国际及澄西扬州股权确认投资收益 37 亿元的影响，大幅提高。

公司费用管控良好，逐步增大研发投入。2022 年期间费用率为 6.13%，其中销售费用率 0.85%，管理费用率 4.28%，研发费用率 4.5%，公司 2020 年以来，持续开展创新能力建设，加大对黄埔文冲的研发投入，研发费率有较大幅度增长，财务费用为-4.49 亿元，系近两年经营现金流持续改善，资金存量增加，使得利息收支净额增加及受汇率变动影响。

表2： 公司财务数据一览，2023 年一季度增长明显，整体费用管控良好（单位：亿元、%）

	2020	2021	2022	2023Q1
营业总收入	116.08	116.72	127.95	18.99
YoY	-46.82%	0.55%	9.62%	68.35%
销售费用	0.14	1.32	1.09	0.07
销售费用率	0.12%	1.13%	0.85%	0.37%
管理费用	5.13	4.84	5.48	1.23

管理费用率	4.42%	4.15%	4.28%	6.48%
研发费用	5.9	6.17	5.76	0.61
研发费用率	5.08%	5.29%	4.50%	3.21%
财务费用	0.24	-0.41	-4.49	-0.34
财务费用率	0.21%	-0.35%	-3.51%	-1.79%
营业总成本	120.21	116.88	127.20	19.62
归母净利润	36.62	0.79	6.88	-0.27
YoY	568.25%	-97.84%	770.89%	125.00%
归母净利率	31.55%	0.68%	5.38%	-1.42%
应收账款	12.44	10.78	10.68	8.31
存货	41.99	49.23	43.54	50.36

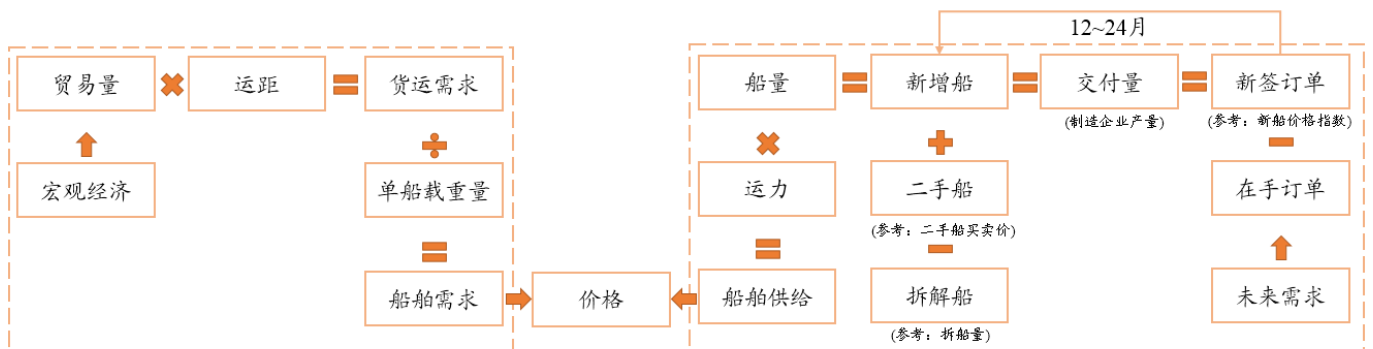
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 行业供需复盘: 需求进入中期景气上升期, 供给出清产能收缩

2.1 船舶行业量价齐升, 进入中期景气上升期

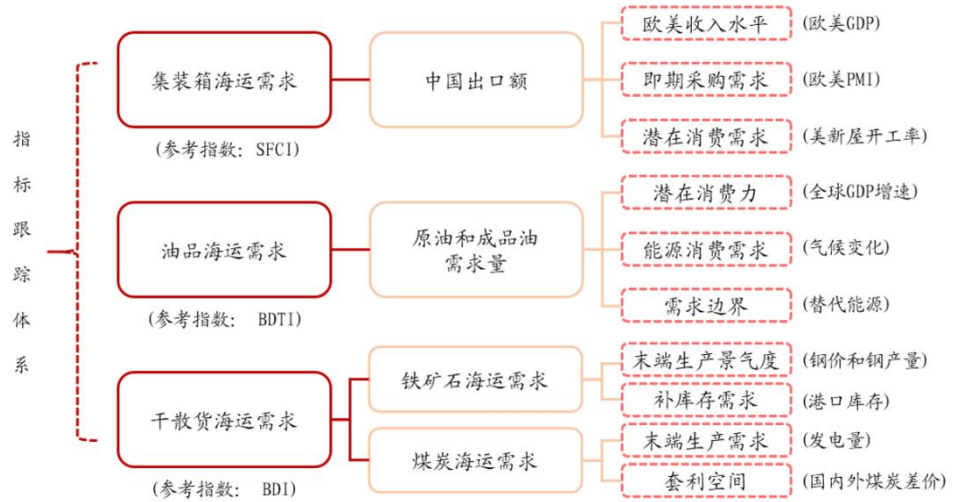
船舶行业的需求主要受宏观经济影响, 供给为现有船队及每年船舶新增与拆解数量之差。船舶需求由海运贸易需求决定, 其影响因素包含宏观经济和运距, 而运距受世界贸易格局影响, 相对比较稳定。船舶新增供给为每年新船交付量与拆船量之差, 船舶大型化亦会影响船舶运力进而对船舶供给造成影响。由于船舶寿命较长, 通常为 18-22 年, 且新接订单交付时间约为 1-2 年, 因此船舶供需容易错配, 难以形成均衡, 影响因素包括宏观政策、GDP 增速、贸易、汇率、利率、通胀、大宗商品、产业链供应链等等, 共同引发了造船行业的供需周期。

图7: 造船行业供需模型, 供需的错配导致了船舶价格的波动和船运行业周期



资料来源: 中国船舶工业协会, 浙商证券研究所

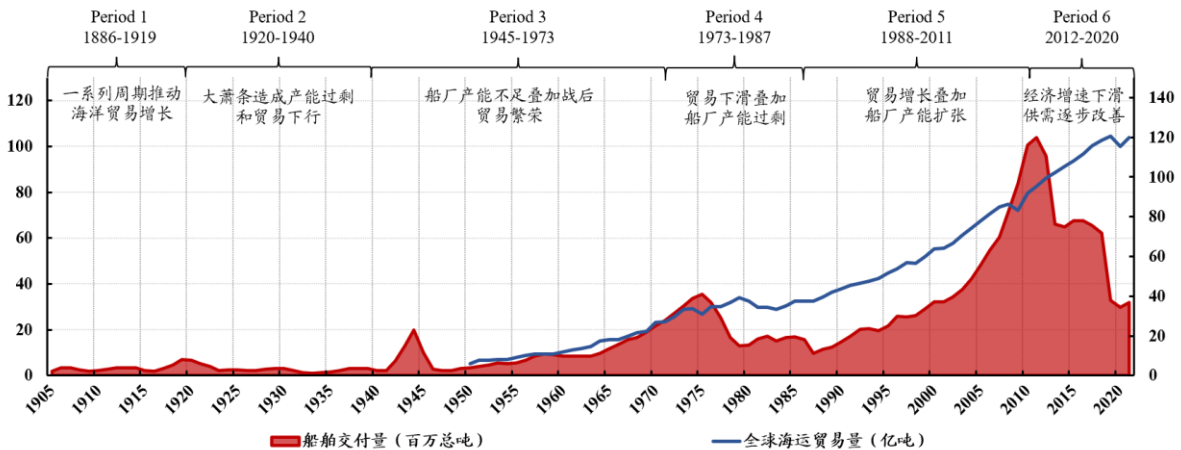
图8：前瞻性研究指标：集装箱海运需求(SFCI)、油品海运需求(BDTI)、干散货海运需求(BDI)



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

造船行业的景气度受全球航运市场繁荣度影响，也受船队运力规模的影响，周期性较强。典型的船舶周期可以分为复苏、繁荣、衰退、萧条4个阶段。根据周期的长短分类，船舶周期可分为长周期、中周期和短周期3个主要的类型。长周期和经济发展长周期基本吻合，一般为20~30年左右；中周期则不固定，一般为7~15年；而短周期一般则只有3~4年。全球海运周期受宏观经济、战争、贸易等多重影响，自1886年到2020年可分为6个大周期（每个周期约20余年），其中包含多个小周期。

图9：全球海运周期，1886-2020年6大周期（每个周期约20余年）中包含多个独立小周期



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

航运周期已底部反弹，疫情加速造船行业复苏，有望景气向上。

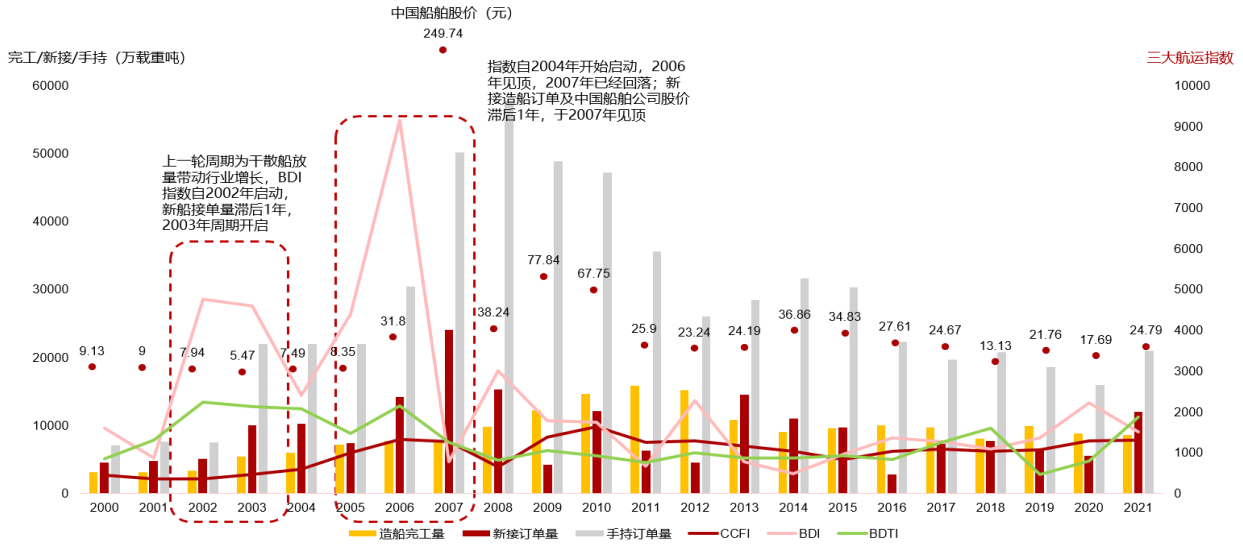
集装箱船产业链发展逻辑：船舶需求主要受宏观经济影响，供给为现有船队及每年新增与拆解数量之差。由于船舶寿命通常为18-22年，且新接订单交付时间约为1-2年，因此船舶供需容易错配，难以形成均衡，影响因素包括宏观政策、GDP增速、贸易、汇率、利率、通胀、大宗商品、产业链供应链等等，共同引发了造船行业的供需周期。

疫情加速造船行业复苏，后续有望景气向上。船舶行业的景气度受国际贸易量、

全球海运市场繁荣度影响，同时也受船舶到寿换新等的影响，呈现出较强周期性。这一轮的船舶周期还受到疫情、环保要求的影响。

需求端：全球海运运量需求受疫情影响下滑，疫情后有较大反弹。全球海运贸易量整体呈上升趋势，2009年因为金融危机导致经济下行，海运贸易急剧下降，2020年由于疫情影响海运贸易量亦大幅下降。自2020年下半年中国海运需求反弹，2021年1-12月，全国港口完成货物吞吐量155.45亿吨，比上年同期增长6.8%。2021年全球海运贸易量为120亿吨，同比增长3.6%，带动全球航运市场景气度恢复。

图10：以中国船舶股价为例，其股价与新接订单量及新船造价指数等密切相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 产业链：上游材料设备供应，中游船舶制造，下游航运

船舶制造行业为关乎国民经济发展与国防安全的重要产业，是我国制造业中不可或缺的重要组成部分。船舶制造行业为海洋开发、航运交通、能源运输、国防建设等提供必要的技术装备，在我经济发展中发挥着重要作用。造船行业上游为原材料、配套设备、船舶设计等；中游为船舶总装制造；下游以航运公司和租赁公司为主。船舶行业周期性较强，需求受宏观经济、大宗商品价格波动等影响。

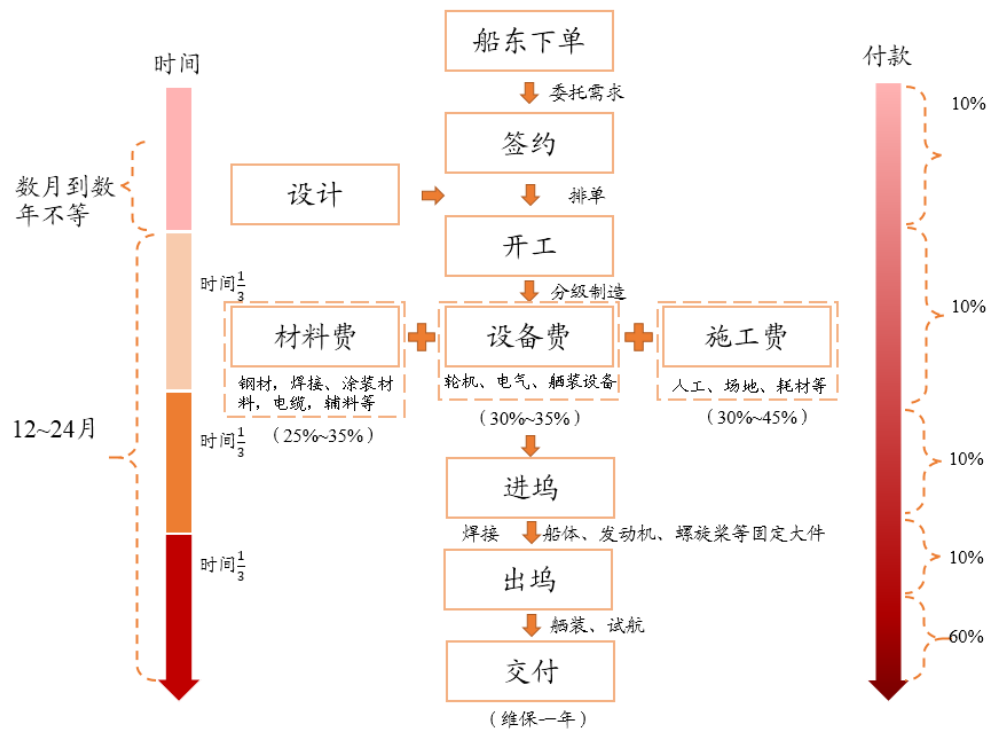
图11：产业链由上游原材料及设备供应，中游船舶制造，下游航运共同构成，公司处于中游



资料来源：亚星锚链公司官网，浙商证券研究所

船舶建造生产流程：按完工百分比分批付款，制造时长约 1~2 年，坞期：33-40 天（进坞到出坞时间），相比十年前缩短 1/3：一艘船舶制造以船东下单委托需求开始，签订合同支付约 10%定金；签约完毕后船厂开始进行排单安排，排单市场从数月到数年不等；开工后各产业链进行分机制造，大体分为材料费（包含但不限于钢材、焊接、涂装材料、电缆、辅料等）、设备费（动力轮机、电气设备、舾装设备、声呐等）、和施工费（船坞场地费、人工费用、耗材等），约 35%为材料成本。分级制造完毕后进入船坞进行大件组装，包含船体结构焊接、发动机/螺旋桨等固定大件安装，出坞后进行舾装及试航，最后交付，按交付时一次确认收入、结算所有成本。

图12：船舶生产制造约 1-2 年完成，按完工时点分批次付款



资料来源：中国船舶工业协会、行业数据整理，浙商证券研究所

原材料成本中，钢材价格占据较大份额。2021 年行业新增订单签订，钢材价格处于较高位置；后期在船舶建造中，钢材采购价格低于合同签订价，有利缓解船厂成本端压力，利好毛利率提升。

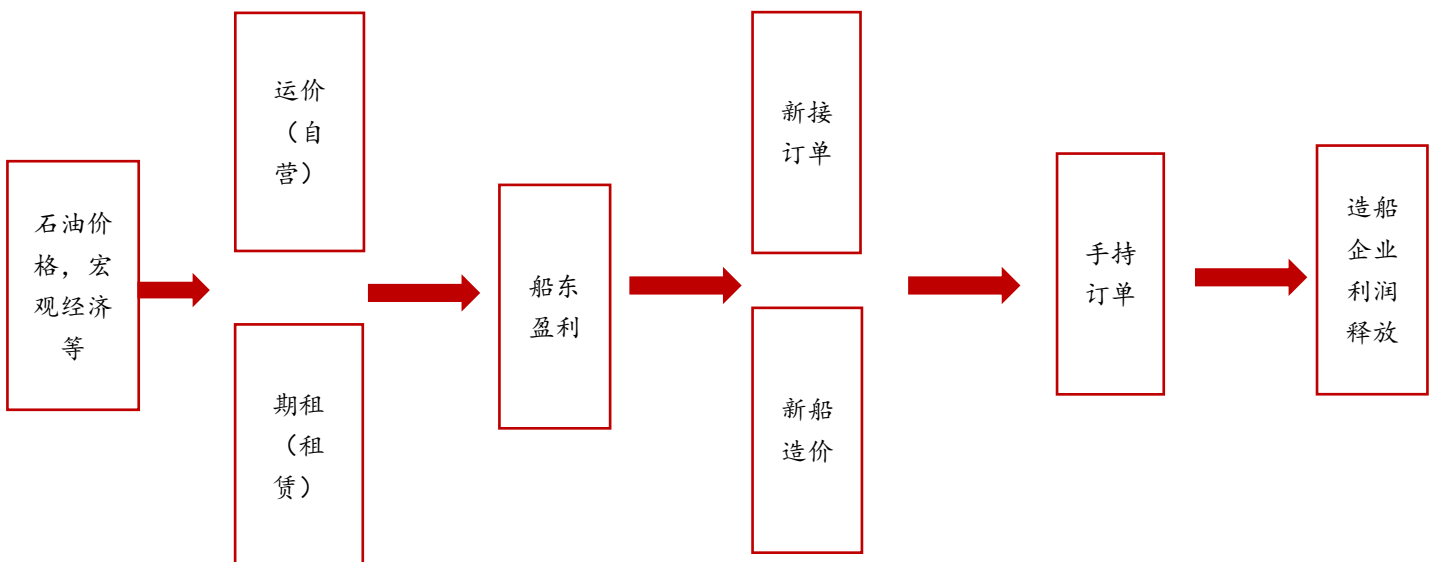
图13：20mm 螺纹钢价格走势，2021 年整体钢价较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

产业链发展逻辑：石油价格、宏观经济等因素影响全球贸易需求，贸易/海运量的增减影响船东收入及利润，主要观测指标为运价（集装箱运价、干散货运价、原油运价等）以及期租价格（主营租赁生意的船东的利润来源）；当运价及期租价格上涨时，船东在原成本基本不变的前提下实现盈利，从而存在资本开支需求（新增、置换）；新订单下达过多后产能不足，船东为抢占船位支付溢价，造船价格随之上涨，船厂手持订单有望“量价齐升”，最终兑现为业绩的释放。

图14：造船产业链发展

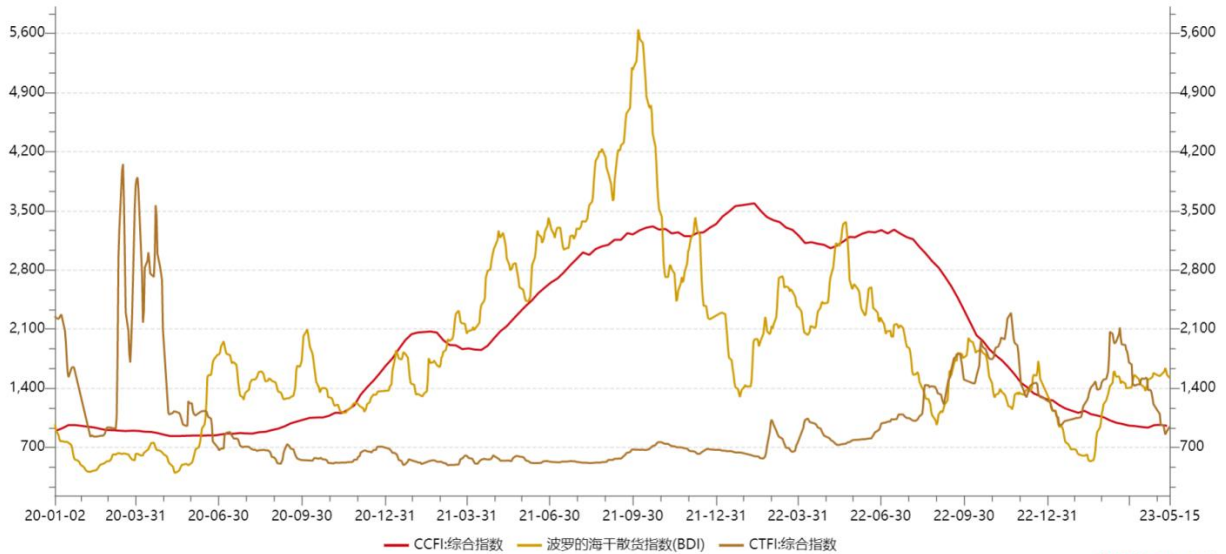


资料来源：浙商证券研究所

以下图为例，进口集装箱运价指数（CCFI），2020 年 9 月运价开始大幅上涨，集装箱船东盈利能力显著增强；同理，进口油轮运价指数（CTFI），2022 年 6 月大幅上涨，受地缘政治冲突运距拉长，环保新规降速、老旧船舶更换、美国战略储备释放等

多因素影响，油运力持续紧张，后续油轮订单有望随运价上涨增加。

图15: CCFI、BDI及CTFI指数走势一览



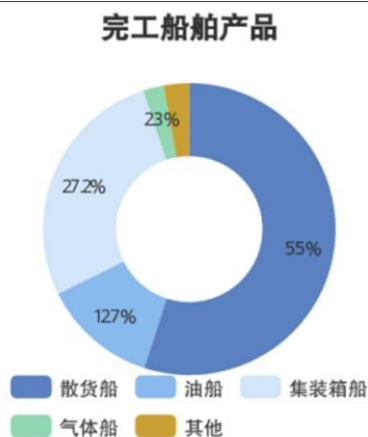
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 换船周期、环保等多因素共促换船需求

造船行情持续向上: 根据中国船舶工业行业协会数据显示, 2023年1-5月, 全国造船完工1647万载重吨, 同比增长15.4%。承接新船订单2645万载重吨, 同比增长49.5%。5月底, 手持船舶订单11799万载重吨, 同比增长15.5%。2023年1-5月, 完工船舶产品中, 散货船占比最高为55%, 集装箱船占比持续提升, 达到27.2%, 油船占比12.7%; 2023年1-5月, 新接订单中, 散货船以42.1%的份额位列第一, 其次为油船, 份额达到29.3%, 占比有所提高。

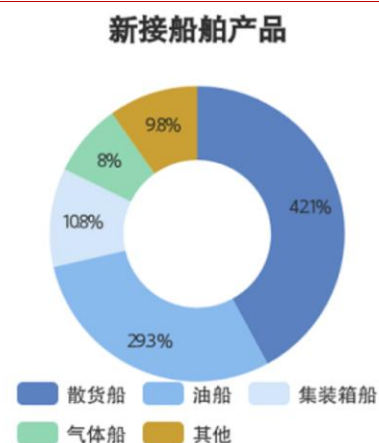
市场份额保持领先: 2023年1-5月, 我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.1%、67.3%和51.6%, 国际市场份额保持领先, 仍然把握着全球航运市场的主要脉络。

图16: 1-5月中国完工船舶产品中散货船占比最高(55%)



资料来源: 中国船舶工业协会、浙商证券研究所

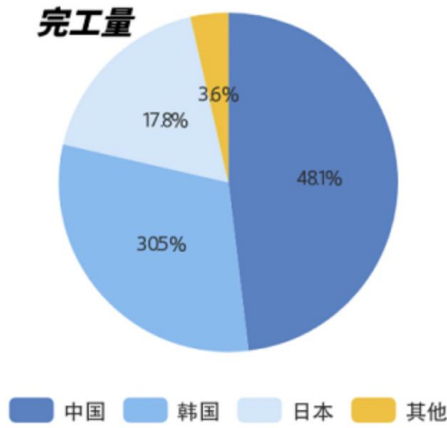
图17: 1-5月中国新接船舶产品中油船占比有所提高



资料来源: 中国船舶工业协会、浙商证券研究所

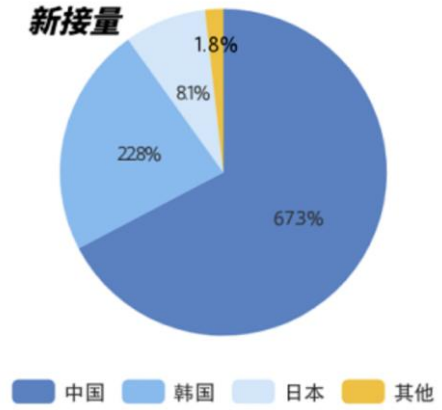
2023年1-5月，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.1%、67.3%和51.6%，国际市场份额保持领先，仍然把握着全球航运市场的主要脉络。

图18：1-5月中国造船完工量占全球48%市场份额



资料来源：中国船舶工业协会、浙商证券研究所

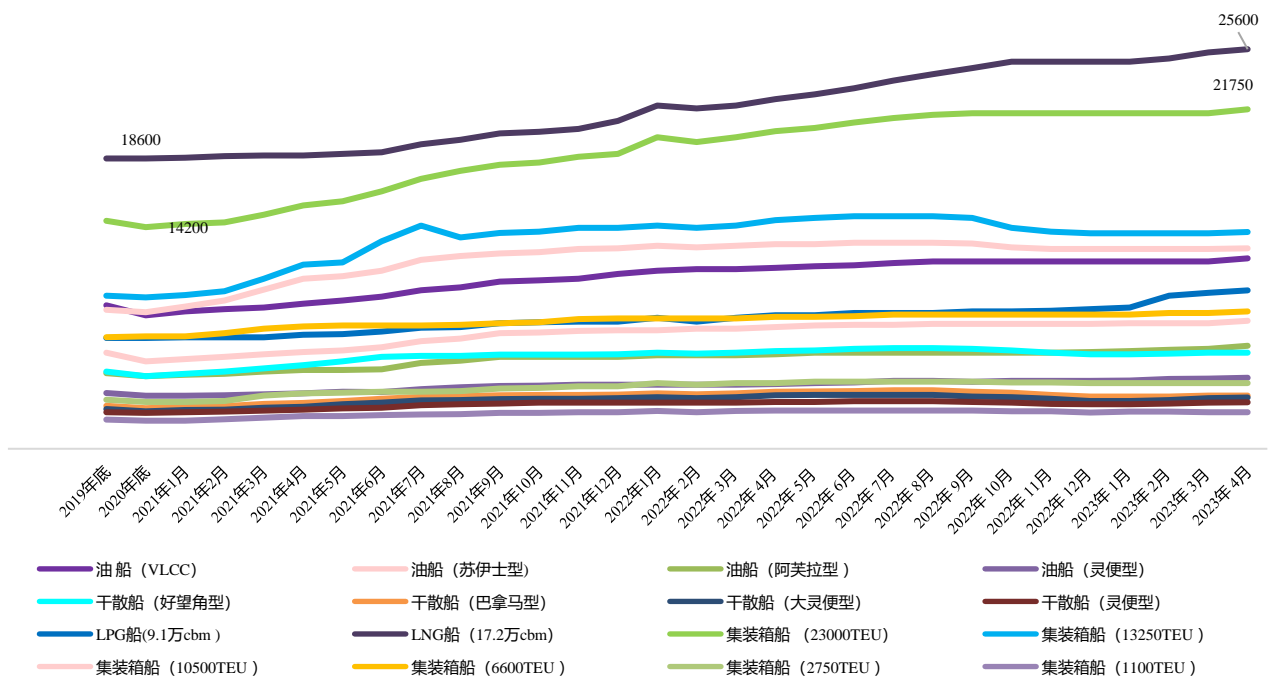
图19：1-5月中国新接订单量占全球67%市场份额



资料来源：中国船舶工业协会、浙商证券研究所

船价持续走高，行业“供不应求”景气上升，大型箱船、LNG船涨价幅度较大：由下图可知，跟2020年底相比，23000TEU集装箱船单船价格已从1.42亿美金涨价至2.175亿美金，涨幅累计53%；17.2万cbm大型LNG船价格自2020年底累计涨幅38%；VLCC型油轮累计涨幅43%，好望角型干散货船累计涨幅32%，船价持续维持高位稳定，未来向大型化、现代化、双燃料方向发展。

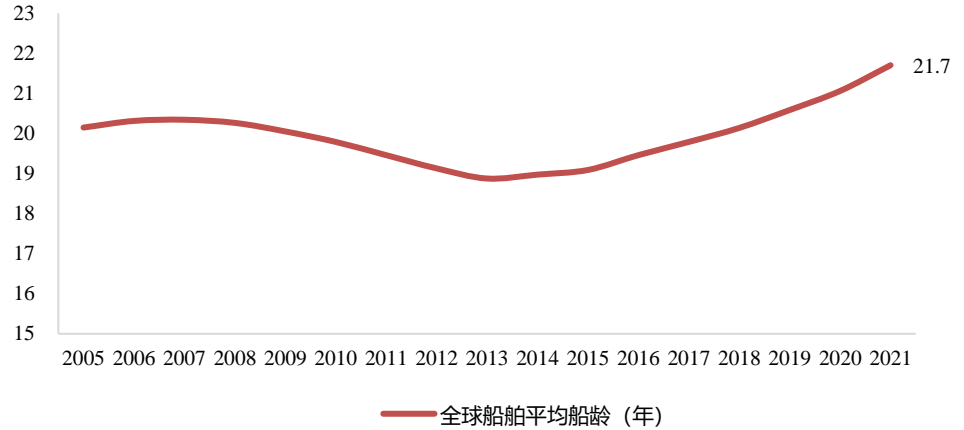
图20：2005-2021年全球船舶平均船龄（年），2021年平均21.7年达历史峰值



资料来源：中国船舶数字报、行业数据库整理，浙商证券研究所

老船更换：全球平均船龄不断升高，船舶更新需求愈加紧迫。2013 年以来，全球船龄在波动中增加，至 2021 年，全球总吨规模大于 100 吨的船舶平均船龄为 21.7 年，为历史新高，部分船舶已经超期服役。随着全球海运贸易需求上升，性能更先进的新船性价比更高，进一步推动老船替换需求增加，预计未来旧船拆解量与船舶新增订单将会进一步增长。

图21：2005-2021 年全球船舶平均船龄（年），2021 年平均 21.7 年达历史峰值



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

表3：全球船队老龄化现象严重，船舶更换周期近在眼前

船舶类型	船龄>15 年		船龄>20 年	
	运力口径	数量口径	运力口径	数量口径
油船	24%	45%	6%	31%
干散	17%	51%	7%	41%
箱船	23%	34%	7%	14%
客船	42%	67%	28%	57%
LNG 船	17%	26%	7%	15%
其他	52%	51%	40%	41%
合计	22%	50%	9%	39%

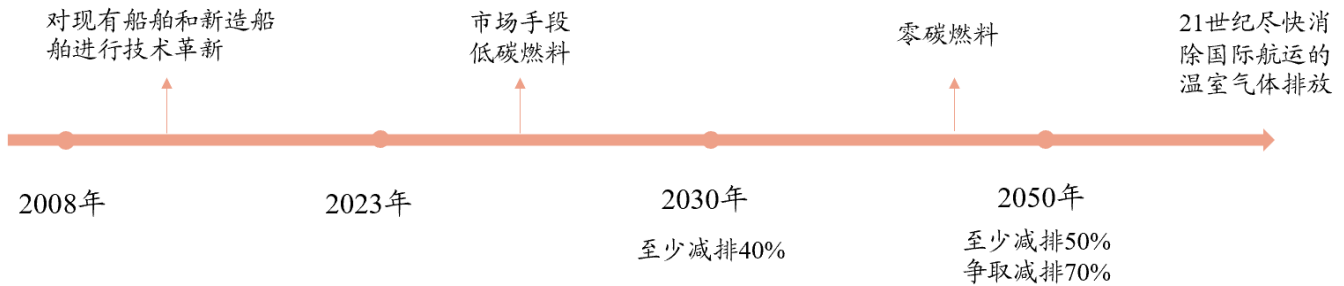
资料来源：Wind，浙商证券研究所

环保属性：船舶航运业带来的环境污染问题亟需解决。国际海事组织（IMO）致力于推动航运业的温室气体减排工作，2018 年通过了《减少船舶温室气体排放的初步战略》，确定了温室气体减排的量化目标及措施，通过对现有船舶和新造船舶进行技术革新以及推广低碳燃料，逐步实现减排，计划至 2050 年至少减排 50%，最终目标为 21 世纪尽快消除国际航运的温室气体排放。阶段性减排目标为 2030 年全球海运每单位运输活动的平均二氧化碳排放与 2008 年相比至少降低 40%，并努力争取到 2050 年降低 70%。为尽快消除国际航运产生的温室气体排放，制定的短期措施为改善新船和现有船的技术和运行能效，中长期措施为引入替代性低碳和零碳燃料实施计划。

在减碳发展的大背景下，减速航行带来运力损失同步拉动造船市场新需求。2016 年，MEPC70 届会议通过了船舶温室气体减排战略路线图，初步确定了温室气体减排“三步走”战略实施时间表；2018 年，MEPC72 届会议通过了船舶温室气体减排初步

战略：到 2030 年，全球海运单位运输活动的二氧化碳排放平均量与 2008 年相比至少降低 40%，至 2050 年降低 70%。

图22：IMO 推动船舶行业减排举措及目标，至 2030 年减排 40%，2050 年争取减排 70%



资料来源：《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》，浙商证券研究所

环保属性：目前船舶动力装置由化石燃料主导，未来环保要求船舶替换规模大。根据 Three Maritime Scenarios 数据，柴油机为船舶主要动力装置，占比达 94.3%，其燃烧产生的污染物如一氧化碳、碳氢化合物、硫化物等会对环境造成污染。未来要达到减排目标将大力推广新能源动力装置如核动力及燃料电池，较大一部分传统化石燃料动力的船舶需要替换成新能源或混合燃料动力装置，环保属性推动船舶替换需求增加。

海洋生态问题亦对船舶提出了新要求。船舶压载水的排放会造成有害水生物和病原体的跨区域转移，其带来的海洋生物入侵问题对生态环境造成了不可忽视的影响。2004 年国际海事组织（IMO）通过了《国际船舶压载水和沉积物控制与管理公约》，该公约于 2017 年正式实施，此后建造的船舶交付必须安装压载水处理系统并满足 D-2 标准，对于现有不满足标准船舶，安装时间不应迟于 2024 年 9 月 8 日。

表4：全球船舶动力装置分类及特点，2017 后建造的船舶交付必须安装压载水处理系统并满足 D-2 标准

动力装置	特点	市占率
蒸汽轮机动力装置	工作平稳、可靠性高、热效率低、油耗高、单机功率大、经济性差	0.9%
柴油机动力装置	分为四冲程和两冲程，四冲程转速高，一般应用于军舰，小型运输船上，两冲程则运用于大中型远洋运输船舶上，工作运行稳定状态可靠、热效率高、结构紧凑和传动功率大	94.3%
燃气轮机动力装置	整体质量以及尺寸这两个方面，并且其加速性能理想，能够适用于高速客船的应用需求。但其成本高，对制造材料和工艺要求高，并且油耗高。	0%
核动力装置	功率大、耗费少、稳定性、易控性以及环保性，技术要求高，维护和保养成本高以及核燃料的反射性污染	0%
燃料电池	节能环保、寿命长、易于操作、高效、低噪音，制造成本高、燃料电池的供给难度系数相对较大、储氢和脱硫技术成熟程度不够	0%
混合动力	通过传动耦合柴油机（气体机）与电机来驱动，或者具有一种以上电力来源（如柴油机发电、气体机发电、燃料电池、太阳能、风能、锂电池、超级电容等）的电动机来驱动，发展空间巨大	4.1%

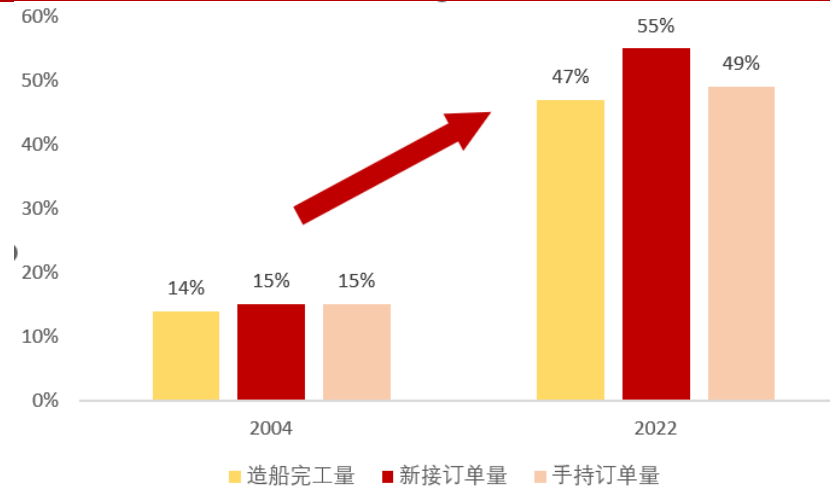
资料来源：Three Time Scenarios 2020-2050，浙商证券研究所

2.4 产能出清+头部集中+扩产困难，供给端大幅改善

世界竞争格局：

船舶制造供给端产能大幅出清，中国市场份额显著提升，行业龙头引领发展。上一轮周期中，中国三大指标所占全球份额较低，约15%左右，而新一轮周期下，2022年中国三大指标所占市场份额约50%左右（我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的47.3%、55.2%和49.0%），原西欧、日本等产能大幅出清，供给端优化明显；后期我国有望在本轮航运周期中优先承接更多全球新增订单。

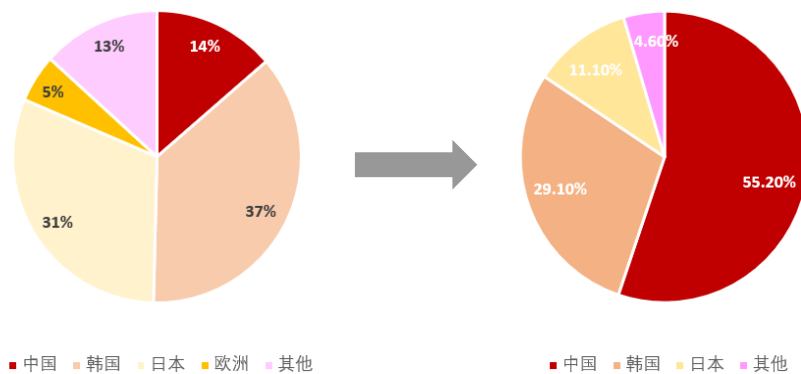
图23：新一轮周期下供给端产能出清显著，中国三大指标所占世界份额急剧增加



资料来源：中国船舶工业行业协会，浙商证券研究所

中国造船业三大指标增幅明显，国际市场份额遥遥领先。2022年中国新接订单量4552万载重吨，全球市场份额55.2%。完工交付量共3786万载重吨，全球市场份额47.3%，位居世界第一。2022年我国手持订单量10557万载重吨，同比增长10.2%，全球市场份额小幅提升至49.0%，稳居世界第一，中国成为世界第一造船大国。

图24：我国2022年占全球市场份额55%，全球供给端产能大幅出清，结构优化明显



资料来源：中国船舶工业行业协会，浙商证券研究所

国内竞争格局：

近年来中国造船行业不断头部企业转移集中，中国船舶企业国际排名上升。2023 年一季度，我国造船完工量前 10 家企业占全国总量的 72.9%、新接船舶订单前 10 家企业占全国总量的 70.8%，新接订单向优势企业集中趋势明显。2022 年，我国船舶制造龙头企业竞争能力进一步提升，各有 6 家企业进入世界造船完工量、世界新接订单量和手持订单量前 10 名。中国船舶的产能供给不断向头部国企转移集中，发展规模庞大，具有强劲的国际竞争力。

中国造船行业产业集中度高。2022 年，中国造船完工量和新接订单量前 10 家企业名单高度重合，造船完工量前 10 家企业占全国总量的 64.9%、新接船舶订单前 10 家企业占全国总量的 63.6%，订单向头部企业集中趋势明显，未来龙头公司有望持续受益。

图25：我国造船三大指标市场份额逐年提升

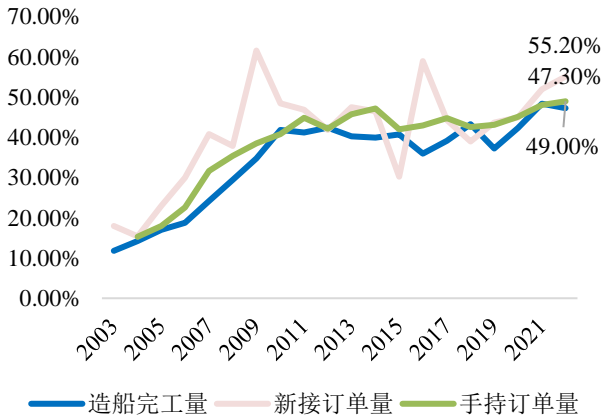


图26：2022 年中国造船完工量、新接订单量产业集中度高



资料来源：中国船舶行业工业协会，浙商证券研究所

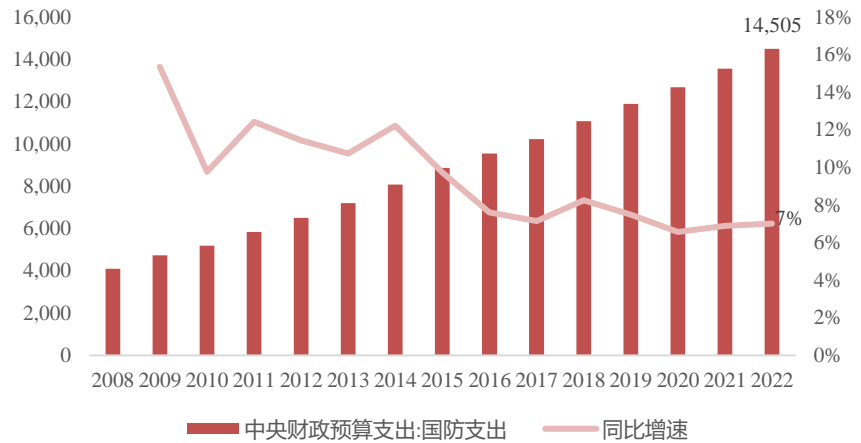
资料来源：中国船舶行业工业协会，浙商证券研究所

3 军品：海军装备核心供应商，军工“内生+外延”双驱动

3.1 “近海防御”走向“远洋护卫”，中国蓝军建设正当时

由“近海防御”向“远洋海军”转变，中国海上军事力量不断发展。中国海军是中国海洋战略力量的关键，也是中国发展自身强大海权的关键。面对日益复杂的安全环境，我国海军战略由近海防御向远海攻防型转变，对海军装备更新需求增加。2021 年我国的国防支出提升至 1.36 万亿元，同比增长 6.9%。2022 年中国国防支出预算为 1.45 万亿人民币，同比增长 7%，受益于国防开支增加与装备升级换代，海军装备采购需求有望不断增长。

图27: 我国 2022 国防支出同比增长 7%，打造现代化军队装备采购需求有望不断增长



资料来源: 国防部官网、浙商证券研究所

黄埔文冲是我国重要的我国海军装备建设的核心企业，先后建造多型多艘舰艇。公司不断坚持“军品为本，民品兴业，相关多元”发展战略，不断巩固在军工行业的地位，一系列及最新型号军用舰船，公司均有不同程度参与。

图28: 某型导弹驱逐舰



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

图29: 某型导弹艇



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

广船国际是华南地区最重要的船舶制造企业之一，可研发、设计建造护卫舰、补给舰等军舰。广船国际为华南地区综合实力最强的特种船建造和保障基地，因军而生，为我国海军装备事业的发展做出贡献，为海军舰艇走向深蓝奠定了更加坚实的基础。

图30: 我军某型补给舰



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

图31: 我军某型医疗船



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

3.2 科研为本发展为基, 中特估、资产整合打开行业发展天花板

南北船是 1999 年国企改革背景下由中国船舶工业总公司拆分而来, 两船本是同根同源, 在民船制造领域有一定竞争关系, 在军船领域上协同: 其中北船集团侧重船舶设计与配套, 南船承担更多军舰制造任务。2019 年两船集团为更好统一发展, 形成合力做大做强我国船舶海洋建设再次合并, 两船集团的历史性统一将打造我国未来军民海洋建设的新起点。

表5: 集团下属重点造船厂主营业务及历史沿革

造船厂	主营业务	地位及历史介绍
大连船舶重工	军船舰艇, 民用船舶(油船和化学品船、散货船、集装箱船、多用途货船、特种船), 海洋工程(自升式钻井平台、半潜式钻进平台、浮式生产设备、模块), 船舶改装/修理/拆解, 重工产业(能源装备、特种装备等)	是中国为海军建造舰船最多的船厂。始建于 1898 年, 经历了俄国筹建统治、日本扩张侵占、苏军解放接管、中苏合资经营等不同时期。1957 年更名为“大连造船厂”, 2005 年整合重组建立了大连船舶重工集团有限公司。
渤海船舶重工	涉及船舶产品(多用途散货船、运木散货船、矿砂船、原油船、成品油船等)和非船产品(钢结构加工、冶金设备和大型水电、核电设备制造)等业务	大型现代企业和国家级重大技术装备国产化研制基地。前身为辽宁渤海造船厂, 2001 年经债转股更名为渤海船舶重工有限责任公司。
武昌船舶重工	产品涵盖军工(新型潜艇), 军贸(扫雷舰、护卫舰、巡逻艇、多用途运输船、巡逻舰), 民船(浮标船、公务艇、高速巡逻艇、救生艇等), 海洋工程装备(钻井平台、水下支撑平台等), 能源装备、市政桥梁、改修船、成套设备等	一个军民互融、动态保军的大型现代化综合性企业。始建于 1934 年, 1953 年更名为武昌造船厂, 2011 年和 2013 年, 武船产业主体分两期进入“中国重工”, 分别成立“武昌船舶重工集团有限公司”和“武汉武船投资控股有限公司”, 统称“武船”。
山海关船舶重工	主要经营船舶修理(修理凯达伦、爱德华 N、卡特里亚等), 制造(液货船、集装箱船、散货船等), 改装(浮船坞改装等), 海洋工程(钻井平台等), 非船产品(码头装卸、储货场等)	公司在船舶市场树立了强有力的“山船品牌”。前身为山海关船厂, 1972 年开始兴建, 2007 年转股改制为山海关船舶重工有限责任公司。
青岛北海船舶重工	公司经营范围主要包括船舶制造(油轮、散货船、集装箱船及化学品船等), 船舶修理, 船舶配套(救生/救助艇、公务艇、交通艇、高速艇等)、海洋工程(钻井平台和工程船等)。	国家“十一五”重点建设的三大造船产业基地之一。始建于 1898 年, 2011 年, 经过资产重组成为中国船舶重工股份有限公司控股子公司, 2016 年, 成为武船集团控股子公司。
天津新港船舶重工	海洋装备(散货船、集装箱船、油船及火车/汽车滚装船、医院船、半潜船、渔业加工船等)和海上防务装备(科考船、钻采平台、FPSO 等海洋开发装备、各类公务船、军舰舰船等)	在 60 多年的发展过程中积累了丰富的造船、修船技术和管理经验, 曾获全国“十佳企业管理优秀单位”称号。前身天津新港船厂, 始建于 1940 年。
江南造船	多型国防新产品、液化气船、集装箱船、散货船、汽车滚装船、化学品船、火车渡轮、成品油船、自卸船等	我国历史最悠久的军工造船企业。创建于 1865 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”。
外高桥造船	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	成立于 1999 年, 拥有外高桥造船海洋工程、控股江南长兴重工、外高桥海洋工程设计、中船船用锅炉、中船圣汇装备公司, 参股上海江南长兴造船。
沪东造船	雄厚的船舶开发、设计、和建造实力, 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。	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”。

广船国际	在 MR、AFRA、VLCC、VLOC 型船舶, 以及半潜船, 客滚船、极地运输船等高技术、高附加值船舶和军辅船、特种船等船型方面掌握核心技术	华南地区最大最强的军辅船生产和保障基地。1914 年“广南船坞”成立, 1993 年改制上市, 2014 年收购广州中船龙穴造船, 2015 更名为广船国际有限公司。
黄埔文冲	华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地; 中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地	由原广州中船黄埔造船有限公司和广州文冲船厂有限责任公司组成
桂江造船	是华南地区中小型水面战斗舰艇、军用辅助船舶、民用船舶的重要生产基地。具备建造型长 100 米、型宽 16 米范围内的 3000 吨级以下各类军、民船舶的生产能力。	中型军工造船企业, 前身是江南造船厂于 1965 年在华南地区设立的一个抗美援朝造船工地, 1969 年正式建厂, 2006 年改制为国有独资有限公司。

资料来源: 集团官网、各研究所、浙商证券研究所

船舶集团研发实力强劲, 下辖多家研究院所, 集中了我国船舶系统设计、舰船动力、舰船电子、水中兵器、海洋工程、民船造修、特种试验等各个方面。集团重视研发生产, 以打造全球民用高端船型为己任, 多年来在造船业务不断精进突破; 同时承担我国海军装备建设发展的重要使命, 在水面战斗舰艇, 水下潜艇、深海兵器、海洋配套方面均承接国家重大科研项目。集团重视研发, 多家下属院所支撑海军装备建设保障, 成为我国海军装备大发展的坚实后盾。

表6: 集团下属重点研究院所业务概览, 分为船舶设计、船舶制造、船用配套、船舶动力、船舶材料、技术研究等

业务类型	简称	科研院所	成立年份	主营业务
船舶设计	701所	中国船舶研究设计中心	1958	航母等总体设计项目, 新一代常规潜艇
	719所	武汉第二船舶设备研究所	1960	舰船总体研究设计, 新型攻击核潜艇、战略核潜艇
	611所	上海船舶工艺研究所		军用舰船、民用船舶和海洋工程建造
	708所	中国船舶及海洋工程设计研究院		军船设计、民用船舶、海工及装备设计开发
	上船院	上海船舶研究设计院		民用船舶设计
	广船院	广州船舶及海洋工程设计研究院		船舶及海洋工程研究
船舶制造	7院	中国船舶研究院	1961	船舶武器装备发展战略研究、舰船系统顶层技术研究
	709所	武汉数字工程研究所	1956	信息指挥系统、计算机加固技术、容错技术、并行处理技术、网络技术、软件工程、图形处理
船用配套设备	707所	天津航海仪器研究所	1961	舰船导航系统和操纵控制系统
	715所	杭州应用声学研究所	1958	声学、光学、磁学探测设备
	716所	江苏自动化研究所	1965	电子信息、机械与工业自动化设备、能源与能源装置、新材料
	717所	华中光电技术研究所	1960	潜基光电探测、天文导航、光电系统集成技术和光电对抗系统
	722所	武汉船舶通信研究所	1968	船舶综合通信系统和配套设备
	723所	扬州船用电子仪器研究所	1968	船舶综合通信系统和配套设备
船舶动力	726所	上海船舶电子设备研究所	1966	水声电子、超声设备、海洋开发和船用电子设备
	703所	哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究所 中船动力研究院有限公司	1961	船舶蒸汽动力装置、燃气动力装置 船舶动力系统设计创新研发
	711所	上海船用柴油机研究所	1963	柴油机、热气机、动力系统集成、船舶机舱自动化、节能环保设备、能源服务
船舶材料	712所	武汉船用电力推进装置研究所	1963	电力推进、潜艇动力电池和鱼雷动力电池
工程、技术研究、试验发展	725所	洛阳船舶材料研究所	1961	船舶材料研制和工程应用研究
	6313所	天津修船技术研究所	1984	修船工艺、标准制定、船舶海洋工程设计
	702所	中国船舶科学研究中心	1951	船舶及海洋工程领域
	704所	上海船舶设备研究所	1956	船舶特辅机电设备
	705所	西安精密机械研究所	1958	水中兵器与发射装置研究设计
	710所	宜昌测试技术研究所	1958	海洋工程、磁学专业
	718所	邯郸净化设备研究所	1966	船舶陆地环境系统工程和化学及其他能量应用技术
	724所	南京船舶雷达研究所	1970	大型电子信息系统和海用探测系统装备研制技术
	760所	大连测控技术研究所	1975	船舶噪声振动检测试验, 海洋工程测试研究及海上试验技术
	12所	热加工工艺研究所	1964	舰船动力和水中兵器特种热加工技术研制
	750所	昆明船舶设备研究试验中心		水下和空中特种装备产品大型试验测试
其他	九院	中国船舶工业第九设计研究院		综合工程设计勘察、规划、环评、工程咨询及监理
	系统院	中船系统工程研究院		舰船作战指挥系统、编队指挥系统、联合作战指挥系统
	勘察院	中船勘察设计研究院		工程项目勘察监测
	714所	船舶信息研究中心	1963	综合科技情报
	76所	重工集团公司技术档案馆	1999	各类档案资料
	713所	郑州机电工程研究所	1963	机电成套设备研制和工程应用
	6354所	九江精密测试技术研究所		精密测试、精密加工、精密测量
综合院	中国船舶工业综合技术经济研究院		国防战略决策支持参考	

资料来源: 集团官网、各研究所、浙商证券研究所

“行政合并-产业梳理-资产整合”, 三家整船制造企业有望整合。

集团资产计划分四个产业方向、打造十个产业板块, 包括海洋装备产业(船舶与海工装备、动力装备、水中装备)、战略新兴产业(电子信息、新能源、新材料)、机电装备产业(交通运输、特种装备)、生产性现代服务业(军贸物流、金融服务)等产业格局, 概括为四大领域、十大军民融合产业方向。我们认为随着产业版块逐步明确, 集团整体资本运作空间较大, 集团公司从小体量公司为开端, 多家上市平台有序整合, 逐步剥离不良资产, 整合解

决同业竞争问题，并注入优良院所和科技类资产。多家上市公司有望从集团高科技类资产整合中获益，承接科研院所优质资产。

“中特估”打造国企模范，优质造船厂有望持续受益。中船防务作为集团下属核心造船公司之一，其在追求经济效益的同时也承担了诸多社会责任及我国军民船舶海洋项目建设任务，通过提高国企的估值水平，可以吸引更多的投资，为国企发展提供更多的资金支持，也可以增强国企的市场竞争力，推动国企的创新和发展，从而推动我国经济的持续健康发展，对深化国企改革、提高国企估值、做大做强国企有重要意义。公司作为船舶集团旗下唯一港股上市平台，后期有望助力集团在打造国际化龙头企业、推动国企“出海”、提升集团全球化竞争力、加强军贸外贸方便起到关键性作用。

4 盈利预测及假设

我们综合行业发展及公司实际情况，做出如下关键假设：

船舶造修业务：

根据克拉克森数据显示，民船航运景气上行周期已经到来，箱船、干散、油轮三者共同量价齐升。中船防务是集海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科技应用装备四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团，专注于资产经营、投资管理，有望显著受益于全球航运市场大爆发的快速增长。公司经营接单取得突破，实现支线集装箱船、重吊船、散货船等主建船型批量承接，后续新接订单有望受益于下游需求增长及航运复苏导致的价格持续上涨，未来业绩有望进一步提升，实现超预期营收。

假设 1：受益于集装箱行业 2020 年起运价上涨，集装箱船东于 2020-2021 年显著盈利，集装箱船于 2021 年新接订单同比大幅上涨；考虑到一艘船建造时间约 2 年左右，预计公司 2023 年交付完成订单主要为 2021 年新签订单，集装箱船占比较高；由于集装箱船东在手现金充足，产能紧张导致集装箱船价格有望维持高位，且换船周期促使后续新增需求饱满，预计 2023-2025 年集装箱船仍为主要交付船型，收入占比分别为 50%、55%、56%，收入增速分别为 141%、37%、15%；因为供需格局紧张导致船价上涨，公司成本端供需格局较好，原材料及人工等无明显涨幅，所以船价上涨导致集装箱船盈利能力提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 27%、31%、31%。

假设 2：根据公司 2022 年财报数据显示，干散货船收入占比为造修船总业务的 9%；考虑到干散货船新接订单无明显涨幅，公司后续产能预计将较大幅度让位于集装箱船，预计 2023-2025 年干散货船收入占比较低，分别为 3%、3%、3%；因 2021 年主要为集装箱船有显著的“量价齐升”，干散货船于 2021 年新签订单预计金额及数量无明显增长，后续随行业周期更新迭代有小幅订单提升，故 2023 年干散货船收入预计同比下降，2024-2025 年小幅度提升，预计 2023 年同比下降 49%。2024、2025 年同比提升 21%、17%。

假设 3：根据公司 2022 年财报数据显示，特种船收入占比为造修船总业务的 62%，特种船主要由多款军用舰船构成，受益于我国国防军工十四五大发展，海军建设是其中重要构成，打造一支强有力的作战队伍是长期发展趋势。公司是中国船舶集团有限公司属下大型骨干造船企业和国家核心军工生产企业，控股子公司黄埔文冲是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，是中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。后期公司军船业务有望随国防装备建设持续推进，预计 2023-2025 特种船收入分别为 53/58/64 亿，同比增长 8%、10%、10%。

假设 5：钢材价格自 2021 年下半年波动下行，公司成本压力减轻，产品涨价+成本

端压力减轻构成公司毛利率提升关键。航运周期底部反弹+供给扩产受限，供不应求导致船价自2021年大幅上涨后，预计2022年新签订单仍有小幅上涨，产品涨价构成毛利率提升主要因素；后期随规模效应、公司管理提升等系列降本增效措施，公司产品毛利率有望持续提升；钢材作为船舶制造主材料之一，其价格涨跌与造船成本有相关协同，结合公司灵活进行钢材采购对冲风险、工艺提升增加成材率等，长期成本端改善可控。

综上，预计集装箱船2023-2025年分别实现营业收入56/77/88亿元，同比增长141%/37%/15%，毛利率27%/31%/31%；预计散货船分别实现营业收入3/4/5亿元，同比增长-49%/21%/17%，毛利率39%/42%/43%；预计特种船及其他分别实现营业收入53/58/64亿元，同比增长8%/10%/10%，毛利率10%/10%/10%。

表7：公司造船业务营收（亿元）及毛利率

日期	2022	2023E	2024E	2025E
集装箱船				
收入（亿元）	23	56	77	88
yoy		141%	37%	15%
毛利率	11%	27%	31%	31%
散货船				
收入（亿元）	7	3	4	5
yoy		-49%	21%	17%
毛利率	-3%	39%	42%	43%
特种船及其他				
收入（亿元）	49	53	58	64
yoy		8%	10%	10%
毛利率	8%	10%	10%	10%
合计	79	112	139	157
Yoy		43%	24%	13%
毛利率	8%	19%	22%	23%

资料来源：Wind，浙商证券研究所；备注：上述产能及产值等情况，均为浙商证券研究所通过假设估计测算，不代表上市公司官方意见，具体公司情况请参考公司公告

钢结构工程业务：公司在业界具备良好口碑，承接建造了深中通道、港珠澳大桥等重点项目的钢结构工程，海上风电装备成功出口海外市场。预计2023-2025年，钢结构工程营业收入分别为16/17/18亿元，同比增长5%/5%/5%。

表8：公司钢结构工程业务营收（亿元）及毛利率

	2022A	2023E	2024E	2025E
钢结构工程				
营业收入	15.34	16.11	16.92	17.77
yoy	-	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.00%	10.00%	10.00%	8.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

修船、海工机电及其他业务：公司提供一般船舶的修理及改造业务，维修周期短，现阶段市场稳定，后续预计无明显增幅，预计2023-2025年，修船业务营业收入分别为19/19/20亿元，毛利率为3%/3%/3%。

预计 2023-2025 年，海工机电及其他营业收入分别为 15/15/15 亿元，毛利率为 10%/10%/10%。

表9：公司修船、海工机电及其他业务营收（亿元）及毛利率

	2022A	2023E	2024E	2025E
修船业务				
营业收入	18.92	18.92	18.92	19.88
yoy	-	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	1.00%	3.00%	3.00%	3.00%
海工机电及其他业务				
营业收入	14.88	14.88	14.88	14.88
yoy	-	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，预计公司 2023-2025 年实现营收 162/190/210 亿元，同比增长 26.86%/16.85%/10.46%。

表10：公司综合营业收入（亿元）及毛利率

	2022A	2023E	2024E	2025E
船舶造修业务（亿元）				
营业收入	78.80	112.40	138.95	157.00
yoy	-14.28%	42.65%	23.62%	12.99%
毛利率	7.62%	19.45%	22.33%	22.60%
钢结构工程业务（亿元）				
营业收入	15.35	16.11	16.92	17.77
yoy	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	4.75%	10.00%	10.00%	8.00%
修船业务（亿元）				
营业收入	18.93	18.93	18.93	19.88
yoy	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	0.53%	3.00%	3.00%	3.00%
海工机电及其他业务（亿元）				
营业收入	14.88	14.88	14.88	14.88
yoy	107.08%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
总计				
营业收入	127.95	162.32	189.68	209.52
yoy	9.63%	26.86%	16.85%	10.46%
毛利率	6.51%	15.73%	18.33%	18.61%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 投资建议

公司在全球新造船市场回升的背景下，受益于国际航运市场回暖+集装箱海运需求旺盛+新造船价格持续上扬+老船更新周期到来，下游船东在手现金充足促进换船需求持续上涨+环保减排推动船舶更新需求增加，公司利润有望实现爆发式增长。公司紧抓市场机遇，做强做优主责主业，以改革创新为动力，军民融合为模式，后续有望持续提升公司发展质量，打开公司长期发展空间。

净利率提升核心逻辑：供不应求导致的产品涨价+高附加值型船放量+订单强确定性有力保障业绩持续释放。我们预测公司 2023-2025 年实现归母净利润 11.73/18.96/22.91 亿元，PE 分别为 55/34/28 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表11：可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB(MRQ)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600150.SH	中国船舶	1,388	26.74	63.59	90.35	51.91	21.83	15.37	3.05
600764.SH	中国海防	194	8.12	10.24	12.87	23.93	18.98	15.10	2.49
601890.SH	亚星锚链	107	2.17	2.93	3.88	49.40	36.55	27.56	3.23
601989.SH	中国重工	1,063	17.35	52.88	82.58	61.24	20.09	12.87	1.27
600482.SH	中国动力	488	7.53	14.29	25.98	64.87	34.18	18.80	1.38
	平均		12.38	28.78	43.13	50.27	26.33	17.94	2.28
600685.SH	中船防务	421	11.73	18.96	22.91	55.39	34.28	28.36	2.74

注：市值截至 2023 年 7 月 10 日，资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所整理

7 风险提示

造船需求不及预期风险：全球疫情反复叠加地缘政治冲突、经济下滑、气候异常等多重干扰，对全球海运市场复苏情况影响较大，新接造船订单可能不及预期，从而影响公司造船需求不及预期的风险。

原材料价格波动风险：船舶制造成本中钢材占据重要地位，由于造船价格为签单时锁定相关材料价格，后期钢材价格上涨将显著影响造船企业成本。后期可能面临大宗商品价格上涨导致造船企业成本端压力较大，从而影响公司利润释放的风险。

客户风险：受世界经济与航运贸易，及新冠肺炎疫情等因素影响，船东可能出现融资困难、资金紧张的情况，导致拖欠船款、延迟确认交付及修改合同甚至弃船情况的发生，造成公司存在在手订单违约的风险。

市场利率风险：市场利率风险产生于银行借款，主要来自于市场利率变动带来的不确定性。按浮动利率计价可能会使本集团承受现金流量利率风险，按固定利率计价可能会使本集团承受公允价值利率风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	25845	27719	31901	35940	营业收入	12795	16232	18968	20952
现金	14814	14608	17623	20865	营业成本	11917	13680	15490	17053
交易性金融资产	30	50	70	110	营业税金及附加	20	29	31	35
应收账款	1154	1311	1401	1431	营业费用	109	114	170	171
其它应收款	61	131	132	138	管理费用	548	695	803	894
预付账款	2892	2554	3277	3643	研发费用	576	325	379	377
存货	4354	5572	6416	6746	财务费用	(449)	144	74	(1)
其他	2541	3492	2982	3005	资产减值损失	102	130	133	126
非流动资产	20635	19620	19753	19267	公允价值变动损益	(23)	(23)	(23)	(23)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	618	30	20	20
长期投资	5576	5156	5228	5320	其他经营收益	128	99	100	79
固定资产	5355	5074	4779	4472	营业利润	695	1222	1983	2374
无形资产	910	880	850	819	营业外收支	5	4	4	4
在建工程	277	222	177	142	利润总额	700	1225	1987	2378
其他	8516	8289	8719	8513	所得税	(10)	8	14	(0)
资产总计	46480	47339	51654	55207	净利润	710	1217	1973	2378
流动负债	24361	23270	25503	26738	少数股东损益	22	44	77	87
短期借款	2881	2282	2359	2507	归属母公司净利润	2	1173	1896	2291
应付款项	7526	9835	11101	11750	EBITDA	1126	1727	2458	2811
预收账款	0	4	1	2	EPS (最新摊薄)	0.32	0.54	0.87	1.05
其他	13955	11150	12040	12478					
非流动负债	3368	3330	3439	3379					
长期借款	2230	2230	2230	2230	主要财务比率				
其他	1137	1099	1209	1149					
负债合计	27729	26600	28942	30117	成长能力				
少数股东权益	3163	3206	3283	3370	营业收入增长率	9.63%	26.86%	16.85%	10.46%
归属母公司股东权益	15588	17533	19428	21720	营业利润增长率	84.77%	75.83%	62.32%	19.71%
负债和股东权益	46480	47339	51654	55207	归属母公司净利润	95.96%	70.46%	61.57%	20.86%
					获利能力				
					毛利率	6.86%	15.73%	18.33%	18.61%
					净利率	5.55%	7.50%	10.40%	11.35%
					ROE	3.68%	5.94%	8.73%	9.59%
					ROIC	3.40%	5.56%	8.00%	8.56%
					偿债能力				
					资产负债率	59.66%	56.19%	56.03%	54.55%
					净负债比率	23.70%	23.60%	20.67%	20.84%
					流动比率	1.06	1.19	1.25	1.34
					速动比率	0.88	0.95	1.00	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.35	0.38	0.39
					应收账款周转率	11.93	13.40	12.91	12.58
					应付账款周转率	2.29	2.45	2.22	2.28
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.32	0.54	0.87	1.05
					每股经营现金流	0.92	-0.44	1.58	1.40
					每股净资产	11.03	8.03	8.89	9.94
					估值比率				
					P/E	94.41	55.39	34.28	28.36
					P/B	2.70	3.71	3.35	2.99
					EV/EBITDA	14.45	34.86	23.19	19.24

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>