

中国船舶 (600150.SH)

造船行业龙头企业，穿越周期迎来曙光

核心观点:

- **中国船舶工业集团公司核心民品主业上市平台。**中国船舶在 2020 年资产重组后旗下拥有江南造船厂、外高桥造船、广船国际、中船澄西、中船动力集团 5 家控股子公司，在船舶建造上下产业链均有覆盖。公司的船舶建造业务涵盖军民品，其中民用船包括油轮、散货船、集装箱船等三大主力船型以及超大液化气船、自卸船等特种船。
- **造船行业穿越下行周期，迎来量价齐升。**现有船队中主流船型船龄自上一轮周期后处于长期上升通道中，更新需求涌现；同时近年来环保需求对于原有船舶的更新换代起了助推作用。根据 Clarkson 数据，2021 年新增订单回升趋势明显，截至 10 月底新增订单累计 10,745 万载重吨，同比增长 150.42%，订单金额累计 939 亿美元，同比增长 172.21%。新增造船订单价格从去年年底开始持续上行，今年截至 10 月新船价格指数整体相较于去年年底上升 21%，二手船价格指数上升 95%。
- **中国船舶作为行业龙头有望充分受益行业复苏。**据 Clarkson 数据，在我国交付船舶载重占全球比例不断上升，由 2016 年 36% 上增至 2021 年（截至 11 月）的 47%，中国船舶的四家子公司在我国交付船舶载重中的占比在 20% 左右。根据中国船舶定期报告，2021 年上半年新增造船订单 93 艘，共计 964.4 万载重吨，实现同比增长 200% 以上，充分受益行业复苏。
- **盈利预测与投资建议：**当前造船产业处于景气度上升期，我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 5.09/16.59/28.84 亿元。由于造船产业周期性较强，参考历史情况，我们给予中国船舶 2022 年每股净资产 3.7 倍 PB 估值，接近公司历史平均 PB 估值水平，对应每股合理价值 39.29 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响风险；成本上涨风险；内部管理风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	52,657	55,244	58,302	66,807	93,578
增长率 (%)	211.4	4.9	5.5	14.6	40.1
EBITDA (百万元)	992	2,079	4,725	6,226	7,521
归母净利润 (百万元)	2,029	306	509	1,659	2,884
增长率 (%)	314.7	-84.9	66.5	225.9	73.8
EPS (元/股)	1.47	0.07	0.11	0.37	0.64
市盈率 (P/E)	14.78	258.72	218.45	67.03	38.57
ROE (%)	13.2	0.7	1.1	3.5	5.8
EV/EBITDA	23.15	21.81	18.42	12.37	8.80

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	24.87 元
合理价值	39.29 元
报告日期	2021-12-18

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4472.43/2443
总市值/流通市值(百万元)	111229/60765
一年内最高/最低(元)	29.82/14.10
30 日日均成交量/成交额(百万)	73.73/1780
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-4.38/46.32

相对市场表现



分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师:

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

联系人:

范方舟 021-38003800

fanfangzhou@gf.com.cn

目录索引

一、中船集团核心军民品主业上市公司.....	5
(一) 国资控股船舶建造企业，不断整合铸就行业龙头.....	5
(二) 穿越全球船市周期低谷，多元业务迎来黎明曙光.....	7
二、船舶市场穿越周期，总量结构机会同在.....	10
(一) 船舶建造行业产业链相关介绍.....	10
(二) 终端海运需求回暖，新增订单量价齐升.....	11
(三) 船队更新需求涌现，环保要求催化旧船淘汰.....	14
三、船舶市场三足鼎立，中国船舶举足轻重.....	16
(一) 中国造船实力增强，多项指标世界第一.....	16
(二) 中国船舶独占鳌头，五家子公司协力发展.....	19
四、盈利预测与投资建议.....	27
(一) 盈利预测.....	27
(二) 投资建议.....	29
五、风险提示.....	30
(一) 新冠肺炎疫情影响仍将持续.....	30
(二) 原材料价格等成本上涨风险.....	30
(三) 业务整合和内部控制风险.....	30

图表索引

图 1: 中国船舶上市以来发展历程	5
图 2: 中国船舶股权架构	6
图 3: 中国船舶 2007 年以来的业绩表现	8
图 4: 中国船舶业绩表现与全球船市节奏大致保持一致	8
图 5: 中国船舶各项业务毛利率变化	9
图 6: 中国船舶净利率与毛利率变化趋势基本一致	9
图 7: 中国船舶期间费用在营收中占比	9
图 8: 中国船舶货币资金及现金流情况 (亿元)	9
图 9: 船舶建造行业产业链示意	10
图 10: 船舶建造中部分外包模块设备示意	11
图 11: 1960 年代以来的船舶订单与交付情况	12
图 12: 1960 年代以来的船舶价格变化	12
图 13: 1996 年以来全球船舶新增订单及金额	13
图 14: 1996 年以来全球船舶新增订单及金额	13
图 15: 2005 年以来全球海运运力及增速	14
图 16: 2005 年以来全球船舶在手订单及占运力比重	14
图 17: 1990 年以来全球海运贸易量及增速	14
图 18: 2000 年以来平均每吨货物的运送距离 (英里)	14
图 19: 2005 年以来全球三大主流船型船龄 (年)	15
图 20: IMO 关于减少船舶温室气体排放初步战略	16
图 21: 1996 年以来全球船舶新增订单数量国别分布	16
图 22: 1996 年以来全球船舶新增订单载重国别分布	16
图 23: 1996 年以来新增订单平均载重 (万载重吨/艘)	17
图 24: 1996 年以来新增订单平均价格 (万美元/艘)	17
图 25: 2016-2021 年头部船企交付订单 (艘)	18
图 26: 2016-2021 年头部船企交付订单 (万载重吨)	18
图 27: 2021 年中船集团交付船舶数量类型分布	18
图 28: 2021 年韩国现代交付船舶数量类型分布	18
图 29: 2021 年中船集团交付船舶载重类型分布	19
图 30: 2021 年韩国现代交付船舶载重类型分布	19
图 31: 中国交付船舶载重占全球交付载重比例	20
图 32: 中国船舶各子公司占中国交付载重比例	20
图 33: 江南造船民品船舶及相关产品部分品类	21
图 34: 外高桥造船船舶及相关产品部分品类	22
图 35: 2007 年以来外高桥造船营收盈利情况	22
图 36: 中船澄西船舶及相关产品部分品类	23
图 37: 2007 年以来中船澄西营收盈利情况	24
图 38: 广船国际造船产品品类	25
图 39: 中船动力集团动力产品部分品类	26

图 40: 2007 年以来沪东重机营收盈利情况	26
图 41: 中国船舶和可比公司历史 PB (MRQ)	29
表 1: 中国船舶主要业务情况介绍	6
表 2: 中国船舶业务营收拆分 (单位: 亿元)	28
表 3: 可比公司 PB 估值	29

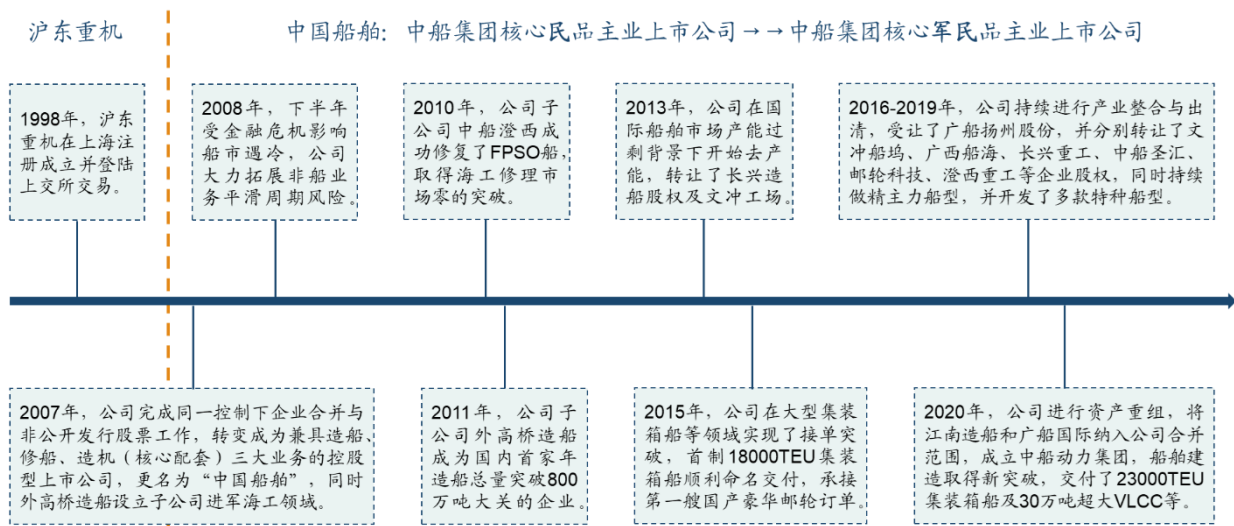
一、中船集团核心军民品主业上市公司

(一) 国资控股船舶建造企业，不断整合铸就行业龙头

上市以来经历不断整合重组，成为全球船舶建造领域龙头。公司的前身沪东重机股份有限公司由中国船舶工业集团公司下属的沪东造船厂和上海船厂两家企业联合发起，于1998年5月12日在上海注册成立，同年5月20日登陆上交所交易。2000年沪东重机在国内船用中低速柴油机市场占有率达到65%，2004年产量在世界上排名第五位，2005年柴油机年产量突破100万马力。

2007年公司完成资产重组，公司名称变更为中国船舶工业股份有限公司，主营造船、修船、造机（核心配套）三大业务，成为中国船舶工业集团公司核心军民品主业上市平台。而后公司在不断做尖做精造船等原有业务的基础上，大力拓展海洋工程、机电设备等非船业务。根据公司历年年报，2011年外高桥造船交付“海洋石油981”3000米深水钻井平台，中船澄西成功修复FPSO船舶；2015年外高桥造船承建的首制18000TEU集装箱船顺利命名交付，承接了6艘当时世界上最大的21000TEU超大型集装箱船建造项目与第1艘国产豪华邮轮项目；2018年外高桥造船建成了全球首艘40万吨智能超大型矿砂船、35万吨海上浮式生产储卸油装置等，不断升级优化船型结构。同时为应对2008年船舶市场遇冷后的产能过剩情况，公司先后转让了长兴造船、文冲船坞、澄西重工等子公司股权与一部分海工订单，持续整合资源聚焦主业，引领着船舶海洋工程高精尖技术的发展。

图 1：中国船舶上市以来发展历程



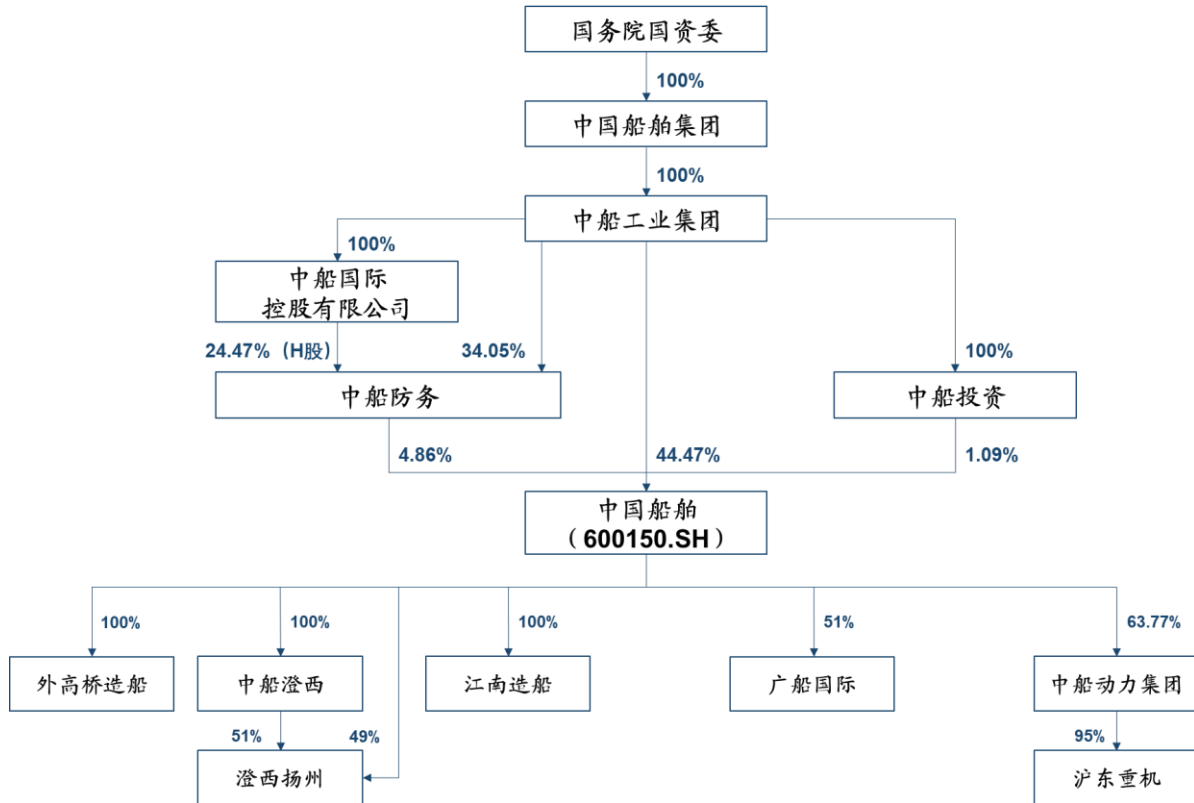
数据来源：中国船舶历年年报、广发证券发展研究中心

国务院国资委为公司实际控制人。中船工业集团直接持有公司44.47%股份，并通过中船防务与中船投资间接持有公司5.95%股份，合计持有公司50.42%的股份，为公司的直接控股股东。据公司10月最新公告，控股股东股权无偿划转已完成工商变更登记，中国船舶集团将取得中船工业集团100%的股权，从而间接控制公司50.42%的股份。

经过重大资产重组，成为中船集团核心军民品主业上市公司。据公司年报，2020年

公司完成了资产重组，江南造船和广船国际纳入公司合并范围。此外公司以持有的沪东重机 100% 股权出资，控股股东中船集团以其持有的中船动力 100% 股权、动力研究院 51% 股权以及中船三井 15% 股权出资，合资设立中船动力集团。截至目前，公司共拥有 5 家二级控股子公司，分别为外高桥造船、中船澄西、江南造船、广船国际、中船动力集团，其架构如下图所示。

图 2：中国船舶股权架构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：三级子公司因数量较多此处仅列示重要性较高的澄西扬州与沪东重机。

公司子公司覆盖完整的船舶行业产业链。据公司年报，公司从事业务可分为造船业务、修船业务、动力业务、海洋工程、机电设备五块，其中造船业务在军用舰船之外，覆盖了三大主力船型、超大液化气船、液化石油气船以及化学品船、沥青船等其他特种船型；修船业务包括各类船型的常规修理以及船舶改装工作；动力业务主要为沪东重机承担的大功率中、低速柴油机动力业务；海洋工程包括半潜船、FPSO、海洋石油钻井平台等产品；机电设备则更为多元，产品如风塔、脱硫塔、地铁盾构等等。公司的五大业务协调并举，同时发展，可以为客户提供全方位服务。

表 1：中国船舶主要业务情况介绍

业务板块	业务主体	业务内容
造船业务	江南造船	军用舰船；东方红 3 号、科考船、极地破冰船等各类特种船舶；远望系列、大型海监船等公务船；22000/23000 箱系列超大型集装箱船；超大液化气船（VLGC）；液化石油气船（LPG）。
	外高桥造船	大型邮轮；三大主力船型（大型散货船、集装箱船和大型油轮）主要产品包括：10 万吨以上散货船、17 万吨散货船、20 万吨级好望角型散货、40 万吨超大型矿砂船（VLCC）等；14000 箱/18000 箱/21000 箱系列超大型集装箱船；11.3 万吨阿芙拉型油轮、15.8 万吨苏伊士油轮，以及 20 万吨以上超大型油轮（VLCC）；设

		计研发了 8.5 万立方米超大液化气船 (VLGC)、38 米型宽油船、32 米型宽超大液化气船 (VLGC)、LNG 动力船舶、极地运输船舶等特种船舶。
	中船澄西	3.5 万吨~8.5 万吨系列散货船、1800/2200 箱集装箱船、5 万/5.56 万吨油轮、1.86 万/2.5 万吨化学品船、7500 吨/7800 吨/37000 吨沥青船, 2.15 万吨/2.6 万吨/3.55 万吨/4 万吨/7.19 万吨自卸船等特种船舶。
	广船国际	军用舰船; 成品油轮 (MR)、阿芙拉油轮、超大型油轮 (VLCC)、超大型矿砂船 (VLOC); 8.2 万吨散货船、灵便型液货船、成品油船、LNG/燃油双燃料及各类客滚船; 化学品船、极地模块运输船、极地凝析油轮等特种船舶。
修船业务	中船澄西	船舶改装 (自卸船改装、牲畜船改装、大型矿砂船改装转运平台、集装箱船加长改装、大开口船加长改装等) 常规修理 (船体钢质工程、船体机电维修和船体油漆工程)。
	广船国际	大型散货船、集装箱船和大型油轮等三大主力船型修理。
	江南造船	各类特种船舶修理。
动力业务	中船动力集团	大功率中、低速柴油机动力业务等研发制造。
	广船国际	半潜船。
海洋工程	外高桥造船	浮式液化天然气生产储卸装置 (FPSO)、半潜式、自升式 (JU2000E、CJ46、CJ50) 海洋石油钻井平台、海工辅助船等。
	中船澄西	风塔、脱硫塔等。
机电设备	中船动力集团	地铁盾构、核电设备、挥发性有机物 (VOCs) 设备等。
	广船国际	大型钢结构、港口机械、电梯、风电、机电产品及软件开发等。

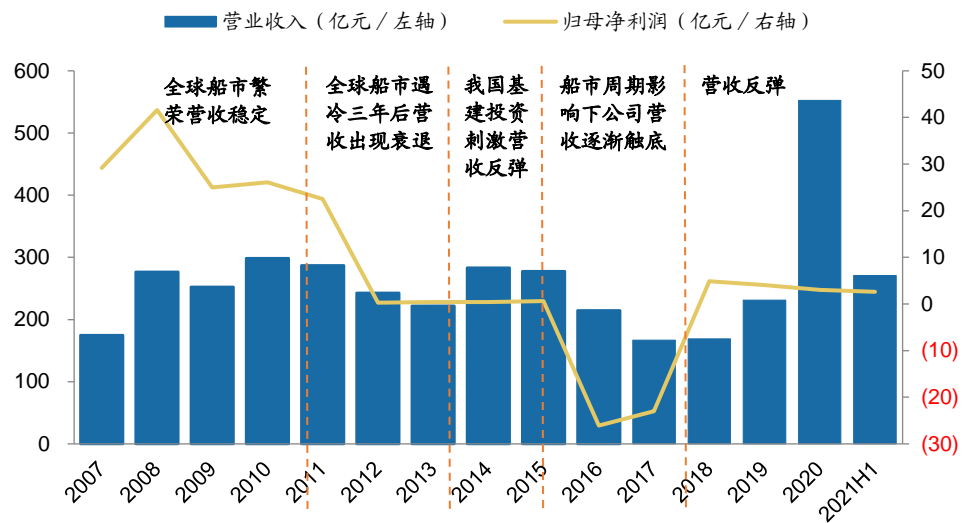
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 穿越全球船市周期低谷, 多元业务迎来黎明曙光

公司业绩表现与全球船市周期基本保持一致。据公司年报, 2007 年公司重组更名为中国船舶后, 借全球船市繁荣的东风业绩保持上升趋势, 阶段性营业收入高点出现在 2010 年, 这也是全球船舶交付订单接近高点的年份。而后公司营收在全球船市整体衰退的背景下开始出现下滑趋势, 中间的 2014-2015 年由于我国基建投资刺激带来的船舶市场新增订单反弹, 公司营收亦有所恢复。2019 年随着船市逐渐触底公司业绩出现反弹, 2020 年资产重组将江南造船与广船国际纳入并表范围后营收有了较大幅度的跃升。

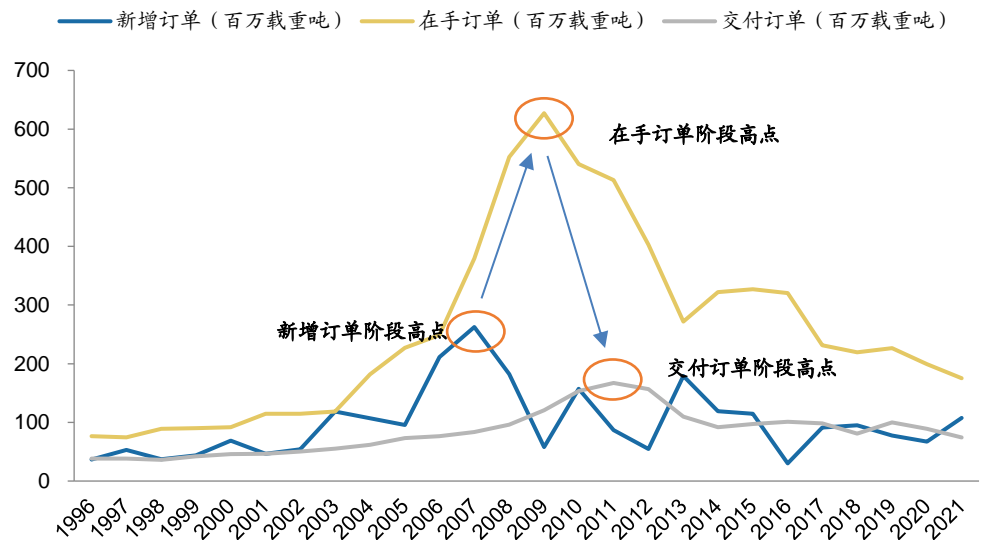
2021 年以来公司业务实现恢复与发展。据公司公告, 2021 年上半年全球经济小幅回升, 国际航运市场回暖, 集装箱海运需求旺盛, 公司实现营业收入 271.02 亿元, 同比增长 14.18%, 归母净利润 2.60 亿元, 同比增长 81.30%。

图 3: 中国船舶 2007 年以来的业绩表现



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 4: 中国船舶业绩表现与全球船市节奏大致保持一致



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

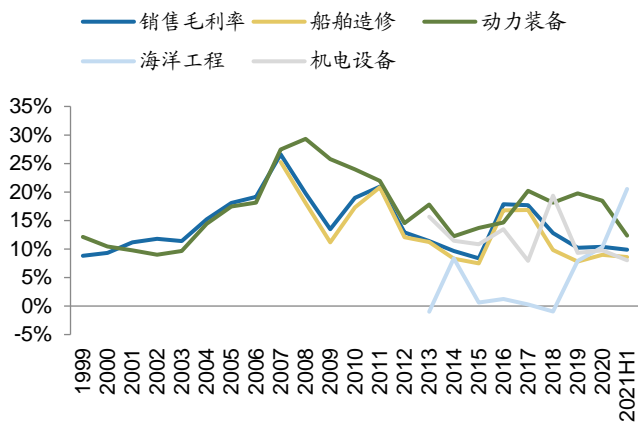
毛利率整体波动较大。公司整体销售毛利率亦受船市周期影响明显，在 2007 年前后分别与营收占比最高的动力业务（柴油机）与船舶造修保持相对一致。据公司年报，公司毛利率于船市繁荣的 2007 年达到 26.60% 的高点，随后开始下滑，仅在 2010-2011 年内与 2016-2017 年两个阶段趋势有所缓和，至 2020 年下滑到 10.41%。净利率方面，除 2016-2017 年公司计提手持船舶及海工订单减值损失等原因导致毛利率异常低外，其变化趋势与毛利率基本保持一致。

船舶造修方面，据公司年报，2007 年后受船舶市场量价齐跌的影响，船舶造修业务毛利率出现猛跌，2010-2011 年及 2016-2017 年两个阶段因大宗钢材成本下降，毛利率稍有反弹，而后均继续下滑，至 2020 年该部分毛利率为 9.00%。

动力业务方面，受船舶市场需求萎缩等因素影响开始下跌，但仍保持在较高水平，直至 2012 年因柴油机销售价格出现较大幅度下降，该部分毛利率随之下降到 14.54%。2014 年触底后因毛利率相对较高的中速机销售比重同比增加，动力业务毛利率开始反弹，2020 年为 18.46%。

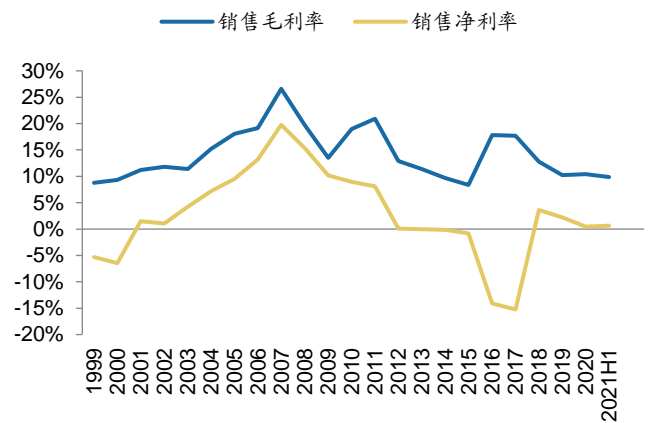
海洋工程方面，2015-2018 年四年时间全球海工市场长期处于低谷，产品交付困难，部分产品订单遭到取消，这期间公司海洋工程毛利率在 0 附近徘徊。对此公司采取转移订单、参与投资设立合伙企业等方式积极推动海工设备“去库存”，经过四年的阵痛期后在 2019 年取得了初步成效，2020 年为 10.33%。

图 5：中国船舶各项业务毛利率变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 6：中国船舶净利率与毛利率变化趋势基本一致

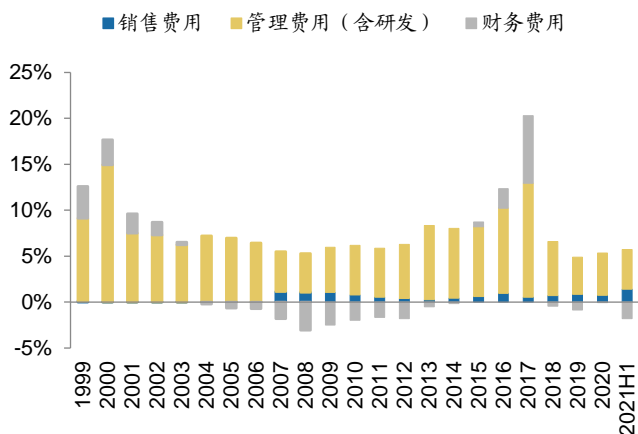


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

近些年期间费用在营收中占比趋于稳定，保持经营性现金流净流入。据公司年报，船市周期调整以来由于经营困难带来费用支出增长以及营业收入下降等原因，公司期间费用占比有所上升，在 2017 年叠加人民币汇率上升导致的汇兑损失使之达到顶点。而后在公司实行市场化债转股并处置低效资产、进一步科学优化管理体系后，公司期间费用占比逐渐回到正常水平。

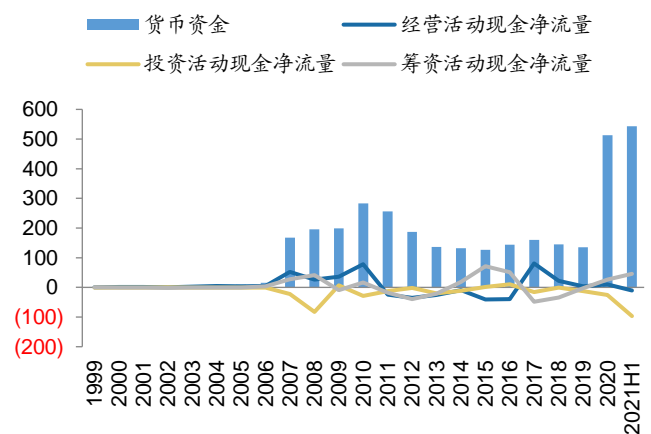
公司的经营性净现金流近些年持续为净流入状态，货币资金也较为充足，尤其是在 2020 年实现资产重组后，资金实力得到进一步增强。

图 7：中国船舶期间费用在营收中占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 8：中国船舶货币资金及现金流情况 (亿元)



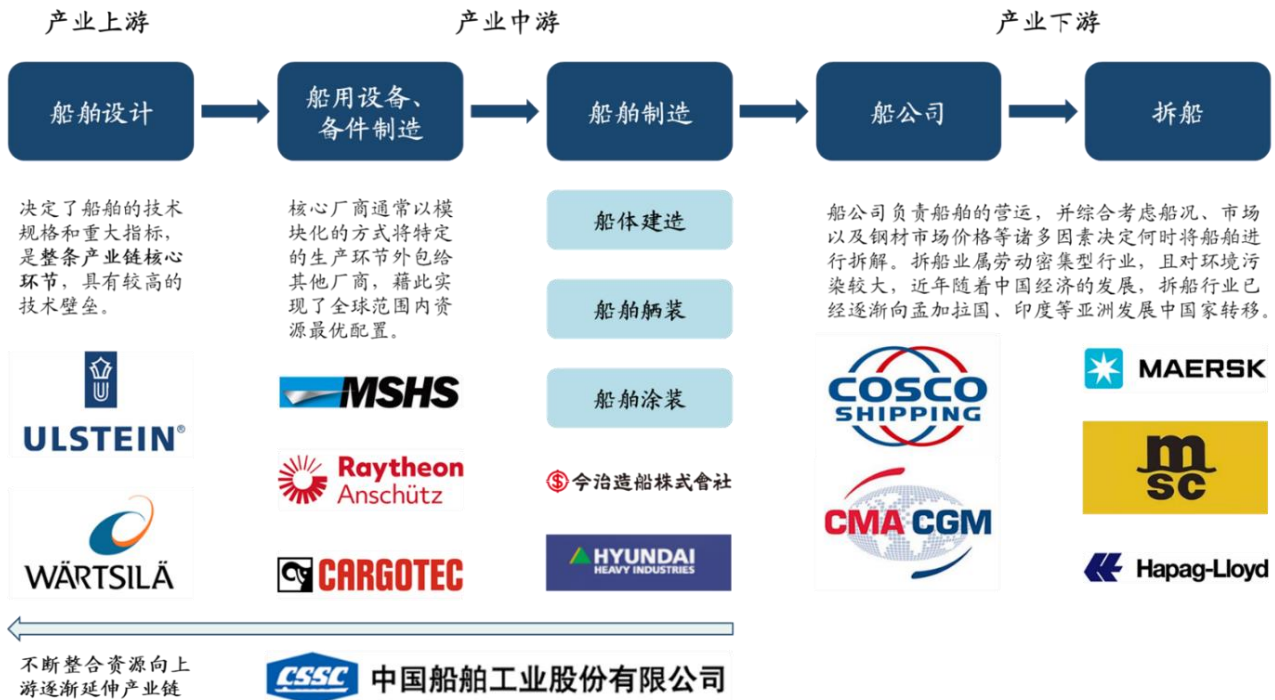
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

二、船舶市场穿越周期，总量结构机会同在

(一) 船舶建造行业产业链相关介绍

船舶建造行业产业链可分为上中下游。据陈扬、王学锋《基于产业链的国际航运产业再认识：一个新的分析框架》，船舶建造行业上游为船舶设计，中游包括船舶设备、备件制造以及船舶总装，下游为负责海洋运输的船公司。

图 9：船舶建造行业产业链示意



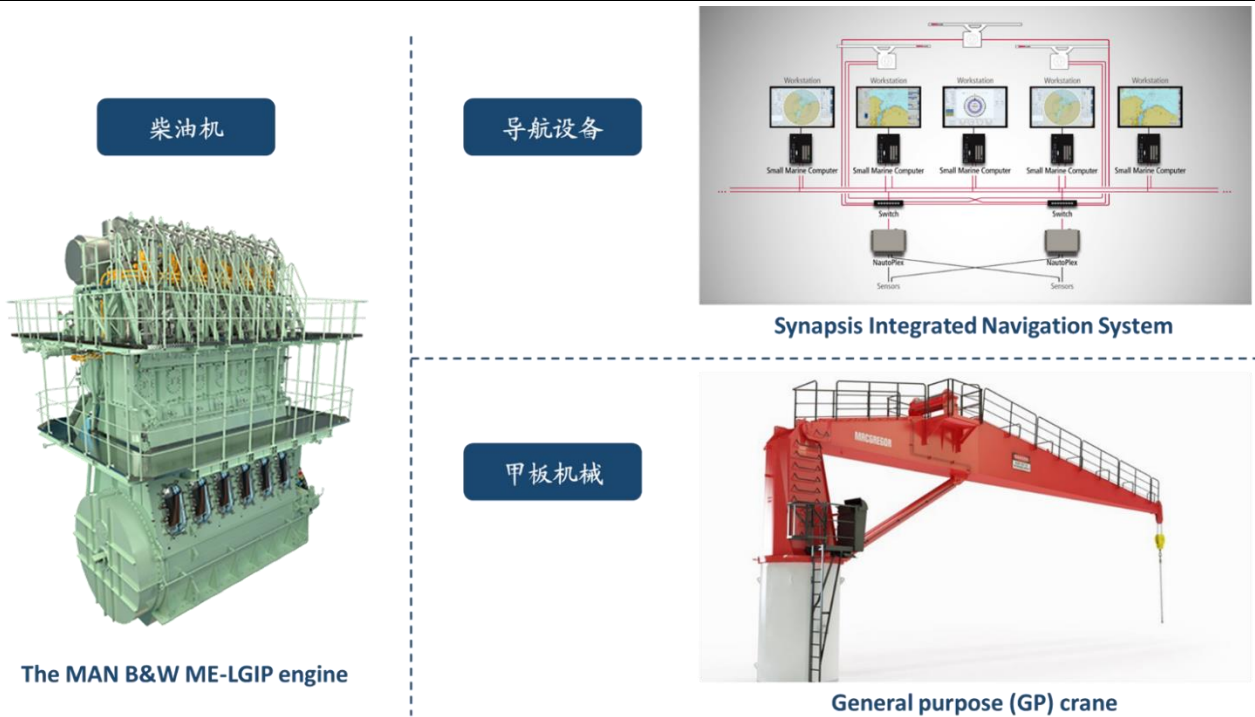
数据来源：陈扬、王学锋《基于产业链的国际航运产业再认识：一个新的分析框架》、广发证券发展研究中心

船舶设计作为产业链的最上游，决定了船舶的技术规格与重大指标，是整条产业链的核心环节，具有较高的技术壁垒。目前大部分高水平船舶设计机构集中于欧洲与日韩，如挪威的乌斯坦集团(Ulstein Group)、芬兰的瓦锡兰集团(Wärtsilä Group)、日本的北田船舶设计公司(Kitada Shipping Design Company)、韩国的杰奥船舶建造与海洋科技有限公司(Geo Shipbuilding & Marine Technology Co. LTD)等。中国船舶目前在特定船型拥有较强的设计能力，如江南造船是中国唯一拥有全系列液化气船、研发、设计、建造能力的船企，外高桥造船旗下有设计公司专门负责海工产品的研发设计；同时中国船舶可以依靠中船集团内部的设计资源，如广船国际2021年承接的13艘16000TEU集装箱船订单中国船舶集团第七零八研究所设计。

船舶制造与大多数运输设备制造类似，是一项极为复杂的系统工程，在钢铁等原材料之外，核心厂商通常以模块化的方式将特定的生产环节外包给其他厂商，藉此实现了全球范围内资源最优配置。这些外包的模块主要包括船舶动力设备(如德国MAN Diesel & Turbo 船用低速柴油机、德国MAK中高速船用柴油机等)、船舶导航设备(如英国Decca雷达、德国Anschutz罗经等)和甲板机械(如芬兰Cargotec、挪威Aker Solutions等)等。

船用低速柴油机是船舶的“心脏”。中国船舶内部的沪东重机从引进国外先进技术开始，逐步发展优化自有柴油机系列，在重组整合后，可以研发制造船用中、低速柴油机、气体机及双燃料机等，形成了研发、制造、配套、服务的全产业链能力。据国资委消息，中船集团于 2015 年 1 月成功收购瓦锡兰低速柴油机业务 70% 股权（后又于 2016 年 6 月实现 100% 控制），并将其更名为 Win GD，使我国一举获得欧洲百年船用低速柴油机发展积累的海量工程试验数据库和专利技术，跨越式提升了我国船用低速柴油机自主研发能力，推动我国跃升为专利拥有国和技术输出国。

图 10：船舶建造中部分外包模块设备示意



数据来源：德国 MAN、德国 Anschütz 罗经、芬兰 Cargotec 官网、广发证券发展研究中心

核心厂商先后通过船体建造、船舶舾装和船舶涂装等三个大流程将各个子模块总装成型，并交由船公司使用。这一环节的质量很大程度上取决于厂商的生产组织及一些核心造船技术，如精度控制技术，区域涂装技术等。全球领先的船舶制造企业包括韩国现代重工（Hyundai Heavy），韩国三星重工（Samsung Heavy），日本今治造船株式会社（Imabari Shipbuilding Co., Ltd）等。

船公司负责船舶的营运，并综合考虑船况、市场以及钢材市场价格等诸多因素决定何时将船舶进行拆解。

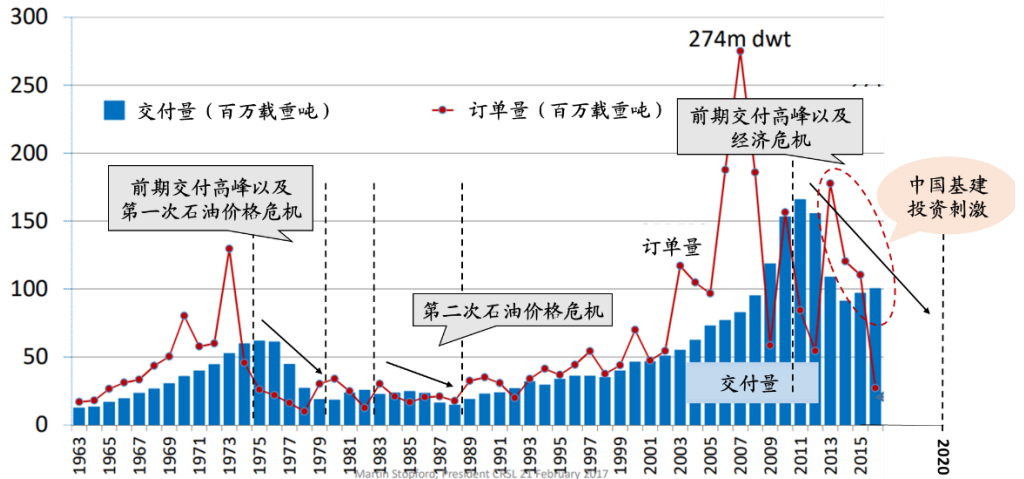
拆船业则属于劳动密集型行业，且对环境的污染较大，近年随着中国经济的发展，拆船行业已经逐渐向孟加拉国、印度等亚洲发展中国家转移。

（二）终端海运需求回暖，新增订单量价齐升

长期来看，船舶市场周期与宏观经济相关性较大。1960 年以后，船舶市场发生过三次交付高峰及后续下滑的周期。（1）1975-1979 年，前期持续数年的造船高峰，叠加 1973 年发生第一次石油价格危机引发 1974-1975 年的经济危机；（2）1983-

1988 年, 1979 年发生的第二次石油价格危机引发的 1979-1980 年代初的经济危机; (3) 2011-之后的多年, 为经济危机前的经济繁荣带来的大量船舶订单与数年的交付高峰, 叠加后期经济危机导致的全球经济低迷海运需求不景气, 而中间 2014 年至 2016 年的交付量增加则由中国大量投资基础设施建设刺激经济所致。

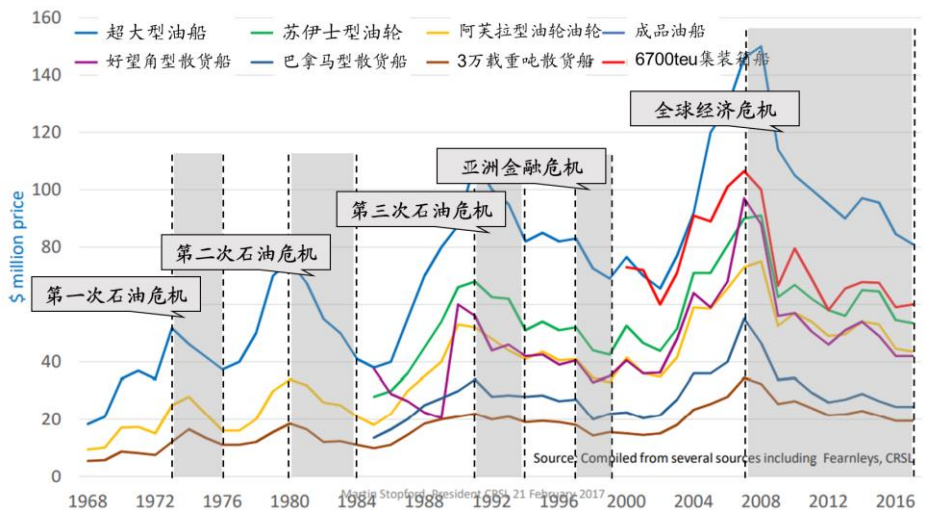
图 11: 1960 年代以来的船舶订单与交付情况



数据来源: Martin Stopford, *The Future of Shipping*、广发证券发展研究中心

船舶价格同样受到造船周期的影响, 并且其对宏观经济环境的反应更为及时与明显。据 Clarkson 数据, 以目前数种主流的油船、散货船与集装箱船为例, 1960 年代至今的 3 次石油危机所引发的经济危机、1997 年的亚洲金融危机与 2008 年的全球经济危机皆迅速地反应在了造船价格上, 造成了造船价格不同程度的下滑。尤其是在 2008 年全球经济危机后, 各类型船舶价格持续大幅下滑。

图 12: 1960 年代以来的船舶价格变化

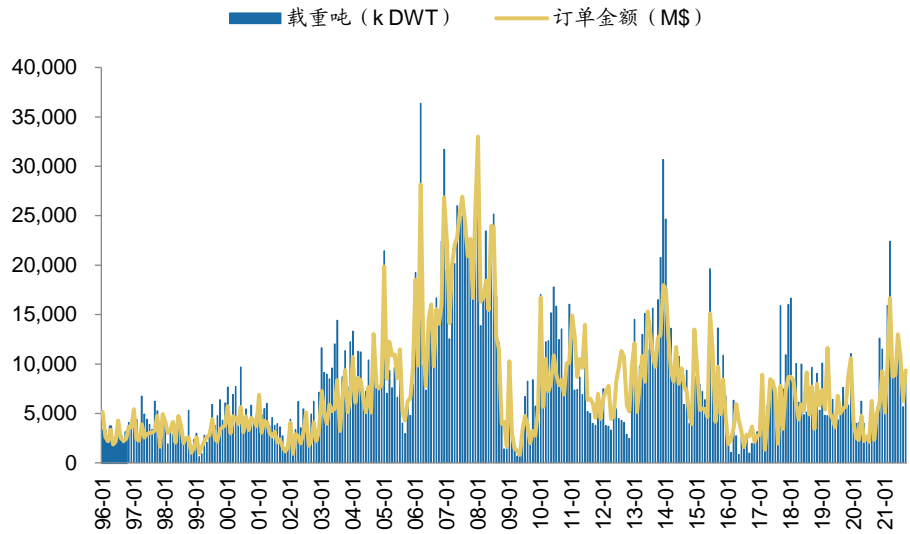


数据来源: Martin Stopford, *The Future of Shipping*、广发证券发展研究中心

今年新增订单已呈现出回升趋势。根据 Clarkson 数据, 2021 年新增订单回升趋势明显, 截至 10 月底新增订单累计 10,745 万载重吨, 同比增长 150.42%, 订单金额累计 939 亿美元, 同比增长 172.21%。尤其是今年 3 月单月新增订单 2,242 万

载重吨，订单金额 167 亿美元，两个指标均为 2014 年 1 月以来的最高值。

图 13: 1996年以来全球船舶新增订单及金额

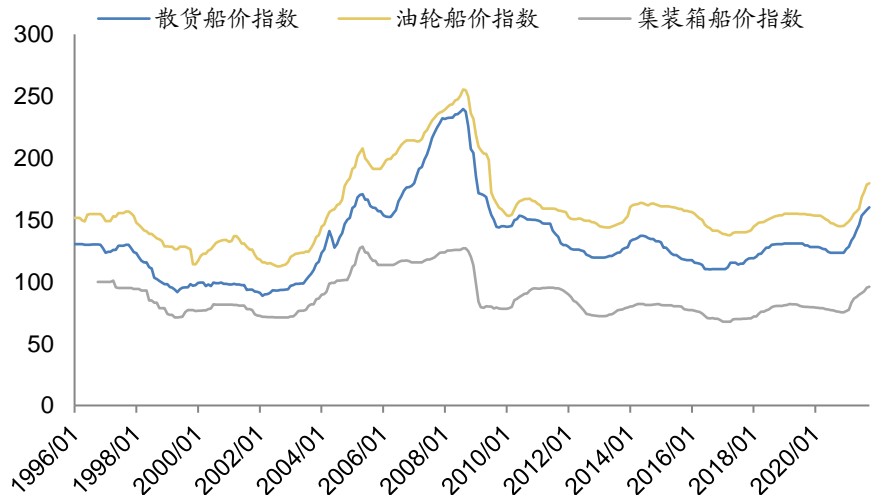


数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月 (最后一期数据为 2021 年 10 月)

同时，新增订单的船舶造价也在持续提升。新增造船订单价格从去年年底开始持续上行，今年截至 10 月新船价格指数整体相较于去年年底上升 21%，二手船价格指数上升 95%。从各个船型来看，集装箱船、散货船与油船分别相较于去年年底增长 26%、30%、24%。

图 14: 1996年以来全球船舶新增订单及金额



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月 (最后一期数据为 2021 年 10 月)

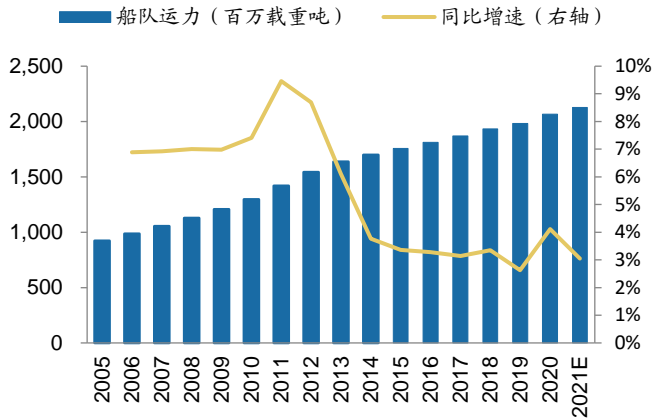
我们判断当前造船周期处于底部上行阶段。

近年来运力增长的趋势减缓，在手订单不断下降，若出现需求边际改善则对新增订单需求较强。据 Clarkson，船队运力随着 2011 年新船交付的高峰期，亦在 2011 年与 2012 年实现了较大幅度的提升，分别同比增长 9.5%和 8.7%，随后增速开始

持续下行，至 2020 年年初，全球船舶运力为 20.65 亿载重吨，同比增长 4.11%。另外根据 Clarkson，全球船舶在手订单高峰出现在 2009 年，此后逐年下降，同时在手订单占运力比重也在持续下滑，由此可见目前所累积的在手订单逐步被消化，而船东在增加产能方面较为谨慎，若需求端回暖，新增订单将出现较为明显的提升。

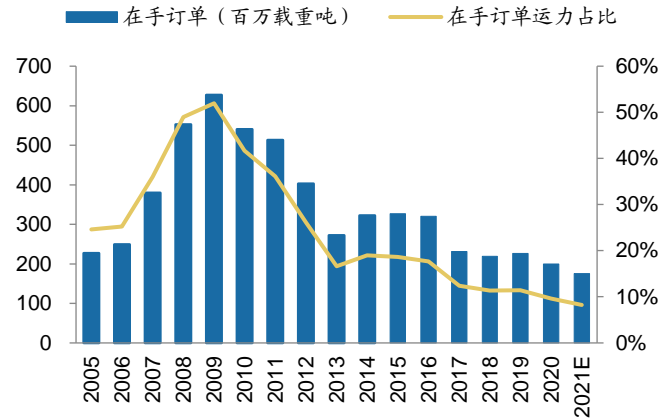
图 15：2005 年以来全球海运运力及增速

图 16：2005 年以来全球船舶在手订单及占运力比重



数据来源：Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注：Clarkson 数据截至 2021 年 11 月



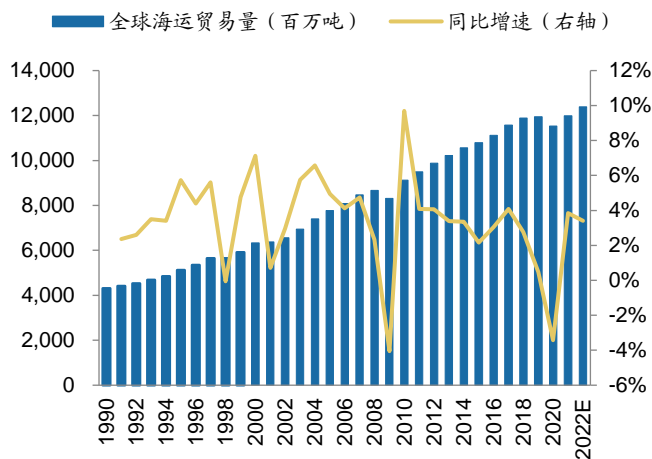
数据来源：Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注：Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

此外，每吨货物的平均运送距离近年来呈现提升趋势。我们使用运量除以贸易量计算平均每吨货物的运送距离，可以看出，大致从 2009 年起，平均每吨货物的运送距离呈现提升趋势，这一方面可能由于全球各国整体上提高了和距离更远的国家的贸易来往比例；另一个可能的原因是平均每艘船运送的货物量减少。若平均每吨货物运送距离提升的趋势持续，则其他条件一定的情况下，对船队运力的需求会增加。

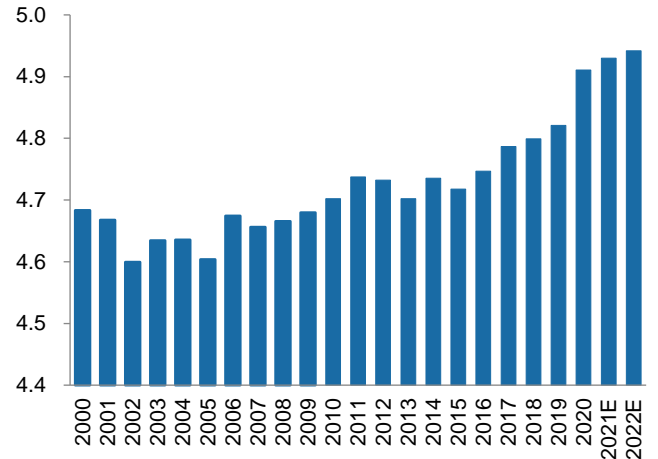
图 17：1990 年以来全球海运贸易量及增速

图 18：2000 年以来平均每吨货物的运送距离（英里）



数据来源：Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注：Clarkson 数据截至 2021 年 11 月



数据来源：Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

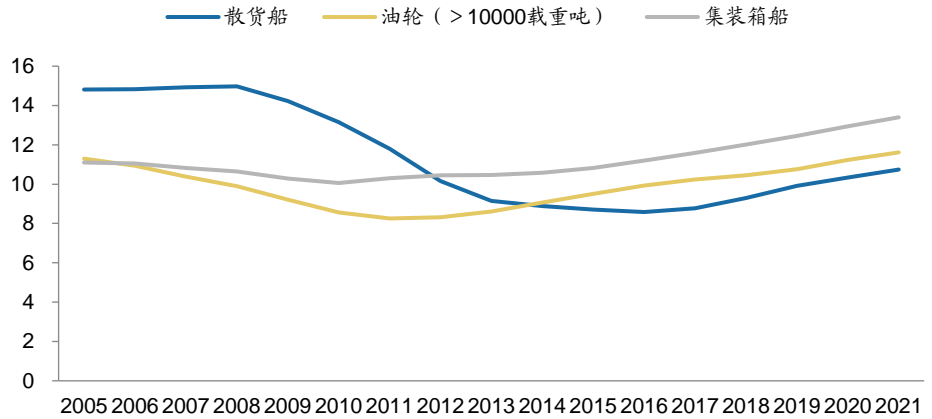
注：Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

（三）船队更新需求涌现，环保要求催化旧船淘汰

船队平均年龄的增长，更新换代需求涌现。根据 Clarkson，全球三大主流船型散货

船、油轮(>10000 载重吨)、集装箱船的船队船龄近年来均有不同程度的增加,其中集装箱船增加尤多,2021 年 11 月全球集装箱船平均船龄为 13.4 年,为 2005 年有数据统计以来的最高值,其余两大主流船型自 2011 年后也处于长期上升通道中。船队平均年龄的逐步升高会在未来带来持续的更新需求。

图 19: 2005 年以来全球三大主流船型船龄 (年)



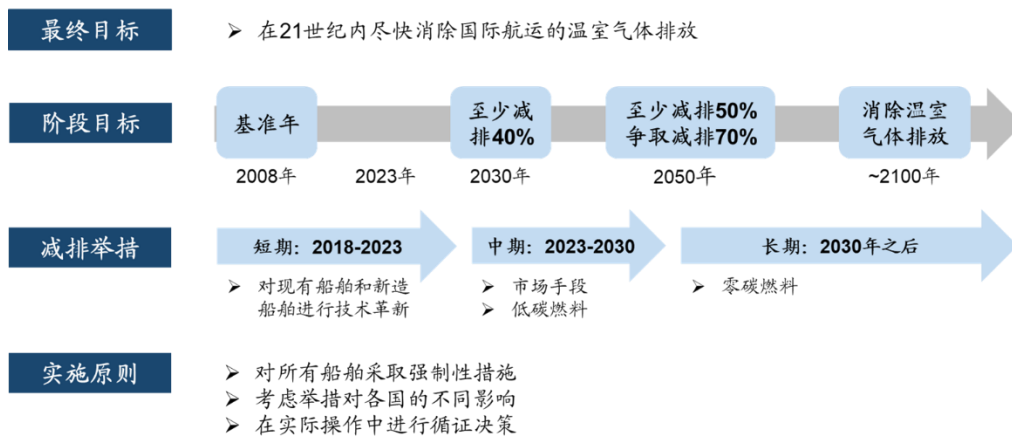
数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

近年来环保需求不断增强,对于原有船舶的改装及更新换代起了助推作用。船舶航运业带来的环境污染问题一直受到国际社会的高度关注,国际海事组织(IMO)一直致力于推动航运业的温室气体减排工作,不断制定和出台各项防止船舶污染环境的强制性规定。目前船舶主要依赖化石燃料,预计未来为达到环保要求所需替换船舶数量规模较大。此外,海洋生态环境问题对船舶提出了新要求。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》,并于 2017 年 9 月 8 日正式实施,此后建造的船舶交船时必须安装压载水处理系统(BWMS)并满足 D-2 标准。环保需求的逐渐增强对于公司造船与修船业务的发展均有助力。

据 IMO 官网消息,在 2021 年 6 月的 MPEC76 会议上,IMO 引入了现有船舶的能源效率设计指数(EEXI),能源效率评级从 A 到 E,其中 A 为最佳,而连续三年被评为 D 级或 E 级的船舶,需要提交一份纠正行动计划,以表明如何实现所要求的指数(C 级或以上)。对 EEXI 和 CII 认证的要求将于 2023 年 1 月 1 日生效,第一次评级将在 2024 年给出。由此可见未来几年环保层面的推动力将会持续增强。

图 20: IMO关于减少船舶温室气体排放初步战略



数据来源: 郑洁、柳存根、林忠钦《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》发表于《中国工程科学》、广发证券发展研究中心

三、船舶市场三足鼎立，中国船舶举足轻重

(一) 中国造船实力增强，多项指标世界第一

船舶建造市场正向头部国家集中，中国所占份额显著提升。据 Clarkson 数据，1996 年以来中日韩三国在全球船舶市场新增订单中占比呈逐步上升的趋势，三国的新增订单数量占比由 1996 年的 61% 增长到 2021 年的 93%，而新增订单载重吨集中度相对更高，三国的占比则由 1996 年的 85% 增长到 2021 年的 98%。分国家来看，全球新增订单数量及载重吨占比呈现出中国大幅增长、韩国微幅增长、日本逐渐收缩的趋势，其中中国的占比由 1996 年的不足一成增长到了 2021 年的半壁江山。

图 21: 1996年以来全球船舶新增订单数量国别分布

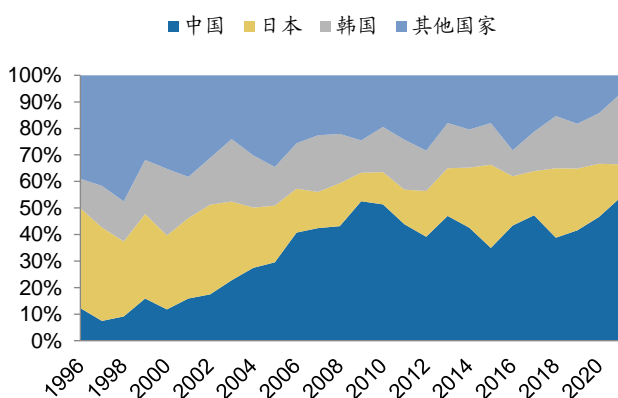
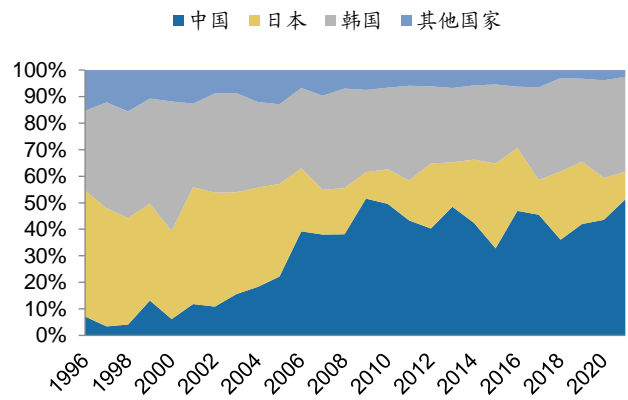


图 22: 1996年以来全球船舶新增订单载重国别分布



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

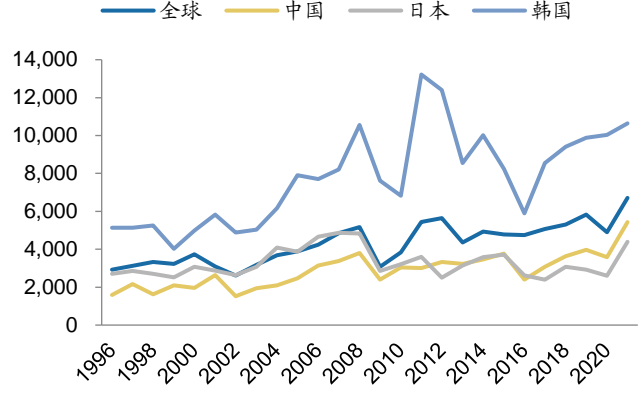
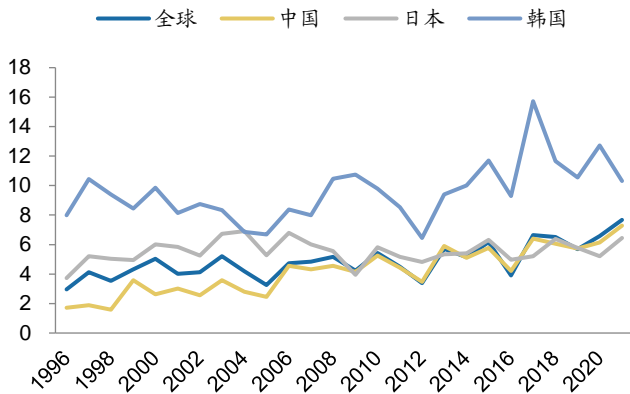
注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

但从订单质量上看，中国与韩国仍有较大差距。据 Clarkson 数据，1996 年以来全球船舶市场新增订单平均载重及平均价格均有一定程度的上涨，然而中国新增订单相应指标仍相对较低，与韩国之间的差距未见缩小。至 2021 年，中国新增船舶订

单平均载重为 7.28 万载重吨/艘，平均金额为 5,433 万美元/艘。

图 23: 1996年以来新增订单平均载重(万载重吨/艘)

图 24: 1996年以来新增订单平均价格(万美元/艘)



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

从接单船型来看，三国各有所长。据中国船舶及海洋工程设计研究院秦琦、沈苏雯的《十年沉浮 造船业竞争格局改变》，三国近年接单大致呈现以下特点。

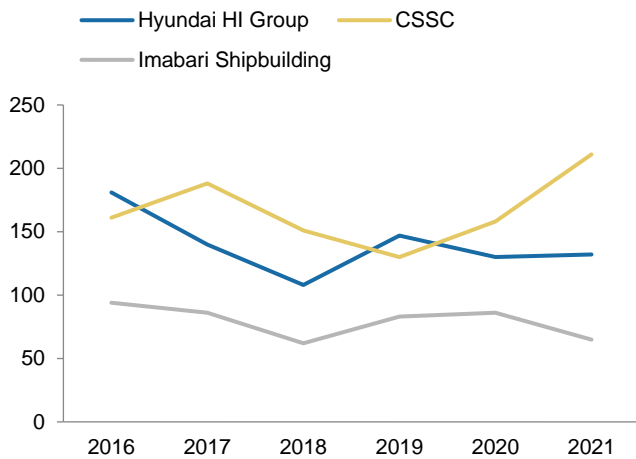
中国船企以散货船、集装箱船、化学品船、成品油船、杂货船、拖船为主要接单船型，船型变化不明显，平均吨位量出现了一定增长，三大主力船型等大型船舶建造能力有了较大提升，但是液化天然气（LNG）船、液化石油气（LPG）船、浮式液化天然气生产储卸（FLNG）船等高端船型的接单能力仍然较弱。

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。

头部船企的竞争格局整体与国家格局整体保持一致。以中日韩三国各自的头部船企中船集团（CSSC）、韩国现代（Hyundai HI Group）、日本今治（Imabari Shipbuilding）为例，据 Clarkson 数据，中韩两国船企的交付能力已较日本今治有明显领先，而从中韩两国之间来看，中船集团近年来交付订单数量较之韩国现代已有所超出，但由于我国造船平均载重较韩国为低，故交付订单载重超出幅度相对较小。

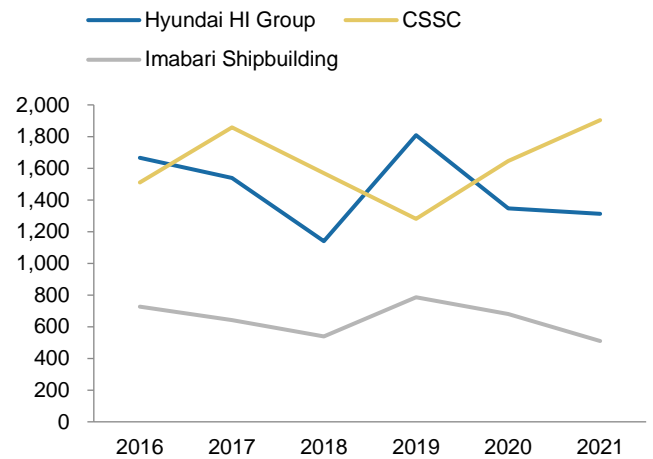
图 25: 2016-2021年头部船企交付订单(艘)



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

图 26: 2016-2021年头部船企交付订单(万载重吨)

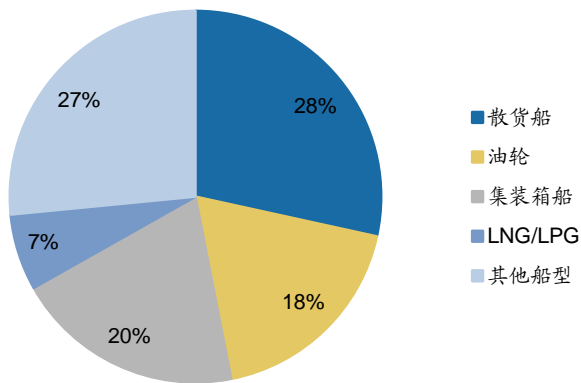


数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

将中船集团与韩国现代交付船舶类型对比, 两者结构性差异明显。据 Clarkson 数据, 以 2021 年数据为例。从交付订单数量角度来看, 中船集团交付散货船、油轮、集装箱船三大船型数量相对均衡, 其中油轮稍少, 此外还有小部分 LNG/LPG 船舶与相当数量的其他船型, 而韩国现代三大船型中油轮占据了主要地位, 并有接近三分之一数量的 LNG/LPG 船舶, 其他船型则几乎没有。结合交付订单载重来看, 中船集团交付散货船载重较高, 但集装箱船平均载重略低于韩国现代。

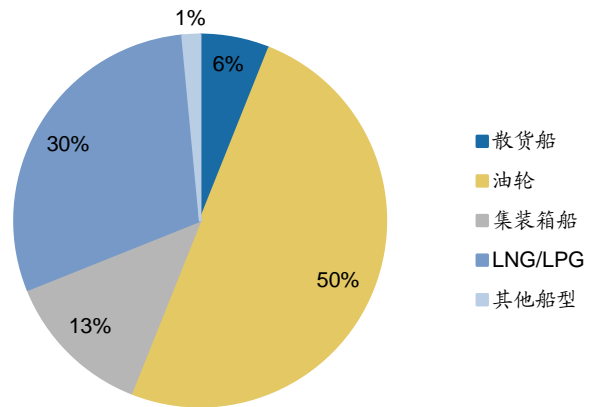
图 27: 2021年中船集团交付船舶数量类型分布



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

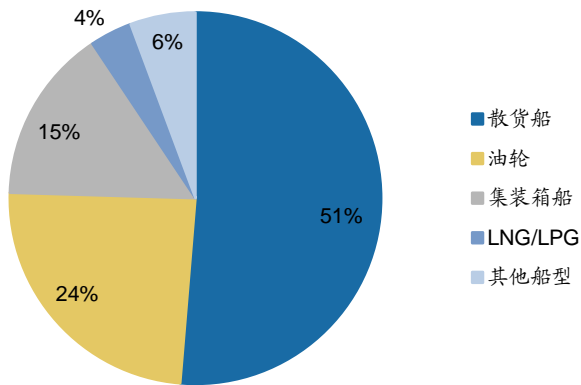
图 28: 2021年韩国现代交付船舶数量类型分布



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

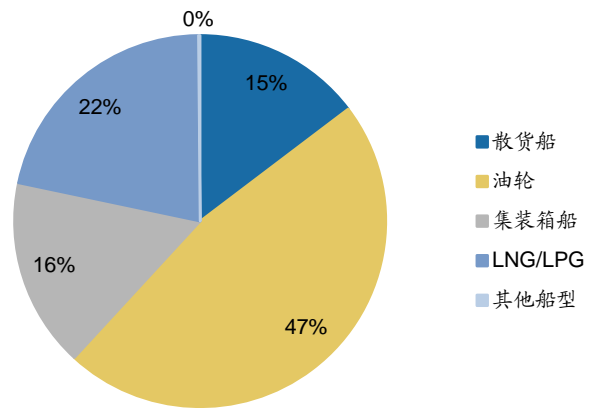
图 29: 2021年中船集团交付船舶载重类型分布



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

图 30: 2021年韩国现代交付船舶载重类型分布



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

整体来看,当前全球造船业呈现中日韩三国集中领先,其中尤以中韩两国为最的竞争局面。对比中韩两国来看,中国近年来发展势头迅速,在散货船等船型上有着一定优势,而韩国在油轮及 LNG、LPG 等其他液货船上拥有传统优势,船舶附加值较之中国仍有一定的领先。

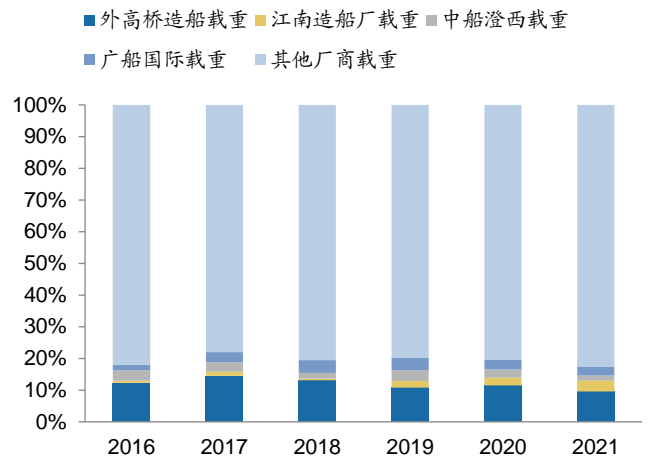
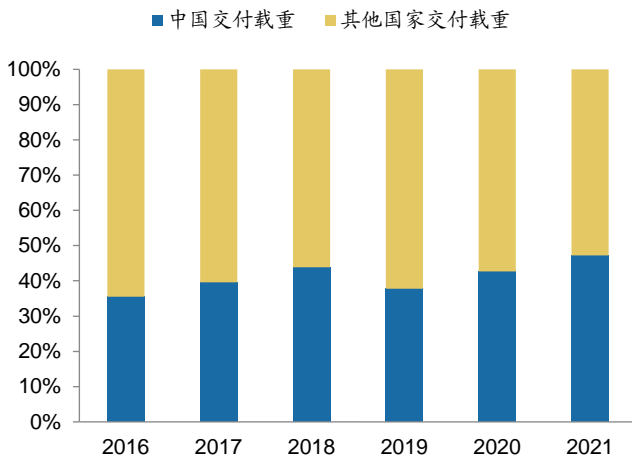
(二) 中国船舶独占鳌头,五家子公司协力发展

据公司 2020 年年报,公司本部拥有控股子公司 5 家,分别为:江南造船、外高桥造船、中船澄西、广船国际、中船动力集团;拥有参股子公司 2 家,分别为:黄埔文冲、澄西扬州。

公司下属四家造船厂年度交付占中国整体造船载重吨比例约 20%。据 Clarkson 数据,在我国交付船舶载重占全球比例不断上升,由 2016 年 36%上增至 2021 年(截至 11 月)的 47%的同时,公司的四家子公司在我国交付船舶载重中的占比保持了相对稳定,近年来一直维持在 20%上下小幅波动。

图 31: 中国交付船舶载重占全球交付载重比例

图 32: 中国船舶各子公司占中国交付载重比例



数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

数据来源: Clarkson SIN、广发证券发展研究中心

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

注: Clarkson 数据截至 2021 年 11 月

1. 江南造船: 历史悠久, 军民并进

江南造船全名为江南造船(集团)有限责任公司,是中国船舶集团旗下的大型现代化造船企业。据江南造船官网信息,江南造船前身是创建于清同治四年(即1865年)的江南机器制造总局,20世纪50年代初改名为江南造船厂,1998年改为公司制企业。2008年6月江南造船从黄浦江畔整体搬迁到长兴岛。

江南造船厂具备军船与民船建造能力,整体实力较强。据公司年报,民船业务方面,江南造船从原来单一的散货船转为以高附加值为主的超大型集装箱船系列、液化气船系列、公务科考船系列和特种船系列为主,以应对常规船型不断下行局面。江南造船是中国唯一拥有全系列液化气船、研发、设计、建造能力的船企,目前已具备A型舱、B型舱、C型舱和Mark III薄膜舱各类围护系统液化气船自主研发设计和建造能力。

军船业务方面。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。江南造船充分发挥军工技术、设施、人才优势,不断加强军工核心能力建设,着力增强自主创新能力,成为我国海军防务装备的主要研制和供应商。

据江南造船官网信息,自从新中国成立之后,江南造船开创了我国造船史上的许多“第一”:先后建造了中国第一艘潜艇、第一艘护卫舰、第一台万吨水压机、第一艘自行研制的国产万吨轮“东风”号、第一代航天测量船“远望1”、“远望2”号和首艘大型远洋调查船“向洋红10”号等,圆满地完成了周总理亲自圈定的“718”工程的“三型五船”的建造和部分设计任务,在我国军船建造方面拥有十分重要的地位。

图 33: 江南造船民品船舶及相关产品部分品类

集装箱船



21000TEU超大型集装箱船

全系列集装箱船, 包括1100TEU、2200TEU、2500TEU、9400TEU、21000TEU、23000TEU。

新型深远海大型综合科学考察实习船——东方红3号



公务科考船

包括深远海科考船, 航标船, 极地科考破冰船等。

液化气船



93000立方米超大型液化气船

全系列液化气船, 包括21000、35000立方米液化乙烯船, 22000、40000液化石油气船, 30000立方米液化天然气船, 及最高93000立方米超大型液化气船等。

28000立方米LNG浮式再气化单元(FRU)



其他类型产品

包括FRU、FPSO、黄岩气田群残雪平台生活模块等。

数据来源: 江南造船官网、广发证券发展研究中心

2020年江南造船继续在多个业务领域同时发力。船舶业务方面: 江南造船 8.4 万立方米 VLGC、全球最大双燃料集装箱船实现批量交付; 超大型液化气船 (VLGC) 接单全球市场占有率达 57%, 位居世界第一; 打破中型液化气船 (MGC) 市场韩国企业垄断, 成功进入日本市场; 实现 LPG 运输船全谱系订单覆盖。船舶修理方面: 江南造船完成“雪龙号”极地科考船维修任务。应用产业方面: 江南造船 A 型液罐革新优化、量质齐升, LNG 燃料罐订单实现突破。

2021 年上半年江南造船实现营收 123.15 亿元, 归母净利润 2.71 亿元。重点产品方面, 江南造船上半年建成交付国内最大海洋综合科考实习船“中山大学”号, 世界首制 99000 立方米超大型液化乙烷运输船 (VLEC) 的首个 B 型液货舱完工。

2. 外高桥造船: 民品龙头, 多点开花

外高桥造船全名为上海外高桥造船有限公司。据外高桥造船官网信息, 外高桥成立于 1999 年, 地处长江之滨。

外高桥造船是中国民用造船业的领军企业, 技术力量雄厚。外高桥造船现有业务主要分为商船、海工、邮轮三大板块。在商船领域, 产品覆盖散货轮、油轮、超大型集装箱船、液化气船, 均发展成为各细分领域明星产品, 多次荣获行业各项荣誉。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。公司为世界知名海洋工程运营商公司建造的 FAST4WARD200 万桶 FPSO 实现了连续交付。在大型邮轮领域, 外高桥造船承建了我国首艘国产大型邮轮, 标志着中国船舶业在该领域实现了零的突破。

图 34: 外高桥造船船舶及相关产品部分品类



全球首艘40万吨智能超大型矿砂船“明远”号



邮轮效果图

大型邮轮

中国船舶工业正式跨入大型邮轮建造新时代。

民船产品



30万吨超大型原油轮“华山”号



85000立方米液化气船“CHINOOK”号

散货船: 从好望角型、纽卡斯尔型, 再到超大型矿砂船 (VLOC);
油轮: 分为阿芙拉型、苏伊士型和超大型原油轮 (VLCC) 三大系列;
集装箱船; 液化气船: 全冷式超大型液化气运输船等。

海工产品



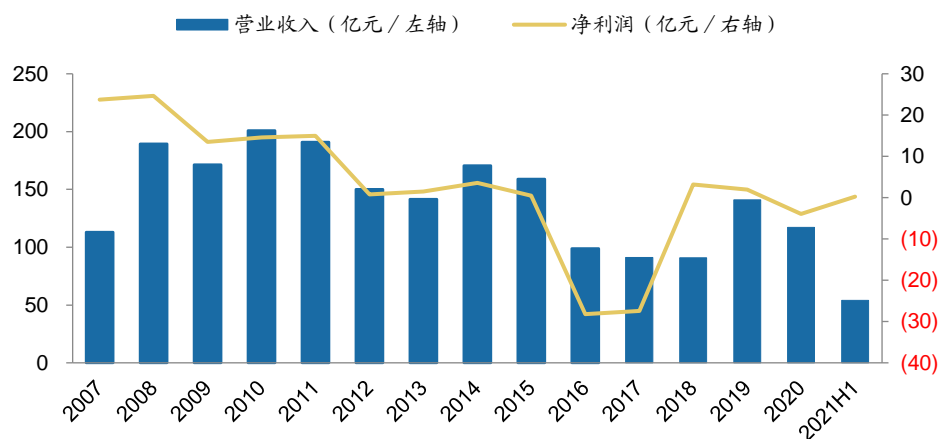
230万桶BM Fastward型 FPSO

包括海上浮式生产储油装置、3000米深水半潜式钻井平台、自升式钻井平台、海工辅助船等。

数据来源: 外高桥造船官网、广发证券发展研究中心

外高桥造船历史业绩与公司保持共振。据公司历年年报, 外高桥造船作为公司旗下主力子公司, 其业绩变化与公司整体业绩紧密相关。2016-2017 年因船市不景气尤其是海工领域订单计提了较多减值损失, 叠加原材料价格上涨等原因, 外高桥造船出现了两年亏损。最近两年外高桥造船的业绩总体保持稳定, 未出现大规模亏损。

图 35: 2007 年以来外高桥造船营收盈利情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2020 年外高桥造船业务稳中有进。船舶业务方面: 外高桥造船好望角型散货船、VLOC 等主流船型实现批量连续交付, 国产首艘大型邮轮工程持续推进, 进入全面连续搭载阶段。海工业务方面: 在全球海工市场持续低迷的背景下, 外高桥造船成

功交付全球首艘具有自航能力的世界独创通用型海上浮式生产储油船(FPSO),同时加强与国际重要客户联系,为第四艘FPSO合同签订奠定坚实基础。应用产业方面,外高桥造船成功打入了桥梁钢结构市场。

2021年上半年外高桥造船实现营收54.08亿元,归母净利润0.26亿元。生产经营方面,外高桥造船上半年承接了1艘34万载重吨的FPSO船,实现2艘自升式平台及2艘PSV交付,大型邮轮项目持续取得重大进展。

3. 中船澄西: 五星船厂, 修船先进

中船澄西全名中船澄西船舶修造有限公司。据其官网信息,中船澄西座落于江苏江阴,占地面积98万平方米,拥有17万吨级、10万吨级、8万吨级、2.5万吨级和1万吨级浮船坞各1座,5万吨级船台1座,具有年修理改装30万吨级以下船舶200艘、年建造5万吨级船舶6艘以及年制造钢结构件5万吨能力。

中船澄西主营修造船等业务,在修船领域有较强竞争力。据公司年报,中船澄西是国内修船行业第一家通过中国船级社质量管理体系认证的企业,并成为第一家取得中国船级社和英国劳氏船级社三标证书的修船企业,尤其在高技术含量、高附加值特种船舶的修理和改装业务具有较大市场份额。

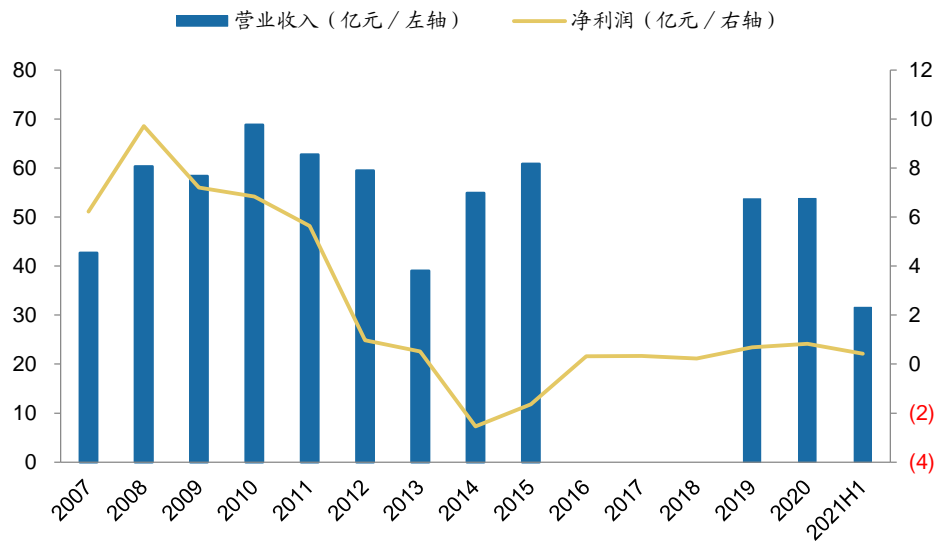
图 36: 中船澄西船舶及相关产品部分品类



数据来源: 中船澄西官网、广发证券发展研究中心

中船澄西业绩较早触底,近年来较为稳定。2020年实现营业收入53.79亿元,与2019年基本保持持平,近两年盈利有改观迹象。

图 37：2007 年以来中船澄西营收盈利情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2020 年中船澄西承接 2 艘居住改装船、国内首艘 LNG 罐箱大型专业运输船改装项目，实现改装项目的重大突破，高附加值船舶产值占比达 77.6%。此外，应用产业方面，中船澄西与广船国际在风塔业务上抢机遇、扩份额，推动技术创新，全年产值和新接订单均创历史之最。2021 年以来，中船澄西抓住越南风电“抢装”机遇，积极接单风塔业务。

4. 广船国际：军民结合，华南第一

广船国际全名广船国际有限公司，是中国船舶集团有限公司属下华南地区最大、最现代化的综合舰船造修企业，也是中国华南地区最大、最强的军辅船生产保障基地。

广船国际业务覆盖船舶造修、应用产业、环保产业三块。据广船国际官网信息，船舶造修可分为造船与修船两个方面：造船方面，广船国际拥有船型最多、系列最全、性价比一流的液货船产品谱系，开发了包括冰区加强、极地运载和甲醇、LNG 双燃料驱动等尖端技术，作为世界首家建造先进半潜船的船企，全球近三分之一的半潜船均由广船国际建造；修船方面，广船国际属下的文冲船舶修造有限公司是最早承修外轮的中国修船十强企业之一，可承修各类船舶，在脱硫塔加装、FPSO 改装及海洋工程船、科考船、模块制造等领域具有强大实力。

图 38: 广船国际造船产品品类



数据来源: 广船国际官网、广发证券发展研究中心

5. 中船动力集团: 整合资源, 主营造机

中船动力集团全名中船动力(集团)有限公司, 旗下三家控股子公司分别为沪东重机有限公司、中船动力有限公司、中船动力研究院有限公司。据公司年报, 中船动力集团交付安装的多项机型均为世界首台套, 产品多领先于国内外, 目前具备 550 万马力的低速机年产能, 国际市场占有率水平居世界第二。

公司技术水平在成功收购瓦锡兰低速柴油机业务后跃上新台阶。据国资委信息, 2008 年国际金融危机暴发后, 中国船舶集团抓住当时全球两大船用低速柴油机寡头(德国曼恩和芬兰瓦锡兰, 占据全球 95%以上市场份额)之一的瓦锡兰低速柴油机业务陷入经营困境的“窗口期”, 于 2015 年 1 月成功收购瓦锡兰低速柴油机业务 70%股权(后又于 2016 年 6 月实现 100%控制), 将其改名为 Win GD, 并将其纳入国家船用低速柴油机创新工程和自身动力研发制造体系。通过几年的努力, Win GD 形成了较为完善的研发体系, 建成了新一代船用低速柴油机关键研发设施, 船用低速柴油机的全球市场份额由收购初期的 10%左右提升到 2019 年的 36%(其中双燃料低速柴油机的市场份额达到 70%), 为开展新的船用低速柴油机研发奠定了良好基础。

2020 年 5 月 26 日, 中船动力集团世界最大船用双燃料低速机 WinGDX92DF 正式向全球发布, 标志着我国航海“心脏”更趋强大、产业链更趋完整。目前为止, Win GD 已获得了将近 20 个 X92DF 订单, 其中包括全球顶级船东法国达飞海运集团向中国船舶集团所属沪东中华和江南造船订购的 9 艘 2 万箱级以上并使用液化天然气(LNG)作为主要燃料的超大型集装箱船, 另有多个项目正在洽谈中。

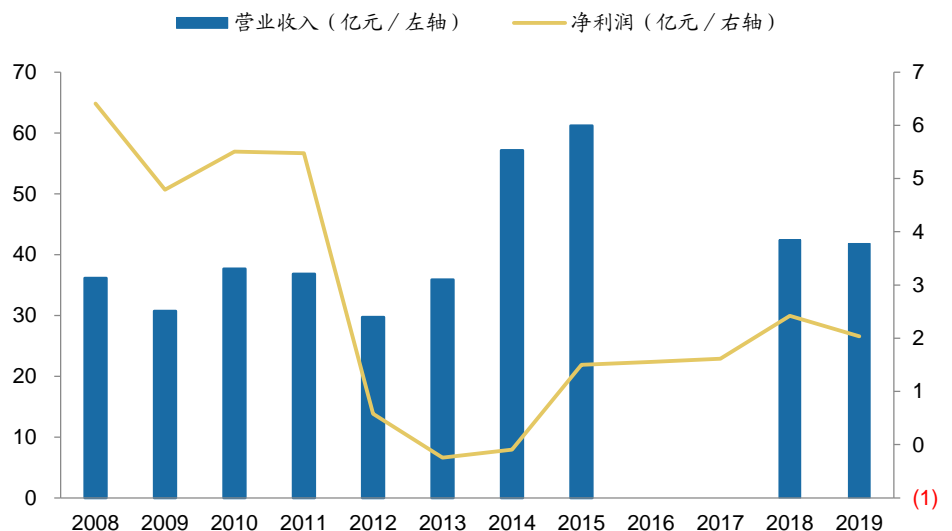
图 39: 中船动力集团动力产品部分品类



数据来源: 中船动力集团各子公司官网、广发证券发展研究中心

沪东重机营收较为稳定, 净利润波动较大。作为公司船舶配套生产船用柴油机的主力企业, 据公司年报, 沪东重机业绩相较于中国船舶其他子公司未发生较大起伏, 在船市下行周期表现得相对稳健, 营收常年保持在 30 亿元以上, 而净利润受市场价格及原材料价格影响等, 2013-2014 年出现了小幅亏损。

图 40: 2007 年以来沪东重机营收盈利情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心
注: 沪东重机未披露 2016-2017 年收入。

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

中国船舶的主要业务为船舶造修，2020年在业务结构中占比78%，此外还有海洋工程业务、动力装备、机电设备等业务，占比皆不超过10%。其中船舶造修业务中包含军船与民船。

船舶造修业务：今年由于造船行业景气度较高，根据Clarkson数据，2021年新增订单回升趋势明显，截至10月底新增订单累计同比增长150.42%。根据中国船舶定期报告，2021年上半年新增造船订单93艘，共计964.4万载重吨；上年同期新接造船订单29艘，共计300.6万载重吨，今年上半年中国船舶的造船订单实现同比增长200%以上；2021年上半年在手造船订单达到215艘，共计2003万载重吨，去年同期为158艘，共计1157万载重吨。

通常船舶的交付周期为两年，考虑到今年新增订单量较大，我们认为公司当前订单的排产周期或已到2025年。因此在2023年开启的2021年的新增订单批量交付期开始，公司有望实现大幅增长并保持在高位的收入。同时，新增造船订单价格在今年环比持续提升，因此我们推测，排产到2024年交付的船舶的价格与利润空间或将比2023年更高，而2021年与2022年主要交付的则为在2018-2019年承接的订单，2022年或有小批今年新签订单交付。

收入方面，我们预计公司船舶造修业务在今年的规模预计与去年维持在相似的水平上，预计从22年年底开始交付的新船订单将来带增长，并在2023年实现大幅增长，因此我们预计公司2021-2023年造船业务分别同比增长2.00%/15.00%/50.00%；

毛利率方面，根据wind数据，2021年截至目前的造船板平均价格相较于2020年造船板平均价格上涨了38%，通常钢板占造船成本比重在30%-40%之间，我们以中枢35%进行测算，造船板价格上涨38%将使得总成本上涨13%左右，考虑到船厂与上游钢厂之间长期合作，且采购量较大，我们预计中国船舶的造船成本实际受到的影响将小于测算的情况，根据今年年中公司毛利率的情况，我们推测2021年造船业务毛利率会出现小幅下滑，预计下降至8%左右；2022年若钢价有所缓和，预期毛利率将会有所恢复，预期上升至10%左右；2023年开始所交付船舶主要为今年接单船舶，根据克拉克森，今年新船造价指数同比去年上升22.4%，我们推测2023年公司毛利率将有较为明显的提升。因此我们假设公司2021-2023年公司船舶造修毛利率分别为8.0%/10.0%/14.0%。

海工业务：由于公司历史上海工业务出现过亏损，重整之后在2019年逐步恢复正轨，2020年实现进一步增长与毛利率的修复，根据海工业务2021年上半年的情况我们预计2021年海工收入实现同比增长15%，毛利率在20%左右；2022-2023年海工预计保持10%左右的增长，毛利率稳定在20%左右。

动力装备业务：历史上，公司动力装备业务持续下滑，2021年上半年动力装备同比增长5%的情况，我们预计2021-2023年动力装备业务规模保持稳定，毛利率在20%左右。

机电业务：过去几年机电设备整体保持较快增长，2021 年上半年同样保持着较快的增长速度，我们预计 2021-2023 年机电板块收入增速分别为 50.00%/ 30.00%/ 15.00%，毛利率参考历史情况，预计将保持小幅恢复，2021-2023 年毛利率分别为 11.00%/ 12.00%/ 13.00%。

综上，我们预计 2021-2023 年中国船舶收入分别为 **583.02 亿元/668.07 亿元/935.78 亿元**，同比增长 5.53%/ 14.59%/ 40.07%；归母净利润分别为 5.09 亿元/16.59 亿元/28.84 亿元，同比增长 66.5%/ 225.9%/ 73.8%。

表 2：中国船舶业务营收拆分（单位：亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
船舶造修				
收入	431.98	440.62	506.71	760.07
增长率		2.00%	15.00%	50.00%
成本	392.34	405.37	456.04	653.66
毛利率(%)	9.18%	8.0%	10.0%	14.0%
海工				
收入	39.24	45.13	49.64	54.60
增长率		15.00%	10.00%	10.00%
成本	35.18	36.10	39.71	43.68
毛利率(%)	10.35%	20.00%	20.00%	20.00%
动力装备				
收入	36.24	36.24	36.24	36.24
增长率		0.00%	0.00%	0.00%
成本	27.04	28.99	28.99	28.99
毛利率(%)	25.39%	20.00%	20.00%	20.00%
机电				
收入	32.10	48.15	62.60	71.98
增长率		50.00%	30.00%	15.00%
成本	28.61	42.85	55.08	62.63
毛利率(%)	10.87%	11.00%	12.00%	13.00%
其他				
收入	12.88	12.88	12.88	12.88
增长率		0.00%	0.00%	0.00%
成本	10.08	12.88	12.88	12.88
毛利率(%)	21.74%	0.00%	0.00%	0.00%
合计				
收入	552.44	583.02	668.07	935.78
增长率		5.53%	14.59%	40.07%
成本	493.25	526.20	592.71	801.84
毛利率	10.71%	9.75%	11.28%	14.31%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2020 年公司各业务收入受到重组后合并范围的影响，口径有较大变化，因此将增速剔除。

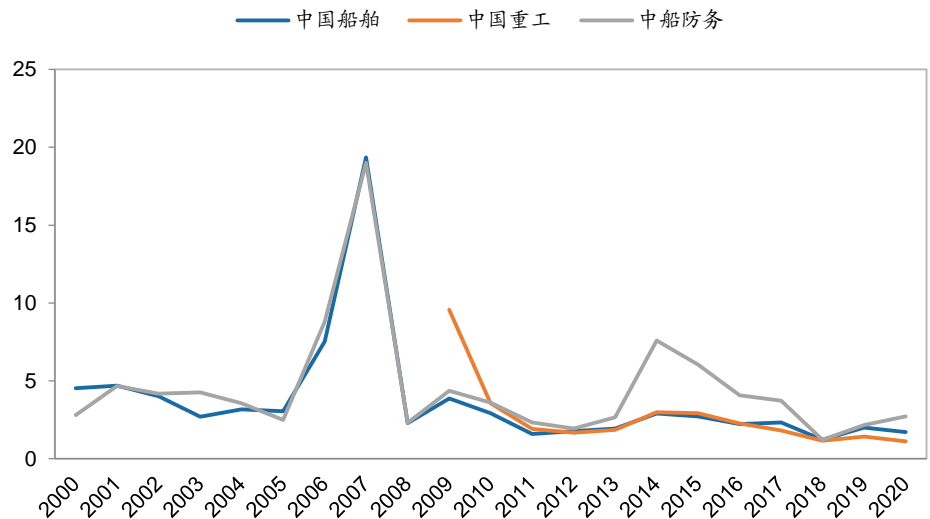
(二) 投资建议

今年造船行业景气度较高，根据 Clarkson 数据，2021 年新增订单回升趋势明显，截至 10 月底新增订单累计同比增长 150.42%，中国船舶旗下的四家造船厂占全国的市场份额在 20% 左右。根据中国船舶定期报告，2021 年上半年公司的造船订单实现同比增长 200% 以上，表明中国船舶作为行业龙头在行业复苏时期的强大实力。同时，根据目前船队的船龄情况以及环保要求的愈发严格，我们认为未来造船市场的景气度有望持续。

由于造船行业周期性较强，今年新增订单呈现明显的底部上行趋势，行业历经多年低迷期开始走向复苏，由于在行业底部期间与景气期间公司盈利能力差异较大，因此我们采用 PB 估值方式，上一轮周期中，大致从 2005 年开始走向大规模交付期，因此历史上 PB 估值的高点在 2005-2007 年，并在 2007 年到达顶点。

今年订单将主要在 2023 年开始交付，参考公司历史的 PB 情况，同时参考可比公司，我们选择主营业务为船舶配套设备，同样也具有军品舰船装备的中国重工，以及包含军品防务装备、民品船舶修造、海洋工程的中船防务，可以发现造船企业 PB 波动较为一致，考虑到当前船舶企业估值基本都处于历史底部，中国船舶为国内造船龙头企业，在周期底部上行期有望首先受益，我们给予中国船舶 2022 年每股净资产 3.7 倍 PB 估值，接近历史上最近一轮周期（船舶经济服役年限约 20 年）的平均 PB 估值水平，对应每股合理价值 39.29 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 41：中国船舶和可比公司历史 PB (MRQ)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：可比公司 PB 估值

公司名称	证券代码	业务类型	收盘价 (元)	每股净资产 (元)			PB		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中国重工	601989.SH	船舶配套设备，海军舰船装备	4.24	3.74	3.20	3.23	1.13	1.33	1.31
中船防务	600685.SH	防务装备、船舶修造、海洋工程	23.40	10.21			2.29		

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测数据来源 wind 一致，采用 2021 年 12 月 17 日收盘价。

五、风险提示

（一）新冠肺炎疫情影响仍将持续

一方面疫情影响劳务工回流不足，出口船舶的资材、设备供货受阻，各所属企业在建产品的生产进度受到一定影响；另一方面各所属企业海外新订单承接、外事出访、市场开拓等经营沟通与推进产生一定的影响，造成订单承接有所滞后。

（二）原材料价格等成本上涨风险

钢板等原材料价格持续走高，带动与之关联的焊材、管材、舾装件等价格上涨。疫情还增加了疫情防控、人力资源、物流成本等方面额外成本，多方因素导致船企成本压力加剧，企业盈利出现“两头”挤压的现象。

（三）业务整合和内部控制风险

公司重大资产重组完成后，业务规模和并表范围有了较大幅度的增长，管理难度有所提高。公司需要在充分考虑成员企业业务特征、管理特点等基础上进一步加强业务整合和内控管理，充分发挥重组协同效应，提高重组整合效果，完善内控体系，实现健康、规范、有序发展。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,161	109,953	92,184	109,225	138,048
货币资金	13,489	51,261	46,305	56,856	64,818
应收及预付	5,191	20,236	16,269	18,421	26,577
存货	6,781	31,366	23,249	27,056	38,608
其他流动资产	2,701	7,090	6,362	6,893	8,045
非流动资产	16,191	42,556	38,562	34,533	30,532
长期股权投资	1,249	4,159	4,271	4,296	4,332
固定资产	7,361	22,627	18,350	14,005	9,604
在建工程	1,596	3,974	4,039	4,149	4,216
无形资产	1,097	4,309	4,320	4,268	4,270
其他长期资产	4,887	7,486	7,582	7,813	8,109
资产总计	44,351	152,510	130,747	143,758	168,580
流动负债	16,653	90,142	67,732	79,128	101,662
短期借款	2,811	7,300	11,635	12,030	8,960
应付及预收	7,908	27,097	21,897	24,845	35,368
其他流动负债	5,935	55,745	34,200	42,252	57,334
非流动负债	6,631	9,542	9,803	9,972	10,158
长期借款	2,303	4,080	4,341	4,510	4,696
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,327	5,462	5,462	5,462	5,462
负债合计	23,284	99,684	77,535	89,099	111,820
股本	1,378	4,472	4,472	4,472	4,472
资本公积	6,611	33,613	33,613	33,613	33,613
留存收益	7,377	7,217	7,576	8,935	10,819
归属母公司股东权益	15,416	45,777	46,136	47,495	49,379
少数股东权益	5,652	7,049	7,076	7,163	7,380
负债和股东权益	44,351	152,510	130,747	143,758	168,580

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	52,657	55,244	58,302	66,807	93,578
营业成本	47,894	49,325	52,620	59,271	80,184
营业税金及附加	155	173	233	236	421
销售费用	434	402	408	468	655
管理费用	2,493	2,548	2,682	3,073	4,305
研发费用	2,366	3,263	3,381	3,741	5,240
财务费用	-328	-39	-386	-337	-567
资产减值损失	-927	-1,689	-3	-5	-5
公允价值变动收益	-113	229	0	0	0
投资净收益	0	735	583	868	187
营业利润	1,363	176	585	2,087	3,905
营业外收支	1,236	134	69	26	-124
利润总额	2,598	311	654	2,113	3,781
所得税	383	55	118	367	681
净利润	2,215	256	536	1,747	3,101
少数股东损益	186	-50	27	87	217
归属母公司净利润	2,029	306	509	1,659	2,884
EBITDA	992	2,079	4,725	6,226	7,521
EPS (元)	1.47	0.07	0.11	0.37	0.64

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	325	974	-9,020	10,522	13,050
净利润	516	256	536	1,747	3,101
折旧摊销	730	2,184	4,485	4,537	4,524
营运资金变动	-1,244	-2,749	-13,923	4,567	4,843
其它	322	1,282	-118	-329	582
投资活动现金流	-1,215	-2,557	206	460	-553
资本支出	-498	-2,087	-159	-96	-311
投资变动	-685	1,057	-196	-201	-340
其他	-32	-1,527	561	757	97
筹资活动现金流	-273	2,591	3,857	-431	-4,534
银行借款	6,040	20,729	4,596	564	-2,884
股权融资	0	3,831	0	0	0
其他	-6,313	-21,968	-739	-995	-1,650
现金净增加额	-1,137	468	-4,957	10,551	7,962
期初现金余额	14,302	26,661	51,261	46,305	56,856
期末现金余额	13,166	27,130	46,305	56,856	64,818

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	211.4%	4.9%	5.5%	14.6%	40.1%
营业利润增长	115.4%	-87.1%	231.4%	257.0%	87.1%
归母净利润增长	314.7%	-84.9%	66.5%	225.9%	73.8%
获利能力					
毛利率	9.0%	10.7%	9.7%	11.3%	14.3%
净利率	4.2%	0.5%	0.9%	2.6%	3.3%
ROE	13.2%	0.7%	1.1%	3.5%	5.8%
ROIC	-1.6%	-0.1%	0.3%	1.8%	3.2%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	65.4%	59.3%	62.0%	66.3%
净负债比率	110.5%	188.7%	145.7%	163.0%	197.0%
流动比率	1.69	1.22	1.36	1.38	1.36
速动比率	1.10	0.70	0.84	0.86	0.79
营运能力					
总资产周转率	1.19	0.36	0.45	0.46	0.56
应收账款周转率	35.33	10.95	14.06	14.14	13.46
存货周转率	7.77	1.76	2.51	2.47	2.42
每股指标 (元)					
每股收益	1.47	0.07	0.11	0.37	0.64
每股经营现金流	0	0	-2	2	3
每股净资产	11.19	10.24	10.32	10.62	11.04
估值比率					
P/E	14.78	258.72	218.45	67.03	38.57
P/B	1.95	1.73	2.41	2.34	2.25
EV/EBITDA	23.15	21.81	18.42	12.37	8.80

广发机械行业研究小组

代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
 周 静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
 范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
 王 宁：北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。