

中国船舶 (600150.SH)

船舶周期持续向上，中国船舶再创辉煌

买入 (首次评级)

当前价格: 37.14元

投资要点:

中国船舶: 全球造船龙头, 受益于船舶周期向上

公司是全球造船龙头企业, 拥有优质造船资产, 旗下四大船厂都是国内顶尖船企, 各有优势实力强劲, 公司全球市场占有率10%。2021年, 船舶订单开始复苏, 到2023年复苏已接近三年, 公司营收大幅增长, 净利润修复已至拐点。2023年公司实现营收748亿元, 同比+26%, 实现归母净利润29.57亿元, 同比+1615%。随着行业景气度上升, 船价不断上涨, 2023年毛利率达到10.57%, 同比+2.97pct, 由于造船周期较长, 利润释放相对于订单复苏有一定滞后性, 未来毛利率有望进一步上修。

全球造船产能刚性, 周期持续向上演绎

2023年船舶行业新接订单达1.07亿载重吨, 同比+29.73%。对比上轮周期最高峰2006-2008年, 全球新接订单分别为2.11亿、2.63亿、1.82亿载重吨, 平均每年新接2.19亿载重吨。船舶更新需求量仍有较大空间。本轮周期活跃船厂数量下降, 产能扩张受限, 2023年全球活跃船厂数量仅300+家, 相对高峰时减少了500家。市场复苏叠加产能刚性, 使得新造船价持续走高。2024年5月初新船价格指数攀升至186.10, 同比增长9.4%, 创2008年12月以来的船价指数最高值。

两船重组合力提升全球竞争力, 订单结构持续优化

两船重组在即, 有望形成合力, 进一步提升国际竞争力。两船重组采取集团层面重组和上市公司层面重组两线并行策略, 集团层面重组基本完成, 上市公司层面重组有望给公司注入优质船厂资产。公司订单结构优化, 向高端船型升级, 向绿色船舶转型。2023年前三季度中国船舶股份新接订单中, 中高端船型占比近80%, 绿色船舶占比近50%。从订单结构看, 油船占比约20%、散货船、PCTC和液化气船各约占15%、集装箱船约为20% (以艘数统计)。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入CAGR为12.5%, 归母净利润CAGR为45%, EPS分别为1.22元、1.90元、2.58元。采用可比公司估值法, 2024-2026年可比公司平均PE倍数为40、25、15倍。我们认为, 船舶周期持续保持景气, 公司作为全球船舶建造龙头深度受益, 未来三年归母净利润分别为55、85、115亿, 对应30、20、14倍PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

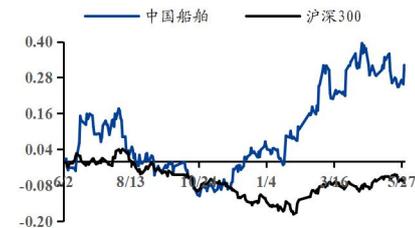
风险提示

新接订单低于预期; 原材料价格波动风险; 汇率波动风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4,472.43/4,472.43
流通A股市值(百万元)	166,106.00
每股净资产(元)	10.85
资产负债率(%)	70.24
一年内最高/最低价(元)	39.99/24.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 俞能飞(S0210524040008)

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	59,558	74,839	84,691	96,336	107,168
增长率	0%	26%	13%	14%	11%
净利润(百万元)	172	2,957	5,465	8,481	11,528
增长率	-20%	1,621%	85%	55%	36%
EPS(元/股)	0.04	0.66	1.22	1.90	2.58
市盈率(P/E)	966.4	56.2	30.4	19.6	14.4
市净率(P/B)	3.6	3.4	3.1	2.8	2.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

关键变量一：公司在手订单充裕，已排期到 2028 年，但船厂产能相对受限，已基本处于满产状态，交付量提升依靠内部产能挖潜，因此，假设公司未来三年交付量增速为 7.5%/6%/5%。此外，新造船价格提升明显，也拉动了公司收入提升，综合两种因素，我们预测 24-26 年船舶修造及海洋工程业务的收入增速为 13.7%、14.4%、11.8%。

关键变量二：2023 年克拉克森新船价格指数全年上涨 10.1%，创 2009 年以来新高。船用 6mm 和 20mm 规格钢板价格全年震荡微跌超过 100 元/吨。目前，船价仍呈现上涨趋势，假设未来原材料价格维持平稳下降趋势，公司造船毛利率有望大幅提升，我们预测 2024-2026 年船舶修造及海洋工程业务的毛利率为 12.0%、16.4%、20.2%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点：市场认为船舶周期已经见顶，后续股价上涨乏力。

我们的观点：1) 新接订单来看，集装箱船、油船已经陆续复苏，而吨位占比更大的散货船订单还未见复苏，历史来看，周期高峰也是散货船订单高峰，因此，从订单来看，散货船仍未完全复苏，未来仍有较大空间。

2) 价格来看，截至 2023 年 5 月，克拉克森新船造价指数为 186.1 点，同比增长 9.4%，位于历史峰值的 97%分位。但考虑到全球产能不足，船坞供不应求；以及本轮周期船舶附加值、吨位提升，本轮船价有望超过上轮周期峰值。

综上，船舶的量和价仍有上涨空间，且历史上船舶繁荣周期持续时间 8-10 年，目前尚只有 3 年，因此我们认为船舶周期还未见顶，股价未来仍有上升空间。

股价上涨的催化因素

船舶行业新增订单量持续增长；新造船船价格上涨；公司签订大批量高附加值船舶等。

估值和目标价格

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 55、85、115 亿，CAGR 为 45%，EPS 分别为 1.22 元、1.90 元、2.58 元。采用可比公司估值法，2024-2026 年可比公司平均 PE 倍数为 40、25、15 倍。我们认为，船舶周期持续保持景气，公司作为全球船舶建造龙头深度受益，未来三年净利润对应 30、20、15 倍 PE，具备估值性价比。

投资风险

新接订单低于预期；原材料价格波动风险；汇率波动风险。



正文目录

1 中国船舶：全球造船龙头，受益于船舶周期向上	4
1.1 公司历史悠久，股权清晰	4
1.2 主营业务聚焦船舶制造，公司旗下船厂实力强劲	5
1.3 财务分析：周期复苏已近三年，船厂盈利拐点将至	7
2 船舶行业：全球造船产能刚性，周期持续向上演绎	10
3 两船重组合力提升全球竞争力，订单结构持续优化	13
3.1 两船重组意义重大，合力提升中国造船世界地位	13
3.2 订单结构不断优化，向高端升级，向绿色转型	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	17
5 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司重大历史事件	4
图表 2: 公司股权结构	4
图表 3: 公司旗下船厂主营业务	5
图表 4: 江南造船第四代导弹驱逐舰（中华神盾 2.0）	6
图表 5: 江南造船 23000TEU 双燃料超大型集装箱船	6
图表 6: 外高桥造船国产首艘大型邮轮	6
图表 7: 外高桥造船 30 万吨超大型原油轮	6
图表 8: 2023 年公司营收 748 亿元，同比+25.81%	8
图表 9: 2023 年公司归母净利润 29.57 亿元，同比+1619%	8
图表 10: 2023 年毛利率达到 10.57%，同比+2.97pct	8
图表 11: 2023 年 ROE 率达到 6.12%，同比+5.75pct	8
图表 12: 2023 年公司经营性现金流入/营业收入同比+18.66pct	8
图表 13: 2023 年公司实现经营性现金净流量 182 亿元，创历史新高	8
图表 14: 2023 年全球新接订单达 1.07 亿载重吨，同比+29.73%	10
图表 15: 2023 年中国新接订单 7120 万载重吨，同比+56.41%	10
图表 16: 2023 年全球完工量 8425 万载重吨，同比+5.17%	10
图表 17: 2023 年底全球手持订单 2.54 亿载重吨，同比+17.61%	10
图表 18: 2023 年中国新接订单占比 66.6%	11
图表 19: 2023 年 12 月 CCI 指数达 894	11
图表 20: 新造船价格持续上涨	11
图表 21: 全球活跃船厂数量下降	12
图表 22: 造船板价格下降	12
图表 23: 美元兑人民币汇率维持高位	12
图表 24: 中船集团历史沿革	13
图表 25: 两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	14
图表 26: 南北船合并后军船业务将更好协同，有利于军民融合发展	14
图表 27: 公司 2023 前三季度新接订单中高端船型占比近 80%	15
图表 28: 公司 2023 前三季度新接订单绿色船型占比近 80%	15
图表 29: 公司 2023Q1-Q3 新接订单船型结构	15
图表 30: 公司业绩拆分预测表	16
图表 31: 可比公司估值表	17
图表 32: 财务预测摘要	18

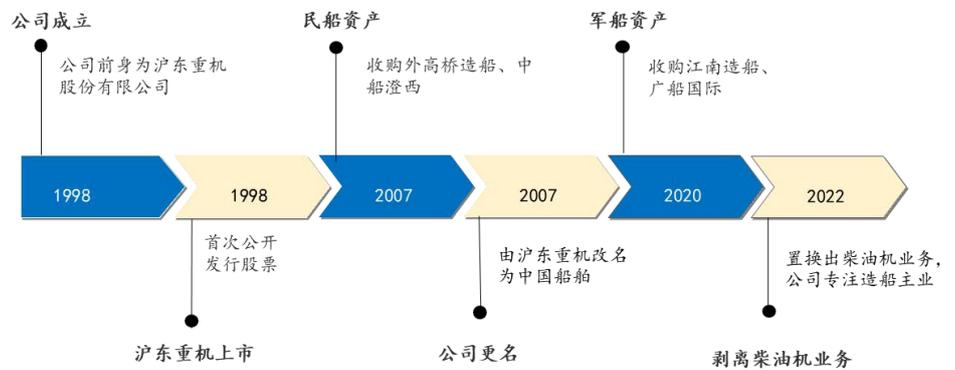


1 中国船舶：全球造船龙头，受益于船舶周期向上

1.1 公司历史悠久，股权清晰

公司历史悠久，不断优化主业结构，拥有优质造船资产。1998年5月公司成立，公司前身为沪东重机股份有限公司，是由原沪东造船厂（现已与原中华造船厂合并成立沪东中华造船（集团）有限公司）和原上海船厂（现为上海船厂船舶有限公司）共同发起设立的股份有限公司。1998年5月，首次公开发行股票。2007年公司收购外高桥造船、中船澄西等船厂资产，公司名称由原“沪东重机股份有限公司”变更为“中国船舶工业股份有限公司”，简称自2007年8月1日起由“沪东重机”变更为“中国船舶”。2020年收购江南造船、广船国际，增加军船业务，进一步解决同业竞争问题。2022年，公司置换出柴油机业务，优化业务结构，专注造船主业。

图表 1：公司重大历史事件



数据来源：公司公告，华福证券研究所

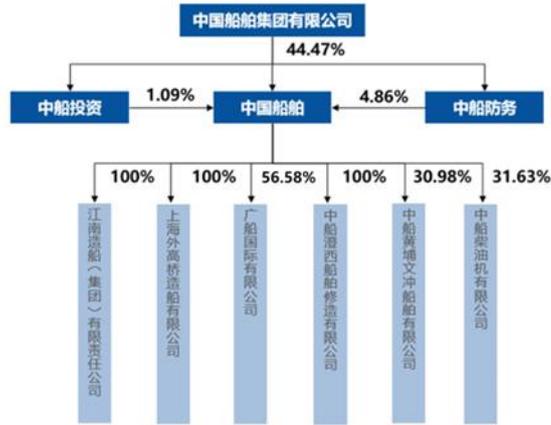
公司是由中船集团控股的央企。截至2023年3月，中国船舶工业集团持有公司44.47%的股权，中国船舶集团（持有中国船舶工业集团100%股权）为公司的控股股东及实际控制人。

图表 2：公司股权结构



股权结构

Content details



数据来源：公司官网，华福证券研究所，注：截至 2024.3.31

1.2 主营业务聚焦船舶制造，公司旗下船厂实力强劲

公司旗下四大船厂都是国内顶尖船企，各有优势实力强劲。公司整合了中国船舶集团旗下大型造修船、机电设备、海洋工程等业务，具有完整的船舶行业产业链。公司下属有四家控股船厂江南造船、上海外高桥造船、中船澄西和广船国际，和一家参股船厂黄埔文冲。

图表 3: 公司旗下船厂主营业务

船厂	业务内容
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

数据来源：公司官网，华福证券研究所

江南造船，军民品齐头并进：是中国历史上最悠久的军工造船企业之一，主要产品包括驱逐舰、护卫舰和潜艇等各类水面、水下战斗舰艇，液化气船、集装箱船、科考公务船等各类民用船舶。江南造船作为我国最主要的军民用船舶研发、设计和制造总体单位之一，设计和制造了多项“中国第一”，在海军舰艇及高附加值民用船舶的研发设计和生产工艺等方面拥有明显的技术优势和丰富的技术积累，被国防科工局授予“国防科技工业创新中心”称号。在民品方面，江南造船研制的汽车滚装船、快速集装箱船、大型自卸船等一大批高技术船舶，达到了国际先进水平，成为中国造船业的标志性产品。由江南造船建造的“江南巴拿马”型系列散货船，是中国第一个在国际租船市场上挂牌交易的著名品牌，具备较好的市场声誉。

图表 4：江南造船第四代导弹驱逐舰（中华神盾 2.0）



数据来源：江南造船官网，华福证券研究所

图表 5：江南造船 23000TEU 双燃料超大型集装箱船



数据来源：江南造船官网，华福证券研究所

外高桥造船，已有能力交付国产首艘豪华邮轮：拥有建造三大主力船型（大型散货船、集装箱船和大型油轮）的能力，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 万载重吨超大型矿砂船（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）；开发了 8.5 万立方米大型液化气体运输船（VLGC）、38 米型宽油船、32 米型宽 VLGC、LNG 动力船舶、极地运输船舶等特种船舶。外高桥造船自主研发的好望角型绿色环保散货轮已成为国内建造最多、国际市场占有率最大的中国船舶出口“第一品牌”。

图表 6：外高桥造船国产首艘大型邮轮

图表 7：外高桥造船 30 万吨超大型原油轮



数据来源：外高桥造船官网，华福证券研究所



数据来源：外高桥造船官网，华福证券研究所

广船国际，华南最大军辅船生产基地，滚装船、半潜船技术领先：主营业务包括船舶、海工业务及新产业业务，其中：船舶海工业务涵盖油轮和冰区散货船两大常规船型，客滚船、半潜船、极地船等高特船，以及军辅船等多种船型灵便型液货船系列产品，其性价比达到了国际一流水平；成功建造了被誉为“全能冠军”的“水上大力神叉车”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；公司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）获得了市场认可。广船国际作为全球知名船厂的核心优势在于灵便型液货船与高附加值高技术的特种船舶。广船国际是全球第三的灵便型液货船造船厂，全球第一的半潜船造船厂，目前全球大约50%的新建造半潜船队来自广船国际。

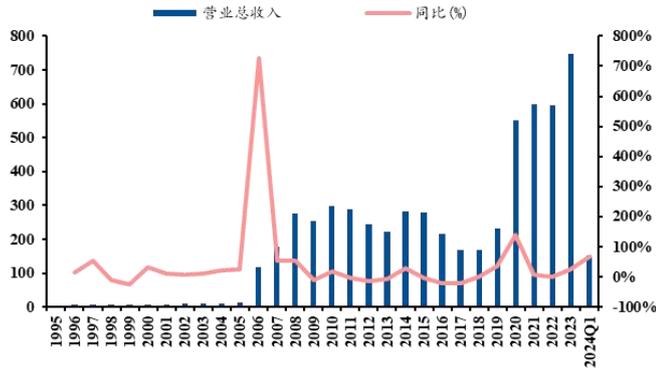
黄埔文冲，华南军舰和特种船建造基地：是华南地区军用舰船和特种工程船的主要建造基地，也是目前我国公务船、疏浚工程船和支线集装箱船的主要生产基地。黄埔文冲的军用船舶产品包括导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇等各类战斗舰艇和辅助舰艇等；民用船舶主要包括海警船、海事巡逻船、海监船、海洋救助船、支线集装箱船及疏浚工程船等；此外，还拥有海洋工程辅助船、自升式钻井平台等海洋工程装备及船舶修理改装等产品和业务。

1.3 财务分析：周期复苏已近三年，船厂盈利拐点将至

公司营收大幅增长，净利润修复已至拐点。2007年公司注入民船资产，正式开始了船舶总装业务。乘着2002-2008年造船市场大周期的东风发展迅速。2007年公司营收同比+52.25%。2009-2019年，船舶行业供给过剩进入漫长的调整周期，营收和利润大幅下滑。2020年随着军民船资产江南造船和广船国际的成功注入，公司营收大幅提升至552.44亿元，同比+138.8%。2021年以来，公司受益于行业复苏，利润有望进一步复苏，2023年公司实现营收748亿元，同比+25.81%，实现归母净利润

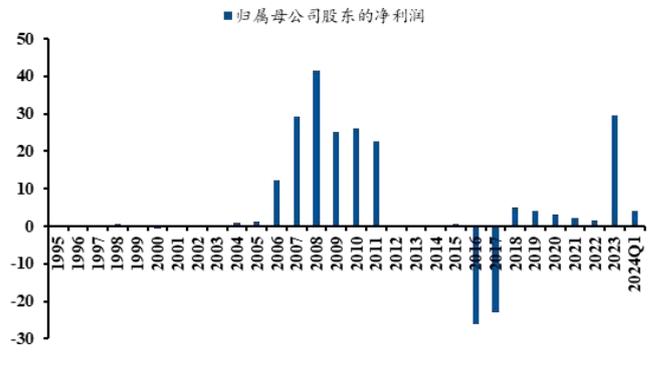
29.57 亿元，同比+1619%。

图表 8: 2023 年公司营收 748 亿元，同比+25.81%



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

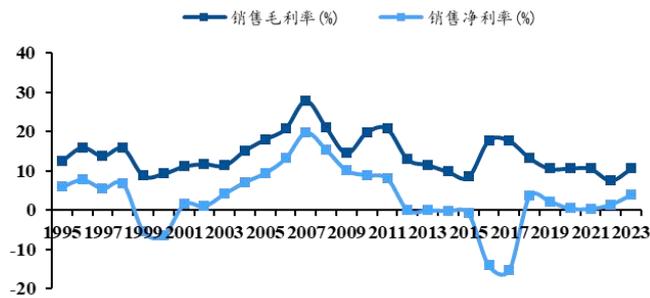
图表 9: 2023 年公司归母净利润 29.57 亿元，同比+1619%



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

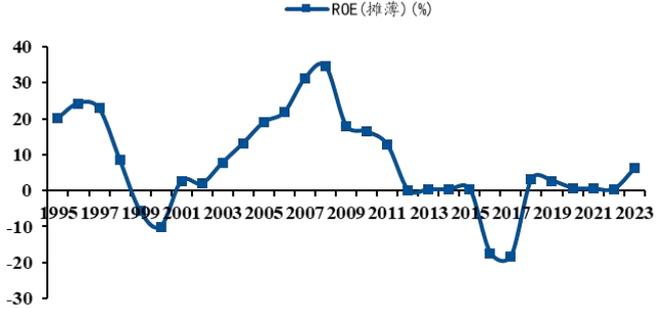
随着行业景气度上升，船价不断上涨，公司毛利率上升明显。2002-2008 年，公司毛利率大幅提升，2007 年最高达到 27.84%，净利率最高 19.76%。由于造船周期较长，利润释放相对于订单复苏有一定滞后性，2021-2022 年公司毛利率有所下滑。2023 年毛利率达到 10.57%，同比+2.97pct，上升趋势明显，且船价一直处于上升阶段，公司毛利率有望进一步提升。

图表 10: 2023 年毛利率达到 10.57%，同比+2.97pct



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 2023 年 ROE 率达到 6.12%，同比+5.75pct



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

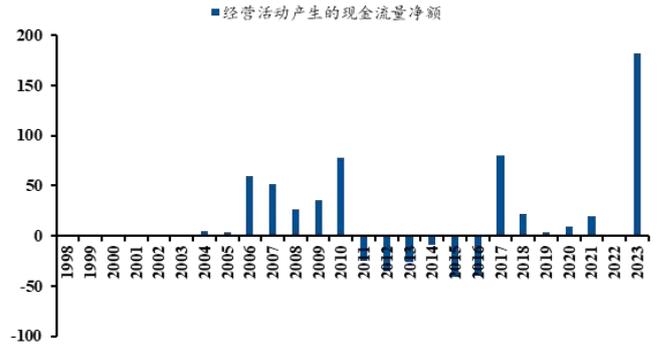
公司现金流回升且质量良好。公司现金流净额与营业现金比率与行业周期高度相关。2022 年，船舶等产品收款同比增收金额小于材料设备采购支出同比增加的支出金额，现金流有所下滑。2023 年，公司实现经营性现金净流量 182 亿元，已创历史新高。从现金流质量看，2023 年，公司经营性现金流入/营业收入同比+18.66pct，表明公司销售回款能力与收入变现能力增强。

图表 12: 2023 年公司经营性现金流入/营业收入同比+18.66pct

图表 13: 2023 年公司实现经营性现金净流量 182 亿元，创历史新高



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

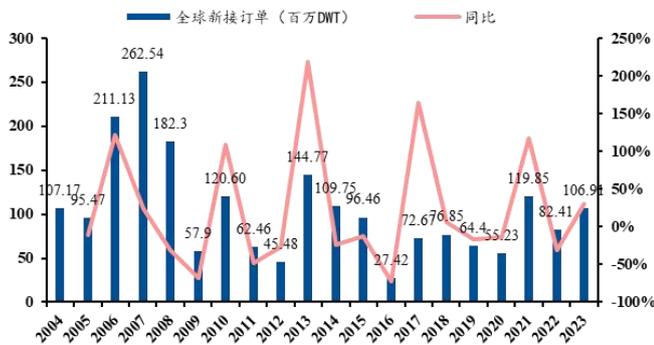


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

2 船舶行业：全球造船产能刚性，周期持续向上演绎

2023年船舶行业新接订单达1.07亿载重吨，同比+29.73%。据克拉克森数据，以载重吨计，2021-2023年船舶行业全球新接订单达1.2亿、8241万、1.07亿载重吨，同比+117%、-31.24%、+29.73%。上轮周期，最高峰为2006-2008年，全球新接订单分别为2.11亿、2.63亿、1.82亿载重吨，平均每年新接2.19亿载重吨。按照历史数据，船舶更新需求量仍有较大空间。完工交付方面，2023年全球交付船舶8425万DWT，同比+5.2%；手持订单方面，截至2023年12月，全球手持船舶2.54亿DWT，同比+17.6%。

图表 14: 2023 年全球新接订单达 1.07 亿载重吨，同比+29.73%



数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

图表 15: 2023 年中国新接订单 7120 万载重吨，同比+56.41%



数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

图表 16: 2023 年全球完工量 8425 万载重吨，同比+5.17%



数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

图表 17: 2023 年底全球手持订单 2.54 亿载重吨，同比+17.61%



数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

中国造船国际竞争力抬升，市占率排名第一。中国造船市场份额已连续 14 年居世界第一。2023 年，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 50.2%、66.6%和 55.0%，较 2022 年分别增长 2.9、11.4 和 6.0 个百分点。中国船企国际竞争力不断增强，分别有 5 家、7 家和 6 家企业位居世界造船完工量、



新接订单量和手持订单量前 10 强。中国船舶集团造船三大指标在全球造船集团中均位居第一。

图表 18: 2023 年中国新接订单占比 66.6%



数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

市场复苏带动新造船价格快速回暖, 并大幅走高。以克拉克森新造船价格为例, 2024 年 5 月新船价格指数攀升至 186.1, 同比增长 9.4%, 大幅超过 2022 年的 4.9% 涨幅, 创 2008 年 12 月以来的船价指数最高值。新造船价格的上升一方面包含新技术、新装备应用后的价值提升, 另一方面则是更多反映出市场的供需关系, 也是当前新造船市场稳定向好的重要标志。

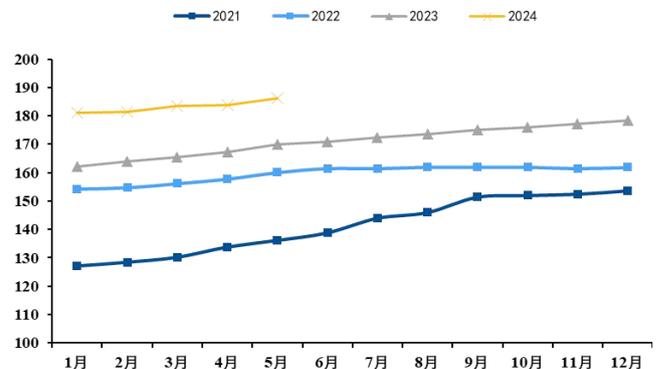
产能利用率走高, 全球供给紧张。2023 年, 全球造船业完工交付船舶同比增长 16.2% (CGT 计), 该增幅是上一轮高峰后最大的增幅, 也使得全球活跃产能利用率站上了新高度, 据船舶行业协会测算已经达到 90%。中国船协产能利用监测指数 (CCI) 2023 年第三季度的数值 10 年来首次突破 800 点, 12 月已至 894 点, 为自 2012 年以来的最高水平。从这一侧面确认当前产能的紧张程度。

图表 19: 2023 年 12 月 CCI 指数达 894



数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

图表 20: 新造船价格持续上涨



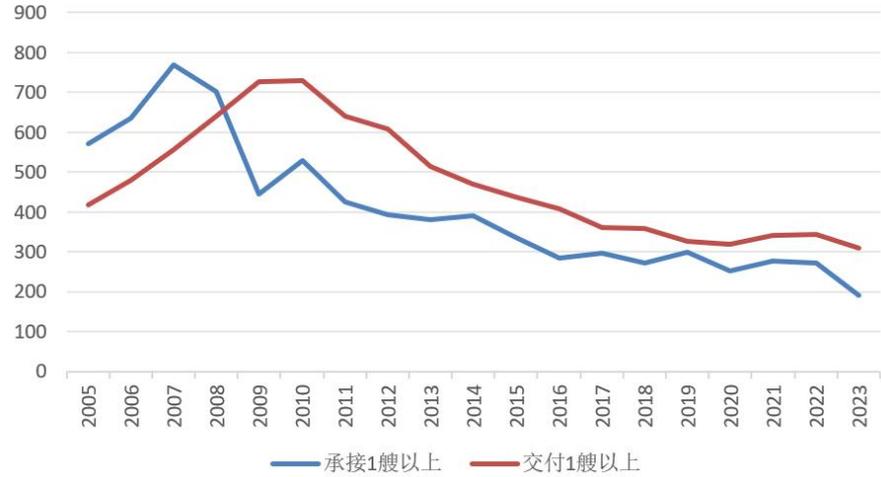
数据来源: Wind, 克拉克森, 华福证券研究所

本轮周期活跃船厂数量下降, 产能扩张受限。上一轮大周期市场接单与产能扩



建相同步，本轮市场复苏以来，造船新产能的扩张十分有限，甚至全球活跃船厂的数量还处于下行通道。活跃船厂数量的减少说明优质产能的稀缺，也表明当前的供需关系短期很难有所改变。现有船厂通过管理能力、技术能力提升、产供体系稳定等因素挖掘出更大的潜力。据中国船协预测，2024年新船完工交付量有望突破3700万CGT，接单量稳定在4000万CGT左右。一线船厂在建船舶订单饱满，“快交船”意愿较强，也正在通过多种措施深挖产能潜力，活用行业资源，进一步提升交船能力。

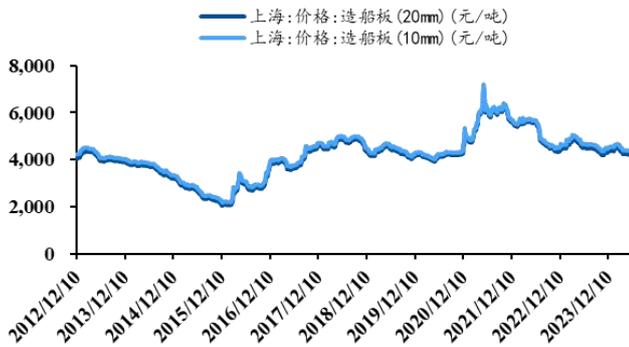
图表 21: 全球活跃船厂数量下降



数据来源: 中国船舶行业协会, 克拉克森, 华福证券研究所

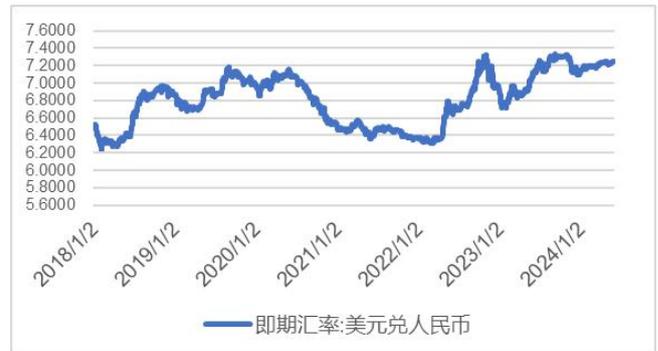
船价、钢价、汇率等影响企业效益的市场环境均朝着有利方向变化。全球新造船市场需求活跃，船企新接订单大增，平均生产保障系数（手持订单量/近3年造船完工量平均值）达到3.5年，部分企业排产到2028年。克拉克松新船价格指数全年上涨10.1%，创2009年以来新高。船用6mm和20mm规格钢板价格全年震荡微跌超过100元/吨；人民币对美元中间价贬值超过1.9%。2023年，规模以上船舶工业企业主营业务收入利润率达到4.2%，同比提高2.0个百分点。

图表 22: 造船板价格下降



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 23: 美元兑人民币汇率维持高位



数据来源: Wind, 华福证券研究所

3 两船重组合力提升全球竞争力，订单结构持续优化

3.1 两船重组意义重大，合力提升中国造船世界地位

南北船合并意义重大，合力打造船舶制造行业龙头。我国的海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。

图表 24: 中船集团历史沿革

时期	时间	事件
第一时期	船舶工业(管理)局时期(1950.10~1953.1)	1950年10月1日,重工业部船舶工业局成立,1953年1月,船舶工业局划归第一机械工业部,改名为船舶工业管理局
第二时期	第九工业管理局时期(1958.2~1963.8)	1958年2月,第一、二机械工业部合为第一机械工业部,船舶工业管理局改名为第九工业管理局。1960年9月13日,第一机械工业部分为第一、三机械工业部,九局归第三机械工业部领导,12月,第九工业管理局改名为第九工业管理总局。
第三时期	第六机械工业部时期(1963.9~1982.5)	1963年9月17日,第九工业总局从第三工业机械部分出,成立第六机械工业部
第四时期	中国船舶工业总公司时期(1982.5~1999.6)	1982年5月4日,中国船舶工业总公司成立,第六机械工业部建制同时撤销
第五时期	中船集团和中船重工时期(1999.7~2019.11)	1999年7月,经国务院批准,在原中国船舶工业总公司基础上组建中国船舶工业集团公司和中国船舶重工集团公司。
第六时期	2019年11月8日	中国船舶工业集团有限公司与中国船舶重工集团有限公司联合重组,注册成立中国船舶集团有限公司,中国船舶工业阔步踏上新征程。

数据来源:中国船舶集团官网,华福证券研究所

“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。

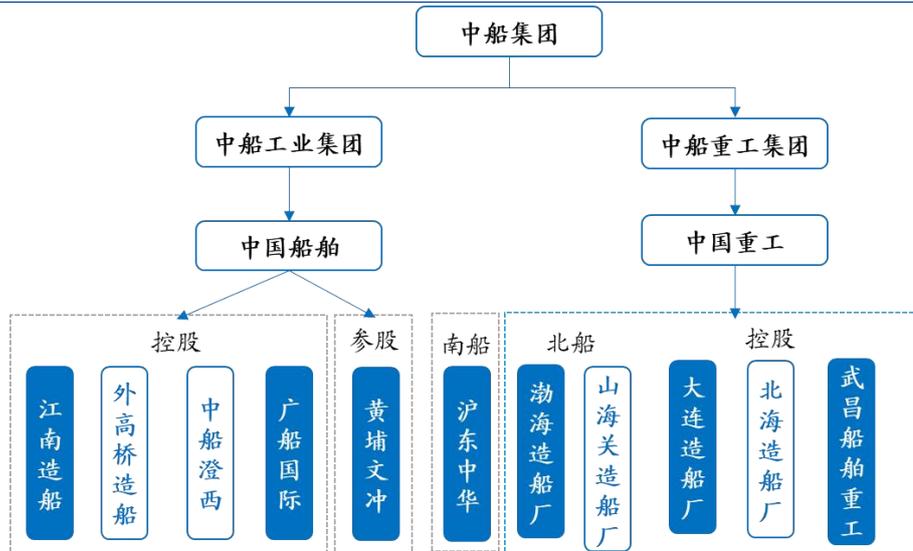


图表 25: 两船重组采取的是集团层面重组和上市公司层面重组两线并行策略

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

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 南北船合并后军船业务将更好协同, 有利于军民融合发展



数据来源: 公司公告, 德邦研究所 注: 深色背景船厂能够建造军船

3.2 订单结构不断优化, 向高端升级, 向绿色转型

2023 年公司在各类高端船型上取得重要突破:

1) **江南造船:** 液化气船型谱系不断更新发展, 其中 8.6 万立方米双燃料 VLGC 船型是全球第一艘采用 LPG 双燃料的船型, 9.3 万立方米双燃料 VLGC 是世界上最大的 VLGC 船型, 自主研发设计建造的搭载 B 型液舱的 9.9 万立方米 VLEC 船型, 突破了低温围护系统的卡脖子技术, 形成了 VLEC 和 B 型独立液舱的关键技术体系, 达到了国际领先水平; 自主研发设计的 17.5 万立方米 MARK III FLEX 薄膜型 LNG 运输船, 采用最新技术的双燃料推进系统, 可有效降低甲烷逃逸, 满足目前最为严



苛的排放要求。

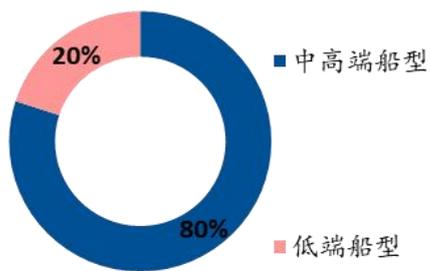
2) 外高桥造船: 全面推进成品油船及化学品船、21万吨甲醇双燃料散货船、8万吨吨级邮轮船型平台等新船型开发,持续加强新燃料技术研究,积极推动数字智能系统等工程化的应用研究。

3) 广船国际: 不断突破豪华客滚船、半潜船、极地破冰船、PCTC船等“双高”船型核心技术,以“绿色、智能”为方向储备了LNG、甲醇、氨燃料等双燃料智能化MR船型,液货船能效指标世界领先,也是目前国内唯一一家完成LNG/甲醇/大容量电池混动双燃料船研制交付的绿色造船企业,实现手持客滚船、PCTC船订单数量全球第一。

4) 中船澄西: 甲醇双燃料散货船谱系化,形成该类型全航程舱容设计方案并已推向市场。完成全电力推进39500吨自卸船谱系设计开发,不断巩固全球领先设计制造能力。着力开展企业主建船型标准化设计,形成通用标准和专项系统标准在自研82000吨散货船和MR油化船中应用实践。

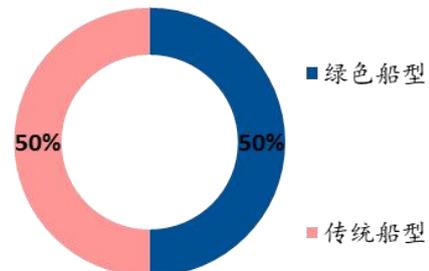
根据克拉克森相关数据显示,2023年前三季度中国船舶股份新接订单中,中高端船型占比近80%,绿色船舶占比近50%。从订单结构看,油船占比约20%、散货船、PCTC和液化气船各约占15%、集装箱船约为20%(以艘数统计)。

图表 27: 公司 2023 前三季度新接订单中高端船型占比近 80%



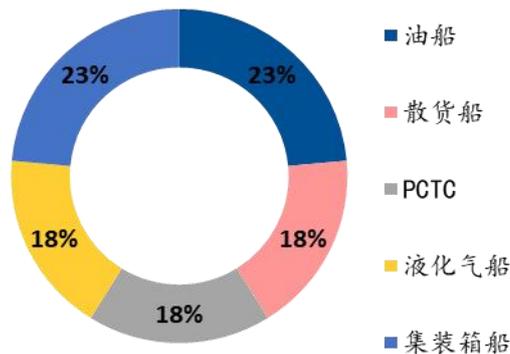
数据来源: 克拉克森, 华福证券研究所

图表 28: 公司 2023 前三季度新接订单绿色船型占比近 80%



数据来源: 克拉克森, 华福证券研究所

图表 29: 公司 2023Q1-Q3 新接订单船型结构



数据来源：克拉克森，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 船舶修造及海洋工程业务：造船行业景气度较高，公司当前订单的排产周期已经到 2028 年，但船厂产能相对受限，已基本处于满产状态，交付量提升依靠内部产能挖潜，因此，假设公司每年交付量增速为 7.5%/6%/5%。此外，新造船价格提升明显，也拉动了公司收入提升，综合两种因素，我们预测 24-26 年船舶修造及海洋工程业务的收入增速为 13.7%、14.4%、11.8%。

(2) 机电设备：中船澄西建造的机电设备包括风塔、LNG 罐箱、浮船坞等；广船国际建造的机电设备包括环保、钢结构、电梯、切割机床等。该业务预计小幅增长，预计 2024-2026 年，营收增速分别为 5%/3%/1%。毛利率维持稳定，预计未来三年保持 15%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 847 亿、963 亿、1072 亿，同比+13%、+14%、+11%，归母净利润 55 亿、85 亿、115 亿，增速分别为+86%、+54%、+36%，EPS 分别为 1.22 元、1.90 元、2.58 元，对应 PE 为 30、20、14 倍。

图表 30：公司业绩拆分预测表

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
船舶修造及海洋工程	收入	70,420.33	80,051.70	91,558.18	102,341.65
	增速	40.9%	13.7%	14.4%	11.8%
	毛利率	10.1%	12.0%	16.4%	20.2%
机电设备	收入	1,927.76	2,024.15	2,084.87	2,105.72
	增速	-27.5%	5.0%	3.0%	1.0%
	毛利率	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	2,490.42	2,614.94	2,693.39	2,720.32
	增速		5.0%	3.0%	1.0%
	毛利率	17.3%	17.5%	18.0%	18.0%

合计	收入	74,838.51	84,690.79	96,336.44	107,167.69
	增速	25.9%	13.2%	13.8%	11.2%
	毛利率	10.5%	12.2%	16.4%	20.0%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

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、中国重工作为可比公司，以及主业同为造船的江龙船艇作为可比公司。2024-2026 年平均 PE 为 40、25、15 倍。船舶周期持续向上中国船舶作为全球船舶制造龙头将深度受益。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 55 亿元、85 亿元、115 亿元，对应 PE 30、20、14 倍，具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值(元)		归母净利润(亿元)			PE(倍)			
		2024/5/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600685.SH	中船防务	299	0.48	8.71	13.54	22.80	620	34	22	13
601989.SH	中国重工	1163	-7.82	21.28	37.60		-149	53	31	
300589.SZ	江龙船艇	46	0.44	1.44	2.10	2.70	105	32	22	17
	平均值						192	40	25	15
600150.SH	中国船舶	1677	29.57	55	85	115	57	30	20	14

数据来源：wind 一致预测，华福证券研究所

5 风险提示

新接订单低于预期：航运市场形势和国际原油价格等周期性波动较大，不确定因素显著增多，对新船订单量会造成波动性影响。

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。

图表 32: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	67,965	76,912	92,523	109,300	营业收入	74,839	84,691	96,336	107,168
应收票据及账款	3,417	5,536	5,700	6,078	营业成本	66,929	74,336	80,546	85,710
预付账款	16,420	19,685	21,093	22,057	税金及附加	231	261	304	335
存货	36,291	43,152	45,866	48,368	销售费用	672	720	867	965
合同资产	3,711	6,409	7,263	7,168	管理费用	3,096	3,218	3,661	4,072
其他流动资产	9,311	14,032	14,531	15,644	研发费用	3,139	3,557	4,624	5,251
流动资产合计	133,403	159,319	179,713	201,447	财务费用	-1,311	-719	-997	-466
长期股权投资	15,189	15,189	15,189	15,189	信用减值损失	-23	130	28	30
固定资产	20,329	20,477	20,511	20,640	资产减值损失	-267	200	-550	-400
在建工程	1,526	726	326	526	公允价值变动收益	-6	250	150	10
无形资产	3,911	3,920	4,028	4,075	投资收益	539	971	1,287	933
商誉	144	144	144	144	其他收益	667	600	300	80
其他非流动资产	3,331	3,372	3,405	3,438	营业利润	2,994	5,488	8,572	11,963
非流动资产合计	44,429	43,828	43,602	44,011	营业外收入	34	150	200	80
资产合计	177,832	203,147	223,315	245,458	营业外支出	6	20	10	10
短期借款	5,583	8,535	7,349	6,670	利润总额	3,022	5,618	8,762	12,033
应付票据及账款	29,843	36,997	38,514	40,620	所得税	67	125	196	270
预收款项	104	137	153	164	净利润	2,955	5,493	8,566	11,763
合同负债	62,539	70,772	80,504	89,555	少数股东损益	-3	27	86	235
其他应付款	408	408	408	408	归属母公司净利润	2,958	5,466	8,480	11,528
其他流动负债	8,289	7,498	8,014	8,229	EPS (按最新股本摊薄)	0.66	1.22	1.90	2.58
流动负债合计	106,766	124,347	134,940	145,646					
长期借款	13,367	16,462	19,306	22,093					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	5,227	5,227	5,227	5,227					
非流动负债合计	18,594	21,689	24,533	27,320					
负债合计	125,360	146,036	159,473	172,966					
归属母公司所有者权益	48,349	52,959	59,605	68,020					
少数股东权益	4,124	4,151	4,237	4,472					
所有者权益合计	52,473	57,110	63,842	72,492					
负债和股东权益	177,832	203,147	223,315	245,458					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18,213	4,829	15,188	19,986
现金收益	4,033	7,339	10,153	13,896
存货影响	-4,123	-6,862	-2,714	-2,501
经营性应收影响	-444	-5,585	-1,022	-942
经营性应付影响	2,743	7,187	1,532	2,117
其他影响	16,003	2,749	7,239	7,416
投资活动现金流	-11,244	-783	-802	-2,737
资本支出	-3,361	-1,922	-2,326	-2,975
股权投资	-4,574	0	0	0
其他长期资产变化	-3,309	1,139	1,524	238
融资活动现金流	-1,951	4,901	1,224	-472
借款增加	-514	5,077	2,016	2,193
股利及利息支付	-694	-2,975	-4,553	-6,086
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-743	2,799	3,761	3,421

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	25.7%	13.2%	13.8%	11.2%
EBIT 增长率	97.8%	186.3%	58.5%	49.0%
归母公司净利润增长率	1,620.7%	84.8%	55.2%	35.9%
获利能力				
毛利率	10.6%	12.2%	16.4%	20.0%
净利率	3.9%	6.5%	8.9%	11.0%
ROE	5.6%	9.6%	13.3%	15.9%
ROIC	2.7%	6.7%	9.4%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	70.5%	71.9%	71.4%	70.5%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	16	17	18	18
存货周转天数	184	192	199	198
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	1.22	1.90	2.58
每股经营现金流	4.07	1.08	3.40	4.47
每股净资产	10.81	11.84	13.33	15.21
估值比率				
P/E	56	30	20	14
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	102	56	40	30

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn