

## “巨舶”乘风起，“船越”大周期

——优质国资/央企深度推荐系列（三）

公司深度

### ● 公司概况：中国船舶集团旗下国内军船及民船领军企业

中国船舶是中国船舶集团核心军民品主业上市公司、中国船舶工业集团核心上市平台，以CGT计手持订单量来看，国内新造船市场份额约13.32%。自2019年两船合并以来，中国船舶持续参与集团内资产及业务整合，船舶造修业务占比提升至95%+，呈现专一化趋势。同时受益于船舶行业高景气，公司营收盈利同步改善、降本增效取得显著成果。重组进度上，换股吸收合并中国重工的交易已在2024年1月获国务院国资委等主管部门批复意见，相关事项正在持续推进。交易完成后，以CGT计手持订单量国内市占率或达22.52%，有望成为全国乃至全球范围内最大船企。

### ● 需求侧：长、中、短三周期共振，新造船市场需求旺盛

**长周期：**国际贸易需求具有稳定性。国际海运贸易量与GDP增速呈同比例关系，基于UNCTAD对2025-2029年国际海运贸易量年均2.4%的增长假设，我们的测算结果显示：乐观情景（运距与效率系数保持2024年水平）下贸易量增长将带来年均6,120万DWT的新船需求、中性情景（运距下降2.5%、效率系数下降1.0%）下为5,291万DWT、悲观情景（运距下降5.0%、效率系数下降2.0%）下为4,480万DWT。

**中周期：**船舶老龄化带来的存量更新需求具有周期性和确定性。回顾上一轮造船周期，考虑船舶20-25年的自然使用寿命，1998年以来的新造船船已逐步进入老龄化阶段。我们的测算结果显示，2035-2039年将是更新需求的高峰期（年均1.28亿DWT）。与此同时，环保要求也有望在一定程度上催生替换需求。

**短周期：**航运市场景气度主要关注红海航道危机进展。从吨数变化和平均运距趋势两方面观察发现，受红海航道危机影响，2023年全球海运平均运距 $YoY+5.0\%$ 、2024年 $+6.2\%$ ，是推动吨英里海运量快速增加的主要动力。由于红海危机的影响短时间内不会完全消退，航运需求有望维持小幅度增长。

### ● 供给侧：中国份额持续提升，中国船舶有望扩大优势

从国际层面来看，2024年全球造船业三大指标表现亮眼，中国造船业在全球份额占比进一步提升。全球新接订单量实现大幅增长，总量达1.68亿DWT， $YoY+31.17\%$ ，折合0.66亿CGT， $YoY+32.43\%$ 。中国新接订单量为1.29亿DWT，全球份额占比达76.94%；按CGT计的份额为69.88%，从DWT计份额与CGT计份额的“剪刀差”来看，中国在高端船型上仍有发力空间。

从国内格局来看，中国船舶在国内造船业份额保持领先，未来有望扩大优势。截至2024年12月，中国船舶集团以CGT计的手持订单量国内份额达33.06%，其中中国船舶约13.32%、中国重工约9.20%。随着内部整合持续推进，中国船舶集团有望进一步优化产能结构、增强整体竞争力。

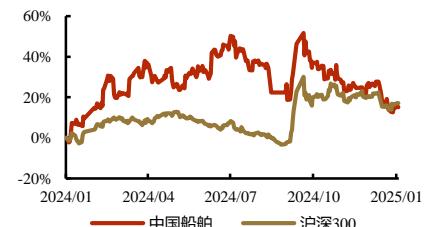
**强烈推荐（首次评级）**

范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn  
证书编号：S0280524010001

市场数据	时间	2025/1/21
收盘价(元):		32.84
一年最低/最高(元):		22.71/45.95
总股本(亿股):		44.72
总市值(亿元):		1468.75
流通股本(亿股):		44.72
流通市值(亿元):		1468.75
近3月换手率:		77.14%

### 股价一年走势



### 相关报告

《诚通证券2025年船舶行业投资策略：不惧轻盈雾，扬帆赴远途》2025-1-10



### ● 景气度：航运市场总体呈现高景气，细分船型稍有分化

航运市场总体供不应求，推动“运价—收益—船价”传递式上涨。2024年底，全球新造船价格指数报189.09点， $YoY+6.02\%$ ；中国新造船价格指数报1,129点， $YoY+5.91\%$ ，连续4年实现大幅增长，名义数据几乎达到了2008年历史最高水平，但按通胀调整后仍低约30%。

从成本价格来看，中国造船板价格仍处于下跌通道内。2025年1月10日，中国造船板价格报3468.0元/吨，较2021年5月14日的高点下跌47.37%，处于历史价格中枢。纵向对比上一轮造船高峰期（2011年），目前造船板价格已下降约31.77%。

**细分船型出现一定分化。**①油船方面，由于全球石油需求趋势走软、油船逐渐进入新一轮交付周期，我们认为仍需等待季节性回暖，同时关注特朗普鼓励开采传统化石能源对油运的利好作用；②散货船方面，长途铁矿石和铝土矿出口业务和红海绕行两因素稳固支撑散货船需求，同时散货船交付量增长速度较为缓和，我们预计散货船市场供需匹配；③集装箱船受红海航道情况影响较大，在危机持续的情况下，考虑到集装箱船交付水平较高，我们预计全球集装箱航运需求将逐步缓和。从2025年初来看，为避免特朗普提议的关税措施，集装箱海运需求可能短期内有抢运需求，支撑景气度小幅上升。

### ● 盈利预测、估值与评级

**盈利预测：**考虑到本轮船舶行业周期还在上行早期阶段，存量船队老龄化程度仍在高位，绿色船型发展趋势确定，在不考虑重组交易的情况下，我们预计2024-2026年，公司分别实现营业收入826.59/925.07/1,013.80亿元， $YoY+10.5\%/11.9\%/9.6\%$ ，分别实现净利润38.42/75.41/95.01亿元， $YoY+29.9\%/96.3\%/26.0\%$ ，对应PE分别为38.2/19.5/15.5X。

**投资评级：**首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**● 风险提示：**全球贸易摩擦带来的风险；红海航道危机得到缓解，运距下滑导致船队需求下降；全球新造船价格水平维持历史高位，可能导致船东购船意愿减弱；新造船市场新接订单水平具有脉冲性，存在短期内冲高或下降的可能性；运价被部分市场人士视为新造船订单的前瞻性指标，若出现大幅波动将给订单和市场情绪造成影响；中国船舶与中国重工的重组流程仍在进行中，存在重组进程不及预期的可能性

### 财务摘要和估值指标（2025年1月21日）

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	59,558	74,839	82,659	92,507	101,380
增长率(%)	-0.3	25.7	10.5	11.9	9.6
净利润(百万元)	172	2,957	3,842	7,541	9,501
增长率(%)	-19.6	1620.7	29.9	96.3	26.0
毛利率(%)	7.6	10.6	11.4	15.1	17.0
净利率(%)	0.3	4.0	4.6	8.2	9.4
ROE(%)	1.7	5.6	7.3	12.2	13.3
EPS(摊薄/元)	0.04	0.66	0.86	1.69	2.12
P/E	78.7	103.7	38.2	19.5	15.5
P/B	2.1	2.7	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为2025年1月21日

## 目 录

1. 公司概况：中国船舶集团核心军民品主业上市公司 .....	6
1.1. 发展历程：中国船舶集团正处于“再整合”时期 .....	6
1.2. 业务结构：深耕船舶造修业务，专一化程度进一步提升 .....	7
1.3. 财务分析：受益船舶行业高景气，公司营收盈利同步改善 .....	8
1.4. 重组整合：正在稳妥推进资产及业务整合以解决同业竞争问题 .....	9
2. 行业分析：航运市场及造船市场相互联系、不可分割 .....	10
2.1. 航运市场：2024年油船、散货船和集装箱船运力占比达86.11% .....	10
2.1.1. 石油航运市场及船舶类型 .....	11
2.1.2. 散货航运市场及船舶类型 .....	11
2.1.3. 集装箱航运市场及船舶类型 .....	12
2.2. 研究框架：通过供需关系串联造船与航运市场 .....	12
2.3. 造船市场：新造船市场高度活跃，反映船舶行业高景气度 .....	14
2.3.1. 全球新造船市场：三大指标均有亮眼表现 .....	14
2.3.2. 中国新造船市场：表现超出全球平均水平 .....	15
3. 需求侧：长、中、短三周期共振，新造船市场需求旺盛 .....	16
3.1. 长周期：国际贸易需求具有稳定性 .....	16
3.2. 中周期：船舶老龄化和环保升级催生存量需求 .....	18
3.2.1. 船舶老龄化带来确定性的更新周期 .....	18
3.2.2. 环保要求或在一定程度上刺激船舶更新需求 .....	20
3.3. 短周期：关注红海航道危机对平均运距的影响 .....	20
4. 供给侧：中国份额持续提升，国内船企有望扩大优势 .....	22
4.1. 国际：中国造船业在全球份额占比进一步提升，LNG船实现突破 .....	22
4.2. 国内：开启产能整合的大时代 .....	23
5. 景气度：航运市场总体呈现高景气，细分船型稍有分化 .....	27
5.1. 市场总体：供不应求推动“运价—收益—船价”传递式上涨 .....	27
5.2. 细分船型：供需出现分化 .....	28
5.2.1. 油船：仍需等待季节性回暖 .....	28
5.2.2. 散货船：供需匹配，预计船需求保持相对平稳 .....	29
5.2.3. 集装箱船：关注红海航道通行改善情况 .....	29
6. 投资建议 .....	31
6.1. 中国船舶营业收入拆分表 .....	31
6.2. 可比公司估值表 .....	32
6.3. 投资建议 .....	32
6.4. 风险提示 .....	32
附：财务预测摘要 .....	33

## 图表目录

图 1： 中国船舶集团有限公司发展历程 .....	6
图 2： 2018-2023年，公司营收 CAGR=34.65% .....	8
图 3： 公司单季度营收表现 .....	8
图 4： 2023年以来，公司归母净利润水平大幅提升 .....	8
图 5： 公司单季度盈利表现 .....	8
图 6： 2021年以来，公司毛利率小幅波动，净利率有缓慢增长趋势 .....	9

图 7: 公司单季度利润率表现	9
图 8: 2020年以来, 公司期间费用率逐年下降	9
图 9: 公司单季度费用率表现	9
图 10: 中国船舶集团股权结构图 (仅梳理主要公司股权关系)	9
图 11: 航运及船舶市场研究框架	13
图 12: 全球船舶订单与完工情况 (载重吨)	14
图 13: 全球船舶订单与完工情况 (修正总吨)	14
图 14: 全球分船型造船完工量 (载重吨)	14
图 15: 全球分船型造船完工量 (修正总吨)	14
图 16: 中国船舶订单与完工情况 (载重吨)	15
图 17: 中国船舶订单与完工情况 (修正总吨)	15
图 18: 中国分船型新接订单量 (载重吨)	15
图 19: 中国分船型造船完工量 (载重吨)	15
图 20: 近5年商船队主要船型运力保有量增幅	16
图 21: 国际海运贸易量增速与全球GDP增速强相关	16
图 22: 上一轮造船周期自2000年开始, 考虑船舶20-25年自然使用寿命, 新造船已进入老龄化阶段	18
图 23: 2024年全球各类船舶以数量计船龄, 42.5%超20年	18
图 24: 2024年全球各类船舶以总吨计船龄, 16.8%超过20年	18
图 25: 全球平均船龄仍处于上升期	19
图 26: 截至2024年底全球船队中绿色动力船型仅占12.47%	20
图 27: 截至2024年底全球在手订单中绿色动力船型占67.82%	20
图 28: 海运量指标总体维持上行趋势	21
图 29: 贸易量与运距同步上升, 海运需求维持高景气	21
图 30: 红海航道危机迫使商船绕道好望角	21
图 31: 苏伊士运河通行量未显示复苏迹象	21
图 32: 按载重吨计中国三大指标全球份额	22
图 33: 按修正总吨计中国三大指标全球份额	22
图 34: 2018年后中国按载重吨计占全球新船订单份额由32%提升至77%	22
图 35: 2009年后全球船坞快速出清	23
图 36: 从完工量来看, 2023年国资船企交付量份额约为59.51%	25
图 37: 从完工量来看, 2023年中船系交付量份额约为33.33%	25
图 38: 中国船舶历史新接订单量 (2025年及以后为预测交付量)	26
图 39: 集装箱与干散货运价指数涨跌不一	27
图 40: 油运价格指数近期承压	27
图 41: 2024年内ClarkSea指数保持相对稳定	27
图 42: 全球新造船价格指数	28
图 43: 中国新造船价格指数	28
图 44: 中国造船板价格仍处于下跌通道内	28
图 45: 中日韩三国造船板价格对比	28
图 46: 全球海上油运量呈现下滑趋势	29
图 47: 全球油运能力供给或出现上行趋势	29
图 48: 全球干散货运量增长趋势放缓	29
图 49: 全球干散货船交付量上行	29
图 50: 全球集装箱船供需指标增速预测	30
图 51: 全球集装箱船交付量排期表	30

表 1: 2024H1, 船舶造修业务收入 344.46 亿元, 营收占比达 95.64% .....	7
表 2: 中国船舶主要从事船舶造修业务, 同时开展海洋工程和机电设备业务 .....	7
表 3: 2024 年油船、散货船和集装箱船运力占比达 86.11% .....	10
表 4: 根据吨位不同, 油轮可分为大型/超大型、苏伊士型、阿芙拉型、巴拿马型、灵便型和小型等 .....	11
表 5: 散货船的主要类型有好望角型、巴拿马型、超灵便型、灵便型 .....	12
表 6: 根据吨位不同, 集装箱船可大致分为超巴拿马型、新巴拿马型、中型等 .....	12
表 7: 基于 UNCTAD 的海运量预测, 我们保守测算中性假设下每年新增船队需求为 5,291 万 DWT .....	17
表 8: 根据船龄结构测算更新需求 .....	19
表 9: 结合前文三种假设下的新增需求计算合计新船需求 .....	19
表 10: IMO 关于减少船舶温室气体排放的战略 .....	20
表 11: 2024 年中国前 20 大船厂份额排名 .....	24
表 12: 中国船舶集团旗下各船厂的基本情况 .....	24
表 13: 根据 2024 年 12 月手持订单量进行的非国资船企排名 .....	25
表 14: 从手持订单来看, 截至 2024 年 12 月中船系国内份额达 33.06% .....	26
表 15: 中国船舶各项业务历史及未来收入拆分表 .....	31
表 16: 中国船舶可比公司估值表 (2025 年 1 月 21 日) .....	32

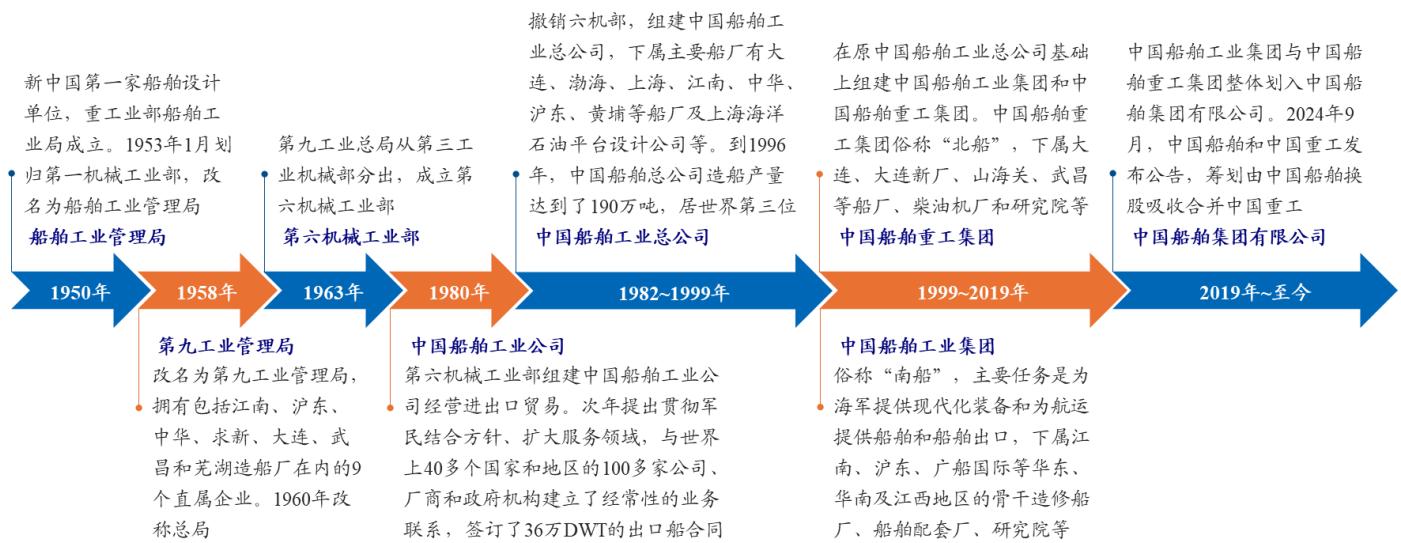
## 1. 公司概况：中国船舶集团核心军民品主业上市公司

### 1.1. 发展历程：中国船舶集团正处于“再整合”时期

中国船舶工业股份有限公司（以下简称“中国船舶”）是中国船舶集团有限公司下属上市公司，是中国船舶集团核心军民品主业上市公司、中国船舶工业集团有限公司核心上市平台。追溯公司发展历程，我们将之归纳为四个时期：

- ① **部局时期（1950-1982年）**：先后历经重工业部船舶工业局、第一机械工业部船舶工业管理局、第三工业机械部第九工业管理（总）局、第六工业机械部（含经营进出口贸易的中国船舶工业公司）共四个阶段；
- ② **总公司时期（1982-1999年）**：1982年5月，六机部被撤销，其直属企事业单位以及交通部的部分直属企事业单位组建中国船舶工业总公司，成为国务院第一个由部改为公司的经济实体，也成为中国第一家部级公司。中国船舶工业总公司管理大连、渤海、上海、江南、中华、沪东、黄埔等船厂，到1996年产量规模位居世界第三；
- ③ **“南北”分立时期（1999-2019年）**：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（中船工业，俗称“南船”）和中国船舶重工集团公司（中船重工，俗称“北船”），分别管理南北方的造船厂、配套厂和研究院等单位。在此期间，两船各自持续进行内部资源整合，中船工业旗下的沪东重机收购外高桥、中船澄西等核心民品资产，更名中国船舶；
- ④ **再整合时期（2019年至今）**：为响应供给侧改革号召，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，整体划入新注册成立的中国船舶集团有限公司，分别成为其下属的两大一级子公司。2024年9月2日，中国船舶和中国重工发布公告，筹划由中国船舶通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工；2025年1月8日，相关交易获得国务院国资委等主管部门批复意见，相关事项正在持续推进。

图1：中国船舶集团有限公司发展历程



资料来源：Wind，中国船舶公司官网，中国重工公司官网，诚通证券研究所

## 1.2. 业务结构：深耕船舶造修业务，专一化程度进一步提升

中国船舶业务领域较为集中，主要从事船舶造修业务，且业务占比从2021年的83.85%上升至2024H1的95.64%，呈现专一化趋势。机电设备、其他业务占比总体呈现下降趋势，主要原因是2019年合并以来，中国船舶集团着手对旗下资产和业务进行了整合。以船用柴油机业务为例，合并之初的中国船舶等子公司仍在开展“船用柴油机制造”业务，与中船重工旗下的中国动力形成了同业竞争，因此在2022年将中国船舶集团下属各家子公司的柴油机业务都整合进入了新成立的中船柴油机公司。这类资产与业务整合一定程度上缩窄了中国船舶的业务领域，使得业务专一化程度进一步提升。

表1：2024H1，船舶造修业务收入344.46亿元，营收占比达95.64%

单位：亿元		2021	2022	2023	2024H1
船舶造修	营业收入	500.89	499.91	704.20	344.46
	营收占比	83.85%	83.94%	94.10%	95.64%
	毛利率	8.99%	5.91%	10.13%	7.64%
机电设备	营业收入	40.76	27.37	19.28	9.04
	营收占比	6.82%	4.60%	2.58%	2.51%
	毛利率	11.20%	8.53%	15.12%	12.03%
其他业务	营业收入	55.75	68.30	24.91	6.67
	营收占比	9.33%	11.47%	3.33%	1.85%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

除了船舶造修业务，中国船舶还开展海洋工程及机电设备业务。其中，上海外高桥造船可以建造浮式生产储油轮（FPSO）、半潜式及自升式钻井平台、海工辅助船等海洋工程设备；中船澄西和广船国际可以生产风塔、LNG罐箱、浮船坞、钢结构、切割机床、矿山机械等机电设备产品。

表2：中国船舶主要从事船舶造修业务，同时开展海洋工程和机电设备业务

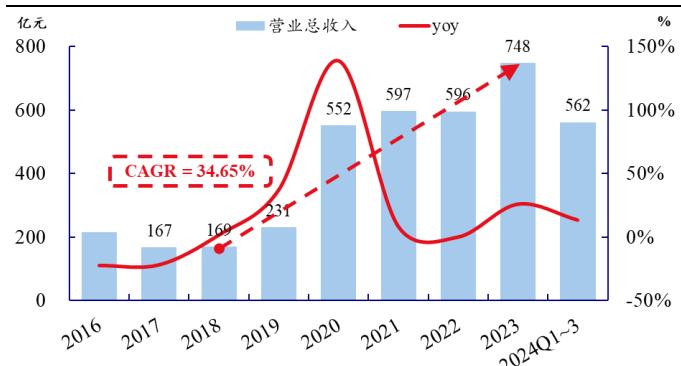
产业	业务	主体	业务内容
船舶海工装备产业	造船业务	江南造船	军用舰船；东方红3号、科考船、极地破冰船、汽车运输船等各类特种船舶；远望系列、大型海监船等公务船；大型/超大型集装箱船；液化气船（LPG船、乙烷/乙烯运输船、LNG船）
		外高桥造船	大型邮轮；好望角型散货船、纽卡斯尔型散货船、超大型矿砂船（VLOC）；7000TEU中型箱船、18000TEU及20000TEU超大型集装箱船；30万吨级VLCC、15.8万吨苏伊士型油轮和10.9万吨冰区加强型阿芙拉型油轮；双燃料汽车运输船
		广船国际	军辅船；公务执法船；成品油/化学品船（MR）、阿芙拉油船、超大型油船（VLCC）、超大型矿砂船（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
	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2024年半年报，诚通证券研究所

### 1.3. 财务分析：受益船舶行业高景气，公司营收盈利同步改善

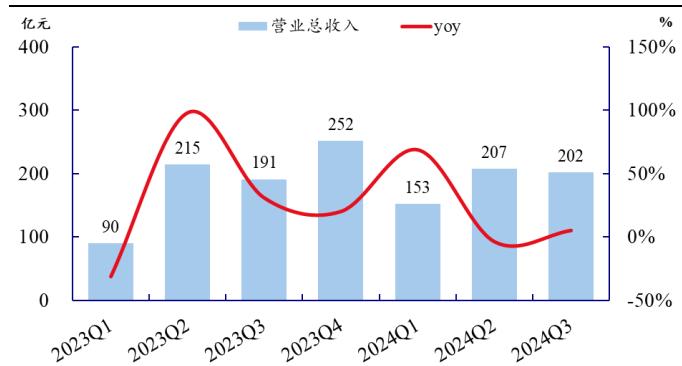
2018-2023年，公司营收实现了大幅增长，CAGR≈34.65%。其中，2020年营收增速高达138.78%，主要原因是公司完成了发行股份购买资产的交易事项，合并范围新增江南造船、广船国际等大型造船企业，因此船舶造修业务规模迅速扩大。2024Q1-3，公司实现营收561.69亿元，yoY+13.12%。从单季度营收表现来看，受春节效应等多方面影响，2023Q1及2024Q1营收水平稍低，其他季度则维持在200亿左右规模，营收表现良好。

图2：2018-2023年，公司营收 CAGR=34.65%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：公司单季度营收表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

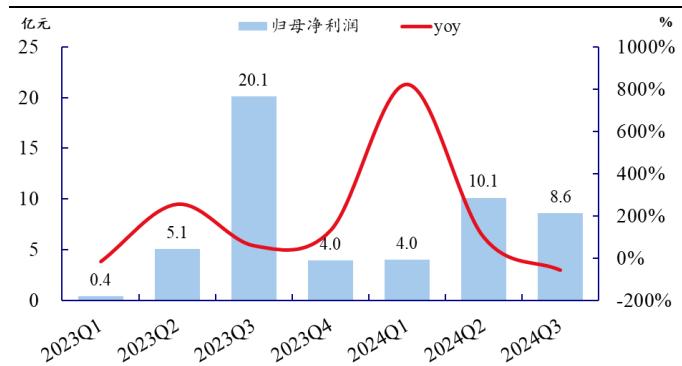
2023年以来船舶行业经济运行效益明显改善，公司盈利水平大幅提升。2023年实现归母净利润29.57亿元，yoY+1620.59%；2024年Q1-3实现归母净利润22.71亿元，yoY-11.35%，下降的主要原因是2023年净利润基数较高：①2023年公司全资子公司外高桥造船处置有关海工平台资产，交易完成后增加归属于上市公司股东的净利润26.59亿元，计入非经常性损益；②2023年下半年中东局势不稳，红海航道危机大幅提升了全球海运需求，进而推升了运价、船价，全球新造船市场需求活跃、盈利水平显著上升。

图4：2023年以来，公司归母净利润水平大幅提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

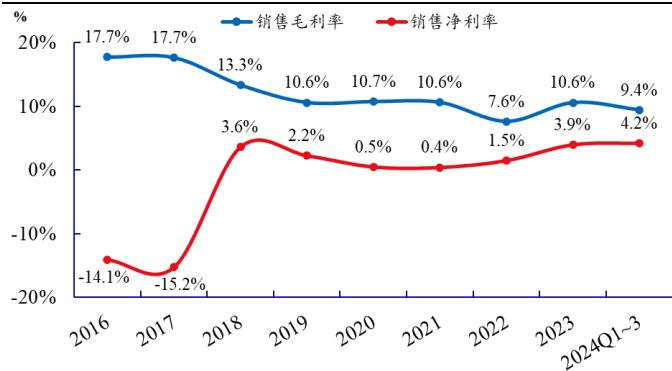
图5：公司单季度盈利表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

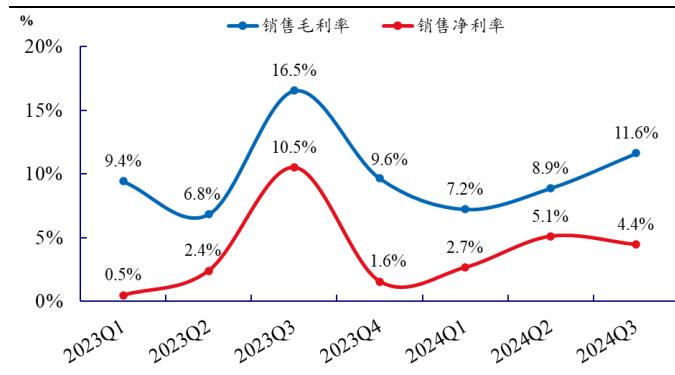
2021年以来公司毛利率在10%水平周围小幅波动，净利率有缓慢增长趋势。2021年，公司净利率为0.39%，2024Q1-3净利率为4.20%，净利率水平明显提升，主要受益于公司加强了对费用率的控制能力，并且同样印证了船舶市场高景气对公司盈利能力的改善。

图6：2021年以来，公司毛利率小幅波动，净利率有缓慢增长趋势



资料来源：Wind，诚通证券研究所

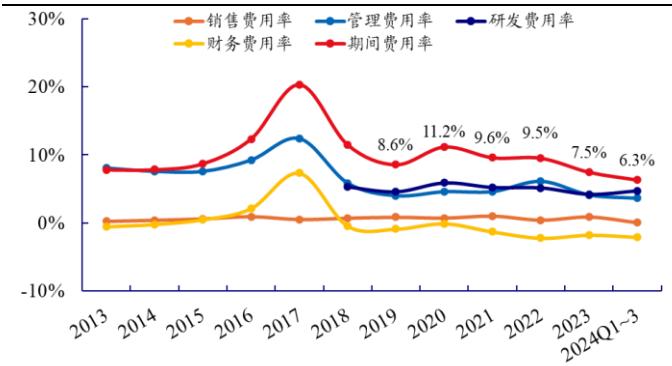
图7：公司单季度利润率表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

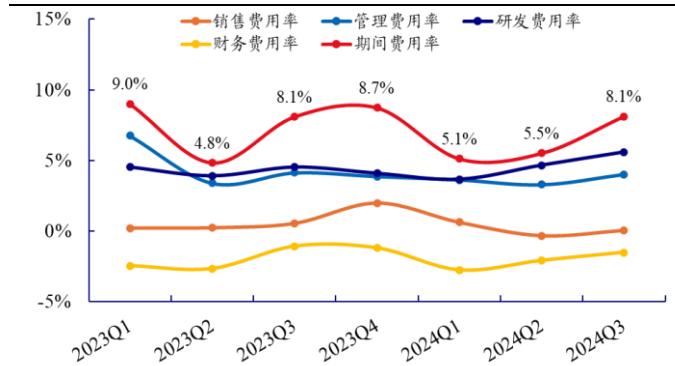
公司降本增效取得显著成果，2020年以来期间费用率实现逐年下降。公司紧紧围绕成本费用率压降目标，持续开展降本增效工作，将期间费用率从2020年的11.17%降至2024Q1-3的6.34%，降幅高达4.83pct。与此同时，2024Q1-3研发费用率不降反升，说明公司研发支出得到了一定保证，控费重点主要在优化管理水平、减少销售费用上。

图8：2020年以来，公司期间费用率逐年下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

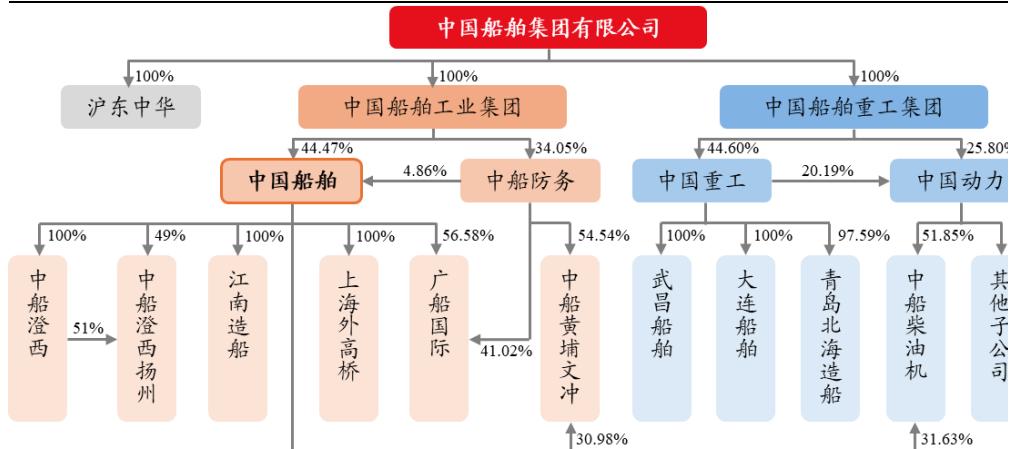
图9：公司单季度费用率表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

#### 1.4. 重组整合：正在稳妥推进资产及业务整合以解决同业竞争问题

图10：中国船舶集团股权结构图（仅梳理主要公司股权关系）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

在“南北”分立时期，两船各自持续进行了内部资源整合。如2019年4月，中国船舶工业集团发布了《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺“在5年内对生产大型集装箱船等产品的下属其他企业进行投资建设、培育，待符合上市条件后适时注入中国船舶，彻底消除同业竞争”；又如2019年9月，中船工业发布《关于进一步避免同业竞争的承诺函》，通过中国船舶和中船防务的资产置换进一步解决了一部分同业竞争问题。

在2019年“两船合并”后，资产及业务整合的范围扩展到了整个中国船舶集团。由于两船在“南北”分立时期发展了两套相对独立的造船工业体系，因此不可避免地在一些业务领域形成了同业竞争。2021年6月30日，中国船舶集团发布了《关于避免与中国船舶工业股份有限公司同业竞争的承诺函》，表示要在发函日起五年内（即2026年6月30日前）通过“综合运用委托管理、资产重组、股权转让/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”。随后，2022年集团完成了动力业务的内部整合（中船柴油机公司）；2024年9月中国船舶和中国重工发布公告，筹划由中国船舶通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工，标志着进一步大规模资产及业务整合正在加速进行。

我们认为，解决同业竞争是优化中国船舶集团整体效率、增强集团整体竞争力、打造世界一流旗舰型造船企业的必由之路。在《承诺函》的时间指引下，我们判断2025-2026年将是中国船舶集团资产及业务整合大年，中船防务、沪东中华等优质资产都有望陆续并入中国船舶，进而塑造“产能整合、分工协同、集中研发、统一营销”的集团化运营体系、建设中国乃至全球规模最大的旗舰型船舶制造企业。

## 2. 行业分析：航运市场及造船市场相互联系、不可分割

### 2.1. 航运市场：2024年油船、散货船和集装箱船运力占比达86.11%

根据不同的货物的类型，航运市场可以大致可分为石油航运市场、散货航运市场、集装箱航运市场、其他航运市场等。船舶是提供航运服务的载运工具，根据不同航运市场相对应的不同运输需求，所使用的船舶类型也有所差异。据Clarksons数据，按载重吨（DWT）计，截至2024年底油船、散货船和集装箱船运力占到了世界船队规模的86.11%，是世界航运市场的主力船型。除了三大主力船型外，其他船型还包括LNG船（占比2.69%）、LPG船（占比1.44%）、汽车运输船等船型。

表3：2024年油船、散货船和集装箱船运力占比达86.11%

	船队规模（百万 DWT）		运力占比（%）	
	1985年	2024年	1985年	2024年
油船	244.10	694.86	42.20%	28.59%
散货船	197.10	1,034.21	34.07%	42.56%
集装箱船	16.77	363.51	2.90%	14.96%
LNG船	4.05	65.40	0.70%	2.69%
LPG船	6.36	35.02	1.10%	1.44%

资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

### 2.1.1. 石油航运市场及船舶类型

油轮是指散装运输各种油类的船，主要指载运原油和成品油的船舶。根据吨位不同，可将油轮分为大型/超大型油轮、苏伊士型油轮、阿芙拉型油轮、巴拿马型油轮、灵便型油轮和小型油轮。油轮运输是一个专业化程度极高的行业。石油及其制品在运输和储存过程中可能泄露造成巨大污染，因此油轮运输涉及很多安全、技术、规范等方面的问题，这对经营油轮运输的航运企业提出较高要求。为保证稳定货源，油轮经营企业通常采取签订长期运输合同的方式从事经营活动。世界油轮船队规模在1985-2024年增长了184.66%，但占比从42.2%降至28.59%。2024年，全球石油海运贸易量为30.43亿吨，折合14.54万万吨英里，分别占全球海运量的约24.07%、21.90%。

表4：根据吨位不同，油轮可分为大型/超大型、苏伊士型、阿芙拉型、巴拿马型、灵便型和小型等

船型	吨位 (万 DWT)	用途	特点
大型/超大型油轮 (ULCC/VLCC)	≥20	专用运载原油	性价比高
苏伊士型油轮 (Suezmax)	12 - 20	以运载原油为主，偶尔运载重油	以苏伊士运河通航条件为上限，吃水不超过18m
阿芙拉型油轮 (Aframax)	8 - 12	以运载成品油为主（近洋成品油/沿海原油轮）	经济性最佳
巴拿马型油轮 (Panamax)	6 - 8	以运载成品油为主（近洋成品油/沿海原油轮）	以巴拿马运河通航条件为上限，吃水不超过13m
灵便型油轮 (Handysize)	1 - 6	以运载轻质油为主（沿海成品油轮）	灵活性强、吃水浅、油舱数量多，需求量大
小型油轮 (Small)	<1	以运载轻质油为主（沿海成品油轮）	灵活性强，适合短途运输，多从事海运和内河交替运输

资料来源：《国际航运经济学》，诚通证券研究所

### 2.1.2. 散货航运市场及船舶类型

干散货是指不经包装，就可以直接装船运输的块状、颗粒状、粉末状货物，如矿石、煤炭、散运的粮食、化肥等。干散货作为一种重要的水路运输货物，主要有四大特征：①货运批量大，比如从北美到中国的小麦，50000t可以构成干散货运输，而50t一般以捆包的方式安排运输；②货物价值低，主要是一些初级产品、原材料，如铁矿石、煤炭、谷物、铝矾土、磷灰石、木材等，对运费负担力低、对送达时间和运输质量的要求也不苛刻，因此船舶大型化趋势较为明显；③流向特征明显，干散货多为一些初级产品和原材料，流向大多是由产地运往加工厂，单向性流向特征明显；④是具有季节性特征，很多干散货具有季节性特征，如谷物、农业生产时间和地域差异、气候和季节的分布布局，导致秋季的谷物运输需求明显高于其他季节。

干散货船舶是指用于运载散装谷物、煤、矿砂、盐、水泥等干散货的船舶。由于运载货物的特殊性，其主要有以下特征：①结构简单利于装卸货物，通常为无需隔离的单甲板船，不需要复杂的设施和设备，造价较低；②为实现规模经济，船舶吨位较大。干散货船从20世纪50年代末开始在航运市场出现，在1985-2024年间船队规模从1.97亿载重吨增长到10.34亿载重吨，占世界船队规模的比例从34.07%增长到42.56%。2024年，全球散货海运贸易量为57.43亿吨，折合32.33万万吨英里，分别占全球海运量的约45.42%、48.71%。

表5：散货船的主要类型有好望角型、巴拿马型、超灵便型、灵便型

	吨位 (万 DWT)	吃水 (m)	特点
好望角型 (Capesize)	≥10	≥15	由于载重吨较大，只能绕行好望角，因而得名，主要运载铁矿石和煤炭
巴拿马型 (Panamax)	6 - 10	12 - 15	可以通过巴拿马运河的最大吨位
超灵便型 (Handymax)	4 - 6	11 - 12	载重量小，方便灵活
灵便型 (Handysize)	1 - 4	9 - 10	载重量小，方便灵活

资料来源：《国际航运经济学》，诚通证券研究所

### 2.1.3. 集装箱航运市场及船舶类型

集装箱货物是指以集装箱为单元进行运输的货物。不同货物对装卸、运输、仓储的要求不同，从而需要选择不同的集装箱。集装箱船是指运载集装箱的船舶，其结构和形状跟一般货船不同，它没有内部甲板，机舱一般设在船尾。船舱内用垂直导轨将其分为小舱，这些导轨有利于集装箱的固定，舱面设有集装箱系固设备。集装箱船作为一种高效率的船舶，其航行采用较高的航速，一般超过 20 节 (kn, 相当于 37.04km/h)。为了便于计算集装箱数量，以 20 英尺长的集装箱为标准箱 (TEU, Twenty-foot Equivalent Unit)，也称国际标准箱单位，通常用来表示船舶装载集装箱的能力，也是集装箱和港口吞吐量的重要统计和换算单位。2024 年，全球集装箱海运贸易量为 19.38 亿吨，折合 10.06 万亿吨英里，分别占全球海运量的约 15.33%、15.16%。

从 1966 年开始，传统的杂货船运输逐渐被班轮运输取代，件杂货集装箱化率越来越高，集装箱规模也从 1985 年的 0.17 亿载重吨快速增加到 2024 年的 3.64 亿载重吨，占比从 2.90% 提升至 14.96%。

表6：根据吨位不同，集装箱船可大致分为超巴拿马型、新巴拿马型、中型等

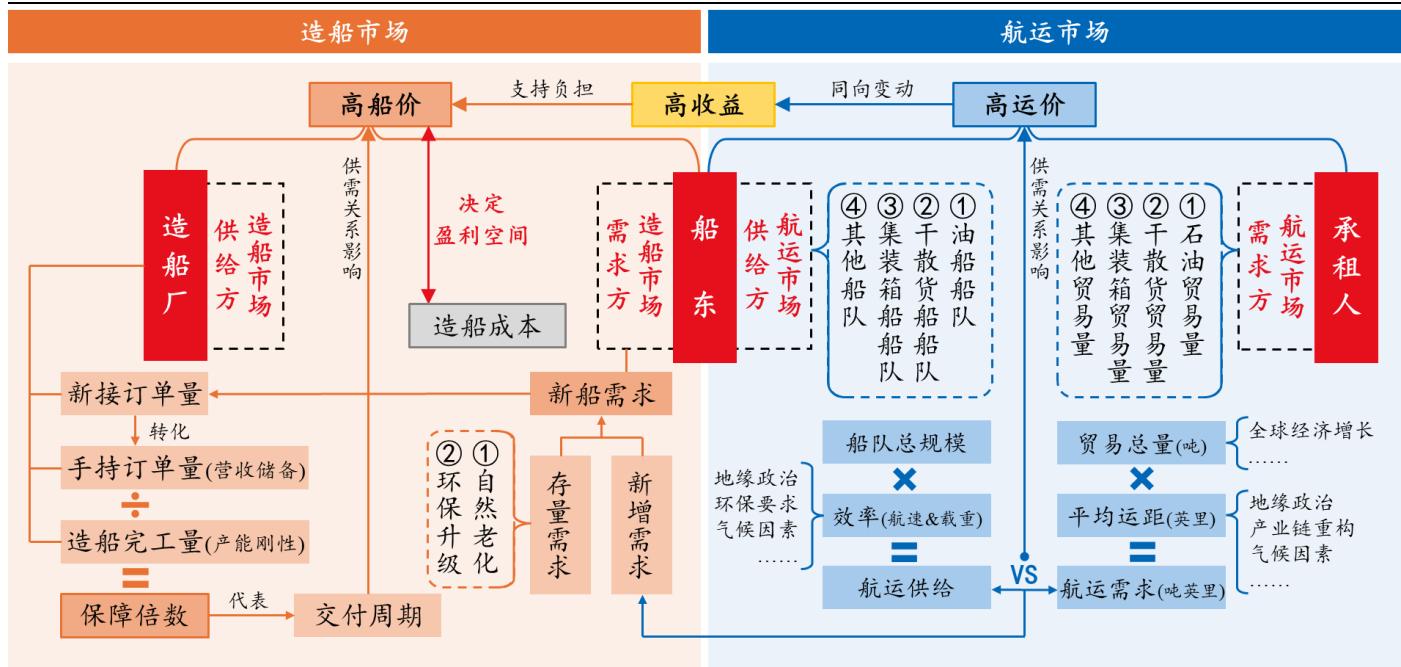
船型	装载量 (TEU)	特点
超巴拿马型 (Post-Panamax)	≥17,000	最大型的集装箱船，具有超大的载货量。其长度、宽度和吃水深度都远超传统巴拿马运河的限制尺寸，能够大幅降低单位运输成本，适合在远洋航线上运输大量货物
新巴拿马型 (Neo-Panamax)	8,000 – 16,999	是为适应巴拿马运河扩建后新的通航标准而设计建造的大型集装箱船，广泛应用于全球各大贸易航线，尤其是那些需要通过巴拿马运河的航线，如亚洲至美国东海岸航线
中型 (Intermediate)	3,000 – 7,999	具有较好的通用性和适应性，常用于区域内的贸易航线，如亚洲区域内的航线（如中国至日本、韩国、东南亚等航线）、欧洲区域内的航线等，也可用于一些跨洋航线的支线运输
支线型 (Feeder)	100 – 2,999	小型集装箱船，主要用于支线运输，将货物从中小港口集中运输到大型枢纽港口，或者在枢纽港口周边的港口之间进行货物转运

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

### 2.2. 研究框架：通过供需关系串联造船与航运市场

我们的研究框架主要围绕“两个市场”、“三个角色”来展开。“两个市场”指的是航运市场、造船市场，“三个角色”指的是承租人、船东、造船厂。在该框架中隐含了两条逻辑链条：供需（数量）关系、价格关系。

图11：航运及船舶市场研究框架



资料来源：诚通证券研究所

**从供需关系出发：**承租人是航运市场的需求方，其贸易需求是石油、散货、集装箱和其他货物的贸易总量（吨），乘以航运平均运距（英里）得到航运需求（吨英里）；船东是航运市场的供给方，运营船只提供不同类型的运力，其运力不仅受船只规模的影响，还与平均航速、航行时长、载重利用率等因素有关：

$$\begin{aligned} \text{航运供给(吨英里)} &= \text{船队总规模(DWT)} \times \text{效率系数(英里)} \\ &= \text{船队总规模(DWT)} \times \text{年运行时间(小时)} \\ &\quad \times \text{航速(英里/时)} \times \text{利用率(%)} \end{aligned}$$

航运需求与航运供给形成了一对供需关系，通过船东传递到了新造船市场，即新船的新增需求。新增需求与存量需求（如更新需求、环保升级需求）共同构成了新船需求，进而通过船东向造船厂下单而成为新接订单量。新接订单进入造船厂建造队列中，转化为手持订单量，这代表了造船厂的营收储备。在手持订单量充足的情况下，造船完工量基本代表了造船厂的产能水平，手持订单量除以造船完工量得到按年计算的保障倍数（或称覆盖率为），代表了造船厂的交付周期。更长的交付周期意味着供不应求，全球造船市场活跃、进而使得船价上扬。

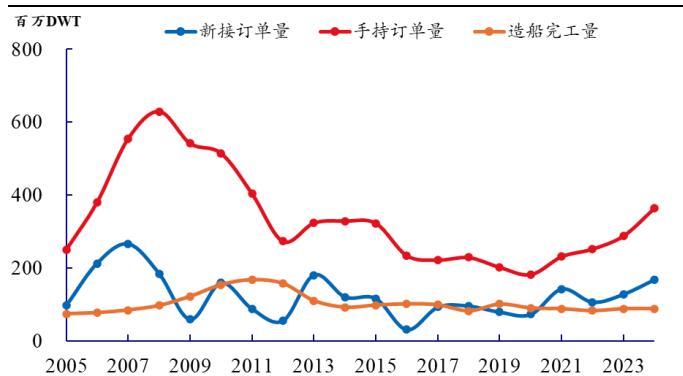
**从价格关系出发：**在航运市场中，航运需求与供给的测算隐含了大量不易量化的影响因素，如地缘政治、环保要求、气候因素，因此我们可以观察供需关系影响下运价的变化情况。航运供给紧张的时期，运价上涨，同步推动船东的租船收益上升、船东利润增厚。船东利润增厚又有利于支付供需关系紧张推升的高船价，从而保证了造船厂的盈利空间。因此船东作为航运市场和造船市场的中间人，将供需（数量）关系和价格关系紧密联系在了一起，形成了“航运市场供需紧张—造船市场量价齐升—造船厂盈利增厚”的逻辑闭环。同时，“运价—收益—船价”的传导链条有一定迟滞性，决定了运价往往是船价乃至造船厂盈利能力的前瞻性指标，这正是任何针对新造船市场的分析都需要紧密跟踪运价、收益及船价的原因。

## 2.3. 造船市场：新造船市场高度活跃，反映船舶行业高景气度

### 2.3.1. 全球新造船市场：三大指标均有亮眼表现

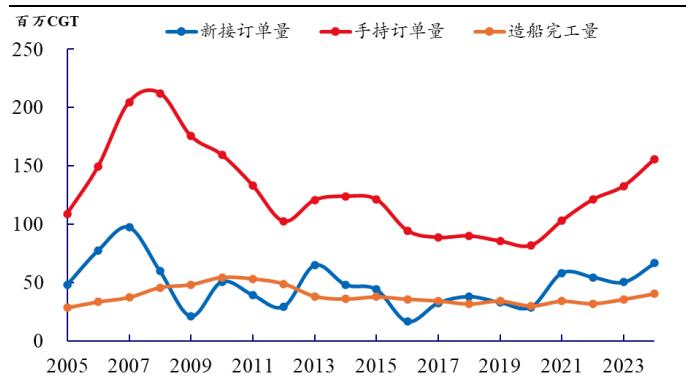
2024年，全球新造船产业实现显著扩张。从新接订单量来看，全球新接订单量实现大幅增长，总量达1.68亿DWT， $YoY+31.17\%$ ，折合0.66亿CGT， $YoY+32.43\%$ ；从手持订单量来看，新接订单增长同步拉动手持订单规模扩张，截至2024年底全球合计手持订单量达3.64亿DWT， $YoY+26.39\%$ ，折合1.56亿CGT（相当于2008年上一轮周期高点的73.47%）， $YoY+17.51\%$ ；按DWT计的造船完工量保持了相对平稳，为8,814万DWT， $YoY+0.27\%$ ；然而，以CGT计的造船完工量实现了13.32%的同比增长，达到4,038万CGT，说明2024年高附加值的高端船型占比实现了一定提升。全球以CGT计手持订单覆盖率（造船完工量/手持订单量）约为3.9年，较2020年上涨超50%，显示全球造船业手持订单饱和度较高。

图12：全球船舶订单与完工情况（载重吨）



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

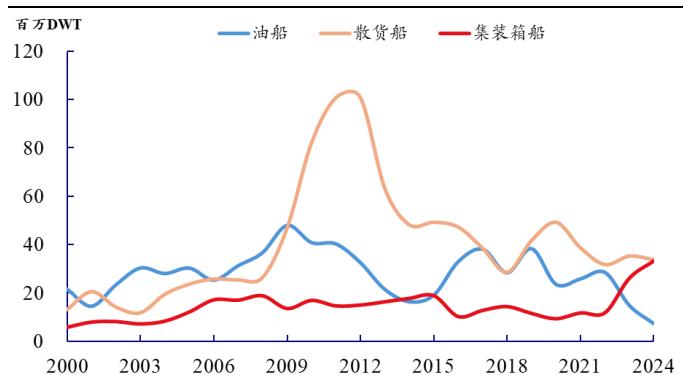
图13：全球船舶订单与完工情况（修正总吨）



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

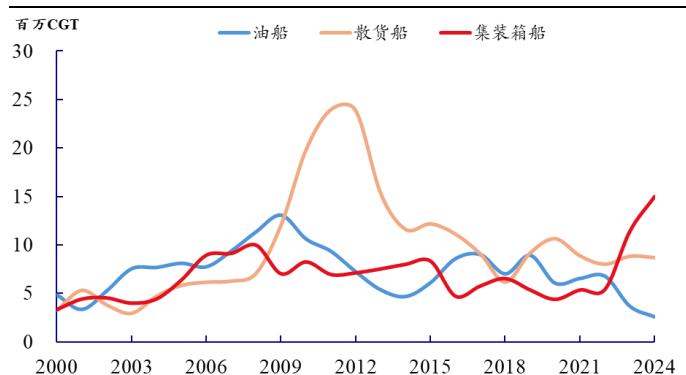
从分船型造船完工量来看，集装箱船完工量提升明显，油船完工量连续下滑。集装箱船保持了较快增长，达到3,324万DWT， $YoY+27.16\%$ ，折合1,500万CGT， $YoY+31.60\%$ ，连续两年实现了大幅增长；散货船完工量相对稳定，为3,384万DWT / 869万CGT，自2021年以来维持了相对稳定；油船完工量仍呈现大幅下滑趋势，全年完工量为746万DWT， $YoY-49.94\%$ ，以CGT计为258万CGT， $YoY-29.93\%$ ，连续两年大幅下滑。

图14：全球分船型造船完工量（载重吨）



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图15：全球分船型造船完工量（修正总吨）

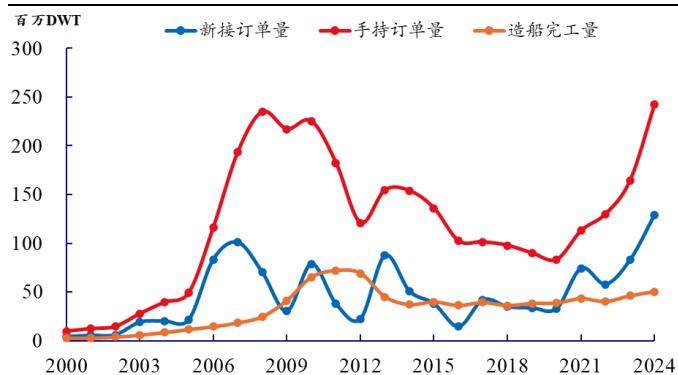


资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

### 2.3.2. 中国新造船市场：表现超出全球平均水平

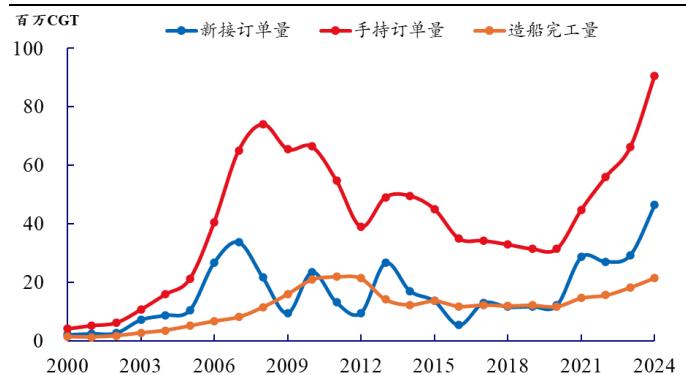
2024年，中国造船业三大指标均进一步提升。其中，从新接订单量来看，中国获得1.29亿DWT， $YoY+55.28\%$ ，折合4,645万CGT， $YoY+58.47\%$ ，增幅显著；从手持订单量来看，截至2024年底，中国共有2.43亿DWT在手订单， $YoY+47.42\%$ ，折合9,069万CGT， $YoY+36.94\%$ ，主要得益于新接订单的陡峭增速；从造船完工量来看，中国共完成5,025万DWT造船量， $YoY+9.03\%$ ，折合2,154万CGT， $YoY+18.15\%$ ，以DWT/CGT计的增速较全球平均水平高出8.76pct/4.83pct，反映出中国产能水平（尤其是高附加值的高端船型产能水平）仍在快速提升。然而，中国造船完工量的增速并不能与新接订单量和手持订单量的快速增长相匹配，反映出中国造船产能具备刚性，供给侧仍然偏紧。

图16：中国船舶订单与完工情况（载重吨）



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图17：中国船舶订单与完工情况（修正总吨）

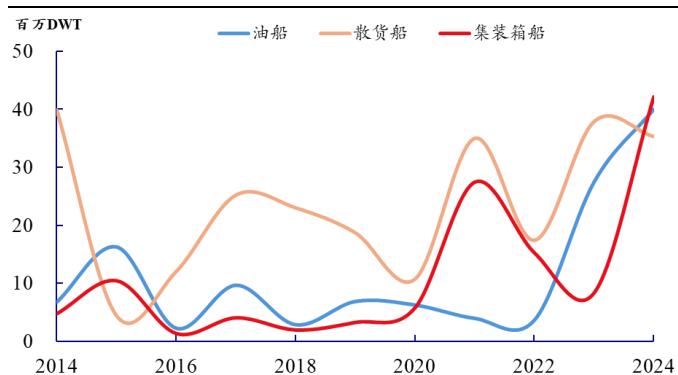


资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

中国各船型新接订单量规模均处于高位。集装箱船新接4,210万DWT， $YoY+407.23\%$ ，增长超4倍；油船也实现了大幅增长，4,000万DWT， $YoY+45.45\%$ ；散货船表现稍弱，经历了2023年高需求，2024年新接订单同比略微下滑6.86%，为3,530万DWT。

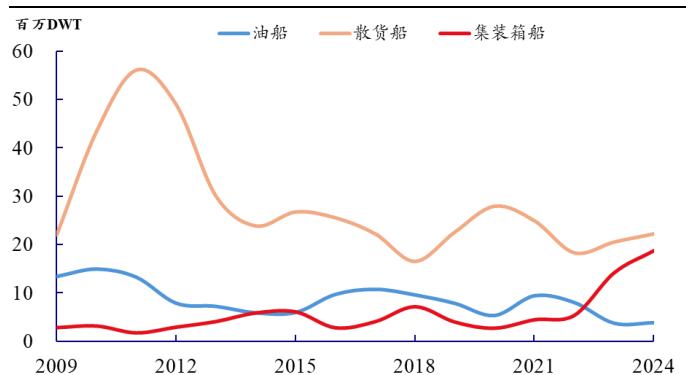
各船型的造船完工量均实现增长，但增速表现不一。其中，集装箱船完工量增幅最高， $YoY+32.39\%$ ，达1,880万DWT；散货船为2,220万DWT， $YoY+8.29\%$ ；油船完工水平维持稳定，小幅增长2.70%至380万DWT。

图18：中国分船型新接订单量（载重吨）



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图19：中国分船型造船完工量（载重吨）



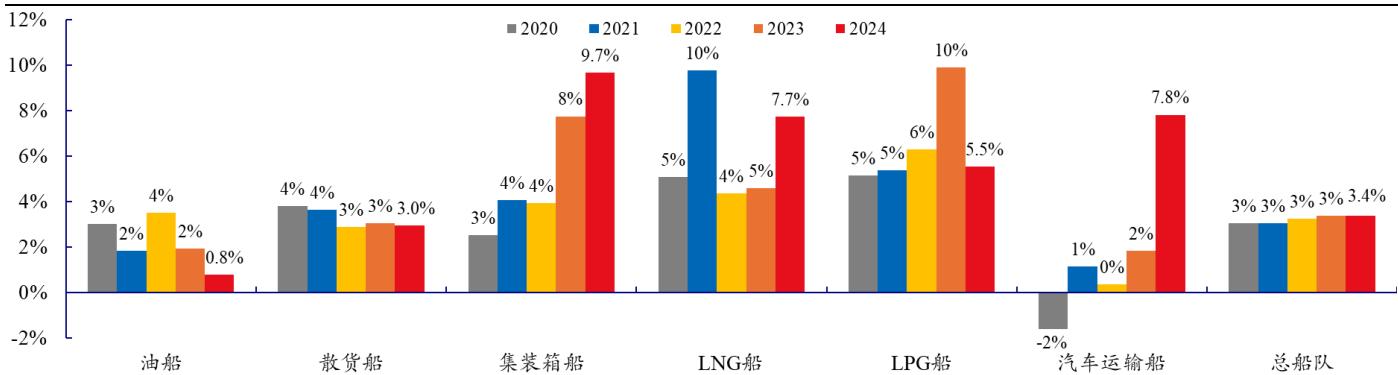
资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

### 3. 需求侧：长、中、短三周期共振，新造船市场需求旺盛

#### 3.1. 长周期：国际贸易需求具有稳定性

根据 Clarksons 的数据，截止 2024 年底，全球 100 总吨以上商船队保有量为 112,300 艘，共计 24.31 亿 DWT，运力同比增长 3.37%，增速较 2023 年持平。分船型来看：①油船运力在经过 2022 年的加速上涨后，从 2023 年起增速放缓 (yoY +1.95%)，2024 年底运力为 6.95 亿 DWT，同比增长 0.80%；②散货船运力保持稳定增长，运力为 10.34 亿 DWT，同比增长 2.96%，近 3 年增速维持在 3% 左右；③集装箱船运力继续保持增长，运力为 3,084.71 万 TEU (折合 3.64 亿 DWT)，同比大幅增长 9.67%。

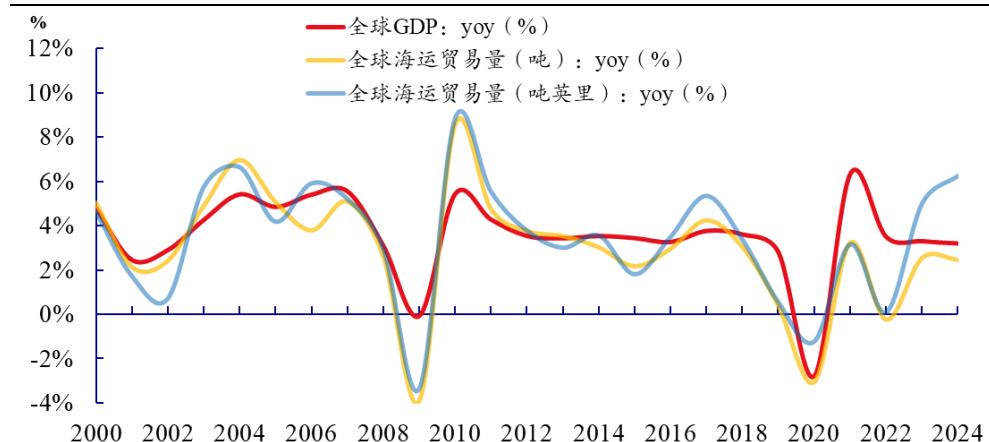
图20：近5年商船队主要船型运力保有量增幅



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

全球船队规模的增长反应了国际贸易需求的稳定性。复盘 2000 年以来全球 GDP 增速与海运贸易量增速，可以发现其呈现了强相关关系。因此，海运贸易量的变化趋势可以通过分析全球 GDP 增速来预测。同时我们观察到除金融危机、新冠疫情等突发性事件时期，全球 GDP 增速基本维持在 3-4% 区间，具有稳定性。联合国贸易和发展会议在《2024 年海运回顾》中基于此方法预测 2025-2029 年全球海运贸易量（吨）增速约为 2.4%。

图21：国际海运贸易量增速与全球 GDP 增速强相关



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

根据 UNCTAD 对 2025-2029 年全球海运贸易量年均增速 2.4% 的判断，我们测算不同假设下新增船队需求规模。其中，需求侧变量在于运距：

$$\text{航运需求(吨英里)} = \text{贸易总量(吨)} \times \text{平均运距(英里)}$$

乐观假设下，红海危机会保持数年，运距维持2024年的较高水平；中性假设下，苏伊士航道会部分恢复，平均运距下降2.5%至略高于2023年水平；悲观假设下，红海航道迅速全面恢复，平均运距下降5.0%至2022年水平。

供给侧变量在于效率系数，其根据吨英里贸易量除以船队规模而得，隐含了年运行时间、航速、利用率等变量，简化了计算。效率系数高，意味着相同船队规模下提供了更多运力。

$$\begin{aligned}
 \text{航运供给(吨英里)} &= \text{船队总规模(DWT)} \times \text{效率系数(英里)} \\
 &= \text{船队总规模(DWT)} \times \text{年运行时间(小时)} \\
 &\quad \times \text{航速(英里/时)} \times \text{利用率(%)}
 \end{aligned}$$

乐观假设下，效率系数持平；中性假设下，效率系数下降1.0%，达到2023-2024年之间的水平；悲观假设下，效率系数下降2.0%，接近2023年水平，意味着全球船队航速下降、船舱利用率下降、运行时间下降等多种可能。

表7：基于UNCTAD的海运量预测，我们保守测算中性假设下每年新增船队需求为5,291万DWT

		航运需求		航运供给		
		贸易量 (百万吨)	平均运距 (英里)	船队规模 (百万 DWT)	效率系数 (英里)	新增规模 (百万 DWT)
2021		12,069	4,925	59,446,262	2,203	26,984
2022		12,038	4,943	59,502,262	2,275	26,161
2023		12,342	5,062	62,475,037	2,351	26,570
2024		12,643	5,250	66,377,635	2,431	27,308
乐观假设	假设运距	持平		假设系数	持平	
2025E		12,947	5,250	67,970,698	2,489	27,308
2026E		13,257	5,250	69,601,995	2,549	27,308
2027E		13,576	5,250	71,272,443	2,610	27,308
2028E		13,901	5,250	72,982,981	2,673	27,308
2029E		14,235	5,250	74,734,573	2,737	27,308
				平均	61.20	
中性假设	假设运距	-2.50%		假设系数	-1.00%	
2025E		12,947	5,119	66,271,431	2,451	27,035
2026E		13,257	5,119	67,861,945	2,510	27,035
2027E		13,576	5,119	69,490,632	2,570	27,035
2028E		13,901	5,119	71,158,407	2,632	27,035
2029E		14,235	5,119	72,866,209	2,695	27,035
				平均	52.91	
悲观假设	假设运距	-5.00%		假设系数	-2.00%	
2025E		12,947	4,991	64,614,645	2,414	26,762
2026E		13,257	4,991	66,165,396	2,472	26,762
2027E		13,576	4,991	67,753,366	2,532	26,762
2028E		13,901	4,991	69,379,447	2,592	26,762
2029E		14,235	4,991	71,044,553	2,655	26,762
				平均	44.80	

资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

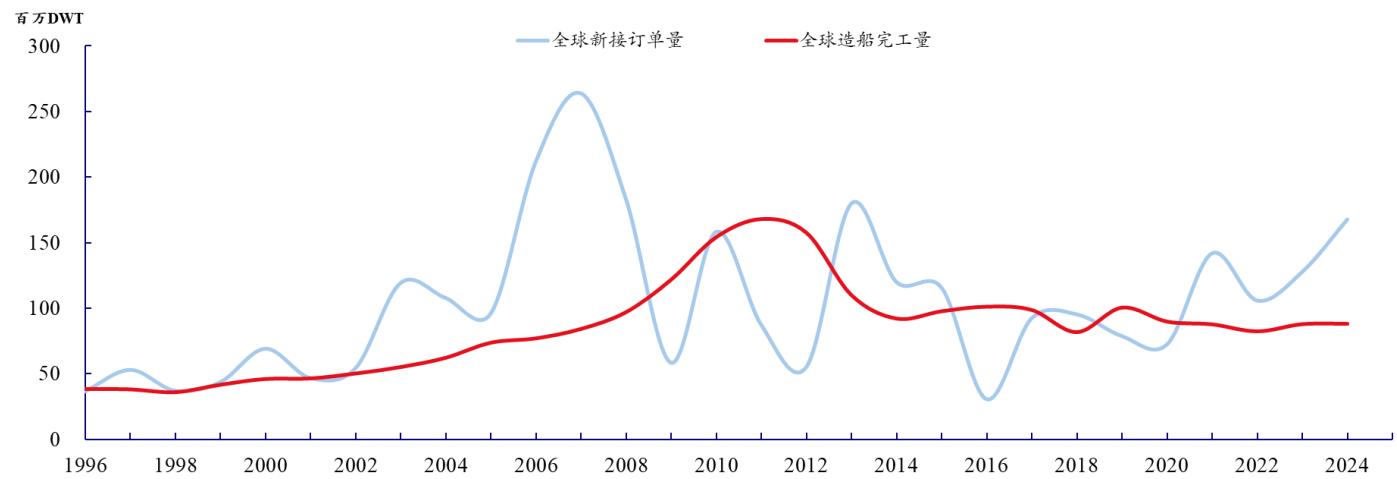
根据我们的预测，在乐观假设下，2025-2029年全球海运贸易量维持2.4%年均增速将在未来5年内创造年均6,120万DWT的新增船队需求；中性假设下年均需求为5,291万DWT，悲观假设下年均需求为4,480万DWT。

### 3.2. 中周期：船舶老龄化和环保升级催生存量需求

#### 3.2.1. 船舶老龄化带来确定性的更新周期

船舶老龄化带来的存量更新需求具有周期性和确定性。回顾上一轮造船周期，造船完工量自1998年起连续13年保持正增长，一直到2011年达到阶段性历史高峰，当年实现造船完工量1.68亿吨。考虑船舶20-25年的自然使用寿命，1998年以来的新造船舶已逐步进入老龄化阶段。

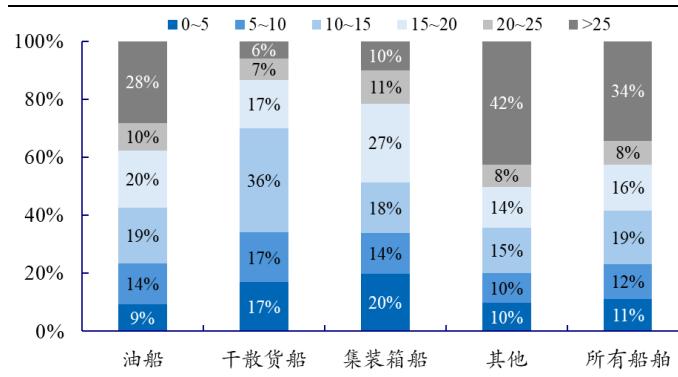
图22：上一轮造船周期自2000年开始，考虑船舶20-25年自然使用寿命，新造船舶已进入老龄化阶段



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

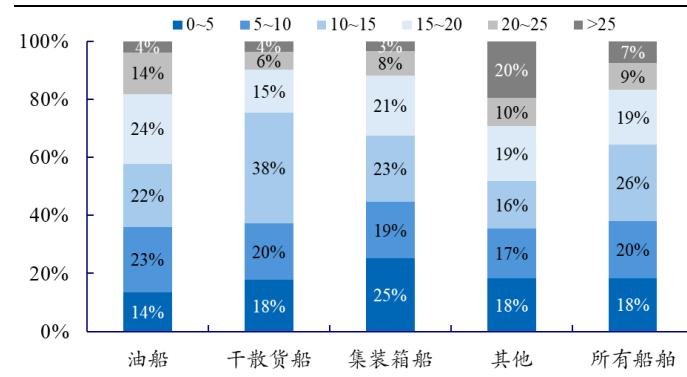
老龄化船舶更新需求持续释放，形成超过10年的超长景气。根据Clarksons数据，2024年全球各类船舶以数量计船龄，有42.50%已经超过20年、34.33%已经超过25年；以总吨计船龄，有16.76%已经超过20年、7.46%已经超过25年。不同口径比例差距较大，反映了老旧船舶中有大量小型船只，因此以数量计老龄化船舶占比显著提升。

图23：2024年全球各类船舶以数量计船龄，42.5%超过20年



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图24：2024年全球各类船舶以总吨计船龄，16.8%超过20年



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

对更新需求进行测算。为提升测算可信度，我们采用以总吨计的船龄比例，并假设以DWT计的船龄比例与此相同。

表8：根据船龄结构测算更新需求

单位： 百万 DWT	2024年 船队量	更新需求(年均)				
		2025~2029年	2030~2034年	2035~2039年	2040~2044年	2045~2049年
油船	694.86	25.22	33.41	30.25	31.32	18.76
占比	28.59%	30.97%	36.29%	23.70%	32.82%	20.99%
散货船	1,034.21	20.42	30.36	78.93	40.46	36.67
占比	42.56%	25.06%	32.99%	61.82%	42.39%	41.03%
集装箱船	363.51	8.59	15.04	16.58	14.16	18.34
占比	14.96%	10.54%	16.34%	12.99%	14.83%	20.51%
其他	337.44	19.80	12.77	10.95	11.63	12.34
占比	13.89%	24.31%	13.87%	8.57%	12.18%	13.81%
合计	2,430.02	81.45	92.05	127.67	95.45	89.38

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

通过测算，我们发现在主力船型的更新节奏上，油船将在 2025-2034 年主导更新需求，随后散货船将在 2035-2049 年主导更新需求。

结合“长周期”中对新增需求的三种假设，我们计算出 2025-2029 年间三种情景下合计新船需求水平：乐观假设下，年均新船需求为 1.43 亿 DWT；中性假设下，年均新船需求为 1.34 亿 DWT；悲观假设下，年均新船需求为 1.26 亿 DWT。2023 年全球新接订单量为 1.28 亿 DWT，说明即使在最悲观的假设下，全球新船需求规模仍然至少可以维持 2023 年水平。

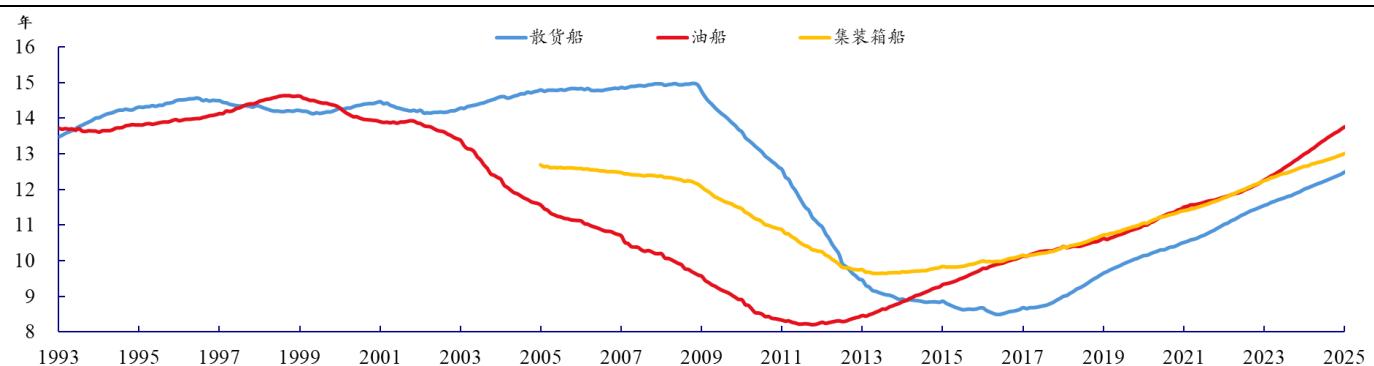
表9：结合前文三种假设下的新增需求计算合计新船需求

单位： 百万 DWT	2025~2029年 年均更新需求	2025~2029年(年均, 乐观)		2025~2029年(年均, 中性)		2025~2029年(年均, 悲观)	
		+自然扩张需求	=合计新船需求	+自然扩张需求	=合计新船需求	+自然扩张需求	=合计新船需求
油船	25.22	18.95	44.18	18.95	44.18	20.12	45.35
占比	30.97%	30.97%	30.97%	35.82%	32.88%	44.92%	35.92%
散货船	20.42	15.34	35.76	15.34	35.76	16.29	36.70
占比	25.06%	25.06%	25.06%	28.99%	26.61%	36.36%	29.07%
集装箱船	8.59	6.45	15.04	6.45	15.04	6.85	15.44
占比	10.54%	10.54%	10.54%	12.19%	11.19%	15.29%	12.23%
其他	19.80	14.88	34.68	14.88	34.68	15.80	35.60
占比	24.31%	24.31%	24.31%	28.12%	25.81%	35.26%	28.20%
合计	81.45	61.20	142.66	52.91	134.37	44.80	126.25

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

并且，分船型来看平均船龄仍处于上升期，较上一周期高点仍有空间，造船上升周期不可能在平均船龄高点时期结束。

图25：全球平均船龄仍处于上升期



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

### 3.2.2. 环保要求或在一定程度上刺激船舶更新需求

2023年，国际海事组织《2023年IMO船舶温室气体(GHG)减排战略》要求考虑不同国情，在2050年前后达到净零排放；阶段性目标上，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%。

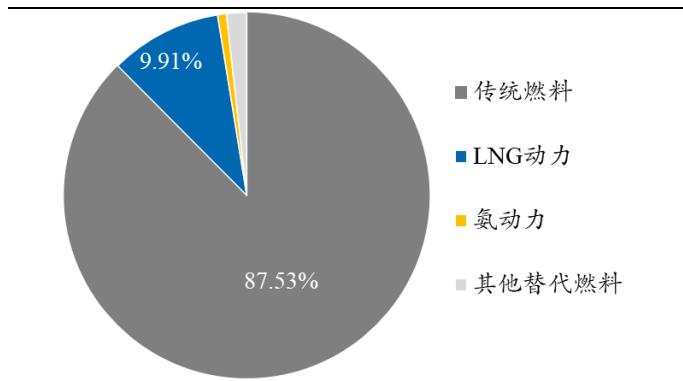
表10：IMO关于减少船舶温室气体排放的战略

政策	时间	内容
《减少船舶温室气体排放的初步战略》	2018	<p>①与2008年相比，国际航运每单位运输活动的平均CO<sub>2</sub>排放量到2030年至少降低40%，并力争到2050年降低70%。</p> <p>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%。</p> <p>③为尽快消除国际航运温室气体排放，制定三阶段措施：</p> <p>短期措施（2018~2023年）：改善船舶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；</p> <p>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；</p> <p>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。</p>
《2023年IMO船舶温室气体(GHG)减排战略》	2023	<p>①GHG减排新目标：国际航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。</p> <p>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%。</p> <p>③作为“指示性校核点”：</p> <p>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%；</p> <p>到2040年，国际航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%。</p> <p>（注：上述目标与校核点均应根据IMO制定的《船舶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。）</p>

资料来源：中国船舶油污损害赔偿基金，诚通证券研究所

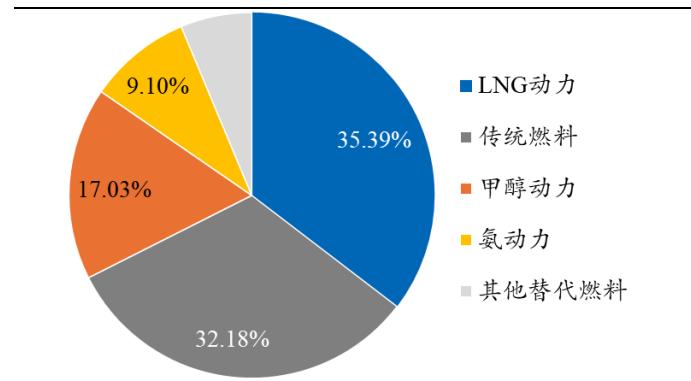
减碳实施路径上，中长期主要依赖替代性低碳和零碳燃料的发展与应用。截止2024年底，全球活跃商船队中使用替代燃料作为动力的船舶比例约为12.47%（3.03亿DWT）。假设到2030年将达到25%（6.08亿DWT），年均新增5,083万载重吨，预计有望会加速更新需求。短期看则可通过降速或改装来满足减碳需求，仍然利好船舶维修改装企业。

图26：截至2024年底全球船队中绿色动力船型仅占12.47%



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图27：截至2024年底全球在手订单中绿色动力船型占67.82%



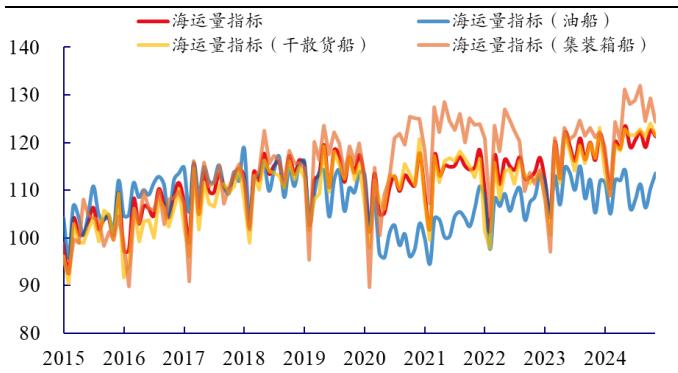
资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

### 3.3. 短周期：关注红海航道危机对平均运距的影响

2024年全球海运量指标维持了疫情以来的上行趋势。截至2024年11月，全球海运量指标报121.4点，三周期移动平均 $yoY+2.9\%$ ；油运量指标报113.5点，平均 $yoY+1.5\%$ ；干散货运量指标报121.5点，平均 $yoY+4.1\%$ ；集装箱运量指标报124.4点，平均 $yoY+3.4\%$ 。所有指标均实现显著增长，由于海运量（吨英里）=海运量（吨）

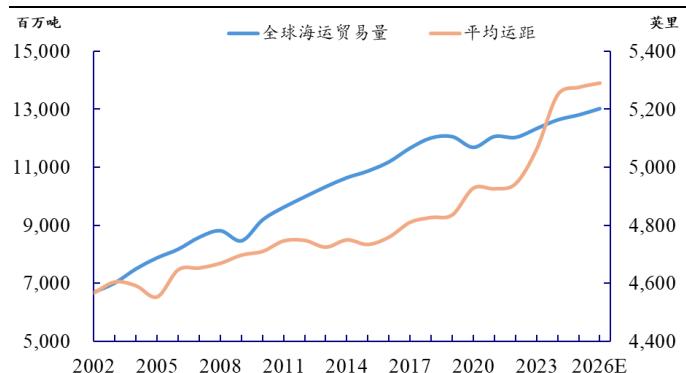
×平均运距（英里），我们可以将海运量上升的原因拆解为吨数变化和平均运距趋势。观察发现，2023年全球以吨计海运贸易量 $YoY+2.5\%$ 、2024年 $YoY+2.4\%$ ，增幅较为稳定；而2023年全球海运平均运距 $YoY+5.0\%$ 、2024年 $+6.2\%$ ，实现大幅增长，成为推动吨英里海运量快速增加的主要动力。

图28：海运量指标总体维持上行趋势



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图29：贸易量与运距同步上升，海运需求维持高景气



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

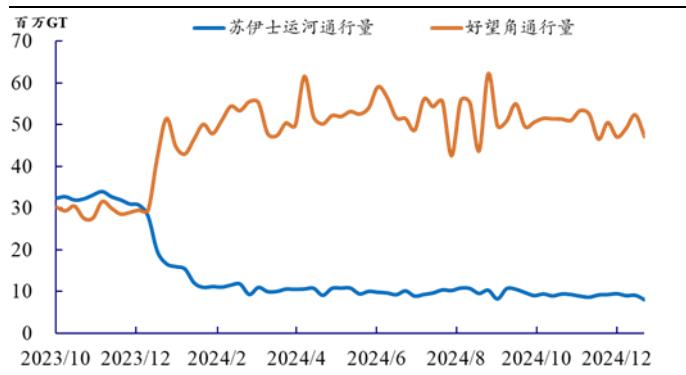
全球海运平均运距的增加主要受地缘政治冲突影响。2023年10月巴以冲突再起、11月底胡塞武装为声援加沙而袭击“银河领袖”号货船引发红海航道危机，多国船队因无法经过红海曼德海峡进入苏伊士运河而被迫绕道好望角。以荷兰鹿特丹—新加坡航线为例，绕行南非好望角需要11,720海里，航程增加39%。红海—苏伊士运河航线贸易通道和能源通道占世界海运贸易的14%，航线更换推动运力需求的提升。据Clarksons测算，自2023年末以来，红海航运受阻使全球航运需求增加了约2.5%，其中集装箱船(+11%)、汽车运输船(+7%)、成品油船和液化天然气运输船等细分领域受影响最为显著。

图30：红海航道危机迫使商船绕道好望角



资料来源：央视新闻，诚通证券研究所

图31：苏伊士运河通行量未显示复苏迹象



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

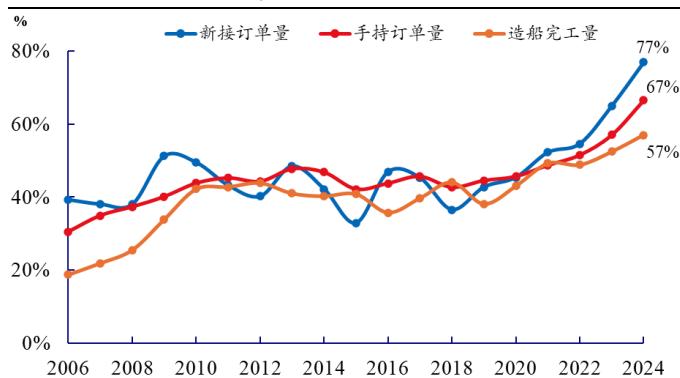
因此，短周期内航运市场景气度主要关注红海航道危机进展。2025年1月15日，卡塔尔、埃及、美国发布联合声明，宣布以色列与巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）就加沙地带停火和被扣押人员交换达成协议，旨在在加沙地带实现永久停火、恢复和平。然而，停火协议并非停战协议，后续仍有数个阶段性谈判，两方核心诉求仍存在巨大矛盾，短时间内恐难以得到彻底解决。并且即使红海危机宣布解除，安全考量、船队大型化、燃油成本变化、调整班轮时刻所需的额外时间都有可能减缓平均运距的下降幅度。因此，我们认为红海航道危机的影响短时间内不会完全消退，建议持续关注相关事件进展。

## 4. 供给侧：中国份额持续提升，国内船企有望扩大优势

### 4.1. 国际：中国造船业在全球份额占比进一步提升，LNG 船实现突破

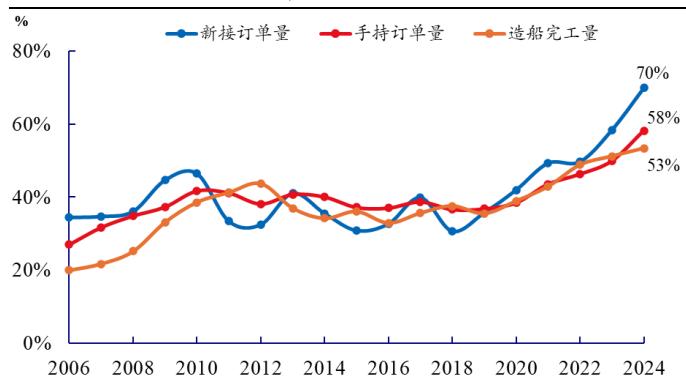
三大指标的亮眼表现体现了中国造船业在全球份额占比的进一步提升。按 DWT 计，中国新接订单量份额 76.94%， $YoY+11.95\text{pct}$ ；手持订单量份额 66.54%， $YoY+9.49\text{pct}$ ；造船完工量份额 57.01%， $YoY+4.58\text{pct}$ ，均实现快速增长。按 CGT 计的新接订单量份额 69.88%， $YoY+11.48\text{pct}$ ；手持订单量份额 58.14%， $YoY+8.25\text{pct}$ ；造船完工量份额 53.36%， $YoY+2.18\text{pct}$ 。值得注意的是，三大指标按照 CGT 计的份额都稍低，体现出中国在高附加值的高端船型上仍有上升空间，因此出现了 DWT 计份额与 CGT 计份额的“剪刀差”。

图32：按载重吨计中国三大指标全球份额



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

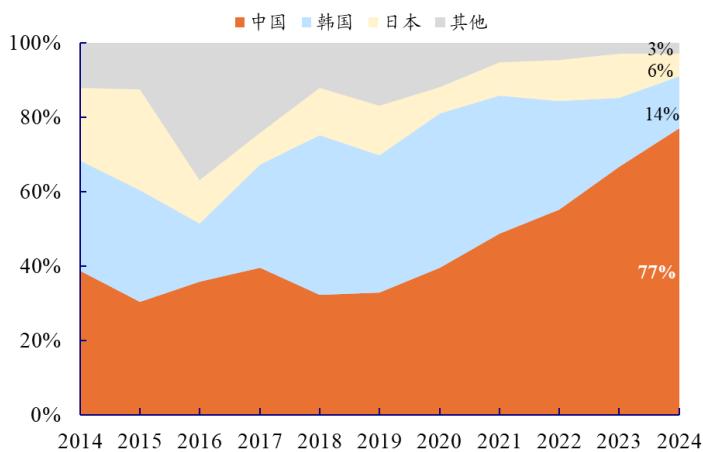
图33：按修正总吨计中国三大指标全球份额



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

从全球竞争格局来看，传统造船强国韩国、日本的份额正在受到中国的持续挤压。根据中国船舶工业行业协会统计，按 DWT 计算 2024 年中国新接订单量的全球份额已达 76.96%，相较于 2018 年的 32.2% 实现了翻倍增长，年均新增 7.5pct。与此同时，韩国份额为 14.12%、日本份额为 6.02%，均遭遇大幅下滑。按照 CGT 计算的中国份额也在进一步提升，根据 Clarksons 统计，2024 年全球船厂共签订新船订单 6,555 万 CGT，其中中国累计获得 4,619 万 CGT， $YoY+60\%$ ，占全球份额的 70%。

图34：2018年后中国按载重吨计占全球新船订单份额由 32% 提升至 77%

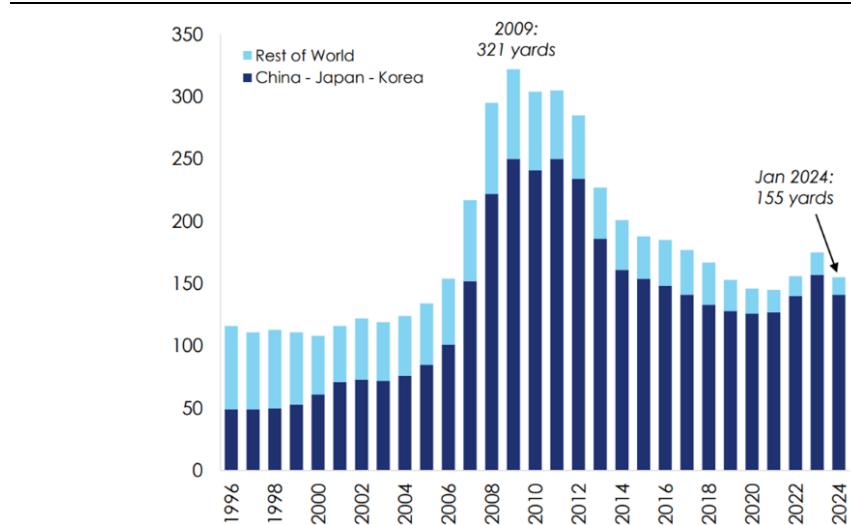


资料来源：Clarksons, 中国船舶工业行业协会, 诚通证券研究所

从细分船型份额来看，中国在传统船型上已具备绝对优势，正在高附加值船型上持续发力。根据Clarksons数据，2024年以TEU计中国集装箱船订单占比约90%，以DWT计中国散货船占比约80%，以DWT计中国油轮占比约75%，均大幅领先韩、日两国；然而以立方米计中国气体船占比为46%，略低于韩国53%的接单份额，显示出中国在LNG船、LPG船等高附加值船型上仍有进一步突破的空间。

值得注意的是，2024年前三季度韩国取得LNG和LPG新船订单105艘，中国取得91艘。其中沪东中华一举囊括了卡塔尔百船计划中共24艘27.1万立方米Q-Max型、12艘17.4万立方米常规型LNG船订单（韩国接单92艘皆为常规型），牢牢确立了在全球超大型LNG领域创新引领者的地位，很大程度上削弱了韩国造船业在高端船型上的信心。

图35：2009年后全球船坞快速出清



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

从全球造船能力来看，全球船坞快速出清，产能刚性决定供给偏紧。根据Clarksons统计，在船舶上一轮周期中（2004-2009年），全球船坞的数据从2004年的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多年主动去库存的阵痛期，船坞数量至2021年消减趋势止住；在新一轮周期驱动下，全球船坞数量在2024年初小幅回升至155座，约回到2006年左右水平。国内供给侧改革导向下，新增船坞数量整体受限。

#### 4.2. 国内：开启产能整合的大时代

中国船舶保持领先，未来有望扩大优势。从以CGT计的手持订单量来看，中国船舶集团的国内份额约为33.06%，其中中国船舶约13.32%，中国重工约9.20%。前20大国内船厂合计份额占比64.56%。

表11：2024年中国前20大船厂份额排名

排名	船厂	2024年新接船舶订单				2024年手持船舶订单			
		艘数	万 DWT	万 CGT	国内份额(CGT)	艘数	万 DWT	万 CGT	国内份额(CGT)
1	沪东中华	51	683.9	417.0	8.98%	89	1,108.1	747.5	8.24%
2	新时代造船	104	1,491.2	458.9	9.88%	171	2,406.2	684.1	7.54%
3	扬子江船业	84	906.0	342.8	7.38%	142	1,345.8	508.0	5.60%
4	江南造船	37	336.2	155.3	3.34%	96	794.3	409.7	4.52%
5	外高桥造船	35	533.5	161.0	3.47%	87	999.9	364.4	4.02%
6	大连船舶重工	46	816.0	179.6	3.87%	62	1,017.9	311.4	3.43%
7	江苏扬子鑫福	24	339.8	132.0	2.84%	48	759.5	294.1	3.24%
8	舟山长宏国际	32	419.7	136.3	2.93%	69	871.7	276.4	3.05%
9	广船国际南沙船厂	37	198.9	107.0	2.30%	84	425.9	254.6	2.81%
10	招商局重工(江苏)	23	65.6	73.1	1.57%	58	216.1	236.6	2.61%
11	北海造船	20	464.8	73.1	1.57%	62	1,381.0	224.7	2.48%
12	扬州中远海运重工	19	276.3	93.4	2.01%	55	820.6	210.4	2.32%
13	中船黄埔文冲	56	239.4	117.4	2.53%	107	434.6	202.2	2.23%
14	中船澄西	42	294.5	86.1	1.85%	91	632.3	190.8	2.10%
15	招商局金陵船舶(南京)	44	122.0	100.7	2.17%	73	231.0	186.5	2.06%
16	芜湖造船	60	228.0	111.1	2.39%	106	343.8	185.4	2.04%
17	新韩通船舶重工	30	394.2	74.0	1.59%	66	723.4	148.8	1.64%
18	南通象屿海装	46	212.4	73.0	1.57%	88	490.6	147.7	1.63%
19	新大洋造船	42	267.0	74.7	1.61%	78	483.2	136.6	1.51%
20	南通中远海运川崎	11	81.2	20.5	0.44%	38	412.3	135.0	1.49%
	TOP20合计	843	8,370.6	2,987.0	64.30%	1,670	15,898.2	5,854.9	64.56%
	中国合计	1,711	12,903.4	4,645.4	100.00%	3,493	24,251.3	9,069.2	100.00%

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

从中国船舶集团旗下各船厂的手持订单覆盖产能的情况来看，大部分船厂的保障倍数都在3年以上，为船企收入和利润维持增长奠定了基础。

表12：中国船舶集团旗下各船厂的基本情况

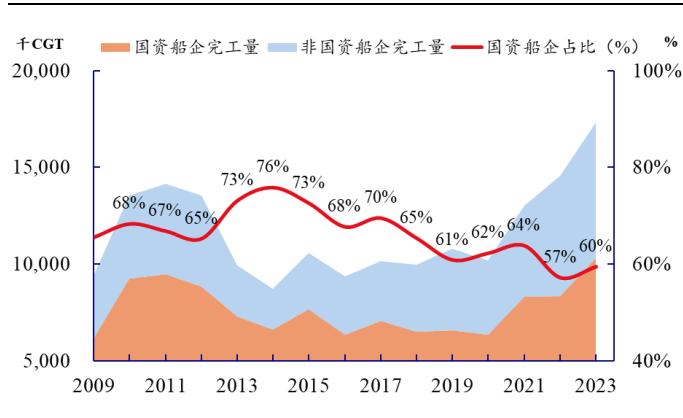
上市船企	控股船厂	控股比例	主要船型	产能(万DWT)	手持订单(万DWT)	保障倍数	产能(万CGT)	手持订单(万CGT)	保障倍数
中国船舶	上海外高桥	100%	集装箱船、油轮、散货船	563.3	999.9	1.78	97.3	364.4	3.75
	中船澄西	100%	散货船、特种船	181.1	632.3	3.49	54.1	190.8	3.53
	江南造船	100%	集装箱船、LNG船、特种船	236.1	794.3	3.36	119.7	409.7	3.42
	广船国际	56.58%	集装箱船、油船	194.9	425.9	2.19	88.7	254.6	2.87
合计				1,175.4	2,852.4	2.43	359.8	1,219.5	3.39
中国重工	大连造船	100%	LNG船、集装箱船、油轮	605.9	1,017.9	1.68	113.2	311.4	2.75
	北海造船	100%	散货船	302.9	1,381.0	4.56	64.7	22.5	0.35
	武昌造船	100%	特种船、创新船	14.7	67.1	4.56	13.8	55.9	4.05
合计				1,036.7	2,900.6	2.80	251.5	592	2.35
中船防务	黄浦文冲	54.54%	支线集装箱船、散货船、特种船	113.2	434.6	3.84	59.8	202.2	3.38
沪东中华			LNG船、集装箱船	208.2	1,108.10	5.32	110.2	747.5	6.78

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

从CGT计造船完工量来看，2019年后国资船企份额维持在60%左右，趋势上轻微下滑。同时根据不完全统计数据，我们观察到，截至2024年12月国资船厂手持订单量为58.36%（按DWT计）<62.95%（按CGT计），说明国资船厂在订单结构上较非国资船厂更注重高附加值的高端船型。

（据不完全统计，有扩产或复产计划的船企包括：扬子江80万DWT、新时代120万DWT、芜湖造船80万DWT、恒力重工200万DWT、新江洲重启80~120万DWT、扬州舜天重启50~80万DWT、广东中远海运重工复产150~200万DWT、大船海工、扬州国裕、泉州船厂、冠海造船等，总计或超上千万DWT）

图36：从完工量来看，2023年国资船企交付量份额约为59.51%



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

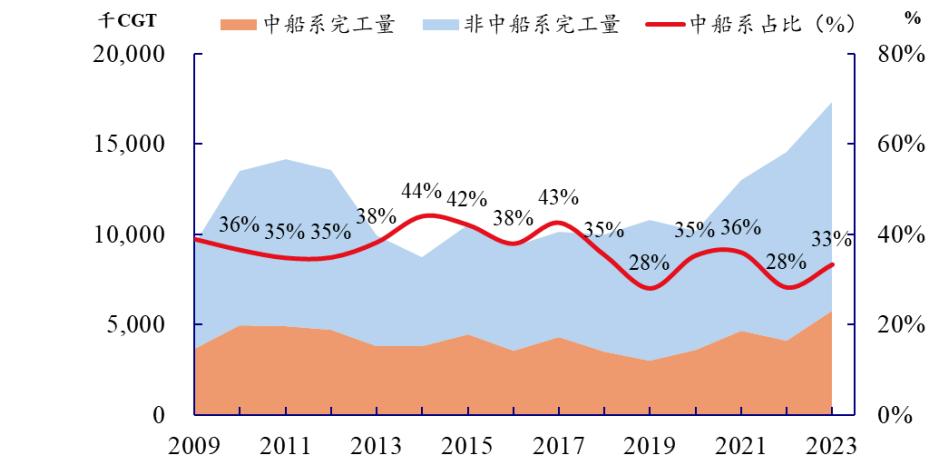
表13：根据2024年12月手持订单量进行的非国资船企排名

船厂	艘数	千 DWT	千 CGT
新时代造船	176	24,593	7,001
江苏新扬子造船	120	10,690	3,993
扬子鑫福造船	55	8,434	3,266
恒力造船（大连）	80	11,627	2,651
江苏韩通赢吉重工	45	4,423	1,414
江苏新韩通船舶重工	59	6,692	1,359
南通象屿海洋装备	77	4,241	1,265
江苏扬子三井造船	56	3,171	1,184
常石集团（舟山）造船	58	4,465	1,173
国内总计	3,372	233,036	87,718
非国资船企占比	43.89%	41.64%	37.05%

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

单看中国船舶集团所属各船厂表现，2018年以来中船系完工量份额始终围绕30%上下波动，2023年为33.33%。从2024年12月手持订单来看，中船系在手订单量为3,035万CGT，占比34.61%。在手订单量份额>完工量占比，或可一定程度上说明中船系船企整体市场份额有提升的空间。

图37：从完工量来看，2023年中船系交付量份额约为33.33%



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

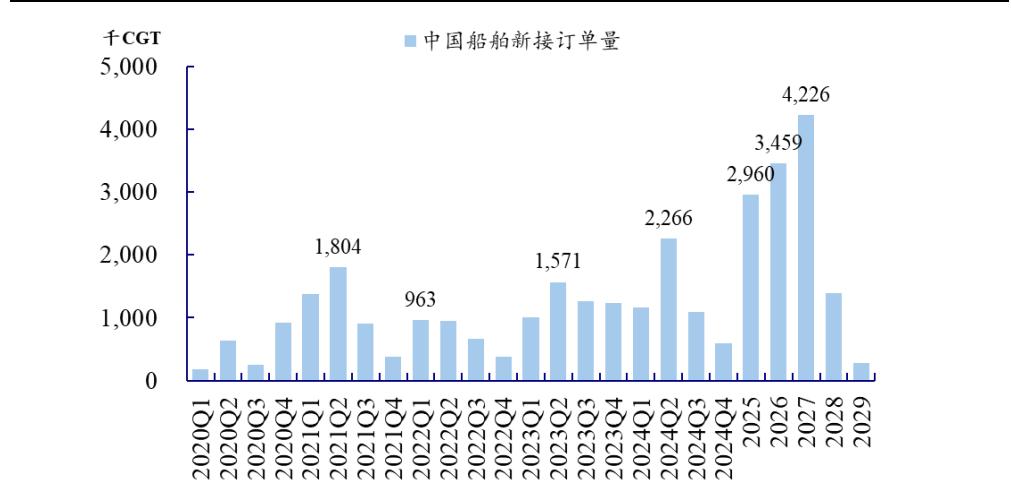
表14：从手持订单来看，截至2024年12月中船系国内份额达33.06%

船舶系	数量	千 DWT	千 CGT	百万美元 按 CGT 估算
江南造船	中国船舶	96	7,942.93	4,096.73
上海外高桥	中国船舶	86	9,885.29	3,618.00
广船南沙	中国船舶	83	4,237.64	2,415.48
中船澄西	中国船舶	90	6,240.30	1,888.95
CSSC (广西)	中国船舶	8	75.53	58.73
	合计	363	28,381.69	12,077.89
				37,576.17
大连船舶重工	中国重工	61	10,018.95	3,054.09
青岛北海船舶重工	中国重工	61	13,600.33	2,212.20
CSSC (天津)	中国重工	26	5,931.97	1,266.15
山海关船舶重工	中国重工	51	4,838.50	1,159.72
武昌船舶重工	中国重工	39	713.45	583.39
青岛武船重工	中国重工	2	19.41	42.59
重庆川东	中国重工	3	29.50	27.08
	合计	243	35,152.11	8,345.22
				25,963.26
沪东中华	沪东中华	89	11,080.72	7,474.68
上海船厂	沪东中华	3	66.35	72.96
黄埔文冲	中船防务	106	4,321.22	2,007.10
上海江南造船	/	2	4.00	5.32
	其他合计	200	15,472.28	9,560.05
	所有合计	806	79,006.08	29,983.16
				93,282.20

资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

从历史新高接订单量来推算，中国船舶交付高峰将出现在2027年，交付量将达422.6万CGT。

图38：中国船舶历史新高接订单量（2025年及以后为预测交付量）



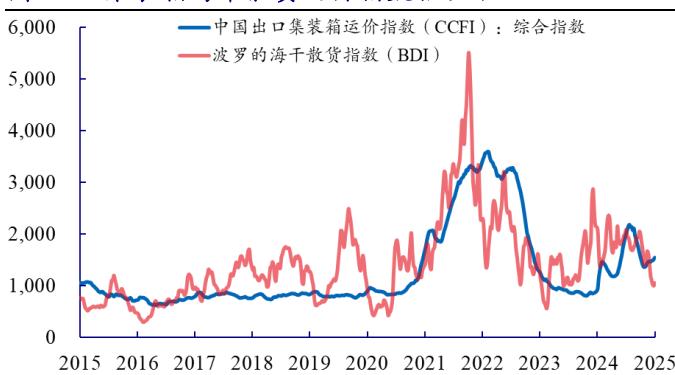
资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

## 5. 景气度：航运市场总体呈现高景气，细分船型稍有分化

### 5.1. 市场总体：供不应求推动“运价—收益—船价”传递式上涨

从运价角度来看，2024年各类别货品运价呈现较大波动。集装箱运价表现强劲，受红海航道危机、船队供给偏紧等因素，年底中国出口集装箱运价指数（CCFI）报1,500点附近，虽在年内出现一定回落，但仍然实现了72.2%的年内涨幅；干散货运价经历了高位回落，前三季度受大西洋地区长距离贸易出口增长利好，波罗的海干散货指数（BDI）围绕2,000点附近波动，但第四季度快速回落，年底报1,000点附近；油运方面，受船队运力增长（尤其是原油油轮）、欧洲能源贸易结构变化、美洲石油出口持续增加等因素影响，上半年原油运输指数（BDTI）和成品油运输指数（BCTI）维持小高位，然而受OPEC+减产计划和油价回落等因素的影响，油运价格在下半年面临了一定压力。

图39：集装箱与干散货运价指数涨跌不一



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

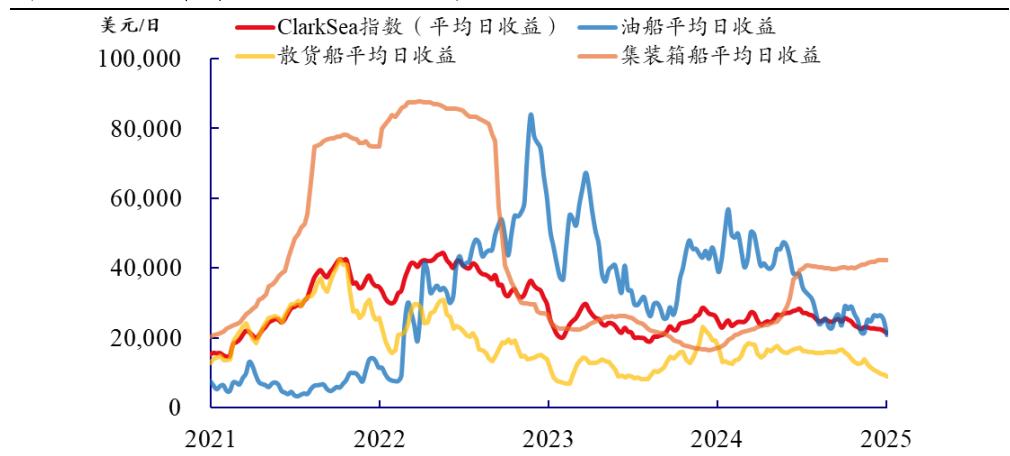
图40：油运价格指数近期承压



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

从收益水平来看，2024年内ClarkSea指数在25,000美元/日附近小幅波动，总体相对稳定。细分船型表现出现一定分化，油船和散货船在经历了上半年的高收益水平后，下半年有所下滑，2024年12月油船报26,017美元/日， $YoY -40.7\%$ ；散货船报10,094美元/日， $YoY -51.9\%$ ；集装箱船收益表现强劲，报42,219美元/日， $YoY +152.2\%$ ，创2023年以来新高。

图41：2024年内ClarkSea指数保持相对稳定

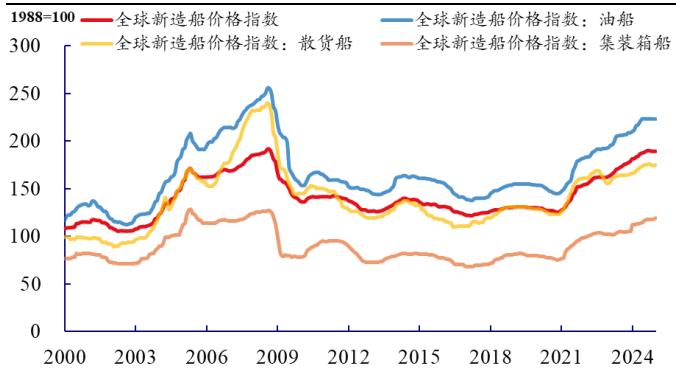


资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

从船价水平来看，全球吨英里海运量持续上升叠加全球造船产能规模相对稳定，造成了供紧需强的局面，大幅推高了全球新造船价格水平。2024年底，全球新造船价格指数报189.09点， $YoY +6.02\%$ ，名义数据几乎达到了2008年的历史最高水

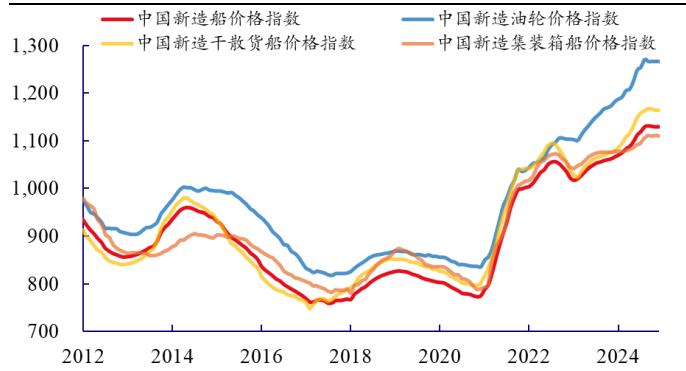
平，但按通胀调整后仍低约30%；中国新造船价格指数报1,129点， $YoY+5.91\%$ ，连续4年实现大幅增长。

图42：全球新造船价格指数



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图43：中国新造船价格指数



资料来源：Wind, 诚通证券研究所

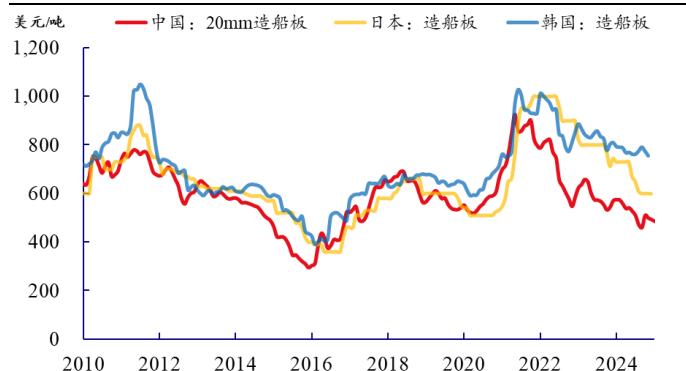
从成本价格来看，中国造船板价格仍处于下跌通道内。2025年1月10日，中国造船板价格报3468.0元/吨，较2021年5月14日的高点下跌47.37%，处于历史价格中枢。纵向对比上一轮造船高峰期（2011年）的造船板价格，目前价格已经下降约31.77%，且考虑通胀因素后下降更加显著。船价上涨叠加原材料成本降低，本轮周期船企利润空间有望扩大。横向对比日韩，中国造船板价格大幅低于日韩，原材料成本优势愈发明显。

图44：中国造船板价格仍处于下跌通道内



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图45：中日韩三国造船板价格对比



资料来源：Wind, 诚通证券研究所

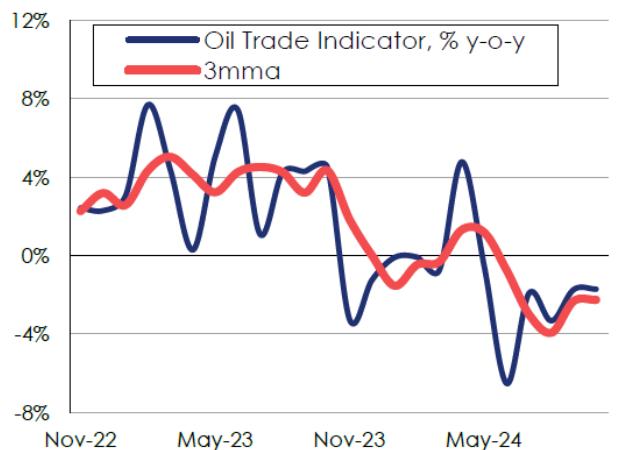
## 5.2. 细分船型：供需出现分化

### 5.2.1. 油船：仍需等待季节性回暖

尽管2024年上半年油运市场经历了高景气时期，但全球石油需求趋势走软、OPEC+持续减产两大因素导致下半年以来油船市场景气度持续回落，2024年12月油船平均日收益已下滑至约2.6万美元，较三季度平均水平下降5%。同时2022年以来油船订单大幅上升，根据3年交付周期计算，2025年油船造船完工量或逐渐增加，油轮市场可能出现一定程度的走软。

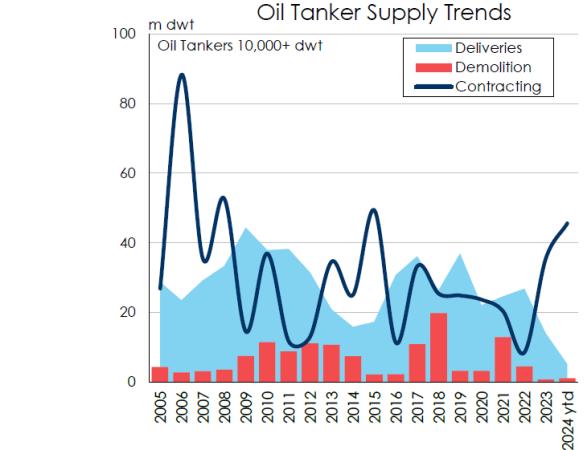
值得注意的是，2025年1月20日，特朗普在其总统就职仪式上强调了对传统化石能源开采的大力支持。未来，美国向外出口化石能源的过程中可能改变现有的全球油运贸易模式、创造新的增长点，或在一定程度上支持油运景气度。

图46：全球海上油运量呈现下滑趋势



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图47：全球油运能力供给或出现上行趋势



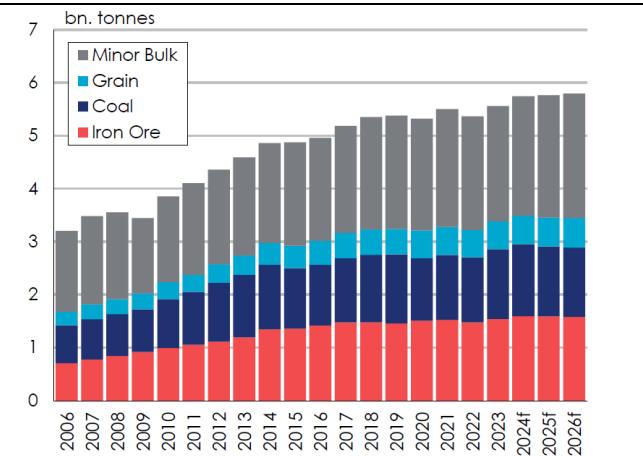
资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

### 5.2.2. 散货船：供需匹配，预计船需求保持相对平稳

2024年散货船市场总体表现较为积极，1月至11月散货船平均日收益约为15,500美元，比10年平均水平高出约20%。来自大西洋的长途铁矿石和铝土矿出口业务稳固支撑了散货船需求的同时，船只绕行红海促使散货船吨英里需求估计提升了1.2%。

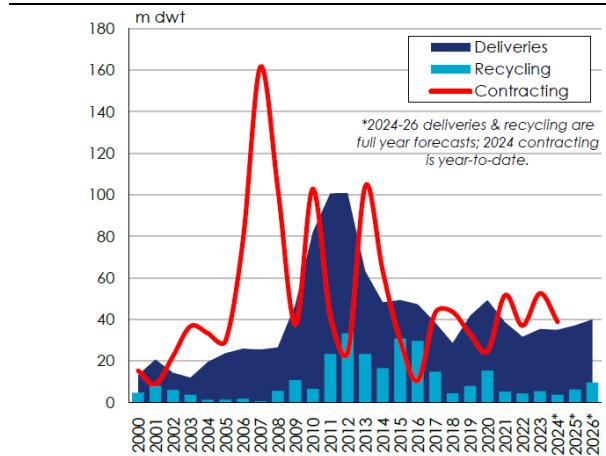
然而受巴拿马运河通行量上升、东亚干散货进口量增速放缓、干散货船交付量上行的影响，行业的基本面相较往年的高增长趋势整体趋于疲软，因此我们预期散货船需求保持相对平稳。

图48：全球干散货运量增长趋势放缓



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图49：全球干散货船交付量上行



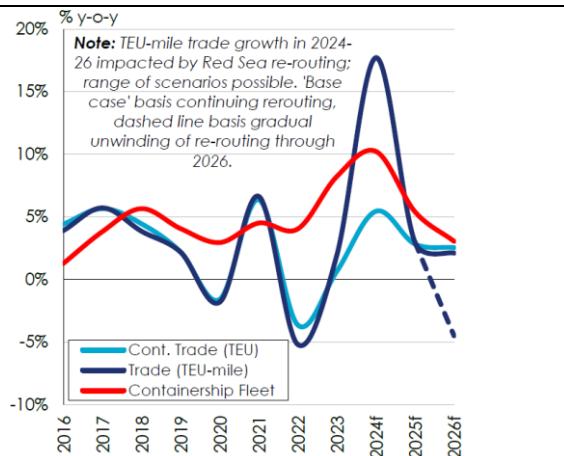
资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

### 5.2.3. 集装箱船：关注红海航道通行改善情况

2024年，受益于红海航道受阻带来的绕行需求，集装箱航运市场取得了强劲的表现。展望2025年，集装箱航运需求的关键仍然取决于红海危机的进展。根据Clarksons预测，假如2025~2026年红海航道持续绕行，则全球集装箱海运需求将分别增长3%和2%。然而，集装箱船的预期交付水平为5%和3%，高于海运需求增速，因此预计2025年开始集装箱航运需求将逐步缓和。然而，由于红海危机主

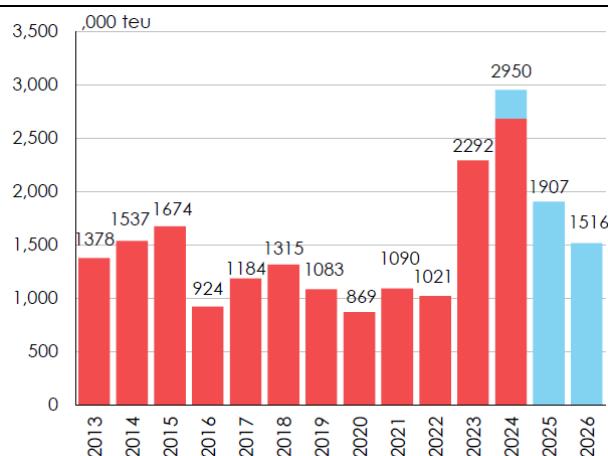
要影响亚欧航线运距水平，若红海危机得到解除，对集装箱海运的影响可能大于油船及散货船等其他船型。从2025年初来看，为避免特朗普提议的关税措施，集装箱海运需求可能短期内有抢运需求，支撑景气度小幅上升。

图50：全球集装箱船供需指标增速预测



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

图51：全球集装箱船交付量排期表



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

## 6. 投资建议

### 6.1. 中国船舶营业收入拆分表

我们假设，随着公司在手高价船订单陆续确认，2026年毛利率将接近历史较高水平；同时虽然产能具备一定刚性，但随着公司进行内部整合，产能结构有望得到优化。综合来看，在不考虑收并购影响的情况下，我们预计2024-2026年公司营业总收入可达826.59/925.07/1,013.80亿元， $YoY +10.5\% / 11.9\% / 9.6\%$ ，公司有望实现平稳增长。

表15：中国船舶各项业务历史及未来收入拆分表

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>船舶造修</b>	<b>83.84%</b>	<b>83.94%</b>	<b>94.10%</b>	<b>94.56%</b>	<b>95.06%</b>	<b>95.41%</b>
收入	500.89	499.91	704.20	781.66	879.37	967.31
$YoY$	6.29%	-0.20%	40.87%	11.00%	12.50%	10.00%
成本	455.88	470.37	632.84	695.68	747.46	802.86
毛利	45.01	29.54	71.36	85.98	131.91	164.44
毛利率	8.99%	5.91%	10.13%	11.00%	15.00%	17.00%
<b>机电设备</b>	<b>6.82%</b>	<b>4.60%</b>	<b>2.58%</b>	<b>2.33%</b>	<b>2.08%</b>	<b>1.90%</b>
收入	40.76	27.37	19.28	19.28	19.28	19.28
$YoY$	32.52%	-32.84%	-27.47%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	36.19	25.04	16.36	16.36	16.36	16.36
毛利	4.57	2.33	2.92	2.92	2.92	2.92
毛利率	11.21%	8.51%	15.15%	15.00%	15.15%	15.15%
<b>动力装备</b>	<b>10.29%</b>	<b>8.36%</b>	<b>0.00%</b>			
收入	61.47	49.80				
$YoY$	9.51%	-18.99%	-100.00%			
成本	51.81	43.12				
毛利	9.66	6.68				
毛利率	15.71%	13.41%				
<b>其他主营业务</b>	<b>0.58%</b>	<b>3.20%</b>	<b>1.61%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.38%</b>	<b>1.30%</b>
收入	3.49	19.06	12.04	12.40	12.77	13.16
$YoY$	116.98%	446.73%	-36.76%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	2.56	16.18	10.22	10.54	10.84	11.17
毛利	0.93	2.88	1.82	1.86	1.93	1.99
毛利率	26.65%	15.11%	15.12%	15.00%	15.12%	15.12%
<b>其他业务</b>	<b>1.96%</b>	<b>1.87%</b>	<b>1.72%</b>	<b>1.60%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.39%</b>
收入	11.73	11.13	12.86	13.25	13.64	14.05
$YoY$	-8.93%	-5.12%	15.54%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	8.48	8.39	9.87	10.17	10.47	10.79
毛利	3.25	2.74	2.99	3.08	3.17	3.27
毛利率	27.71%	24.62%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%
<b>内部抵消</b>	<b>-3.51%</b>	<b>-1.96%</b>	<b>0.00%</b>			
收入	-20.94	-11.70				
$YoY$	3.72%	-44.13%	-100.00%			
成本	-20.83	-12.77				
毛利	-0.11	1.07				
毛利率	0.53%	-9.15%				
<b>公司合计</b>						
收入	597.40	595.57	748.38	826.59	925.07	1,013.80
$YoY$	-0.31%	25.66%	10.45%	11.91%	9.59%	
成本	534.09	550.33	669.29	732.75	785.14	841.18
毛利	63.31	45.24	79.09	93.84	139.93	172.62
毛利率	10.60%	7.60%	10.57%	11.35%	15.13%	17.03%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 6.2. 可比公司估值表

我们选取了中国船舶集团旗下整船制造企业中国重工(合并对象)、中船防务,零部件企业中国动力、中国海防作为可比公司。从市盈率的角度来看,2023年受中国重工负PE影响,可比公司平均PE倍数不具有参考性;2024-2025年,中国船舶PE较平均水平显著偏低,尤其是对比整船制造企业中国重工、中船防务。因此考虑到从中长期来看公司还有较大成长空间,我们预计中国船舶高估值有望被其利润的高增长所消化。

表16: 中国船舶可比公司估值表(2025年1月21日)

证券代码	公司简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
601989.SH	中国重工	1,021.53	4.48	-0.03	0.07	0.17	-88	64	27
600685.SH	中船防务	240.20	22.72	0.03	0.36	0.73	52	63	31
600482.SH	中国动力	536.38	23.81	0.36	0.56	0.93	87	43	26
600764.SH	中国海防	186.18	26.20	0.43	0.48	0.64	37	54	41
平均值		<b>496.07</b>					<b>22</b>	<b>56</b>	<b>31</b>
600150.SH	中国船舶	<b>1,468.75</b>	<b>32.84</b>	<b>0.66</b>	<b>0.86</b>	<b>1.69</b>	<b>104</b>	<b>38</b>	<b>20</b>

(其中可比公司中国重工、中船防务、中国动力、中国海防采用Wind一致预测估值)

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

## 6.3. 投资建议

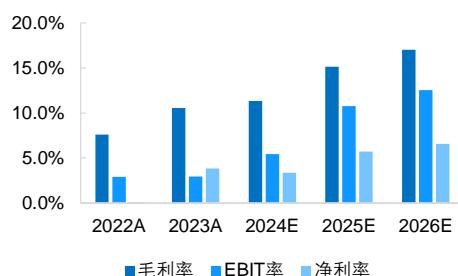
考虑到本轮船舶行业周期还在上行早期阶段,存量船队老龄化程度仍在高位,绿色船型发展趋势确定,在不考虑重组交易的情况下,我们预计2024-2026年,公司分别实现营业收入826.59/925.07/1,013.80亿元,yyo+10.5%/11.9%/9.6%,分别实现净利润38.42/75.41/95.01亿元,yyo+29.9%/96.3%/26.0%,对应PE分别为38.2/19.5/15.5X。首次覆盖,给予“强烈推荐”评级。

## 6.4. 风险提示

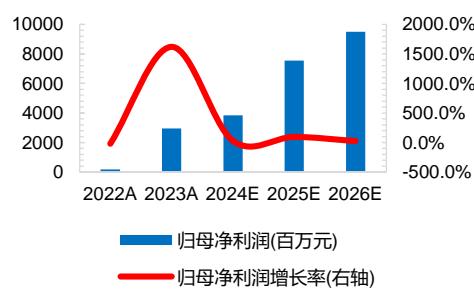
- 全球贸易摩擦带来的风险。**一方面,全球贸易摩擦可能在短期内影响海运贸易量,另一方面,全球贸易摩擦可能带来深层次产业重构,若逆全球化趋势加强且发达国家都追求制造业回流与再工业化,则对部分商品的长距离运输构成负面影响;
- 红海航道危机得到缓解,运距下滑导致船队需求下降。**自2023年下半年起,红海航道危机导致商船大量绕行南非好望角,平均运距大幅增加推升海运需求。若红海航道通行量得到恢复,则可能降低海运需求;
- 全球新造船价格水平维持历史高位,可能导致船东购船意愿减弱。**全球主力船型的价格水平已连续6个月处于2008年以来历史高位,且价格进一步大幅上行的空间有限,使得船东可能产生观望心态、减弱购船意愿;
- 新造船市场新接订单水平具有脉冲性,存在短期内冲高或下降的可能性。**我们对造船周期的判断主要基于历史造船完工量,本质上是对新接订单的平滑处理,因此未能准确考虑新接订单的波动性;
- 运价被部分市场人士视为新造船订单的前瞻性指标,若出现大幅波动将给订单和市场情绪造成影响。**
- 中国船舶与中国重工的重组流程仍在进行中,存在重组进程不及预期的可能性。**

## 附：财务预测摘要

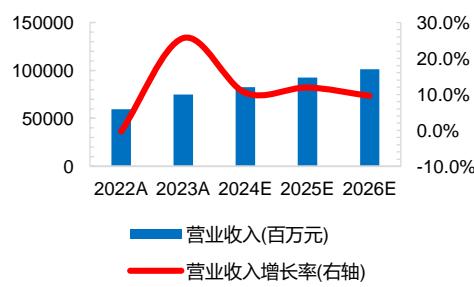
### 1、毛利率、EBIT率、净利率



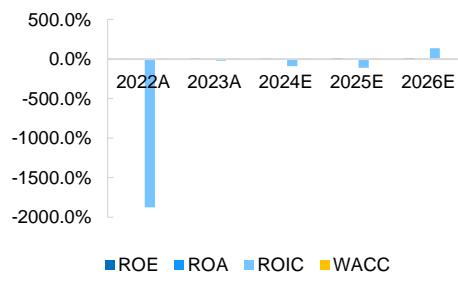
### 2、净利润及其年度增长率



### 3、营业收入及其年度增长率



### 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	59558	74839	82659	92507	101380
营业成本	55032	66929	73275	78514	84118
折旧和摊销	2266	2390	2015	2338	2652
营业税费	191	231	256	287	314
销售费用	257	672	744	463	507
管理费用	3658	3096	3306	3006	3548
财务费用	-1308	-1311	-1295	-1175	-1492
公允价值变动损益	-14	-6	148	127	64
投资收益	2351	539	912	956	1190
营业利润	412	2994	5061	10351	12943
利润总额	2173	3022	5562	10943	13663
少数股东损益	701	-3	202	154	96
归属母公司净利润	172	2957	3842	7541	9501

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	162438	177832	178954	190744	194224
流动资产	118562	133403	127880	132478	130169
货币资金	57388	67965	53053	56265	45373
交易型金融资产	206	2	2	2	2
应收帐款	3719	3127	6595	4270	7045
应收票据	246	289	1109	282	1039
其他应收款	770	178	870	302	982
存货	32168	36291	38659	41650	44391
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10615	15189	19821	24477	29188
固定资产	19046	20329	21665	23514	24621
无形资产	3753	3911	4278	4734	4673
总负债	111958	125360	123332	127746	121988
无息负债	84263	99258	103050	109508	106328
有息负债	27696	26102	20282	18238	15660
股东权益	50479	52473	55622	62999	72236
股本	4472	4472	4472	4472	4472
公积金	33888	33777	33777	33777	33777
未分配利润	6164	8552	2279	-7698	-15864
少数股东权益	4518	4124	4326	4480	4576

现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-41	18213	-1904	12832	-2277
净利润	872	2955	4044	7695	9597
折旧摊销	2266	2390	2015	2338	2652
净营运资金增加	1489	-11091	5596	-5071	11763
其他	-4668	23959	-13560	7870	-26288
投资活动产生现金流	-8341	-11244	-7588	-8432	-7170
净资本支出	1430	2422	2013	2536	1078
长期投资变化	1168	-4570	-4632	-4766	-4711
其他资产变化	-5743	-13392	-10208	-10662	-10803
融资活动现金流	7385	-1951	-5420	-1188	-1445
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	4660	13401	-2028	4414	-5758
无息负债变化	-1719	14995	3792	6458	-3180
净现金流	-693	4748	-14912	3212	-10892

资料来源：Wind, 诚通证券研究所预测

关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-0.3	25.7	10.5	11.9	9.6
净利润增长率	276.3	238.7	36.9	90.3	24.7
EBITDA 增长率	128.1	14.6	41.6	89.3	24.9
EBIT 增长率	591.8	26.5	103.7	122.2	27.6
<b>估值指标</b>					
PE	466.0	766.1	38.2	19.5	15.5
PB	2.1	2.7	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	30.3	23.8	18.2	9.2	7.9
EV/EBIT	69.7	49.5	26.4	11.4	9.6
EV/NOPLAT	173.7	50.7	36.3	16.2	13.6
EV/Sales	2.0	1.5	1.4	1.2	1.2
EV/IC	1.6	1.5	1.7	1.5	1.5
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	7.6	10.6	11.4	15.1	17.0
EBITDA 率	6.7	6.1	7.9	13.3	15.2
EBIT 率	2.9	2.9	5.4	10.8	12.6
税前净利润率	0.7	4.0	6.1	11.2	12.8
税后净利润率 (归属母公司)	0.1	3.9	3.4	5.7	6.6
ROA	0.5	1.7	2.3	4.0	4.9
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.7	5.6	7.3	12.2	13.3
经营性 ROIC	-1875.5	-19.6	-91.1	-111.8	138.1
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
归属母公司权益/有息债务	1.7	1.9	2.5	3.2	4.3
有形资产/有息债务	5.0	5.9	7.4	8.6	9.9
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.04	0.66	0.86	1.69	2.12
每股红利	0.02	0.20	0.07	0.08	0.09
每股经营现金流	-0.14	3.18	-0.43	2.87	-0.51
每股自由现金流(FCFF)	1.97	3.16	-0.52	2.66	-0.28
每股净资产	10.28	10.81	11.47	13.08	15.13
每股销售收入	13.32	16.73	18.48	20.68	22.67

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于C3的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%~-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路27号楼12层

邮编：100022

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>