


2024年04月10日
 中国船舶(600150.SH)

SDIC


公司分析

证券研究报告

船舶制造

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

42.21元

股价(2024-04-10)

37.20元

交易数据

总市值(百万元) 166,374.35

流通市值(百万元) 166,374.35

总股本(百万股) 4,472.43

流通股本(百万股) 4,472.43

12个月价格区间 23.79/38.6元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.5	20.6	67.8
绝对收益	-0.7	27.6	53.1

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

胡园园

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524010003

huoyy1@essence.com.cn

相关报告

军民造船龙头，盈利弹性释放可期

中国船舶：造船龙头受益船舶大周期，业绩弹性释放可期

中国船舶作为国内军民船总装龙头，主要业务涵盖军民造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备等，下属江南造船厂、上海外高桥造船厂、中船澄西船舶修造厂和广船国际四大船厂。江南造船厂历史悠久，自主研发并批量承接国内首批17.5万立方米MARK III薄膜型大型LNG船；外高桥造船厂2023年交付中国首艘国产大型邮轮“爱达·魔都号”；广船国际客滚船、半潜船以及MR、LR、PCTC船全球领先。根据国际船舶网，克拉克森统计2023年其下四大船厂合计新承接船舶订单482万修正总吨，全球占比11.2%，手持船舶订单合计1013万修正总吨，全球占比8.3%，饱满订单支撑未来业绩，且随着在手高价船订单陆续交付，公司2024有望迎来盈利拐点，利润弹性释放可期。

供给侧出清，“绿色动力”加速船舶换新大周期

供给侧看，船舶行业从2008年金融危机后历经多年供给侧出清，全球船坞自2009年高峰减少一半以上，造船产能向中韩日三国集中；其中，中国船舶产业由“大国”向“强国”转变趋势显著，发力LNG船和绿色船舶。需求侧看，2000s以来新造的船舶将从2020s开始加速进入老龄化阶段，其中尤以油轮老龄化严重；叠加IMO制定的全球航运业2050年净零排放目标催化，本轮船舶大周期显性驱动主要为“绿色动力”加速下的朱格拉周期。

卖方市场量价齐升而钢材成本低位，船企盈利预计加速上行

船厂供给紧而造船需求旺，卖方市场下，新船订单向头部集中，船企在手订单饱满，享受“产能红利”；价格端，全球新造船价格指数持续维持高位，船企议价能力较高，享受“ Δ 供给 $<$ Δ 需求”的价格红利；成本端，原材料影响较大的钢板价格已自2021年高位时的超7000元/吨回落到4000多元/吨的历史中枢水平，量价与成本剪刀差享受“盈利红利”。2023年国内民营龙头船企扬子江船业造船业务毛利率已达22%，同比+9pcts，预计2024年国内上市船企也将步入盈利上行拐点。

投资建议：

我们预计2023-2025年公司分别实现营收708/808/903亿元，同比增长18.9%/14.2%/11.7%；2023-2025年分别实现归母净利润29.5/55.5/92.9亿元，同比增长1618%/88.0%/67.3%。

我们选取主要造船企业中船防务、中国重工，以及上游动力系统龙头中国动力作为公司可比公司，2024-2025年对应平均PE为29.91/18.03；考虑中国船舶为国内军民船总装龙头，且民船占比高，

在本轮造船大周期下，给予公司 2024 年 34xPE 估值，对应 6 个月目标价 42.21 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

目 风险提示：宏观经济不及预期风险，原材料价格及汇率波动，环保政策推进不及预期，参考引用数据失真风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	59,740.4	59,557.7	70,788.5	80,813.7	90,290.3
净利润	213.8	171.9	2,952.9	5,552.5	9,289.6
每股收益(元)	0.05	0.04	0.66	1.24	2.08
每股净资产(元)	10.29	10.28	10.65	11.52	12.97

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	783.1	974.3	56.7	30.2	18.0
市净率(倍)	3.6	3.6	3.5	3.3	2.9
净利润率	0.4%	0.3%	4.2%	6.9%	10.3%
净资产收益率	0.5%	0.4%	6.2%	10.8%	16.0%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.5%	1.0%	1.7%
ROIC	-3.7%	-4.7%	28.7%	69.4%	120.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 中国船舶：军民船总装龙头，优享“造船大周期”红利	4
2. 行业：“绿色动力”加速，朱格拉周期再次来临	6
2.1. 供给：造船产能出清，头部船企迎供给侧红利	6
2.2. 需求①—老龄：油轮率先开始更新，替代燃料长期赋能	8
2.3. 需求②—环保：短期降速影响船队运输效率，长期绿色燃料加速老船更新	9
2.4. 盈利：量价双高，钢材成本低位，共驱盈利加速上行	10
3. 盈利预测与投资评级	13
3.1. 盈利预测	13
3.2. 相对估值	13
4. 风险提示	14

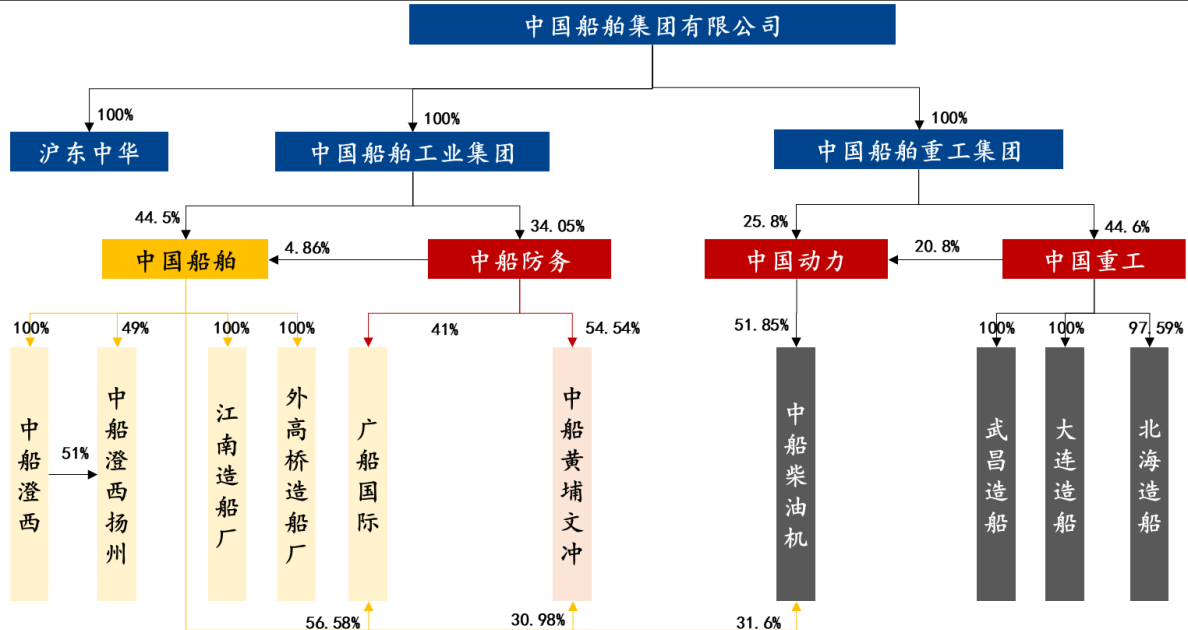
目 录

图 1. 中国船舶股权结构：控股四大船厂——江南造船厂/外高桥造船厂/广船国际/中船澄西	4
图 2. 2007-2022 年中国船舶主营业务营收构成及船舶造修业务毛利率（亿元，%）	5
图 3. 2007-2008 年中国船舶新承接民船订单/手持民船订单/完工量情况	6
图 4. 2022 年公司船舶造修及海洋工程业务成本构成	6
图 5. 2018-2022 年公司费用率情况	6
图 6. 2009 年之后全球船坞快速出清，至 2024 年 1 月剩 155 座	7
图 7. 2000-2023 年全球新承接船舶订单&造船完工量（万载重吨）	8
图 8. 2023 年全球各类船以 dwt 计船龄：12.5%超 20 年	8
图 9. 2023 年全球各类船以数量计船龄：41.8%超 20 年	8
图 10. IMO 关于减少船舶温室气体排放战略：在 2050 年前后达到净零排放	9
图 11. 2023 年新签替代燃料船舶 3380 万总吨，占比 45%	10
图 12. 中国造船产能利用监测指数（CCI，年度）	10
图 13. 2011 年以来中国新造干散货/集装箱/油轮价格指数	11
图 14. 上海造船板 20mm 价格走势图（元/吨）	11
图 15. 历史造船业务毛利率：中国船舶 2007 年曾至高点 24.1%	12
表 1：中国船舶业务版图：造船+修船+海洋工程+机电设备	5
表 2：2023 年全球船企订单排名：TOP22 船厂手持全球 70.4% 订单	7
表 3：2023-2043 年各 5 年维度各类船舶合计更新需求预测（万 dwt）	9
表 4：盈利预测	13
表 5：相对估值	14

1. 中国船舶：军民船总装龙头，优享“造船大周期”红利

中国船舶是中国船舶集团旗下核心军民品主业上市公司，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；2020年完成资产重组，拥有江南造船厂、上海外高桥造船厂、中船澄西船舶修造厂和广船国际四家控股子公司。

图1. 中国船舶股权结构：控股四大船厂——江南造船厂/外高桥造船厂/广船国际/中船澄西



资料来源：Wind，国投证券研究中心

外高桥造船：上海外高桥造船成立于1999年，产品覆盖大型油轮、好望角型散货船、中大型原油船、超大型集装箱船、超大型液化气船、海上浮式生产储油船（FPSO）、半潜式/自升式钻井平台等。大型邮轮作为造船业“三颗明珠”之一，2019年，中国首艘国产大型邮轮在外高桥造船厂正式开建，并于2023年11月正式交付命名“爱达·魔都号”；此外第二艘国产大型油轮也正在建造中，根据工信部消息，预计2024年4月中旬入坞开始连续搭载，2025年5月初第一次起浮，2026年3月底出坞，2026年6月开始试航，2026年底之前命名交付。

江南造船：江南造船厂前身是创建于清同治十年的江南机器制造总局，1998年改为公司制企业。经过资产重组整合，江南造船目前占地面积517万平方米，岸线总长3561米，共分三个生产区域，能够满足海军各系列舰船的建造需要，民船方面能够建造全系列液化气船、超大型集装箱船以及公务船、科考船、破冰船等特种船舶。

广船国际：广船国际是中国船舶集团有限公司属下华南地区最大、最现代化的综合舰船修造企业；位于广州南沙区，占地302万平方米，深水码头岸线4500米，配置2座40万吨级造船坞，2座30万吨级修船坞，2座5万吨级造船平台，1台900吨龙门吊，4台600吨龙门吊及多条智能生产线，年造船能力达360万载重吨，年承修能力达200余艘，可提供造修一体化、一站式服务；掌握有全系列液货船、矿砂船、豪华客船和客滚船、半潜船、极地船、科考船、公务船及军用舰船、特种船等高新技术、高附加值船型建造能力。

中船澄西：中船澄西共有防务产业、船海产业、应用产业和船海服务业四个业务板块；拥有澄西本部、澄西装备和澄西扬州三大生产基地，可年修理改装20万吨级及以下各类船舶200艘、建造卡尔萨姆型及以下船舶17艘、年产钢结构件20万吨和制作风力发电塔500套。澄西本部位于江阴，生产占地77万平方米，岸壁式舾装码头1557米，拥有8万吨、10万吨、17万吨级浮船坞各1座，8万吨级船台和内港池码头各1座，以及万吨级深水码头泊位7个。

表1：中国船舶业务版图：造船+修船+海洋工程+机电设备

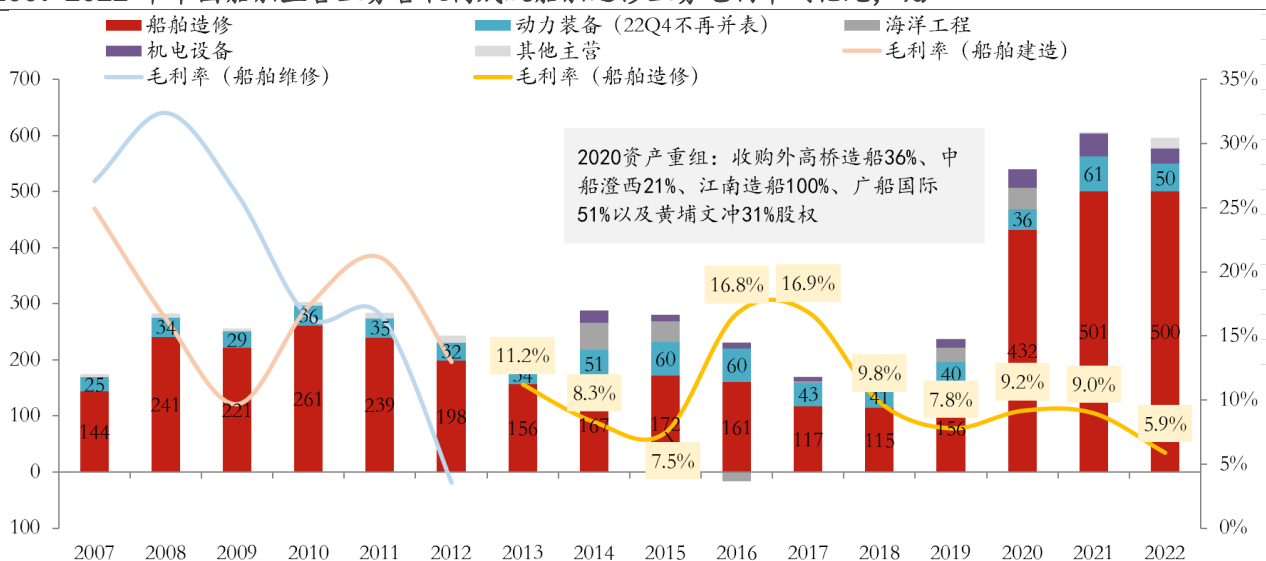
产业	业务	主体	业务内容	业绩情况
船舶海工装备产业	造船业务	江南造船	军用舰船；东方红3号、科考船、极地破冰船、汽车运输船等各类特种船舶；远望系列、大型海监船等公务船；大型/超大型集装箱船；液化气船（LPG船、乙烷/乙烯运输船、LNG船）。	2022年营收263.9亿元，净利润5.86亿元
		外高桥造船	大型邮轮；好望角型散货船、纽卡斯尔型散货船、超大型矿砂船（VOLC）；7000TEU中型箱船、18000TEU及20000TEU超大型集装箱船；30万吨级VLCC、15.8万吨苏伊士型油轮和10.9万吨冰区加强型阿芙拉型油轮；双燃料汽车运输船。	2022年营收47亿元，净利润-2.8亿元
		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。	2022年营收131亿元，净利润15.7亿元
		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	2022年营收52亿元，净利润2.3亿元
	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。		-
		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	-
海洋科技应用产业	机电设备	中船澄西	环保、钢结构、电梯、切割机床、大型矿山机械、软件开发等	-
		广船国际		-

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

船舶造修及海洋工程业务贡献主要营收，2022年占比80.8%。2022年，公司船舶造修及海洋工程业务营收500亿元，占比80.8%，毛利率5.9%：民船方面，2022年造船完工74艘/701万载重吨，新承接船舶订单70艘/451万载重吨，年底手持船舶订单1745万载重吨；修船方面，2022年完工251艘/17.28亿元，新承接订单280艘/22亿元，手持订单83艘/13.7亿元；海洋工程方面，外高桥造船交付自升式钻井平台1座以及34万吨FPSO1艘，外高桥新承接1艘34万吨FPSO，广船国际承接半潜船、风电安装船各1艘。此外，2022年公司机电设备营收27.37亿元，占比4.4%，毛利率8.5%：交付上看，2022年公司交付应用产业设备产值21.81亿元，其中中船澄西交付风塔214套、广船国际交付船用电梯386套、其他钢结构及非船项目完工产值共15.15亿元；订单上看，全年新签应用产业订单23.42亿元。

公司发布2023年业绩预增公告，预计全年归母净利润27-32亿元，扣非后归母净利润-5至0亿元，主要系：1) 报告期内公司子公司处置海工平台产生非货币性资产交换损益及收到政府补助等产生非经常性损益32亿元左右；2) 2023年随着前期低价船订单逐渐出清，公司手持订单结构改善；同时加强生产管控，营收同比增幅较大，超额完成年度任务目标。

图2. 2007-2022年中国船舶主营业务营收构成及船舶造修业务毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

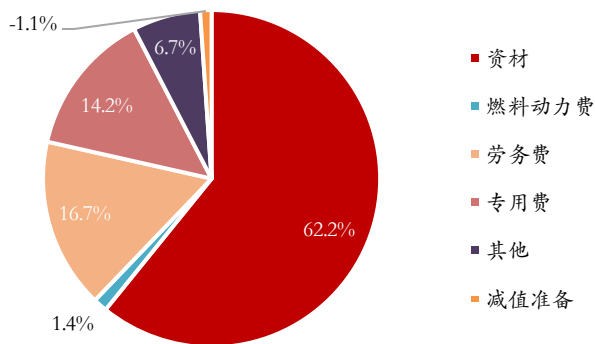
图3. 2007-2008 年中国船舶新承接民船订单/手持民船订单/完工民船情况

年份	新承接民船订单		手持民船订单		完工民船	
	艘	万载重吨	艘	万载重吨	艘	万载重吨
2007	34	516	112	1608	21	353
2008	34	528	143	2385	-	-
2009	14	337	109	2027	-	-
2010	66	848	120	2099	56	809
2011	21	250	83	1398	57	933
2012	36	361	-	1139	36	600
2013	108	1392	-	-	50	648
2014	61	899	-	-	48	596
2015	26	367	124	1657	58	654
2016	23	573	105	1679	39	525
2017	41	543	-	-	49	733
2018	41	541	84	1312	31	488
2019	21	275	67	938	38	649
2020	72	634	161	1390	68	785
2021	132	1211	220	1993	71	592
2022	70	451	214	1745	74	701
2023	155	1111	295	2184	-	-

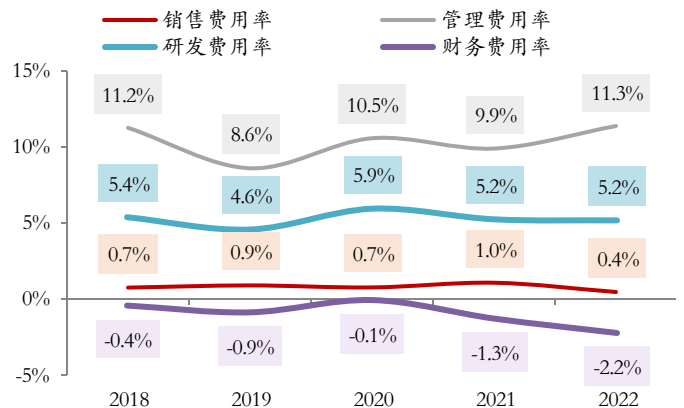
注：2023 年为根据国际船舶网引用的克拉克森统计数据汇总而得，具体以公司后续公告为准。

资料来源：Wind，公司公告，国际船舶网，克拉克森，国投证券研究中心

造船业务资材成本约 62%，期间费用率 15% 相对稳定。船舶造修及海洋工程业务成本端来看，2022 年其成本构成中资材/劳务费/专用费分别占比 62.2%/16.7%/14.2%，资材成本占比较高，对毛利率影响较大。期间费用率方面，2022 年管理费用率 11.3%，相较往年较高，主要因疫情导致的停工损失和专项支出增加；财务费用率 -2.2%，主要系汇兑净收益增加；销售费用率 0.4%，有所降低，主要系产品保修费减少；研发费用率 5.2%，相对稳定。

图4. 2022 年公司船舶造修及海洋工程业务成本构成


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图5. 2018-2022 年公司费用率情况


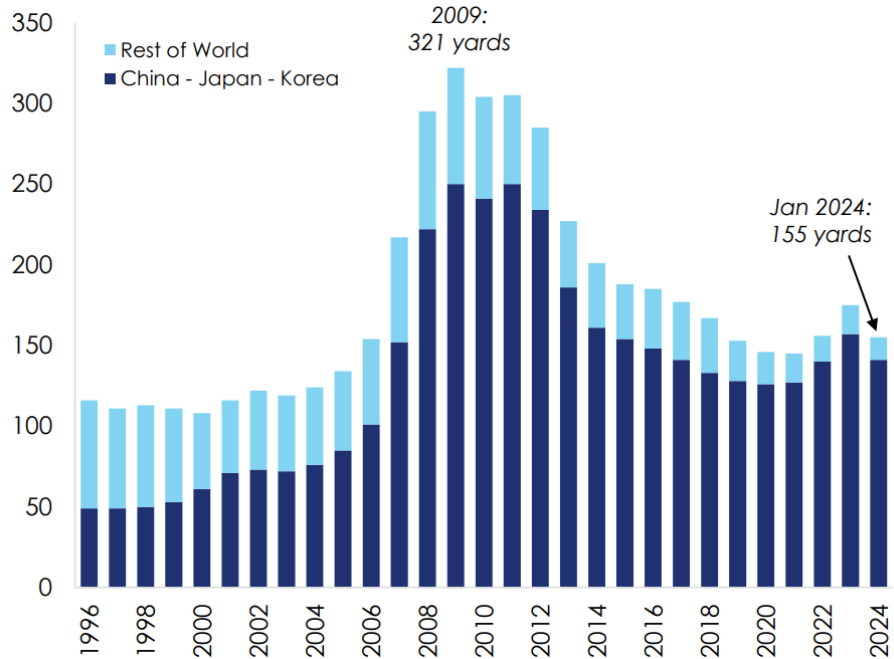
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2. 行业：“绿色动力”加速，朱格拉周期再次来临

2.1. 供给：造船产能出清，头部船企迎供给侧红利

长期供给侧出清，全球船坞自 2009 年高峰减少 50% 以上。上一轮周期中，在全球经济高速增长刺激下，船厂投资火爆。根据克拉克森研究统计，从 2006 年开始，全球船坞数量高速增长，从之前相对稳态的 100 多座暴增至 2009 年的 321 座；2008 年国际金融危机刺破行业泡沫后，造船供给端产能过剩矛盾愈加凸显，政策引导和市场倒逼下，全球造船产业经历了长达 10 多年的主动去库存阵痛期，船坞数量至 2021 年削减趋势止住；新一轮周期驱动下，全球船坞数量在 2024 年 1 月达到小幅回升至 155 座。

图6. 2009年之后全球船坞快速出清，至2024年1月剩155座



资料来源：克拉克森，国投证券研究中心

供给侧出清迎“产能红利”，全球新船订单向头部集中趋势显著。根据国际船舶网引用的克拉克森数据显示，2023年，全球TOP22船厂合计新承接船舶订单2693万修正总吨，占全球份额的62.6%；在手订单角度，2023年TOP22船厂合计手持订单8576万修正总吨，占全球份额的70.4%，其中韩国船企现代重工、三星重工、韩华海洋（原大宇造船）因其在LNG等高附加值船上的历史优势仍占据重要位置，随着近年中国船企LNG船、绿色船舶等方面快速发展，国内扬子江船业、沪东中华、新时代造船，以及中国船舶旗下的江南造船等为代表的中国船企在高附加值船领域也持续发力，高附加值船舶订单占比显著提升。

表2：2023年全球船企订单排名：TOP22船厂手持全球70.4%订单

排名	船厂	2023 新承接船舶订单				2023 手持船舶订单			
		艘数	万载重吨	万修正总吨	份额 (修正总吨)	艘数	万载重吨	万修正总吨	份额 (修正总吨)
1	三星重工	27	406	178	4.1%	143	1647	1037	8.5%
2	现代重工	56	509	355	8.2%	154	1614	981	8.0%
3	韩华海洋	10	78	62	1.4%	102	1197	784	6.4%
4	现代三湖重工	42	466	219	5.1%	107	1073	633	5.2%
5	扬子江船业	85	757	272	6.3%	192	1631	618	5.1%
6	沪东中华	-	-	-	-	55	609	436	3.6%
7	江南造船	40	295	156	3.6%	80	667	355	2.9%
8	新时代造船	37	592	112	2.6%	96	1268	325	2.7%
9	外高桥造船	43	386	150	3.5%	75	707	291	2.4%
10	现代尾浦造船	49	181	107	2.5%	115	389	240	2.0%
11	广船国际南沙船厂	32	144	91	2.1%	70	328	218	1.8%
12	北海造船	24	606	91	2.1%	59	1196	210	1.7%
13	招商局重工(江苏)	19	86	88	2.0%	43	186	192	1.6%
14	扬州中远海运重工	30	449	86	2.0%	55	737	175	1.4%
15	舟山长宏国际	24	281	85	2.0%	47	494	170	1.4%
16	大连船舶重工	9	129	74	1.7%	23	309	162	1.3%
17	大连中远海运川崎	-	-	-	-	41	554	159	1.3%
18	中船澄西	40	287	85	2.0%	70	482	149	1.2%
19	南通中远海运川崎	-	-	-	-	33	427	148	1.2%
20	招商局金陵船舶(南京)	37	134	95	2.2%	50	182	141	1.2%
21	中船黄埔文冲	33	152	56	1.3%	82	295	137	1.1%
22	今治造船Hiroshima	14	244	89	2.1%	25	357	136	1.1%
TOP22合计		831	7637	2693	62.6%	2085	18863	8576	70.4%

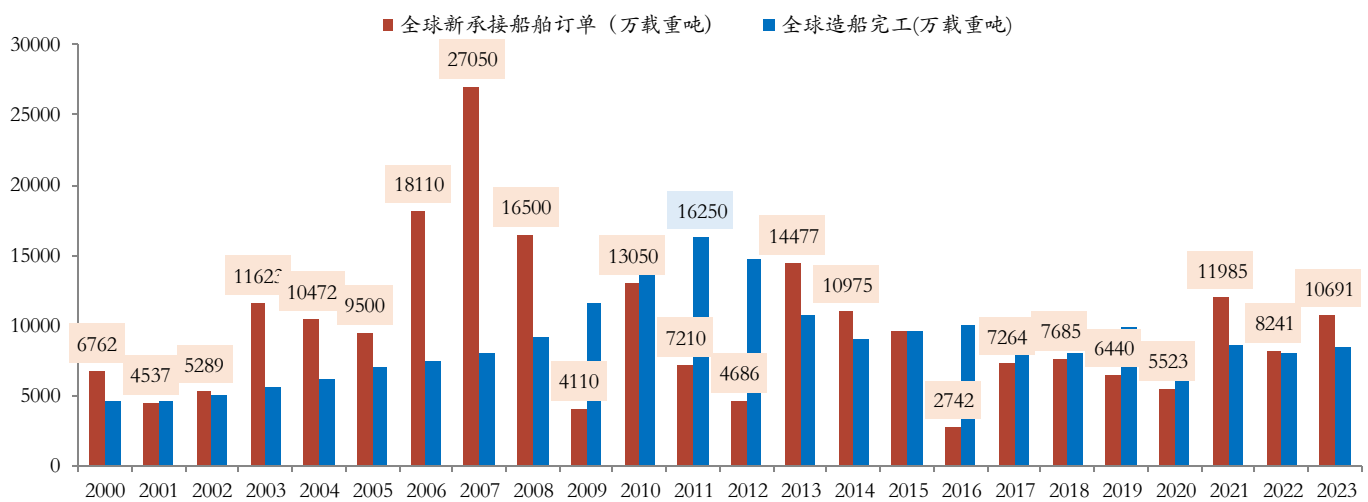
资料来源：国际船舶网，克拉克森，国投证券研究中心

2.2. 需求①—老龄：油轮率先开始更新，替代燃料长期赋能

回顾上一轮造船周期，全球造船完工量自 1999 年开始连续 13 年保持正向增长，一直到 2011 年达到阶段性历史高峰，当年实现造船完工 1.6 亿载重吨；考虑船舶 20-25 年的自然使用寿命，2000s 以来新造的船舶将从 2020s 开始加速进入老龄化阶段。

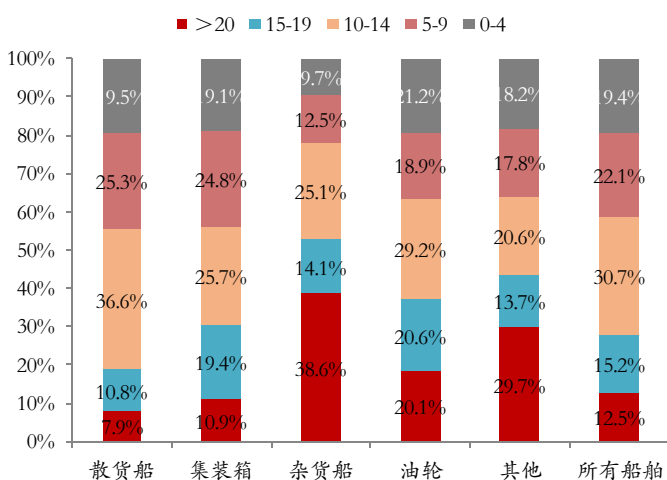
结构性看三大主流船舶船龄，运力角度看，2023 年以 dwt 计散货船/集装箱船/油轮的平均船龄分别为 10.6/11.5/11.6 年，干散货/油轮/集装箱船分别有 7.9%/20.1%/10.9% 的船只船龄超过 20 年；2023 年全球油轮/散货船/集装箱船存量运力分别为 6.5/9.7/3.1 亿载重吨，考虑船舶平均 20-25 年的正常使用寿命，即预计 2023-2028 年油轮/散货船/集装箱船将分别合计产生 13092/7693/3328 万载重吨更新替换需求，其中尤以油轮老龄化严重。

图7. 2000-2023 年全球新承接船舶订单&造船完工量（万载重吨）



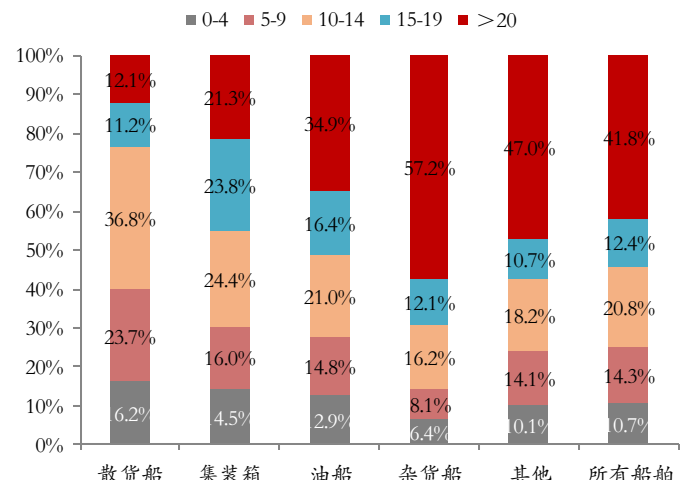
资料来源：中国船舶工业年鉴，Wind，国际船舶网，中国船舶工业协会，克拉克森，国投证券研究中心

图8. 2023 年全球各类船以 dwt 计船龄：12.5%超 20 年



资料来源：UNCTAD，国投证券研究中心

图9. 2023 年全球各类船以数量计船龄：41.8%超 20 年



资料来源：UNCTAD，国投证券研究中心

表3：2023-2043年各5年维度各类船舶合计更新需求预测（万dwt）

	2023年船队量 (万dwt)	2023-2028年 (万dwt)	2029-2033年 (万dwt)	2034-2038年 (万dwt)	2039-2043年 (万dwt)
油船	65135	13092	13418	19019	12310
集装箱	30531	3328	5923	7847	7572
散货船	97374	7693	10516	35639	24636
其他	34237	4297	4689	7269	5710
合计	227277	28410	34546	69774	50228
平均每年		5682	6909	13955	10046

资料来源：UNCTAD，国投证券研究中心

2.3. 需求②—环保：短期降速影响船队运输效率，长期绿色燃料加速老船更新

IMO 制定 2050 净零排放目标，绿色动力赋能新船制造。2023 年，国际海事组织（IMO）在 MEPC80 会议上通过了《2023 年 IMO 船舶温室气体（GHG）减排战略》，给出最新 GHG 减排目标：考虑不同国情，在 2050 年前后达到净零排放；阶段性目标上，给出 2 大节点：到 2030 年，要求国际温室气体年度排放总量相较 2008 年至少减少 20%，到 2040 年至少降低 70%。减碳实施路径上，中长期看主要还是依赖替代性低碳和零碳燃料的发展与应用，截止 2023 年底，全球活跃商船队中使用替代燃料作为动力的船舶比例约为 6%，预计到 2030 年此比例将达到 23%；短期看，则可通过降速或改装来满足减碳需求。

图10. IMO 关于减少船舶温室气体排放战略：在 2050 年前后达到净零排放

政策	时间	具体内容
《减少船舶温室气体排放的初步战略》	2018	①与2008年相比，国际航运每单位运输活动的平均CO ₂ 排放量到2030年至少降低40%，并力争到2050年降低70%。 ②与2008年相比，到2050年国际航运的年度温室气体总排放量至少降低50%。 ③为尽快消除国际航运温室气体排放，制定三阶段措施： 短期措施（2018—2023年）：改善新船和现有船的技术和运行能效，发起研究开发替代性燃料等新技术的行动； 中期措施（2023—2030年）：引入替代性低碳和零碳燃料实施计划，加强技术合作与能力建设等； 长期措施（2030年以后）：引入零碳燃料，鼓励广泛采用可能的新型减排机制。
《2023年IMO船舶温室气体（GHG）减排战略》	2023	①GHG减排新目标：国际海运温室气体排放尽快达峰，并考虑不同国情， 在接近2050年前后达到净零排放。 ②到2030年，零/近零温室气体排放技术、燃料和/或能源使用占比至少达到5%，并力争达到10%。 ③作为“指示性校核点”： 到2030年，国际海运温室气体年度排放总量比2008年至少降低20%，并力争降低30%； 到2040年，国际海运温室气体年度排放总量比2008年至少降低70%，并力争降低80%。 （注：上述目标与校核点均应根据IMO制定的《船用燃料生命周期温室气体强度导则》中的能源系统边界考虑Well-to-Wake温室气体排放。）

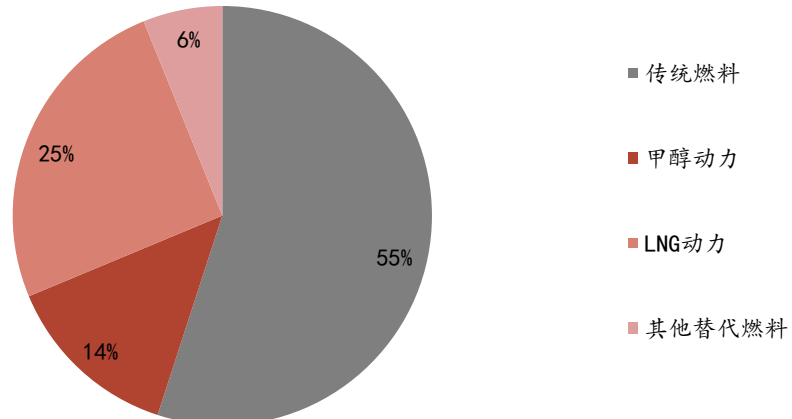
资料来源：国际船舶网，中国船舶油污损害赔偿基金，国投证券研究中心

2021 年 6 月，国际海事组织（IMO）海上环境保护委员会（MEPC）76 届会议上审评通过了《MARPOL 公约》附则 VI 的修正案，引入现有船舶能效指数（EEXI）和营运碳强度指标（CII），两项指标于 2023 年 1 月 1 日正式生效：

- 1) **现有船舶能效指数（EEXI）**：适用于《MARPOL 公约》附则规定的所有 400 吨以上的船舶，是对 2011 年提出的船舶设计能耗指数（EEDI）的补充，对不满足 EEXI 要求的船舶，船东可以通过降速或技术改造满足要求；
- 2) **营运碳强度指标（CII）**：每年进行一次，能效评级表现分为 A 级优到 E 级差，评级为 E 或连续 3 年评级为 D 的船舶则需按要求制并实施纠正计划。根据克拉克森估算，以总吨计，2023 年全球约 30% 的船舶 CII 评级为 D 或 E 级，若不对船舶进行任何耗能改进，到 2026 年现有运力 D 和 E 评级比例将进一步上升至 45%。

EEXI 和 CII 的强制生效，加快替代燃料渗透是长期减碳的根本方法。因此，随着 EEXI 和 CII 的强制生效，相较于“改装”，比如加装风帆助力、气泡减阻装置等，通过降低航行速度是船舶短期内满足 CII 需求最有效的方式，但降速运行又会使得船舶运输效率降低，使得船队运力减少，从而催生“新船需求”；此外，面对年趋严格的 CII 评级，降速更多是短期方案，长期还是需要船东通过加快老旧船舶更新或燃料升级和节能改装来保障船队运力的绿色可持续性。以总吨计，2023 年全球新承接替代燃料船舶订单 3380 万总吨，占所有订单比例为 45%，继续保持高水平，其中 LNG 动力仍然备受青睐，甲醇动力接单需求也持续增加。

图11. 2023 年新签替代燃料船舶 3380 万总吨，占比 45%

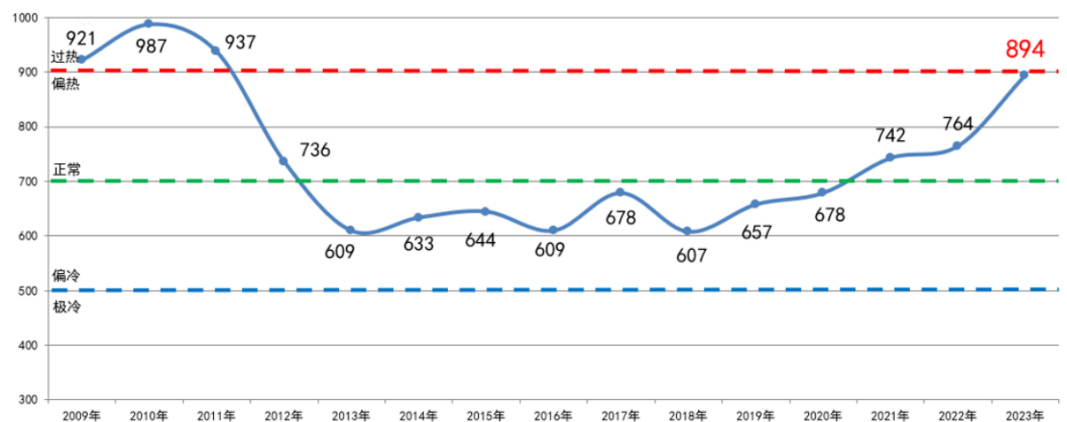


资料来源：克拉克森，国际船舶网，国投证券研究中心

2.4. 盈利：量价双高，钢材成本低位，共驱盈利加速上行

量：船厂产能利用率持续高位运行，重点关注造船产能重启与升级。量的角度看，目前船企在手订单饱满，多数已排期至 2028 年，且根据中国船舶工业协会数据，行业整体生产保障系数超 3.5 年；产能利用率角度，2023 年年底中国造船产能利用监测指数 (CCI) 达到 894 点，进入“过热”区间，重点监测造船企业多处于满负荷生产状态，基于当前船企高饱满订单，预计 2024 年 CCI 将继续保持在水位。因此，我们认为，当前国内造船企业“量”的瓶颈更多在于“产能”，而非“需求”，应当重点关注新造船产能的重启与改造升级。

图12. 中国造船产能利用监测指数 (CCI, 年度)

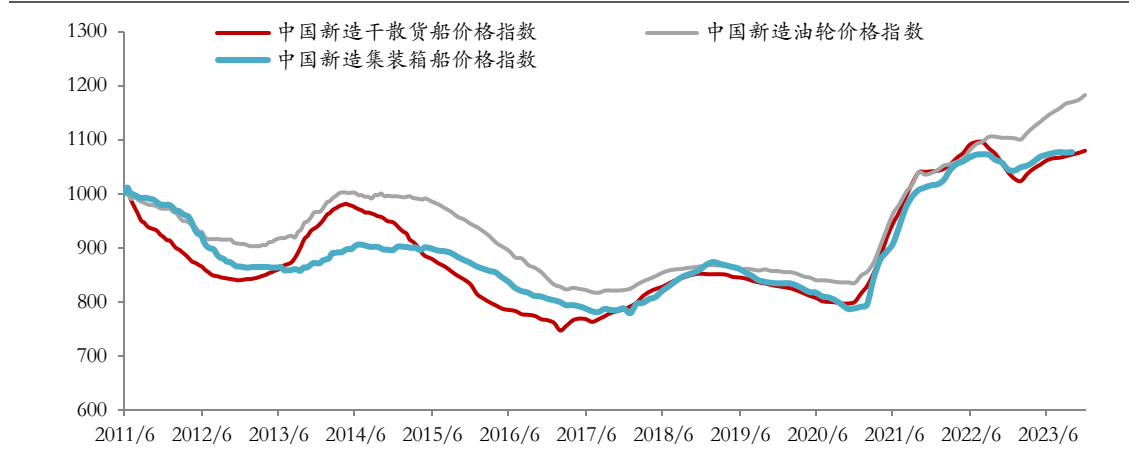


资料来源：中国船舶工业协会，国投证券研究中心

价：需求旺而产能紧，卖方市场新船造价持续维持高位。价的角度看，2021 年下半年，因当年以干散货船/集装箱船为主的新船订单高速增长，但船厂产能供给端趋紧，中国新造干散货船价格指数/中国新造集装箱价格指数/中国新造油轮价格指数均快速攀升，超 2011 年以来

历史新高；尽管新造船价格指数在 2022 年 8 月-2023 年 2 月出现短暂性回调，但之后仍继续抬升，保持在历史高位水平。此外，在当前产能紧而需求旺的卖方市场上，造船企业拥有较强的议价权，且更倾向于选择高附加值订单，头部造船厂订单结构预计也将得到优化。新船交付周期一般为 1-2 年，因此随着订单结构优化以及高价船陆续交付，船企将进入业绩高速放量期。

图13. 2011 年以来中国新造干散货/集装箱/油轮价格指数



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

成本：造船板价格低位运行，与价格剪刀差夯实船厂盈利。从成本端来看，新船制造成本中近 60%为原材料成本，其中受钢板价格影响更为显著。参考 20mm 上海造船板价格走势，高位 2008 年年中以及 2021 年年中左右二者价格均超 7000 元/吨，其间历史价格中枢基本在 4000-5000 元/吨，而当前造船板价格已位于中枢偏下的位置，相较于 2021 年中的高点大幅下降，新船造价与钢板价格的剪刀差持续拉大。因此，我们认为，随着成本端原材料价格的持续低位运行，船厂盈利能力提升与兑现将得到进一步保障。

图14. 上海造船板 20mm 价格走势图（元/吨）

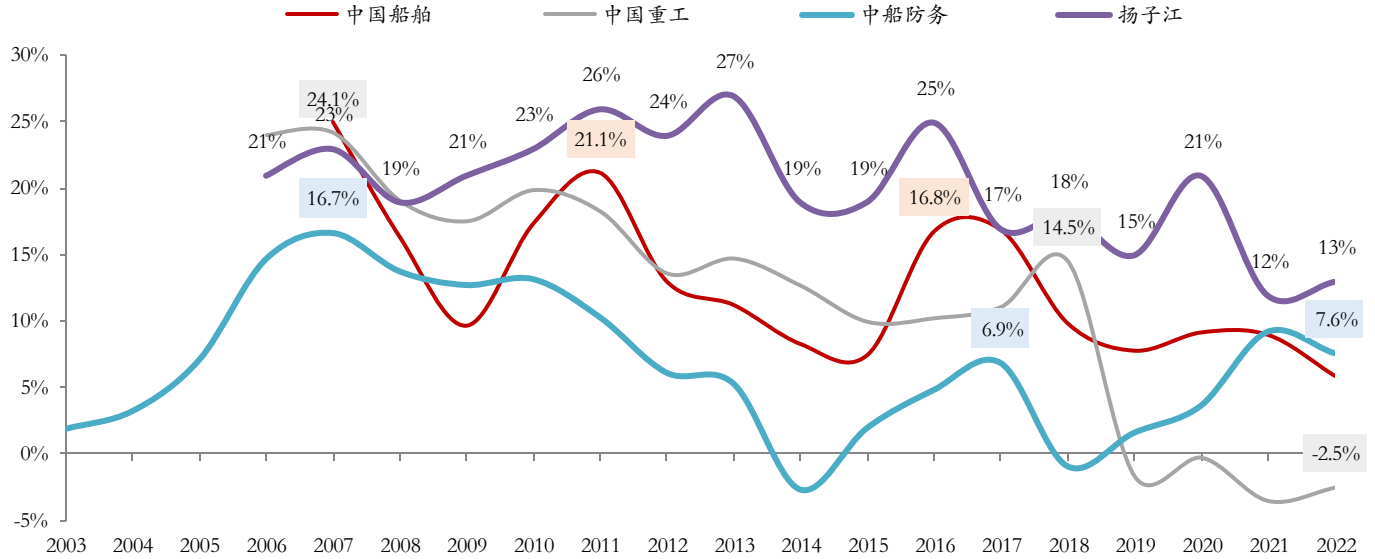


资料来源: 我的钢铁, 国投证券研究中心

最后，我们从主要造船企业历史毛利率来看，2010 年左右上一轮造船高峰期，国营船企造船业务毛利率高点曾突破 24%，考虑到国营船企造船业务中包含军船业务，我们分析民营船企扬子江船业来看。扬子江船业毛利率在 2013 年达到历史高点 27%的水平，同期成本端造船板价格位于 4000 元/吨附近，新船造价中枢在 900 点附近，与 2021 年中枢水平相当；回到 2023 年，扬子江船业造船业务毛利率达到 22%，同比 2022 年提升 9pcts，主要得益于以钢材为主

的原材料价格的下降，2023 年造船板价格回归到中枢 4600 万/吨附近。扬子江收入确认方式为根据船舶完工进度逐步确认，而国内上市船企收入确认方式则为交付确认，因此扬子江盈利兑现往往早于国内上市船企，因此，从扬子江角度，我们判断，步入 2024 年，随着国内上市船企手持高价船订单的陆续交付，在当前成本端造船板价格持续低位运行的背景下，船企盈利上行通道即将迎来收入与成本端的双击。

图15. 历史造船业务毛利率：中国船舶 2007 年曾至高点 24.1%



资料来源: Wind, 扬子江船业官网, 国投证券研究中心

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 盈利预测

船舶造修及海洋海洋工程：根据国际船舶网，克拉克森统计 2023 年江南造船/外高桥造船/广船国际南沙船厂/中船澄西分别新承接船舶订单 295/386/144/287 万载重吨，合计新承接船舶订单 1111 万载重吨；手持订单方面，2023 年底江南造船/外高桥造船/广船国际南沙船厂/中船澄西手持船舶订单分别为 667/707/328/482 万载重吨，合计约 2184 万载重吨。基于公司充足的在手订单，我们假设 2023-2025 年公司船舶造修及海洋工程业务分别营收 654/750/840 亿元，考虑钢材成本保持历史中枢震荡以及公司前期低价船逐步出清，假设 2023-2025 年船舶造修及海洋工程业务毛利率分别为 11%/16%/22%，稳步提升。

机电设备：假设 2023-2025 年公司机电设备业务稳健增长，分别营收 31/35/39 亿元，毛利率稳定在 11%。

表4：盈利预测

单位：百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
船舶造修及海洋工程	营业收入	500.9	499.9	654	750	840
	YoY	16.0%	-0.2%	30.8%	14.7%	12.0%
	毛利	45.0	29.5	71.9	120.0	184.8
	毛利率	9.0%	5.9%	11.0%	16.0%	22.0%
机电设备	营业收入	40.8	27.4	31.0	35.0	39.0
	YoY		-32.8%	13.3%	12.9%	11.4%
	毛利	4.6	2.3	3.4	3.9	4.3
	毛利率	11.2%	8.5%	11.0%	11.0%	11.0%
动力装备	营业收入	61.5	49.8	2022Q4开始中船动力集团不再并表，持有中船柴油机31.63%股权计入投资收益		
	YoY	69.6%	-19.0%			
	毛利	9.7	6.7			
	毛利率	15.7%	13.4%			
其他主营业务	营业收入	3.5	19.1	12	12	12
	YoY		446.7%	-37.0%	0%	0%
	毛利	0.9	2.9	2.4	2.4	2.4
	毛利率	26.6%	15.1%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	营业收入	11.7	11.1	11	11	11
	YoY	-8.9%	-5.1%	-1.2%	0%	0%
	毛利	3.3	2.7	2.8	2.8	2.8
	毛利率	27.7%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	营业收入	597.4	595.6	708	808	902
	YoY	8.1%	-0.3%	18.9%	14%	12%
	毛利	63.3	45.3	80.5	129.0	194.2
	毛利率	10.6%	7.6%	11.4%	16.0%	21.5%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

3.2. 相对估值

我们选取主要造船企业中船防务、中国重工，以及上游动力系统龙头中国动力作为公司可比公司，2024-2025 年对应平均 PE 为 29.91/18.03；考虑中国船舶为国内军民船总装龙头，且民船占比高，在本轮造船大周期下，给予公司 2024 年 34xPE 估值，对应 6 个月目标价 42.21 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

表5: 相对估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
600685.SH	中船防务	275	0.73	0.48	14.92	20.39	375.58	572.02	18.43	13.48
601989.SH	中国重工	1079	(11.88)	(7.65)	28.78	51.44	(90.78)	(140.90)	37.47	20.97
600482.SH	中国动力	454	5.74	7.51	13.41	23.10	79.08	60.46	33.83	19.65
	平均数						121.29	163.86	29.91	18.03
600150.SH	中国船舶	1674	19.38	29.53	55.52	92.90	86.40	56.71	30.16	18.03

资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (截止 2024 年 4 月 9 日, 除中国船舶外均采用 wind 一致预期)

4. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期风险。**船东是“新船需求”的主要决策方，其行为主要受“运价”等因素影响，而运价是全球海运贸易量与船队供给共同作用的结果；若宏观经济需求不及预期，则会影响海运需求，从而减弱船东下单新船或加速新船交付的意愿。
- 2) **原材料价格及汇率波动。**在船企造船成本中，原材料占比接近 60%，其中钢材价格影响显著，若原材料价格上涨，则会对船企盈利能力释放产生影响；此外，我国船舶产业出口比例高，汇率波动也会对船企盈利能力产生影响。
- 3) **环保政策推进不及预期。**减碳环保是当下新一轮船舶产业周期的主要驱动，若环保政策推进不及预期，或者“绿色动力”技术发展不及预期或不明朗，也将会对船东下单新船意愿造成影响。
- 4) **参考引用数据失真风险。**2023 年各船厂（包括中国船舶旗下四大船厂）新承接订单/手持订单参考引用自克拉克森统计数据，具体订单情况以各公司公告为准。

公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518046

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034