

中国船舶 (600150)

周期上行期重组优质资产，全球造船龙头兑现提速

买入 (维持)

2024 年 12 月 23 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 韦译捷

执业证书: S0600524080006
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	594.85	748.39	824.77	937.69	1,047.64
同比 (%)	(0.43)	25.81	10.21	13.69	11.73
归母净利润 (亿元)	1.73	29.57	39.45	78.81	107.75
同比 (%)	(19.34)	1,614.73	33.38	99.79	36.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.04	0.66	0.88	1.76	2.41
P/E (现价&最新摊薄)	940.02	54.82	41.10	20.57	15.05

投资要点

■ 船舶行业大周期已至，看好量利齐升的中国造船产业链

由于船舶寿命二十年以上，且生产、扩产周期长，造船业以十年为维度周期波动。本轮船周期启动自 2021 年，当前仍维持较高景气度。根据 Clarkson，2024 年 1-11 月全球新造船订单 6033 万 CGT，同比增长 36%，较过去十年同期平均水平增长 37%，船价位于历史峰值 99% 点位。综合供需两侧，我们判断本轮景气上行可持续至 2030 年：需求侧，船舶更新替换和环保转型为核心驱动力，供给侧，与上轮周期相比弹性大幅削弱，船厂产能扩张更为谨慎，本轮上行周期持续时间更长。我国船舶制造业份额已提升至全球第一，按载重吨，2023 年我国造船完工量、新签订单量占全球比重 50%、67%。现代造船业为资金、技术、人力密集型产业，由于我国的产业链完整度、原材料成本和汇率等比较优势短中期难以超越，本轮周期将最为受益。

■ 中国船舶：全球造船龙头，受益周期上行+优质资产注入

中国船舶集团为全球最大的造船集团，2023 年船舶建造量占全球份额 19%。中国船舶是中国船舶集团核心军民品主业上市公司，定位为集团旗下的船舶总装上市平台，经历数轮融资注入、重组整合，目前为国内规模最大的综合性造船企业。目前，中国船舶控股江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西四大船厂，业务分造船（军、民）、修船、海工和机电设备四个板块。造船为重资产行业，周期下行时期成本负担沉重。尽管 2021 年起船厂的订单量价开始修复，公司业绩释放 2023 年才开始，且盈利空间仍将持续扩大：2021-2022 年受到疫情、大宗商品涨价、汇率波动等影响，公司继续对在手订单计提减值损失。2023 年起公司轻装上阵，迎来盈利拐点。2024 前三季度公司实现营业总收入 562 亿元，同比增长 13%，扣非归母净利润 20 亿元，同比增长 560%，销售毛/净利率分别为 9%/4%，较上一轮周期高点 25%/15% 仍有修复空间。

■ 拟吸收合并中国重工，中船系船舶总装上市平台实力再增强

公司业绩变化显著受到造船周期波动和集团资产注入影响。1998 年上市以来，中国船舶的业绩走势可划分为三个阶段：（1）1998-2006 年：公司作为沪东重机上市，主要生产船用中低速柴油机。（2）2007-2019 年：2007 年，外高桥造船和中船澄西注入，沪东重机改名中国船舶，营收由十亿量级增至百亿。2009 年起，全球新船需求急剧萎缩，船价下跌，减值计提增加，2012-2015 年公司盈利不足 1 亿。（3）2020-2024 年：2020 年中国船舶吸收了中船集团旗下江南造船厂、广船国际等造船总装资产，营收体量再翻倍。同时，中国船舶逐步将沪东重机资产置出。2024 年 9 月，中国船舶发布公告，拟以发行 A 股的形式换股吸收合并中国重工，重组后，中国船舶将成为全球最大的上市造船企业。我们看好周期上行期，南北船重组后行业竞争格局优化，协同效应增强，经营质量提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 39/79/108 亿元（暂不考虑吸收合并中国重工带来的增厚），当前市值对应 PE 为 41/21/15 倍。考虑到船舶行业景气度延续，公司高毛利订单将兑现业绩，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险、汇率波动风险、行业竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.67
一年最低/最高价	27.61/45.95
市净率(倍)	3.22
流通 A 股市值(百万元)	159,531.53
总市值(百万元)	159,531.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.08
资产负债率(% ,LF)	69.88
总股本(百万股)	4,472.43
流通 A 股(百万股)	4,472.43

相关研究

《中国船舶(600150): 军船为基, 民船受益新一轮周期有望贡献较大弹性》

2022-09-06

《中国船舶(600150): 中国船舶: 74.8 亿海工产品合同成功转让减轻包袱, 受让广船扬州资产助力中船澄西发展》

2017-11-14

内容目录

1. 中国船舶：全球造船龙头，受益周期复苏	5
1.1. 国内规模最大的综合性造船企业，引领船舶工业发展.....	5
1.2. 在手订单高增，利润弹性待释放.....	7
1.3. 南北船重组推进，中国船舶综合实力显著增强.....	10
2. 新一轮船舶大周期已至，看好量利齐升的中国造船龙头	11
2.1. 船舶制造：军民结合，资金、技术、人力密集型先进制造业.....	11
2.2. 船龄到期和环保公约为本轮周期上行动力，供给刚性下中国船舶制造业最为受益.....	13
2.2.1. 十年维度的长周期赛道，供需共振驱动本轮周期上行.....	13
2.2.2. 新周期下中国造船产业链最为受益，关注量利齐升的龙头船厂.....	18
3. 盈利预测与投资建议	20
3.1. 盈利预测.....	20
3.2. 投资建议.....	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1:	中国船舶发展历程梳理.....	5
图 2:	中国船舶股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	6
图 3:	公司业务分造船、修船、海工和机电设备四大板块, 船舶建造为主.....	6
图 4:	公司营收复盘: 持续注入中船集团下优质船舶总装资产.....	8
图 5:	公司利润复盘: 过去受减持计提影响较大, 2023 年迎盈利拐点.....	8
图 6:	受周期下行影响, 公司盈利能力承压.....	9
图 7:	2022Q1 起船价与钢价形成明显剪刀差.....	9
图 8:	中国船舶集团旗下船厂及其市占率 (截至 2024 年 9 月 30 日)	10
图 9:	船舶制造业上下游梳理.....	11
图 10:	散货船/油轮/集装箱船历史运力占比 (按 DWT)	12
图 11:	散货船/油轮/集装箱船历史交付占比 (按 DWT)	12
图 12:	截至 2023 年 12 月, 中国船舶集团在手订单分船型占比 (按 DWT)	12
图 13:	截至 2023 年 12 月 31 日 HD 现代重工分船型占比 (按 DWT)	12
图 14:	全球船舶制造业周期复盘.....	13
图 15:	2021 年起船价、手持订单覆盖率持续提升.....	14
图 16:	2021 年以来新造船价格指数持续上行.....	14
图 17:	2024 年全球活跃船厂数量 (单位: 家) 为上轮高峰期的 36%.....	14
图 18:	2024 年中国活跃船厂数量 (单位: 家) 相比 2008 年下降 66%.....	14
图 19:	全球集装箱船平均船队船龄/拆解船龄 (单位: 年)	15
图 20:	全球油轮平均船队船龄/拆解船龄 (单位: 年)	15
图 21:	全球散货船平均船队船龄/拆解船龄 (单位: 年)	15
图 22:	按存量更新测算, 2023-2030 年更新替换量+16%.....	15
图 23:	2021-2022 年 BDI 大幅提升	16
图 24:	2021-2022 年原油和成品油运价指数高位运转	16
图 25:	2021-2022 年中国出口集装箱运价指数高位运转	16
图 26:	2021-2022 年美国进出口金额高增	16
图 27:	中日韩交付订单量占比 (按 DWT)	18
图 28:	中日韩在手订单量占比 (按 DWT)	18
图 29:	中日韩新接订单量占比 (按 DWT)	18
图 30:	中国船企三大造船指标持续增长 (万载重吨)	19
图 31:	中国船舶净利率与滞后两期的新造船价格指数趋势一致, 2023 年迎向上拐点.....	19
图 32:	船价与钢价、人民币兑美元汇率形成剪刀差.....	19
图 33:	中国船舶下属各船厂订单饱满, 产能饱和.....	20
图 34:	中国船舶旗下四大船厂订单交付结构 (CGT)	20
表 1:	2024 上半年公司旗下四大船企经营情况梳理.....	7
表 2:	2021 年起公司新签、在手民品船舶订单持续增长.....	9
表 3:	中国船舶集团旗下各船厂 2023 年经营数据.....	11
表 4:	航运行业 2021-2022 年盈利情况转好, 现金流显著改善 (汇率均取年末水平)	16

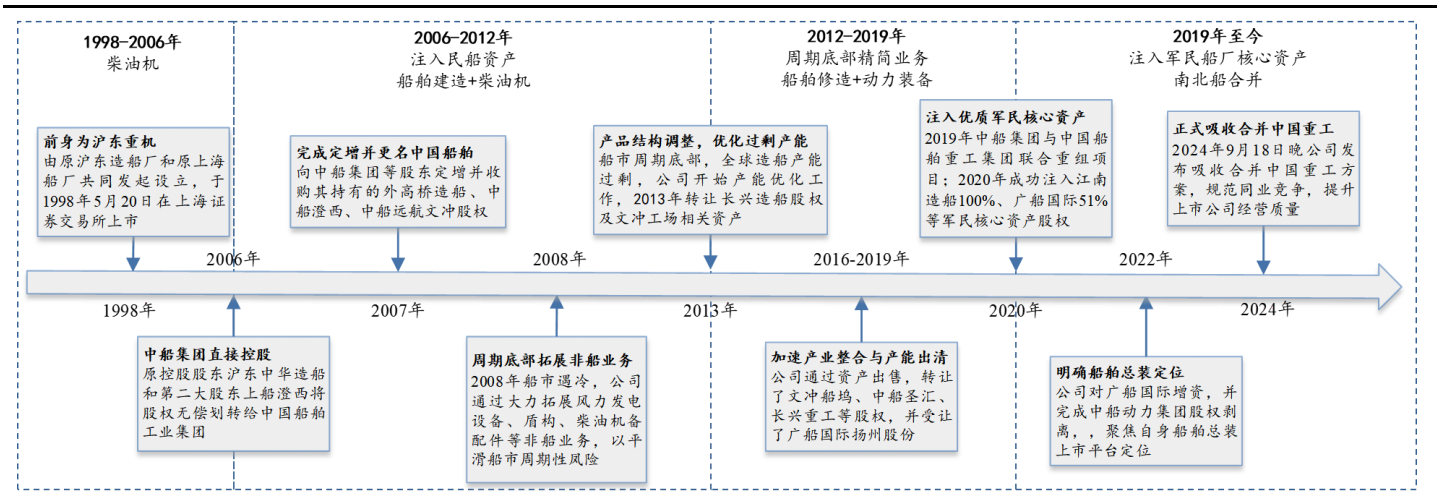
表 5: 环保政策加速更新换代.....	17
表 6: 中国船舶收入拆分表.....	21
表 7: 可比公司估值表 (2024/12/20)	22

1. 中国船舶：全球造船龙头，受益周期复苏

1.1. 国内规模最大的综合性造船企业，引领船舶工业发展

中国船舶为中国船舶集团核心军民品主业上市公司，经历数轮资产重组整合，成长为国内规模最大的综合性造船企业。公司前身为“南船”中船工业旗下的沪东重机，主营船用柴油机，1998年在沪主板上市。2007年，公司置入外高桥造船、中船澄西两大船厂，更名为中国船舶，成为造船、修船、核心配件三位一体的船舶龙头。2020年，公司再次置入江南造船厂、广船国际、黄埔文冲等船厂股权，并逐步置出沪东重机股权，不再直接参与其经营，定位聚焦船舶总装上市平台。2024年9月，中国船舶发布公告，拟以发行A股的形式换股吸收合并中国重工，重组旨在减少同业竞争，提高协同效应，与中国重工重组后，中国船舶将成为全球最大的上市造船企业。

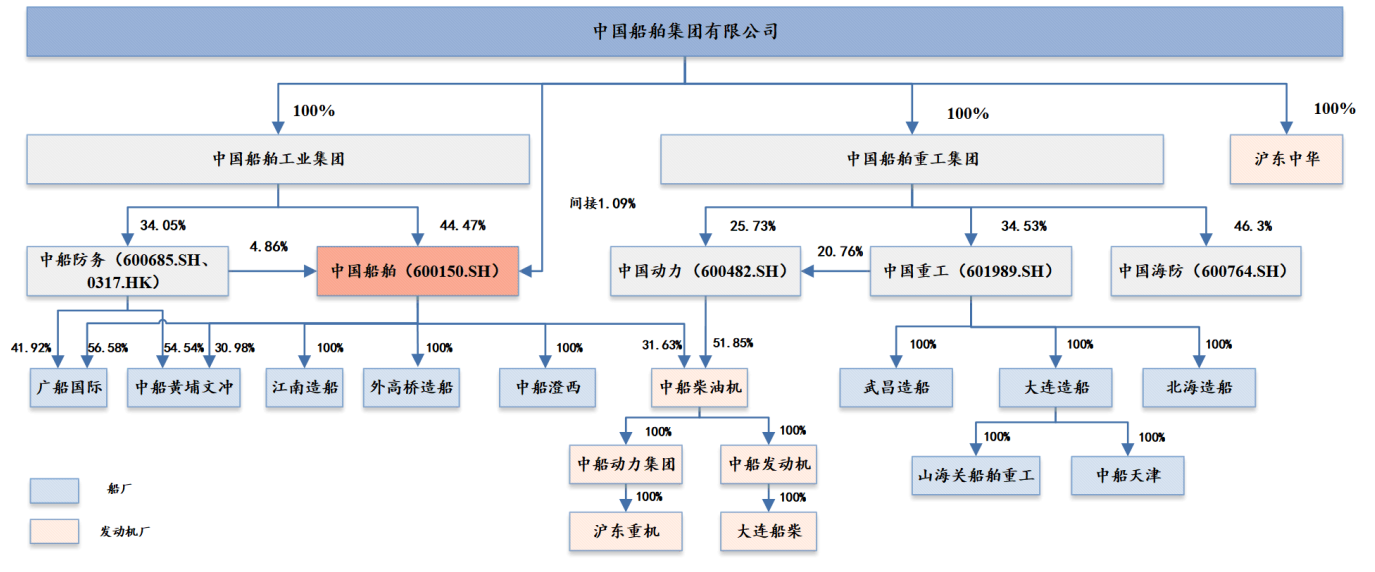
图1：中国船舶发展历程梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中国船舶的实际控制人为国资委，第一大股东为中船工业。截至2024年6月30日，国资委持有中国船舶47.2%股权，中船工业直接持有公司44.5%股权，通过中船防务间接持股4.9%，合计持股49.3%。中国船舶旗下拥有江南造船、外高桥造船、广船国际和中船澄西四大控股子公司，黄埔文冲、中船柴油机、澄西扬州三大参股公司。

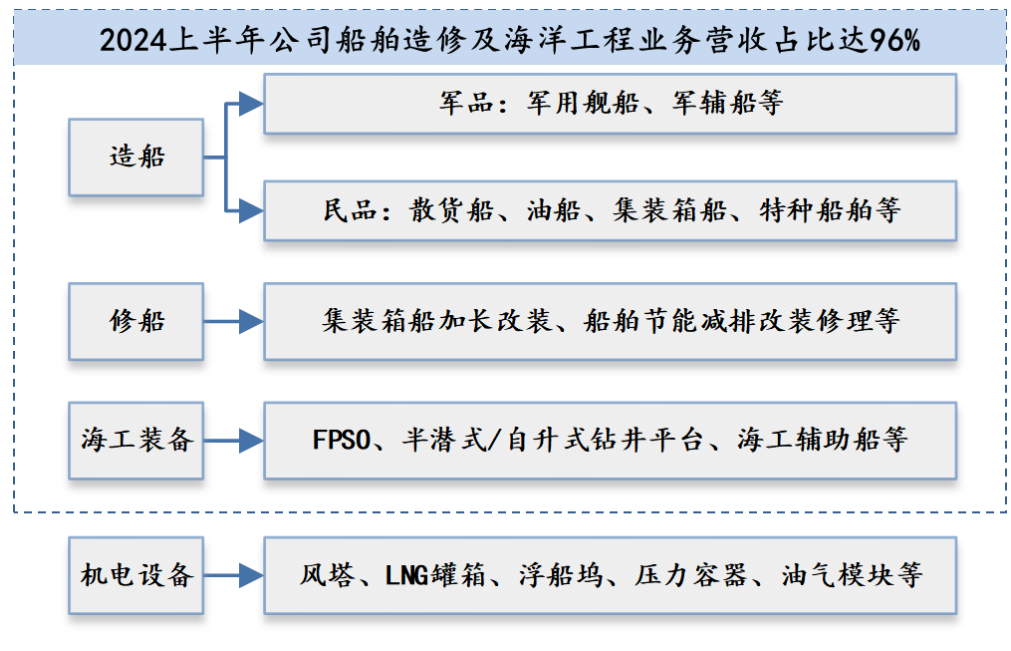
图2: 中国船舶股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司主业包括造船、修船、海工以及机电设备四大板块, 船舶建造占主体地位。(1) **船舶建造**: 包括各式军用舰船、军辅船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮、大型 LNG 船以及各类特种船等民船, 造船总量常年位居全国第一。(2) **海工装备建造**: 包括 FPSO、半潜式、自升式钻井平台等, 公司在自升式钻井平台、FPSO 领域已经形成系列化、批量化的建造能力。(3) **船舶配套及机电设备**: 包括风塔、LNG 罐箱、钢结构等。

图3: 公司业务分造船、修船、海工和机电设备四大板块, 船舶建造为主



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

四大控股船企江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西各有优势领域：（1）江南造船主营军船及高附加值民船建造（超大型集装箱船、VLGC、LPG，破冰船、科考船等特种船舶），代表我国高端船舶制造水平。（2）外高桥造船主营民船和海工装备制造，在大中型散货船、油轮和集装箱船，PCTC，FPSO 等领域设计建造能力突出。（3）广船国际主营军辅船与高附加值民船。（4）中船澄西主营船舶修理改装及机电业务，并涉及军辅船和特殊船型的建造。

表1：2024 上半年公司旗下四大船企经营情况梳理

经营主体	持股比例	业务板块	主要产品	占公司总营收比重	毛利率	归母净利润率
江南造船	100%	造船业务	军用舰船、集装箱船、液化气船、汽车运输船等	45%	6%	2%
外高桥造船	100%	造船业务	集装箱船、油轮、散货船、汽车运输船等	22%	10%	8%
		海洋工程	FPSO、半潜式/自升式钻井平台、海工辅助船等			
广船国际	100%	造船业务	军辅船、集装箱船、成品油船、客滚船等	9%	15%	5%
		修船业务	集装箱船、液货船、特种舰船等各类船舶修理			
中船澄西	57%	造船业务	散货船、化学品船、多用途船等	22%	8%	2%
		修船业务	集装箱船加长改装、船舶节能减排改装等			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 在手订单高增，利润弹性待释放

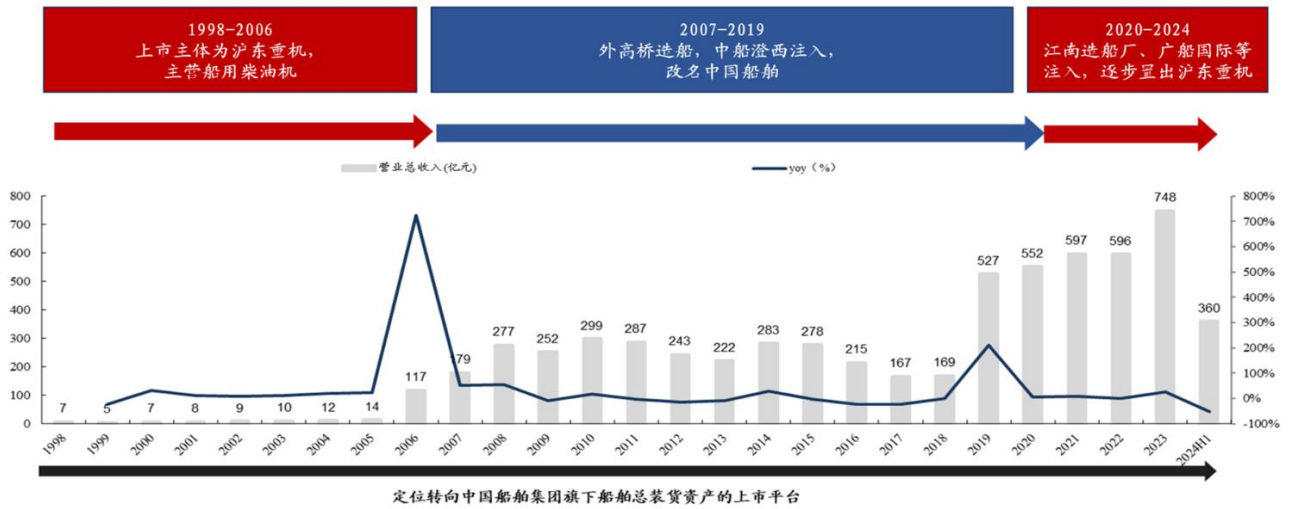
1998 年上市以来，中国船舶的业绩走势可划分为三个阶段。公司业绩变化显著受到造船周期波动和集团资产注入影响，且造船为重资产行业，周期下行时期成本负担重，利润压力大。

（1）1998-2006 年：公司作为沪东重机，主要生产船用中低速柴油机。

（2）2007-2019 年：2007 年，外高桥造船和中船澄西注入，沪东重机改名中国船舶，营收由十亿量级增至百亿。2009 年起，全球新船需求急剧萎缩，船价下跌，新船订单减少，修船业务、柴油机需求同步减少，船东撤单、弃船和推迟接船等现象增加，订单难以支持业绩增长，减值计提增加，2012-2015 年公司盈利不足 1 亿。2016-2017 年公司对造船、海工业务计提了大额资产减值，利润端出现较大亏损，并着手处置部分海工项目。2017 年 11 月，中国船舶将体量约 75 亿的海工产品合同转出上市公司体内，缓解了盈利端的压力。

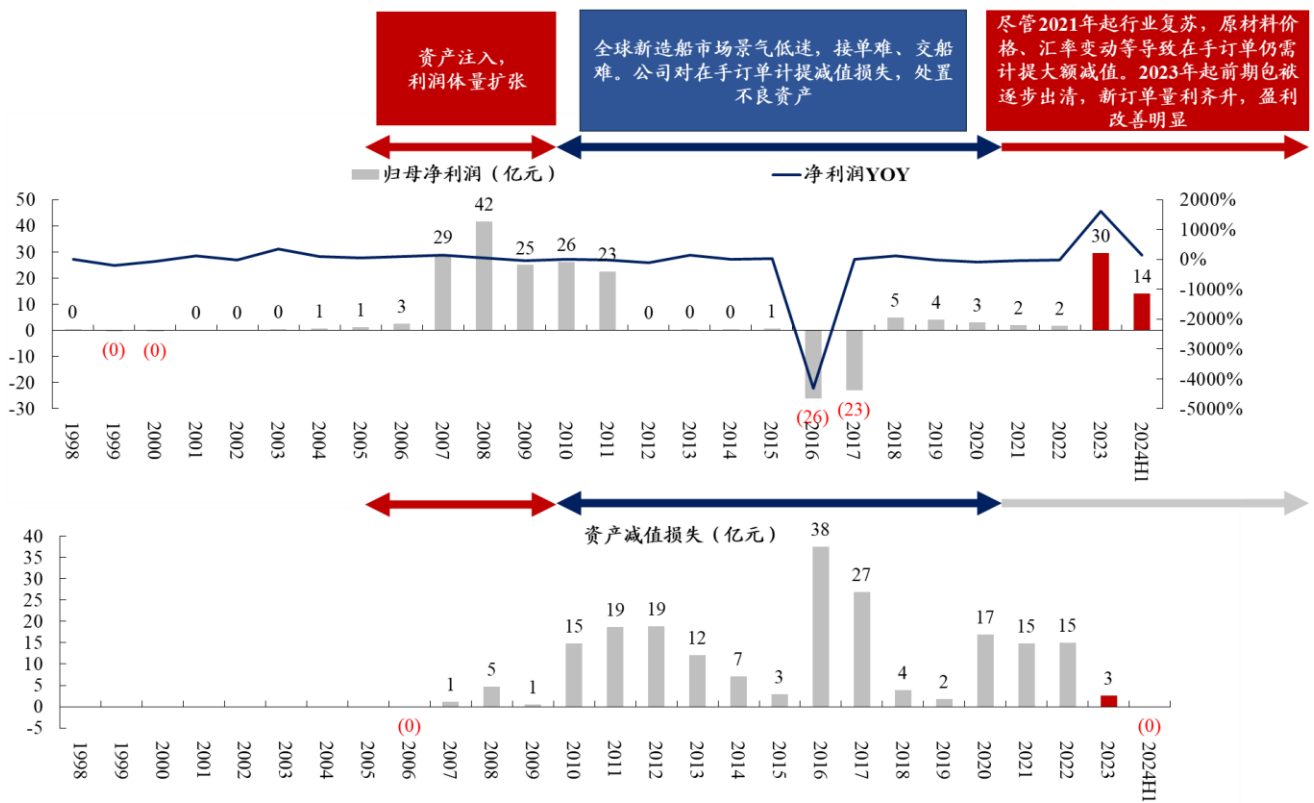
（3）2020-2024 年：2020 年中国船舶吸收了中船集团旗下江南造船厂、广船国际等造船总装资产，营收体量再翻倍。同时，中国船舶逐步将沪东重机资产置出，2022 年四季度起不再直接经营动力装备相关业务。中国船舶集团旗下船舶总装资产的上市平台这一定位愈加清晰。2020-2022 年受到疫情、大宗商品涨价、汇率波动等影响，公司继续对在手订单计提减值损失。尽管 2021 年起新造船市场景气修复，历史签单仍有包袱。2023 年起公司轻装上阵，迎来盈利拐点。

图4：公司营收复盘：持续注入中船集团下优质船舶总装资产



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司利润复盘：过去受减持计提影响较大，2023年迎盈利拐点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021年起全球新造船市场步入上行周期,公司新签订单高增,目前已排至2028年。截至2024年6月底,公司累计手持民品船舶订单322艘/2362万载重吨/1996亿元,排期已排至2027年末,部分订单排至2028年。

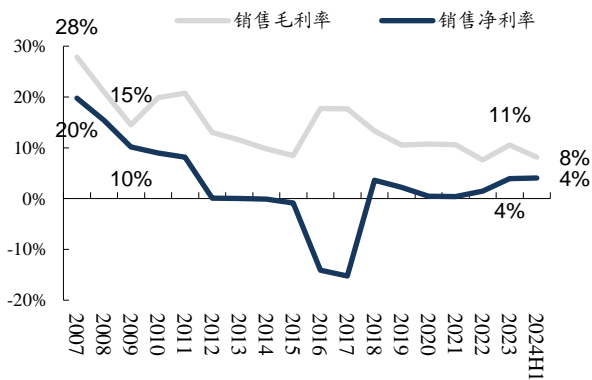
表2: 2021年起公司新签、在手民品船舶订单持续增长

时间	新签民品船舶订单			在手民品船舶订单		
	艘	万 DWT	亿元	艘	万 DWT	亿元
2019	21	275	-	67	938	-
2020	72	634	-	161	1390	-
2021	132	1211	-	220	1993	-
2022	70	451	-	214	1745	-
2023	128	919	729	261	1944	1535
2024H1	109	856	684	322	2362	1996

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

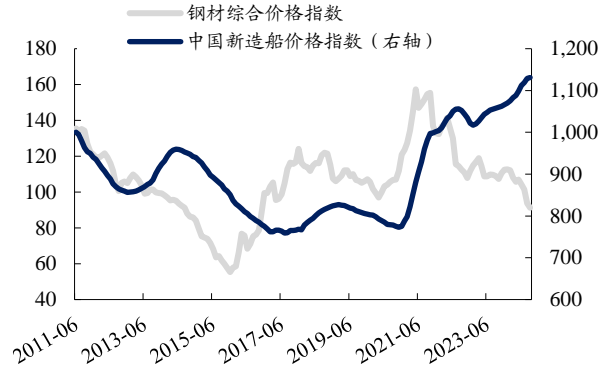
2022Q1起新造船价格指数与钢价形成明显剪刀差,高毛利订单持续兑现,公司远期利润弹性大。尽管新签订单量价自2021年修复,但受(1)大宗商品价格上涨、人民币升值、历史订单计提减值,(2)造船周期约2-3年,好价订单兑现业绩滞后的影响,公司毛利率、净利率仍处于较低水平。2022Q1起,船价与钢价形成明显剪刀差,且公司减值计提逐年减少,盈利有望持续修复,远期利润弹性大。

图6: 受周期下行影响,公司盈利能力承压



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2022Q1起船价与钢价形成明显剪刀差



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 南北船重组推进，中国船舶综合实力显著增强

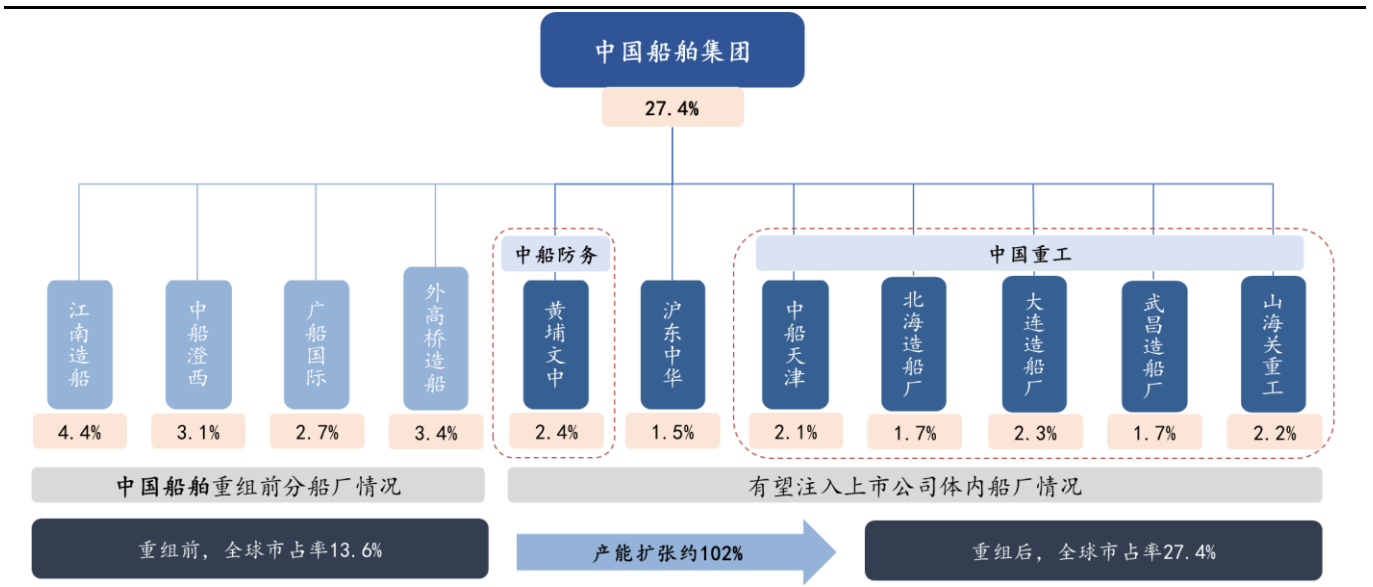
改革开放四十余年，我国船舶工业的发展贯穿着两大独立实体“南船”中船工业和“北船”中船重工的分合。当前南北船合并推进，中国船舶成为集团船舶总装资产的上市平台，整合优质资产，实力持续增强。

改革开放后，为解决船舶工业体制上政企不分、产业链效率较低、管理体制不成熟等问题，1982年中国船舶工业总公司在北京成立，1994年，中国超越德国成为世界第三造船大国。1999年，为引入市场竞争机制，中国船舶工业总公司实施改组，以长江为界拆分为“北船”中国船舶重工（后简称“中船重工”）和“南船”中国船舶工业集团（后简称“中船工业”）两大独立经济实体。

2019年，“南船”中船工业和“北船”中船重工实施联合重组，新设中国船舶集团，中国船舶、中国重工、中国动力等九家上市公司股权被整体划入集团体内。至此，中国船舶集团成为全球最大的造船集团。而后，南北两船旗下各资产持续地推进同业重组整合。

2024年9月，中国船舶发布公告，拟以发行A股的形式换股吸收合并中国重工，重组旨在减少同业竞争，提高协同效应。目前中国船舶集团旗下有望注入中国船舶上市公司体内船厂有黄埔文冲、沪东中华、中船天津、北海造船厂、大连造船厂、武昌造船厂、山海关重工。若7家船厂全部注入，中国船舶全球市占率有望从14%提升至约27%水平，成为全球最大的上市造船企业。

图8：中国船舶集团旗下船厂及其市占率（截至2024年9月30日）



数据来源：Wind, Clarkson, 东吴证券研究所

表3: 中国船舶集团旗下各船厂 2023 年经营数据

		收入 (亿元人民币)	净利率	船坞 数量	产能 (万 DWT)	新接订单 (万 DWT)	在手订单 (万 DWT)
中国船舶集团	中国船舶						
	外高桥造船	208	8.5%	2	563	416	981
	江南造船	294	1.7%	4	178	322	854
	中船澄西	59	5.9%	4	181	278	502
	广船国际	180	0.4%	2	195	159	394
	中国重工						
	大连造船	209	-5.8%	14	771	1073	1927
	北海造船	64	0.4%	5	266	381	1387
	武昌造船	176	1.2%	1	12	31	61
	中船防务						
黄埔文冲	161	0.3%	5	113	219	435	
沪东中华	218	/	1	208	457	923	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 新一轮船舶大周期已至, 看好量利齐升的中国造船龙头

2.1. 船舶制造: 军民结合, 资金、技术、人力密集型先进制造业

船舶制造业服务于水上交通、海洋开发和国防安全, 为军民结合的战略先进制造业。船舶产业链可分为上游原材料(钢材)、配套零部件和船舶设计, 中游船舶制造, 下游航运、能源开发、国防等。

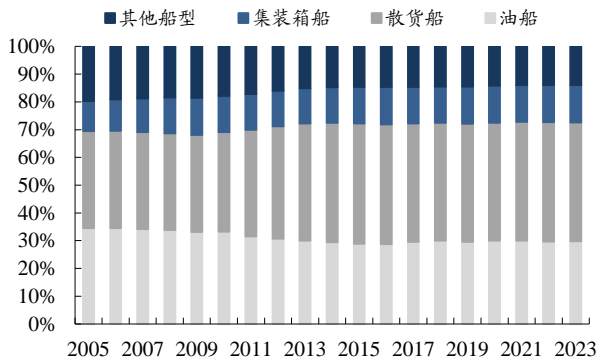
图9: 船舶制造业上下游梳理



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

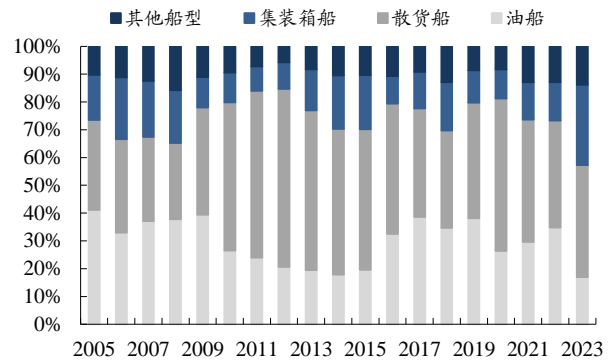
散货船、油轮、集装箱船为三大主力船型，占全球运力比重合计 86%。船舶可分为民用船和军用船。民用船按用途，又可分为货船、客船、科考船等。本文集中于船舶制造核心品类——货船（即运输船舶）的供需分析。货船按用途可进一步分为散货船（Bulk Carriers）、油轮（Oil Tank）、集装箱船（Container ship）、液化气船（LPG 船和 LNG 船，Liquefied Gas Carrier）、化学品轮（Chemical Tanker）、特殊用途船舶（滚装船、牲畜运输船等）等。其中，散货船、油轮和集装箱船为主流船型，2023 年完工交付量（以载重吨计）分别占比 40%、17%、29%，且截至 2023 年底，三类船全球运力占比分别为 43%、30%、13%。

图10：散货船/油轮/集装箱船历史运力占比（按 DWT）



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

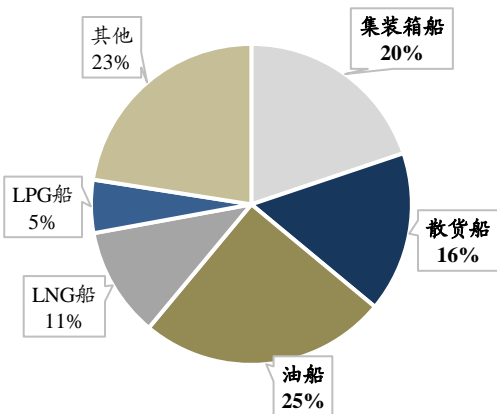
图11：散货船/油轮/集装箱船历史交付占比（按 DWT）



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

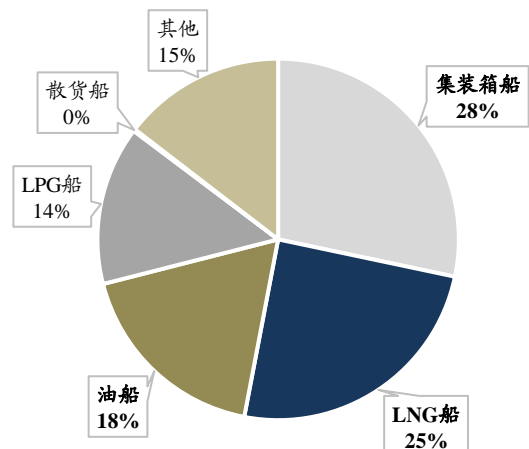
中国船企订单以三大主流船型为主。本轮周期，中国船舶等主要中国船企订单仍以散货船、油轮、集装箱船为主，中船集团三大主流船型在手订单合计占比达 61%。而以 HD 现代重工为代表的韩国船企订单则已从主流船型向 LNG 船、超大型集装箱船、超大型油轮（VLCC）等高附加值船型转变。

图12：截至 2023 年 12 月，中国船舶集团在手订单分船型占比（按 DWT）



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

图13：截至 2023 年 12 月 31 日 HD 现代重工分船型占比（按 DWT）



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

2.2. 船龄到期和环保公约为本轮周期上行动力，供给刚性下中国船舶制造业最为受益

2.2.1. 十年维度的长周期赛道，供需共振驱动本轮周期上行

由于船舶寿命二十年以上，且生产、扩产周期长，造船业以十年为维度周期波动。造船业以 20~30 年为周期波动，长周期与船舶本身特征相关：船舶具有二十年以上的长寿命、一年半至三年的长生产周期和长扩产周期。与此同时，供应链转移、商品库存周期、地缘政治冲突等因素会放大周期的波动，经济扩张或是军备竞赛等时期造船量会大幅增加，容易导致运力过剩，行业周期属性易被人为放大。

根据《Maritime Economics》，过去一个世纪全球造船业发展可分为五个大周期，十二个小周期。最近一轮大周期为 1987-2007 年，亚洲特别是中国经济的发展带动贸易复苏，航运需求增加，造船产能复苏。1993 年全球造船产量翻番，达到 2000 万 GRT，2007 年达到 6200 万 GRT，为 1987 年低谷的 5 倍。而后 2008 年金融危机，全球航运需求减弱，供给端产能过剩，周期下行至 2020 年。

图 14: 全球船舶制造业周期复盘

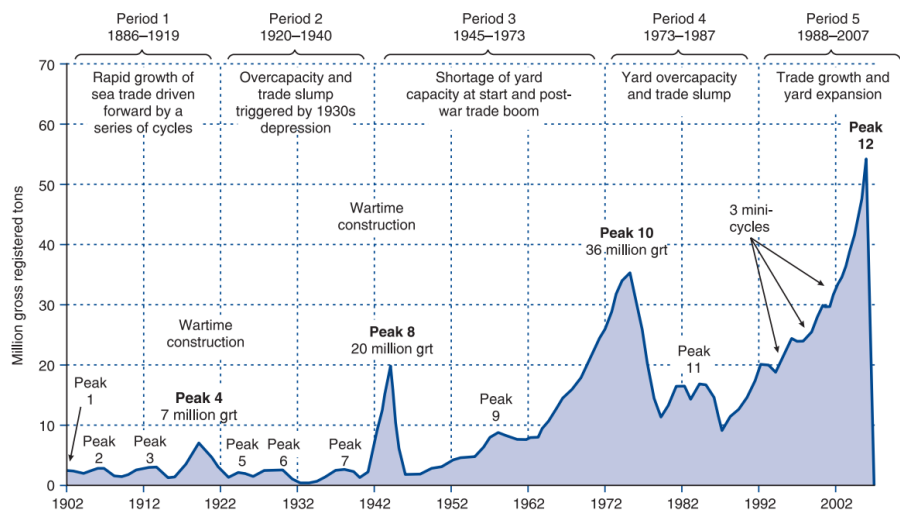
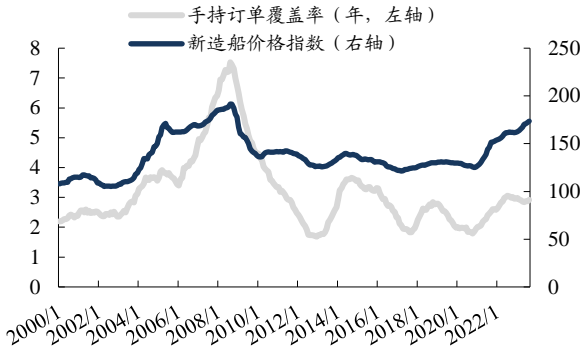


Figure 15.3
World shipbuilding launches, 1902-2007

数据来源：Maritime Economics 3E，东吴证券研究所（纵轴是船舶交付量，单位是百万总吨）

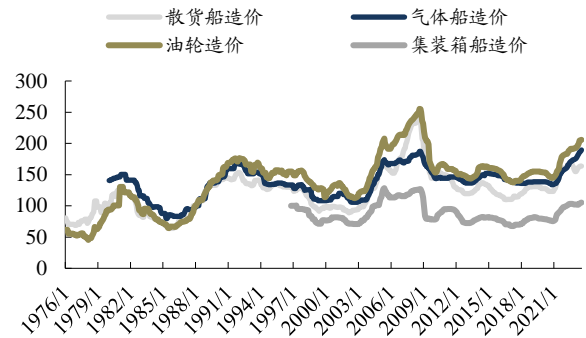
本轮周期启动自 2021 年，供给与需求共振，景气度延续至今。2021 年起，造船业景气度回升，新造船价格指数持续修复，各类船型造价均上行，船厂手持订单覆盖率持续提升。当前新造船市场景气度仍处于较高水平，新造船价指数趋近历史峰值，头部船厂订单接至 2028 年。

图15: 2021年起船价、手持订单覆盖率持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2021年以来新造船价格指数持续上行

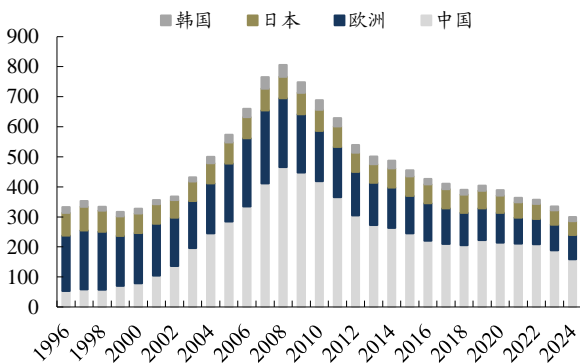


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们判断由于(1)船厂产能弹性削弱,日韩造船业随中国崛起而萎缩,相对中国缺少劳动力投入,产能扩张受限,国内产能扩张速度则受资金等因素约束,(2)环保政策趋严,航运业能源切换导致行业技术壁垒提高,本轮周期供给端约束更强,周期上行将持续相对更长的时间:

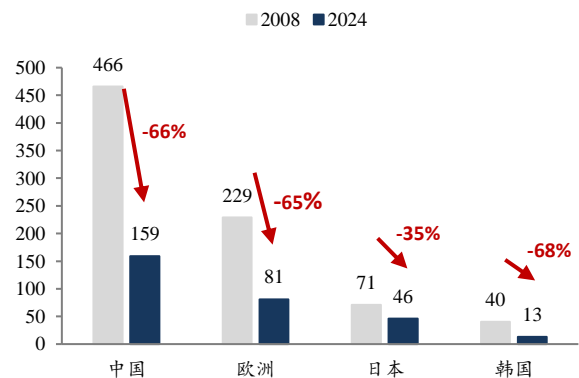
供给端,造船产能大幅出清,中国市场尤为彻底。由于船舶制造业周期较长,周期尾部产能出清彻底。2008年金融危机后,大量船厂关停倒闭,2024年全球活跃船厂(至少有一艘1000+GT在手订单的船厂)数量为370家,为高峰时期2008年1035家的36%。2024年中国活跃船厂为159家,相比2008年下降66%,为产能出清最彻底的国家之一。2023年全年造船交付量较2010年的峰值水平下降64%,下行期间行业产能逐渐出清。当新一轮周期到来时,由于供给刚性,船厂产能往往供不应求,订单量价齐升。

图17: 2024年全球活跃船厂数量(单位:家)为上轮高峰期的36%



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图18: 2024年中国活跃船厂数量(单位:家)相比2008年下降66%

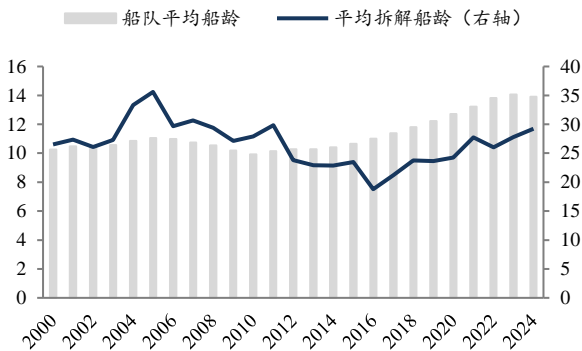


数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

需求端，本轮上行周期驱动力源于以下三方面。

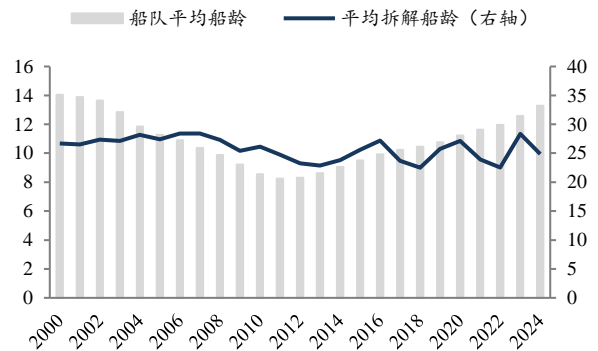
(1) **船龄到期，更新替换需求驱动订单增长。**根据 Clarkson，2023 年 12 月全球商船船队平均船龄达到 13.7 年，为 2009 年以来的最高水平（不包括总吨位小于 5000 吨的小型船舶），集装箱船队平均船龄达到 14.3 年，达到自 1993 年开始收集此项数据以来的最高值；油轮平均船龄达 12.9 年，创下 20 年来的新高。同时因本轮周期更加严苛的环保要求，拆解船龄中枢下移，有望催生更多老旧船舶更新换代需求。

图19: 全球集装箱船平均船队船龄/拆解船龄(单位:年)



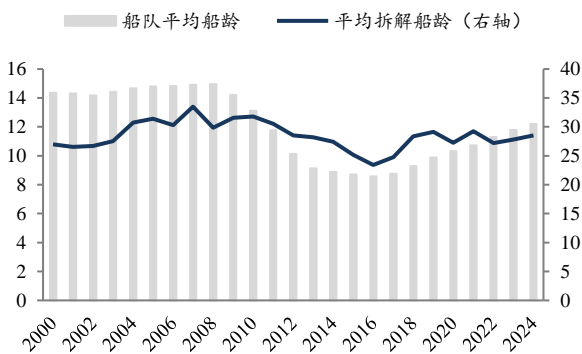
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图20: 全球油轮平均船队船龄/拆解船龄(单位:年)



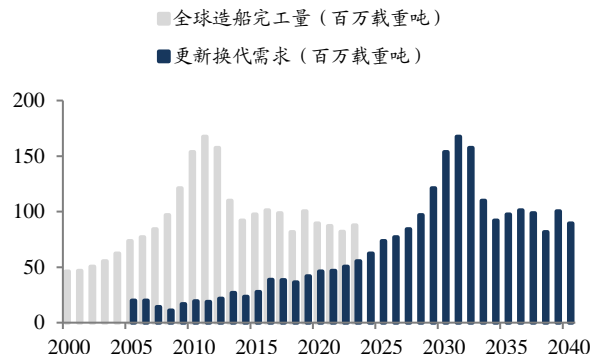
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图21: 全球散货船平均船队船龄/拆解船龄(单位:年)



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图22: 按存量更新测算, 2023-2030年更新替换量+16%

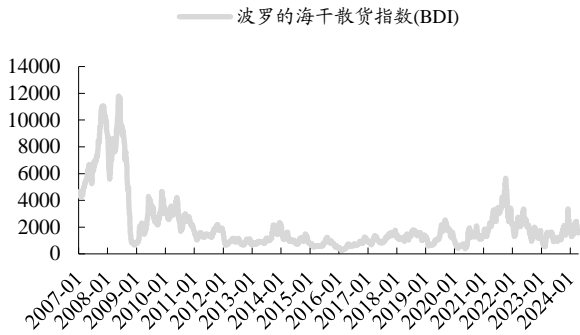


数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

(2) **2021-2022 年航运高峰后，航运公司现金流改善。**2021-2022 年全球经历航运高峰：①疫情时期，美国放水提升消费者需求，出口订单增长，集装箱货物海运需求快速提升，与此同时供应链受阻，无法满足需求，运价飙升。②俄乌冲突打击全球供应链，推升运价。运价的大幅上涨使航运公司现金流明显改善，资产负债表修复，有足够的钱

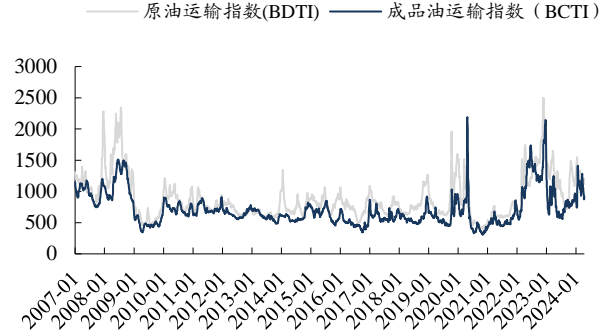
来储备更多运力。

图23: 2021-2022 年 BDI 大幅提升



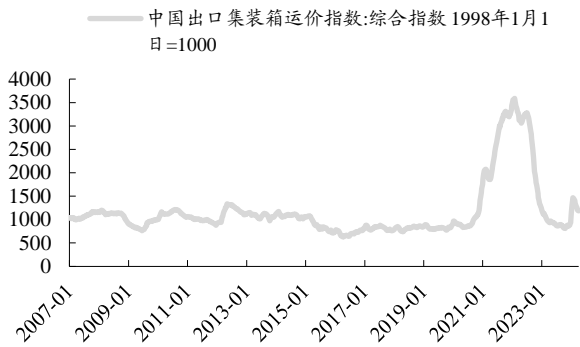
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 2021-2022 年原油和成品油运价指数高位运转



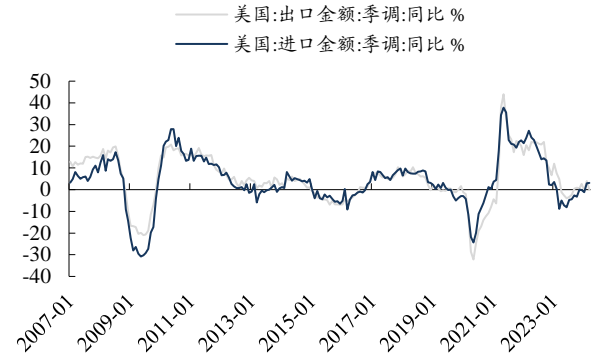
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 2021-2022 年中国出口集装箱运价指数高位运转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2021-2022 年美国进出口金额高增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表4: 航运行业 2021-2022 年盈利情况转好, 现金流显著改善 (汇率均取年末水平)

司简称	国别与城市	营业收入 (亿人民币)			利润总额 (亿人民币)			经营活动净现金流 (亿人民币)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
马士基航运	丹麦哥本哈根	4325	5707	3575	1262	2052	274	1542	2413	675
中远海控	中国上海	3337	3911	1754	1279	1671	331	1709	1968	226
长荣海运	中国台湾	1127	1455	644	550	760	82	693	960	-32
阳明海运	中国台湾	769	882	326	380	410	11	482	477	8
以星综合航运	以色列	684	875	366	296	322	-191	381	426	72

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(3) **航运业碳中和产能升级**: 国际海事组织 (IMO) 2019 下半年开始实施两大船舶新规, 要求全球船舶燃油硫含量上限从 3.5% 降至 0.5%、商船强制设置压舱水处理系统, 该类政策一方面增加船舶附加值, 另一方面部分船龄较长的船舶额外加装环保装置并不经济, 环保政策将加速不经济船型的拆解、拉动新船需求。

表5: 环保政策加速更新换代

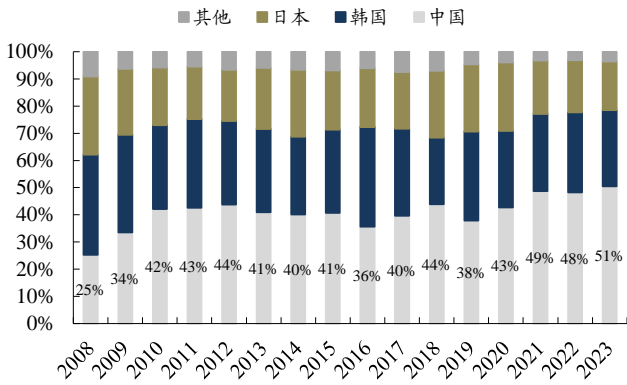
时间	政策/公约	政策要求
1983	MARPOL 73/78	1973 年和 1978 年通过了 MARPOL 公约和 1978 年 MARPOL 议定书。合并后的文书于 1983 年 10 月 2 日生效。MARPOL 73/78 是最重要的国际文书, 涵盖防止船舶因操作或意外原因造成的海洋环境污染。
2003	单壳油轮政策	在 2010 年前淘汰单壳油轮。
2008	EEDI	2008 年 10 月, IMO 在第 58 届 MEPC 会议上提出将新造船 CO2 设计指数标准改为 EEDI, 且强制实施
2010	限硫令	欧盟港口停泊 (包括锚链、系浮筒、码头靠泊) 超过 2 小时的船舶不得使用硫含量超过 0.10% _{m/m} 的船用燃油
2018	GHG 战略	2018 年通过 IMO 温室气体(GHG)初始战略, 以在本世纪末之前尽快实现该行业的脱碳, 为在 MARPOL 内部制定和采取进一步措施以提高船舶能效奠定了政策框架。
2019	压载水公约	2019.1.22 《国际船舶压载水和沉积物控制与管理公约》在我国正式生效, 规定所有远洋船舶在 2024 年 9 月 8 日之后都需要安装压载水管理系统
2020	限硫令	2016 年 10 月, 国际海事组织通过了全球航行船舶使用 0.5% 低硫燃油标准。2020 年 1 月 1 号起, 全球范围内的限硫令开始实施。船舶在全球范围内都必须使用硫含量不得超过 0.5% _{m/m} 的燃油, 如果船舶安装了脱硫器, 可以继续使用硫含量超过 0.5% _{m/m} 的燃油
2023.1	EEXI、CII	所有现役船舶必须满足特定的二氧化碳排放要求, 船舶需要先进行初步评估, 然后获得初步技术文件许可并最终得到 EEXI 的合规认证; CII 要求船舶必须记录燃油消耗、航行距离 和航行时间以满足 IMO 的数据收集要求用于计算船舶的年效比(AER)
2023.7	温室气体减排战略修订案 2023	到 2030/2040 年温室气体排放总量较 2008 年至少降低 20%/70%, 争取达到 30%/80%, 接近 2050 年前后达到净零排放; 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%。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.2. 新周期下中国造船产业链最为受益，关注量利齐升的龙头船厂

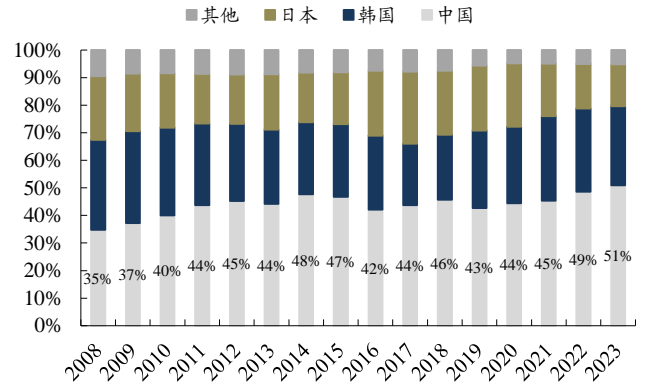
我国为全球第一大船舶制造国，本轮周期最为受益。中国船舶业经过市场化改革、拓展海外市场，2010年起造船完工量跃居世界第一，取代日、韩成为世界造船第一大国。当前我国船舶制造业正迎供给端船厂崛起、产能升级，需求端持续旺盛的窗口期。过去多年的工业的发展强化了我国船舶制造配套产业链的实力，近两年钢材等原材料价格、汇率强化了中国船厂的比较优势，产业政策也为行业发展提供了支持。**2023年中国（按载重吨计）船舶订单交付量、在手订单量、新签订单量占比分别为51%、51%、64%。**

图27: 中日韩交付订单量占比（按 DWT）



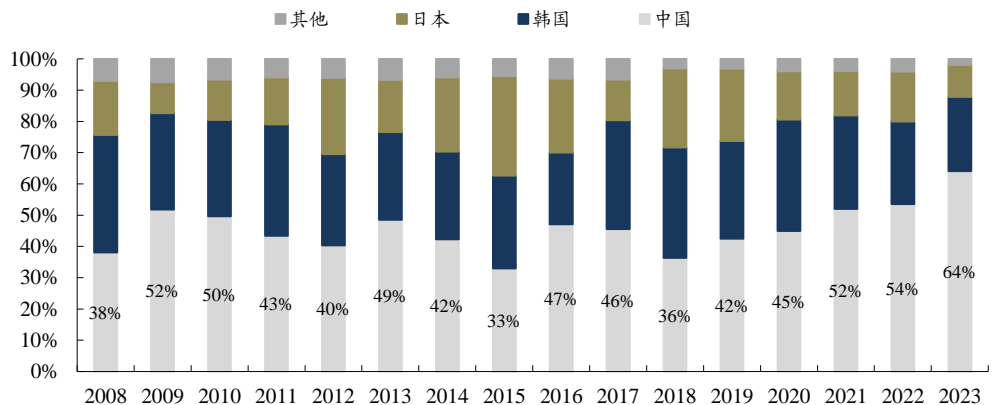
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图28: 中日韩在手订单量占比（按 DWT）



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

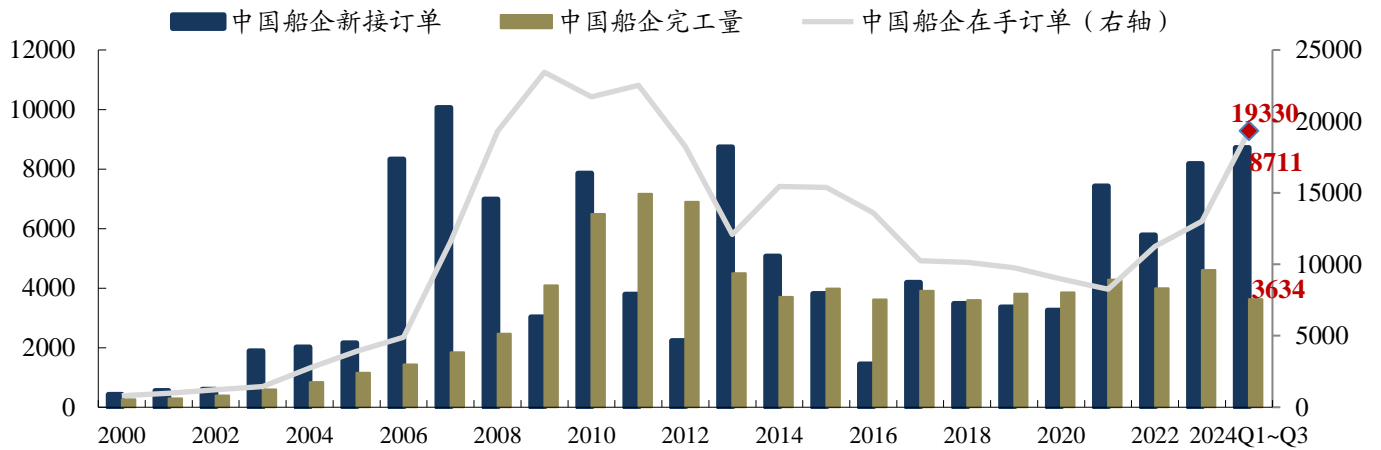
图29: 中日韩新接订单量占比（按 DWT）



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

中国船企在手订单饱满，造船三大指标持续上行。国内船企自 2021 年前新签订单开始上行，手持订单覆盖率提升至一年以上，产能利用率逐季提升。根据中国船舶工业协会数据，2024 年 1-9 月我国船企完工量达 3634 万载重吨，同比增长 18%，新接订单量达 8711 万载重吨，同比增加 52%；截至 9 月底，手持订单量达 1.9 亿载重吨，同比增长 44%，完工量/新接订单/手持订单分别占全球总量的 55%/75%/61%。

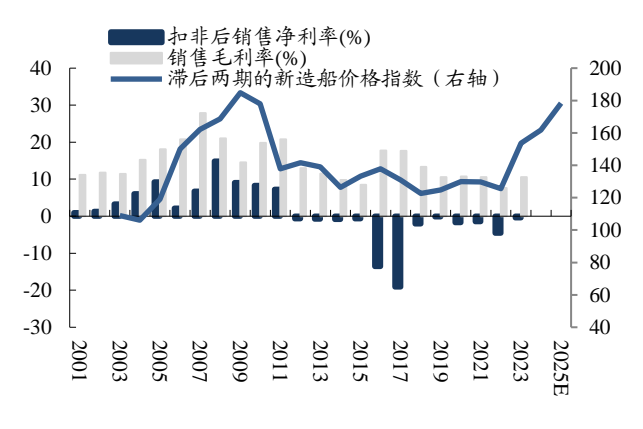
图30：中国船企三大造船指标持续增长（万载重吨）



数据来源：Clarkson，中国船舶工业协会，东吴证券研究所

看好船厂盈利弹性持续释放。船厂利润释放节奏慢于订单，主要系：（1）本轮上行期船价虽然自 2021 年开始上涨，但造船周期较长，高价订单从签订到交付存在约两年时滞。（2）前期订单毛利率受钢价、汇率影响。2022 上半年钢价开始回落，同时人民币汇率开始下行，与船价形成剪刀差。未来高利润率订单占比将持续提升，这一业绩改善趋势将愈加明显。（3）行业下行期船厂计提较多减值，影响仍在逐步消化。

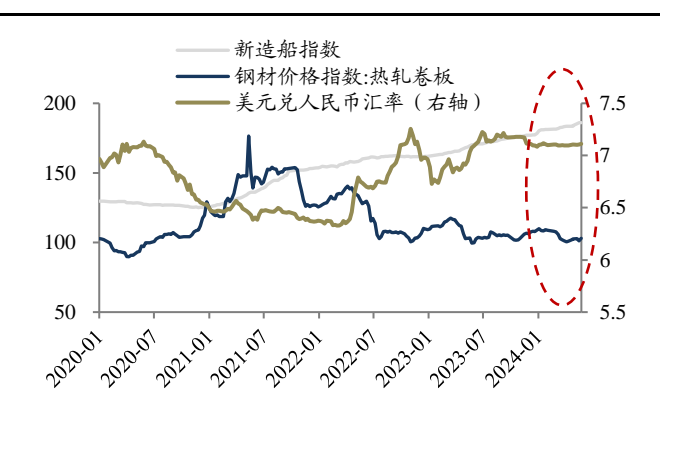
图31：中国船舶净利率与滞后两期的新造船价格指数趋势一致，2023 年迎向上拐点



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

*考虑到船舶建造需要 2~3 年，新造船指数取滞后两期

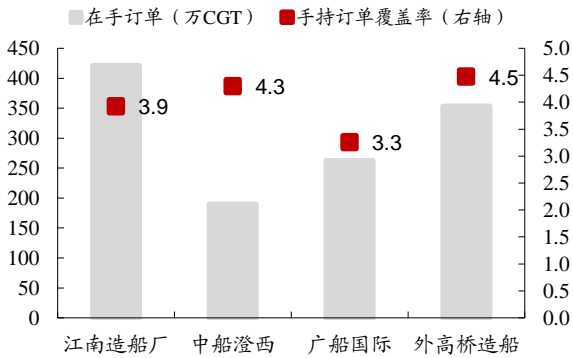
图32：船价与钢价、人民币兑美元汇率形成剪刀差



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

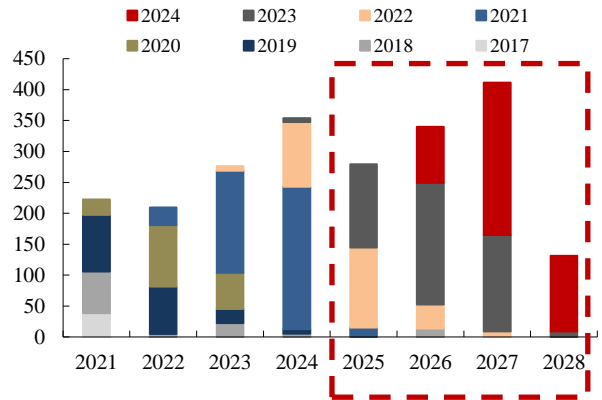
中国船舶下属四大船厂产能饱满，手持订单覆盖率均在 3 以上，部分订单排期至 2029 年。从订单交付结构看，2024 年起，交付的船只基本为 2021 年后新签订单。随高毛利率订单逐步兑现，公司利润将持续释放。

图33: 中国船舶下属各船厂订单饱满，产能饱和



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图34: 中国船舶旗下四大船厂订单交付结构 (CGT)



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

暂不考虑吸收合并中国重工带来的增厚，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 825/938/1048 亿元，同比增长 10%/14%/12%。具体地，

(1) 船舶造修与海工: 公司核心业务板块，占业务比例 9 成以上。受益船舶、海工景气度上行，在手订单饱满，已排至 2028 年，但产能同样面临约束。我们谨慎判断公司该板块 2024-2026 年收入增速分别为 10%/14%/12%，增速平稳。钢价下降、高毛利船型兑现，预计公司 2024-2026 年该板块毛利率稳中有升，分别为 12%/16%/18%。

(2) 机电设备: 包括风塔、LNG 罐箱等配套设施，收入占比较低，需求稳定。我们预计公司该板块 2024-2026 年收入分别同比增长 18%/10%/10%，毛利率分别为 15%/16%/16%。

随船舶、海工板块毛利率稳中有升，减值计提拖累消除，公司盈利迎来向上拐点。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 39/79/108 亿元，同比分别增长 33%/100%/37%。

表6: 中国船舶收入拆分表

中国船舶业务拆分 (单位: 亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、船舶造修与海洋工程	500.89	499.91	704.20	774.62	883.07	989.03
YOY	6%	0%	41%	10%	14%	12%
毛利率	8.99%	5.91%	10.13%	12%	16%	18%
收入占比	84%	84%	94%	94%	94%	94%
2、动力装备	61.47	49.80	(股权转让)			
YOY	70%	-19%				
毛利率	15.73%	13.41%				
收入占比	10%	8%				
3、机电设备	40.76	27.37	19.28	22.75	25.03	27.53
YOY	27%	-33%	-30%	18%	10%	10%
毛利率	11%	9%	15%	15%	16%	16%
收入占比	7%	5%	3%	3%	3%	3%
4、其他业务	-5.72	18.50	24.91	27.40	29.59	31.07
YOY	-144%		35%	10%	8%	5%
毛利率		36%	19%	20%	22%	25%
收入占比	-1%	3%	3%	3%	3%	3%
营业总收入	597.40	595.58	748.39	824.8	937.7	1047.6
YOY	8.1%	-0.3%	25.7%	10%	14%	12%
归母净利润	2.1	1.7	29.6	39.4	79.0	108.1
YOY	-30.1%	-20%	1619%	33%	100%	37%
综合毛利率	10.60%	7.60%	10.57%	12.54%	15.72%	17.68%
期间费用率	9.62%	9.61%	7.48%	8.99%	8.69%	8.55%
归母净利润率	0.36%	0.29%	3.95%	-0.45%	3.02%	5.13%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

3.2. 投资建议

我们选取业务与中国船舶类似的中国重工、中船防务、江龙船艇作为可比公司。考虑船舶行业景气度延续下,公司作为全球造船龙头,高毛利订单将兑现业绩。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 39/79/108 亿元(暂不考虑吸收合并中国重工带来的增厚),当前市值对应 PE 为 41/21/15,维持“买入”评级。

表7: 可比公司估值表 (2024/12/20)

2024/12/20		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300589.SZ	江龙船艇	CNY	12.98	49.0	0.44	0.72	0.90	1.10	111	68	54	45
601989.SH	中国重工	CNY	4.83	1,101.3	-7.82	15.88	37.97	69.59	/	69	29	16
600685.SH	中船防务	CNY	24.25	259.0	0.48	5.08	10.36	22.06	539	51	25	12
平均									325	63	36	24
600150.SH	中国船舶	CNY	35.67	1,595.3	29.57	39.45	78.81	107.75	54	40	20	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 中国船舶为东吴预测, 其他均为 Wind 一致预测)

4. 风险提示

- 1、原材料价格波动风险。**船舶订单实行订单式生产且建造周期长, 过程中原材料价格变动将对公司的成本造成显著影响。
- 2、汇率波动风险。**出口船舶订单多以美元计价, 汇率波动将对公司业绩造成较大影响。
- 3、行业竞争加剧。**当前中国在全球造船业中份额较高, 若日韩为抢占市场份额扩大产能或东南亚等竞争者进入市场, 可能导致行业竞争加剧, 对中国造船业提出新的挑战, 影响公司业绩兑现。
- 4、按期交船风险。**公司手持订单量创 2014 年来新高, 对企业生产管理、供应保障、经营接单等综合能力提出更高要求, 且随着订单总量和高技术船舶占比的双提升, 企业生产经营的复杂程度也明显增加。若生产经营受到干扰, 订单交付进度可能受到影响。

中国船舶三大财务预测表

资产负债表(亿元)					利润表(亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,334	1,462	1,658	1,873	营业总收入	748	825	938	1,048
货币资金及交易性金融资产	680	672	793	931	营业成本(含金融类)	669	721	790	862
经营性应收款项	198	245	271	297	税金及附加	2	2	3	3
存货	363	419	459	501	销售费用	7	6	7	8
合同资产	37	62	71	79	管理费用	31	41	44	49
其他流动资产	56	62	63	64	研发费用	31	40	44	48
非流动资产	444	460	474	489	财务费用	(13)	(14)	(13)	(16)
长期股权投资	152	152	152	152	加:其他收益	7	7	10	10
固定资产及使用权资产	205	223	240	256	投资净收益	5	7	8	8
在建工程	15	14	14	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	39	38	36	35	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	30	40	81	111
其他非流动资产	30	30	30	30	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,778	1,921	2,132	2,362	利润总额	30	41	81	111
流动负债	1,068	1,152	1,276	1,398	减:所得税	1	1	2	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	119	82	77	71	净利润	30	40	80	109
经营性应付款项	299	361	395	431	减:少数股东损益	0	0	1	1
合同负债	625	681	774	865	归属母公司净利润	30	39	79	108
其他流动负债	23	29	30	31	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.88	1.76	2.41
非流动负债	186	217	249	280	EBIT	11	27	68	95
长期借款	134	165	196	227	EBITDA	37	40	81	109
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.57	12.54	15.72	17.68
租赁负债	1	2	2	2	归母净利率(%)	3.95	4.78	8.40	10.28
其他非流动负债	51	51	51	51	收入增长率(%)	25.81	10.21	13.69	11.73
负债合计	1,254	1,370	1,524	1,678	归母净利润增长率(%)	1,614.73	33.38	99.79	36.72
归属母公司股东权益	483	510	565	640					
少数股东权益	41	42	42	44					
所有者权益合计	525	552	608	684					
负债和股东权益	1,778	1,921	2,132	2,362					

现金流量表(亿元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	182	32	139	164	每股净资产(元)	10.81	11.41	12.64	14.32
投资活动现金流	(112)	(21)	(20)	(19)	最新发行在外股份(亿股)	45	45	45	45
筹资活动现金流	(20)	(20)	2	(7)	ROIC(%)	1.45	3.36	7.90	10.00
现金净增加额	47	(7)	120	138	ROE-摊薄(%)	6.12	7.73	13.94	16.83
折旧和摊销	25	13	13	14	资产负债率(%)	70.49	71.28	71.50	71.04
资本开支	(24)	(28)	(28)	(28)	P/E(现价&最新股本摊薄)	54.82	41.10	20.57	15.05
营运资本变动	139	(14)	54	51	P/B(现价)	3.35	3.18	2.87	2.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>