

2024年06月28日
中船防务(00317.HK)

SDIC

公司分析

证券研究报告

商用车及货车(HS)

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价 19.92元
股价(2024-06-27) 16.20元

交易数据

总市值(百万元)	24877.71
流通市值(百万元)	10420.45
总股本(百万股)	1413.51
流通股本(百万股)	592.07
12个月价格区间	8.11/17.22元

国内军民船总装骨干企业，有望受益民船大周期，迎量价红利

■ 中船防务：控股黄埔文冲，国内军民船总装骨干企业

中船防务控股子公司黄埔文冲创建于1851年，是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，是中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。公司布局海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科技应用装备四大领域。截止2023年底，公司手持订单合同总价约557.6亿元，其中手持造船订单合同537.3亿元，包括110艘船舶产品、2座海工装备，共349.87万载重吨，充裕在手订单为公司后续业绩增长提供重要保障。

■ 造船大周期量价齐升，船企享“产能、价格、成本”三重红利

供给侧，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；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，叠加绿色动力催化，民船造船大周期开启。

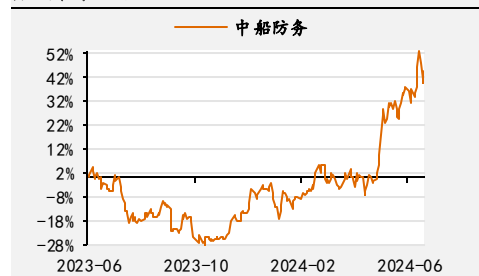
船厂供给紧而造船需求旺，卖方市场下，新船订单向头部集中，船企在手订单饱满，享受“产能红利”；价格端，全球新造船价格指数持续维持高位，船企议价能力较高，享受“ Δ 供给 $<$ Δ 需求”的价格红利；成本端，原材料影响较大的钢板价格已自2021年高位时的超7000元/吨回落到4000多元/吨的历史中枢水平，量价与成本剪刀差享受“盈利红利”。2023年国内民营龙头船企扬子江船业造船业务毛利率已达22%，同比+9pcts，预计2024年国内上市船企也将步入盈利上行拐点。

■ 投资建议：

我们预计2024-2026年公司分别实现营收178/205/244亿元，同比增长10.5%/14.9%/19.3%；2024-2026年分别实现归母净利润5.0/10.9/18.2亿元，同比增长948%/116%/67.4%，H股对应PE 41.49/19.20/11.47。

本轮民船造船大周期下，我们选取海内外上市船企中国船舶、中国重工、扬子江、现代重工、三星重工为公司可比公司。截止2024/6/28，可比公司中国船舶/中国重工/扬子江/现代重工/三星重工的PB(LYR)分别为3.8/1.4/2.5/2.7/2.4，中船防务A/H股PB分别为2.4/1.4，中船防务H股更具估值优势。我们给予中船防务H股1.5倍PB，选取2024/6/28港币兑人民币汇率0.93，对应目标价19.92港币，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.1	52.6	52.3
绝对收益	9.3	51.4	42.4

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

huyy1@essence.com.cn

相关报告

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，盈利预测不及预期风险。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	12,795.1	16,146.0	17,836.2	20,487.7	24,434.7
净利润	688.4	48.1	503.8	1,088.3	1,821.4
每股收益(元)	0.49	0.03	0.36	0.77	1.29
每股净资产(元)	11.03	11.61	10.06	10.67	11.70

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	57.3	820.4	78.3	36.2	21.7
市净率(倍)	2.5	2.4	2.8	2.6	2.4
净利润率	5.4%	0.3%	2.8%	5.3%	7.5%
净资产收益率	4.4%	0.3%	3.5%	7.2%	11.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
ROIC	9.7%	-14.2%	-20.7%	-38.3%	-80.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 中船防务：控股黄埔文冲，国内军民船建造骨干企业.....	5
2. 造船大周期：“设备更新”+“绿色动力”双驱动.....	8
2.1. 供给：造船产能出清，头部船企迎供给侧红利.....	8
2.2. 需求—设备更新：油轮率先开始更新，替代燃料长期赋能.....	9
2.3. 需求—新能源化：短期降速影响运输效率，长期新能源化加速老船更新.....	10
3. 行业跟踪：2024 年 1-5 月新船价格继续走高.....	11
3.1. 新船价格：新船价格继续走高.....	11
3.2. 新船订单/交付：2024 年 1-5 月新船订单同比增 50%.....	11
3.3. 造船成本：造船板价格 2024 年 2 月以来趋势走低.....	13
4. 盈利预测与投资评级.....	14
4.1. 成长性分析.....	14
4.2. 盈利预测.....	14
4.3. 估值分析.....	16
5. 风险提示.....	17

目 录

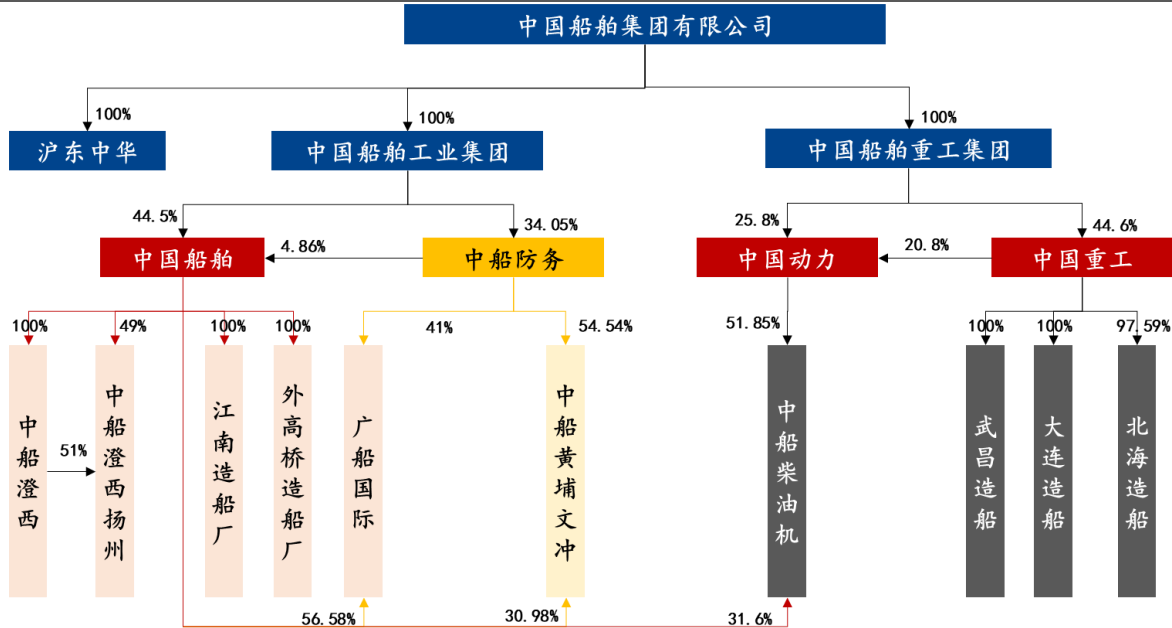
图 1. 中船防务股权结构：控股黄埔文冲，与中国船舶联营广船国际.....	5
图 2. 黄埔文冲主要厂区.....	5
图 3. 2004-2023 年中船防务营收结构：2023 年造船业务营收 132 亿元，同比+67.9%，营收占比 82%.....	6
图 4. 公司造船业务营收结构：2023 年集装箱船/散货船营收 43/9 亿元.....	6
图 5. 2018-2023 年公司分业务毛利率：集装箱船/散货船/修船业务/钢结构工程同比提升 7.....	7
图 6. 2023 年公司造船业务成本：直接材料约占 75%.....	7
图 7. 2018-2023 年公司费用率情况.....	7
图 8. 2009 年之后全球船坞快速出清，至 2024 年 1 月剩 155 座.....	8
图 9. 1960 年至今全球造船完工量竞争格局：向中韩日三国集中.....	8
图 10. 2000-2023 年全球新承接船舶订单&造船完工量（万载重吨）.....	9
图 11. 2023 年全球各类船以 dwt 计船龄：12.5%超 20 年.....	9
图 12. 2023 年全球各类船以数量计船龄：41.8%超 20 年.....	9
图 13. 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.....	10
图 14. 中国新船价格指数：2023 年 2 月底以来持续抬升.....	11
图 15. 散货船价格：好望角型涨至约 7200 万美元/艘.....	11
图 16. 油船价格：VLCC 涨至 1.27 亿美元/艘.....	11
图 17. 箱船价格：2.2-2.4 万 TEU 涨至 2.67 亿美元/艘.....	11
图 18. 全球新船订单：2024 年 1-5 月新接 5174 万 dwt，同比+50%.....	12
图 19. 全球散货船订单：2024 年 1-5 月新接 1381 万 dwt，同比+19%.....	12
图 20. 全球油船订单：2024 年 1-5 月新接 1949 万 dwt，同比+132%.....	12
图 21. 全球箱船订单：2024 年 1-5 月新接 31 万 TEU，同比-49%.....	12
图 22. 中国手持新船订单：截止 2024 年 4 月手持 6724 万 CGT，继续创新高.....	12
图 23. 全球造船完工：集装箱船新运力集中投放，油船交付持续低位运行.....	13
图 24. 中国船舶出口：2024 年 1-5 月中国累计出口船舶金额 1210 亿元，同比+99%.....	13
图 25. 造船板价格：上海造船板（20mm）6 月 26 日报收 4150 元/吨，2 月以来趋势走低.....	13
图 26. 可比公司历史 PB（LYR）：中船防务 H 股具备估值优势.....	16

表 1: 2024 年黄埔文冲部分新船订单.....	14
表 2: 盈利预测.....	15

1. 中船防务：控股黄埔文冲，国内军民船建造骨干企业

中船防务是中国船舶集团属下大型骨干造船企业和国家核心军工生产企业，目前布局海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科技应用装备四大领域，产品包括以军用舰船、海警装备、公务船等为代表的防务装备产品，以支线集装箱船、挖泥船、海洋工程平台、风电安装平台等为代表的船舶海工产品，以能源装备、工程机械、工业互联网平台为代表的船海应用业务产品。

图1. 中船防务股权结构：控股黄埔文冲，与中国船舶联营广船国际



资料来源：Wind，国投证券研究中心

中船防务控股子公司黄埔文冲创建于1851年，有着172年的建厂史，130多年的军工史，发展历程横跨三个世纪，是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，是中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。2023年，黄埔文冲实现主营业务收入143.7亿元，净利润-3.4亿元。

图2. 黄埔文冲主要厂区



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

此外，广船国际为公司联营企业，直接持有广船国际 41% 股份。2023 年广船国际实现主营业务收入 175.7 亿元，净利润 7429 万元，公司按照权益法根据股权比例确认联营企业投资收益。此外，公司持有中国船舶 4.86% 股份，根据二级市场股价变化确认公允价值变动。

受益批量交付和生产节奏加快，2023 年营收高增。2023 年公司实现总营收 161 亿元，同比增长 26%，其中造船业务营收 132 亿元，同比增长 67.9%，营收占比约 82%；造船业务中，特种船及其他/集装箱船/散货船分别实现营收 80/43/9 亿元，同比增长 65%/84%/35%，均实现高增，主要原因为随着系列船批量生产，产品生产周期逐步缩短，同时本集团加强了生产节奏把控，多艘产品提前实现交付。

订单方面，2023 年底手持造船订单 537.3 亿元。中船防务 2023 年实现经营承接 183 亿元，同比增加 27.5%，共承接 12 型 44 艘新造船订单，超额完成年度经营目标；军品方面，公司以保军强军为首责，积极适应海军装备建设新要求，稳步拓展防务装备市场；民品方面，批量承接支线集装箱船、散货船、重吊船等主建船型，首次承接中型 LPG 气体船、深海大型智能养殖工船、万吨级新型海上浮动实验平台。新承接订单中，主建船型、中高端船型占比同比显著提升。截止 2023 年底，公司手持订单合同总价约 557.6 亿元，其中手持造船订单合同 537.3 亿元，包括 110 艘船舶产品、2 座海工装备，共 349.87 万载重吨。

图3. 2004-2023 年中船防务营收结构：2023 年造船业务营收 132 亿元，同比+67.9%，营收占比 82%

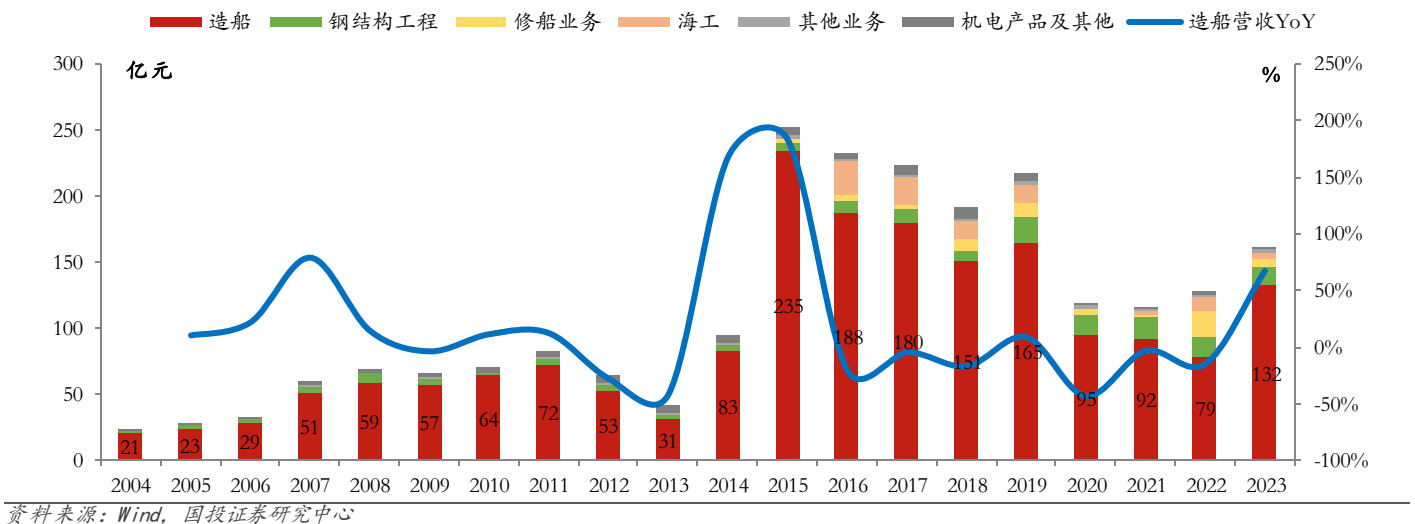
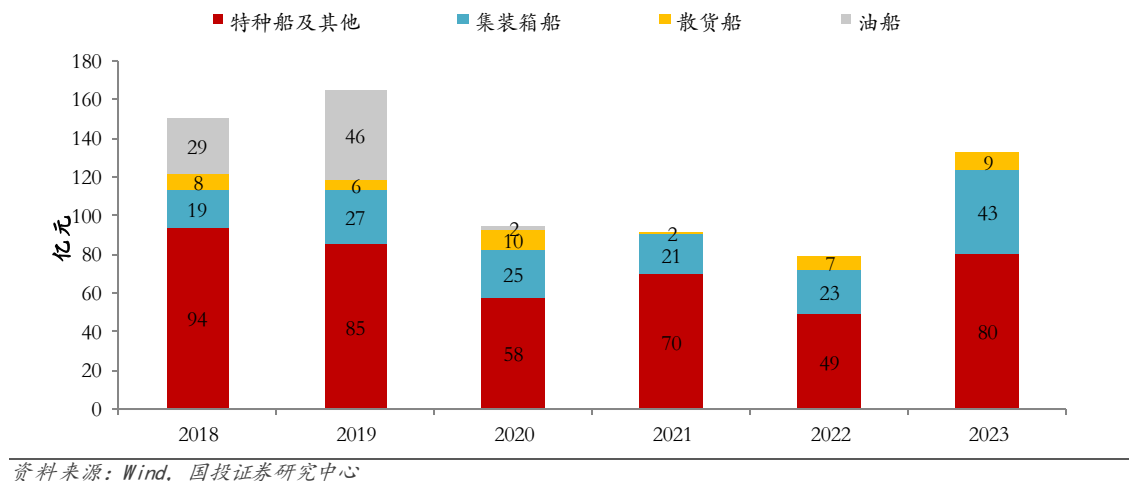
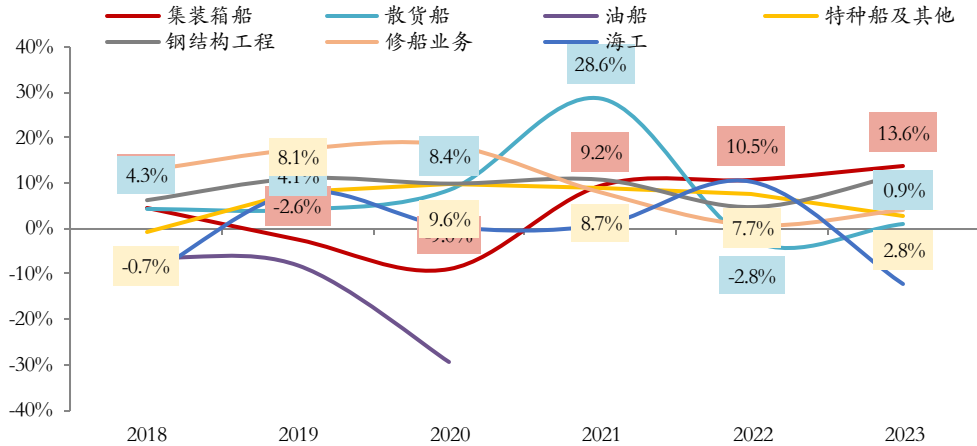


图4. 公司造船业务营收结构：2023 年集装箱船/散货船营收 43/9 亿元



毛利率方面，集装箱船和散货船毛利率有所提升。2023 年公司综合毛利率 6.6%，同比下降 0.3pcts；其中，造船业务毛利率 6.1%，同比减少 1.5pcts，主要原因为 2023 年完工交付的产品仍有部分为前期钢价低位、汇率高位时承接，毛利贡献较低，同时受船型结构变化影响，低毛利率的特种船及其他营收占比提升。2023 年造船业务中，特种船及其他/集装箱船/散货船毛利率分别为 2.8%/13.6%/0.9%，同比提升-4.9/3.8/3.0pcts，集装箱船和散货船毛利率有所提升。造船业务成本结构上看，直接材料成本占比 75.2%，占绝大部分比例，加工成本 25.6%，因此毛利率角度，新船价格和钢材成本将是毛利率天花板打开的关键。

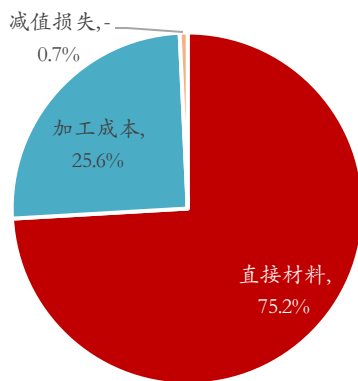
图5. 2018-2023 年公司分业务毛利率：集装箱船/散货船/修船业务/钢结构工程同比提升



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

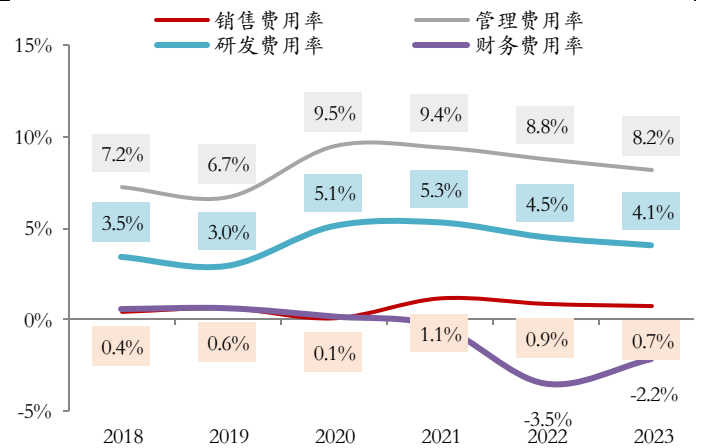
销售费用率/研发费用率/管理费用率收缩显著。2023 年，公司销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为 0.7%/4.1%/8.2%，同比均有所下降，规模化和降本增效效应显著；2023 年财务费用率-2.2%，主要产生利息收入 4.4 亿元和汇兑收益 1.87 亿元。

图6. 2023 年公司造船业务成本：直接材料约占 75%



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

图7. 2018-2023 年公司费用率情况



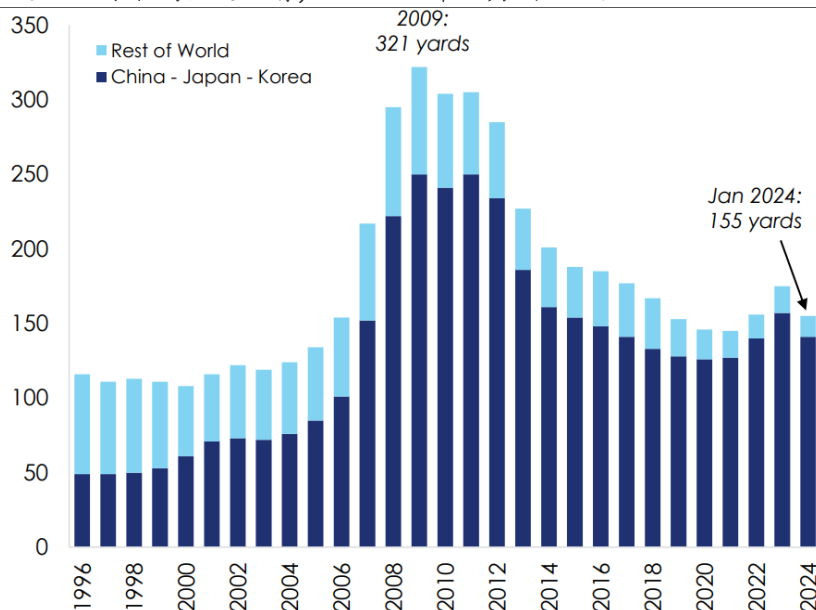
资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

2. 造船大周期：“设备更新”+“绿色动力”双驱动

2.1. 供给：造船产能出清，头部船企迎供给侧红利

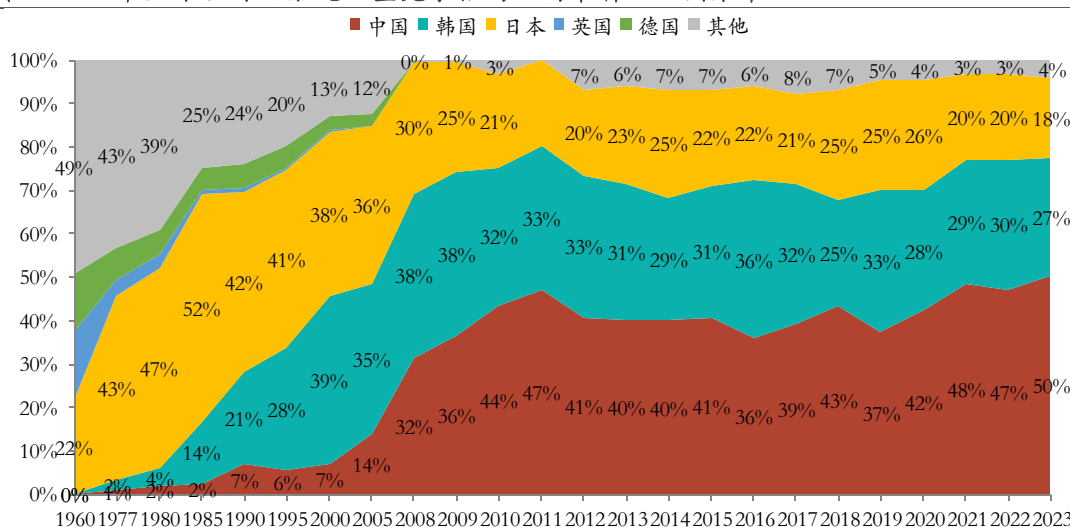
长期供给侧出清，全球船坞自 2009 年高峰减少 50% 以上，全球造船产能向中韩日集中。上一轮周期中，在全球经济高增速刺激下，船厂投资火爆。根据克拉克森研究统计，从 2006 年开始，全球船坞数量高速增长，从之前相对稳态的 100 多座暴增至 2009 年的 321 座；2008 年国际金融危机刺破行业泡沫后，造船供给端产能过剩矛盾愈加凸显，政策引导和市场倒逼下，全球造船产业经历了长达 10 多年的主动去库存阵痛期，船坞数量至 2024 年 1 月的 155 座，削减 50% 以上。从造船完工格局上看，2008 年以来，全球造船格局向中韩日三国集中，供给侧出清迎“产能红利”，全球新船订单向头部集中趋势显著。

图8. 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

图9. 1960 年至今全球造船完工量竞争格局：向中韩日三国集中



注：

1) 2005 年及其之前市占率数据参考以“总吨”计造船完工量，2008 年及以后参考“载重吨”；

2) 2008 年及之后“其他”包含英国、德国数据，不再单独列出。

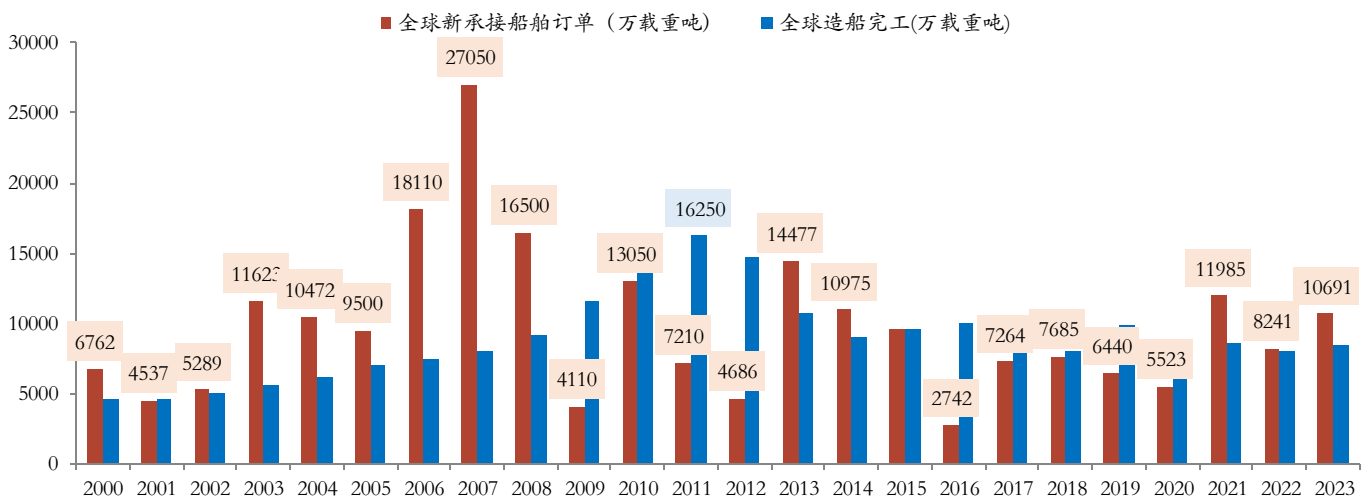
资料来源：Martine Economics，中国船舶工业协会，国际船舶网，中国船舶工业年鉴，国投证券研究中心

2.2. 需求—设备更新：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。

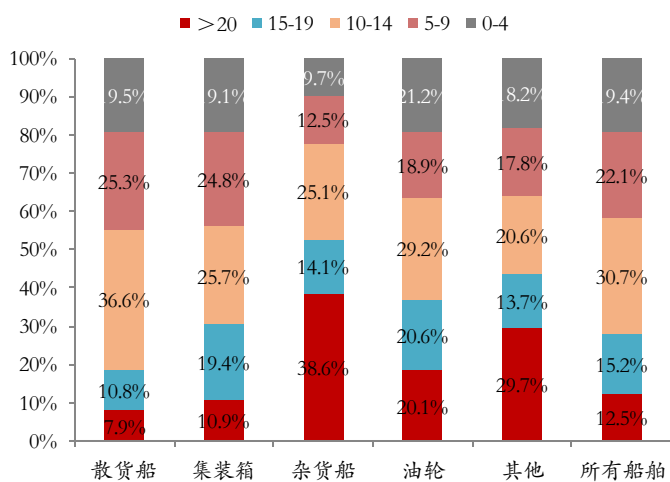
结构性看三大主流船舶船龄，运力角度看，2023 年以 dwt 计散货船/集装箱船/油轮的平均船龄分别为 10.6/11.5/11.6 年，干散货/油轮/集装箱船分别有 7.9%/20.1%/10.9% 的船只船龄超过 20 年；2023 年全球油轮/散货船/集装箱船存量运力分别为 6.5/9.7/3.1 亿载重吨，考虑船舶平均 20-25 年的正常使用寿命，即预计 2023-2028 年油轮/散货船/集装箱船将分别合计产生 13092/7693/3328 万载重吨更新替换需求，其中尤以油轮老龄化严重。

图10. 2000-2023 年全球新承接船舶订单&造船完工量（万载重吨）



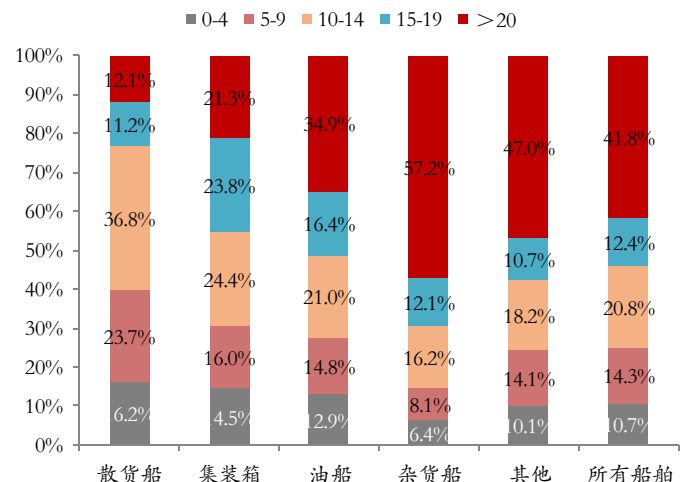
资料来源：中国船舶工业年鉴，Wind，国际船舶网，中国船舶工业协会，克拉克森，国投证券研究中心

图11. 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12. 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

2.3. 需求—新能源化：短期降速影响运输效率，长期新能源化加速老船更新

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（IMP）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，根据克拉克森数据，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13. 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，甲醇动力签单需求也持续增加。

3. 行业跟踪：2024 年 1-5 月新船价格继续走高

3.1. 新船价格：新船价格继续走高

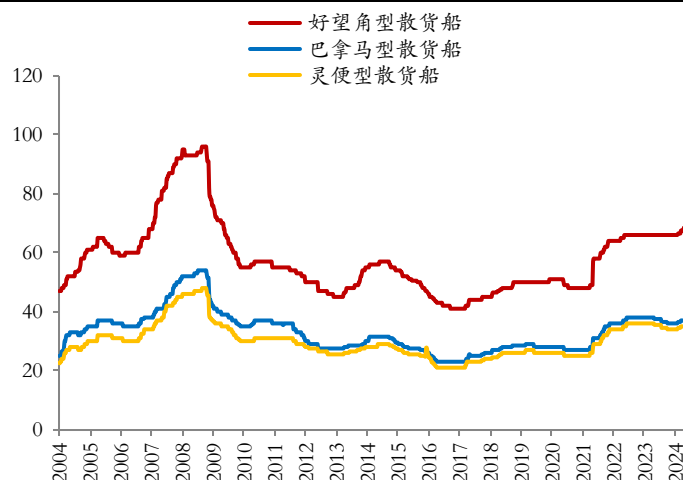
新船造价：根据 Wind 统计，2024 年 5 月中国新造船价格指数报收 1098 点，环比+0.9%，继续走高。分类型新船价格上，好望角型散货船已涨至 7200 万美元/艘（2008 年历史高峰接近 9600 万美元/艘），VLCC 油船涨至 1.27 亿美元/艘（2008 年历史高峰接近 1.56 亿美元/艘），超巴拿马型集装箱船价格同样走高，2.2-2.4 万 TEU 价格接近 2.67 亿美元/艘。

图14. 中国新船价格指数：2023 年 2 月底以来持续抬升



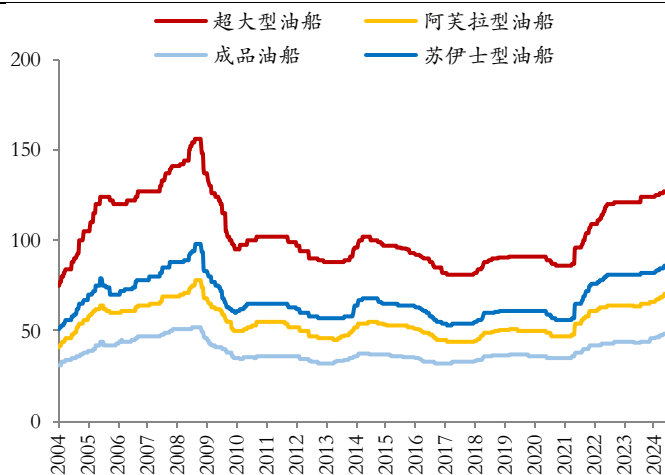
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图15. 散货船价格：好望角型涨至约 7200 万美元/艘



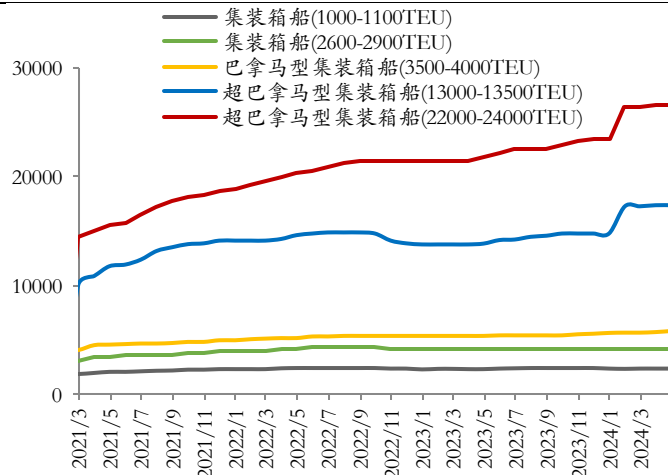
资料来源：Wind，Fearnleys，国投证券研究中心

图16. 油船价格：VLCC 涨至 1.27 亿美元/艘



资料来源：Wind，Fearnleys，国投证券研究中心

图17. 箱船价格：2.2-2.4 万 TEU 涨至 2.67 亿美元/艘

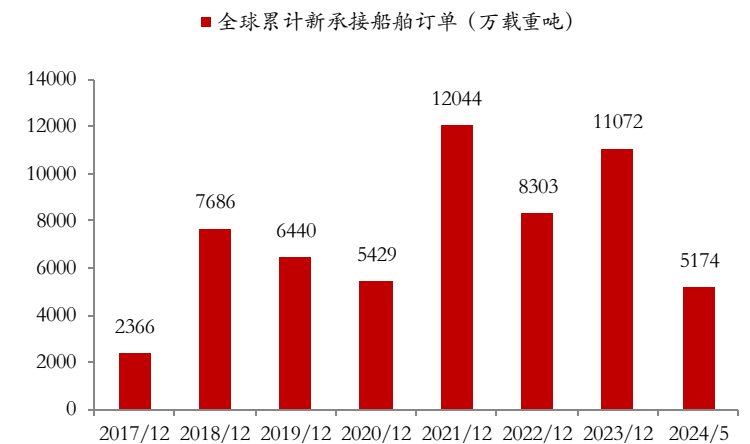


资料来源：Wind，国投证券研究中心

3.2. 新船订单/交付：2024 年 1-5 月新船订单同比增 50%

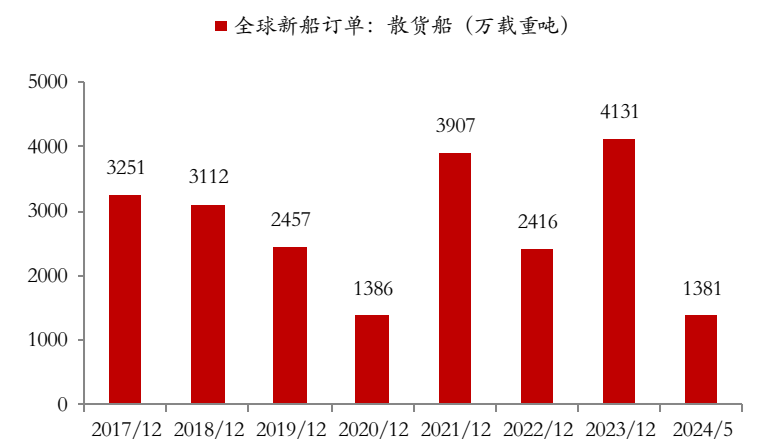
新船订单：2024 年 1-5 月载重吨计新签同比+50%，油船和散货船高增，集装箱船相对低迷。根据 Wind 统计，2024 年 1-5 月全球新承接船舶订单 5174 万载重吨，同比增长 50%；其中，散货船新接 1381 万载重吨，同比增长 19%，油船新承接 1949 万载重吨，同比增长 132%；集装箱船新承接 31 万 TEU，同比下滑 49%；2024 年新船市场油船、散货船订单火爆，而集装箱船订单则相对低迷。地区上看，截止 2024 年 4 月底，中国手持新船订单 6724 万修正总吨，全球占比约 52%，绝对量和市占率均继续走高。

图18. 全球新船订单：2024年1-5月新接5174万dwt，同比+50%



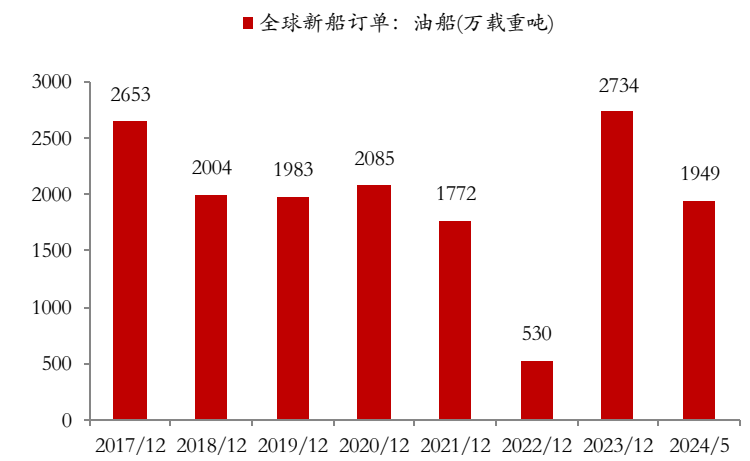
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图19. 全球散货船订单：2024年1-5月新接1381万dwt，同比+19%



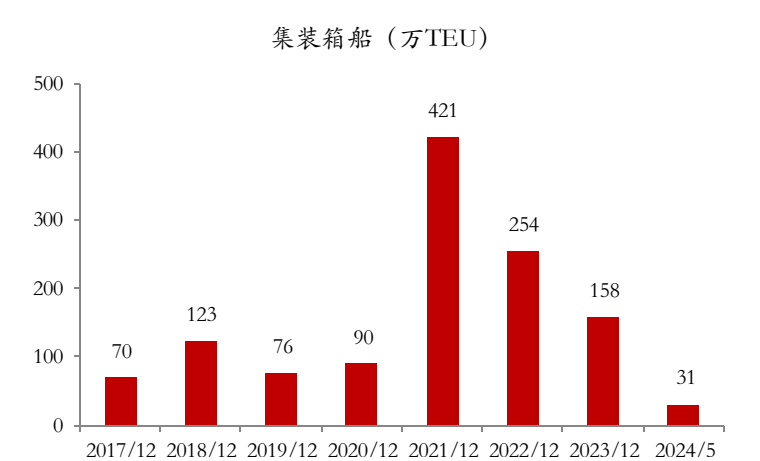
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图20. 全球油船订单：2024年1-5月新接1949万dwt，同比+132%



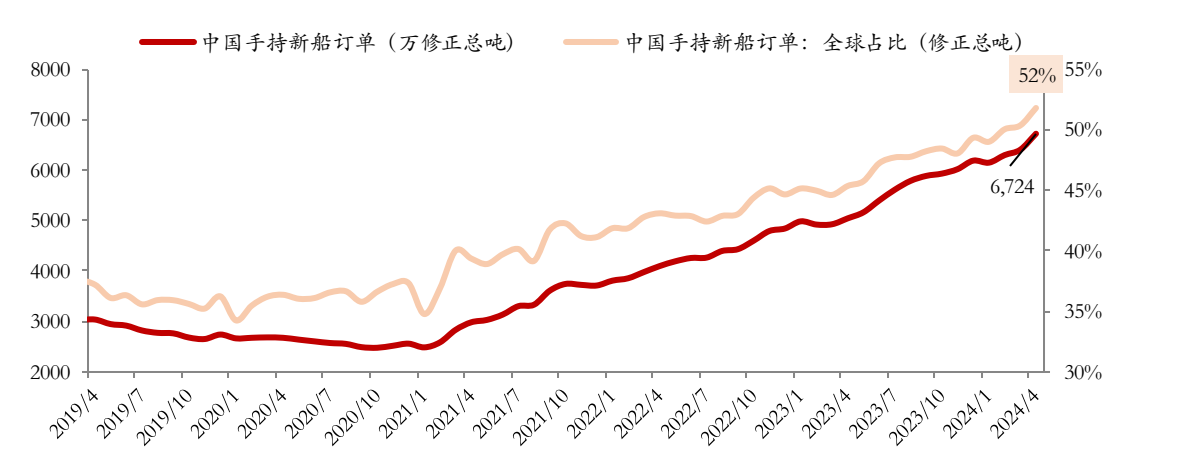
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图21. 全球箱船订单：2024年1-5月新接31万TEU，同比-49%



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图22. 中国手持新船订单：截止2024年4月手持6724万CGT，继续创新高

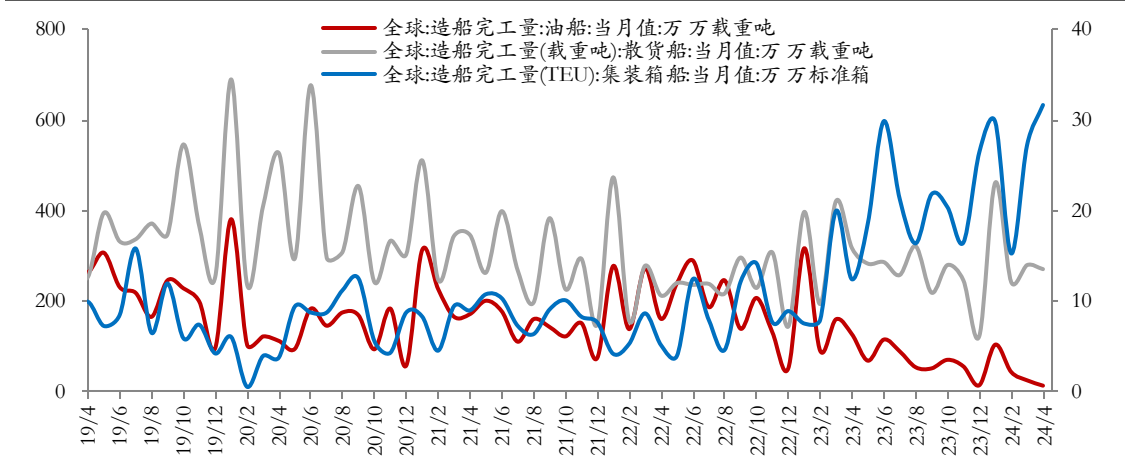


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

新船交付：2024年1-5月中国出口船舶1210亿元，同比约翻番。根据Wind统计，2023年3月以来，集装箱船新运力陆续投放市场，2024年1-4月全球集装箱船造船完工107万TEU，占存量运力的比例约为3.7%（根据Alphaliner数据，2023年底全球集装箱船运力约为

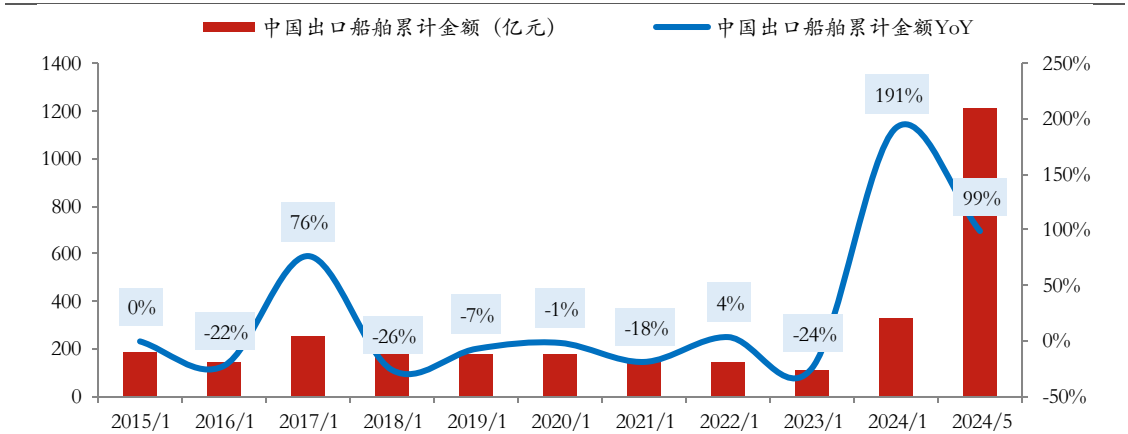
2852 万 TEU); 2024 年 1-4 月全球散货船造船完工 1258 万载重吨, 较往期保持相对均衡的水平; 2024 年 1-4 月全球油船完工 195 万载重吨, 继续保持低位。中国造船市场方面, 2024 年 1-5 月国内累计出口船舶金额 1210 亿元, 同比增长 99%。

图23. 全球造船完工：集装箱船新运力集中投放，油船交付持续低位运行



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图24. 中国船舶出口：2024 年 1-5 月中国累计出口船舶金额 1210 亿元，同比+99%



资料来源: Wind, 海关总署, 国投证券研究中心

3.3. 造船成本：造船板价格 2024 年 2 月以来趋势走低

图25. 造船板价格：上海造船板（20mm）6 月 26 日报收 4150 元/吨，2 月以来趋势走低



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 成长性分析

1) 具备支线集装箱船/散货船等多船型建造能力，有望持续受益民船大周期。

公司 54.54% 股权控股黄埔文冲，黄埔文冲拥有五大核心厂区，占地近 320 万平方米，码头合计 5300 多米，拥有 1.2 万吨级、2.5 万吨级、7 万吨级、15 万吨级、20 万吨级等多座大型船坞，是华南地区军用舰船、特种工程船、海洋工程、公务船及商货船的主要建造基地，也是目前中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地，公司 1700 箱、2200 箱、2700 箱为代表的系列支线集装箱船国际领先，同时具备大型特种运输船、散货船、多用途船舶、大型挖泥船等多种船型建造能力。截止 2023 年底，公司手持订单合同总价约 557.6 亿元，其中手持造船订单合同 537.3 亿元，在手订单充裕，我们认为公司未来将有望持续收益本轮民船“换新+新能源化”大周期。

表1：2024 年黄埔文冲部分新船订单

日期	船型	数量	规格	船东	动力
2024/6/22	LPG/氨运输船	1	41000立方米	西南海运	氨双燃料
2024/5/21	散货船	4+4	65000载重吨	塞浦路斯 Lemissoler Navigation	甲醇双燃料
2024/5/7	LPG/氨运输船	2	25000立方米	西南海运	氨双燃料
2024/5/5	集装箱船	2	4300箱	泰国宏海箱运 (RCL)	传统燃料/替代燃料预留
2024/4/26	重吊船	2	32000载重吨	塞浦路斯 Schoeller Holdings	-
2024/4/9	多用途船	2+2	82000载重吨	挪威 Grieg/Gearbulk	氨燃料预留
2024/4/9	集装箱船	4+2	4300箱	土耳其 Arkas	-
2024/3/6	LPG运输船	1	48000立方米	希腊 Benelux Overseas	-
2024/1/23	集装箱船	4	4300箱	泰国宏海箱运 (RCL)	传统燃料/替代燃料预留
2024/1/12	集装箱船	2	1250箱	德国 Elbeich Reederei	甲醇双燃料

资料来源：imarine，国投证券研究中心（注：订单来自第三方统计，实际以公司公告为准）

2) 我们认为未来还将受益于重组后格局优化和业务协同带来的资产盈利能力提升。

为保证中船防务及其中小股东的合法权益，消除和避免中国船舶集团下属企事业单位与中船防务之间的同业竞争，中国船舶集团于 2021 年 6 月 30 日出具《关于避免与中船海洋与防务装备股份有限公司同业竞争的承诺函》，承诺于本承诺函出具之日起五年内（即 2026 年 6 月 30 日），综合运用委托管理、资产重组、股权置换/转让、资产划转/出售、业务合并、业务调整或其他合法方式，稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题。根据此承诺函，预计未来 2 年内中国船舶集团将重点推进旗下船企的业务整合与重组，我们认为重组整合将有利于行业竞争格局优化，同时各船企间的业务协同和资源整合，长期来看也有利于增厚企业资产盈利能力。

4.2. 盈利预测

造船业务：2023 年公司实现经营承接 183 亿元，同比增加 27.5%，超额完成年度经营目标；截止 2023 年底，公司手持订单合同总价约 557.6 亿元，其中手持造船订单合同 537.3 亿元，包括 110 艘船舶产品、2 座海工装备，共 349.87 万载重吨。根据公司在手订单情况，我们假设 2024-2026 年公司造船业务分别实现营收 158.4/184.9/224.4 亿元，同比增长 19.7%/16.7%/21.3%，毛利率分别为 10.4%/13.7%/16.7%。

钢结构工程：2023 年公司调整钢结构业务产业布局，收紧桥梁类业务的承接力度，加大海上风电钢结构市场承接，使得此板块业务整体毛利率有所提升。因此，我们保守假设 2024-2026 年公司钢结构工程业务营收 13 亿元不变，假设毛利率 12% 不变。

修船业务：2023 年公司此板块收入下降的主要原因是上年船舶改装市场业务需求量较大，本报告期趋于平稳，毛利率有所增长主要因船舶修理板块内部细分调整，增加了外轮的修理占比，毛利率整体有所提高。因此，我们中性假设 2024-2026 年公司船舶修理及改装业务营收保持 10 亿元，毛利率保持 4%。

海工业务：2023 年收入和毛利率下降的主要原因是本报告期主要建造产品为天然气水合物钻采船，且该船舶为首制产品，研发投入和建造成本均较高。我们中性假设 2024-2026 年公司海工业务保持营收 5 亿元，毛利率保持 5%。

机电产品及其他：2023 年收入下降的主要原因是船舶市场持续向好，报告期内部分用于租赁的船舶产品实现销售，船舶租赁业务收入减少；毛利增长的主要原因是受美元汇率升值影响，香港船舶租赁业务收入毛利率同比增长。我们中性假设 2024-2026 年公司机电产品及其他业务营收保持 2 亿元，毛利率保持 26%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司分别实现营收 178/205/244 亿元，同比增长 10.5%/14.9%/19.3%；2024-2026 年分别实现归母净利润 5.0/10.9/18.2 亿元，同比增长 948%/116%/67.4%。

表2：盈利预测

单位：百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
造船业务	营业收入	78.8	132.3	158.4	184.9	224.4
	YoY	-14.3%	67.9%	19.7%	16.7%	21.3%
	毛利	6.0	8.1	16.4	25.3	37.4
	毛利率	7.6%	6.1%	10.4%	13.7%	16.7%
钢结构工程	营业收入	15.3	13.4	13.0	13.0	13.0
	YoY	-6.3%	-12.5%	-3.1%	0.0%	0.0%
	毛利	0.7	1.6	1.6	1.6	1.6
	毛利率	4.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
修船业务	营业收入	18.9	7.4	10.0	10.0	10.0
	YoY	1429.5%	-60.7%	34.4%	0.0%	0.0%
	毛利	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
	毛利率	0.5%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
海工	营业收入	10.8	4.2	5	5	5
	YoY	202.0%	-60.7%	18.2%	0%	0%
	毛利	1.1	(0.5)	0.3	0.3	0.3
	毛利率	10.3%	-12.4%	5.0%	5.0%	5.0%
机电产品及其他	营业收入	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	YoY	38.6%	-1.4%	0%	0%	0%
	毛利	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
	毛利率	12.4%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务	营业收入	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
	YoY	-2.7%	-3.4%	0.0%	0%	0%
	毛利	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
	毛利率	27.8%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
合计	营业收入	128.0	161.5	178	205	244
	YoY	9.6%	26.2%	10.5%	14.9%	19.3%
	毛利	8.8	10.7	18.7	27.7	39.7
	毛利率	6.9%	6.6%	10.5%	13.5%	16.2%

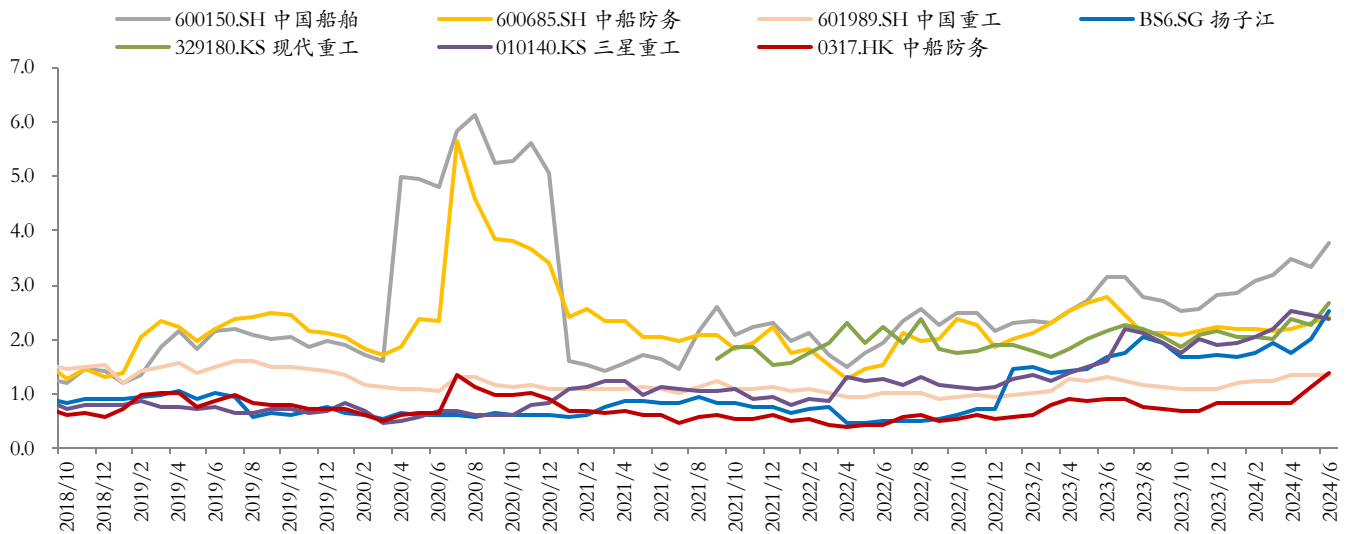
资料来源：Wind，国投证券研究中心

4.3. 估值分析

本轮民船造船大周期下，我们选取海内外上市船企中国船舶、中国重工、扬子江、现代重工、三星重工为公司可比公司。

截止 2024/6/28，可比公司中国船舶/中国重工/扬子江/现代重工/三星重工的 PB (LYR) 分别为 3.8/1.4/2.5/2.7/2.4，中船防务 A/H 股 PB 分别为 2.4/1.4，相较于可比公司，中船防务 H 股更具估值优势。我们保守给予中船防务 H 股 1.5 倍 PB，选取 2024/6/28 港币兑人民币汇率 0.93，对应目标价 19.92 港币，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

图26. 可比公司历史 PB (LYR)：中船防务 H 股具备估值优势



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

5. 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) **盈利预测不及预期风险。**盈利预测基于公司在手订单情况、当前成本端价格（如造船板成本）预期，若公司在手订单交付不及预期或成本端价格上涨，则或对公司业绩兑现及盈利能力产生影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标				
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,795.1	16,146.0	17,836.2	20,487.7	24,434.7	成长性				
减:营业成本	11,916.9	15,075.8	15,962.7	17,722.2	20,466.2	营业收入增长率	9.6%	26.2%	10.5%	14.9%
营业税费	20.4	26.8	28.5	32.8	39.1	营业利润增长率	567.1%	-89.9%	749.7%	124.7%
销售费用	108.8	119.7	124.9	122.9	122.2	净利润增长率	767.1%	-93.0%	948.1%	116.0%
管理费用	547.6	663.3	713.4	799.0	953.0	EBITDA 增长率	76.3%	-118.8%	-894.2%	105.9%
研发费用	576.3	658.5	713.4	799.0	953.0	EBIT 增长率	-329.0%	-507.4%	-163.4%	243.6%
财务费用	-449.4	-348.9	-291.7	-292.9	-320.5	NOPLAT 增长率	333.7%	-212.1%	-203.7%	232.8%
加:资产/信用减值损失	-102.4	-2.8	2.0	2.0	2.0	投资资本增长率	-23.3%	-171.1%	80.2%	-12.4%
公允价值变动收益	-23.4	-102.7	-13.7	9.8	-1.9	净资产增长率	0.4%	4.6%	-10.9%	5.8%
投资和汇兑收益	618.4	23.7	23.0	23.0	23.0	利润率				
营业利润	694.8	70.2	596.2	1,339.4	2,245.0	毛利率	6.9%	6.6%	10.5%	13.5%
加:营业外净收支	5.3	2.9	6.4	4.9	4.7	营业利润率	5.4%	0.4%	3.3%	6.5%
利润总额	700.1	73.1	602.6	1,344.3	2,249.7	净利润率	5.4%	0.3%	2.8%	5.3%
减:所得税	-9.9	-0.1	30.1	107.5	180.0	EBITDA/营业收入	3.7%	-0.6%	4.0%	7.2%
净利润	688.4	48.1	503.8	1,088.3	1,821.4	EBIT/营业收入	0.9%	-3.0%	1.7%	5.1%
						运营效率				
资产负债表						固定资产周转天数	142	117	103	87
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-224	-229	-244	-219
货币资金	14,813.8	16,422.8	36,962.1	37,784.1	38,200.2	流动资产周转天数	702	621	795	882
交易性金融资产	29.9	9.1	10.0	16.3	11.8	应收帐款周转天数	32	37	36	35
应收帐款	1,128.9	2,167.4	1,414.2	2,579.6	2,306.5	存货周转天数	131	109	98	78
应收票据	86.0	20.4	221.3	6.1	248.3	总资产周转天数	1,277	1,085	1,215	1,242
预付帐款	2,892.1	2,737.3	3,211.2	3,695.3	4,052.9	投资资本周转天数	64	6	-39	-41
存货	4,353.6	5,434.8	4,320.2	4,540.9	6,829.2	投资回报率				
其他流动资产	2,540.9	3,034.8	2,829.6	2,801.8	2,888.7	ROE	4.4%	0.3%	3.5%	7.2%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	1.5%	0.1%	0.8%	1.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	9.7%	-14.2%	-20.7%	-38.3%
长期股权投资	5,576.3	5,205.8	5,205.8	5,205.8	5,205.8	费用率				
投资性房地产	136.2	129.6	129.6	129.6	129.6	销售费用率	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%
固定资产	5,354.6	5,171.7	5,013.9	4,844.7	4,663.5	管理费用率	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%
在建工程	277.0	340.8	418.7	492.8	563.2	研发费用率	4.5%	4.1%	4.0%	3.9%
无形资产	910.4	886.4	855.4	824.3	793.2	财务费用率	-3.5%	-2.2%	-1.6%	-1.4%
其他非流动资产	8,380.1	9,301.5	8,941.4	8,856.1	9,013.3	四费/营业收入	6.1%	6.8%	7.1%	7.0%
资产总额	46,479.8	50,862.5	69,533.4	71,777.5	74,906.2	偿债能力				
短期债务	2,881.0	780.5	10,000.0	10,000.0	10,000.0	资产负债率	59.7%	61.5%	74.9%	74.2%
应付帐款	4,814.6	5,119.0	5,199.7	5,286.5	7,655.2	负债权益比	147.9%	159.4%	298.0%	288.2%
应付票据	2,984.4	3,882.6	3,447.1	4,687.2	4,684.0	流动比率	1.06	1.13	1.37	1.39
其他流动负债	13,681.3	16,703.4	17,087.7	17,006.6	17,007.8	速动比率	0.88	0.92	1.25	1.27
长期借款	2,230.2	3,314.3	15,000.0	15,000.0	14,000.0	利息保障倍数	-0.26	1.38	-1.04	-3.57
其他非流动负债	1,137.5	1,455.5	1,327.8	1,306.9	1,363.4	分红指标				
负债总额	27,729.1	31,255.5	52,062.2	53,287.2	54,710.5	DPS(元)	0.01	-	0.07	0.15
少数股东权益	3,162.7	3,189.5	3,258.2	3,406.6	3,654.9	分红比率	2.1%	0.0%	20.0%	20.0%
股本	1,413.5	1,413.5	1,413.5	1,413.5	1,413.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%
留存收益	12,724.0	12,396.5	12,799.6	13,670.2	15,127.3					
股东权益	18,750.7	19,607.0	17,471.2	18,490.3	20,195.8					
现金流量表						业绩和估值指标				
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	710.1	73.2	503.8	1,088.3	1,821.4	EPS(元)	0.49	0.03	0.36	0.77
加:折旧和摊销	370.2	400.4	410.9	426.3	441.9	BVPS(元)	11.03	11.61	10.06	10.67
资产减值准备	123.0	4.1	-	-	-	PE(X)	57.3	820.4	78.3	36.2
公允价值变动损失	23.4	102.7	-13.7	9.8	-1.9	PB(X)	2.5	2.4	2.8	2.6
财务费用	109.7	138.3	-291.7	-292.9	-320.5	P/FCF	21.9	19.8	1.7	46.7
投资收益	-618.4	-23.7	-23.0	-23.0	-23.0	P/S	3.1	2.4	2.2	1.9
少数股东损益	21.7	25.1	68.7	148.4	248.4	EV/EBITDA	32.8	-203.2	31.7	15.0
营运资金的变动	4,812.7	5,173.6	1,382.3	-356.5	-317.0	CAGR(%)	20.3%	204.6%	76.5%	20.3%
经营活动产生现金流量	2,015.0	3,312.0	2,037.3	1,000.4	1,849.2	PEG	2.8	4.0	1.0	1.8
投资活动产生现金流量	3,472.0	-3,100.5	-80.6	-322.7	-312.0	ROIC/WACC	1.3	-2.0	-2.9	-5.3
融资活动产生现金流量	121.9	-1,623.2	18,582.7	144.3	-1,121.2	REP	6.0	6.7	3.2	1.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

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恒生指数 15%及以上；
- 增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；
- 中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生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恒生指数 5%至 15%（含）；
- 卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 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恒生指数波动；
- B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

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，需在允许的范围内使用，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：上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮编：200082

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