

买入（维持）

乘周期之风，扬帆起航

中国船舶（600150）深度报告

2023 年 10 月 30 日

投资要点：

分析师：吕子炜
SAC 执业证书编号：
S0340522040001
电话：0769-23320059
邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

主要数据 2023 年 10 月 27 日

收盘价(元)	25.88
总市值(亿元)	1,157.46
总股本(百万股)	4,472.43
流通股本(百万股)	4,472.43
ROE(TTM)	0.32%
12 月最高价(元)	28.68
12 月最低价(元)	14.25

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **全球运价指数触底反弹。**全球干散货运输业的景气程度，与全球经济发展密切相关，波罗的海干散货指数（BDI 指数）则是全球经济的晴雨表。进入2023年，BDI以及BDTI走势触底后开始反弹，市场情绪有所恢复。克拉克森预计，中国的投资和消费将得到更多支持并成为中国经济增长的主要推动力，此外“能源安全”和“粮食安全”将继续得到重视，积极的刺激政策将对2023年部分航运市场带来较好的影响。
- **全球新船价格指数持续走高。**2020年下半年至今，全球新船价格指数均出现不同程度上涨，油轮价格更是屡创新高。从2021年至今，中国新造船价格指数也出现了大幅上涨，各项指数均涨至近几年高点，主要为近三年订单大幅增加，产能与供求错配，造船价格持续创新高。
- **中国船厂新接订单占比在逐年递增。**2023年1至9月份，中国船厂新船订单量为5,734万载重吨，占比68.5%，占比进一步提升，稳居全球新接单量第一。韩国接单量1,507万载重吨，占比18.00%，韩国新接订单量排名全球第二。日本船企接单量897万修正吨，占比10.70%，排名第三。2022年，以载重吨统计，全球9大造船集团手持订单量占全球比重的75%，中船集团以21%的占比全球领先。
- **公司处于新一轮船舶周期下的业绩反转期。**2023年上半年，公司实现营业收入305.26亿元，同比增长27.48%，主要为当前公司生产任务饱满，民品船舶交付数量同比增加，船舶建造收入大幅增加；实现归母净利润5.53亿元，同比增长182.46%；公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-1.17亿元，主要系公司全资子公司外高桥造船处置海工平台产生非货币性资产交换损益5.34亿元。公司已经进入新一轮船舶周期的业绩兑现期。目前，部分成本较高的老订单已交付，同时上游材料价格已出现较大回落，外汇端的压力也出现较大改善，我们预计公司未来盈利能力将会回升至较高水平。
- **投资建议。**公司是当前全球造船企业龙头，手持订单数量全球领先，同时公司也是国内造船业务覆盖最广企业，预计将充分受益本轮造船周期。公司不良资产与亏损订单逐步出清，叠加上游材料价格持续下跌，后续业绩增长可期。预计公司2023-2025年归母净利润分别为26.78亿元、70.82亿元、86.41亿元，PE为43倍、16倍、13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**航运景气度大幅下降，原材料价格大幅上涨的风险，全球船厂竞争加剧风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 乘周期之风启航	4
1.1 船舶产业链介绍	4
1.2 全球运价指数触底反弹	4
1.3 全球新船价格指数持续走高	5
1.4 多重因素驱动船舶周期启动	5
2. 国内造船订单持续提升，造船业龙头充分受益	7
2.1 全球手持订单量逐步提升，中国订单数量全球领先	7
2.2 中国船厂新接订单占比在逐年递增	9
2.3 新一轮造船周期已启动	11
2.4 国内造船产能持续提升	12
2.5 成本端：船用钢板价格持续下跌	13
3. 公司介绍：国资控股，业务覆盖造船全产业链	14
3.1 国内核心造船业公司	14
3.2 国资控股，公司自身控股 4 家子公司	14
3.3 公司处于新一轮船舶周期下的业绩反转期	15
3.4 公司通过控股旗下四家子公司展业	17
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

插图目录

图 1：船舶产业链	4
图 2：波罗的海干散货运费指数（BDI）走势情况	5
图 3：波罗的海原油运费指数（BDTI）走势情况	5
图 4：全球新船价格指数走势情况	5
图 5：中国新造船价格指数走势情况	5
图 6：2022 年全球船队船龄分布情况（%）	6
图 7：全球活跃船厂历年变动情况（家）	7
图 8：2013 年至今世界造船业三大指标情况（万载重吨）	7
图 9：2010 年至今中国造船三大指标情况（万载重吨）	8
图 10：2010 年至今中、日、韩新船订单情况（万载重吨）	9
图 11：2010 年至今中、日、韩新船订单占比情况（%）	9
图 12：2022 年 10 大造船集团占市场份额情况（%）	10
图 13：2017 年至今全球船舶新签订单量情况（艘）	11
图 14：2017 年至今中国造船产能利用（CCI）情况	12
图 15：近年中国造船板产量情况（万吨，%）	13
图 16：近期中国 10mm 和 20mm 船板价格走势（元/吨）	13
图 17：公司股权结构图（截至 2023 年 6 月 30 日）	14
图 18：2000 年至今中国船舶营收及增速（亿元，%）	15
图 19：2000 年至今中国船舶归母净利润及增速（亿元，%）	15
图 20：2013 年至今中国船舶各项业务收入（亿元）	16

图 21：2013 年至今中国船舶各业务毛利率(%)	16
图 22：2013 年至今中国船舶毛利率情况(%)	16
图 23：2013 年至今中国船舶净利率情况(%)	16
图 24：2013 年至今中国船舶费用率情况(%)	17

表格目录

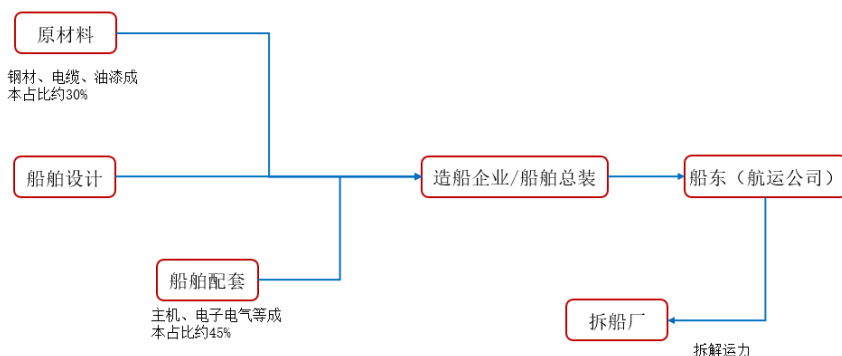
表 1：IMO 针对船舶排放的管理措施	6
表 2：中、日、韩三国主要造船厂手持订单占各自国内比重情况（%）	10
表 3：公司主要业务构成	17
表 4：2021 年至今中国船舶旗下四家子公司业绩情况（亿元）	19
表 5：公司盈利预测简表	20

1. 乘周期之风启航

1.1 船舶产业链介绍

船舶产业链可以拆分为上游（船舶配套、船舶设计、原材料），中游（造船企业/船舶总装）和下游（船东/航运公司）。造船周期主要受下游船东影响为主，当航运市场景气度较好，或者到了新一轮换船周期时，船东为了增加或维持当前运力，会向中游的造船厂签订新的订单，造船厂收到订单后根据船东的要求找上游船舶设计企业进行设计，同时向原材料企业进行采购，向船舶配套企业订购配套产品。再经过自身逐级制造和装配，最终完成船舶产品的生产，并将船舶交付给船东。

图1：船舶产业链



资料来源：东莞证券研究所

1.2 全球运价指数触底反弹

造船行业具备周期性的特点，影响其周期性的因素众多。我们认为影响造船周期最明显的外在因素是世界经济的周期性波动；影响造船周期的内部因素主要为大概 25 年左右一个轮回的船舶更新周期与投资周期。

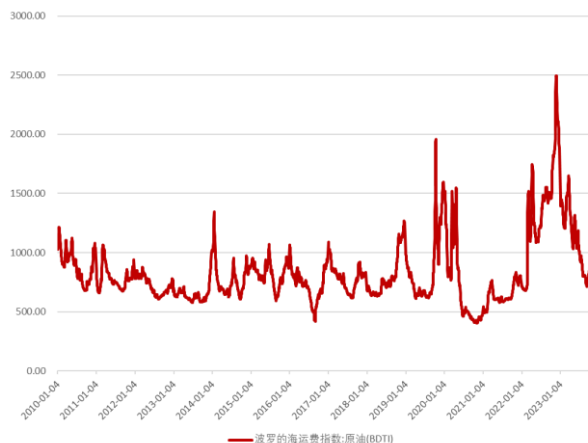
全球干散货运输业的景气程度，与全球经济发展密切相关，波罗的海干散货指数（BDI 指数）则是全球经济的晴雨表。2021 年以来，全球经济实现复苏，干散货运输市场的需求持续大于供给，同时受疫情影响，全球船舶周转率下降，各类型船舶的运价均大幅上升。2021 年，BDI 指数自年初 1,374 点持续增长，10 月份达到近十年最高点 5,650 点，全年平均值达到 2,943 点。进入 2023 年，BDI 以及 BDTI 走势触底后开始反弹，市场情绪有所恢复。克拉克森预计，中国的投资和消费将得到更多支持并成为中国经济增长的主要推动力，此外“能源安全”和“粮食安全”将继续得到重视，积极的刺激政策将对 2023 年部分航运市场带来较好的影响。

图2：波罗的海干散货运费指数（BDI）走势情况



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图3：波罗的海原油运费指数（BDTI）走势情况

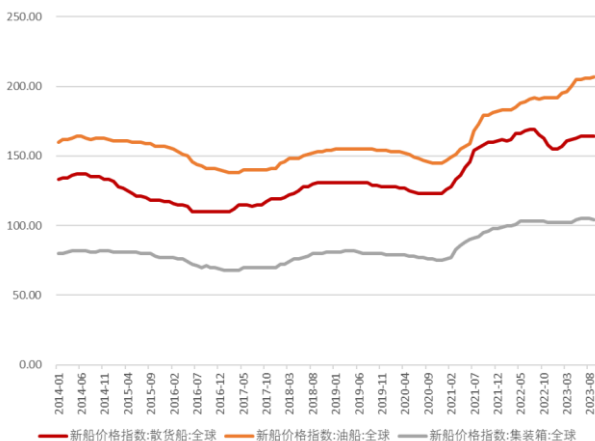


资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.3 全球新船价格指数持续走高

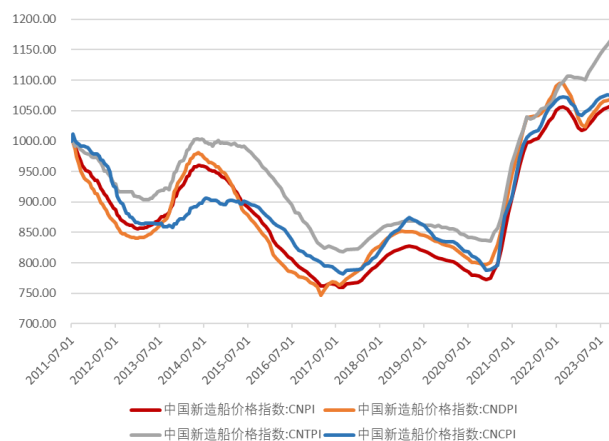
2020年下半年至今，全球新船价格指数均出现不同程度上涨，油轮价格更是屡创新高。从2021年至今，中国新造船价格指数也出现了大幅上涨，各项指数均涨至近几年高点，主要为近三年订单大幅增加，产能与供求错配，造船价格持续创新高。

图4：全球新船价格指数走势情况



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图5：中国新造船价格指数走势情况



资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.4 多重因素驱动船舶周期启动

碳中和驱动。国际船舶温室气体减排的意识逐步增强，船舶污染排放将进一步收紧。IMO 已经通过了一系列降低国际船舶碳排放的技术性与运营性措施，如现有船舶能效指数（EEXI）与碳强度指数（CII）等级评定计划，这些计划旨在帮助实现 IMO 在 2018 年温室气体减排初始战略中设下的中期目标，即到 2030 年船舶单位运输活动的碳强度与 2008 年相比降低 40%。现有公约框架下的船舶设计能效指数（EEDI）将在 2022 年提前进入第三阶段，鼓励船舶的新型减排机制，新造船舶将执行船舶设计最新标准，满足更

严苛的碳排放要求。

2023 年 EEXI 和 CII 将正式执行，压载水处理系统的最后安装期限是 2024 年 9 月，老旧船舶需要加装多种装置，变相增加运营成本；中龄船舶可以通过降低主机功率和航速来维持在役时间，但是也等于变相减少市场运力；而新造符合规定的船舶可以快速向替代能源动力方向转变，这有助于加快新造船市场的复苏步伐，推动新船成交量进一步增加。

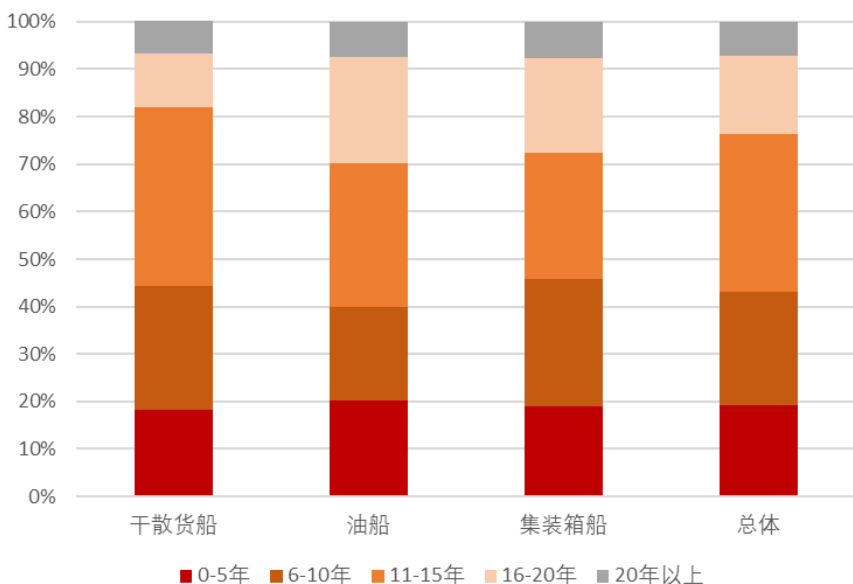
表 1：IMO 针对船舶排放的管理措施

规则	内容
EEDI	根据船舶在设计最大载货状态下，以一定航速航行所需推进动力以及相关辅助功率所消耗的燃油计算出的 CO2 排放量。指标于 2013 年实施，目前分为三个阶段：2015 年开始新造船舶需要最少减排 10%；2020 年最少减排 20%；2025 年最少减排 30%。
EEXI	要求所有 400GT 及以上现有船舶（限于 EEDI 适用船舶种类）于 2023 年的第一个年度检验、中间检验或换证检验时，其 EEXI 必须达到 EEDI 第二或第三阶段的指标。
CII	CII 是一种运营效率衡量标准，以每年单位运力（吨海里）排放的二氧化碳克数为单位计算。CII 的目标是在 2023 年至 2026 年之间每年将碳强度降低 2%，或到 2026 年，较 2019 年水平相比累计降低 11%。5000 总吨及以上的船舶，每个日历年需基于上一个日历年的收集数据进行一次测算，进行 CII 评级（A-E 五级，A 为最佳，E 为最差）评级为 E 的船舶或连续三年评级为 D 船舶需要在船舶能效管理计划（SEEMP）中制定整改计划。

资料来源：华经产业研究院、BRS2023，东莞证券研究所

老船队更换需求将成为主要市场。截至 2022 年末，按运力统计，全球船队 16 年以上船龄的船舶占比达 23.6%，20 年以上船龄的船舶占比达 7.1%。随着 EEXI、CII 的落地，一方面可刺激船舶改装，另一方面，更会促使船东实行船舶更换，这将形成一个长远的更换周期，同时也将给拆船厂带来新的订单。

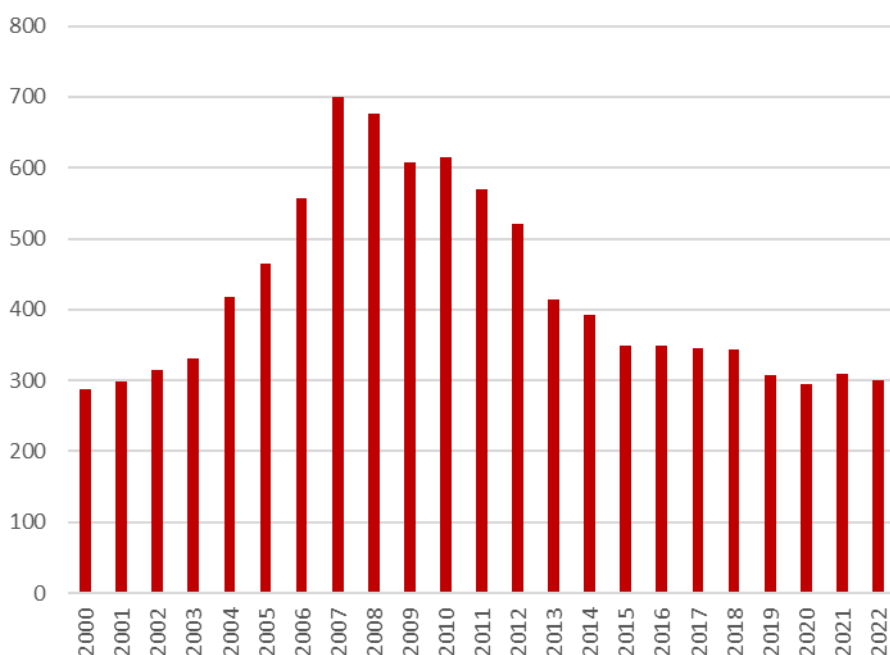
图6：2022年全球船队船龄分布情况（%）



资料来源：华经产业研究院，BRS2023，东莞证券研究所

全球产能收缩严重，未来船价有望持续上升。根据 BRS 的统计，截至 2022 年，全球活跃船厂数量仅为 301 家，远低于 2007 年巅峰时期的 699 家，数量下降超过 50%。克拉克森估计，2022 年全球造船产能相比 10 年前减少了 40%，在中期内只有适度或微弱的产能增长。截至 2023 年 9 月底，全球船厂手持订单量可以满足未来 3.5 年的工作量，相比 2021 年初的 2.7 年进一步提高。同时，一船难求的局面也会为船厂带来较好的议价能力。截至 2023 年上半年，根据中国船舶公布数据显示，中国船舶手持订单量同样可以满足未来 3.5 年的工作量。

图7：全球活跃船厂历年变动情况（家）



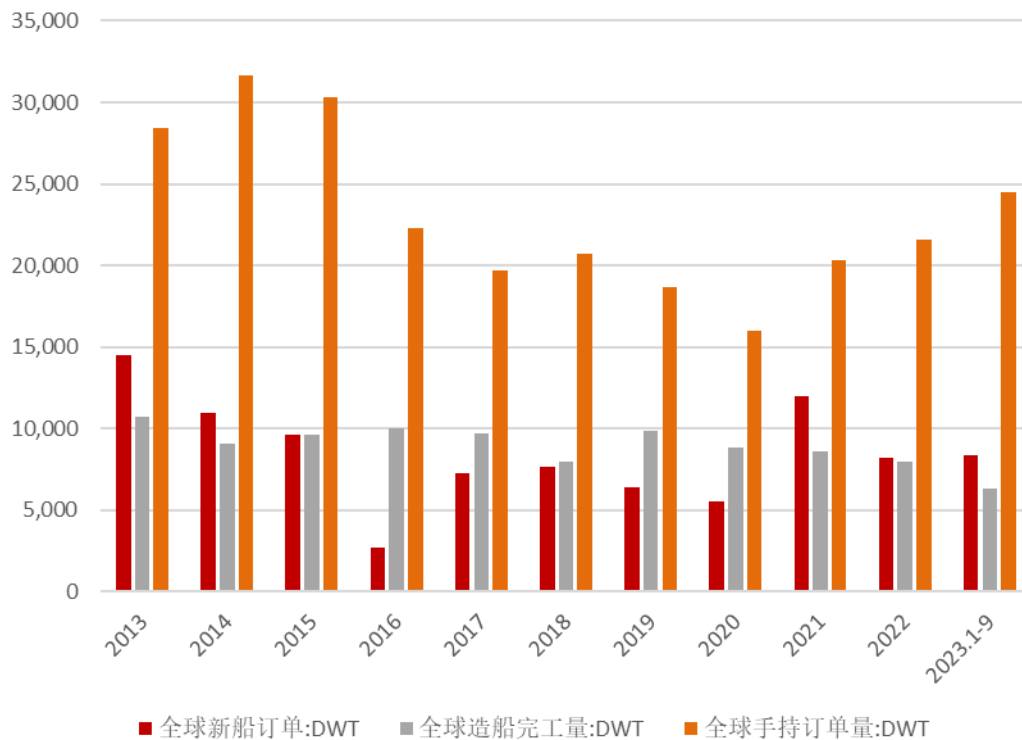
资料来源：BRS2023，东莞证券研究所

2. 国内造船订单持续提升，造船业龙头充分受益

2.1 全球手持订单量逐步提升，中国订单数量全球领先

根据克拉克森数据，按照载重吨统计，2022 年，全球造船完工量为 8,011 万载重吨，新接订单量为 8,241 万载重吨，与 2021 年相比均有所下降，而手持订单量为 21,565 万载重吨，与 2021 年相比有所增长。2023 年 1 至 9 月，全球造船完工量为 6,317 万载重吨，同比增长 4.24%；新接订单量为 8,368 万载重吨，同比增长 38.25%；手持订单量为 24,480 万载重吨，同比增长 14.55%。进入 2023 年，全球造船三大指数均保持正增长，手持订单量创了近 7 年来新高。

图8：2013至今世界造船业三大指标情况（万载重吨）

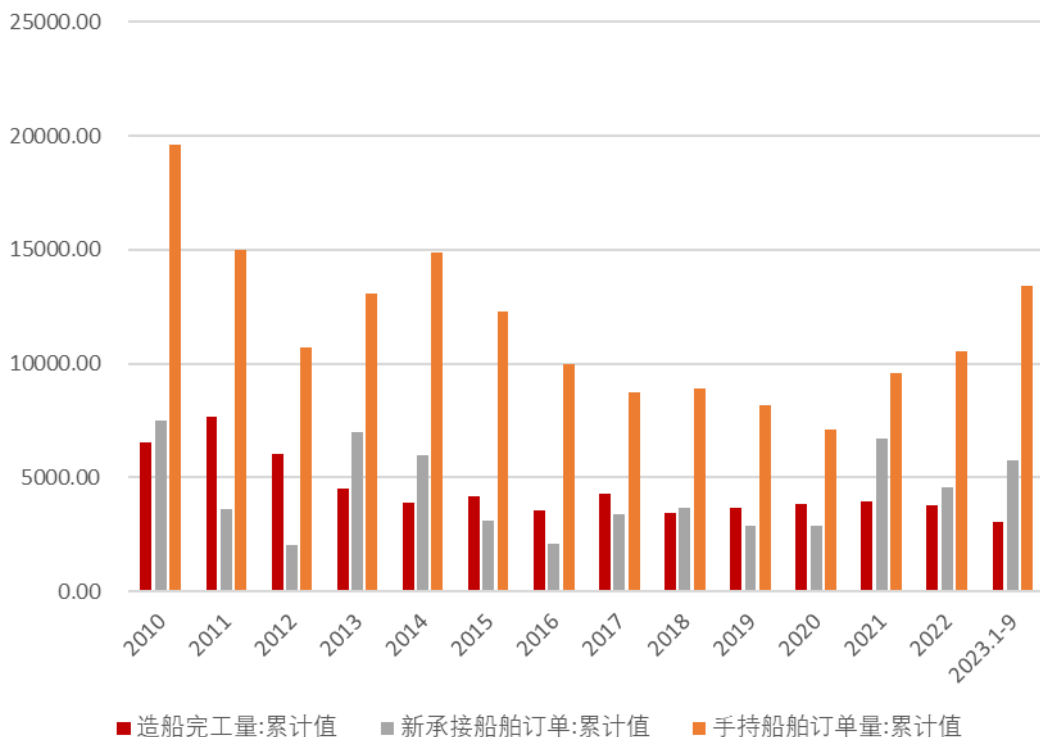


资料来源：iFind, Clarksons, 东莞证券研究所

2022 年，全国造船完工量 3,786 万载重吨，同比下降 9.08%；新接订单量 4,552 万载重吨，同比下降 26.95%；手持订单量 10,557 万载重吨，同比增长 10.2%。尽管完工量与新接订单量有所下滑，但我国造船三大指标在国际市场份额继续保持世界领先，造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 47.3%、55.2%和 49.0%，与 2021 年相比分别-1.1pct、+3.2pcts 和+0.8pct。

2023 年 1 至 9 月，造船完工量为 3074 万载重吨，同比增长 10.58%；新接订单量为 5734 万载重吨，同比增长 76.70%；手持订单量为 13393 万载重吨，同比增长 30.59%。1 至 9 月，中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 48.7%、68.5%和 54.7%，三项数据均排名世界第一。

图9：2010至今中国造船三大指标情况（万载重吨）



资料来源：iFind，Clarksons，中国船舶工业行业协会，东莞证券研究所

海外大额订单不断增加。4月6日，中国船舶与法国签订建造16艘超大型集装箱船，价值约210亿人民币；5月6日，中国船舶集团旗下江南造船与新加坡航运公司签署4艘93000立方米超大型液氨运输船（VLAC）建造合同，同时这也是国内首批大型液氨运输船订单。

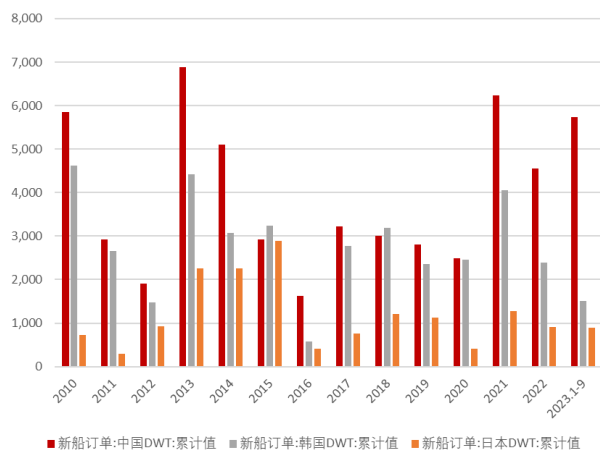
2.2 中国船厂新接订单占比在逐年递增

从全球主要国家或地区的新接订单量来看，中韩船企占据了2022年新造船市场的最大份额。其中中国船厂新船订单量4,552万载重吨，占比55.2%，占全球市场新单份额连续4年保持第一。韩国接单量2,395万载重吨，占比29.1%，韩国新接订单量排名全球第二。日本新接订单量占比常年排名第三。

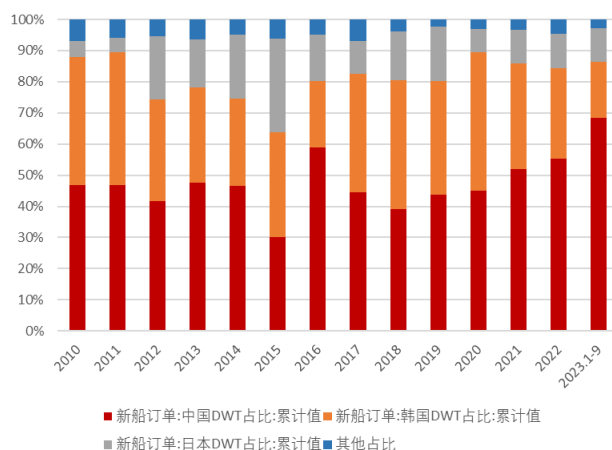
2023年1至9月份，中国船厂新船订单量为5,734万载重吨，占比68.5%，占比进一步提升，稳居全球新接单量第一。韩国接单量1,507万载重吨，占比18.00%，韩国新接订单量排名全球第二。日本船企接单量897万载重吨，占比10.70%，排名第三。

图10：2010至今中、日、韩新船订单情况（万载重吨）

图11：2010至今中、日、韩新船订单占比情况（%）



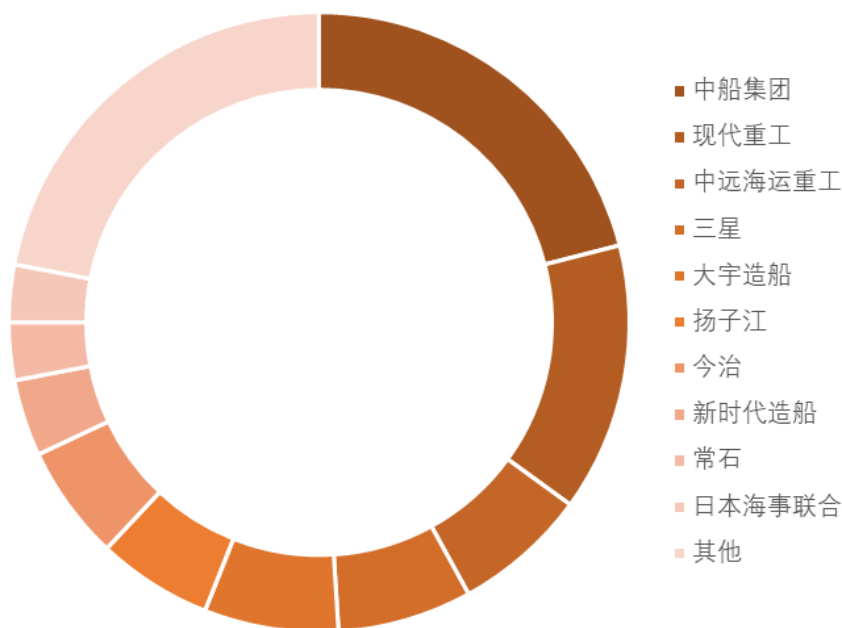
资料来源: iFind, Clarksons, 东莞证券研究所



资料来源: iFind, Clarksons, 东莞证券研究所

2022 年, 以载重吨统计, 全球 9 大造船集团手持订单量占全球比重的 75%, 中船集团以 21% 的占比全球领先。

图12: 2022年10大造船集团占市场份额情况 (%)



资料来源: BRS2023, 东莞证券研究所

分地区看, 中国、韩国、日本分别有 68%、92%、71% 的手持订单量 (以载重吨统计) 集中在各自的三大造船集团手中。中船集团手持订单量 (以载重吨统计) 在中国船企中占比为 42%, 远超同行。

表 2: 中、日、韩三国主要造船厂手持订单占各自国内比重情况 (%)

	主要造船厂	手持订单量占比
中国	中船集团	42%
	中远海运重工	15%
	扬子江	12%
	其他	32%
韩国	现代重工	45%
	三星	24%
	大宇造船	23%
	其他	9%
日本	今治	38%
	日本海事联合	18%
	日本西海大岛船厂	14%
	其他	29%

资料来源：BRS2023，东莞证券研究所

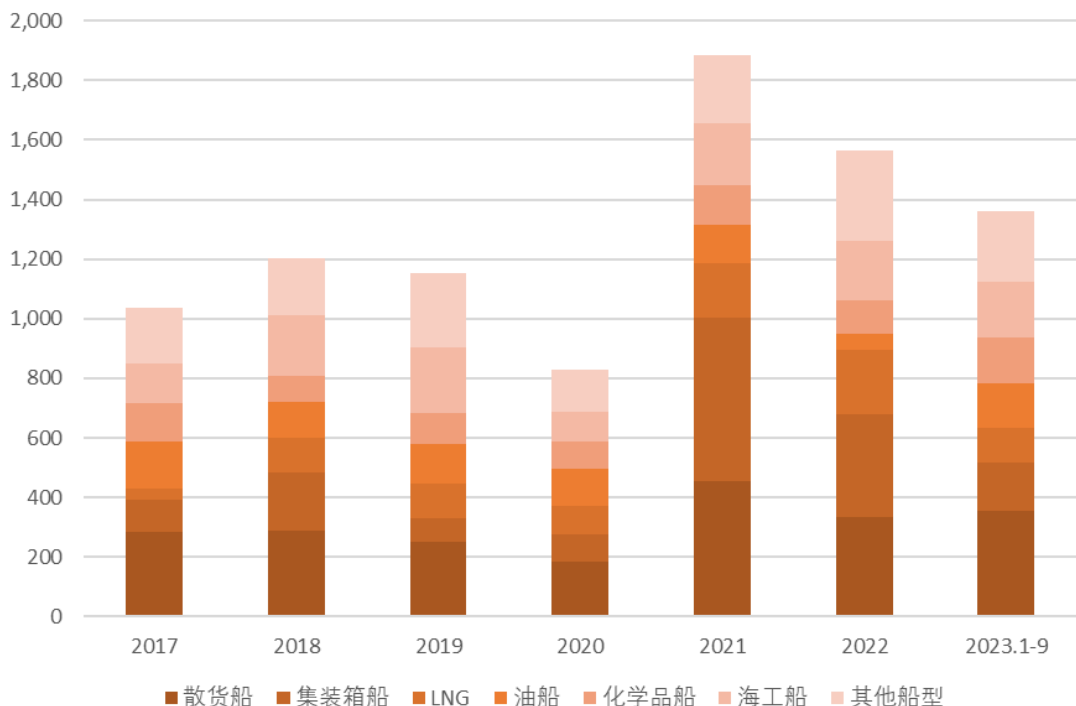
2.3 新一轮造船周期已启动

2020 年 11 月，全球造船周期开始了新一轮扩张，以散货船和集装箱船为主力的订单开始大幅增长，背后的主要逻辑是海外防控放宽以及贸易复苏，全球运力出现较大的缺口，以集装箱为主的航运价格大幅上涨，同时带动航运公司收入大幅增加。航运公司增加船队运力的意愿强烈，船舶企业的新船订单数量开始大幅增加。2021 年末，全球船舶新签散货船订单量为 454 艘，同比增长约 145%，占比达 35%；集装箱船新签订单量为 548 艘，同比增长约 502%，占比达 29%。

2022 年全球新接订单有所下滑，但是由于俄乌战争导致欧洲天然气运输方式出现了重大改变，海运天然气订单大幅增加，LNG 船需求显著提升。2022 年新签 LNG 订单量为 219 艘，签订数量创近 6 年来新高，同比增长约 18%，占比达 14%。

2023 年前三季度，油船、化学品船、散货船的新船订单同比增速最快，分别为 400.00%、139.68%、59.64%。由于欧美对俄罗斯的制裁，使得俄罗斯石油出口受到较大影响，需要通过别国中转，大幅增加了油运的距离与时间，对石油的运力需求大幅增加。截至当前，部分船厂订单已经排满，订单排期更是去到了 2026 年，部分高景气船型更是排期到 2028 年，这有利于船厂签订更多高附加值的订单，同时有利于船厂业绩的改善。

图13：2017年至今全球船舶新签订单量情况（艘）



资料来源：iFind，Clarksons，东莞证券研究所

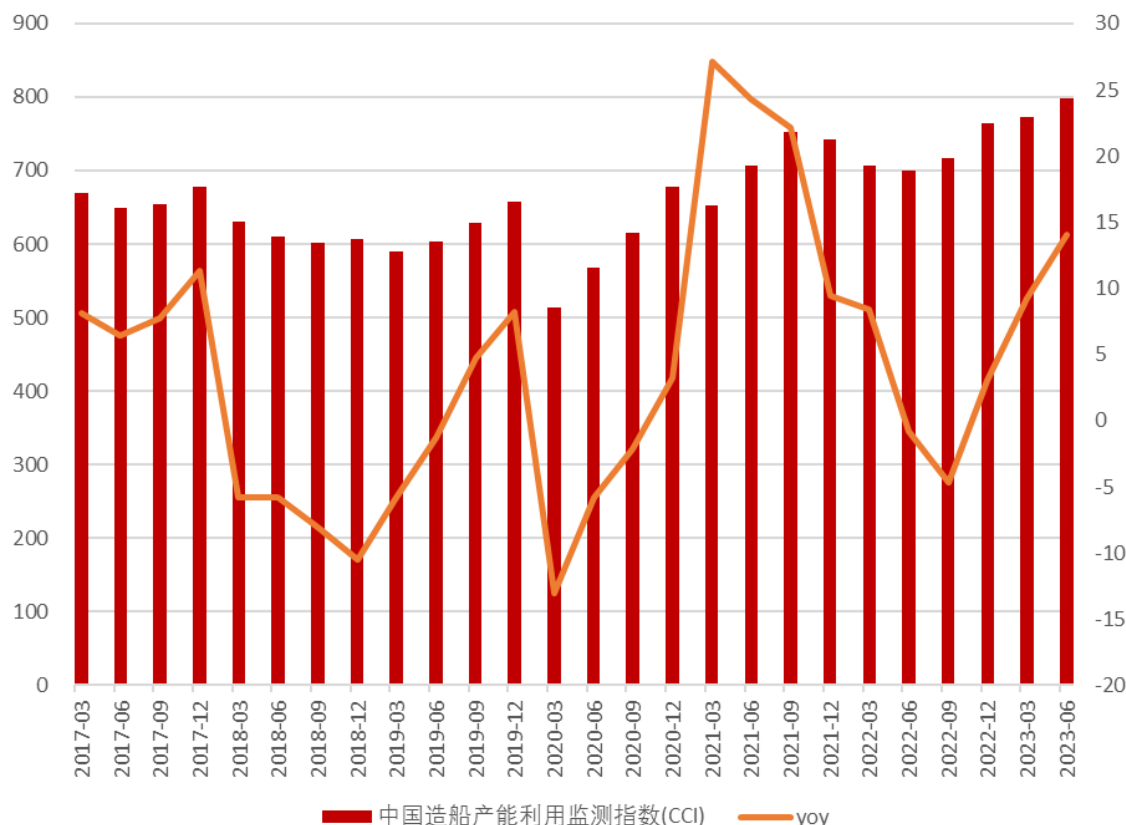
2.4 国内造船产能持续提升

2021 年。全球集装箱船运费大幅上涨，集装箱新船订单爆发式增长。全球新造船市场持续活跃，新船价格稳步回升，重点监测造船企业手持船舶订单连续回升。四季度，国际航运市场高位震荡回落，新船价格指数惯性上涨，重点监测造船企业手持订单充足，生产任务饱满，但企业效益同比下降。年末 CCI 回落至 742 点，环比下降 10 点，保持在正常区间。

2022 年。一季度末，俄乌战争导致原油和天然气等大宗商品价格快速上涨，国际航运市场保持活跃，克拉克松综合运费指数和新船价格指数等先行指标增长，造船企业手持船舶订单同比上涨，CCI 指数同比增长。四季度，国际航运市场高位回落，新船价格指数滞涨，但新船订单量环比上涨，重点监测造船企业手持订单充足，生产任务饱满，产能利用情况处于较好水平。年末 CCI 回升至 764 点。

进入 2023 年二季度，CCI 进一步上升至 798 点，为 2017 年以来最高值，同比上升 14.00%。当前国内船企手持订单充足，全球订单流入中国数量保持增长，预计 CCI 将进一步提升。

图14：2017年至今中国造船产能利用（CCI）情况



资料来源：iFind，中国船舶工业行业协会，东莞证券研究所

2.5 成本端：船用钢板价格持续下跌

截至2023年10月26日，国内10mm和20mm造船板价格分别为4684元/吨和4585元/吨，同比分别下降5.19%和5.34%，较2021年以来的最高点分别下降38.18%和39.24%；同期造船板的产量维持在近年高位。船用钢材价格下降，有利于改善造船企业的盈利状况。

图15：近年中国造船板产量情况（万吨，%）

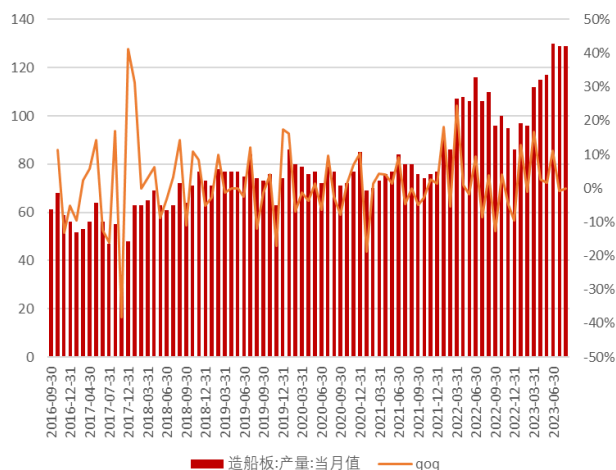


图16：近期中国10mm和20mm船板价格走势（元/吨）



3. 公司介绍：国资控股，业务覆盖造船全产业链

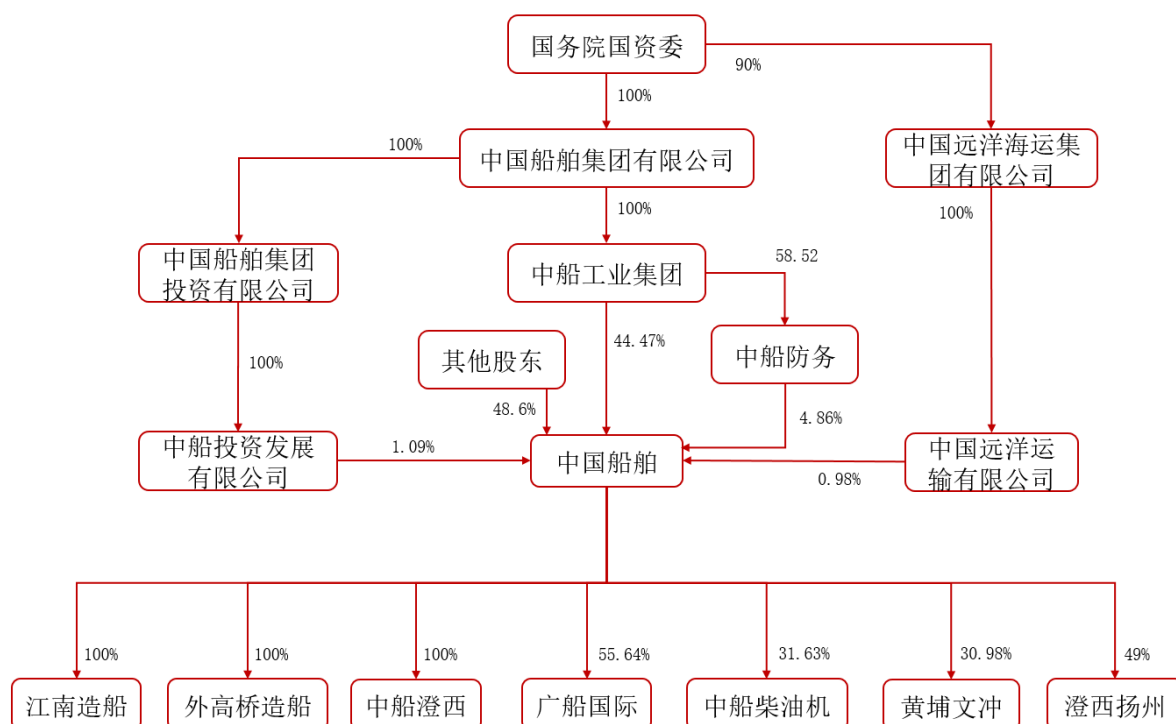
3.1 国内核心造船业公司

中国船舶工业股份有限公司（以下简称“公司”或“中国船舶”）是中国船舶集团核心军民品主业上市公司，公司主要业务包括造船业务（军、民）、修船业务、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，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。目前公司系国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司，在研发、人才、规模、产品结构等方面有明显优势。

3.2 国资控股，公司自身控股4家子公司

截至2023年6月30日，中国船舶的母公司中国船舶工业集团有限公司持有公司44.47%的股权，通过其控股子公司中船海洋与防务装备股份有限公司间接持有中国船舶4.86%的股权，通过其全资子公司中船投资发展有限公司间接持有公司1.09%的股权，对公司的表决权比例为50.42%。中国船舶工业集团有限公司是公司的控股股东，国务院国资委是公司的实际控制人。公司拥有控股子公司4家，参股公司3家。

图17：公司股权结构图（截至2023年6月30日）



资料来源：中国船舶 2023 年半年度报告，东莞证券研究所

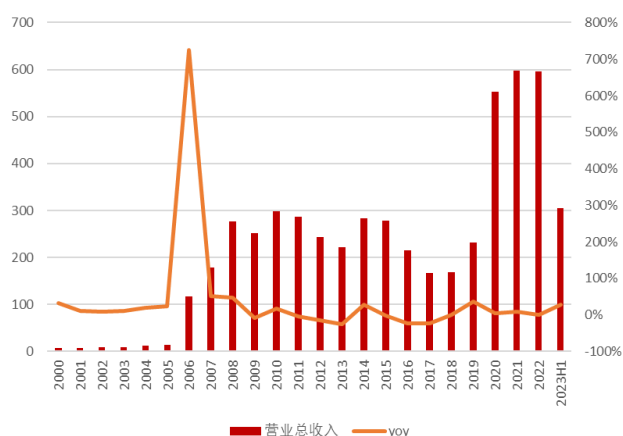
3.3 公司处于新一轮船舶周期下的业绩反转期

公司属于强周期行业，公司业绩与船舶行业高度相关。2006 年，公司完成资产重组，同时，船舶行业景气度进入上升阶段；2006-2008 年，公司业绩实现快速增长，2006 年公司规模净利润增长 798.44%至 12.18 亿元，2008 年归母净利润规模达到 41.6 亿元的历史高位。2008 年全球经济危机开启，全球航运需求下降，导致船舶行业进入下行周期，公司业绩出现大幅下滑，并且净利润规模出现持续低迷。

2016-2017 年，公司计提了部分转让的海工低价产品合同，对海工产品计提了大额减值；另一方面受人民币升值、钢材等主要原材料价格上涨影响，手持合同出现减值并计提了大额减值准备，两年归母净利润分别为-26.07 亿元、-23.00 亿元。2019 年，公司收购江南造船和广船国际，并表后营收规模大幅提升。

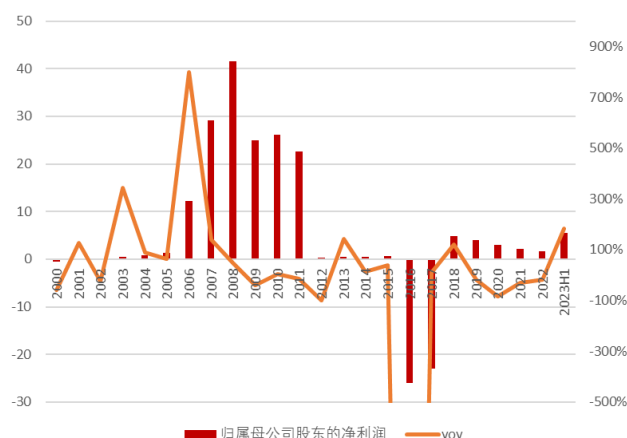
2023 年上半年，公司实现营业收入 305.26 亿元，同比增长 27.48%，主要为当前公司生产任务饱满，民品船舶交付数量同比增加，船舶建造收入大幅增加；实现归母净利润 5.53 亿元，同比增长 182.46%；公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-1.17 亿元，主要系公司全资子公司外高桥造船处置海工平台产生非货币性资产交换损益 5.34 亿元。我们认为公司已经进入新一轮船舶周期的业绩兑现期，公司不良资产与亏损订单不断出清，叠加上游材料价格持续下跌，后续业绩增长可期。

图18：2000年至今中国船舶营收及增速（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图19：2000年至今中国船舶归母净利润及增速（亿元，%）



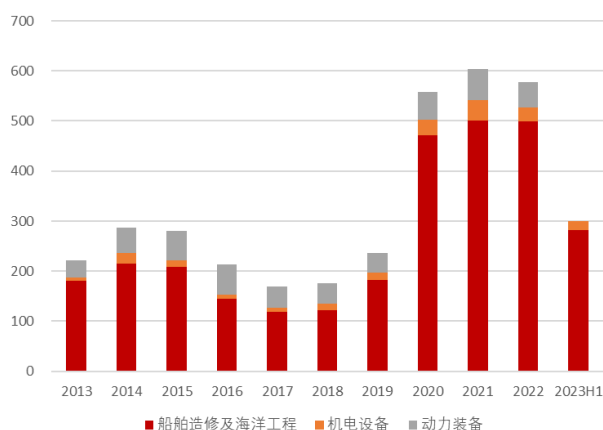
资料来源：iFind，东莞证券研究所

公司主要创收业务为船舶造修及海洋工程、机电设备、动力装备（动力装备业务营业收入在 2022 年第四季度起不再纳入本公司并表范围）。

船舶造修及海洋工程业务是公司历年主要收入来源。2013 年至今，船舶造修及海洋工程业务收入占公司营业总收入保持在 65%以上；2022 年和 2023 年上半年，船舶造修及海洋工程业务收入分别为 499.91 亿元和 281.44 亿元，占总体营收分别为 83.94%和

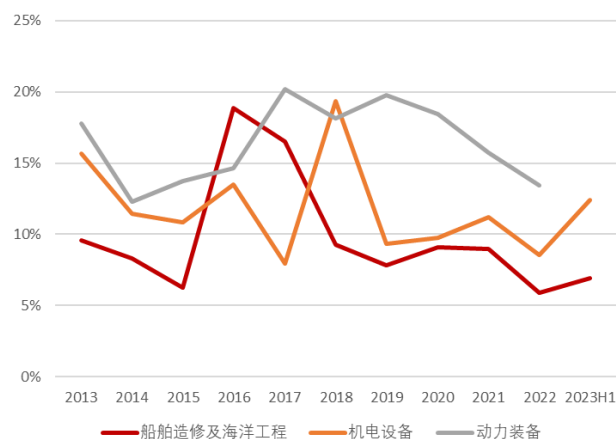
92.20%。2022 年和 2023 年上半年，船舶造修及海洋工程业务毛利分别为 29.54 亿元和 19.52 亿元，分别占毛利合计的 65.27%和 84.27%。船舶造修及海洋工程业务毛利率自 2020 年下降，2023 年毛利率为 6.94%，同比下降 0.83pct，主要是备货周期内钢材价格处于高位，材料采购成本增加及劳动力成本刚性上涨影响，还有汇率上涨等原因。近期上游材料及外汇价格已出现大幅下降，预计该业务未来毛利率将逐步提升。

图20：2013年至今中国船舶各项业务收入（亿元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图21：2013年至今中国船舶各业务毛利率(%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

公司毛利率受大宗商品和汇率影响较大。公司 2023 年上半年销售毛利率为 7.59%，同比-1.03pct；净利率为 1.83%，同比+0.94pct。一方面，公司产品结构发生变化，动力装备业务不再纳入公司合并范围；另一方面，船舶建造毛利率同比下降。报告期交付的散货船、液化气船等主要船型毛利率下降。总体而言，近年来公司盈利能力有所承压，主要原因是通胀导致的上游原材料涨价、计提了部分资产减值、人民币升值以及用人成本增加等。目前，部分成本较高的老订单已交付，同时上游材料价格已出现较大回落，外汇端的压力也出现较大改善，我们预计公司未来盈利能力将会回升至较高水平。

图22：2013年至今中国船舶毛利率情况(%)

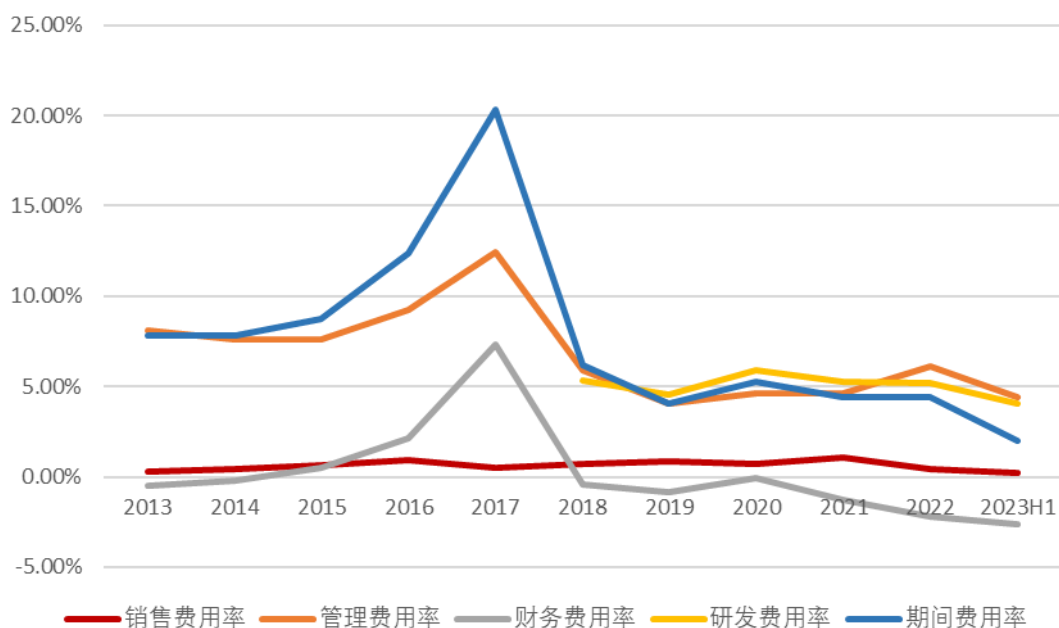


图23：2013年至今中国船舶净利率情况(%)



公司期间费用率长期处于较低水平。公司 2022 年和 2023 年上半年期间费用率分别为 4.38%和 1.99%，同比分别-0.02pct 和-2.90pct，公司费用管理能力较强，期间费用率自 2020 年保持下降。具体而言，2023 年上半年，公司销售费用同比下降 63.06%，主要原因为产品保修费同比减少；管理费用同比下降 25.46%，主要为专项支出同比减少。2023 年上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.22%、4.38%、-2.61%。

图24：2013年至今中国船舶费用率情况（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

3.4 公司通过控股旗下四家子公司展业

中国船舶为控股型上市公司，公司本部专注于资产经营、投资管理等；公司所属企业作为实体企业独立开展生产经营，通过前期的产品研发、经营接单，实现个性化的项目订单式生产方式，向客户交付高质量的产品。2023 年上半年，公司不断强化精细化管理和产品质量，超大型集装箱船、液化气船、PCTC 船等新型高效、绿色、节能、环保船型持续发展，国内外市场份额持续领先。

公司所属江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西四家子公司的主要业务情况如下：

表 3：公司主要业务构成

产业	业务	主体	业务内容
----	----	----	------

船舶海工装备产业	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、汽车运输船等各类特种船舶；远望系列、大型海监船等公务船；大型/超大型集装箱船；液化气船（LPG 船、乙烷/乙烯运输船、LNG 船）。
		外高桥造船	大型邮轮；好望角型散货船、纽卡斯尔型散货船、超大型矿砂船（VOLC）；7000TEU 中型箱船、18000TEU 及 20000TEU 超大型集装箱船；30 万吨级 VLCC、15.8 万吨苏伊士型油轮和 10.9 万吨冰区加强型阿芙拉型油轮；双燃料汽车运输船。
		广船国际	军辅船；公务执法船；成品油/化学品船（MR）、阿芙拉油船、超大型油船（VLCC）、超大型矿砂船（VLOC）；8.2 万吨散货船、灵便型液货船、半潜船、LNG/燃油双燃料及各类客滚船；16000TEU 超大型集装箱船；极地模块运输船、极地凝析油轮、汽车运输船等特种船。
		中船澄西	3.5 万吨-8.5 万吨系列散货船、支线箱船、MR 油船三大主流船型及自卸船、沥青船、化学品船、重吊多用途船、木屑船等特种船。
	修船业务	中船澄西	船舶改装（自卸船改装、海上浮式储油船（FPSO）修理、集装箱船加长改装、汽车滚装船改装、全损船复活改装、水泥船改装、大型矿砂船改装转运平台、牲畜船改装、橙汁船改装、滚装船/客滚船改装、船舶节能减排改装、大开口船加长改装、居住船改装以及气体船修理、绿色环保节能型船舶改装）；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	集装箱船、液货船、起重船、滚装船、半潜船、豪华邮轮、特种舰船等各类船舶。
	海洋工程	外高桥造船	FPSO、半潜式、自升式（JU2000E、CJ46、CJ50）钻井平台、海工辅助船等。
	海洋科技应用产业	机电设备	中船澄西 风塔、LNG 罐箱、浮船坞、舟桥、自航浮吊以及脱硫塔、焚烧炉、环保除锈设备、压力容器、石油管道、油气模块等。 广船国际 环保、钢结构、电梯、切割机床、大型矿山机械、软件开发等。

资料来源：中国船舶2023年半年度报告，东莞证券研究所

2023 年上半年，**江南造船**顺利交付世界上最大 93000 立方米双燃料 VLGC 和全球最大 24000 箱集装箱船；自主研发的全球最大舱容 99000 立方米 B 型舱超大型 VLEC 和 15000 箱鲲鹏系列甲醇双燃料集装箱船获批量订单，承接 9000 车 PCTC 优化船型。2023 年上半年，江南造船主营业务收入为 123.65 亿元，同比增长 63.8%；归母净利润为 1.89 亿元，同比增长 225.8%。

2023 年上半年，**外高桥造船**承建的中国首制大型邮轮“爱达·魔都”号完成出坞等重大节点，全面进入完工交付决战阶段；19 万吨双燃料散货船批量交付，取得阶段性收官；15.8 万吨苏伊士油轮持续接单，11.4 万吨阿芙拉成品油轮手持订单市场份额排名位居全球第一，9000 车 PCTC 多单承接打下国际份额及影响力基础。2023 年上半年，外高桥造船主营业务收入为 82.75 亿元，同比增长 44.0%；归母净利润为 2.12 亿元，同比增长 722.2%。

2023 年上半年，**广船国际**成功交付自主研发设计的 5 万吨 MR 型油船，“优化升级版” LR II 型 LNG/燃油双燃料动力油船达成批量承接并交付，双燃料 PCTC 批量接单，手持订单量全球第一，各项技术水品均达同类型船舶世界顶尖水平。2023 年上半年，广船国际归母净利润为 0.20 亿元，同比增长 32.8%。

2023 年上半年，**中船澄西**全面落实增产指标，制订造船提速计划，聚焦“抢物量、抓纠偏”，加强关键周期控制，散货船、木屑船主建船型批量交付，生产实现“量”“质”

双提升；承接 10 艘 84500 吨多用途重吊船，创造了单个项目数量最多、单笔金额最大的接单新纪录，自研项目 82600 吨散货船、MR 油轮相继接单。2023 年上半年，中船澄西主营业务收入为 27.75 亿元，同比增长 4.9%；归母净利润为 0.62 亿元，同比增长 21.1%。

表 4：2021 年至今中国船舶旗下四家子公司业绩情况（亿元）

	2021			2022			2023H1		
	主营收入	利润总额	归母净利润	主营收入	利润总额	归母净利润	主营收入	利润总额	归母净利润
江南造船	250.79	5.28	4.47	263.94	7.29	5.86	123.65	2.02	1.89
外高桥造船	123.57	-4.14	-4.2	95.33	-27.96	-28.01	82.75	2.12	2.12
中船澄西	55.86	1.2	1.28	52.29	2.44	2.35	27.75	0.6	0.62
广船国际	111.07	0.26	1.28	130.97	15.73	15.75	-	-	0.2

资料来源：中国船舶2020、2021、2022、2023H1年度报告，东莞证券研究所

4. 投资建议

公司是当前全球造船企业龙头，手持订单数量全球领先，同时公司也是国内造船业务覆盖最广企业，预计将充分受益本轮造船周期。公司不良资产与亏损订单逐步出清，叠加上游材料价格持续下跌，后续业绩增长可期。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.78 亿元、70.82 亿元、86.41 亿元，PE 为 43 倍、16 倍、13 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

航运景气度大幅下降。由于全球经济周期迈向衰退导致的航运需求下降，航运费用大幅下降导致船厂新单量大幅萎缩。

原材料价格大幅上涨的风险。钢材等大宗商品涨价导致船厂成本增加，利润减少的风险。

全球船厂竞争加剧风险。由于行业景气度维持高位，低成本国家纷纷通过国家政策鼓励船厂发展，促使行业竞争加剧的风险。

表 5：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59,558	69,695	78,160	83,845
营业总成本	60,901	67,236	69,142	72,842
营业成本	55,032	60,943	62,740	66,384
营业税金及附加	191	209	246	264
销售费用	257	334	351	365
管理费用	3,658	3,109	2,953	2,894
财务费用	(1,308)	(1,046)	(1,203)	(1,324)
研发费用	3,072	3,687	4,055	4,258
其他经营收益	1,756	849	1,047	1,043
公允价值变动净收益	(14)	0	0	1
投资净收益	2,351	235	118	106
其他收益	906	907	903	905
营业利润	412	3,308	10,065	12,046
加 营业外收入	1,783	96	113	101
减 营业外支出	22	17	19	19
利润总额	2,173	3,387	10,159	12,128
减 所得税	1,301	618	2,210	2,804
净利润	872	2,769	7,949	9,324
减 少数股东损益	701	91	867	684
归母公司所有者的净利润	172	2,678	7,082	8,641
基本每股收益(元)	0.04	0.60	1.58	1.93
PE	673	43	16	13

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn