



买入(首次)

所属行业: 国防军工/船舶制造
当前价格(元): 18.93

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

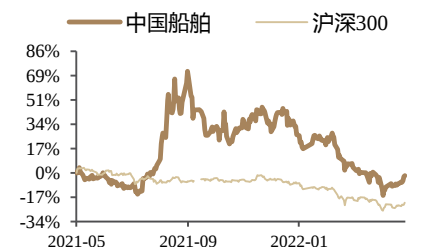
邮箱: nizey@tebon.com.cn

研究助理

邵玉豪

邮箱: shaoyh3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.77	0.45	-14.95
相对涨幅(%)	12.11	4.79	-2.26

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

中国船舶(600150.SZ): 全球船舶制造龙头, 受益行业大周期复苏

投资要点

- 穿越行业周期, 成就船舶制造全球龙头:** 中国船舶是中船集团核心军民品主业上市公司, 整合了中船集团旗下大型造修船、动力设备、机电设备及海洋工程等业务。公司旗下控股江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西四大船厂, 在民船、军船、修船等细分领域引领行业发展。上市以来, 公司二十余年发展可分为四个发展阶段: 1998-2006年, 公司前身沪东重机上市, 持续加大研发及扩产投入, 成为中船集团下实力突出的柴油机制造公司, 营收CAGR达15.5%; 2006-2012年, 公司收购外高桥造船、中船澄西等核心民品资产, 成为中国船舶工业集团公司核心民品主业上市平台, 营收CAGR达48.4%; 2012-2017年, 船舶&海工行业周期下行, 公司底部积极应对、精简业务, 营收CAGR-7.2%; 2017-2021年, 船舶行业开始筑底回暖。公司通过债转股注入军民品资产, 南北船合并提速, 营收CAGR37.5%。穿越行业发展周期, 已成为全球造船行业龙头。
- 全球造船行业大周期复苏, 领军企业打破海外垄断、深度受益行业复苏:** 2021年船舶行业全年新接订单量达1.2亿载重吨, 同比+77%, 创2013年以来新高。行业正持续复苏, 二十年造船大周期已重新启动。分船型来看, 集装箱、散货船、油船新接订单均显著增长。集装箱船新接订单达4499万载重吨, 同比+327%, 占比37.5%; 散货船新接订单达3856万载重吨, 同比+62%, 占比32.2%; 油船新接订单达2191万载重吨, 同比-13%, 占比18.3%。中长期, 碳中和将进一步刺激刚性的更新换代需求。中国船企在18个主要船型中, 10个船型取得了市场份额第一的水平。其中在集装箱船、散货船、化学品船、多用途船、海工船、汽车运输船等船型的市场份额均超过50%。2021年公司承接造船订单总量占全球的9.72%, 深度受益行业复苏。此外在LNG、邮轮等高附加值船型领域, 公司正作为领军企业打破海外垄断, 有望持续突破。
- 受益十四五军船制造批量需求, 南北船重组打造船舶行业的“航空母舰”:** “十四五”, 我国海军处于战略变革期, 正加快推进从近海防御型向远海防卫型转变, 航母编队等将成为建设重点的重点装备。整体国防政策, 也正从“稳步推进”变成了“备战能力建设”, 主战装备从“研制”过度到“批量建设”的放量期。2022年, 国防支出预算提升至1.45万亿元, 同比+7%, 军船建造需求空间广阔。公司旗下江南造船、广船国际、黄埔文冲等是历史悠久、最具规模的军船建造龙头, 持续受益承接十四五的军船制造需求。此外, 国企改革三年行动计划正逐步推进, 南北船正进入实质性操作阶段。集团层面, 南北船已整体划入中国船舶集团。未来随着合并重组的协调推进, 相关业务有望形成合力, 打造船舶行业的“航空母舰”。
- 盈利预测与投资建议:** 船舶制造行业复苏叠加海军国防装备需求放量, 中国船舶作为全球船舶制造龙头将深度受益。预计公司2022-2024年归母净利润为10.2亿元、20.5亿元、75.1亿元, 对应PE 83、41、11倍。参考可比公司平均估值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新接订单低于预期; 原材料价格波动风险; 汇率波动风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	4,472.43		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通A股(百万股):	2,443.31	营业收入(百万元)	55,244	59,740	67,307	78,677	90,346
52周内股价区间(元):	14.64-29.82	(+/-)YOY(%)	4.9%	8.1%	12.7%	16.9%	14.8%
总市值(百万元):	84,663.10	净利润(百万元)	306	214	1,024	2,045	7,507
总资产(百万元):	165,560.59	(+/-)YOY(%)	-84.9%	-30.1%	379.1%	99.6%	267.1%
每股净资产(元):	10.31	全面摊薄EPS(元)	0.07	0.05	0.23	0.46	1.68
		毛利率(%)	10.7%	10.6%	11.6%	12.5%	12.6%
		净资产收益率(%)	0.7%	0.5%	2.2%	4.2%	13.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 中国船舶：中船集团核心军民品主业上市公司，引领船舶工业高精尖技术发展	8
1.1. 核心军民品主业上市公司，引领船舶工业高精尖技术发展	8
1.2. 历史复盘：上市二十余年，与中国船舶制造行业发展周期共振	9
1.2.1. 开端（1998-2006）：前身沪东重机，是中船集团下实力突出的柴油机制造公司	10
1.2.2. 兴起（2006-2012）：注入民船资产，成为中国船舶工业集团核心民品主业上市平台	12
1.2.3. 低谷（2012-2017）：船舶&海工业务先后进入下行周期，低谷期转让资产、积极应对	14
1.2.4. 筑底（2017-2021）：债转股注入军民品资产，南北船合并提速进入日程	16
1.2.5. 2022Q1 营收同比+30.39%，业绩同比-43.47%	19
2. 控股四大船厂，全产业链布局	20
2.1. 中国船舶整合优势资源，四大船厂各领风骚	20
2.1.1. 江南造船：国内历史最悠久、规模最大的造船基地	21
2.1.2. 外高桥造船：中国民用造船的领军企业，布局民船、海工、邮轮三大领域	23
2.1.3. 广船国际：国内最大、最强的军辅船生产保障基地	24
2.1.4. 中船澄西：五星级修船厂，瞄准高附加值船型	26
2.2. 拓展多元业务，布局全产业链	27
2.2.1. 船舶修造：军民品产线覆盖范围广，修船主攻高附加值船型	28
2.2.2. 海洋工程：具备 FPSO 批量建造和交付的能力	29
2.2.3. 动力装备：能够实现集团船舶的发动机自供	29
2.2.4. 机电设备：覆盖风电全产业链	30
3. 穿越二十年造船大周期，打磨品质获世界认可	30
3.1. 历史复盘：纵观历史，船舶制造行业可划分为六大周期	30
3.2. 2021 全年新接订单同比+77%，中国船舶承接全球 20.4% 订单	32
3.2.1. 下游集运市场率先景气，集装箱船订单最先复苏	35
3.2.2. 中国船舶品质获得船东认可，承接全球 9.72% 的订单	37
3.3. 展望未来：短期看散货船、油船接力，中长期看碳中和压力下的更新需求	38
3.3.1. 短期看散货船、油船的接力	38
3.3.2. 中长期看碳中和带来的更新需求	40
3.4. 造船产业整合趋势明显，中国船舶领头向高附加值船型迈进	42
3.4.1. 船企整合趋势明显，造船产业集群效应突出	42
3.4.2. 打破海外垄断，中国船舶领军向高附加值船型迈进	44

4. 十四五海军加速由浅蓝走向深蓝，承接建造需求龙头深度受益	47
4.1. 海军加速由浅蓝走向深蓝，航母编队等将成为建设重点装备	47
4.2. 江南造船军船建造历史悠久，具备建造超大吨位主战舰艇的能力	49
4.3. 承接十四五建造需求，军船建造龙头有望深度受益	50
5. 南北船合并：打造船舶制造行业的“航空母舰”	52
5.1. 中船集团积极响应国家军民融合发展战略	52
5.2. 深化国企改革，南北船重组工作进入实操阶段	53
5.3. 资产持续整合，集团重组先行、上市公司重组持续推进	54
6. 盈利预测与相对估值	55
6.1. 盈利预测	55
6.2. 相对估值	56
7. 风险提示	56

图表目录

图 1：中国船舶具有完整的船舶行业产业链	8
图 2：中国船舶实际控制人为国务院国资委	9
图 3：公司上市以来二十余年历史分为开端、兴起、低谷、筑底四个阶段	10
图 4：国有股划转前中船工业集团为沪东重机的间接控股人，划转后成为直接控股人 ..	12
图 5：全球新接订单在 2007 年达到历史最高的 2.6 亿 DWT	12
图 6：手持订单在 2008 年 10 月达到历史最高的 6.5 亿 DWT	12
图 7：船价在 2008 年达到历史的最高点	13
图 8：2006 年新接订单量首次超过韩国位居世界第一	13
图 9：2007 年集团民船资产注入后，公司由沪东重机改名为中国船舶	13
图 10：2014-2016 年新接订单逐年下滑	14
图 11：2014-2016 中国船舶新接订单同比-35.4%/-59.1%/+55.9%	14
图 12：2016 年初布伦特油价大幅下跌，最低跌至 28 美元/桶	15
图 13：2016 年海工辅助船 PSV 日租金同比-34%	15
图 14：2016 年 AHTS 船新接订单同比-91%	15
图 15：2016 年 PSV 船新接订单同比-93%	15
图 16：2021 年 12 月全球共有 239 艘邮轮复航，复航运力为 42.6 万客位	16
图 17：2022 年 4 月 30 日全球邮轮港口访问艘次同比+311%，达到了 2019 年同期的 86%	16
图 18：本次资产整合注入了中船集团优质军船资产	18
图 19：公司前身为沪东重机，2007 年集团民船资产注入后改名为中国船舶	19
图 20：中国船舶旗下的船厂业务布局广泛	19
图 21：2022Q1 营收达 131.1 亿元，同比+30.39%	20
图 22：2022Q1 归母净利润达 0.52 亿元，同比-43.47%	20

图 23: 2022Q1 期间费用率 6.75%	20
图 24: 2022Q1 销售毛利率 6.37%, 销售净利率 0.44%	20
图 25: VLGC 江南造船总量世界第三 (DWT)	22
图 26: 乙烯运输船江南造船总量世界第一 (DWT)	22
图 27: 2023 年订单量达到 224 万 DWT	23
图 28: 江南造船在手订单中集装箱船占比 67%	23
图 29: 好望角型散货船外高桥造船总量世界第一 (DWT)	24
图 30: 散货船外高桥造船总量世界第二 (DWT)	24
图 31: 2021 年完工 20 艘船共计 356 万 DWT	24
图 32: 外高桥造船在手订单中散货船占比最高为 40%	24
图 33: MR 船广船国际造船总量世界第三 (DWT)	25
图 34: 超灵便型油船广船国际造船世界总量第三 (DWT)	25
图 35: 广船国际 2023 年订单量达到 190 万 DWT	26
图 36: 广船国际在手订单中油船占比最高为 66%	26
图 37: 2022 年自卸型散货船中船澄西造船世界第一 (DWT)	26
图 38: 2022 年大灵便型散货船中船澄西造船世界第五 (DWT)	26
图 39: 中船澄西 2023 年订单量达到 127 万 DWT	27
图 40: 中船澄西在手订单中散货船占比最高为 91%	27
图 41: 中国船舶具备完整的船舶行业产业链	27
图 42: 2021 年船舶修造及海工业务营收 501 亿, 同比+16%	29
图 43: 2021 年船舶修造及海工业务毛利率达到 9.3%, 同比+0.12pp	29
图 44: 2021H1 海工业务营收 22.76 亿, 同比+70%	29
图 45: 2021H1 海工业务毛利率 20.53%, 同比+19pp	29
图 46: 2021 动力装备营收 40.8 亿, 同比+12.6%	30
图 47: 2021 年动力装备毛利率达到 19.53%, 同比-5.86pp	30
图 48: 2021 年机电设备营收 40.76 亿元, 同比+32.5%	30
图 49: 2021 年机电设备毛利率达到 11.2%, 同比+1.46pp	30
图 50: 船舶制造行业位于产业链中游	31
图 51: 船舶行业 2007 年以前可划分为 5 大周期	31
图 52: 2021 年全球新接订单达 1071 亿美元, 同比+113%	33
图 53: 2021 年全球新接订单达 1.2 亿载重吨, 同比+77%	33
图 54: 新接订单来看, 本轮船舶行业复苏的起点源于 2020 年 10 月	34
图 55: 2021 年全球油船新接订单达 2191 万载重吨, 同比-13%	34

图 56: 2021 年散货船新接订单达 3856 万载重吨, 同比+62%.....	34
图 57: 2021 年集装箱船新接订单达 4499 万载重吨, 同比+327%	34
图 58: 2021 年集装箱船新接订单占比最高达 37.5%	34
图 59: 2021 年洛杉矶港口集装箱可用指数居高不下	36
图 60: 欧美港口拥堵程度居高不下.....	36
图 61: 集装箱船租期价格同比上升 275%	36
图 62: 2021 年 1 月克拉克森集装箱运价同比上升 235%.....	36
图 63: 2022 年 2 月中国出口集装箱运价指数创历史新高	36
图 64: 箱船大型化趋势显著	37
图 65: 中国船舶集团承接全球造船总量的 20.4%	37
图 66: 中国船舶集团承接集装箱船全球订单总量的 24.7%	37
图 67: 中国船舶集团承接散货船全球订单总量的 25.3%.....	38
图 68: 中国船舶集团承接散货船全球订单总量的 7.3%.....	38
图 69: 新造船价格指数 2021 年来持续上升	38
图 70: 一季度上海 20mm 造船板价格同比-5.71%	38
图 71: 2005 年后, 散货船订单与平均运价高度关联	39
图 72: 近期干散货船运价持续回升.....	39
图 73: 油船船龄结构 (艘)	40
图 74: 油船船龄结构 (百万 DWT)	40
图 75: 油船拆解量高达 15.08 百万 DWT	40
图 76: IMO 目标在 2100 年完全消除航运环节的温室气体排放.....	41
图 77: 2022 年具备 LNG 能力的船的订单占比会在 24%以上.....	41
图 78: 2018 年全球航运占全球二氧化碳的排放量已达 2.32%.....	41
图 79: 全球船速呈现逐年下降趋势.....	42
图 80: 2022 年安装脱硫设备的船 4385 艘, 占全球总船数的 4.27%.....	42
图 81: 华东地区已经形成以外高桥、江南造船为首的造船集群	43
图 82: 2022Q1, 中国造船产能利用检测指数同比+8.4%, 环比-4.7%。	43
图 83: 重点监测船舶企业主营业务收入同比增长 3.5%.....	43
图 84: 重点监测船舶企业利润总额同比增长 27.1%.....	43
图 85: TOP5 的造船集团占世界订单的 50%.....	44
图 86: 中国船舶集团订单量位列世界第一	44
图 87: 2021 全年中国新接订单占中日韩总量的 54%.....	44
图 88: 2021 年中国完工量同比+21.9%, 韩国+19.1% (CGT)	44

图 89: 2021 年 LNG 船韩国市场占有率 88.1%	45
图 90: LPG 船订单量为 405.8 万 DWT, 韩国占比 71.2%	45
图 91: 2021 年现代重工承接全球 39%LNG 船订单	45
图 92: 2021 年现代重工承接全球 58%LPG 船订单	45
图 93: 现代重工毛利率较高, 在 LNG 船建造方面有较强优势	46
图 94: 法国 GTT 公司占据了市场上 95% 以上的份额	46
图 95: 我国海军舰艇按装备类型可分为主战舰艇、两栖舰、潜艇、军辅船四大类	48
图 96: 中国海军整体规模与美国仍有较大差距	48
图 97: 江南造船在长兴基地有中国最大的船坞	50
图 98: 江南造船拥有最大 1600 吨负荷的龙门吊	50
图 99: 2022 年国防支出预算增速达 7%	51
图 100: 2020 年中国军费开支 2.52 千亿美元, 同比增长 5%	52
图 101: 2020 年中国军费开支占 GDP 比重为 1.75%	52
图 102: 南北船合并后军船业务将更好协同, 有利于军民融合发展	54
图 103: 南北船整体划入中国船舶集团	55
表 1: 中国船舶陆续转让多家公司股份以及海工产品止损	14
表 2: 公司进行重大资产重组, 江南造船、广船国际等集团核心军民品资产成功注入 ..	17
表 3: 中国船舶集团间接控股 9 个上市公司	19
表 4: 公司控股的造船厂有江南造船、外高桥造船、中船澄西、广船国际	21
表 5: 江南造船产品类型丰富	21
表 6: 外高桥造船现有业务主要分为民船、海工、邮轮三大板块	23
表 7: 广船国际是华南地区最大的军辅船生产基地	25
表 8: 多元业务拓展, 布局全产业链	28
表 9: 2021 年造船行业景气度历史情况	33
表 10: 分船型看, 2021 年造船行业景气度历史情况	35
表 11: 中国正在逐层打破 LNG 技术垄断获得更多订单	47
表 12: 江南造船厂为国家建造多个首制军舰艇	49
表 13: 中国现役及退役驱逐舰大部分都由江南造船厂建造	50
表 14: 2022 年世界主要国家继续推动大型主战舰艇研建工作, 强化海军装备力量 ..	51
表 15: 军民融合发展是深化国防和军队改革的重要战略部署	52
表 16: 中船集团战略目标是“四步走”	53
表 17: 南北船旗下的主力上市公司在三大专业领域形成一一对应的局面	54

表 18: “南北船”重组采取的是集团层面重组和上市公司层面重组两线并行策略	55
表 19: 分业务收入及毛利率	56
表 20: 可比公司估值（股价数据截至 2022 年 6 月 2 日收盘）	56

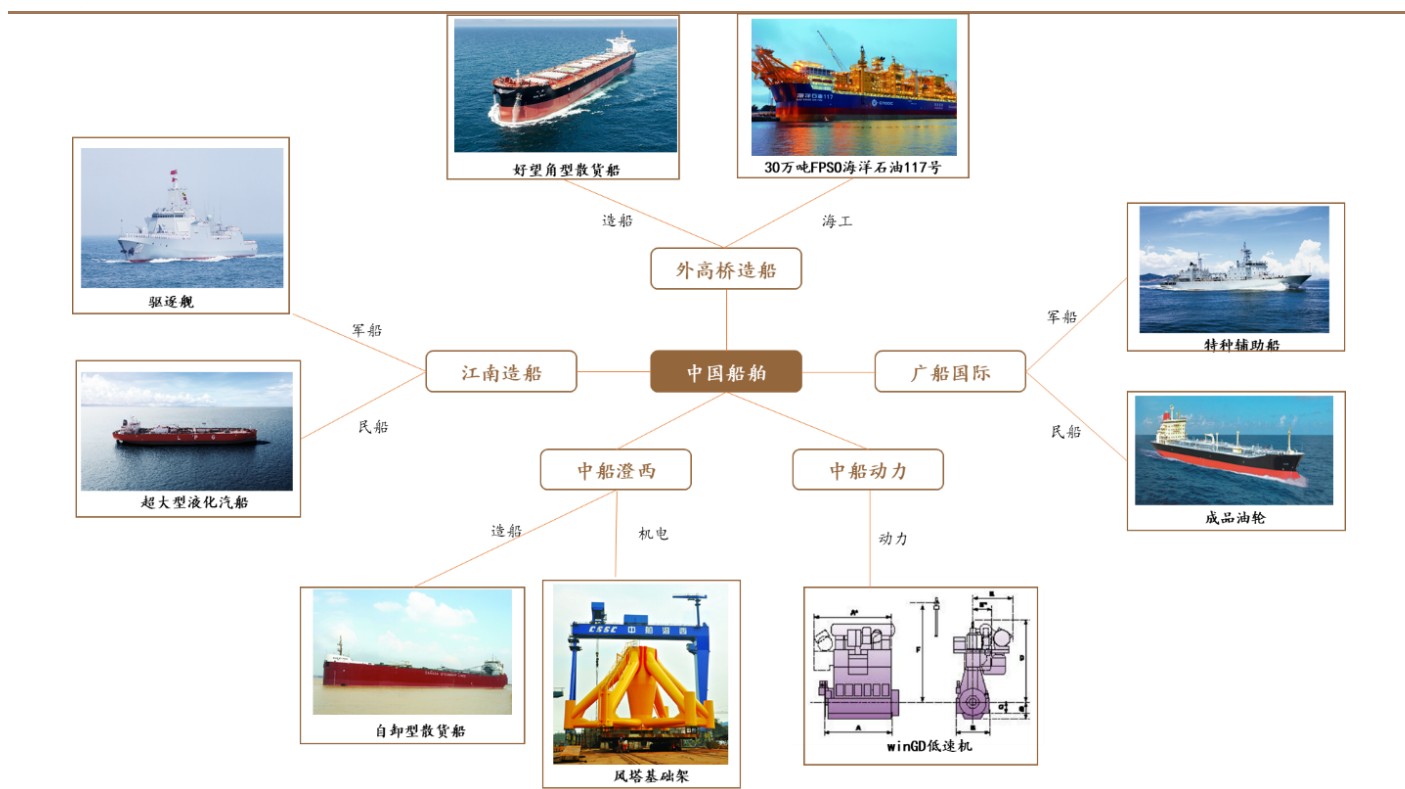
1. 中国船舶：中船集团核心军民品主业上市公司，引领船舶工业高精尖技术发展

1.1. 核心军民品主业上市公司，引领船舶工业高精尖技术发展

中国船舶是中船集团旗下核心军民品主业上市公司平台，中国船舶制造的龙头企业。中国船舶为拥有国际先进水平的大型船舶制造商，持续引领船舶工业高精尖技术发展。公司主要业务板块包括造船业务、修船业务、动力业务、海洋工程及机电设备等。作为世界航运业的伙伴，公司秉承高质量发展战略，推进集团公司“海洋防务装备产业、船舶海工装备产业、海洋科技创新应用产业、船舶海工服务业”四大产业布局，以强大的科研创新实力、先进的管理水平和精湛的制造工艺，不断推出一系列大型绿色环保船型和船机新产品，持续引领船舶工业高精尖技术的发展。

中国船舶整合了中国船舶集团旗下大型造修船、动力及海洋工程等业务，具有完整的船舶行业产业链。中国船舶旗下有完整的船舶产业链，包括大型造船厂江南造船、外高桥造船、广船国际、中船动力、中船澄西等。江南造船是中国历史最悠久的大型工业企业，民品主要是以超大型集装箱船、液化气船、特种船为主，军品方面做到了水面和水下舰艇全覆盖；外高桥造船是纯民品的造船企业，主要是以散货船、游轮、集装箱船为主；中船澄西是国内修船行业的龙头，被业界称为五星级修船厂，产品以散货船、木屑船为主，此外还有风塔业务等；据国际船舶网，中船动力集团是国内一流的动力企业，截至 2020 年，中船动力低速机国际市场占有率 20%，居世界第二；截至 2022 年，国内市场占有率 70% 以上；广船国际是华南地区最大最强的军辅船生产和保障基地，民船主要是以集装箱船、成品油轮为主，军品方面制造过医疗船“和平方舟”号、补给舰等。

图 1：中国船舶具有完整的船舶行业产业链

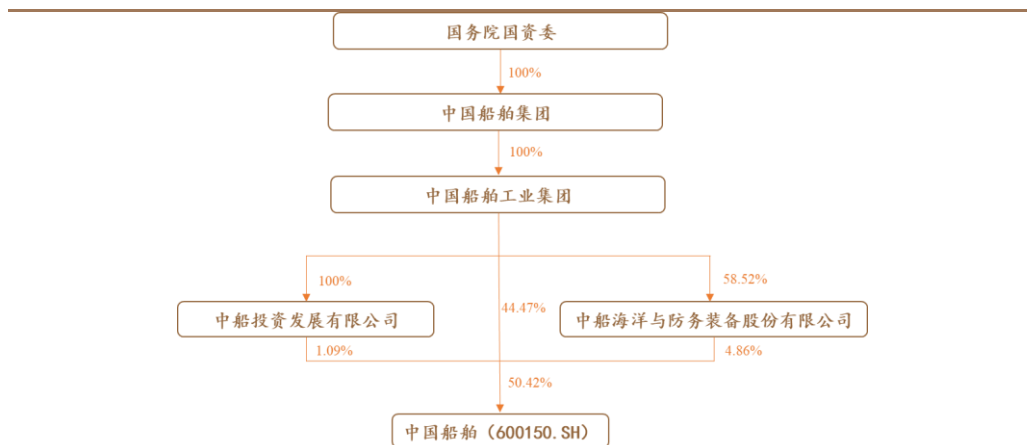


资料来源：各子公司官网，德邦研究所

公司股权结构清晰，实际控制人为国务院国资委。截至 2021 年底，中国船舶工业集团直接持有中国船舶 44.47% 的股份，并通过中船投资与中船防务间接控股 5.95%，合计持有公司 50.42% 的股份，成为直接控股人。2021 年 10 月，国务院国资委同意中船工业集团与中船重工集团实施联合重组，新设中国船舶集团有限

公司，中船工业集团和中船重工集团整体划入中国船舶集团。股权无偿划转后，中国船舶集团取得中船工业集团 100% 的股权，从而间接控制公司 50.42% 的股份，公司的直接控股股东仍为中船工业集团，实际控制人为国务院国资委。

图 2：中国船舶实际控制人为国务院国资委



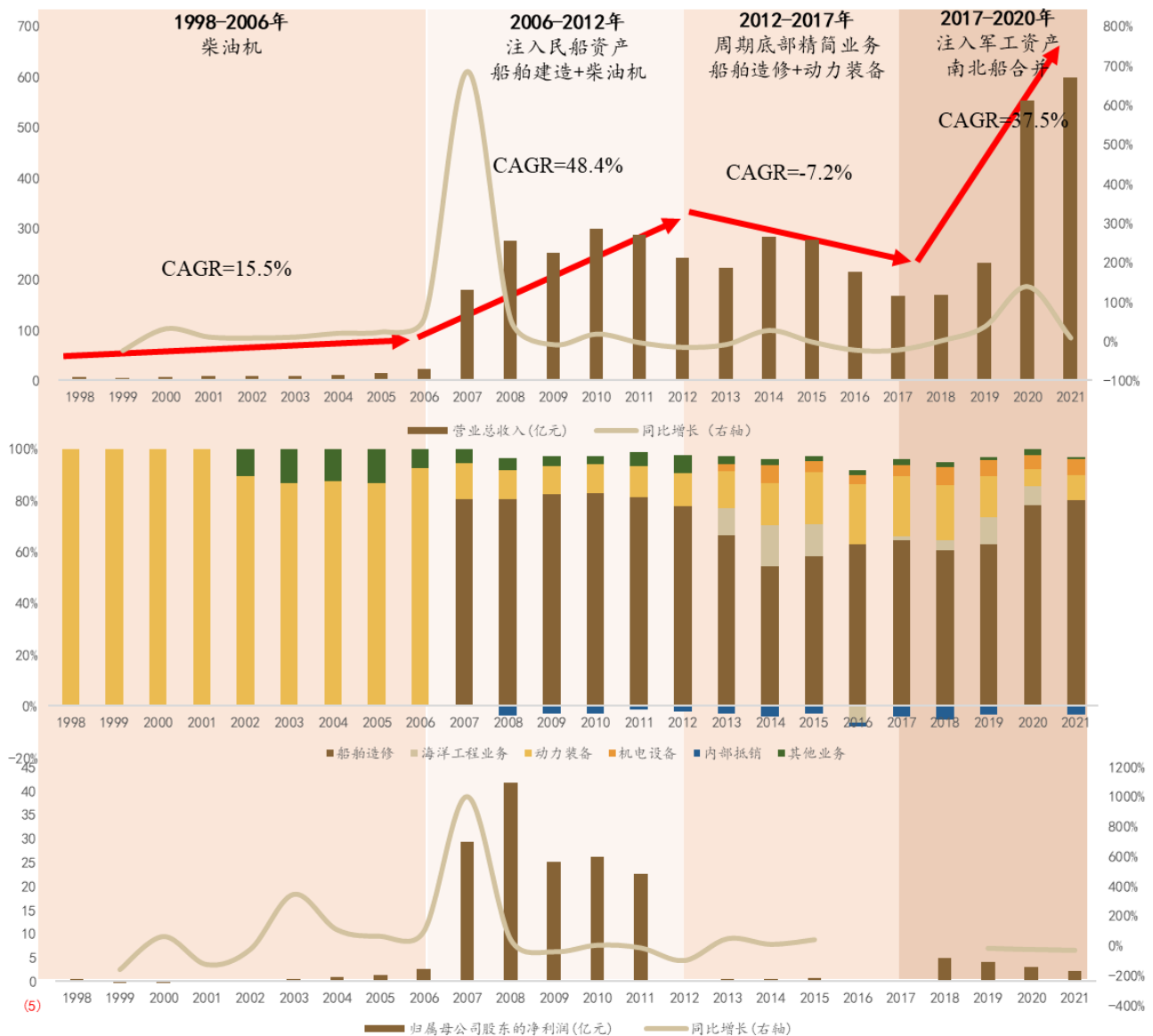
资料来源：公司公告，德邦研究所，注：截至 2021 年底

1.2. 历史复盘：上市二十余年，与中国船舶制造行业发展周期共振

公司上市二十余年，与中国船舶行业发展周期共振。可分为开端、兴起、低谷、筑底四个阶段。经过二十多年的发展历程，公司从沪东重机到主营民品的中国船舶，再到中船集团旗下核心军民品上市平台，期间历经了船舶行业周期的高峰与低谷时期，根据公司的营收业绩、业务占比以及重大历史事件，结合船舶行业整体周期，将公司的历史分为四个阶段：

- (1) 开端 (1998-2006)：公司前身为沪东重机，是中船集团旗下实力突出的柴油机制造公司。1998-2006 年，公司营业收入年均复合增速 15.5%，业绩年均复合增速 23.5%。
- (2) 兴起 (2006-2012)：公司成为中国船舶工业集团核心民品主业上市平台。2006-2012 年，营业收入年均复合增速 48.4%。2008 年，公司归母净利润达到历史最高水平 41.6 亿元，同比+42.6%。
- (3) 低谷 (2012-2017)：在船舶行业周期底部转让长兴造船、广船文冲等公司股权，精简业务。2012-2017 年，公司营业收入年均复合增速-7.2%。
- (4) 筑底 (2017-2021)：债转股注入军民品资产，南北船合并打造船舶制造行业的“航空母舰”。2017-2021 年，营业收入年均复合增速 37.5%。

图 3：公司上市以来二十余年历史分为开端、兴起、低谷、筑底四个阶段



资料来源：wind，德邦研究所。注：2006 年营收、归母净利润已调整成 2006 年沪东重机年报实际值；中间图表为各业务营收占比。

1.2.1. 开端（1998-2006）：前身沪东重机，是中船集团下实力突出的柴油机制造公司

公司前身为 1998 年建立的沪东重机，主营船用柴油机。中国船舶工业股份有限公司前身为沪东重机股份有限公司。沪东重机成立于 1998 年，是由原沪东造船厂(现沪东中华造船集团有限公司)和原上海船厂(现上海船厂船舶有限公司)共同发起设立的股份有限公司，并于 1998 年 5 月 20 日上市。沪东重机主营产品是船用柴油机，船用柴油机是民用船舶、中小型舰艇和常规潜艇的主要动力设备。低速柴油机能够直接驱动螺旋桨，较低的转速使螺旋桨有高的推进效率。沪东重机的柴油机在 1999 年市场占有率 50% 以上，销量和收入居国内同行业首位，主要客户是公司的两大股东沪东造船厂和上海船厂。

上市后加大研发及扩产投入，柴油机业务发展迅速、市占率达 65%。2000 年沪东重机中低速柴油机国内市场占有率达到 65%，2004 年完工 62 台/95.7 万马力，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，净利润突破 1 亿元。随着国际航运业和造船业的持续发展，2006 年公司销售柴油机 79 台，

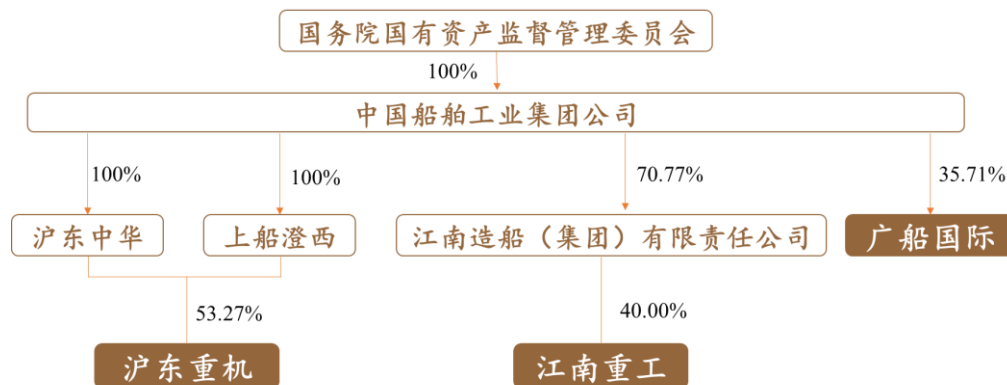
共计 108 万马力，主营业务收入突破 22 亿。公司不断加大研发投入，推进 7 千万瓦级大缸径柴油机和 LNG 双燃料柴油机研发工作。在发展主营业务的同时，公司还积极进行投资扩产、股改等工作，对公司未来的发展具有战略意义。

2005 年，沪东重机与中船集团、三井造船合资建设柴油机子公司，引进先进柴油机制造技术。由于造船业快速发展，迫切需要船用柴油机制造能力同步提升。公司为了扩大产能，保持柴油机的市占率，解决生产面积受限的问题，于 2005 年 7 月，与中国船舶工业集团（中船集团）、日本三井造船株式会社（三井造船）决定投资大功率船用柴油机项目。合资期 30 年，注册资本 4.8 亿元，中船集团出资 15%，沪东重机出资 51%，三井造船出资 34%，投资成立了子公司上海中船三井造船柴油机有限公司。日本三井造船株式会社成立于 1917 年，是日本最大的造船企业之一。三井造船拥有成熟、先进的柴油机制造技术，1976 年 B&W 柴油内燃机产品累计生产达到 1,000 万马力，1992 年，建成最尖端的柴油内燃机装配工厂。公司与三井造船合作，不仅促进了中日两国经济与技术交流，还加速沪东重机引进先进柴油机制造技术与公司管理方式。

2005 年，沪东重机进行股权分置改革，加速了市场化进程。在我国证券市场设立之初，为了保证国家对上市企业有控制权，也为了防止新设立的证券市场不能够承担市场完全流通所带来的压力而设立的股权分置制度。但是股权分置也造成了同股不同权、同股不同利的问题，严重影响了我国股市的健康发展。随着经济的发展和企业的资金需求，必须要通过股权分置改革来消除制度差异。非流通股股东必须向流通股股东支付一定的对价才能取得流通权。为了加大流通股股东的利益保障，2005 年沪东重机敲定最终方案，调高了对价。公司非流通股股东向流通股股东每 10 股支付 3.2 股对价股份，支付的对价股份共计 2464 万股。通过这次股改，沪东重机将投资者利益与公司利益有效连接，调动了全体股东维护公司利益的积极性，进一步完善法人治理结构。此外，股改也为沪东重机未来优化资源配置、引进投资者、推进产业重组奠定了基础。

2006 年，沪东重机的控股股份无偿划转至中船工业集团，为构建现代化船舶产业链整体发展体系奠定基础。国有股无偿划拨的实质是公司控制权转移和管理层重组，股权无偿划转一般由政府 and 行业主管部门牵头实施，国有股受让方一定为国有独资公司，股权的变动对上市公司的持有者没有损失。2006 年国务院发布了《中国船舶工业中长期发展规划》等重要文件，明确要求柴油机年产量 2010 年达到 600 万马力，2015 年达到 800 万马力。沪东重机是中船集团中唯一的船用低速柴油机制造企业，市场占有率 60% 以上，在中船集团和国家船舶配套工业的发展战略中都占有重要地位。中船集团要求沪东重机 2015 年船用柴油机产量达到 480 万马力，继续保持 60% 的市场份额。为达到此目标，不仅要得到中船集团的全力支持，还要充分利用中船集团的整体优势。2006 年 11 月，公司控股股东沪东中华造船、和第二大股东上船澄西所持沪东重机的“国有股”无偿划转给实际控制人中国船舶工业集团公司。股权划转完成后，中国船舶工业集团公司直接持有沪东重机 53.27% 的股权，成为公司控股股东。通过本次股权划转，中船集团能够更加高效地整合内部各个业务架构，进一步优化船舶配套资源，使沪东重机更直接地置于中船集团构建现代化船舶产业链的整体发展体系中，提升了沪东重机在整个中船集团的地位。

图 4：国有股划转前中船工业集团为沪东重机的间接控股人，划转后成为直接控股人

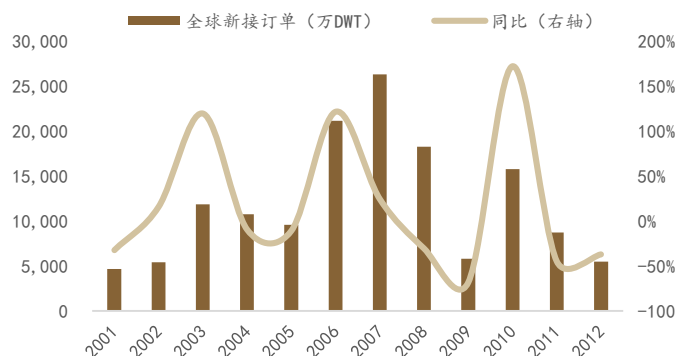


资料来源：公司收购报告书，德邦研究所，注：图为划转后股权结构；深色背景为上市公司

1.2.2. 兴起（2006-2012）：注入民船资产，成为中国船舶工业集团核心民品主业上市平台

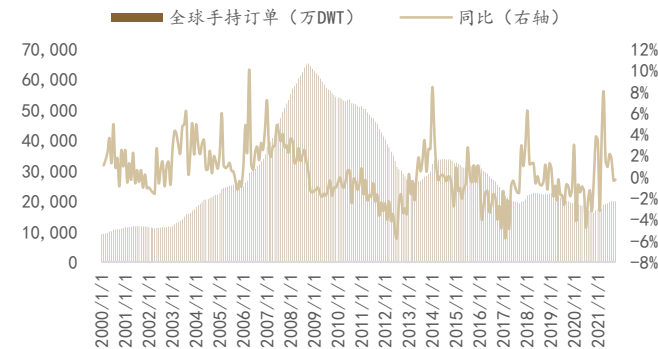
船舶行业周期不断复苏，中国船企发展势头良好。根据克拉克森数据统计，全球造船新接订单在 2007 年达到历史最高的 2.6 亿 DWT，其中散货船需求最为旺盛，新接订单达到历史最高的 1.6 亿 DWT。全球手持订单在 2008 年 10 月达到历史最高 6.5 亿 DWT。船价在 2008 年也达到了历史最高点，其中油船价格指数最高达到 255，散货船价格指数最高达到 240。中国船企在本轮扩张周期中得到发展，2006 年中国新接订单量首次超过韩国位居世界第一，逐渐与韩国、日本形成三足鼎立之势。

图 5：全球新接订单在 2007 年达到历史最高的 2.6 亿 DWT



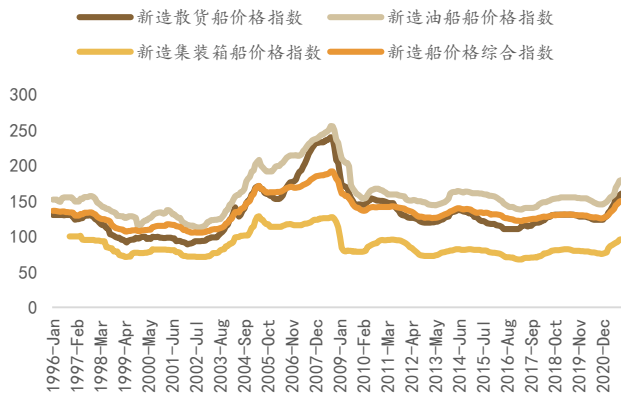
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 6：手持订单在 2008 年 10 月达到历史最高的 6.5 亿 DWT



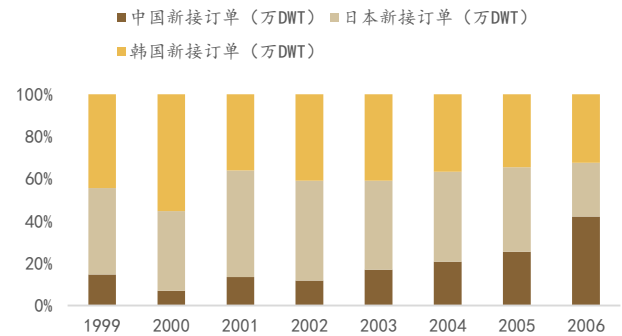
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 7：船价在 2008 年达到历史的最高点



资料来源：克拉克森，德邦研究所

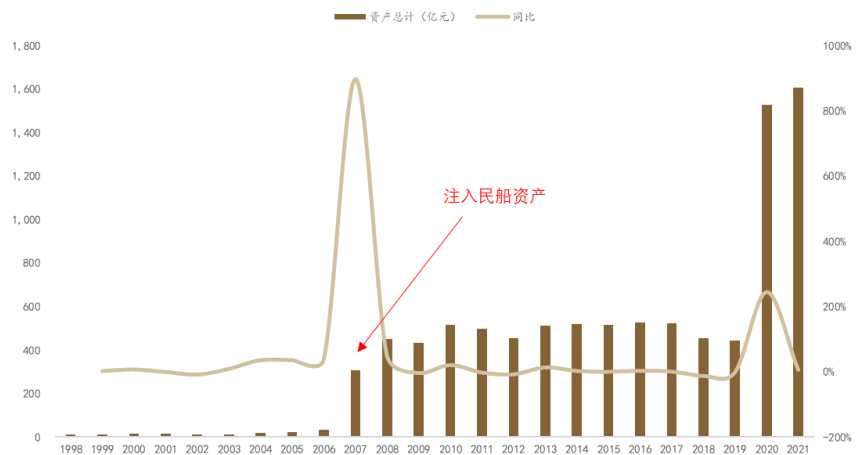
图 8：2006 年新接订单量首次超过韩国位居世界第一



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：图中仅列示中日韩三国的新接订单占比的对比情况（不考虑其他国家）

2007 年集团民船资产注入后改名为中国船舶，成为中船集团核心民品主业上市平台。2007 年，公司抓住船舶工业大发展和资本市场“双牛市”的历史机遇，通过定向增发方式实施资产重组，收购中船集团下属外高桥造船、中船澄西、远航文冲等核心民品资产，公司更名为“中国船舶工业股份有限公司”，成为中国船舶工业集团公司核心民品主业上市平台，具备修、造、配完整产业链。收购完成后，公司营收和业绩大幅增长，2007 至 2008 年营收和归母净利润持续上升，2008 年营收达到 276.56 亿元，同比+54.71%，归母净利润 41.6 亿元创历史新高，同比+42.56%。

图 9：2007 年集团民船资产注入后，公司由沪东重机改名为中国船舶



资料来源：wind，德邦研究所

公司收购的外高桥造船、中船澄西在造修船领域实力雄厚。外高桥造船是中国民用造船业的领军企业，技术力量雄厚，2007 年已成为全球第八大造船企业。产品线包括：大型散货船、集装箱船和大型油轮。2006 年造船能力 320 万吨，造船吨位占中船集团 50%以上，占全国的 22%左右。中船澄西是被业界称为“五星级”修船厂，尤其在高技术含量、高附加值特种船舶的修理和改装业务具有较大市场份额。中船澄西、远航文冲 2006 年修船、改装船 300 艘，修船坞容量 40 万吨，龙穴岛修船基地及澄西技改完成后，坞容量扩大至 107 万吨，居全国第一。

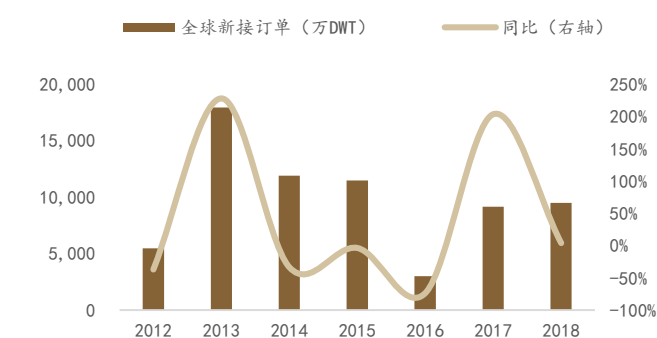
此外，公司在不断做尖做精造船等原有业务的基础上，大力拓展海洋工程、非船业务。2007 年外高桥完工国际海洋工程界有重大影响的 30 万吨级 FPSO 一艘；2009 年外高桥造船总量突破 600 万载重吨大关，首次跻身世界造船三强；2010 年中船澄西成功修复 FPSO 船“布拉特”轮，取得海工修理市场零的突破；2011 年外高桥造船交付“海洋石油 981”3000 米深水钻井平台；中船澄西集中优势力量攻克了集修造船技术工艺于一身、高度自动化的 38000 吨自卸船的改装以及 FSO“塔浦索斯”轮等重点工程，完工非船业务风塔项目 7.69 万吨，发运风塔

399 套/5.43 万吨，均创历史新高记录。2012 年外高桥造船顺利开工建造三座 JU2000E 型自升式钻井平台，中船澄西承接了国内第一艘 LNG 船修理改装、大型矿砂转运改装船的项目。

1.2.3. 低谷（2012-2017）：船舶&海工业务先后进入下行周期，低谷期转让资产、积极应对

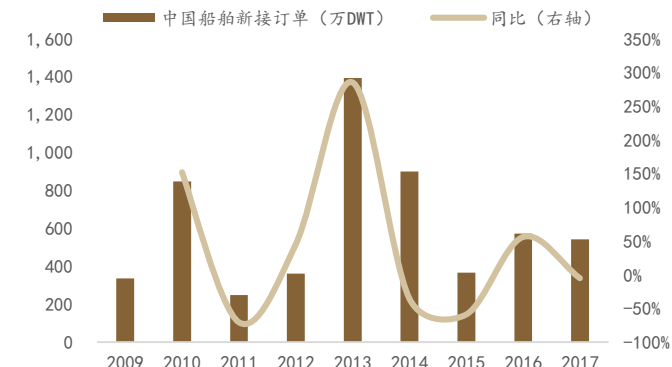
2011-2012 年，船舶行业进入下行周期，全球新接订单跌幅较大。2011-2012 年，全球新接订单下滑至 8703/5475 万载重吨，同比-45%/-37%；公司承接订单也大幅下降，2011-2012 年承接订单 249.52/361.41 万载重吨，同比-70.6%/+44.8%。

图 10：2014-2016 年新接订单逐年下滑



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 11：2014-2016 中国船舶新接订单同比-35.4%/-59.1%/+55.9%



资料来源：公司年报，德邦研究所

中国船舶转让了多家公司股份以及部分海工产品止损。2013 年起公司先后转让了长兴造船、广州柴船、广西海船、文冲船坞、长兴重工等公司股权，持续整合资源聚焦主业。转让所持公司股份不仅减轻了中国船舶的债务负担，还获得了发展资金，优化造船资源。中国船舶还转让了一部分海工订单，2017 年，外高桥造船与山东海工合作，确保其平台完工后尽快交付并投入运营，其中第 1 座平台已经于年底成功交付；并于 11 月将 7 座手持自升式平台和 4 艘平台供应船转让给天津中船建信海工投资管理有限公司，合同金额总计 74.84 亿元。通过此次合同转让，公司提高了资源配置效率，有效缓解外高桥造船及公司的财务成本和生产资源占用压力，2018 年业绩 4.89 亿元成功实现扭亏。

表 1：中国船舶陆续转让多家公司股份以及海工产品止损

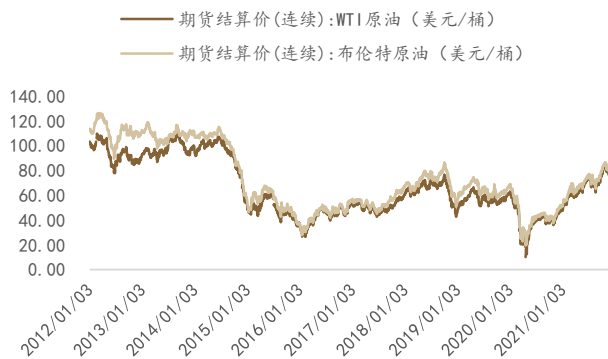
时间	事件
2013	外高桥造船向沪东中华转让长兴造船 51%的股权
2015	外高桥造船向沪东中华江南长兴造船厂 14%股权给沪东中华
2016	公司向中船集团转让文冲船坞 24.03%的股权；中船澄西向中船集团转让文冲船坞 25.63%的股权；中船澄西向中船集团转让广西船海 18.164%股权
2017	外高桥造船把 7 座手持自升式平台和 4 艘平台供应船转让给天津中船建信海工投资管理有限公司
2018	外高桥造船向江南造船转让所持有的长兴重工 36%股权

资料来源：公司公告，德邦研究所，注：2018 年公司还未控股江南造船

受海工市场低迷影响，公司业绩大幅承压。2016 年亏损 26 亿元，2017 年亏损 23 亿元。当年海工市场极度低迷，公司于 2015、2016 连续两年无新接海工订单。海工装备交付十分困难，2016 年原计划交付的 2 座平台在海工公司封船保养，外高桥造船对新开工的平台适当放缓了生产节奏，公司手持海工订单受到延期甚至弃单等因素影响，计提了大额资产减值。据中国船舶年报，从资产减值损失来看，2016 年公司计提资产减值损失 37.56 亿元，其中计提海工产品减值损失达 21.6 亿元；2017 年公司计提资产减值损失 26.92 亿元，其中海工产品计提减值达 14.43 亿元，这两年由于海工业务带来的资产减值损失高达 36 亿元。

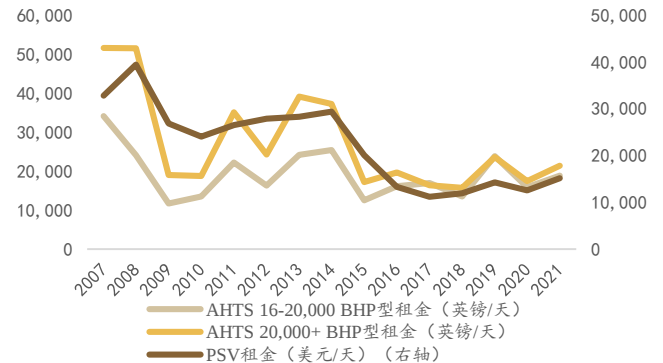
海工市场低迷，系油价下跌、钻井机需求下降的连锁反应。油价自 2015 年起就已大幅下跌，2016 年持续下跌，最低至 28 美元/桶。油价下跌导致全球钻井装置需求直线下降，据克拉克森的报告，2016 年钻井平台船队需求同比下滑 15%，其中自升式钻井平台需求减少 7%，浮式钻井平台（包括半潜式钻井平台和钻井船）需求减少 28%。海工辅助船 AHTS 以及 PSV 的新接订单量在 2016 年大幅下跌。海工辅助船日租金大幅下滑，部分租约租金水平已低于装备运营成本，为了缓解资金压力，多数客户选择延期，导致海工装备项目交付低迷，前期完工的平台无法交付，后续平台也被迫放缓建造进度或暂停。海工平台的延期交付，不仅占用了大量流动资金，还产生不少财务费用和维修保养费用，增加了企业的额外成本支出。

图 12：2016 年初布伦特油价大幅下跌，最低跌至 28 美元/桶



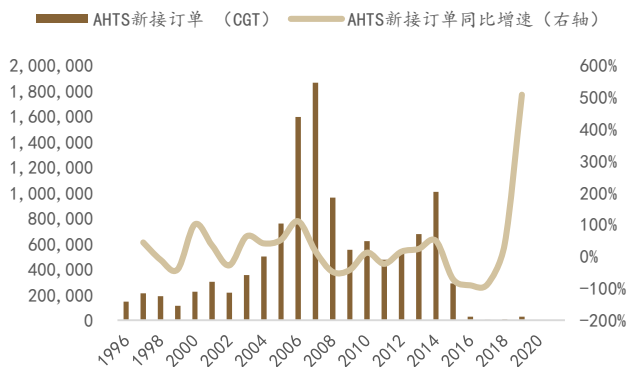
资料来源：wind，德邦研究所

图 13：2016 年海工辅助船 PSV 日租金同比-34%



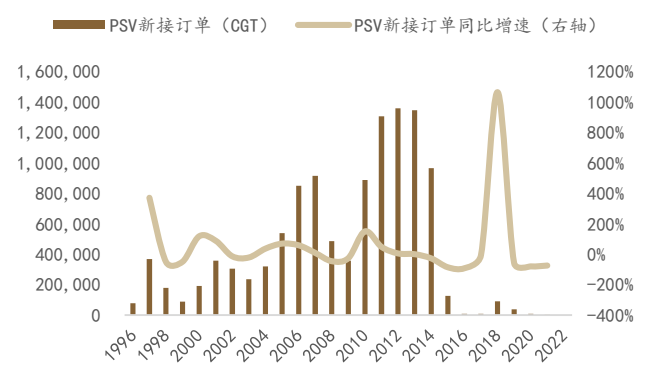
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 14：2016 年 AHTS 船新接订单同比-91%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

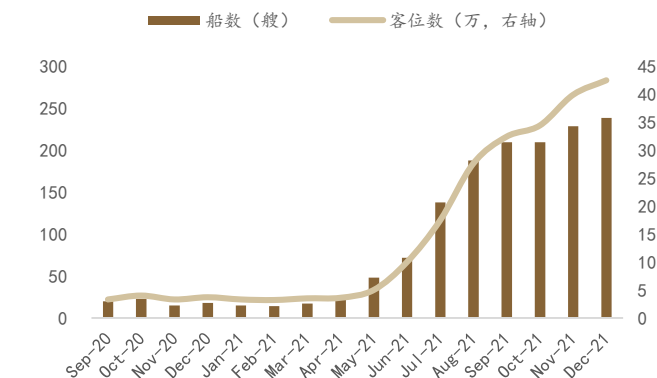
图 15：2016 年 PSV 船新接订单同比-93%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

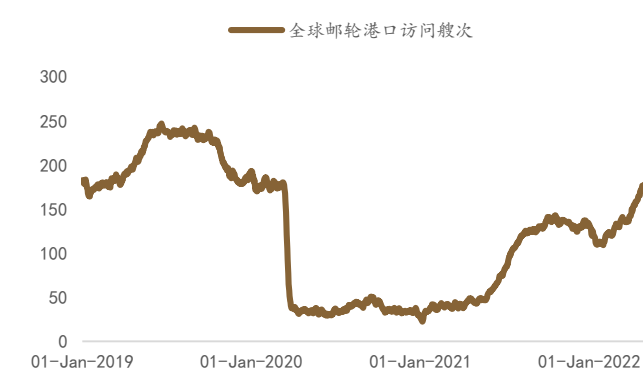
行业寒冬期中公司积极应对，向豪华邮轮等高端产品领域转型。从产业发展看，在行业低谷期由于民用船舶市场需求不足，价格低位运行，企业竞争加剧，全球性运力过剩和造船产能过剩在短期内难以得到根本缓解。由于国际油价持续低位，全球海洋工程装备市场形势更为严峻。公司抓住船舶相关多元产业结构调整机会，逐渐向大型集装箱船、LNG 船、豪华邮轮等技术复杂船型转型。2016 年外高桥联合广船国际、中船设计研究院、上海船院在上海共同投资设立中船邮轮科技公司。2017 年外高桥向邮轮科技增资 7.2 亿元，2018 年外高桥造船在上海进博会期间与中船嘉年华邮轮有限公司及邮轮科技正式签署了“2+4”艘 13.55 万总吨 Vista 级大型邮轮建造合同，标志着我国首艘具有世界先进水平的大型邮轮将在外高桥造船进入实质性设计建造阶段。

图 16: 2021 年 12 月全球共有 239 艘邮轮复航, 复航运力为 42.6 万客位



资料来源: Cruise Industry News, 德邦研究所

图 17: 2022 年 4 月 30 日全球邮轮港口访问艘次同比+311%, 达到了 2019 年同期的 86%



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所, 注: 不包含中国

1.2.4. 筑底 (2017-2021): 债转股注入军民品资产, 南北船合并提速进入日程

2018 年, 公司实施市场化债转股, 优化财务结构。由于公司 2016 年和 2017 年的公司净利润为负值, 公司股票于 2018 年 4 月 24 日起实施风险警示。为了降低资产负债率、实现扭亏摘帽, 公司自 2018 年起推进市场债转股项目, 引入华融瑞通、新华保险等 8 名投资者以债权或现金的方式对公司下属子公司外高桥造船、中船澄西进行增资。通过增资, 子公司外高桥造船资产负债率将从 89.79% 降低至 76.31%、中船澄西的资产负债率从 49.48% 降低至 41.12%。公司合并口径资产负债率将从 69.36% 降低至 59.37%, 有助于优化公司的资产负债结构, 减少财务费用并增强公司的盈利能力。

公司进行重大资产重组, 江南造船、广船国际等集团核心军民品资产成功注入。按照 2019 年 9 月公告的方案, 重组一共分三步骤进行: **1)** 中国船舶向中船集团、中船投资、工银投资等发行股份购买 11 名交易对方合计持有的江南造船 100% 股权; 向中船集团、华融瑞通等发行股份购买 9 名交易对方合计持有的外高桥造船 36.3% 股权和中船澄西 21.5% 股权; 向华融瑞通、中原资产等发行股份购买 9 名交易对方合计持有的广船国际 23.6% 股权和黄埔文冲 31.0% 股权; 向中船防务发行股份购买其持有的广船国际 27.4% 股权。**2)** 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; **3)** 中船防务以持有的黄埔文冲 54.5% 股权、广船国际 46.3% 股权与中国船舶及中船集团持有的中船动力集团控股权进行资产置换。上述置换完成后, 中国船舶持有江南造船 100% 股权、外高桥造船 100% 股权、中船澄西 100% 股权、黄埔文冲 85.5% 股权及广船国际 79.5% 股权。本次资产重组, 将中船集团旗下核心的军民品业务整合进入上市公司, 中国船舶同时拥有军民两大船舶制造板块。

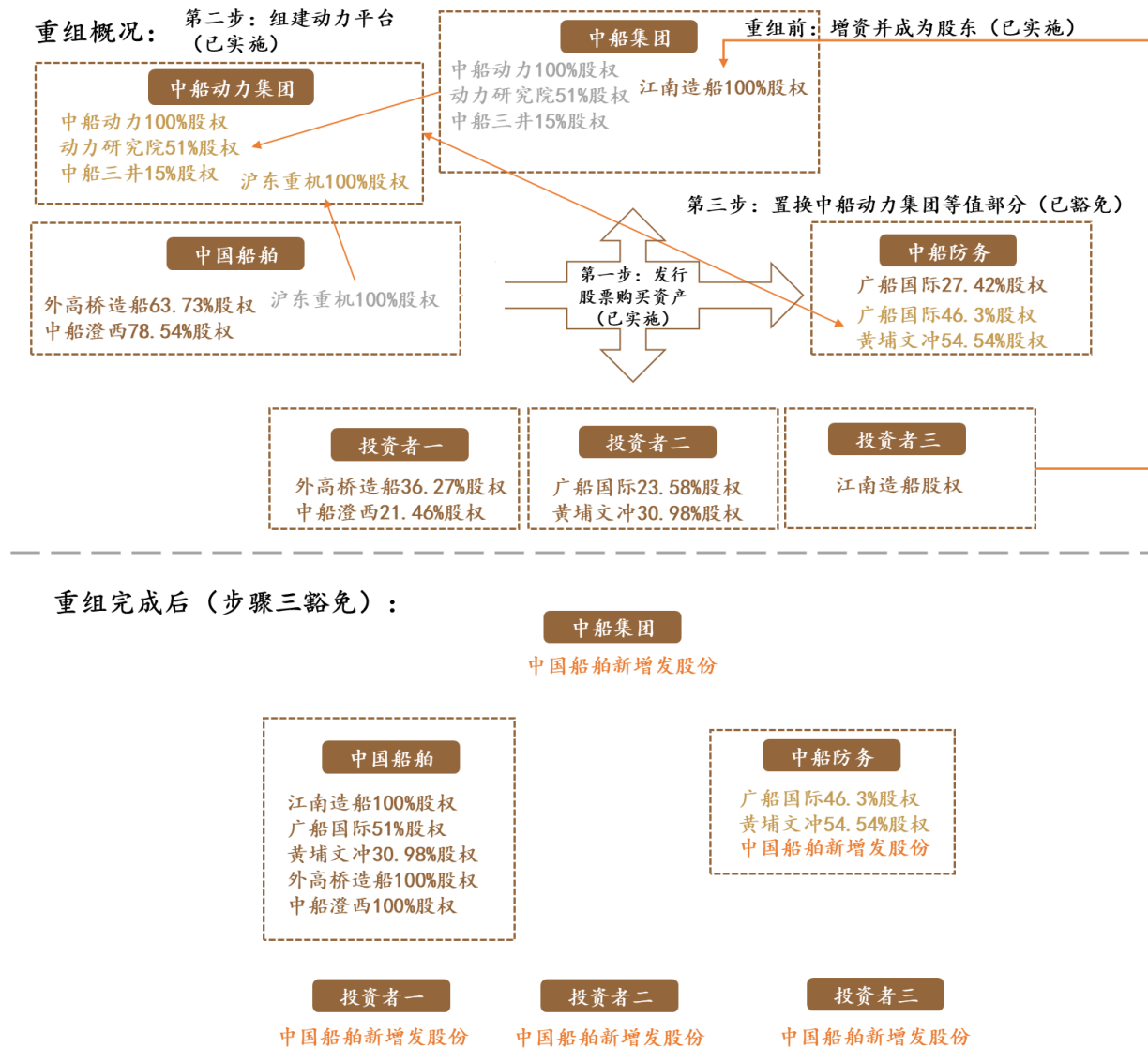
中船防务与动力集团的资产置换无法解决同行竞争问题, 因而步骤三予以豁免。2020 年 4 月, 中国船舶完成发行股份购买资产所涉及标的资产交割过户和新增股份上市登记, 步骤一已完成。2020 年 11 月, 中船动力 (集团) 有限公司完成设立注册登记, 步骤二也已完成。原方案中的步骤三 (资产置换) 应于步骤一和步骤二完成后 6 个月内启动。在新集团的重组进展和产业背景下, 原方案中的步骤三已无法解决中国船舶和中船防务的同业竞争问题, 若继续实施, 将导致上市公司重复性资产重组, 耗费大量人力、物力、时间和公共政策资源, 且实施后还将新增中国船舶、中船防务与中国船舶集团下属其他上市公司及部分未上市企业之间的同业竞争, 不利于维护上市公司及中小股东利益, 没有实施的必要性和意义, 因此步骤三不再实施。步骤三豁免后, 中国船舶目前持有了江南造船 100% 股权、外高桥造船 100% 股权、中船澄西 100% 股权、黄埔文冲 30.98% 股权及广船国际 51% 股权。

表 2：公司进行重大资产重组，江南造船、广船国际等集团核心军民品资产成功注入

重组前	江南造船增资	重组前，江南造船引入中船投资、工银投资等投资者对江南造船现金增资，以降低资产负债率；增资完成后，中船投资、工银投资、交银投资、国家军民融合产业投资基金有限责任公司、国华基金、农银投资、国新建信基金、中银投资、东富国创、国发基金成为江南造船的少数股权股东。
步骤一	收购江南造船增资后股权	向中船集团、中船投资、工银投资、交银投资、国家军民融合产业投资基金有限责任公司、国华基金、农银投资、国新建信基金、中银投资、东富国创、国发基金发行股份购买上述 11 名交易对方合计持有的江南造船 100%股权
步骤一	收购外高桥造船和中船澄西股权	向中船集团、华融瑞通、新华保险、结构调整基金、太保财险、中国人寿、人保财险、工银投资、东富天恒发行股份购买上述 9 名交易对方合计持有的外高桥造船 36.27%股权和中船澄西 21.46%股权
步骤一	收购广船国际和黄埔文冲股权	向华融瑞通、中原资产、新华保险、结构调整基金、太保财险、中国人寿、人保财险、工银投资、东富天恒发行股份购买上述 9 名交易对方合计持有的广船国际 23.58%股权和黄埔文冲 30.98%股权
步骤一	收购广船国际股权	向中船防务发行股份购买其持有的广船国际 27.42%股权
步骤二	组建动力平台	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
步骤三	中船防务资产置换	中船防务以持有的黄埔文冲 54.54%股权、广船国际 46.30%股权与中国船舶及中船集团持有的中船动力集团控股权进行资产置换

资料来源：公司公告，德邦研究所，注：步骤三已被豁免

图 18：本次资产整合注入了中船集团优质军船资产



资料来源：公司公告，德邦研究所，注：深棕色字体表示用于第一步发行股票购买债券的标的，浅棕色字体表示用于第三步置换动力集团等值部分的标的

本次资产整合注入了中船集团优质军船资产，将公司打造为船舶总装平台。江南造船是我国历史最悠久的军工造船企业，前身是 1865 年清朝创办的江南机器制造总局，1995 年改制成为现代化国有独资企业。业务范围包括军用舰船、科考船、极地破冰船等特种船舶、公务船等，是我国军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业。据立鼎产业研究网，江南造船曾先后建造 033 型潜艇、112 导弹驱逐舰、055 型万吨级驱逐舰、052D 驱逐舰等军船产品。广船国际为国内大型补给舰建造基地，是华南地区大型军辅船舶生产和保障基地，可设计、建造符合世界各主要船级社规范要求的 40 万载重吨的各类船舶，主要产品为补给船、运输船、医院船、综合保障船等军辅船，曾先后建造和平方舟号医院船、901 型大型补给舰、88 号和 89 号航母保障船，多个型号在我国航母编队在役。

中国船舶加快推进债转股的目标是为了服务中船集团高质量发展战略。南北船内部整合、资本运作频繁，两船战略性重组渐行渐近。北船已按照“分板块上市”思路打造出三大专业资产整合平台——中国重工（海洋装备总装平台）、中国动力（综合动力平台）、中国海防（海洋信息及船舶电子平台），旗下还拥有中国应急（应急交通装备）、久之洋（光电装备）两大上市平台。2019 年底，“南北船”正式官宣合并，并新设中国船舶集团。2021 年 7 月中船工业集团和中船重工集团整体划入中国船舶集团，至此中国船舶集团控股 9 家上市公司。

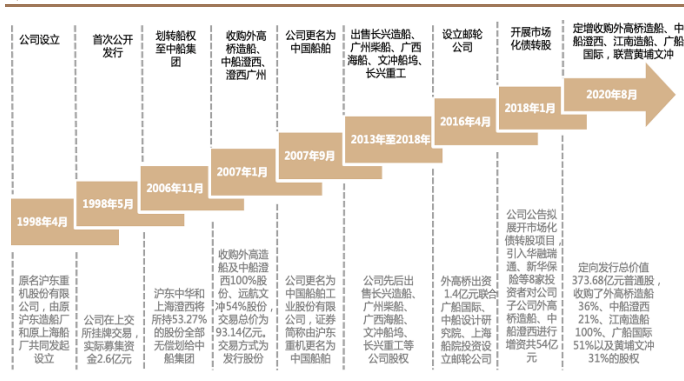
表 3：中国船舶集团间接控股 9 个上市公司

名称	代码	持股比例
中国船舶	600150	50.42%
中国重工	601989	47.63%
中国动力	600482	56.99%
中国海防	600764	66.91%
中船防务	600685	58.52%
中船科技	600072	41.28%
中船应急	300527	62.36%
中船汉光	300847	48.97%
久之洋	300516	58.25%

资料来源：公司公告，德邦研究所

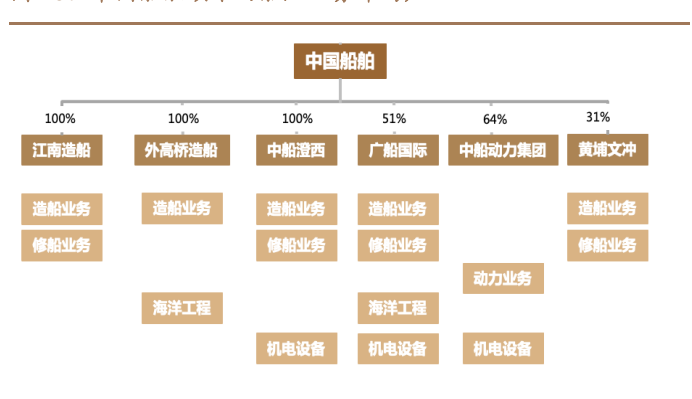
从船舶行业大背景看，南北船合并有其必然趋势。据中国企业新闻观察网，全球船舶工业有四大显著变化。第一，全世界范围内，造船企业的兼并重组成为趋势。2019 年韩国造船三巨头中现代重工与太宇造船宣布合并；同年，日本最大的船企今治造船与第二大船企日本造船联合(JMU)宣布资本与业务合作。第二，船舶向大型化、智能化、信息化发展。国内在建造顶级豪华邮轮、LNG 等高附加值船舶方面的建造实力和流程工艺还不够成熟，与世界先进水平存在一定差距，南北船合并能够取长补短，整合优质资源，加强技术交流突破技术瓶颈；第三，全球船舶建造速度突飞猛进，船舶建造周期大为缩减。以前建船周期 2-3 年，现在不到一年船舶就可以下水，建造技术提升对船厂集约化程度要求越来越高。第四，全球船舶工业产能严重过剩，造船行业低迷，同行竞争激烈，南北船的合并有缓解双方重叠业务的恶性竞争，分板块推进两集团内部业务整合，齐心打造中国造船行业核心竞争力。

图 19：公司前身为沪东重机，2007 年集团民船资产注入后改名为中国船舶



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 20：中国船舶旗下的船厂业务布局广泛

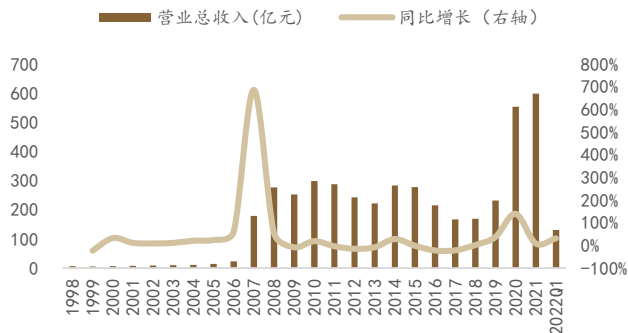


资料来源：wind，德邦研究所，注：截至 2021 年底

1.2.5. 2022Q1 营收同比+30.39%，业绩同比-43.47%

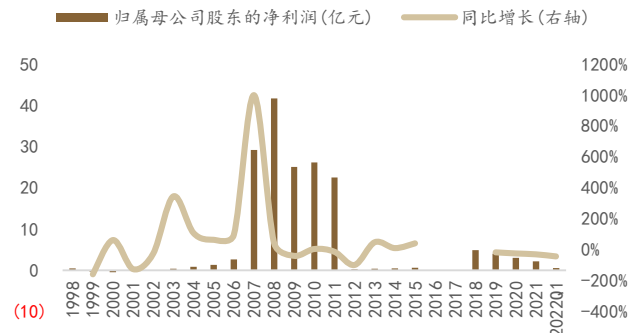
2022Q1 营收同比+30.39%，业绩同比-43.47%。公司近两年营收稳步增长，2021 年营收达到 597.4 亿元创历史新高，同比+8.14%，归母净利润 2.14 亿元，同比-30.08%。2022Q1 营收达 131.1 亿元，同比+30.39%，归母净利润达 0.52 亿元，同比-43.47%。

图 21：2022Q1 营收达 131.1 亿元，同比+30.39%



资料来源：wind，德邦研究所

图 22：2022Q1 归母净利润达 0.52 亿元，同比-43.47%

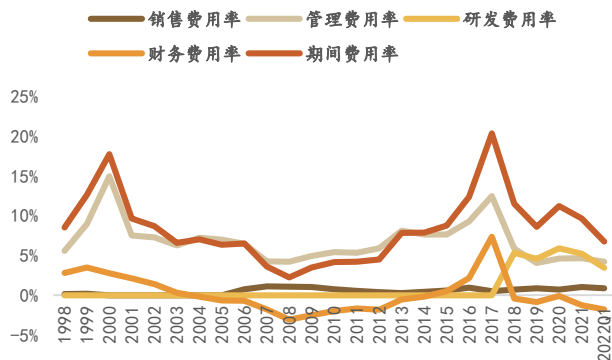


资料来源：wind，德邦研究所

公司近三年来期间费用率控制良好，研发费用率下降。2021 年度期间费用率为 9.62%，其中管理费用率 4.63%，同比+0.02pp，研发费用率 5.22%，同比-0.68pp，公司的研发费用率最高，部分子企业重大项目工程 2020 年基本完结，2021 年投入同比略有减少。销售费用率 1.03%，同比+0.3pp，销售费用增加是因为产品保修费增加。财务费用率-1.27%，同比-1.2pp，财务费用为负是因为利息收入同比增加超过了利息支出，汇兑净收益增加。

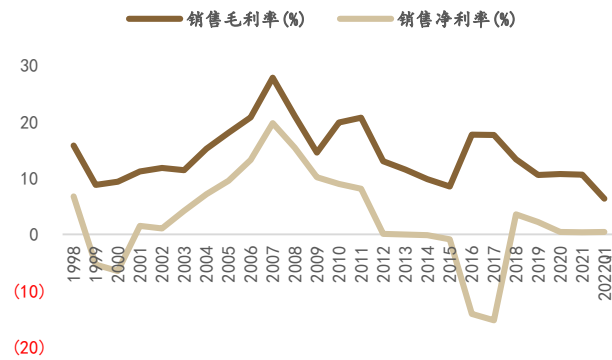
公司近两年毛利率与净利率保持稳定，未来将加大毛利率关注力度。2022Q1 销售毛利率 6.37%，销售净利率 0.44%；2021 年度销售毛利率 10.6%，销售净利率 0.39%。公司毛利率 2007 年达到高点 27.84%，此后有所下滑，在 2010-2011 年有所回升，2016、2017 年由于公司手持海工订单受到延期甚至弃单等因素影响，计提了大额资产减值导致了净利率异常低。近 3 年毛利率在维持在 10.6% 左右。净利率走势与毛利率基本一致。根据公司公告，公司未来将加大对产品毛利率的关注力度，持续扩大接单总量，提升中高端产品占比，积极挖掘降本空间，努力实现公司持续盈利保增长目标。

图 23：2022Q1 期间费用率 6.75%



资料来源：wind，德邦研究所

图 24：2022Q1 销售毛利率 6.37%，销售净利率 0.44%



资料来源：wind，德邦研究所

2. 控股四大船厂，全产业链布局

2.1. 中国船舶整合优势资源，四大船厂各领风骚

公司控股的造船厂有 4 家，分别为：江南造船、外高桥造船、中船澄西、广船国际。2007 年中国船舶收购外高桥造船、中船澄西，主营民品船舶。2020 年收购江南造船、广船国际注入了军品船厂。江南造船军品以导弹驱逐舰为主，做到了水面和水下舰艇全覆盖，民品以超大型集装箱船、科考船、液化气船为主。外高桥造船是纯民品的造船企业，主要是以散货船、大型邮轮、集装箱船为主。广船国际是华南地区最大的军辅船生产和保障基地，军船以补给舰为主，民船以成品油轮为主。中船澄西是纯民品船厂也是五星级修船厂，以散货船、木屑船为主。

表 4：公司控股的造船厂有江南造船、外高桥造船、中船澄西、广船国际

船厂	历史最大产能 (CGT)	船坞 (个)	持股比例	主要船型	收购时间
江南造船 (上海)	720,404	2	100%	军品：导弹驱逐舰；民品：超大型集装箱船、科考船、液化气船	2020
外高桥造船 (上海)	972,569	2	100%	纯民品：散货船、大型邮轮、集装箱船	2007
广船国际 (广州)	535,969	2	51%	军品：补给舰、医疗船；民品：油船	2020
中船澄西 (江阴)	539,199	5	100%	纯民品：散货船、木屑船	2007

资料来源：克拉克森，各公司官网，德邦研究所

2.1.1. 江南造船：国内历史最悠久、规模最大的造船基地

江南造船厂历史悠久，是规模最大的军工造船基地。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，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。1986 年江南造船厂接到研制新一代现代化驱逐舰 112 舰的任务。经过八年探索，1994 年 5 月 8 日，112 舰交付海军使用，被部队官兵誉为“中华第一舰”。

江南造船厂为中国海军建造大部分驱逐舰。从 20 世纪到 21 世纪，江南造船厂先后下水了两型四艘导弹驱逐舰，分别是 052B 的广州号和武汉号，以及 052C 的兰州号与海口号。052C 首次装备了源相控阵雷达与海红旗-9 舰空导弹，从而具备了强大的区域防空能力，被称之为中华神盾，中国第一次拥有了一款真正意义上的现代化先进战舰。在我国整个驱逐舰舰队中，由江南造船厂建造的驱逐舰，已经占了大多数：052D 型、052C 型、052B 型、052 型都由江南造船厂建造。

表 5：江南造船产品类型丰富

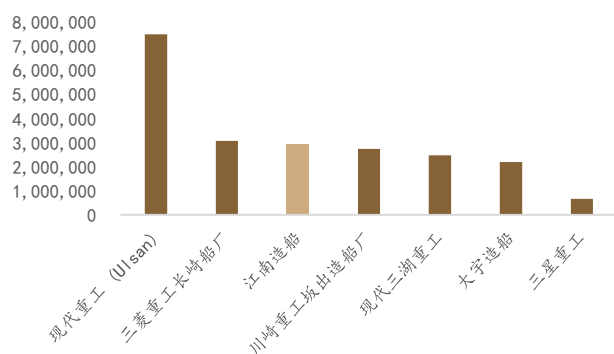
军品船舰	导弹驱逐舰	第一代导弹驱逐舰；第二代导弹驱逐舰（中华现代）；第三代导弹驱逐舰（中华神盾）；第四代导弹驱逐舰（中华神盾 2.0）；万吨级新型驱逐舰二号舰“拉萨”号；万吨级新型驱逐舰“南昌”号
科考公务	极地科考破冰船	极地科学考察破冰船“雪龙 2”号
	航天远洋测量船	“远望 7”号远洋航天测量船
	综合科考实习船	“中山大学”号海洋综合科学考察实习船；“东方红 3”号新型深远海综合科学考察实习船
	其他类型产品	3000 吨级中国海监船；“远望 21”号火箭运输船；“海巡 160”航标船；万吨级海警船
液化气船	液化石油气运输船 (LPG)	22000 立方米 LPG；83000 立方米超大型液化石油气运输船 (VLGC)；84000 立方米 VLGC；86000 立方米双燃料 VLGC
	液化乙烯运输船 (LEG)	6500 立方米 LEG；16500 立方米 C 型舱半压式 LEG；21000 立方米 C 型舱半冷半压式 LEG；37500 立方米 C 型舱 LNG 双燃料 LEG
	液化乙烷气运输船	99000 立方米双燃料超大型乙烷运输船 (VLEC)
	液化天然气运输船 (LNG)	30000 立方米 C 型舱 LNG
集装箱船	超大型集装箱船	15000/23000TEU 双燃料超大型集装箱船；21000TEU 超大型集装箱船
	支线集装箱船	1100/2200/2500TEU 支线集装箱船
	其他类型产品	1236TEU 高速无舱口盖集装箱船；4600/4700/5100/9400TEU 超巴拿马型集装箱船
特种船舶及海工	汽车运输船	4000 车汽车运输船；3600 车三动力汽车运输船
	客滚船	16000 总吨烟大线客滚船
	浮式气化装置	28000 立方浮式气化装置
	其他类型产品	浮式生产储油装置 (FPSO)；黄岩海上气田生活模块；琼州海峡火车渡轮
散货船	巴拿马型	“中国江南”型：65000/70000/73000/74000/76000/75700/78000 吨巴拿马型散货船
	好望角型	115000 吨迷你好望角型散货船
	纽卡斯尔型	208500 吨纽卡斯尔型散货船
	其他类型产品	H2548-SAN-FRANCISCO-1；H1015A-诚信 1 号

资料来源：江南造船公司官网，德邦研究所

民船业务方面，江南造船从原来单一的散货船系列调整到以高附加值的超大型集装箱船系列、液化气船系列为主。2020 年度超大型液化气船（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）市场垄断，成功进入日本市场，实现 LPG 运输船全谱系实单覆盖。2021 年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。江南造船能够顺利承接并建造 99000 立方米 VLEC，标志着“Brilliance”B 型液货舱技术已经得到了主管当局、船级社、航运业界和专业船东的认可。

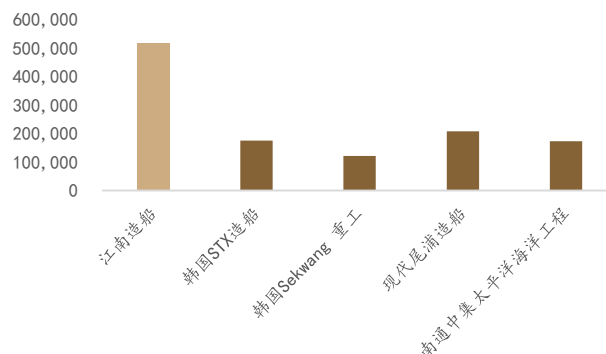
江南造船自主研发设计完成了一整套具有完整知识产权的“Brilliance”型围护系统，申报了三十余项专利。大写字母“B”表示 B 型液舱、大写字母“E”表示乙烷（Ethane, -89℃）和乙烯（Ethylene, -104℃）。B 型液货舱具有安全可靠、结构疲劳寿命长、货舱维护成本低、装载货品灵活度高、无液位装载限制、货舱残留货物量少等优点。B 型舱可装载液化石油气（LPG）、乙烯和乙烷在内的多种液化气体货物。同时 B 型舱技术还可拓展应用到 LNG 货舱和燃料舱上，实现国外专利的“可替代”，突破“卡脖子”垄断。江南造船已经研发完成了 80000 立方级 B 型舱 LNG 船，以及可配置在大型集装箱船上的 6000 至 18500 立方的 LNG 燃料舱。此外，VLEC 的先进结构设计理念还“反哺”了江南造船的超大型液化石油气船（VLGC）的换代船型上，江南造船最新研发的 93000 立方 VLGC 获得了 11 艘实船订单，其综合性能全面领先于韩国现代的同型船。

图 25：VLGC 江南造船总量世界第三（DWT）



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：截至 2022 年 3 月

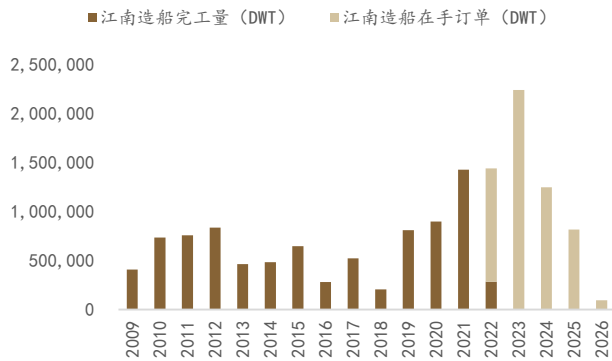
图 26：乙烯运输船江南造船总量世界第一（DWT）



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：截至 2022 年 3 月

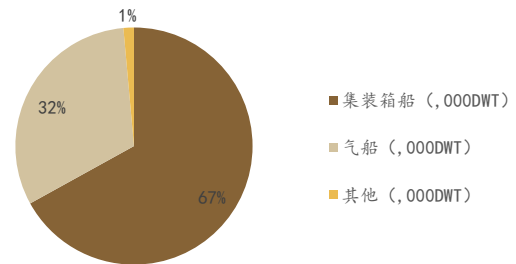
2022-2025 年江南造船在手订单中集装箱船占比 67%。根据克拉克森数据统计，江南造船有 2 个干船坞，1 个泊位，起重机最大工作负荷为 1600 吨。截至 2022 年 5 月，江南造船在手订单 60 艘船，共计 554 万 DWT。2021 年完工 22 艘船共计 142 万 DWT，订单金额为 15 亿美元，2022 年在手订单+完工量 144 万 DWT，订单金额为 16 亿美元。2023 年订单量达到 224 万 DWT，订单金额为 22.4 亿美元。以载重吨计，在手订单中集装箱船占比最高为 67%，其次是气船占比 32%。根据公司公告，江南造船 2021 实现营收 250.79 亿元，占中国船舶总营收的 41.98%，实现归母净利润 4.47 亿元。

图 27：2023 年订单量达到 224 万 DWT



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 28：江南造船在手订单中集装箱船占比 67%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

2.1.2. 外高桥造船：中国民用造船的领军企业，布局民船、海工、邮轮三大领域

外高桥造船是中国民用造船业的领军企业，是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。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。2021 全年交付 3 座库存钻井平台，承接 1 艘 34 万吨 FPSO。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，正式跨入大型邮轮建造新时代。2021 年完成了多项重点船型的双燃料等多项技术的配置，并着力突破包括 LNG 运输船型开发、绿色燃料应用等一批关键核心技术。

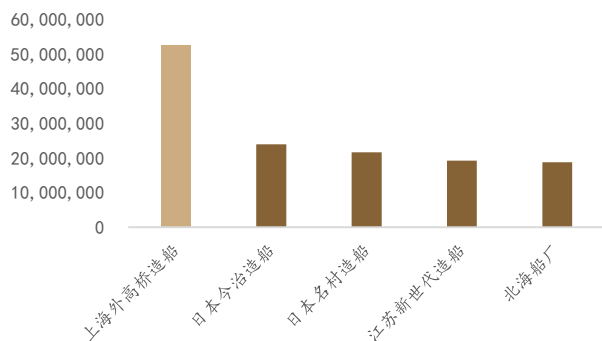
表 6：外高桥造船现有业务主要分为民船、海工、邮轮三大板块

大型邮轮	首艘大型豪华邮轮	2019 年 10 月开工，总吨 135,500GT，床位 5,246 个，乘客舱室 2125 间
散货船	好望角型散货船	18 万吨级多节能技术双燃料散货船；21 万吨纽卡斯尔型散货船；
	超大型矿砂船	40 万吨智能超大型矿砂船（VLCC）
油轮	阿芙拉型油轮	11.3 万吨阿芙拉型油轮
	苏伊士型油轮	15.8 万吨苏伊士型油轮
	超大型原油轮（VLCC）	30 万吨 VLCC；30 万吨多节能技术双燃料 VLCC
集装箱船	超大型集装箱船	20000TEU 集装箱船
液化气船	超大型液化石油气运输船	85000 立方米液化气船（VLGC）
海工产品	海上浮式生产储油装置	30 万吨 FPSO；230 万桶 SBM Fast4ward 型 FPSO
	3000 米深水半潜式钻井平台	3000 米半潜式钻井平台“海洋石油 981”
	自升式钻井平台	JU2000E 型自升式钻井平台；CJ46 型自升式钻井平台；CJ50 型自升式钻井平台
	海工辅助船	ULSTEIN PX121 H 平台供应船

资料来源：外高桥造船公司官网，德邦研究所

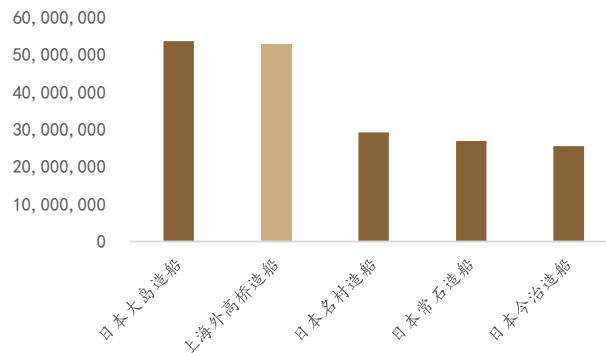
散货船是外高桥造船的优势船型，占据世界船队 16.7% 的份额，2021 年外高桥造船获工信部颁发的制造业单项冠军。制造业“单项冠军”代表着全球细分行业最高的发展水平、最强的市场实力。外高桥造船单项冠军产品是“好望角”型散货船，从第一代的 17.5 万吨型，经历了 175K、176K、186K、206K、208K 等 11 型产品，均由外高桥造船自主开发。典型船型是第六代 18 万吨标准好望角型散货船，采用环境友好型双壳保护，在节能低碳设计上具有良好的引领作用。“好望角”型散货船是我国船舶行业中拥有完全自主知识产权和较强市场核心竞争力的精品船型之一，被业界誉为由“中国制造”转变为“中国创造”的成功范例。外高桥的“好望角”品牌是世界绿色船型研发建造中心，是国内建造最多、国际市场占有率最大的中国船舶出口“第一品牌”，占据世界船队 16.7% 的份额。克拉克森数据显示，外高桥造船所制造的好望角型散货船总量达到 5254 万 DWT，排名世界第一。其制造的散货船总量 5287 万 DWT，排名世界第二。

图 29：好望角型散货船外高桥造船总量世界第一（DWT）



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：截至 2022 年 3 月

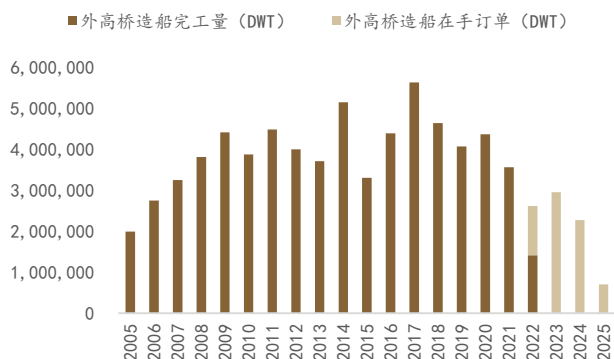
图 30：散货船外高桥造船总量世界第二（DWT）



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：截至 2022 年 3 月

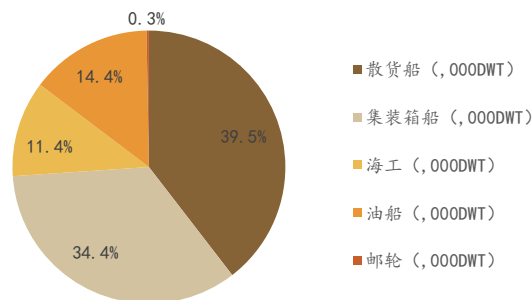
2022-2025 年，外高桥造船的在手订单中散货船占比最高为 40%。根据克拉克森数据统计，外高桥造船有 2 个干船坞，4 个泊位，起重机最大工作负荷为 800 吨。外高桥造船在手订单 60 艘船，共计 712 万 DWT。2021 年完工 20 艘船共计 356 万 DWT，订单金额为 21 亿美元，2022 年在手订单+完工量 262 万 DWT，订单金额为 8 亿美元。2023 年订单量达到 296 万 DWT，订单金额为 42 亿美元。以载重吨计，在手订单中散货船占比最高为 40%，其次是集装箱占比 34%。根据公司公告，外高桥造船 2021 实现营收 123.57 亿元，占中国船舶总营收的 20.68%，实现归母净利润-4.2 亿元。

图 31：2021 年完工 20 艘船共计 356 万 DWT



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 32：外高桥造船在手订单中散货船占比最高为 40%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

2.1.3. 广船国际：国内最大、最强的军辅船生产保障基地

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，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。广船国际因军而生、依军而兴。新中国成立后，南方海防薄弱，应海军要求，在广州建立鱼雷快艇制造厂，1954 年筹建广州造船厂。广船国际建造了多艘木质鱼雷快艇，在“八·六”闽东海战和“崇武以东海战”中击沉、击伤敌方炮舰，立下赫赫战功。60 多年来，先后为中国海军修造交付各类舰船数百艘。先后建造了 02 型鱼雷快艇，55 甲高速炮艇，65 型护卫舰，051 导弹驱逐舰，护卫舰，援越船只，和平方舟医院船，补给舰，布缆船等。

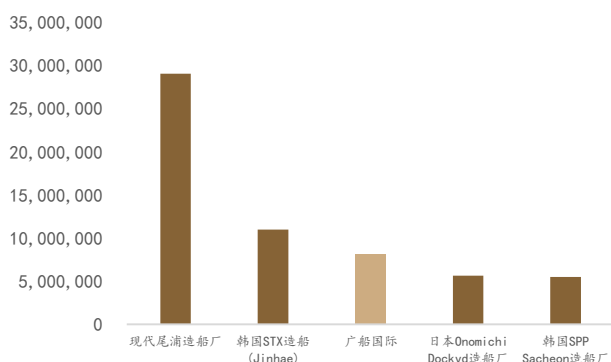
表 7：广船国际是华南地区最大的军辅船生产基地

船型	时间	功绩
木质鱼雷快艇	1954	在“八·六”闽东海战和“崇武以东海战”中击沉、击伤敌方炮舰，立下赫赫战功
炮艇	1956-1959	该型炮艇曾参加 1958 年的“九二海战”。1959 年 2 月，565 号、566 号、567 号三艘艇击沉了敌方海军炮艇
登陆舰	1978-1983	在南海诸岛屿的国防建设、战备物资运输、维护岛礁主权中立下汗马功劳。
护卫舰	1965-1969	502 号南充舰在 1988 年“三一四海战”中发挥了重要作用。
水文天气调查船	1972	“向阳红 03”号曾参加西沙海战，担当战区护航警戒任务，因在南海海洋科考及维权执法工作任务中战功无数，多次被记功嘉奖。
综合援潜救生船	2009-2012	使得人民海军对失事潜艇实施援潜救生作业、执行各种潜水勤务及协助打捞作业的能力大幅提升。2015 年，864 号“海洋岛”号顺利完成 300 米以浅饱和潜水专项试验，并一举创造了 330.2 米的全国饱和潜水新纪录。
医院船	2008	和平方舟医院船是我国自行设计建造的世界首艘万吨级大型专业医院船，也是我军海上医疗救护与后送体系的核心力量和骨干平台。和平方舟医院船多次执行“和谐使命”出访任务，在提供医疗服务、开展医疗学术交流的同时，有力展示了我国负责任大国的良好形象。
补给舰	2004-2016	887 号微山湖舰，是人民海军第一种具备舰艇夜间航行补给能力、最快形成战斗力的综合补给舰，创造了人民海军舰艇执行护航任务最多、时间最长、航程最远等二十余项舰艇编队护航纪录，被外界称为“中国海军纪录之王”。
接舰部队生活保障船	2011	舷号 88 有着“海上水兵城”的美誉，是快速实现航母战斗力生成的超级伴侣，是思想解放、观念更新、以人为本、关爱官兵健康的“样板船”，其伴随保障模式是人民海军首创。
综合补给舰	2013	“太湖舰”于 2013 同年 8 月便连续执行第十五、十六批次护航任务，历时近一年，装备性能稳定，创了多个第一。紧接着又陆续执行了第二十二批次护航、中俄联演等重要任务，已成为中国海军搏击远洋的重要保障力量。
布缆船	2014	舷号东缆 885 是我国自行设计建造的最新型布缆船，专门用于铺设海底光缆的新型舰船，具备大深度海底海缆、中继器、连接器敷设及修理作业能力。
新型综合补给舰	2017	“呼伦湖”系我国完全自主研制的具有世界先进水平的海军新型综合补给舰。

资料来源：《当代海军》，中船集团公众号，德邦研究所

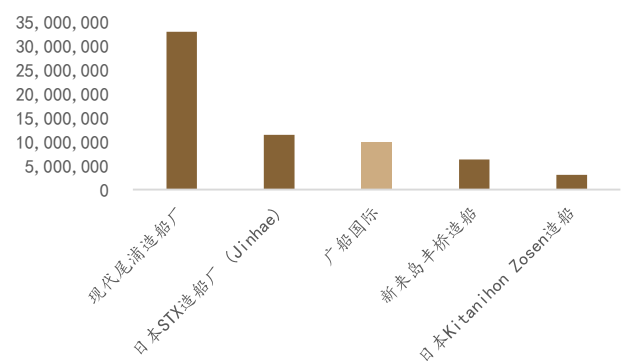
民船方面，中程成品油船（MR 船）和超灵便型油船是广船国际的优势船型。广船国际在 MR、LR1&LR2、VLCC、VLOC 型船舶，以及半潜船、客滚船等高技术、高附加值船舶掌握核心技术，实现了油轮系列的全覆盖。成功建造了被誉为“全能冠军”的 18000 吨半潜运输船、中国第一艘 1600 米车道/1500 客位豪华客滚船，其高新技术研究成果处于国内领先水平。广船国际自主研发建造的超大型油船 32 万载重吨 VLCC 和 25 万吨矿砂船（VLOC）获得了市场的青睐。根据克拉克森数据，广船国际所制造的 MR 船总量达到 813 万 DWT，排名世界第三，国内第一。灵便型液货船系列产品，其性价比达到了国际一流水平，受到市场的青睐，广船国际制造的超灵便型油船总量 995 万 DWT，排名世界第三。

图 33：MR 船广船国际造船总量世界第三（DWT）



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：截至 2022 年 3 月

图 34：超灵便型油船广船国际造船世界总量第三（DWT）

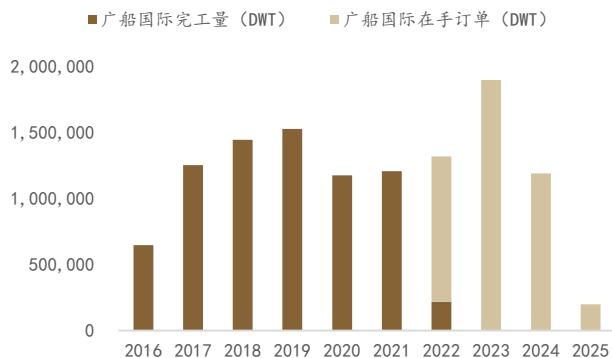


资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：截至 2022 年 3 月

2022-2025 年，广船国际在手订单中油船占比最高为 66%。根据克拉克森数据统计，广船国际有 2 个干船坞，4 个泊位，起重机最大工作负荷为 900 吨。广船国际在手订单 63 艘船，共计 438 万 DWT。2021 年完工 20 艘船共计 121 万 DWT，订单金额为 11 亿美元，2022 年在手订单+完工量 132 万 DWT，订单金额为 12 亿美元。2023 年订单量达到 190 万 DWT，订单金额为 18 亿美元。以载重

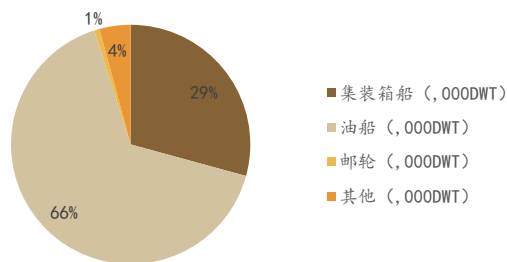
吨计,在手订单中油船占比最高为 66%,其次是集装箱船占比 29%。根据公司公告,广船国际 2021 年实现营收 111 亿元,占中国船舶总营收的 18.58%。

图 35: 广船国际 2023 年订单量达到 190 万 DWT



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 36: 广船国际在手订单中油船占比最高为 66%



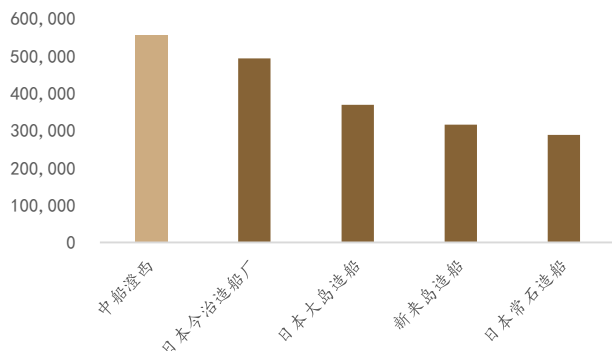
资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

2.1.4. 中船澄西: 五星级修船厂, 瞄准高附加值船型

中船澄西被业界称为“五星级”修船厂, 尤其在高技术含量、高附加值特种船舶的修理和改装业务具有较大市场份额。中船澄西前身是建于 1973 年的澄西船舶修造厂。2007 年中船澄西船舶修造有限公司正式挂牌成立, 成立之初就以“做强修船、适度造船、扩大非船”作为战略目标。“周期短、效率高、质量优”是公司修船品牌的鲜明特征, 船东认可度高, 优质客户稳定。2021 年中船澄西顺利交付 1 艘自卸式改装船、2 艘橙汁改装船、46 艘新装脱硫装置、85 个压载水处理项目, 承接特涂船项目 12 艘、国轮 14 艘、压载水安装项目 83 艘, 高附加值、高技术船舶产值占比达 73%。造船方面, 2021 年中船澄西在 62000 吨重吊船和 26000 吨自卸船取得阶段性成果, 沥青船、冷藏集装箱等各类高端船舶顺利交付。

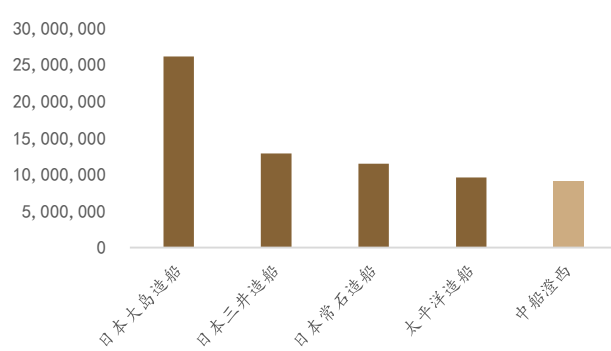
自卸型散货船和灵便型散货船是中船澄西的优势船型。根据克拉克森数据, 中船澄西建造的自卸型散货船总量为 55 万 DWT, 排名世界第一。据国际船舶网, 2022 年 1 月, 中船澄西交付全球最先进的绿色自卸船, 26000 吨双桨双舵全电推自卸船 1 号船。该船是双桨双舵全电推的新船型, 是全球最先进的绿色自卸船, 采用世界最先进的博格推进器“双鳍全电力推进系统”, 推进效率提高至约 70%, 独有的“风帆模式”可有效减少约 20% 的海水阻力; 自卸系统拥有 5450 吨/小时卸货速率, 并首次使用可伸缩臂架, 码头卸货点更加灵活。灵便型散货船也是中船澄西的优势船型, 中船澄西建造的大灵便型散货船总量为 904 万 DWT, 排名世界第五。

图 37: 2022 年自卸型散货船中船澄西造船世界第一 (DWT)



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所, 注: 截至 2022 年 3 月

图 38: 2022 年大灵便型散货船中船澄西造船世界第五 (DWT)

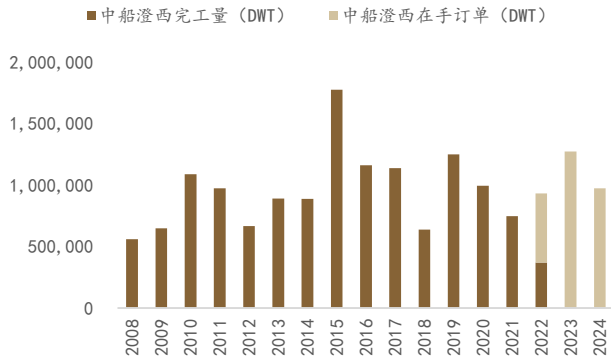


资料来源: 克拉克森, 德邦研究所, 注: 截至 2022 年 3 月

2022-2025 年, 中船澄西在手订单中散货船占比最高为 91%。根据克拉克森数据统计, 中船澄西共有 5 个干船坞, 起重机最大负荷为 120 吨。中船澄西在手

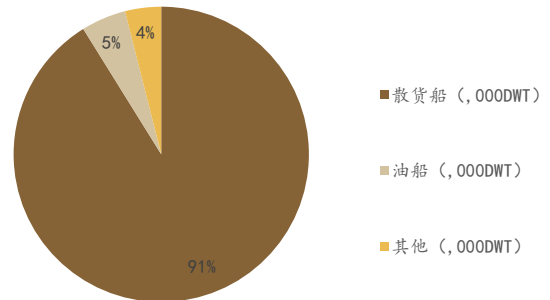
订单 39 艘船，共计 281 万 DWT。2021 年完工 13 艘船共计 75 万 DWT，订单金额为 3.65 亿美元，2022 年在手订单+完工量 93 万 DWT，订单金额为 3.7 亿美元。2023 年订单量达到 127 万 DWT，订单金额为 5.2 亿美元。以载重吨计，在手订单中散货船占比最高为 91%，其次是油船占比 5%。根据公司公告，中船澄西 2021 实现营收 55.86 亿元，占中国船舶总营收的 9.35%，实现归母净利润 1.28 亿元。

图 39：中船澄西 2023 年订单量达到 127 万 DWT



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 40：中船澄西在手订单中散货船占比最高为 91%

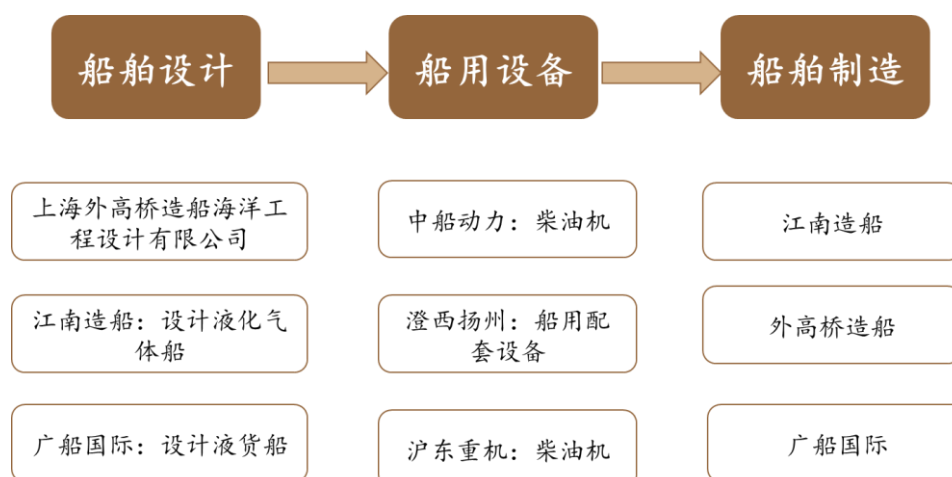


资料来源：克拉克森，德邦研究所

2.2. 拓展多元业务，布局全产业链

中国船舶整合覆盖了完整的船舶制造产业链。公司整合了中国船舶集团旗下大型造修船、动力及机电设备、海洋工程等业务，具有完整的船舶行业产业链。截至 2021 年，公司累计手持订单为：造船订单 220 艘/1993.43 万载重吨，修船订单 95 艘/13.91 亿元，柴油机订单 772 台/674 万马力，海工装备订单金额 39.84 亿元，应用产业订单金额 24.24 亿元。公司 2021 年全年共承接民品船舶订单 132 艘/1211.17 万载重吨，吨位数同比增长 91%。根据中国船舶工业行业协会数据，公司全年民品船舶订单约占全球市场订单的 9.72%（以载重吨计）；此外，公司全年完成承接柴油机 732 台/615 万马力，马力数同比增长 30%；承接修船订单金额 24.27 亿元，同比增长 5%。

图 41：中国船舶具备完整的船舶行业产业链



资料来源：《基于产业链的国际航运产业再认识：一个新的分析框架》，德邦研究所

表 8：多元业务拓展，布局全产业链

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）主要产品线包括：10 万吨以上散货船、17 万吨散货船、20 万吨级好望角型散货、40 万吨超大型矿砂船（VLOC）等；14000 箱/18000 箱/21000 箱系列超大型集装箱船；11.3 万吨阿芙拉型油轮、15.8 万吨苏伊士油轮，以及 20 万吨以上超大型油轮（VLCC）；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。
海洋工程	广船国际	半潜船。
	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。
机电设备	中船澄西	风电、脱硫塔等。
	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。

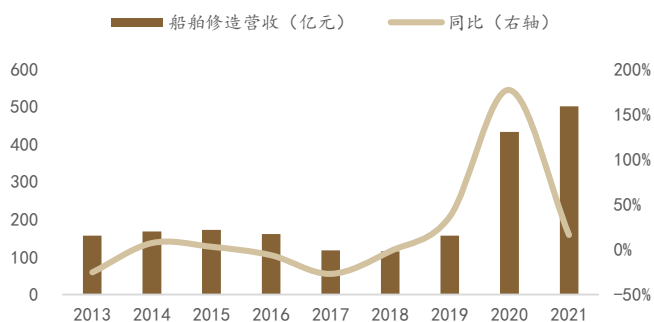
资料来源：公司 2020 年年报，德邦研究所

2.2.1. 船舶修造：军民品产线覆盖范围广，修船主攻高附加值船型

造船业务方面，2021 年船舶修造及海工业务营收实现 501 亿，同比+16%，毛利率达到 9.3%，同比+0.12pp。公司军民品舰船产品线丰富，涵盖了各式军用舰船、特种辅船和散货船、油船、集装箱船三大民品主力船型，以及各类特种船型和高附加值船舶，主要包括：10 万吨以上/17 万吨、20 万吨“好望角型”绿色散货船系列，多吨位灵便型散货船系列；11.3 万吨阿芙拉型油轮、15.8 万吨苏伊士油轮；14000 箱/18000 箱/21000 箱系列超大型集装箱船；并相继开发了 20 万吨以上超大型油轮（VLCC）、8.5 万立方米大型液化气体运输船（VLGC）、C 型舱液化气船、40 万载重吨超大型矿砂船（VLOC）、13000/22000 方 LPG 船、21000/22000/35000 方 LEG 船、化学品船、沥青船、木屑船/灵便型乙烯船、MR 油船、自卸船、LNG 动力船舶、公务科考船、极地运输船舶等特种船舶；大型邮轮首制船已在建造阶段。2021 全年公司共承接民品船舶订单 132 艘/1211.17 万载重吨，吨位数完成年计划的 164.37%。

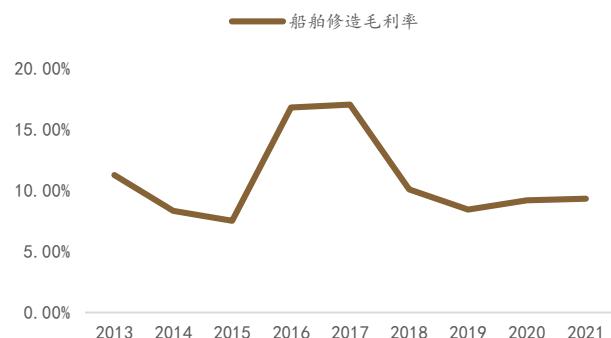
修船业务方面，主攻高技术含量、高附加值特种船舶的修理和改装，承修的船型涵盖了散货船、集装箱船、各类油船、海洋工程产品、工程船和考察船等，重点推广压载水处理装置和脱硫塔安装项目，抢抓大工程和高附加值项目，“双高”船产值占比达 75%。2021 年全年承接修船订单承接修船 320 艘，金额 24.27 亿元，同比增长 5%。

图 42：2021 年船舶修造及海工业务营收 501 亿，同比+16%



资料来源：wind，德邦研究所，注：2021 年报海工业务与船舶造修合并，2017 年及以后统计内部抵消后的营收与成本

图 43：2021 年船舶修造及海工业务毛利率达到 9.3%，同比+0.12pp

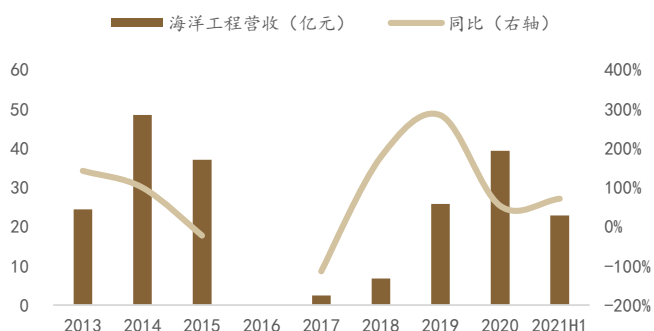


资料来源：wind，德邦研究所，注：2021 年报海工业务与船舶造修合并，2017 年及以后统计内部抵消后的营收与成本

2.2.2. 海洋工程：具备 FPSO 批量建造和交付的能力

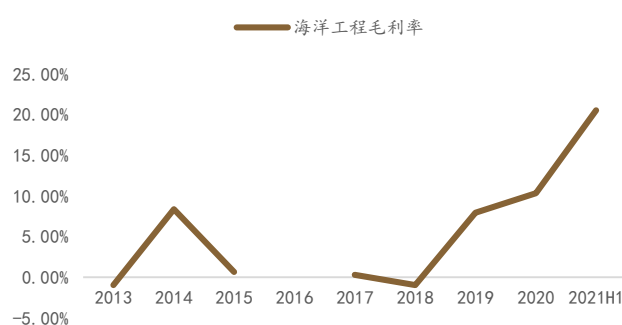
海洋工程装备方面，2021H1 海工营收 22.76 亿，同比+70%，毛利率 20.53%，同比+19pp。以第六代 3000 米深水半潜式钻井平台“981”、15 万吨级/17 万吨级/30 万吨级/34 万吨级海上浮式生产储油装置（FPSO）等为代表的海洋工程产品持续引领着国内行业高精尖技术的发展。外高桥造船在建造的海洋工程产品有 JU2000E 型和 CJ46 型、CJ50 型自升式钻井平台，为荷兰 SBM OFFSHORE 公司建造的第三艘世界独创的 Fast4Ward 通用型海上浮式生产储油船 MPF3 在 2022 年 1 月签字交付。中国船舶已经实现了在自升式钻井平台、FPSO 领域形成系列化、批量化的建造和交付能力。

图 44：2021H1 海工业务营收 22.76 亿，同比+70%



资料来源：wind，德邦研究所，注：2021 年报海工业务与船舶造修合并

图 45：2021H1 海工业务毛利率 20.53%，同比+19pp



资料来源：wind，德邦研究所，注：2021 年报海工业务与船舶造修合并

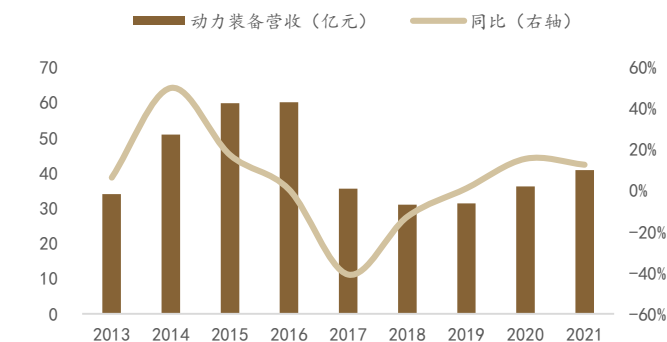
2.2.3. 动力装备：能够实现集团船舶的发动机自供

动力业务方面，2021 年动力设备营收 40.8 亿，同比+12.6%，毛利率达到 19.53%，同比-5.86pp。2021 年全年完成承接柴油机 732 台/615 万马力，马力数同比增长 30%。公司已经形成涵盖低、中速的各类柴油机设计生产能力，可满足各类船东需求。船用柴油机主机，是价值最高的配套设备，占总船价的 10% 左右。全球低速机品牌完全被曼恩、瓦锡兰及三菱重工占据。据立木信息咨询统计，2017 年中速机品牌由瓦锡兰、曼恩及卡特彼勒占据超过 86% 的市场份额。中国船舶通过合资方式获得动力系统的核心技术能力。2015 年瓦锡兰与中船集团合作成立一家全新的 WinGD 发动机有限公司。目前该合资公司是中船集团的全资子公司，据中国船舶网统计，其产品国际市占率达到 30%。

中船动力自主研发的低速双燃料发动机 CX40DF 也已实现交付，可为 10000-30000 吨级气体运输船、液货船、集装箱船和干散货船提供绿色动力，具备很好

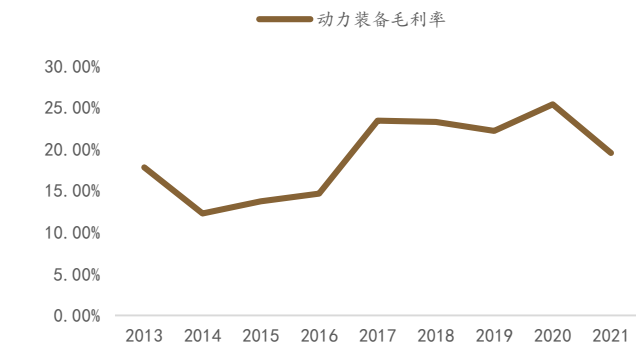
的市场前景。它的成功交付意味着我国自主掌握了中小缸径船用低速发动机设计、制造和试验验证的技术，初步构建起船用低速机研发技术体系，批量应用后，该功率段船用低速机基本可以摆脱国外专利许可生产模式，实现自主研制。此外，CX40DF 的电控系统、增压器、油雾探测器等核心部件首次实现了自主配套，整机关重件国产配套率达到了 80%，标志着我国船用动力产业链的自主可控水平进一步增强，对我国船舶高端海洋装备的自立自强发展具有里程碑意义。

图 46：2021 动力装备营收 40.8 亿，同比+12.6%



资料来源：wind，德邦研究所，注：2017 年及以后统计内部抵消后的营收与成本

图 47：2021 年动力装备毛利率达到 19.53%，同比-5.86pp

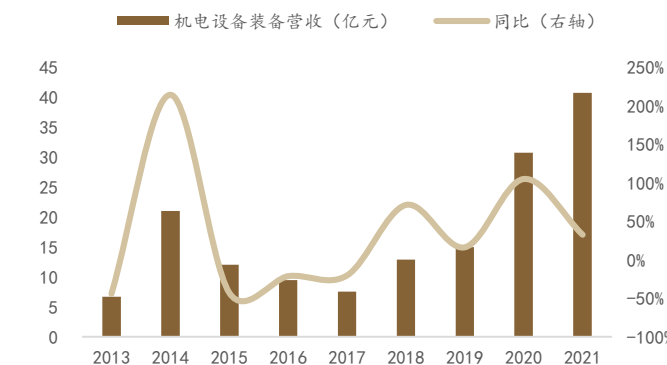


资料来源：wind，德邦研究所，注：2017 年及以后统计内部抵消后的营收与成本

2.2.4. 机电设备：覆盖风电全产业链

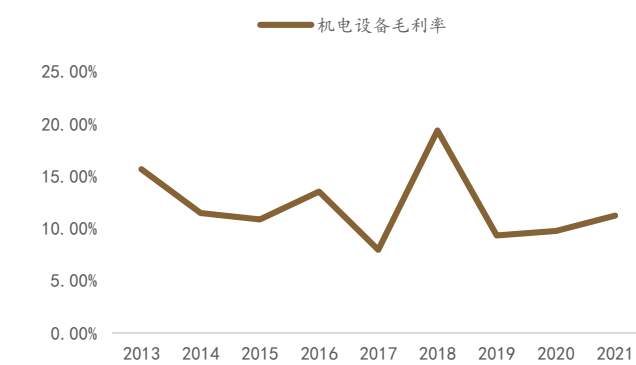
机电设备业务方面，2021 年机电设备营收 40.76 亿，同比+32.5%，毛利率达到 11.2%，同比+1.46pp。公司将进一步覆盖风电全产业链，加快 LNG 罐箱项目推进，扩展脱硫塔、焚烧炉、VOCs 等环保装备业务。2021 全年中船澄西承接风塔 472 套，合同金额 18.46 亿元；广船国际承接机电设备订单 9.96 亿元、中船动力集团承接 2.48 亿元。中船澄西 2003 加入风电产业链，具备年产钢结构件 6 万吨，年制造风力发电塔 500 套的生产能力。目前拥有 2 个塔筒生产工厂，12 条生产线，年产能 3000 节以上，已累计向全球客户交付各类型塔筒 5500 套以上。广船国际 2019 年 3 月份成功借助广东省大力开发海上风电的契机进入海上风电风机基础制造领域，实现了从“零”到“有”，从“有”到“优”的重大突破。从 2019 年 3 月起，先后承接了包括国内首个风电吸力筒导管架在内的多个海上风电桩基基础的制作订单。

图 48：2021 年机电设备营收 40.76 亿元，同比+32.5%



资料来源：wind，德邦研究所

图 49：2021 年机电设备毛利率达到 11.2%，同比+1.46pp



资料来源：wind，德邦研究所

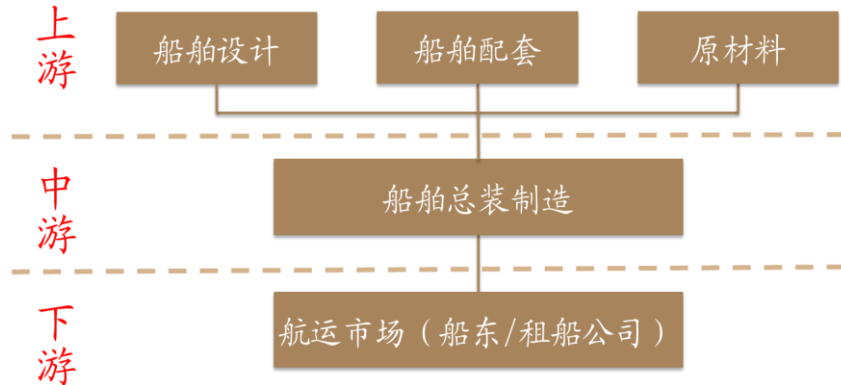
3. 穿越二十年造船大周期，打磨品质获世界认可

3.1. 历史复盘：纵观历史，船舶制造行业可划分为六大周期

船舶制造行业位于产业链中游，被称为“面向海洋的装备业”。船舶制造行业是为航运业、海洋开发、国防建设等领域提供技术装备的综合性产业，又被称为

“面向海洋的装备业”。目前船舶行业在我国重工业中有着举足轻重的地位。从产业链角度来看，船舶制造行业的上游主要包括原材料、船舶设计、相关配套零件等；下游主要包括以航运公司、租赁公司为主的航运市场。船舶行业具有明显的周期性，主要受世界贸易发展形势、航运市场周期性波动和国际大宗商品价格等因素影响。

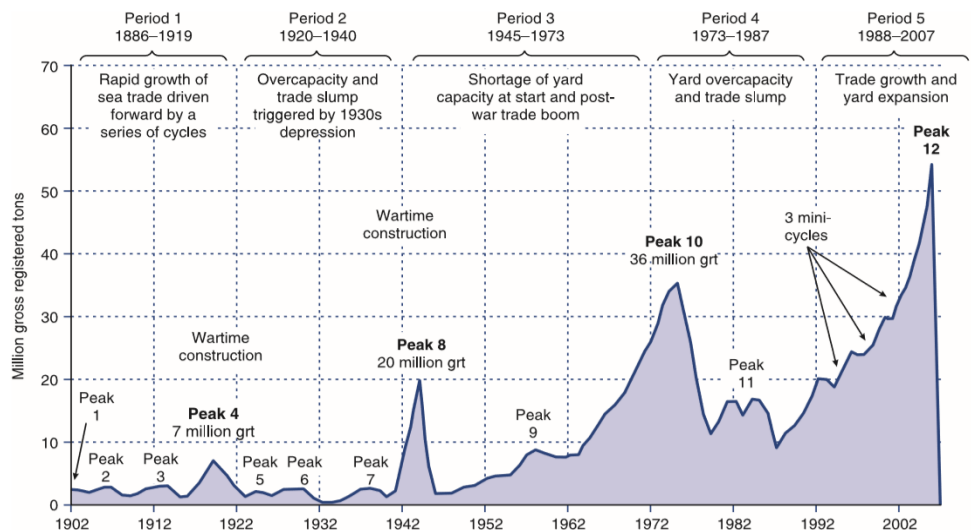
图 50：船舶制造行业位于产业链中游



资料来源：德邦研究所绘制

作为一个跨越数个世纪、历史悠久的行业，造船行业是一个非常典型的周期行业。在繁荣的周期顶部，行业供不应求，日进斗金；在落寞的周期底部，行业参与玩家经历过资金断裂、产能过剩的窘境。纵观历史，船舶制造行业可大致划分为六大周期：

图 51：船舶行业 2007 年以前可划分为 5 大周期



资料来源：Maritime Economics，德邦研究所

1919 年以前：随着钢结构蒸汽轮船兴起，对帆船的技术替代步伐提速、船型尺寸大型化趋势增强、海上贸易持续发展，叠加一战对船舶需求的拉动作用，船舶制造行业增长呈现偶有振荡、总体上行趋势，于 1919 年产量达到第一次明显峰值 714.4 万 GRT，相比 1901 年产量增长约 2.7 倍。

1920-1940 年：漫长的低迷期。随着欧洲各国为战后重建对船舶工业的持续投入，供给端出现过剩局面，叠加需求端的不确定性，以及 1929-1933 年金融危机爆发的深远影响，船舶制造业出现近 20 年的低迷期。1933 年产量一度下跌至 48.9 万 GRT，为整个 20 世纪以来的最低位；

1940-1973 年：经历了上一时期的深度调整与产能充分出清，船舶行业迎来新一轮成长。二战期间船舶需求再次达到顶峰，1944 年产量突破 2000 万 GRT，其中美国贡献约四分之三份额，成为最大受益者；二战结束后随着美国产能的主动撤离以及德国、日本产能暂时性清退，行业出现供不应求的局面。进入 60 年代后，欧洲及日本战后经济复苏带来的贸易回暖持续为船舶制造行业提供新增需求，1973 年新接订单来到历史高位，体现于 1975 年的船舶产量被推升至近 3600 万 GRT，超过一战与二战时期的峰值总和；

1973-1986 年：海上贸易增速在经过近 20 年快速上涨后受 1973 年石油危机影响出现回落；供给端方面，投机资本在行业上一轮高速增长中不断涌入，以及 70 年代韩国作为行业新的挑战者开始迈入市场而形成供给端过剩压力，导致船舶制造行业随即进入漫长的去产能调整期。1979 年全球船舶产量迅速滑落至不足 1200 万 GRT，仅相当于 1975 年产出的三分之一左右。新船价格大幅滑坡伴随大量船厂相继倒闭，虽然 1982 年前后出现短暂回暖，但产量规模仍远不能与之前的高峰期相比；

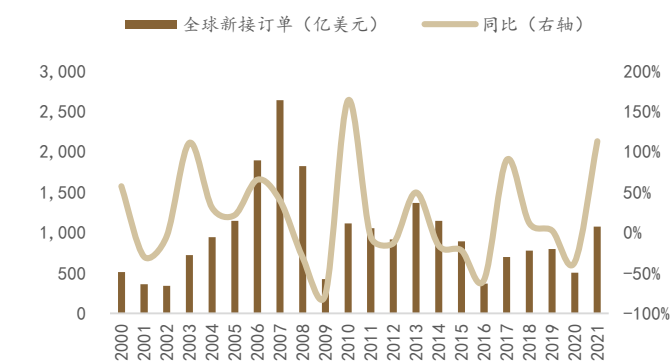
1987-2007 年：这一时期中国作为新生力量对全球经济起到显著拉动作用，其第二产业的飞速发展催生了对钢铁、有色金属和能源等原材料的旺盛需求，并由此带动了铁矿石、煤炭、石油等大宗商品的海运业务；此外叠加 70 年代建成的大量船舶面临更新替换需求，船舶行业迎来长达约 20 年的繁荣发展周期。1993 年产量突破 2000 万 GRT，超越二战时期峰值；2001 年底中国加入 WTO 为全球贸易增速提供新的支撑，2003 年前后全球船舶产量已恢复至 1975 年历史高点水平，而后继续攀升至 2007 年近 6300 万 GRT，距 1987 年产量增长幅度已达 530%。中国造船产业也在本轮扩张周期中得到长足发展，人力成本优势伴随内生需求不断加大以及出口导向推动下，逐渐与韩国、日本形成三足鼎立之势；2006 年新接订单量首次超过韩国位居世界第一；

2008 年-2020 年：2008 年金融危机的爆发拉开了船舶行业约 10 年低谷期的序幕。2008 年前三季的发展势头延续了 2007 年高景气度，而随后金融危机的爆发立即将行业拖入谷底，2008 年 Q4 全球新接订单仅为 692 万 DWT，同比-89.9%，环比-87.2%；此外，由于中国经济发展趋于稳健，以及上一轮繁荣周期中产能的大量涌入带来的供给过剩压力，使船舶行业开启了漫长的低迷期，虽期间于 2010、2013 年有短暂复苏迹象，但整体仍处于下行周期；2016 年新接订单量探底至 0.3 亿 DWT，不及 1996 年水平。造船行业深度整合，整体产能持续过剩。

3.2. 2021 全年新接订单同比+77%，中国船舶承接全球 20.4%订单

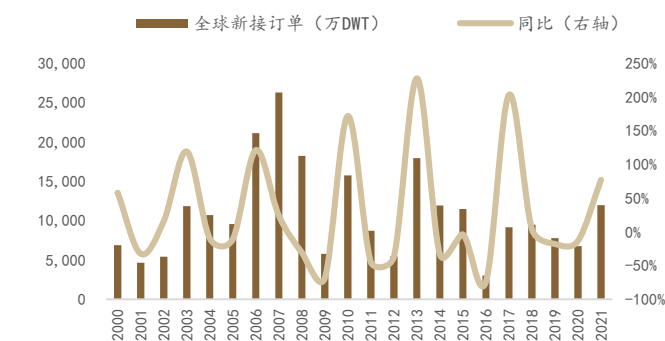
2021 年船舶行业新接订单达 1.2 亿载重吨，同比+77%：据克拉克森初步统计数据，以订单金额计，2021 年船舶行业全球新接订单达 1071 亿美元，同比+113%；以载重吨计，2021 年船舶行业全球新接订单达 1.2 亿载重吨，同比+77%；

图 52: 2021 年全球新接订单达 1071 亿美元, 同比+113%



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 53: 2021 年全球新接订单达 1.2 亿载重吨, 同比+77%



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

2021 年造船行业景气度处于 1996 年以来, 历史数据分位的 80%/80%/72%
(以 CGT/DWT/美元计): 历史看, 2021 年造船行业的景气度情况处于较高水平。以修正总吨/载重吨/美元计, 2021 年造船行业新接订单较过去 25 年平均值(1996-2020) 同比+28%/+22%/+23%; 较本轮造船周期底部平均值(2016-2020) 同比+74%/+65%/+70%; 较疫情前 2019 年水平, 同比+53%/+54%/+35%; 较本轮周期最底部的 2016 年同比+232%/297%/229%; 分别处于自 1996 年历史数据分位的 80%/80%/72%的水平。

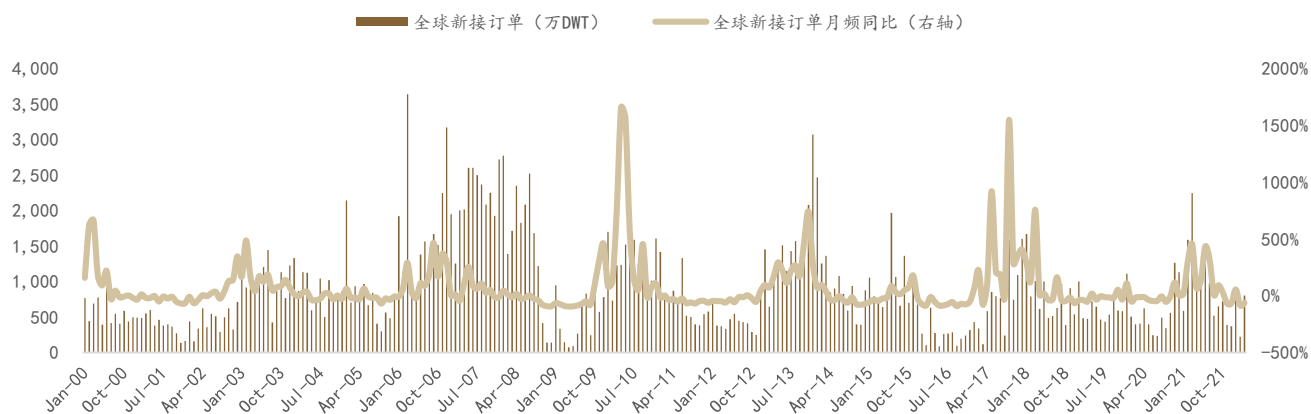
表 9: 2021 年造船行业景气度历史情况

	以 CGT 计	以 DWT 计	以美元计
较过去 25 年平均值同比 (1996-2020)	28%	22%	23%
较本轮造船周期底部平均值同比 (2016-2020)	74%	65%	70%
较疫情前同比 (2019)	53%	54%	35%
较上一轮周期顶部同比 (2007)	-50%	-54%	-59%
较本轮周期最底部同比 (2016)	232%	297%	229%
2021 年新接订单的历史分位 (1996-2021)	80%	80%	72%

资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

自 2020 年 10 月来, 月频新接订单持续高增; 船厂接单意愿下降, 使得 21 年 11、12 月新接订单稍有回落。2020 年 10 月以来, 造船订单持续高增。以载重吨计, 2020 年 11 月, 全球新接订单单月同比+116.5%。其后, 船舶行业新接订单持续高增。2021 年 3 月, 全球船舶单月新接订单达 2244 万载重吨, 同比+451.8%。据克拉克森最新统计数据, 2021 年 11 月、12 月单月新接订单分别回落至 386、369 万载重吨, 同比-69%/-67%。我们判断, 主要系目前船厂产能趋紧, 接单意愿降低, 更愿意接高价值量船型订单。

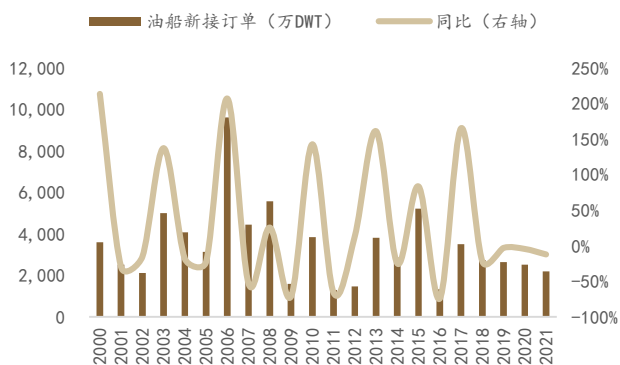
图 54：新接订单来看，本轮船舶行业复苏的起点源于 2020 年 10 月



资料来源：Clarksons，德邦研究所

结构上看，集装箱船订单大幅高增+327%，散货船订单增幅显著达+62%。细分船型结构上看新接订单情况，以载重吨计，2021 年集装箱船新接订单达 4499 万载重吨，同比+327%。集装箱船订单占比大幅提升，达 37.5%，同比+22pct；2021 年散货船新接订单达 3856 万载重吨，同比+62%。散货船订单占比为 32.2%，同比-3pct；2021 年全球油船新接订单达 2191 万载重吨，同比-13%。油船新接订单占比为 18.3%，同比-18.7pct。2021 年 1 月，全球航运市场逐步回温，以集装箱船为代表的新接订单量得到快速释放。2021 年，集装箱船全球占比达到 37.54%，首次高居三大船型榜首。

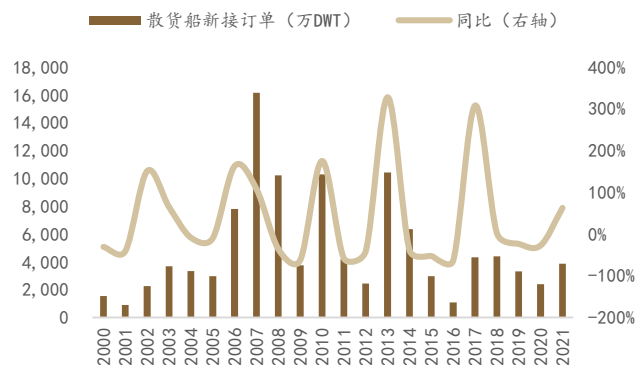
图 55：2021 年全球油船新接订单达 2191 万载重吨，同比-13%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

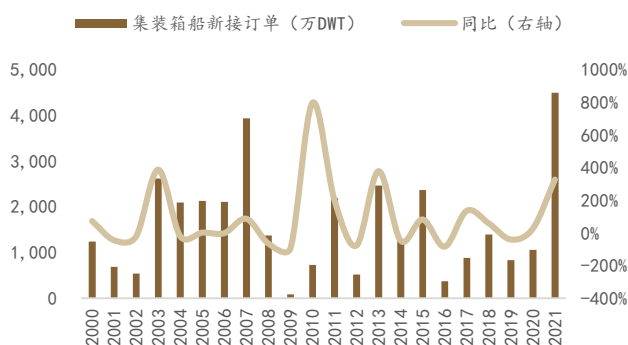
图 57：2021 年集装箱船新接订单达 4499 万载重吨，同比+327%

图 56：2021 年散货船新接订单达 3856 万载重吨，同比+62%

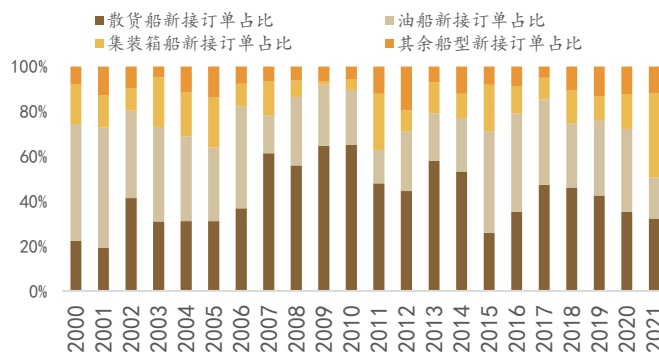


资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 58：2021 年集装箱船新接订单占比最高达 37.5%



资料来源：克拉克森，德邦研究所



资料来源：克拉克森，德邦研究所

集装箱船/散货船/油船订单，分别处于历史数据分位的 100%/64%/32%：分三大民船船型看，2021 年造船行业的景气度情况。集装箱/散货船/油船来看，2021 年造船行业新接订单较过去 25 年平均值（1996-2020）同比+240%/-13%/-31%；较本轮造船周期底部平均值（2016-2020）同比+397%/+25%/-14%；较疫情前 2019 年水平，同比 +442%/+17%/-17%；较历史最低水平同比 +5441%/+332%/+91%；分别处于自 1996 年历史数据分位的 100%/64%/32%的水平。

表 10：分船型看，2021 年造船行业景气度历史情况

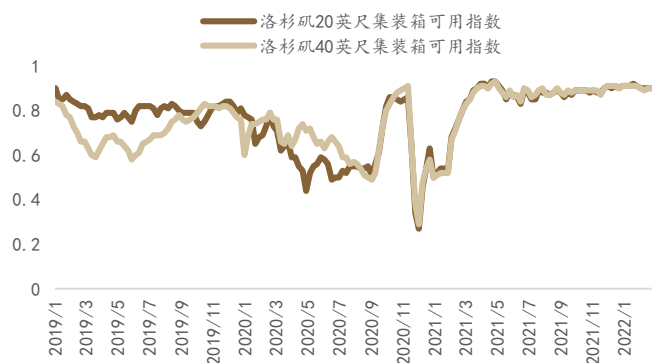
	集装箱船	散货船	油船
较过去 25 年平均值同比（1996-2020）	240%	-13%	-31%
较本轮造船周期底部平均值同比（2016-2020）	397%	25%	-14%
较疫情前同比（2019）	442%	17%	-17%
较历史最高数据同比	0%	-76%	-77%
较历史最低数据同比	5441%	332%	91%
2021 年新接订单的历史分位（1996-2021）	100%	64%	32%

资料来源：克拉克森，德邦研究所

3.2.1. 下游集运市场率先景气，集装箱船订单最先复苏

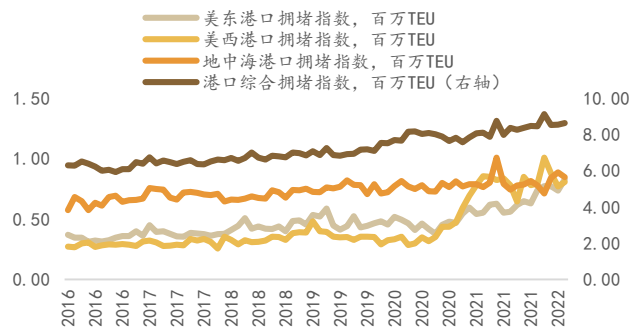
下游集运市场集装箱引领新船订单。疫情爆发使得全球物流供应链拥堵，2021 年，全球港口拥堵程度波动上升，12 月在港运力达到 852 万 TEU，同比增长 8.7%。其中，美国西海岸港口拥堵情况持续恶化，下半年随着美国商品消费需求激增、圣诞节等西方传统节日及疫情反复影响，美国进口需求处于高位，而港口作业效率受制于内陆集疏运体系不畅、码头工人短缺和仓储空间有限等因素影响，导致塞港问题不断恶化。2020 年 12 月份洛杉矶港口 40 英尺集装箱供给不足，2021 年 1 月进口集装箱数量不断攀升，由于美西港口拥堵，洛杉矶港口下半年可用集装箱可用指数一直处于 0.9 以上的高位。

图 59：2021 年洛杉矶港口集装箱可用指数居高不下



资料来源：Cax 官网，德邦研究所

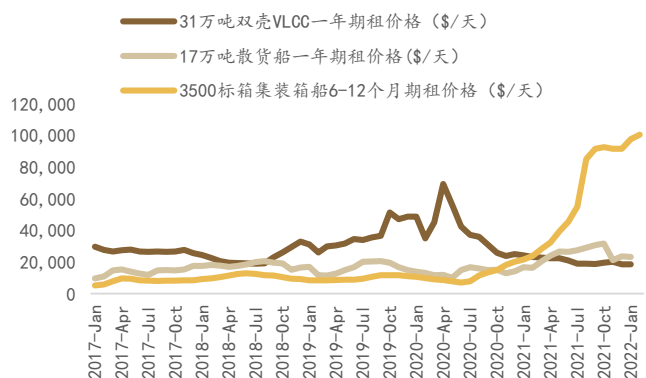
图 60：欧美港口拥堵程度居高不下



资料来源：克拉克森，德邦研究所

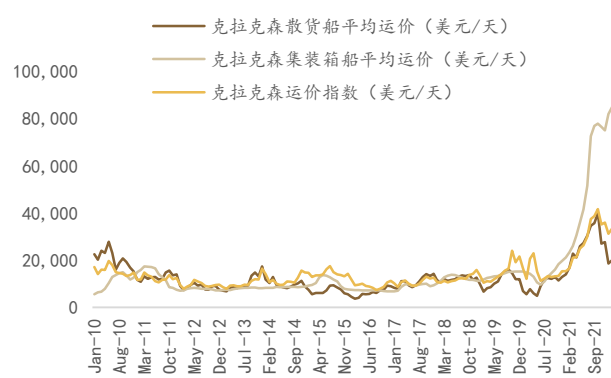
港口拥堵推动集装箱船运价及租金上升。港口拥堵持续发酵，各因素共同作用下，运价不断刷新历史。2021 年中国出口集装箱运价综合指数整体呈现快速上涨趋势，年内持续高位运行，不断刷新历史新高。截至 2022 年 1 月 31 日，CCFI 达到 3510 点，为该指数发布以来最高点。2021 年国际集装箱班轮运输市场平均运价较 2020 年大幅增长，全年 CCFI 均值达到 2615.54 点，同比增长 165.69%，均值及增速水平均创历史新高。其中，2022 年 2 月地中海、欧洲航线的运价更是分别达到了 6607/5721，同比增长 74%/71%。2022 年 3 月 3500 标箱集装箱船 6-12 个月租期价格达到 10.6 万美元，同比增长 275%；2022 年 3 月克拉克森集装箱船运价指数为 87556，同比上升 235%。

图 61：集装箱船租期价格同比上升 275%



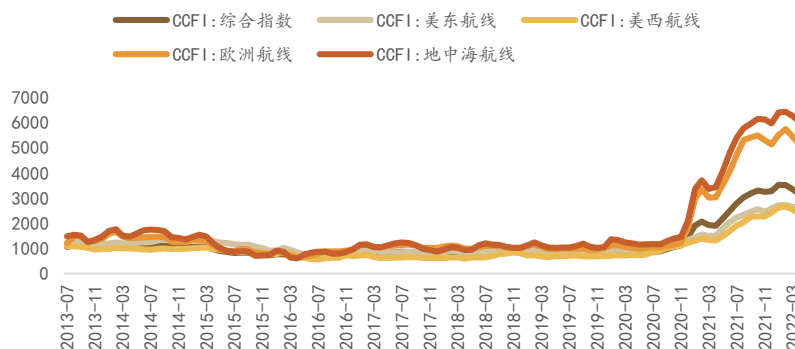
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 62：2021 年 1 月克拉克森集装箱运价同比上升 235%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 63：2022 年 2 月中国出口集装箱运价指数创历史新高

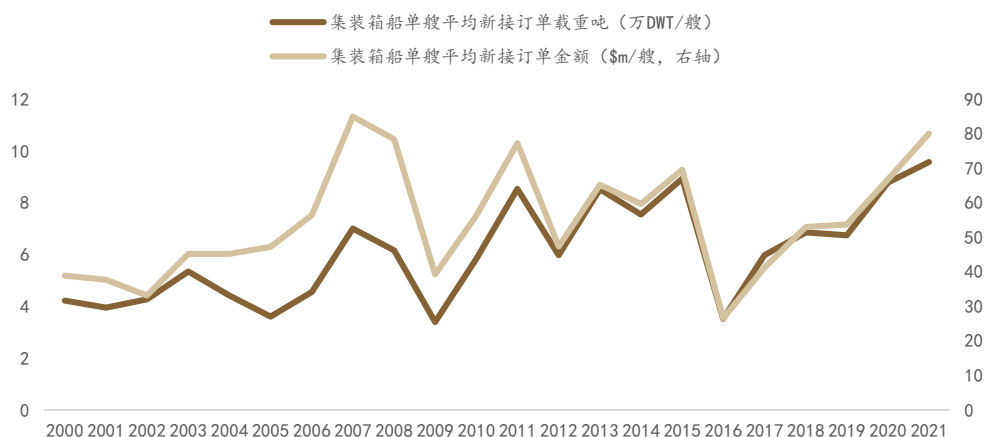


资料来源：wind，德邦研究所

集装箱订单已超历史峰值，得益于集装箱船大型化以及疫情下对于运力的需

求。自 2016 年起，集装箱船新接订单平均单艘载重吨及单艘金额逐步上升，截止 2021 年底，集装箱船平均单艘载重吨已达 9.6 万 DWT，平均单艘订单金额超过 \$80m，集装箱船大型化已成趋势。究其原因，首先是因为大型集装箱船单箱运输成本较低，同时箱位能耗与污染排放量也有所下降；其次，自新冠肺炎疫情爆发以来，克拉克森集装箱船运价指数急剧上升，海运费用在运力市场供不应求的情况下节节攀升，班轮公司盈利水平良好，故积极建造大型集装箱船有助于航运公司提升运力规模、抢占航运市场份额。

图 64：箱船大型化趋势显著

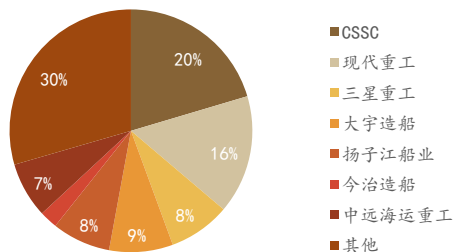


资料来源：克拉克森，德邦研究所

3.2.2. 中国船舶品质获得船东认可，承接全球 9.72% 的订单

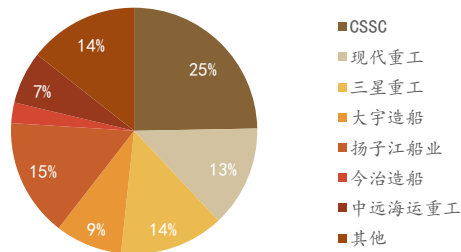
2021 年中船集团订单总量、集装箱船、散货船订单量都位居世界第一。在造船行业复苏的大背景下，中国船舶牢牢把握全球航运业回暖的有利机遇，全面加大市场开拓力度，科学谋划经营接单，采用多样化的接单方式，多措并举开拓市场，克服疫情影响，抢占市场份额，实现了优质订单的批量承接。2021 年全年，公司承接船舶订单 132 艘/1211.17 万载重吨，吨位数完成年计划的 164.37%，占全球的 9.72%。中国船舶工业股份有限公司是中船集团的总装上市平台，中船集团承接了 2409 万载重吨，占全球集装箱船订单总量的 20.4%，位居世界第一；分船型来看，集团承接集装箱船 1097 万 DWT，占全球集装箱船订单总量的 24.7%，位居世界第一；集团承接集散货船 952 万 DWT，占全球散货船订单总量的 25.3%，位居世界第一；集团承接油船 160 万 DWT，占全球油船订单总量的 7.3%。

图 65：中国船舶集团承接全球造船总量的 20.4%



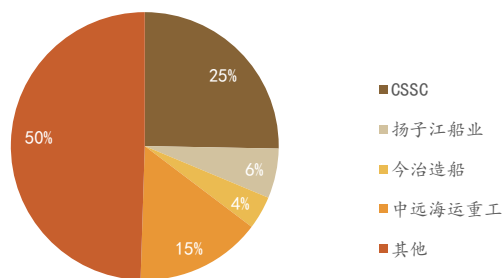
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 66：中国船舶集团承接集装箱船全球订单总量的 24.7%



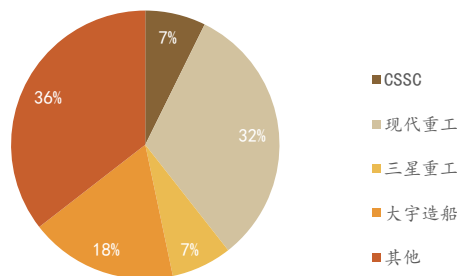
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 67：中国船舶集团承接散货船全球订单总量的 25.3%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

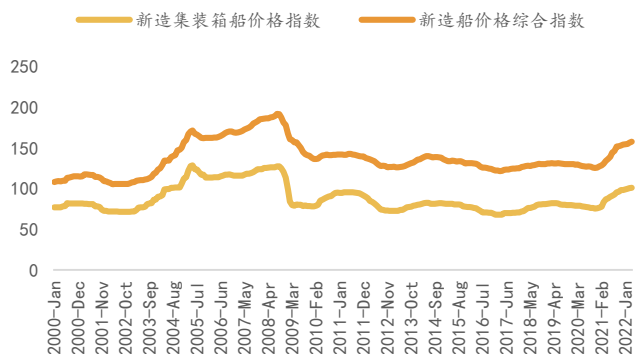
图 68：中国船舶集团承接散货船全球订单总量的 7.3%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

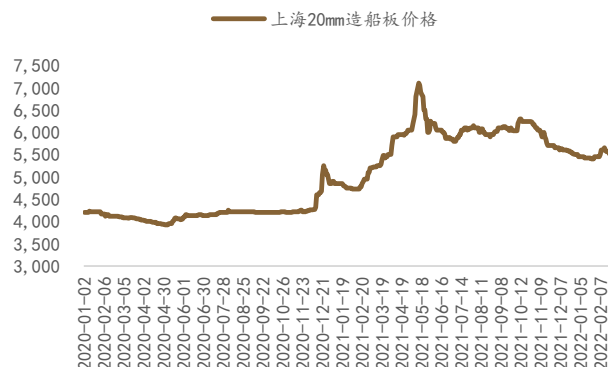
船价上涨、钢价回落，盈利能力有望持续修复。从新造船综合价格指数来看，2021 年以来船价持续上升，2022 年 4 月达到 157，为十年间的历史最高水平。一季度克拉克森新造船价格同比上涨 20%，10000TEU 集装箱同比上涨 27%，LNG 船造价同比上涨 15%。船价上涨主要由市场需求决定，成本不是推动船价上涨的主要因素，然而成本会影响造船企业的利润。因为船价在签订单时已经锁定，船舶建造周期中的成本波动由船企自己承担。中国船舶的主要钢铁供应商是宝钢、南钢等大型钢铁企业，通常以 6mm 和 20mm 船用钢板为主。造船板价格在 2021 年年中达到最高，此后成本飙升的态势得到有效控制，一季度上海 20mm 造船板价格 5523 元/吨，同比下降 5.71%，有利于增加在手订单毛利。造船为美元收入，人民币成本，一般来说钢价占造船成本 20-40%。船价上涨、钢价回落，盈利能力有望持续修复。

图 69：新造船价格指数 2021 年来持续上升



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 70：一季度上海 20mm 造船板价格同比-5.71%



资料来源：wind，德邦研究所

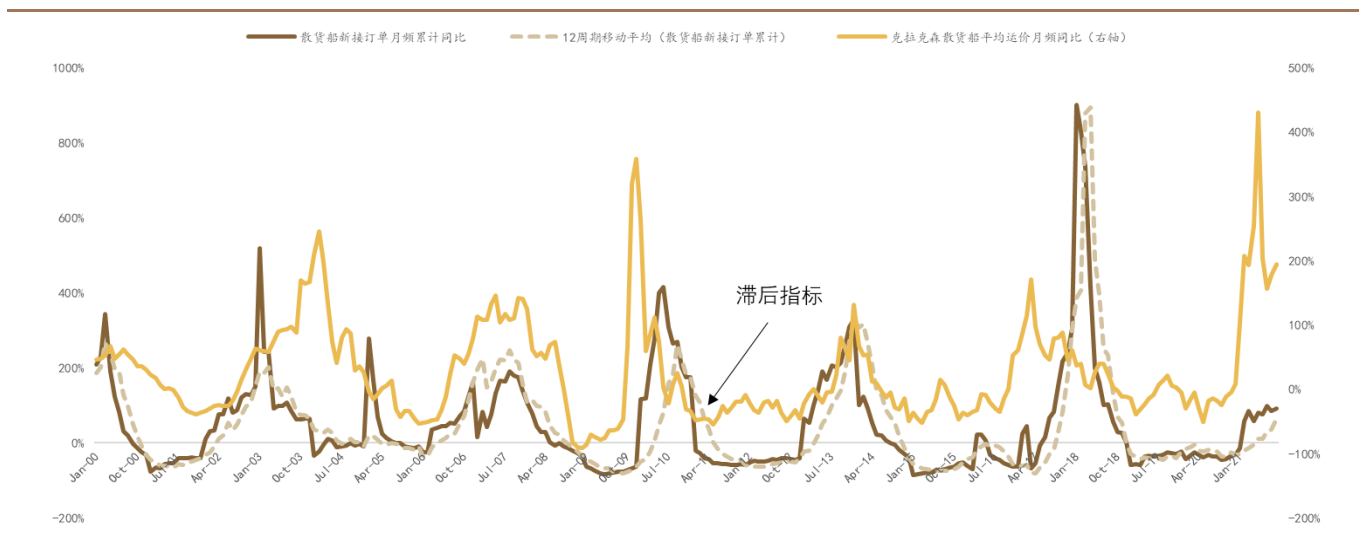
3.3. 展望未来：短期看散货船、油船接力，中长期看碳中和压力下的更新需求

3.3.1. 短期看散货船、油船的接力

历史看，散货船新接订单增速与运价增速高度关联存在 3-9 月的时间差。据历史数据，我们做了散货船海运价格同比增速、克拉克森散货船新接订单累计增速、散货船新接订单 12 周期移动平均累计增速的关联图。其中，12 周期移动平均累计增速是将 12 个月作为一个周期项数，利用当前周期 12 个月的新接订单平均值/前一周期 12 个月的新接订单平均值-1 所得，是新接订单累计增速的平滑指标。2005 年后，散货船新接订单与克拉克森散货船海运价格高度关联。克拉克森

散货船海运指数月频同比与散货船新接订单 12 周期移动平均累计增速存在 3-9 个月的时间差。高运价驱动下，散货船新接订单增速有望持续攀升。

图 71：2005 年后，散货船订单与平均运价高度关联



资料来源：Clarksons，德邦研究所

2022 年 3 月散货船运价回升至\$27933/day，环比+39%，同比+22.8%。高运价驱动下，散货船订单有望进一步放量。2008 年金融危机之后，全球船舶市场受到重创，克拉克森干散货船运价水平持续走低，最低跌至\$3536/day。克拉克森干散货船运价指数是克拉克森数据库选定的六种散货船船型，共计 31 条航线的航程收益平均值，其中每条航线的运价由（收入-各项成本）/航程天数计算得出。船舶行业经历漫长的十余年低谷期后，在 2021 年初疫情后逐渐重回正轨，散货船市场也大有起色，2021 年 3 月克拉克森干散货船平均运价突破\$20000/day 大关，同比+193.27%。2021 年底干散货船运价有所下跌，但在 2022 年 3 月回升至\$27933/day，环比+39%，同比+22.8%，总体来看干散货船运价仍然保持在历史高位。高运价驱动下，散货船订单有望进一步放量。

图 72：近期干散货船运价持续回升

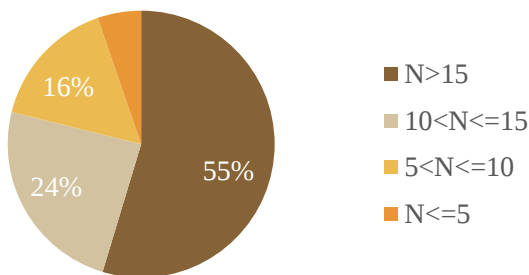


资料来源：Clarksons，德邦研究所

油船船龄结构最老，更新需求有望接续增长。截止 2021 年，以艘为单位计

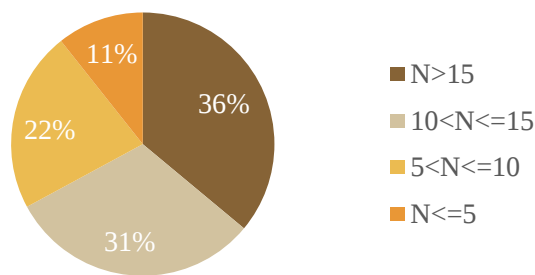
算,服役年限超过 15 年的油船量已达 7906 艘,占比 54.7%;以载重吨为单位计算,服役年限大于 15 年的油船总载重吨达 218 百万 DWT,占比 36%。总的来说,油船在三大船型中船龄结构最老,更新需求有望接续增长。从拆解量角度出发,由于油船资产价格的不断下跌以及租金的持续疲软,2021 年油船拆解量共计 185 艘,高达 15.08 百万 DWT 的油船运力离开市场。此外,油船行业的接连萧条使得船东开始寻求资产清算,为减少后期折损,油船的拆解速度进一步加快。

图 73: 油船船龄结构 (艘)



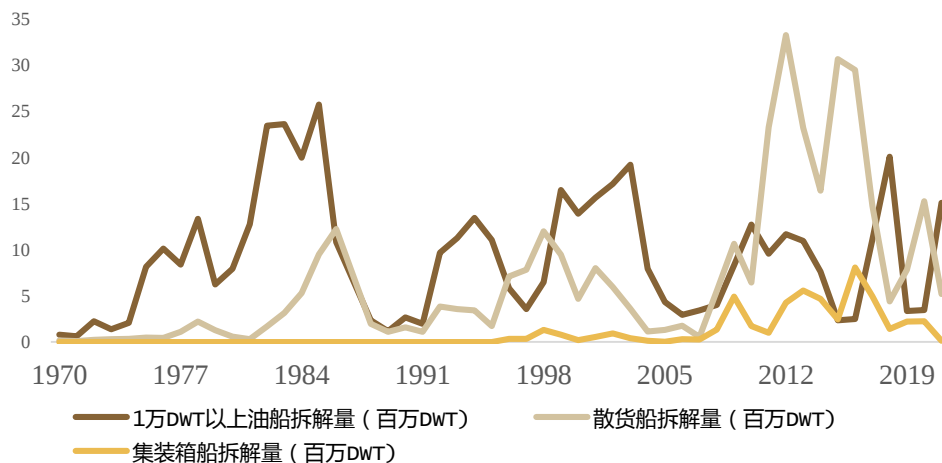
资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 74: 油船船龄结构 (百万 DWT)



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 75: 油船拆解量高达 15.08 百万 DWT



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

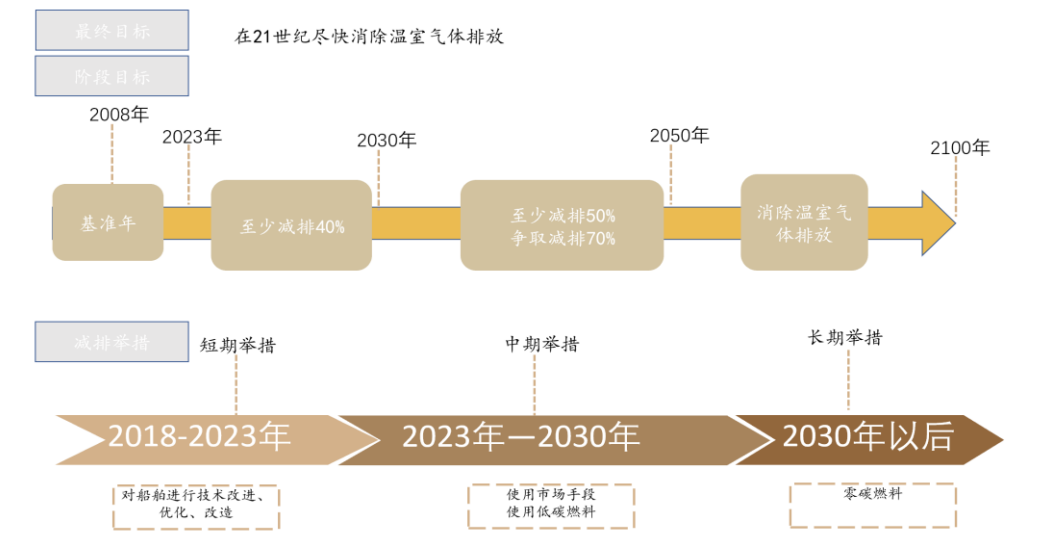
3.3.2. 中长期看碳中和带来的更新需求

国际海运行业正在面临越来越大的环保压力,中长期将带来更新换代的需求。全球 90%的贸易通过海上运输,海运是全球运输体系中最特殊也是最重要的一环。过去的十余年时间内,航运的碳排放呈明显的上升趋势。据国际海事组织 (IMO) 相关数据,2021 年全球航运占全球二氧化碳的排放量已达 2.4%。在碳中和的要求下,国际海运行业正在面临越来越大的环保压力,中长期带来更多更新换代的需求。

IMO 目标在 2100 年完全消除航运环节的温室气体排放。国际海事组织 (International Maritime Organization) 是联合国负责海上航行安全和防止船舶造成海洋污染的一个专门机构,总部设在英国伦敦。自 1970 年来,持续推进关于船舶减排的相关工作。2018 年,IMO 在 MEPC 72 届会议通过了船舶温室效应气体减排初步战略,对国际海运业应对气候变化行动做出了临时性总体安排。其最终

目标是 2100 年消除航运温室气体排放。阶段目标是以 2008 年为基准年。2008 年，国际航运产生的 CO₂ 排放量为 10.28 亿吨；2030 年国际航运每单位运输活动的平均 CO₂ 排放量与 2008 年相比至少降低 40%，并力争到 2050 年降低 70%；2050 年温室气体年度总排放量与 2008 年相比至少减少 50%。减排举措分为短期（2018 年-2023 年）、中期（2023 年-2030 年）、长期（2030 年-及以后）3 个阶段。短期主要是对现有船舶和新造船舶进行技术革新，如航速优化和降速；中期主要是利用市场手段和使用低碳燃料；长期主要是使用零碳燃料。

图 76：IMO 目标在 2100 年完全消除航运环节的温室气体排放



资料来源：《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》，德邦研究所

未来碳中和的船型路径包括，液化天然气（LNG）、LPG 与锂、氨、氢能源动力船等。截至 2021 年 9 月，已有 30% 的船企在手订单采用替代燃料，碳中和要求有望进一步催化更新需求。存量船来看，Houder 研究预计约 70% 的干散货船不满足最终的排放标准。航运业减碳脱碳，或将加快新造船市场的复苏步伐。目前可选的低碳船型包括，LNG 船、LPG 船等：

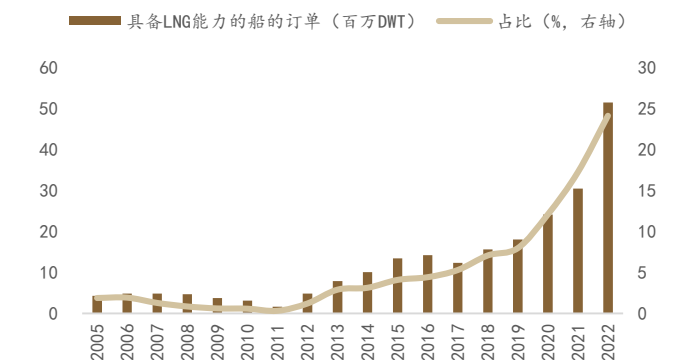
液化天然气(LNG)船舶运输的环保特性体现在四个方面：液化天然气(LNG)船舶在航行时的能耗降低 20%、二氧化碳排放降低 21%和氮氧化物排放降低 81%、基本不会排放硫氧化物和固体颗粒物。由此可见 LNG 船舶节能环保性能强，而 LNG 作为清洁能源，利用 LNG 替代燃油，可调整优化水运交通运输的能源结构。根据克拉克森数据，至 2022 年具备 LNG 能力的船的订单占总订单的 24%以上（以载重吨计），安装脱硫设备的船 4385 艘，占全球总船数的 4.27%。

LPG 动力船能够减排 90%~97%的硫氧化物，减排 15%~20%的氮氧化物，另外还可以减少 20%以上的碳排放。但 LNG 比空气轻，燃点更高，更难以点燃，爆炸浓度下限更高，导致爆炸的几率更低，是具有高度安全性的新型燃料，因此这些年来的市场需求一直在增加。运输环节，LNG 制备使用的是低温液化，故在运输过程中的安全性较 LPG 为高，而 LPG 比空气重，燃点更低，发生爆炸事故的概率比 LNG 高，安全性也相对较低。

锂、氨、氢能源未来可能成为主流的零碳排放船舶动力替代燃料。目前船舶行业亟待重点突破锂、氨、氢燃料的生产、运输、存储等技术以及加注网点的布局。值得一提的是，锂电池需要庞大的空间以提供足够动力，氢燃料则成本高昂和运输要求高，难以成为长途海运的动力选择。

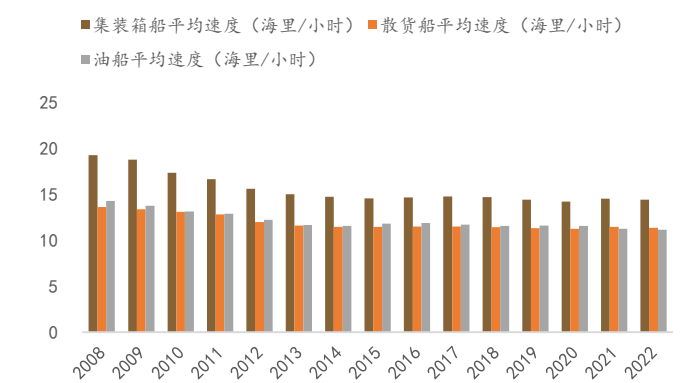
图 77：2022 年具备 LNG 能力的船的订单占比会在 24%以上

图 78：2018 年全球航运占全球二氧化碳的排放量已达 2.32%

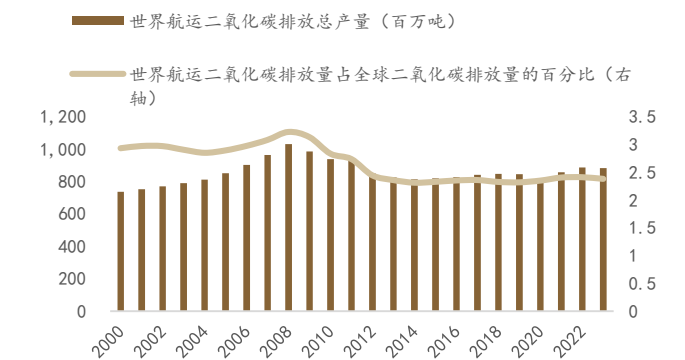


资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 79: 全球船速呈现逐年下降趋势

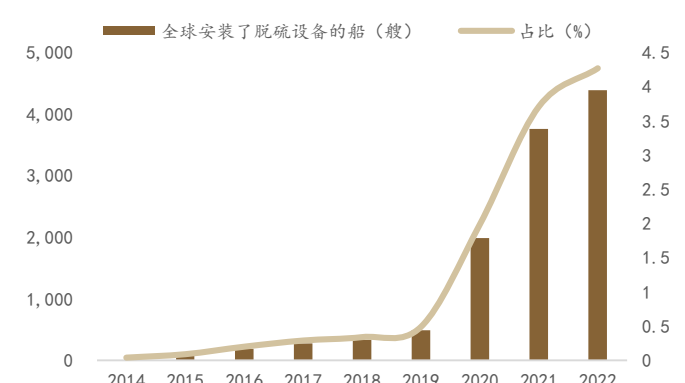


资料来源: 克拉克森, 德邦研究所



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 80: 2022 年安装脱硫设备的船 4385 艘, 占全球总船数的 4.27%



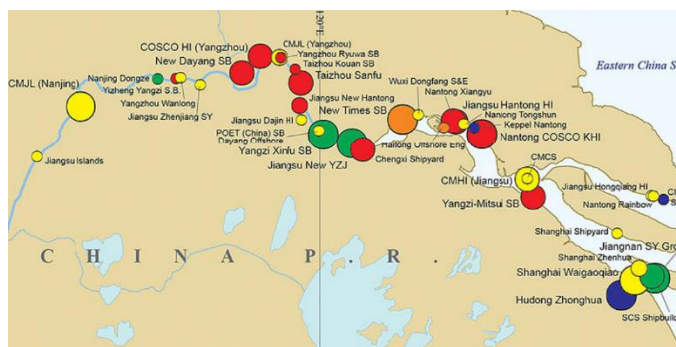
资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

3.4. 造船产业整合趋势明显, 中国船舶领头向高附加值船型迈进

3.4.1. 船企整合趋势明显, 造船产业集群效应突出

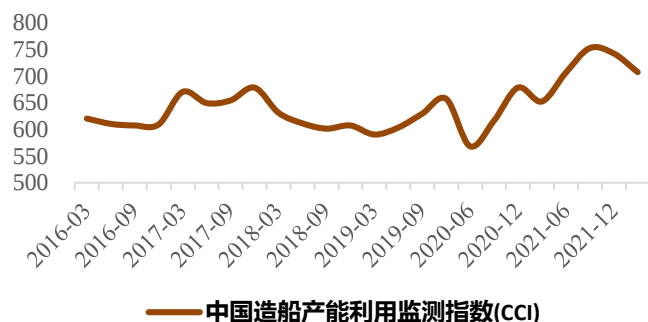
中国华东地区已经形成了以外高桥造船、江南造船厂、沪东中华、中船澄西、扬子江船业等头部船厂为首的华东造船集群。新冠疫情影响并带动中国船舶工业的一轮“免疫力提升”。国内许多中小造船企业加快破产、重组和转产, 优势资源进一步向大型骨干造船企业集中, 国内造船产业集中度保持在较高水平, 产能利用率持续提高, 企业经营业绩有所改善。据中国造船产能利用检测指数 (CCI), 多年造船产能利用率始终偏冷区间。2003-2007 年期间, 中国船舶行业的高速发展吸引了大量投机资本涌入, 新增了大批船厂。近年来随着需求趋缓和结构改革, 国内造船产能严重过剩, 国内船舶行业产能利用率逐渐下跌。自中国造船产能利用检测指数 (CCI) 2015 年发布以来, 该指数始终处于偏冷区间 (低于 700)。其中, 2017 年一度乍暖还寒, 12 月 CCI 上升至 678, 但之后 2018 年 CCI 逐月下跌至 2016 年 5 月水平 (该月为 2010 年后全球新接订单最少的月份)。自 2020 年 5 月以来, 中国造船产能利用率开始持续提升。2022Q1, 中国造船产能利用检测指数已达 707, 同比+8.4%, 环比-4.7%。

图 81：华东地区已经形成以外高桥、江南造船为首的造船集群



资料来源：克拉克森，德邦研究所

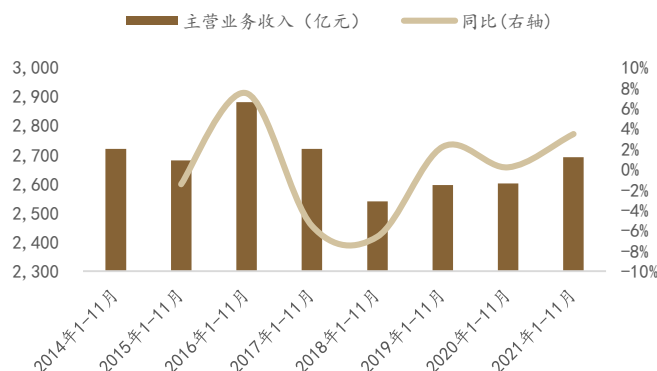
图 82：2022Q1，中国造船产能利用检测指数同比+8.4%，环比-4.7%。



资料来源：Wind，中国船舶工业行业协会，德邦研究所

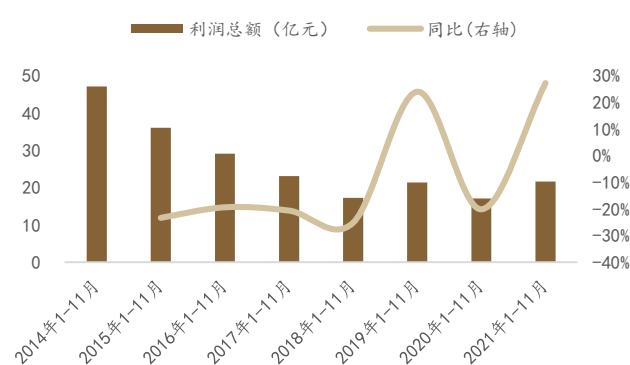
75 家重点监测船舶企业主营业务同比增长 3.5%，利润总额同比增长 27.1%。造船完工量前 10 家企业的完工总量合计占全国近 80%，新接船舶订单前 10 家企业、手持船舶订单前 10 家企业均占全国总量的 75%以上；产能利用监测指数连续两个季度实现增长。2021 年 1—11 月，75 家重点监测船舶企业实现主营业务收入 2691 亿元，同比增长 3.5%，利润总额 21.6 亿元，同比增长 27.1%。同时，国内主要造船集团在辽宁、山东、江苏、上海、浙江、广西等地，以现有造船产能为基础，通过空间置换等方式集聚优势产能，进一步打造特色船舶修造基地，以局部能力提升推动整体行业高质量发展。

图 83：重点监测船舶企业主营业务收入同比增长 3.5%



资料来源：中国船舶工业行业协会，德邦研究所

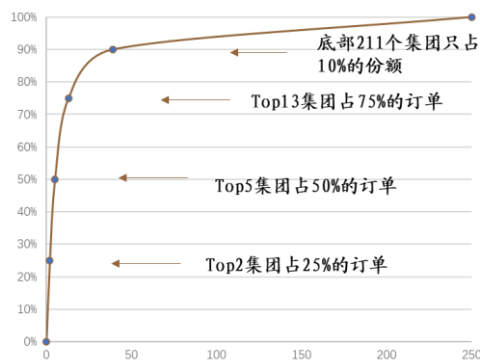
图 84：重点监测船舶企业利润总额同比增长 27.1%



资料来源：中国船舶工业行业协会，德邦研究所

造船厂集团化趋势明显，头部造船集团占据绝大部分世界的订单。至 2022 年 2 月，全球 TOP2 的造船集团占世界订单的 25%，TOP5 的造船集团占世界订单的 50%，TOP13 的造船集团占世界订单的 75%。根据克拉克森数据，截至 2022 年 1 月，中国船舶集团旗下有 18 个造船厂，在手订单 487 艘船，共计 4217 万 DWT，位列第一；现代重工集团旗下有 4 个造船厂，在手订单 363 艘船，共计 3412 万 DWT，位列第二；韩国的三星重工、大宇重工分别位列第三和第四；扬子江船业集团旗下有 3 个造船厂，在手订单 155 艘船，共计 1129 万 DWT，位列第五，是中国最大的民营造船企业。

图 85: TOP5 的造船集团占世界订单的 50%



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

图 86: 中国船舶集团订单量位列世界第一

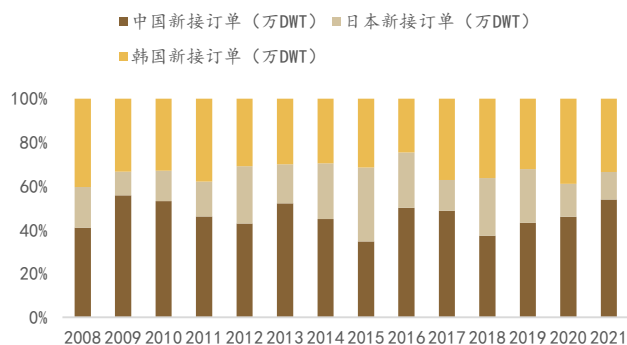
Group	# Yards	No.	Orderbook 2021		rank
			,000dwt	,000CGT	
CSSC	18	487	427	15482	1
Hyundai HI Group	4	363	42171	15348	2
Samsung HI	1	124	34115	7530	3
Daewoo(DSME)	1	101	15953	6240	4
Yangzijiang Holdings	3	155	14960	4575	5
COSCO Shipping HI	6	131	11286	4162	6

资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

3.4.2. 打破海外垄断, 中国船舶领军向高附加值船型迈进

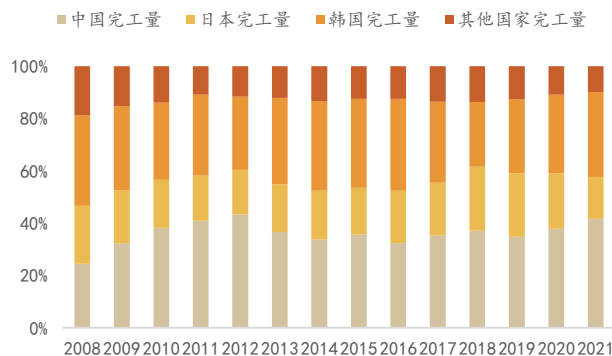
总量上看, 中国、韩国造船厂产量增长最为显著。其中, 2021 年中国造船厂完工产量 1348 万修正总吨, 同比+21.9%, 占比达 42% (+4pct)。完工产量大幅增长, 主要系中国船厂在大型集装箱船制造方面持续取得突破所致; 2021 年, 韩国造船厂完工产量 1051 万修正总吨, 同比+19.1%, 占比达 32% (+2pct)。主要系韩国造船企业在高附加值的 LNG 船型上优势显著, 完工量提升所致; 受人口老龄化因素影响, 日本船厂份额正进一步被中韩挤占。2021 年, 日本造船企业完工产量仅为 520 万修正总吨, 同比-16.3%, 占比为 16% (-5pct)。

图 87: 2021 全年中国新接订单占中日韩总量的 54%



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

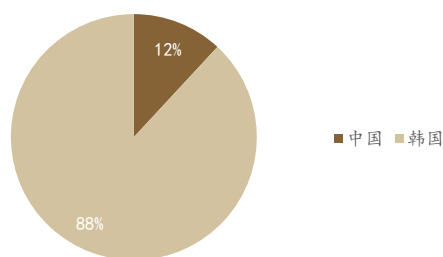
图 88: 2021 年中国完工量同比+21.9%, 韩国+19.1% (CGT)



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

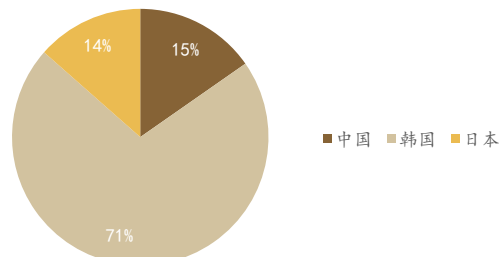
2021 年 LNG 船韩国市场占有率 88.1%。在全球的民船市场, 中国以价格优势拿下了需求量较高的散货船订单, 但是高附加值的大型 LNG 船、超大型油轮 (VLCC) 和超大型集装箱船等船型, 市场上基本被韩国的造船业所垄断。现代重工、大宇造船、三星重工为首的韩国船企拿下了全球大部分的 LNG 船订单。尤其是随着全球对环保意识的增强, 对清洁的液化天然气的需求越来越大, 因此 LNG 船的需求逐年攀升。结构上看, 2021 年 LNG 船总订单量为 731.8 万 DWT, 其中, 中国/韩国建造比例 11.9%/88.1%。LPG 船订单量为 405.8 万 DWT, 其中, 中国/韩国/日本建造比例 15.3%/71.2%/13.5%。分造船集团看, LNG 船订单现代重工承接 39%, 三星重工 28%, 大宇造船 21%, 中国船舶 12%; LPG 船订单现代重工承接 58%, 大宇造船 13%, 中国船舶 13%, 扬子江船业 2%。

图 89：2021 年 LNG 船韩国市场占有率 88.1%



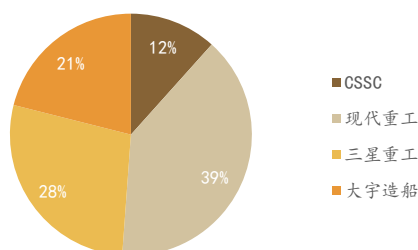
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 90：LPG 船订单量为 405.8 万 DWT，韩国占比 71.2%



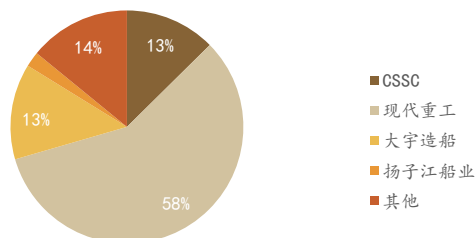
资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 91：2021 年现代重工承接全球 39%LNG 船订单



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 92：2021 年现代重工承接全球 58%LPG 船订单

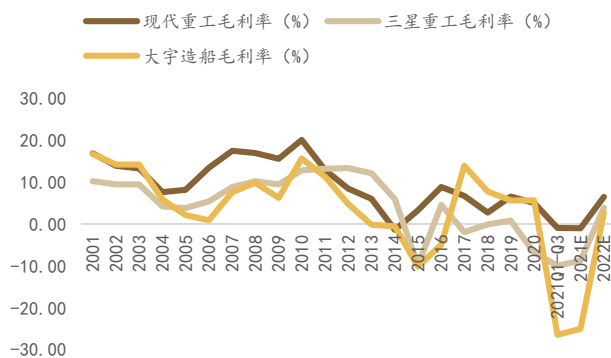


资料来源：克拉克森，德邦研究所

LNG 船的关键核心设备就在于液货舱，其内部构造十分复杂，进入的门槛很高，其技术难点有二：首先，须将天然气液化、压缩到原体积的 1/600，以便于存储和长途海运；其次，须保持舱内温度在零下 163 摄氏度以下，维持天然气液体状态，特别是夏天要耐得住超过 190 摄氏度的内外部温差，只要液货舱内部温度稍微上升，LNG 就会急剧膨胀而产生物理爆炸。除耐超低温的性能外，还要最大化降低 LNG 在舱内自然蒸发气化的量，增强舱壁的耐冲撞性能等。因此，液货舱的制作需要精巧的设计技术作为后盾。

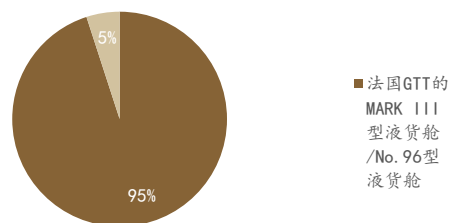
法国 GTT 公司占据了液货舱市场 95% 以上的份额。目前 LNG 液货围护系统世界上主要只有两家公司提供：法国的 GTT 的 MARK III 型液货舱、No.96 型液货舱，以及挪威 Kvaerner 公司的 MOSS 球罐型液货舱。无论是沪东中华造船，还是韩国三大船企所建造的 LNG 船舶采用的都是 GTT 公司的 MARK III 型或者 No.96 型液货围护系统。中韩船厂主要采用 GTT 公司的专利技术，而日本船厂一直采用 MOSS 型球罐舱。韩国三大船企在 LNG 船建造领域的核心竞争力在于薄膜型 LNG 液货舱。但韩国船企并没有掌握其原创技术，因此每建造一艘 LNG 船，就要支付相当于船价约 5% 的技术专利使用费。LNG 船的附加值较高，一艘 LNG 船价值 2 亿美元，现代重工承接 LNG 的订单最多，因此毛利率较高。

图 93：现代重工毛利率较高，在 LNG 船建造方面有较强优势



资料来源：彭博，德邦研究所

图 94：法国 GTT 公司占据了市场上 95%以上的份额



资料来源：国际船舶网，德邦研究所

LNG 船建造的门槛较高，中国船企尚在起步阶段。第一，该船要求在-163 摄氏度低温下运输液化气，对货舱围护系统工装平台设计，有着非常精密而严苛的要求，这也意味着要求造船公司对相关方面有足够长期的科研观察和数据积累，而在这方面我国造船业的积累年限，远不如日韩，更不如欧美。第二，舱室的温湿度控制求气流分布均匀，同一水平空间温差要很小，因此要求除湿机主要非常节能，而且实现高效而精密的温度控制，从而确保殷瓦钢不易损坏，相关设备中国还未能研发出产。第三，预舾装过程中对精度具有很高的要求，制造完成后要确保船体结构的准确契合度，而这一块还是中国造船业的短板。第四，LNG 船在航行期间，液化天然气不可避免的会自然挥发一部分，造船的技术要求实现采用锅炉燃烧挥发出来的气体为 LNG 船提供动力，而且要求损耗的液化天然气要极低。而韩国在全球造船市场近两年来反超，正是因为损耗实现了巨大的科研突破，损耗只有中国第三代技术的十分之一。

中国正在逐层打破 LNG 技术垄断，取得更多订单。LNG 船的船液舱维护系统屏蔽层是殷瓦钢薄膜，殷瓦钢的厚度仅为 0.7 毫米，稳定性强，以殷瓦钢为主要材料制成的大型液化气储气罐，能够让其温度环境保持稳定，提高液化气储气罐安全指数，因此几乎所有的大型动力船，都离不开殷瓦钢这种特殊钢材。2002 年，沪东中华在广东 LNG 项目中一举中标首批 2+1 艘 14.7 万立方米 LNG 船，2008 年我国首艘 LNG 船在沪东中华成功交付，中国造船史掀开了新的篇章。这一造船技术的壁垒相对较高，我国第 1 艘 LNG 船所采用的殷瓦钢薄膜全部来自法国进口。2017 年我国宝武钢铁公司成功建造出国产船用殷瓦钢，并且经过了测试和船企的认证。随着 LNG 船一个又一个关键技术的突破，中国的造船企业在 LNG 船领域逐渐获得了一定的竞争力，终于获中国首个 MARK III 薄膜型大型 LNG 船国际订单。

表 11：中国正在逐层打破 LNG 技术垄断获得更多订单

造船厂	交付年份	体量 (cu.m.)
沪东中华	2008	147,236
沪东中华	2009	147,210
沪东中华	2012	147,210
沪东中华	2015	172,000
沪东中华	2016	172,000
沪东中华	2017	174,323
扬子江船业	2017	27,500
沪东中华	2018	174,323
宁波新乐造船集团	2018	30,133
沪东中华	2019	174,000
招商局重工（江苏）	2019	45,000
中远海运重工（大连）	2020	28,689
沪东中华	2021	174,000
南通中集太平洋海洋工程有限公司	2021	20,000
黄埔文冲	2021	9,500
南通中集太平洋海洋工程有限公司	2022	7,500

资料来源：克拉克森，德邦研究所

中国船舶领头向高附加值、高技术船型发展。2021 年公司承担的国内首艘 17.4 万立方米浮式液化天然气储存再气化装置（LNG-FSRU）顺利交付，全球最新一代“长恒系列”17.4 万 LNG 运输船获得 4 家国际船级社认证。外高桥造船完成了多项重点船型的优化升级及双燃料等多项技术的配置，并着力加快突破包括 LNG 运输船型开发、绿色燃料应用等一批关键核心技术，客滚船自主研发设计能力和双燃料供气系统（FGSS）集成自主设计能力基本形成，自主研发的 21 万吨氨燃料动力散货船、自主航行智能船等取得船级社 AIP 证书。江南造船建成交付国内最大海洋综合科考实习船“中山大学”号，自主研发的全球首创 VLEC B 型舱攻破卡脖子技术难关；广船国际建造的阿尔及利亚豪华客滚船命名交付；中船澄西完成 2 艘 910RFEU 冷藏集装箱船的建造，持续推进企业产品转型升级。公司在高端新船型研发上再上新台阶，氨燃料动力超大型油船、9.3 万立方米超大型绿氨运输船、国内首套船用氨燃料供气系统等研发工作有序推进。国产大型邮轮工程研制取得积极进展，首艘大型邮轮顺利实现坞内起浮的里程碑节点。

4. 十四五海军加速由浅蓝走向深蓝，承接建造需求龙头深度受益

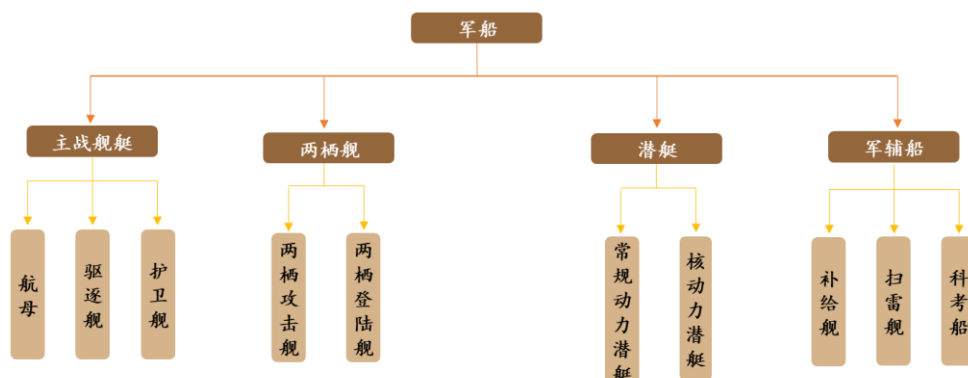
4.1. 海军加速由浅蓝走向深蓝，航母编队等将成为建设重点装备

我国海军正处于战略变革期，加速由浅蓝走向深蓝，航母编队与核潜艇将成为建设重点装备。2019 年《新时代的中国国防》白皮书指出：“按照近海防御、远海防卫的战略要求，加快推进近海防御型向远海防卫型转变”，表明中国海军转型体系逐步完善，中国正在逐渐从一个“海洋大国”转变为“海洋强国”。中国在海外有众多的核心利益，包括对重要的贸易通道、海外资产、油气资源运输等的保护，每年 80% 以上的石油进口通过海路运输，因此海军的强大也时刻保障着国家的能源安全。强大的海军需要构建高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动、联合、综合防御作战能力。海军装备是对外宣示武力和采取区域战争的主要武器，海军舰艇编队的强大也是国家军事能力的象征。由此可见，未来我国海军将发展“航母编队、核潜艇”为重点的大型兵力海洋战略。

我国海军舰艇可分为主战舰艇、两栖舰、潜艇、军辅船四大类。海军武器装备是海军诸兵种执行作战、训练任务和实施勤务保障的各种战斗装备和技术装备的总称，是构成海军战斗力的物质基础，对保卫领海安全、维护海洋权益、开发利用海洋起到重要的作用。我国海军舰艇按装备类型可分为主战舰艇（航母、驱逐舰、护卫舰）、两栖舰（两栖攻击舰、两栖登陆舰）、潜艇（常规动力、核动力）、

军辅船（补给舰、扫雷艇、科考船等）四大类。其中，主战舰艇具有技术附加值高、作战性能强的特点。

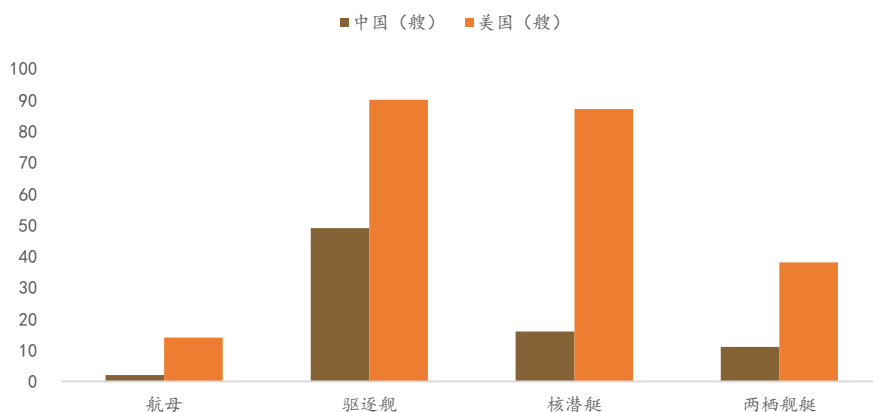
图 95：我国海军舰艇按装备类型可分为主战舰艇、两栖舰、潜艇、军辅船四大类



资料来源：智研咨询，德邦研究所

我国海军装备仍有较大增长空间，尤其是航母、核潜艇、驱逐舰等重大装备数量仍与美国相差较大。2015 年后，随着近海防御与远海护卫结合战略的实施，国产航母、大型补给舰陆续下水。截至 2021 年底，美国海军共装备各类舰艇 307 艘，为世界规模第一大海军；中国海军水面战舰 157 艘，在数量上与美国相差较大。从结构上看，我国海军装备仍有较大的提升空间，尤其是航母、核潜艇、驱逐舰等重大装备。我国现役 2 艘航母，美国现役 14 艘航母；我国现役 49 艘驱逐舰，美国现役 90 艘驱逐舰；我国现役 16 艘核潜艇，美国现役 87 艘核潜艇。因此，长期看，我国主战舰船装备结构、规模均有较大的提升空间，随着我国海军从浅蓝走向深蓝，航母舰队、核潜艇的列装有望加速。

图 96：中国海军整体规模与美国仍有较大差距



资料来源：新华网，Raytheon Co.等，德邦研究所，注：截至 2021 年底在役的舰艇数量

维护海外利益与能源安全，我国航母建造需求迫切。首先，航母在维护全球海外利益有关键作用。从“亚丁湾护航”，到“利比亚撤侨”，再到“叙利亚撤侨”，这对于新时期我国海军走向蓝水海军提出要求，必须大力发展本国航空母舰。此外，航母在维护海上能源安全有重要作用。根据国家发改委和海关总署数据，我国 2021 年石油进口量 5.13 亿吨，同比降低 5.4%，进口金额 16618 亿元，同比增长 34.4%；石油对外依存度 72.05%。我国是最大的石油进口国家，石油进口量占世界的 26.4%。主要进口国家是沙特阿拉伯、伊拉克、阿曼等中东国家，占进

口总量的 50%以上。从中东进口石油，走海运要途径马六甲海峡才能抵达我国。马六甲海峡是连接南海与安达曼海，沟通太平洋与印度洋的重要水道，由新加坡、印尼、马来西亚三国共同管辖。新加坡的樟宜海军基地临近马六甲海峡，美国海军拥有基地的使用权。此外，美国第七舰队后勤供应司令部设在新加坡，军舰不仅能随时在新加坡得到休整补给，还能监控南海和进出印度洋的来往船只。因此需要航母保卫能源进口要道、保障我国能源安全。

4.2. 江南造船军船建造历史悠久，具备建造超大吨位主战舰艇的能力

江南造船厂具有悠久的军船建造历史，为海军事业发展做出巨大贡献。在解放战争中江南造船厂抢修改装军船，支援解放战争。1950 年“二六”轰炸后，江南造船所修复“南昌号”军舰。到 1950 年底，该所共计抢修、改装各种军船 130 余艘。1952 年底，海军舰船修造部组织江南造船厂自主设计建造了 53 甲、55 甲 2 型炮艇。到 1955 年底，共自行设计建造小炮艇 83 艘。1953 年，中苏两国在莫斯科签订了“六四”协定，苏协助中方建造舰艇。1957 年底，6603 中型鱼雷潜艇首艇在江南造船厂建成并通过验收，列入海军装备序列。1994 年，由江南造船厂建造的被誉为“中华第一舰”的国产第二代导弹驱逐舰“哈尔滨”舰装备海军部队，标志着中国战舰朝着多用途、远海作战的方向发展。2005 年，第一艘“中华神盾”052C 型国产导弹驱逐舰服役，使水面舰艇部队同时具备了点防空能力和区域防空能力。

表 12：江南造船厂为国家建造多个首制军舰艇

时间	标志	造船厂	事件
1949.4.23	海军成立		华东军区海军在江苏省泰州白马庙成立，张爱萍将军任首任司令员。
1950.7	首艘旗舰	江南造船厂	日本赔偿的宇治号炮舰更名南昌号，成为人民海军第一艘旗舰。
1954	首艘驱逐舰	大连造船厂	中国接收苏联的“鞍山”舰是人民海军的第一艘驱逐舰，四艘鞍山级驱逐舰被誉为人民海军四大金刚。
1957.1	首艘仿制潜艇	江南造船厂	我国根据苏联图纸仿制的 6603 型潜艇服役，成为我海军第一艘自行建造的常规潜艇。
1958	首艘仿制战舰	沪东造船厂	01 型护卫舰“成都”级服役，我军以苏联“Riga”级护卫舰为蓝本首次成功仿制的战舰。
1966.8	首艘护卫舰	广州造船厂	我国自力更生研制的一型火炮护卫舰 65 型“江南”级护卫舰首舰交付。
1970	首艘防控护卫舰	沪东造船厂	053“江东”级防空护卫舰首舰开始正式开工建造。
1970.7	首艘自研驱逐舰	大连造船厂	自行设计制造的第一型驱逐舰，自研的第一型具备远洋作战能力的大型水面作战舰艇“济南”号下水。
1970.12	首艘核潜艇	渤海造船厂	中国第一艘攻击型核潜艇 091“汉”级下水，1974 年入役，该艇被命名为“长征一号”。
1971	首艘自研潜艇	武昌造船厂	海军第一代自行研制常规潜艇 035 型“明”级下水。
1994	第二代驱逐舰	江南造船厂	“哈尔滨”号导弹驱逐舰，为中国第二代导弹驱逐舰。
2012.9	首艘航母	大连造船厂	改装自“瓦良格”号的“辽宁”号加入中国海军作战序列。
2013.1	新型驱逐舰	江南造船厂	052C“长春”号驱逐舰服役。
2014.3.21	新一代驱逐舰	江南造船厂	052D 首舰“昆明”号入列，具有较强的区域防空和对海作战能力。
2017	首艘国产航母	大连造船厂	首艘国产航母 001A 型下水命名“山东号”。
2017.6.28	大型驱逐舰	江南造船厂	海军第一艘排水量过万吨的大型驱逐舰 055 级导弹驱逐舰下水，将成为未来航母编队的防空中坚。

资料来源：智研咨询，《建国 55 年中国舰船工业的发展》，央视网，德邦研究所

中国现役及退役驱逐舰许多都由江南造船厂建造。驱逐舰是航母编队防空反潜的“带刀护卫”，国产型号主要为 052（B-D）及 055 两种，以 055 为代表的新型驱逐舰排水量也达到了万吨以上的巡洋舰级别。052D 型导弹驱逐舰是第一艘纯国产化的驱逐舰，它首次实现了从武器装备到动力系统全部是国产装备，并实现了通用化垂直发射系统，即使在后来 055 型驱逐舰服役后，它仍将是今后海军的主力作战舰艇。

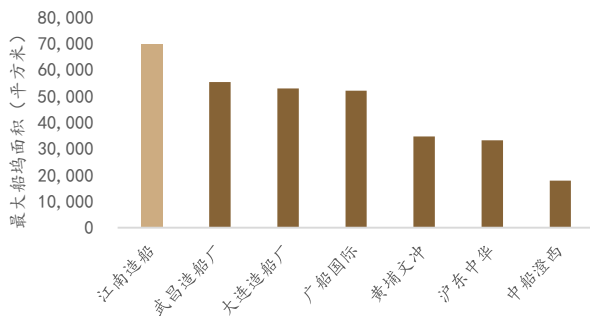
表 13：中国现役及退役驱逐舰大部分都由江南造船厂建造

驱逐舰型号	造船厂	服役状态	首舰下水
51	大连造船厂	部分退役	1970
52	江南造船厂	部分退役	1991
051B	大连造船厂	现役	1997
现代级	NorthYard	现役	1994
052B	江南造船厂	现役	2002
052C	江南造船厂	现役	2003
051C	大连造船厂	现役	2004
052D	江南厂&大连厂	现役	2012
055	江南厂&大连厂	现役	2017

资料来源：智研咨询，德邦研究所

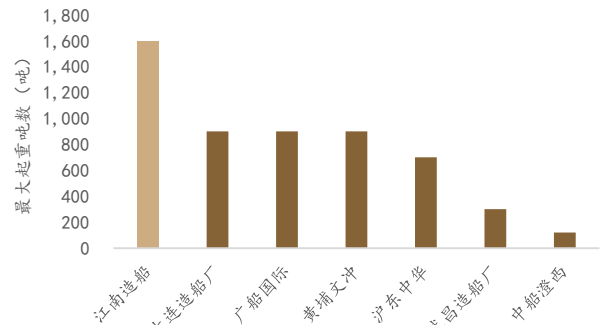
江南造船厂具备建造超大吨位主战舰艇的能力。船坞的长度决定了舰艇的舰体能有多长。位于上海的江南长兴造船基地拥有四座超级船坞、其中 3 号船坞长达 580 米、宽 120 米，深 14 米，这是目前中国最大的船坞。其次，长兴岛拥有着极为特殊的地理优势，还拥有良好的建港资源，江南造船厂占地岸线总长约 8km，宽约 1000 米，最深处更是达到 22 米左右，可临时停靠 30 万吨级左右的军用和民用舰船，由此可见，江南造船厂已经具备了建造十万吨级大型舰船的能力。第三，江南造船厂还拥有自研的 1600 吨以上的龙门吊和两座材料码头，以及最大水深 21 米，最大举力 3.2 万吨的长兴八号浮式作业装置。采用阀门遥控等先进技术，实现中央控制室遥控操作，自动化程度极高。拥有了七座超大型干船坞和江南长兴八号浮式作业装置的江南造船厂，已经完全有能力完成超大吨位主战舰艇的建造工作。

图 97：江南造船在长兴基地有中国最大的船坞



资料来源：克拉克森，德邦研究所

图 98：江南造船拥有最大 1600 吨负荷的龙门吊

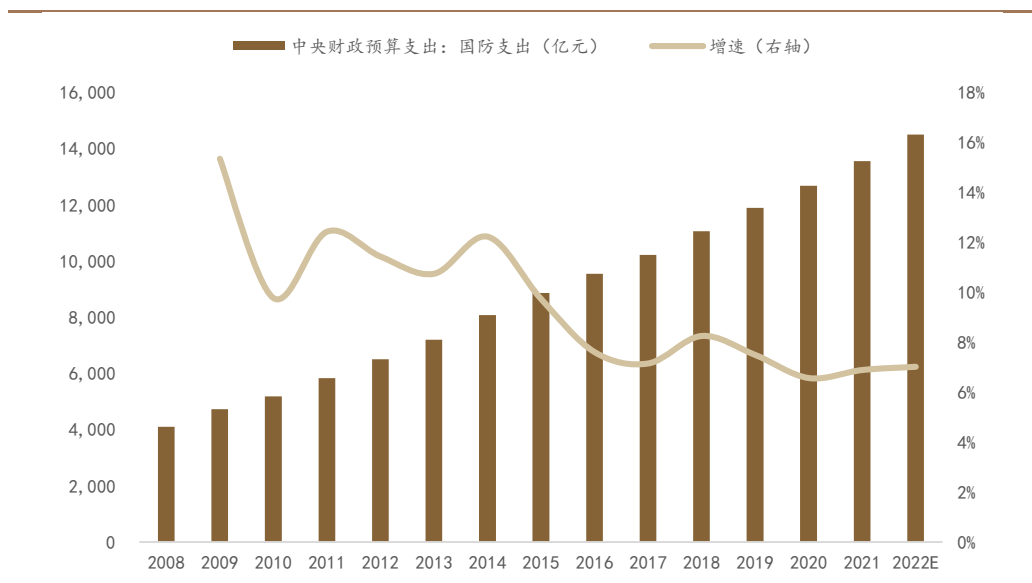


资料来源：克拉克森，德邦研究所

4.3. 承接十四五建造需求，军船建造龙头有望深度受益

“十四五”期间国防政策转变，从“稳步推进”变成了“备战能力建设”，主战装备从“研制”过度到“批量建设”的放量期。中国国防费按用途划分，主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。其中，装备费用的占比在国防费用中较重，也是军工行业收入的主要增速来源。我国海军正由“近海防御”向“远洋海军”转变，海军装备正遵循由量到质、由近及远两大趋势发展。叠加新体制格局对装备更新需求增加，核心装备采购有望回暖。海军装备作为我国核心装备之一，将受益我国国防开支的稳健增长与装备升级需求。2021 年国防支出提升至 1.36 万亿元，同比+6.9%。据国防部披露预计，2022 年中国国防支出预算为 14504.5 亿元人民币，同比+7%，实现稳健增长，将带动装备采购需求。

图 99：2022 年国防支出预算增速达 7%



资料来源：财政部，中国军网，德邦研究所

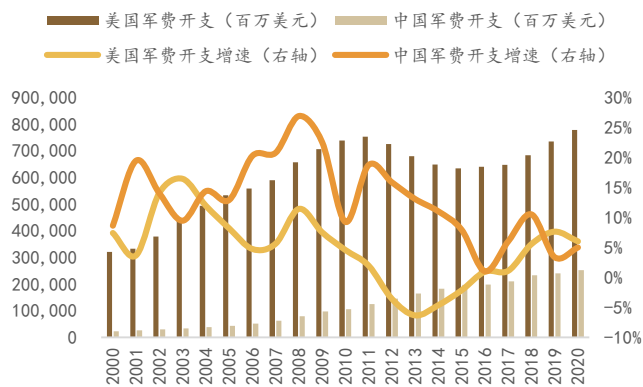
表 14：2022 年世界主要国家继续推动大型主战舰艇研建工作，强化海军装备力量

装备	国家	事件
航母	印度	首艘国产航母“维克兰特”号取得阶段性进展，预计 2022 年服役
	俄罗斯	启动新一代航母建造工作
	韩国	
潜艇	俄罗斯	计划建造 4 艘核潜艇，进一步加强俄水下战略核力量
	美国	将核潜艇升级换代工作提上日程，未来几年将大力推进新一代核潜艇研建
	英国	
	法国	
水面舰艇	英国	在新型舰艇推进系统及新型驱逐舰等方面继续寻求突破
	美国	在建造新型舰艇的同时计划为“朱姆沃尔特”级驱逐舰换装高超声速导弹
	俄罗斯	继续推进包括 11711 型登陆舰、22800 型轻护舰及 22350M 型在内的多艘主力舰艇的建造工作

资料来源：世界海洋战略，德邦研究所

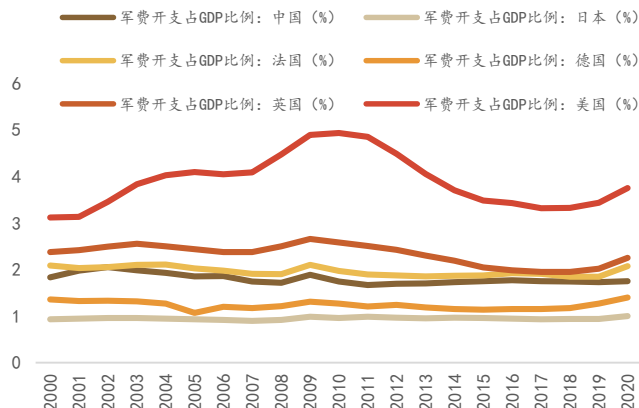
2020 年中国军费开支占 GDP 比重为 1.75%，在世界处于较低水平。军品装备的买方单一性决定了其行业特性，海军装备需求也最终决定了其市场空间。2020 年中国军费开支 2.52 千亿美元，同比增长 5%，军费开支占 GDP 比重为 1.75%，低于美国 (3.74%)，英国 (2.25%)，法国 (2.07%)，但高于德国 (1.4%)，日本 (1%)。如我国未来将国防开支提升至英、法等国 2% 的 GDP 占比水平，具备较大空间。海军将成为我国国防建设重点投入方向。

图 100：2020 年中国军费开支 2.52 千亿美元，同比增长 5%



资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所，德邦研究所

图 101：2020 年中国军费开支占 GDP 比重为 1.75%



资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所，德邦研究所

5. 南北船合并：打造船舶制造行业的“航空母舰”

5.1. 中船集团积极响应国家军民融合发展战略

军民融合发展是深化国防和军队改革的重要战略部署，海洋领域是军民融合重点支撑领域。2017 年国务院发布了《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，要求促进军工集团公司与民口单位形成密切合作、协同推进的强大合力。海洋领域是重点支撑领域。要推进海洋领域军民试验需求和试验设施统筹，加快深远海试验场建设。大力发展水下探测、信息传输与安全等技术，提高海洋综合感知能力。推动深海空间站、核动力海上浮动平台和深海大洋监测装备建设，积极研发高等级专业破冰船、极地自破冰科学考察船、极地救助船、极地半潜运输船、极地资源勘探船及极地专用核心配套设备、材料等，支撑海洋领域重大工程。调整优化民用船舶产业结构，发展高技术船舶和海洋工程，发展军民两用的信息安全与网络安全技术产业。

表 15：军民融合发展是深化国防和军队改革的重要战略部署

时间	文件/会议	要求
2015 年	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》	以国防科技工业军民融合深度发展为重点，促进军民技术转化和军民结合产业发展方面，推进军民融合深度发展取得突破性进展
2016 年	《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》	推动军民融合产业发展。利用军工优势发展核、航天、航空、高技术船舶和海洋工程以及电子信息高端装备和产业
2017 年	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	促进军工集团公司与民口单位形成密切合作、协同推进的强大合力
2018 年	十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议	国防科技工业作为军民融合六大重点领域之一，核工业、航天、航空、船舶、电子各大军工行业都大力推动军民融合发展。

资料来源：国务院，国防科工局，德邦研究所

中船集团明确发展军民融合产业。2018 年发布的《中国船舶工业集团有限公司高质量发展战略纲要》中船集团的发展使命是“服务国家战略，支撑国防建设，引领行业发展”，产业方向是“海洋防务装备产业、船舶海工装备产业、海洋科技创新应用产业、船舶海工服务业”，战略目标是“四步走”。到 2035 年建成具有全球竞争力的世界一流海洋科技工业集团，到 2050 年全面建成世界领先的海洋科技工业集团。按照战略规划，未来中船集团要打造若干子公司群，不同子公司发挥各自应有作用，共同推动中船集团业务增长和发展。要充分利用上市公司平台，提高证券化率。各专业化公司，要进一步明确定位，增强功能，发展为业务特色鲜明的平台公司。

表 16：中船集团战略目标是“四步走”

时期	目标
转型调整期	质量效益指标达到行业中上水平, 国内外行业地位巩固提升的阶段性目标, 基本走上符合高质量发展导向的发展道路
开拓提升期	质量效益指标位居行业前列, 初步建成具有全球竞争力的世界一流海洋科技工业集团
协调发展期	全球行业引领地位基本确立, 建成具有全球竞争力的世界一流海洋科技工业集团
跨越发展期	全面建成世界领先的海洋科技工业集团

资料来源：《高质量发展战略纲要》，德邦研究所

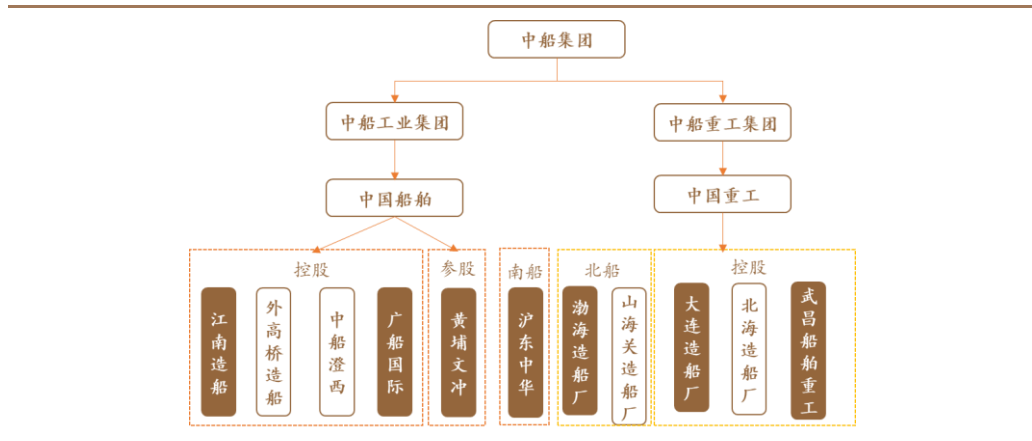
5.2. 深化国企改革，南北船重组工作进入实操阶段

中船集团加速资产整合，是国企改革的重要方向。中国船舶集团推动旗下资产整合，一是加强国际竞争力，整合国内资源，避免无序竞争，这是国有企业改革的一个重要方向。国有企业分类改革，根据行业性质和领域采取不同分类，将企业分为公益类和商业类。中国船舶集团本身所处的行业属于竞争比较充分的领域，除了军工方面业务和企业保留公益类属性以外，其他船舶业务属于商业类领域，从全球角度来看，竞争压力比较大，不存在垄断嫌疑。所以，整合资源，将企业合并重组能够加强企业实力，避免内部无序竞争。二是造船业涉及国家战略，甚至国家安全。整合造船行业，是我国海洋强国之路的必然选择。

国企改革三年行动计划进入冲刺阶段，中船集团着手对旗下资产的重组整合拉开序幕。2022 年是国企改革三年行动方案（2020-2022）的最后一年。2021 年以来，国有企业的战略性重组、专业化整合以及相关并购工作按下“快进键”。两船于 2019 年联合重组，2021 年 8 月份，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操作阶段。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公司进行增资，新设公司成为从事柴油机动力业务的合资公司，拥有中船动力集团、河柴重工、陕柴重工、中国船柴 100% 股权。此外，中船集团旗下上市公司中，中国船舶、中国重工、中船防务均涉及军民船总装业务，为解决同业竞争问题相对应的资产整合方案尚未明确，预计中船集团会在后续进一步推进解决。

南北船合并意义重大，合力打造船舶制造行业的“航空母舰”。南北船资产、业务部分重叠且各有侧重，南船侧重船舶制造，北船侧重船舶设计与配套。北船拥有 28 家科研院所，集中了我国船舶系统设计，尤其是军用船舶的绝大部分；而南船仅有 9 家科研院所，且偏向民用，其建造能力更为突出。在军船的上游设计、中游制造总装、下游核心配套三块产业链中，上游和下游 80%-90% 在北船，中游南北船各占一半。我国的军舰艇多由北船设计配套、南船建造总装。合并重组将进一步强化主营业务的顶层协调，军船业务将更好协同，民船业务有望形成合力，突破高技术、高附加值船型技术瓶颈，共拓海外市场，也有利于军民融合发展。

图 102：南北船合并后军船业务将更好协同，有利于军民融合发展



资料来源：公司公告，德邦研究所 注：深色背景船厂能够建造军舰

5.3. 资产持续整合，集团重组先行、上市公司重组持续推进

资产整合运打造“分板块上市”平台，为南北船合并奠定基础。在正式宣布合并重组之前，南北船都已在各集团内部进行了长时间的资产整合。近年来，两大集团间的高层人事对调也愈发频繁，这些先期的准备工作都为南北船的最终合并奠定了坚实的基础。对比此前的“南北车”合并，走的是自上而下、先集团整合后子公司整合的路径。而“南北船”联合重组，则选择了先在子公司层面实施专业化整合，实现资源优化配置后，再在集团公司层面完成整合。这一强强联合的整合路径，将有助于减少整合阻力，提高整合效率，充分达成整合预期目的。

通过资产整合，南北船旗下的主力上市公司在三大专业领域基本形成一一对应的局面。中国重工按照先民后军的顺序注入船舶制造总装类核心资产。2014 年正式成为集团旗下的海洋装备总装平台；中国动力在集团于 2016 年成为综合动力平台；中国海防通过收购长城电子等近十家电子科技类企业的股权，逐步成长为集团的海洋信息及船舶电子平台。近年来，中船集团的资产整合思路开始向中船重工靠拢，旗下上市公司的业务被重新定位。2019 年，中国船舶宣布将公司持有的动力资产与中船防务持有的船舶修造资产进行置换。中国船舶成为涵盖军民品的总装类资产上市平台，而中船防务则转变为集团的船舶动力平台，中船集团内部同业竞争问题得到有效解决。至此，南北船旗下的主力上市公司在三大专业领域基本形成一一对应的局面。

表 17：南北船旗下的主力上市公司在三大专业领域形成一一对应的局面

平台	中船工业集团	中船重工集团
船舶总装资产上市平台	中国船舶（600150）	中国重工（601989）
船舶动力资产上市平台	中船防务（600685）	中国动力（600482）
船舶信息科技资产上市平台	中船科技（600072）	中国海防（600764）

资料来源：公司公告，德邦研究所

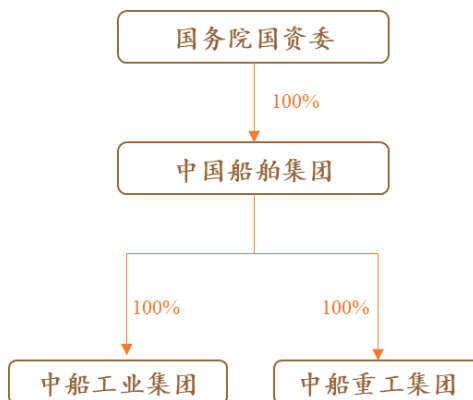
“南北船”重组采取的是集团层面重组和上市公司层面重组两线并行策略。集团层面已于 2019 年 11 月 26 日正式重组完成，由国资委代表国务院履行出资人职责，南北船整体划入中国船舶集团。此次重组后成立的中国船舶集团有限公司，将成为全球最大的造船集团，注册资本 1100 亿元，资产总额 7900 亿元，员工 31 万人，拥有科研院所、企业单位和上市公司 147 家。中国船舶集团有限公司将同时拥有最完整的船舶和配套产品研发能力，成为我国最大的造船修船基地，能够设计建造符合全球船级社规范、满足国际通用技术标准和安全公约要求的船舶海工装备。

表 18：“南北船”重组采取的是集团层面重组和上市公司层面重组两线并行策略

时间	事件
2019.07.01	两船旗下的 8 家上市公司均发布公告称中船重工集团与中船工业集团正在筹划战略性重组
2019.10.25	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
2019.11.08	注册成立中国船舶集团有限公司
2019.11.26	举行中国船舶集团有限公司成立大会暨揭牌仪式
2021.08.25	中国船舶集团副总经理钱建平透露，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到实质性操作阶段
2021.10.30	中船工业集团和中船重工集团完成股权无偿划转至中国船舶集团
2021.12.24	中国船舶集团有限公司总部迁驻上海大会在上海举行
2022.01.12	中国船舶、中船工业集团和中国动力拟以共计 100% 中船动力的股权对中国动力新设立的公司进行增资，新设公司成为从事柴油机动力业务的合资公司，拥有中船动力集团、河柴重工、陕柴重工、中国船柴 100% 股权

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 103：南北船整体划入中国船舶集团



资料来源：公司公告，德邦研究所

6. 盈利预测与相对估值

6.1. 盈利预测

关键假设：

- (1) 船舶修造及海洋工程业务：根据克拉克森数据，2021 年船舶行业新接订单达 1.2 亿载重吨，同比+77%，造船行业景气度较高。造船周期通常在 2-2.5 年，公司当前订单的排产周期已经到 2025 年。从 2022 年年底开始交付的新船订单有望带来收入增长，并在 2023 年实现更大幅度增长。因此我们预计 2022-2024 年，营收增速分别为 12%/15%/15%。
- (2) 动力装备：涵盖低、中速的各类柴油机设计生产能力，可满足各类船东需求，能够实现集团船舶的发动机自供。我们预计 2022-2024 年，营收增速分别为 10%/10%/5%。
- (3) 机电设备：子公司中船澄西年承接了风电、脱硫塔订单，广船国际承接了大型钢结构等订单。预计 2022-2024 年，营收增速分别为 50%/40%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利率如下表：

表 19：分业务收入（单位：亿元）及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
船舶修造及海洋工程业务	收入	500.89	561.00	645.15	741.93
	增速	15.95%	12.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	9.3%	10.0%	10.9%	11.0%
动力设备	收入	40.81	46.93	51.62	54.20
	增速	12.60%	15.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	19.5%	26.0%	27.0%	28.0%
机电装备	收入	40.76	61.13	85.59	102.71
	增速	32.52%	50.0%	40.0%	20.0%
	毛利率	11.2%	14.5%	15.0%	15.5%
其他	收入	3.49	4.01	4.41	4.63
	增速	116.98%	15.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	26.6%	27.0%	28.0%	28.5%
合计	收入	585.67	673.07	786.77	903.46
	增速	8.55%	14.9%	16.9%	14.8%
	毛利率	10.3%	11.6%	12.5%	12.6%

资料来源：公司年报，德邦研究所，注：2021 年船舶修造及海洋工程业务、动力设备业务使用内部抵消后的数据

6.2. 相对估值

我们选取中船工业集团旗下与中国船舶的业务最为相近的上市公司【中船防务】，同样是在国资委推动下成功实现南北车合并的【中国中车】，同样受益于海洋航运的【中集集团】，同样是响应军民融合发展战略的国内工程机械制造商【三一重工】和【中联重科】，以及国内领先的发动机制造商【潍柴动力】作为可比公司。2022 年平均 PE 为 48 倍。船舶制造行业复苏叠加海军国防装备需求放量，中国船舶作为全球船舶制造龙头将深度受益。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 10 亿元、20 亿元、75 亿元，对应 PE 83、41、11 倍。持续看好公司在本轮周期复苏中的盈利能力与竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。

表 20：可比公司估值（股价数据截至 2022 年 6 月 2 日收盘）

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600031.SH	三一重工	1440	120.33	118.16	130.29	148.97	16	12	11	10
000338.SZ	潍柴动力	1030	92.54	98.49	110.52	121.87	17	11	10	9
601766.SH	中国中车	1355	103.03	112.76	123.10	131.70	17	13	12	11
000157.SZ	中联重科	493	62.70	68.21	76.63	87.85	10	8	7	6
000039.SZ	中集集团	436	66.65	65.57	67.62	72.33	9	7	7	7
600685.SH	中船防务	165	0.79	0.98	1.38	2.60	415	239	170	90
PE 平均值							81	48	36	22

资料来源：Wind，德邦研究所，注：可比公司预测值均采用 wind 一致预期

7. 风险提示

新接订单低于预期：虽然全球航运市场迎来较大复苏，但航运市场形势和国际原油价格等周期性波动较大。全球疫情影响叠加经济下滑，不确定因素显著增多，对新船订单量和新船价格会造成波动性影响，从而对公司的业绩产生影响。

原材料价格波动风险：船舶行业是用钢大户，钢材价格高位运行对船舶企业

成本控制、经营接单、保持盈利带来重要挑战。铁矿石、铜、铝等大宗商品价格快速上涨，船用材料市场价格创出近十年新高。近期国家有关部门多措并举，促进大宗商品价格向合理区间回归，钢材价格有所回落，但当前价格仍普遍处于高位水平。未来仍不排除主要原材料价格大幅波动可能对公司经营业绩造成不利影响的风险。

汇率波动风险：公司下属子公司的船舶建造合同多以外币结算，如汇率波动较大，可能使业绩产生波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.23	0.46	1.68
每股净资产	10.29	10.52	10.98	12.66
每股经营现金流	0.45	1.52	1.28	4.29
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.03
价值评估(倍)				
P/E	378.60	82.64	41.40	11.28
P/B	1.84	1.80	1.72	1.50
P/S	1.42	1.26	1.08	0.94
EV/EBITDA	40.44	14.76	10.23	4.39
股息率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	10.6%	11.6%	12.5%	12.6%
净利润率	0.4%	1.5%	2.6%	8.3%
净资产收益率	0.5%	2.2%	4.2%	13.3%
资产回报率	0.1%	0.6%	1.1%	3.6%
投资回报率	-0.9%	0.5%	1.4%	2.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.1%	12.7%	16.9%	14.8%
EBIT 增长率	-19.6%	149.5%	190.4%	96.5%
净利润增长率	-30.1%	379.1%	99.6%	267.1%
偿债能力指标				
资产负债率	66.9%	68.3%	70.2%	69.9%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7
现金比率	0.6	0.6	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.4	27.2	28.0	26.2
存货周转天数	223.4	230.0	240.0	230.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	2.5	2.8	3.3	3.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	214	1,024	2,045	7,507
少数股东损益	18	-11	-84	61
非现金支出	3,612	4,685	3,982	3,450
非经营收益	-1,007	-1,721	-899	-4,770
营运资金变动	-812	2,830	663	12,958
经营活动现金流	2,024	6,808	5,707	19,206
资产	-1,154	-2,661	-3,697	-362
投资	-1,480	-485	-314	-432
其他	-1,923	808	393	1,536
投资活动现金流	-4,558	-2,338	-3,618	742
债权募资	944	-223	440	-31
股权募资	0	0	0	0
其他	-268	0	0	0
融资活动现金流	676	-223	440	-31
现金净流量	-1,708	4,246	2,529	19,917

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 8 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	59,740	67,307	78,677	90,346
营业成本	53,409	59,482	68,844	78,943
毛利率%	10.6%	11.6%	12.5%	12.6%
营业税金及附加	195	215	252	226
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	616	538	551	533
营业费用率%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
管理费用	2,769	3,116	3,635	3,614
管理费用率%	4.6%	4.6%	4.6%	4.0%
研发费用	3,121	3,500	4,075	4,436
研发费用率%	5.2%	5.2%	5.2%	4.9%
EBIT	-918	455	1,320	2,594
财务费用	-759	-40	-50	-60
财务费用率%	-1.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1,485	-2,003	-1,004	-502
投资收益	23	808	393	1,536
营业利润	250	1,252	2,522	7,302
营业外收支	79	24	10	1,708
利润总额	328	1,276	2,532	9,010
EBITDA	1,247	3,137	4,299	5,542
所得税	96	263	571	1,442
有效所得税率%	29.4%	20.6%	22.5%	16.0%
少数股东损益	18	-11	-84	61
归属母公司所有者净利润	214	1,024	2,045	7,507

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	52,864	57,111	59,640	79,556
应收账款及应收票据	5,017	6,544	7,692	8,402
存货	32,687	35,482	44,267	49,245
其它流动资产	27,912	28,132	31,952	28,180
流动资产合计	118,481	127,269	143,551	165,383
长期股权投资	3,749	3,849	3,999	4,199
固定资产	23,506	23,709	23,999	24,644
在建工程	2,834	2,578	2,158	1,552
无形资产	4,183	5,204	6,573	7,327
非流动资产合计	41,921	43,282	44,666	45,754
资产总计	160,402	170,551	188,217	211,137
短期借款	6,268	6,268	6,268	6,268
应付票据及应付账款	29,711	30,516	36,839	42,220
预收账款	104	0	0	0
其它流动负债	57,034	65,705	74,798	84,790
流动负债合计	93,117	102,490	117,905	133,278
长期借款	7,932	8,032	8,232	8,532
其它长期负债	6,249	5,912	6,002	5,681
非流动负债合计	14,181	13,944	14,234	14,213
负债总计	107,298	116,433	132,138	147,491
实收资本	4,472	4,472	4,472	4,472
普通股股东权益	46,041	47,065	49,110	56,618
少数股东权益	7,063	7,052	6,968	7,029
负债和所有者权益合计	160,402	170,551	188,217	211,137

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。