

中国船舶 (600150.SH)

蛰伏已久，周期已来，船舶龙头再启程

继我们发布两篇船舶专题报告后，我们进一步研究产业链优质公司，深挖中国船舶的龙头价值。作为首次覆盖报告，我们对中国船舶及其子船厂做了非常详细的介绍。此外，我们从行业大周期的层面描绘了中国船舶的增长蓝图，并通过历史复盘分析了公司股价的增长因素。我们认为中国船舶在本轮大周期催化下，业绩将迎来快速增长。我们对中国船舶首次覆盖，予以“强烈推荐”的投资评级。

- 中国船舶是全球最大的造船集团的军民品上市旗舰，拥有全行业最为头部的先进造船资产。中国船舶起源于沪东重机，在 2007 年通过定增收购了诸多船舶资产，改名中国船舶。公司也是中船集团旗下的两大军民品上市平台之一，与中国重工并称“南北船”。作为集团型控股公司，公司旗下的江南造船、外高桥造船是国内 TOP5 的造船厂。南北船合并的背景下，集团内部的业务协同逐渐取代同业竞争，对头部船厂和上市主体更为有利。
- 船舶大周期已然到来，行业龙头有望率先复苏。短期来看，2022 年以来，新造船价持续上涨而船用钢板价格持续回落，形成利润剪刀差；长期来看，在国际船舶低碳减排政策驱动+旧船替换需求的影响下，船舶行业有望迎来长期的确定性的景气向上。经过我们的测算，我们发现未来 5 年散货船+油船将迎确定性订单潮，否则航运的需求缺口将会明显扩大。行业集中度的持续提升，则进一步强化了在周期上行早期，龙头抢单的优势。
- 蛰伏已久，周期已来，有望迎来戴维斯双击：1) 上行周期中，中国船舶的股价上涨分两个阶段，第一个阶段主要依靠盈利增长驱动股价增长，第二个阶段戴维斯双击，PE、EPS 同步增长；2) 只有当船市的量、价达到一定高度时，中国船舶的股价才与这两个指标表现出较为明显的相关性；3) 定义了新指数，Clarkson 新船订单量*新船价格指数/中国船舶股价，该指数未来有望冲过 1100 点，相比历史 680 点的中位数仍有 60% 以上的空间。
- 首次覆盖，给予“强烈推荐”的评级。我们预计 22~24 年公司营业收入增长率为-1.1%/16.6%/18.5%，未来三年归母净利润分别为 13.13 亿元/15.47 亿元/73.38 亿元，同比增长率为 514%/18%/374%。当前船舶板块尚处于大周期的前半段，集装箱船和油船的航运市场已度过一轮上行期，占比最大的散货航运市场依然处于相对沉寂的状态。复盘上一轮周期，06、07 年的散货船航运高峰直接推动了中国船舶的股价出现爆发式增长。尽管我们预计这一轮周期的走势会相对平滑，投机性订单会大幅缩减，但散货船航运市场对中国船舶的股价推动力是毋庸置疑的。由此，我们预计散货船航运市场在 2024 年呈现阶段性复苏，带动市场情绪修复。我们通过两种估值策略（PB 估值和自定义指数），并最终得到比较一致的结果，即 2024 年的目标市值距离当下仍有 52.6%~63.2% 的空间，年化涨幅约为 23.5~27.7%。我们对中国船舶首次覆盖，予以“强烈推荐”评级。
- 风险提示：散货船航运市场持续低迷，修复不及预期；中国船舶内部生产效率提升不及预期；原材料价格持续上涨，人工费用持续上涨；汇率波动风险。

强烈推荐 (首次)

中游制造/机械

目标估值: 28.70 - 29.70 元

当前股价: 23.24 元

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本 (万股) | 447243 |
| 已上市流通股 (万股) | 447243 |
| 总市值 (亿元) | 1039 |
| 流通市值 (亿元) | 1039 |
| 每股净资产 (MRQ) | 10.6 |
| ROE (TTM) | 2.7 |
| 资产负债率 | 68.1% |
| 主要股东 | 中国船舶工业集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 44.47% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -7 | -1 | 35 |
| 相对表现 | -6 | -8 | 39 |



相关报告

- 胡小禹 S1090522050002
✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn
- 吴洋 研究助理
✉ wuyang2@cmschina.com.cn
- 朱艺晴 研究助理
✉ zhuyiqing@cmschina.com.cn

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 55244 | 59740 | 59056 | 68835 | 81561 |
| 同比增长 | 139% | 8% | -1% | 17% | 18% |
| 营业利润(百万元) | 176 | 250 | 894 | 2359 | 11539 |
| 同比增长 | -71% | 41% | 258% | 164% | 389% |
| 归母净利润(百万元) | 306 | 214 | 1313 | 1547 | 7338 |
| 同比增长 | -24% | -30% | 514% | 18% | 374% |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.05 | 0.29 | 0.35 | 1.64 |
| PE | 339.9 | 486.1 | 79.2 | 67.2 | 14.2 |
| PB | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|--|----|
| 一、 全球最大造船集团核心军民品上市旗舰，湍流击水浪遏飞舟..... | 6 |
| 1、 持续整合优质资产，公司业绩与行业潮起潮落..... | 6 |
| 2、 产业汇聚推进集团布局，下辖五大船企舳舻相继..... | 7 |
| (1) 江南造船：百年民族工业发祥地，国之重企军民品业务并驾齐驱..... | 8 |
| (2) 外高桥造船：邮轮引领一体两翼，民海邮全面铺开勇摘船业明珠..... | 11 |
| 二、 从沪东重机到中国船舶，行业龙头、集团翘楚羽翼渐丰..... | 14 |
| (1) 沪东重机时代：国内最大船用中、低速柴油机生产基地扩产增资，集团内部地位不断提升..... | 14 |
| (2) 中国船舶时代：集团核心军民品逐步注入借壳，上市平台造修、动力多点开花..... | 14 |
| (3) 南北船合并时代：中船重工、中船集团合并，全球第一大造船集团蝶变起航..... | 16 |
| 三、 船业漫漫夜色消退，行业龙头有望先迎朝阳曙光..... | 17 |
| 1、 短期：航运需求与供给短缺矛盾，叠加运费高位与原材料走低“剪刀差”..... | 18 |
| 2、 长期：国际船舶低碳减排政策+上轮周期交付船更新催生订单放量..... | 20 |
| 3、 行业集中度抬升，航运龙头有望优先获得周期红利..... | 23 |
| 四、 中国船舶的股价复盘和影响因素分析..... | 24 |
| 五、 盈利预测与投资建议..... | 26 |
| 六、 风险提示..... | 29 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：经无偿划转之后，中国船舶集团通过中船集团间接持有公司 50.42% 股权..... | 6 |
| 图 2：中国船舶历年营业收入（亿元）与同比增速（%）..... | 7 |
| 图 3：中国船舶历年归母净利润（亿元）..... | 7 |
| 图 4：中国船舶旗下重点子公司资产及 2021 年营运状况..... | 8 |
| 图 5：由原江南造船厂承接研造的“中华第一舰”112 号哈尔滨舰..... | 9 |
| 图 6：江南造船军品业务代表性驱逐舰一览，“江南制造”已然成为我国海军驱逐舰舰队的一面旗帜..... | 9 |
| 图 7：2022 年 11 月 18 日，由江南造船自主研发设计的世界最大双燃料 VLGC 顺利出坞下水..... | 10 |
| 图 8：截至 2022 年 12 月，江南造船在建船型统计中液化气船与集装箱船两种船型分别各占半壁江山..... | 10 |
| 图 9：江南造船世界独创 VLEC 入列英国皇家造船工程师学会 2021 年度杰出船型的世界名船录..... | 10 |
| 图 10：江南造船建造的全球首艘双燃料 LNG 电池混合动力汽车运输船入选“2021 年度世界名船”榜单..... | 10 |
| 图 11：截至 2022 年 12 月，江南造船手持订单总量在中国船厂中位列第三名（万修正总吨）..... | 11 |

| | |
|---|----|
| 图 12: 截至 2022 年 12 月, 江南造船手持订单未来各年预计交付量 (万修正总吨) | 11 |
| 图 13: 国产首制大型邮轮建造总体进度已达 77.27%+ | 12 |
| 图 14: 第二艘国产大型邮轮开工, 迈入“双轮”建造时代 | 12 |
| 图 15: 2009-2021 年全球邮轮客运量 (百万人次) 及其增长率 (%) | 12 |
| 图 16: 以 2019 年为基准 (2019=100), 未来全球邮轮客运量预测 | 12 |
| 图 17: 2017 年外高桥造船三大指标均位列全球前五 | 13 |
| 图 18: 2021 年外高桥造船三大指标均稳居全球前十 | 13 |
| 图 19: 截至 2022 年底, 国内前五大船厂手持订单情况 (万修正总吨; 艘 (座)) | 13 |
| 图 20: 中国船舶发展历程 | 14 |
| 图 21: 船用柴油机在船舶内部的所处位置 | 14 |
| 图 22: 21 世纪初全球航运出现空前高景气 | 15 |
| 图 23: 2007 年附近中国造船业逐渐成为全球第一 | 15 |
| 图 24: 随着国际航运泡沫破裂潮退, 公司业绩也随之走衰 | 16 |
| 图 25: 中国船舶集团造船指标多年蝉联全球第一 (万载重吨) | 16 |
| 图 26: 中国船舶集团造船指标全球占比多年稳居第一 (%) | 16 |
| 图 27: 美元汇率与全球贸易呈现负相关关系 | 17 |
| 图 28: 美元走衰往往伴随着全球船市价格的复苏 | 17 |
| 图 29: BDI 在 2021 年形成近 10 年来的第一个小高峰 | 18 |
| 图 30: 布伦特原油期货结算价在 22 年重回十年最高峰 (美元/桶) | 18 |
| 图 31: 全球贸易与全球商品贸易占 GDP 总量走势图 (%) | 18 |
| 图 32: 塞港现象再次在 21、22 年之间集中爆发 | 18 |
| 图 33: 干散货船与集装箱船塞港率在 21 年以来震荡攀升 | 18 |
| 图 34: 2016 以来, 油船新签订单基本稳定未有大幅上扬 | 19 |
| 图 35: 除 21 年外, 集装箱船新签订单十年间均处于低位 | 19 |
| 图 36: 中国造船生产保障系数已经上涨到 2.68 年 | 19 |
| 图 37: 中国造船产能利用监测指数 (CCI) 重回 700 点荣枯线 | 19 |
| 图 38: 2022 年新造船价创十年顶峰 | 19 |
| 图 39: 各类船舶新造船价迎新一轮高峰 | 19 |
| 图 40: 中国钢板价格走势已明显回落 | 20 |
| 图 41: 船用钢板价格也显著下行 (元/吨) | 20 |
| 图 42: 全球海运贸易总量与船舶碳排放量趋势 | 20 |
| 图 43: EEXI 与 EEDI 限制要求对比 | 20 |

| | |
|---|----|
| 图 44: IMO 减少船舶温室气体排放初步战略示意图..... | 21 |
| 图 45: 替代燃料船舶手持订单占全部手持订单比重 (%) | 21 |
| 图 46: 全球船队按照年份进行交付的载重吨位统计 | 22 |
| 图 47: 中国造船业在最近 10 年集中度再次实现提升..... | 23 |
| 图 48: 在船业下行与去产能双重重压下, 大型造船企业数量不减反增 (个) | 23 |
| 图 49: 油船历年的完工吨位分布情况 | 23 |
| 图 50: 散货船历年的完工吨位分布情况 | 23 |
| 图 51: 集装箱船历年的完工吨位分布情况..... | 24 |
| 图 52: 集装箱船大型化趋势示意图..... | 24 |
| 图 53: 中国船舶 2002~2008 年股价复盘 | 25 |
| 图 54: 中国船舶历史股价和船舶行业历史的“量”、“价”走势对比..... | 26 |
| 图 55: 指数 (新船订单*新造船价/公司股价) 的历史走势 | 28 |
| 图 56: 中国船舶历史 PE Band | 29 |
| 图 57: 中国船舶历史 PB Band | 29 |
| | |
| 表 1: 中国船舶主要控股、参股子公司及其对应代表性业务及产品..... | 7 |
| 表 2: 在中国船舶集团中, 江南造船 2022 年造船产量和当前手持订单量居于第二 | 9 |
| 表 3: 2022 年, 外高桥的造船完工量与新接订单量分别位列全国第二与第十 | 13 |
| 表 4: IMO 对应于“三步走”战略实施时间表所指定的短中长期措施 | 21 |
| 表 5: 后续若继续保持相对较低的接单量, 则散货船、油船船队将面临越来越大的需求缺口 | 22 |
| 表 6: 全国手持订单前 20 的中国船舶集团下属造船厂的归属与船坞、订单情况 (截至 2023 年 2 月) | 24 |
| 表 7: 公司业务拆分与预测..... | 27 |
| 表 8: 公司主要财务指标及预测 | 27 |
| 附: 财务预测表 | 30 |

一、全球最大造船集团核心军民品上市旗舰，湍流击水浪遏飞舟

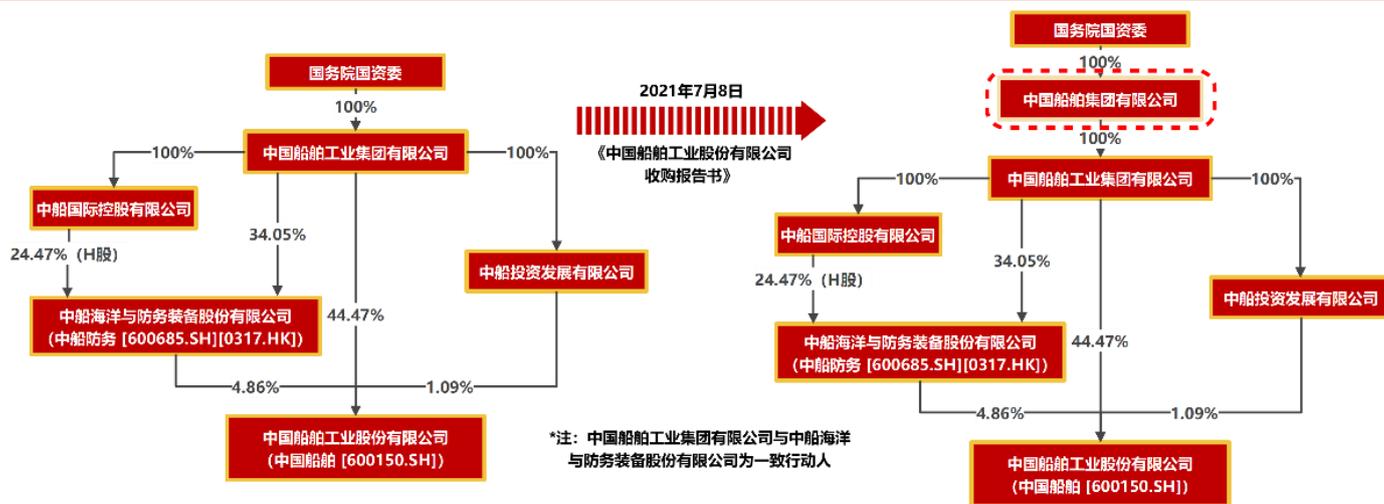
1、持续整合优质资产，公司业绩与行业潮起潮落

中国船舶工业股份有限公司（简称“中国船舶”）是中国船舶集团旗下核心军民品业务控股型上市平台，因整合控股江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西，参股黄埔文冲、澄西扬州等知名南方船舶企业，而使公司控股股东中船集团被称为“南船”，与集团旗下“北船”中国重工遥相呼应。

公司前身是于 1998 年成立的原沪东重机股份有限公司，在 2007 年注入集团外高桥、中船澄西等优质民品资产后正式更名“中国船舶”，后于 19、20 年持续注入江南造船、广船国际、黄埔文冲、中船动力集团等核心军民品优质资产，集齐船舶行业（军、民）造修、海工、动力、机电等完整产业拼图，在技术品牌、业务规模、协同发展、产品结构等方面显现突出优势，跻身成为国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的船业上市龙头旗舰之一。

公司经由中船集团置于中国船舶集团版图体系之下。继 2007 年，原沪东重机股权国有法人股由沪东中华与上船澄西无偿划转中船集团之后，公司在整个中船系统中的地位便开始逐步升迁。至 2019 年“南北船”合并，“南船”中船集团原持有 50.42% 的公司股权于 2021 年无偿划转至全球最大造船集团——中国船舶集团，使该集团成为公司的间接控股股东。划转完成后，公司列入集团旗下九大 A 股上市公司之一（另外八家为中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、中国海防（600764.SH）、中船应急（300527.SZ）、中船汉光（300847.SZ）、中船科技（600072.SH）、中船防务（600685.SH）、久之洋（300516.SZ）），公司作为中国船舶集团船舶海工业务上市平台的定位将不断强化。

图 1：经无偿划转之后，中国船舶集团通过中船集团间接持有公司 50.42% 股权



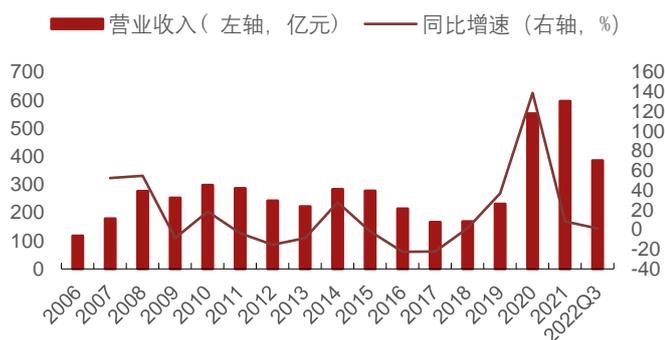
资料来源：公司公告、招商证券

公司业绩大致描绘了船舶行业近 10 年发展的高潮与低谷。

从历史业绩复盘来看，2006 年公司完成重大资产重组后，把握了行业上行的机遇，营收和净利润逐年增长，2008 年达到了历史高点，营业收入达到了 276.56 亿元，归母净利润达到 41.6 亿元。2008 年后全行业新签船舶订单出现下滑，而公司依靠充裕的手持订单，营收在 2009~2011 年依然维持在高点，尽管如此，造船利润率却因需求变冷而迅速下滑，2009 年归母净利润便大幅下滑 40%。

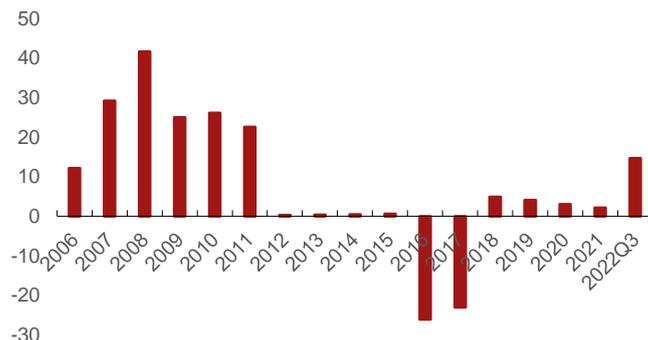
此后在行业 2016~2021 年的 5 年“萧条期”内，公司营收已下滑至接近 2006 年的水平，归母净利润更是在 2016、2017 两年内分别亏损 26 和 23 亿元。2020 年公司完成了对江南、广船国际等资产的收购，营收规模迈入新的台阶，但归母净利润却一直处于低点。

图 2: 中国船舶历年营业收入 (亿元) 与同比增速 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 中国船舶历年归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

2、产业汇聚推进集团布局，下辖五大船企舢舨相继

公司产品线贯穿三大产业五大业务，生产经营由本部统筹下属子公司展开。公司产品横跨船海产业、动力产业以及海洋科技应用产业三大海洋产业板块，囊括造船、海工、修船、船用动力以及机电设备五大业务，拥有散货船、油船、超大型矿砂船、海工船 FPSO、海工平台、柴油机等一系列代表性产品品类。同时，作为控股型上市公司，本部专于资产经营与投资管理统筹工作，船舶造修等具体生产经营业务由江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西以及中船动力集团五大公司控股实体船企辅以黄埔文冲、澄西扬州两大公司参股企业开展执行。目前公司已形成了较为稳固的市场地位，造船总量、造机产量常年位居全国第一，是国内造船行业当之无愧的领军者。

2022 年国内疫情显著影响造船行业交船进度。据 Alphaliner 消息，2022 年上半年受上海疫情，多艘巨型箱船交付被推迟。具体而言，长荣海运将其在沪东中华、江南造船订造的两艘 24004 TEU 新造船 EVER ALOT 轮和 EVER APEX 轮的交付日期从 4 月和 5 月推迟到 6 月中旬；达飞轮船在江南造船订造的一系列 LNG 动力 15000 TEU 集装箱船的交付也有所波及。

面对船舶工业变局与疫情突发的叠加挑战，中国船舶仍实现了较为可观的业绩表现。2022 年上半年确认 239.75 亿元营业收入，同比微增 1%。其中，船舶造修及海洋工程业务营业收入为 197.72 亿元；动力装备业务为 22.42 亿元；机电设备业务为 12.44 亿元。具体而言，公司上半年造船业务共承接民品船舶订单 50 艘/383.4 万载重吨；修船业务承接修船 172 艘，订单金额 10.72 亿元；动力业务承接柴油机 385 台/350 万马力；应用产业（机电设备）承接各类风塔 95 套，合同金额 2.74 亿元，其他机电设备共 7.43 亿元。截至 6 月 30 日，公司累计手持民船造船订单 239 艘/2075.47 万载重吨，修船订单 112 艘/11.92 亿元，柴油机订单 861 台/808 万马力，海工装备订单金额 13.58 亿元，应用产业订单金额 15.03 亿元。

表 1: 中国船舶主要控股、参股子公司及其对应代表性业务及产品

| 业务 子公司 | 船海产业 | | 动力产业 | | 海洋科技应用产业 |
|-----------------------------|--|---|------|--------|----------|
| | 造船业务 | 海洋工程 | 修船业务 | 船用动力业务 | 机电设备 |
| 江南造船 江南造船公司 100%控股 | 军用舰船、科考船、破冰船、公务船、LNG 船、超大型集装箱船、超大型液化气船 (VLGC)、液化石油气船 (LPG) | \ | \ | \ | \ |
| 外高桥造船 上海外高桥造船有限公司 100%控股 | 大型邮轮、三大主力船型 (大型散货船、集装箱船、油轮)、大型矿砂船 (VLOC)、超大型油轮 (VLCC)、极地运输船、超大型液化气船 (VLGC) | 海上浮式生产储油装置 (FPSO)、半潜式、自升式海洋石油钻井平台、海工辅助船 | \ | \ | \ |

| | | | | |
|--|--|---|--|---------------------------------|
| <p>广船国际</p>  <p>公司 51%控股</p> | <p>特种军辅船、成品油轮 (MR)、大型矿砂船 (VLOC)、散货船、超大型油轮 (VLCC)、超大液化气船 (VLGC)</p> | <p>三大主力船型 (大型散货船、集装箱船、油轮) 修理改装</p> | <p>大型钢结构、港口机械、电梯、机电产品及软件开发</p> | |
| <p>中船澄西</p>  <p>中船澄西船舶修造有限公司 公司 100%控股</p> | <p>散货船、集装箱船、油轮、化学品船、自卸船、超大型油轮 (VLCC)、超大液化气船 (VLGC)</p> | <p>船舶改装 (自卸船和牲畜船改装、大型矿砂船改装转运平台、集装箱船加长改装等)、常规修理 (船体钢质工程、船体机电维修等)</p> | <p>风电、脱硫塔</p> | |
| <p>中船动力集团</p>  <p>中船动力 (集团) 有限公司 CSSC Power (Group) Co., Ltd. 公司 63.77%控股</p> | | | <p>大功率中、低速柴油机 地铁盾构、核电设备、挥发性有机物 (VOCs) 设备</p> | |
| <p>黄埔文冲</p>  <p>中船黄埔文冲船舶有限公司 公司 30.98%参股</p> | <p>军用舰船、公务船、商货船、支线集装箱船、大中型挖泥船</p> | <p>钻井平台、单点系泊装置、深水工程勘察船、半潜船、海工辅助船</p> | <p>成品油轮修理、游轮修理、渔船修理、散货船改装半潜船</p> | <p>海上风电导管架、基础钢管桩、大直径单桩、稳桩平台</p> |
| <p>澄西扬州</p>  <p>中船澄西扬州船舶有限公司 公司 49% 参股, 中船澄西持股 51%</p> | <p>散货船、木屑船、自卸船、沥青船、化学品/成品油油轮、浮船坞</p> | | <p>海上风塔塔体、导管架</p> | |

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

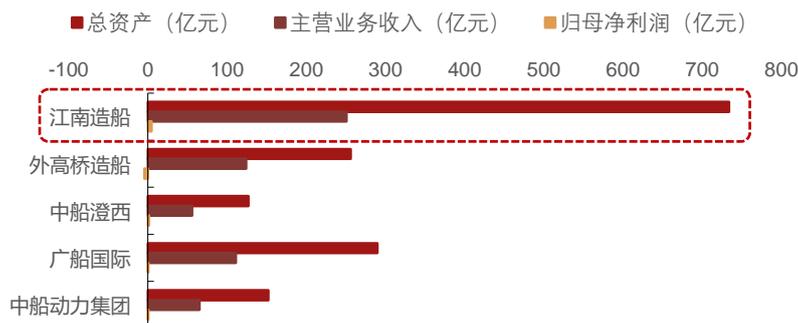
积沙成塔、积水成渊，巨型体量背后是各下属企业的强力支撑。作为国内规模最大的控股型船业上市公司之一，巨额总体业绩之下，公司拥有一批高质量的出色子公司保驾护航。细分来看，公司各大下属子公司侧重发展方向迥异，但均在自身赛道之中拥有靓丽的拔群成绩，以其中表现最为瞩目的江南造船与外高桥造船为例：

(1) 江南造船：百年民族工业发祥地，国之重企军民品业务并驾齐驱

江南造船前身是创建于清同治四年（即 1865 年）的江南机器制造总局，拥有民族工业发祥地等美誉。从第一艘装甲炮艇到万吨级驱逐舰，从第一艘万吨轮到世界最大级别的集装箱船，江南造船创造了百余个我国船舶史上的第一。江南造船厂占地面积 517 万平方米，岸线总长 3561 米，干船坞 2 个，共分三个生产区域，于 2015 年成功实现了成为中国第一军工造船企业的目标，于次年成立江南研究院，开启高质量发展新征程。

时至今日，江南造船已然成为国内历史最悠久、军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业，同时还是拥有全系列液化气船、超大型集装箱船以及公务船、科考船、破冰船等特种船舶领先建造能力的民船生产基地。并且凭借着总资产、主营业务收入与归母净利润三项第一的突出成绩，成为中国船舶旗下首屈一指的核心全资子公司。即使环视整个中国船舶集团之内，江南造船 2022 年的造船完工量和当前手持订单量也仅次于沪东中华。

图 4：中国船舶旗下重点子公司资产及 2021 年营运状况



资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 在中国船舶集团中, 江南造船 2022 年造船产量和当前手持订单量居于第二

| 船厂 | 2022 年造船产量 | | | 截至 2023 年 2 月的手持订单 | | |
|-------|------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|
| | 艘数 | 万载重吨 | 万修正总吨 | 艘数 | 万载重吨 | 万修正总吨 |
| 沪东中华 | 8 | 101.3 | 56.2 | 68 | 814.0 | 527.2 |
| 江南造船 | 19 | 147.2 | 73.0 | 60 | 545.9 | 278.4 |
| 外高桥造船 | 15 | 262.8 | 47.9 | 60 | 619.7 | 249.0 |
| 广船国际 | 19 | 134.5 | 51.3 | 63 | 357.1 | 206.4 |
| 大船集团 | 9 | 188.3 | 32.2 | 31 | 350.3 | 162.1 |

资料来源: Clarkson、招商证券

军船业务板块: 集团最核心的军品资产, 专注攻关现代化驱逐舰:

江南造船传承百年军船建造底蕴, 发挥军船领域绝对龙头的地位优势, 并专攻于现代化驱逐舰舰种。在 1991 年我国第一代现代化导弹驱逐舰 052 型首舰 112 号“哈尔滨”舰在原江南造船厂完工下水之后, 江南造船在军船建造方面持续发力, 于本世纪初连续交付了第二代导弹驱逐舰 168 “广州”舰、169 “武汉”舰两艘 052B 型“中华现代”驱逐舰, 以及第三代导弹驱逐舰 170 “兰州”舰和 171 “海口”舰两艘 052C 型“中华神盾”驱逐舰, 两大舰型的首批四艘并称“江南四舰”。2012 年, “中华神盾 2.0” 052D 型驱逐舰 173 号长沙舰, 在江南造船厂下水; 2017 年, 我国 055 型导弹驱逐舰首舰 101 号南昌舰在江南造船厂下水; 2022 年, 我国第三艘、也是首艘完全自主设计建造的弹射型航空母舰“福建舰”在江南造船厂下水。时至今日, 江南造船已覆盖我国海军驱逐舰舰队的绝大多数建造任务, 从 052 型到 052D 型再到 055 型均能看到江南造船的身影, “江南制造”已然成为我国海军驱逐舰舰队的一面旗帜。

图 5: 由原江南造船厂承接研造的“中华第一舰”112 号哈尔滨舰



资料来源: 人民海军公众号、招商证券

图 6: 江南造船军品业务代表性驱逐舰一览



资料来源: 公司官网、招商证券

民船业务板块：主流船型品类健全，高价质量船型订单占比较高。

主流船型方面，从散货船一枝独秀到 VLGC、VLEC、超大型集装箱船等高附加值船型百花齐放。江南造船军民品比例合理，自上个世纪 80 年代以来，江南造船便将巴拿马型（Panamax Type）散货船作为民品线的主要产品，此后的数十年间，江南造船不断推陈出新，“中国江南型”散货船的载重吨位从第一代的 6.4 万吨逐渐升级到 7.8 万吨（第七代），船舶能效指数（EEDI）高于基线值得 25% 以上。

此外，江南造船已在“中国江南型”散货船设计建造的基础之上，推出了自主研发的“绿鲸 Ville”系列散货船，产品线覆盖了 6 万~21 万吨的散货船市场，形成了“新中国江南型”散货船系列，推动江南造船散货船条线持续走向深蓝。

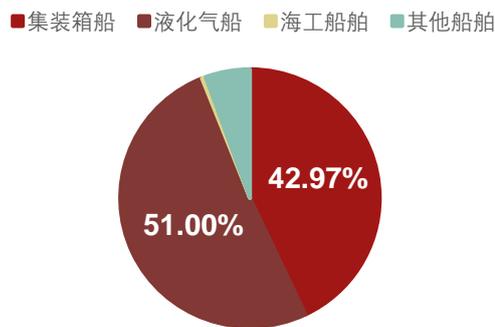
超大型液化气运输船（VLGC）是航运市场上典型的“三高”（高技术、高难度、高附加值）船型，该船型市场长期以来被日韩船企垄断，而江南造船是中国少有的拥有全系列液化气船、研发、设计、建造能力的船企。2012 年，江南造船推出初代 8.3 万立方米 VLGC 产品，并成功承接 2+2+2 艘该船型订单。这是我国造船业第一次承接 VLGC 订单，打破了海外垄断，提高了我国在液化气船建造领域的全球竞争地位，江南造船也由此完成了产品的转型升级，由单一的散货船优势船型向以 VLGC 为代表的高附加值船型转轨。根据 Clarkson 数据，2020 年，全球交付 VLGC 船 21 艘、成交 14 艘，江南造船交付、接单各 8 艘，占比分别达到了 38.1% 和 57.1%，手持各类气体运输船 6 型 25 艘，接单市占率位列世界第一，并打破中型液化气船（MGC）市场垄断，成功进入日本市场。

图 7：江南造船自主研发设计的世界最大双燃料 VLGC



资料来源：江南造船公众号、招商证券

图 8：截至 2022 年 12 月，江南造船在建船型分布情况



资料来源：Clarkson、招商证券

除 VLGC 以外，江南造船在超大型乙烷运输船（VLEC）、超大型集装箱船、汽车运输船（PCTC）以及各类特种船舶等其他高附加值船型方面，也进行了全面的战略布局，整体建造品质及建造周期控制达到了世界领先水平。在英国皇家造船工程师学会发布的《2021 年度杰出船型的世界名船录（Significant Ships of 2021）》中，由江南造船自主研发建造的 9.9 万立方米 B 型舱乙烷/乙烯特种气体船（VLEC）“Pacific ineos belstaff” 轮（“贝达弗”轮），凭借其创新性与先进性而获评在列。

图 9：江南造船世界独创 VLEC



资料来源：Royal Institution of Naval Architects、招商证券

图 10：江南造船建造的全球首艘双燃料汽车运输船

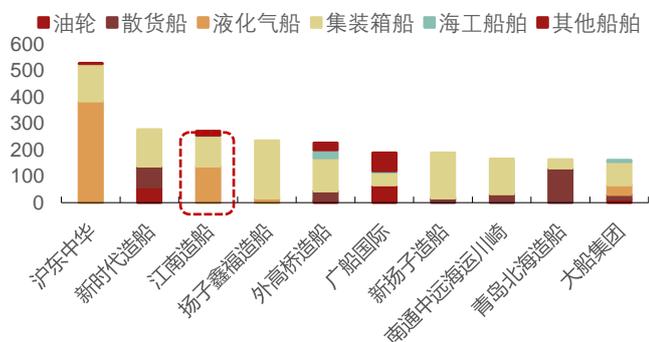


资料来源：Maritime Reporter & Engineering News、招商证券

手持订单位列全国季军，23 年或将迎来交付高峰。根据 Clarkson 数据，截至 2022 年 12 月，江南造船手持订单修正吨数总量位于全国各家船厂中的第三位，在国内具有显著的头部地位优势。江南造船手持订单中，预计将有超过 1/3

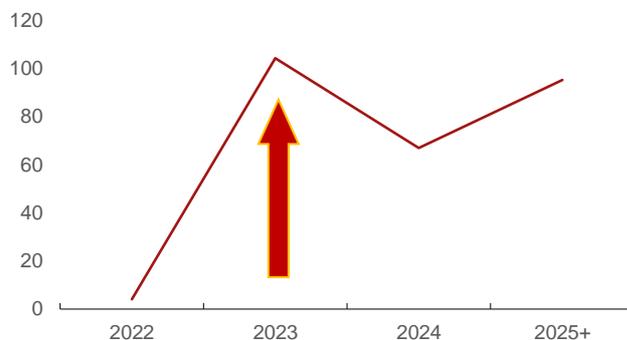
的订单于 2023 年交付，订单交付的高峰带来的尾款到位与资金回笼，或将对于江南造船与中国船舶的当期业绩起到有力支撑。

图 11: 截至 2022 年 12 月，江南造船手持订单总量在中国船厂中位列第三名（万修正总吨）



资料来源: Clarkson、招商证券

图 12: 江南造船手持订单未来各年预计交付量（万修正总吨）



资料来源: Clarkson、招商证券

(2) 外高桥造船: 邮轮引领一体两翼，民海邮全面铺开勇摘船业明珠

上海外高桥造船有限公司成立于 1999 年，是中国船舶集团旗下上市平台中国船舶的全资子公司，全资拥有外高桥海工，控股外高桥设计，参股中船邮轮科技等。发展至今，外高桥造船已成为业内最具规模化、现代化、专业化和影响力的造船企业之一。公司主要经营范围覆盖民用船舶、海洋工程、船用配套等领域，在大型邮轮、好望角型散货船、大中型原油船、超大型集装箱船、超大型液化气船、海上浮式生产储油船（FPSO）、半潜式/自升式钻井平台、海工辅助船（PSV）等船海产品领域的设计建造能力突出。

民船业务板块: 造船效率突出，现代化程度最高，业务分布更多元

民用船舶方面，外高桥造船累计承建并交付的好望角型散货船占全球该船型船队比重的 16%，成为国内建造数量和国际市场占有率遥遥领先的中国船舶出口品牌；建造并交付了世界最大第二代 40 万吨超大型矿砂船（VLOC），30 万吨级超大型油轮（VLCC）累计交付量占全球船队的 8%；并交付了 15.8 万吨苏伊士型油轮、10.9 万吨冰区加强型阿芙拉型油轮，20000TEU 超大型集装箱船，8.5 万立方米大型液化气运输船（VLGC）等大批明星产品。

海洋工程方面，外高桥造船依托旗下外高桥海工与外高桥设计两大子公司，持续为行业提供全方位、系统性的海工装备解决方案，承建并交付的主力产品有 200/230 万桶海上浮式生产储油船（FPSO）、3000 米深水半潜式钻井平台、JU2000E/CJ46/CJ50 型自升式钻井平台（Jack-up）、PX121H 型海工辅助船（PSV）等。

大型邮轮方面，在 2018 年中国首届国际进口博览会上，外高桥造船作为联合卖方与中船嘉年华签署 2+4 艘大型邮轮建造合同，其中实船 2 艘、选择船 4 艘，船型为 13.55 万总吨 Vista 级，单船造价 7.7 亿美元，合同总价 15.4 亿美元，按彼时汇率计算，该交易金额占中国船舶 2017 年总营收的 63%。根据中国船舶 2022 年半年报，截至 6 月底，国产首制大型邮轮设计建造总体进度已达 77.27%，第二艘国产大型邮轮也已于 2022 年 8 月正式开工建造，两艘大型邮轮预计分别将于 23 年 9 月与 24 年 12 月完工交付，外高桥造船正式迈入“双轮”建造时代。

图 13: 国产首制大型邮轮建造总体进度已达 77.27%+



资料来源: 外高桥造船公众号、公司公告、招商证券

图 14: 第二艘国产大型邮轮开工, 迈入“双轮”建造时代



资料来源: 外高桥造船公众号、招商证券

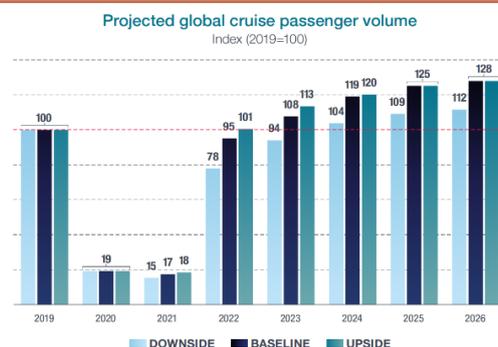
大型邮轮被誉为“造船业皇冠上的明珠”，也是我国目前唯一尚未完全突破的高技术船舶产品。放眼整个邮轮业，在疫情之前的十年间，全球邮轮游客量一直以十分平稳的增长率稳步攀升，直至 20 年疫情之下，邮轮业备受冲击，至 21 年仍未得到有效恢复。但根据国际邮轮协会（CLIA）的研究表明，22 年将是邮轮行业的过渡之年，23 年预计有望恢复并超越疫情前 19 年的水平。此外，22 年初 CLIA 的一份调查显示，近 80% 曾乘邮轮旅行的游客表示将会再次乘坐，这一比例与疫情之前相同；并且，约 60% 的邮轮相关企业表示正在进行招聘，以补充之前由于疫情原因而进行裁员产生的人员缺口。种种迹象表明，邮轮行业是十分具有韧性的行业，在各国疫情管控政策调整的大背景下，国内目前唯一具有研造大型邮轮能力的外高桥造船将在旅游业与邮轮业双元修复的情境之中，释放来源于邮轮业务的、不容小觑的业绩增量。

图 15: 2009-2021 年全球邮轮客运量（百万人次）及其增长率（%）



资料来源: CLIA、招商证券

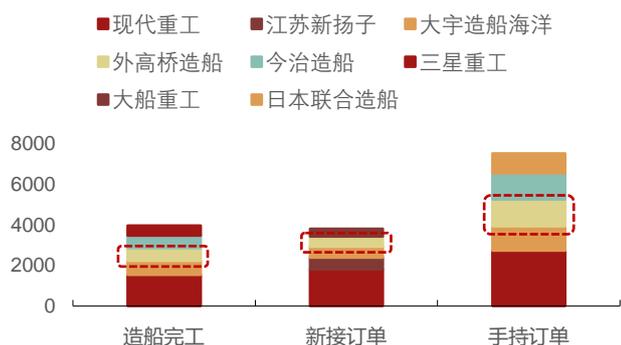
图 16: 以 2019 年为基准（2019=100），未来全球邮轮客运量预测



资料来源: CLIA、Tourism Economic、招商证券

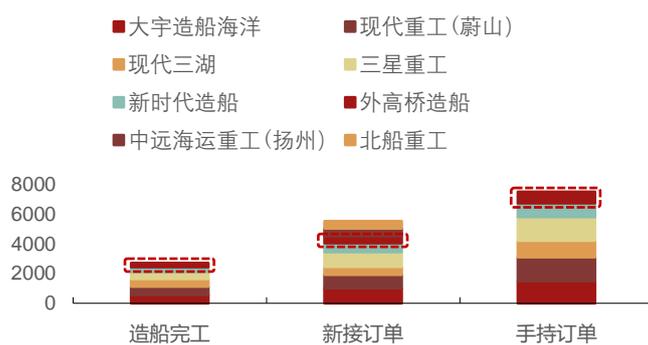
船舶订单方面,根据中国船舶工业综合技术经济研究院数据,外高桥造船的造船三大指标在 2017 年曾位列全球前五,造船完工、新接订单、手持订单分别以 625.2 万载重吨、493.36 万载重吨、1314.78 万载重吨位列全球第三、第四、第二,一度超过三星重工、大宇造船海洋等韩国老牌造船龙头企业。之后随着国际船舶制造业的整合与船舶周期的切换,外高桥造船的造船三大指标世界排名虽有所下滑,但仍稳定保持在前 10 名的位次,2021 年造船完工、新接订单、手持订单分别以 283.8 万载重吨、475.1 万载重吨、770.5 万载重吨位列全球第六、第八、第六,居行业前列。

图 17: 2017 年外高桥造船三大指标均位列全球前五



资料来源: 中国船舶工业综合技术经济研究院、招商证券

图 18: 2021 年外高桥造船三大指标均稳居全球前十



资料来源: 中国船舶工业综合技术经济研究院、招商证券

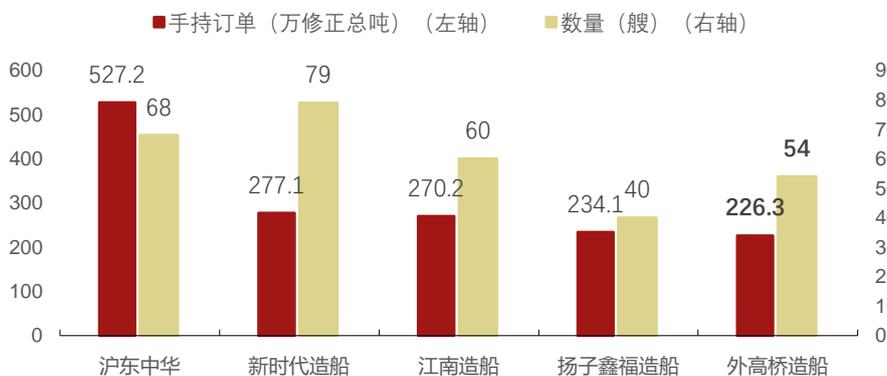
2022 年, 外高桥的造船完工量居全国第二、新接订单量居全国前十, 手持订单量居全国前五。根据中国船舶工业行业协会数据, 外高桥造船 22 年前 10 月造船完工与新接订单分别位列全国第二与第十, 处于行业前排。根据 Clarkson 数据, 外高桥造船 22 年 11 月底手持订单以 54 艘(座)/226.3 万修正总吨, 位列全国第五。船厂整体造船效率处于国内领先水平, 同时订单情况较为饱和。11 月 16 日, 外高桥造船为交银租赁建造的第四艘 11.9 万吨阿芙拉型液化天然气(LNG)双燃料动力成品系列油轮“PROTEUS STEPHANIE”号签字交付, 至此, 外高桥造船 22 年累计完工交付 16+(1) 艘(座)/300.2 万载重吨, 提前一个半月完成本年度交船任务目标。

表 3: 2022 年, 外高桥的造船完工量与新接订单量分别位列全国第二与第十

| 指标排名 | 造船完工量 | 新接订单量 |
|------|--------------------|--------------------|
| 1 | 江苏扬子江船业集团公司 | 江苏扬子江船业集团公司 |
| 2 | 上海外高桥造船有限公司 | 大连船舶重工集团有限公司 |
| 3 | 大连船舶重工集团有限公司 | 青岛北海造船有限公司 |
| 4 | 江苏新时代造船有限公司 | 江苏新时代造船有限公司 |
| 5 | 扬州中远海运重工有限公司 | 沪东中华造船(集团)有限公司 |
| 6 | 大连中远海运川崎船舶工程有限公司 | 南通中远海运川崎船舶工程有限公司 |
| 7 | 青岛北海造船有限公司 | 江南造船(集团)有限责任公司 |
| 8 | 南通中远海运川崎船舶工程有限公司 | 南通象屿海洋装备有限责任公司 |
| 9 | 江南造船(集团)有限责任公司 | 大连中远海运重工有限公司 |
| 10 | 广船国际有限公司 | 上海外高桥造船有限公司 |

资料来源: 中国船舶工业行业协会、招商证券

图 19: 截至 2022 年底, 国内前五大船厂手持订单情况(万修正总吨; 艘(座))

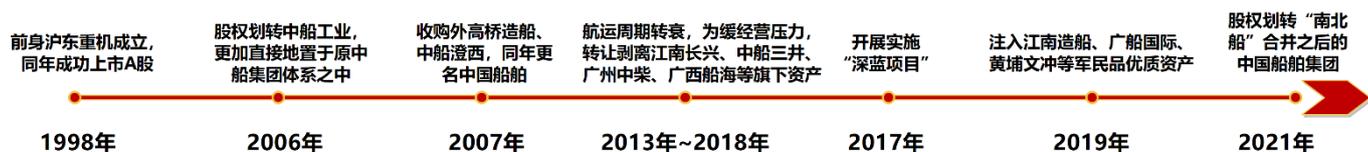


资料来源: Clarkson、招商证券

二、从沪东重机到中国船舶，行业龙头、集团翘楚羽翼渐丰

中国船舶前身是由原沪东造船厂和原上海船厂于 1998 年联合组建的原沪东重机股份有限公司，并在 2007 年船舶行业高度景气的背景之下，注入集团外高桥、中船澄西等优质民品资产后正式更名“中国船舶”，后在 2017 年开展实施市场化债转股及发行股份购买资产并募集配套资金的“深蓝项目”，又于 2019 年继续注入江南造船、广船国际、黄埔文冲等核心军民品优质资产，最终集齐船舶行业（军、民）造修、海工、动力、机电等产业链业务完整拼图，成功跻身成为国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的船业上市龙头旗舰之一。

图 20：中国船舶发展历程

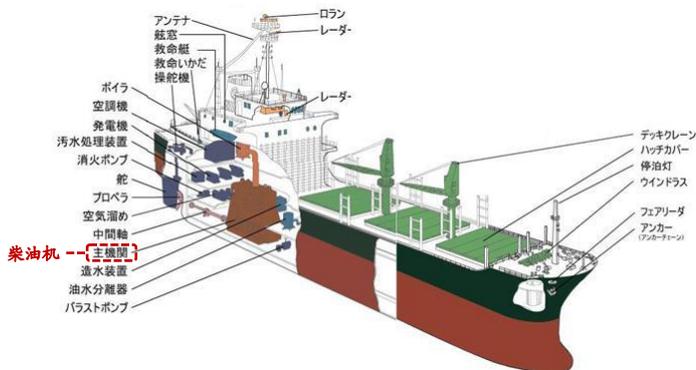


资料来源：公司公告、招商证券

（1）沪东重机时代：国内最大船用中、低速柴油机生产基地扩产增资，集团内部地位不断提升

中国船舶前身为原沪东造船厂柴油机事业部和原上海船厂造机事业部于 1998 年重组设立的沪东重机股份有限公司，成立当年成功上市。沪东重机成立之初主营业务为船用柴油机及备配件，铸锻件的设计、制造等业务，长期承担沪东造船厂与上海船厂所造船舶的大部分船机配套任务。成立上市次年，沪东重机已是国内生产规模最大，技术开发能力最强的船用中、低速柴油机生产基地，年产能力达到 41 万千瓦，国内市场占有率达 60% 以上，该年度沪东重机实际产量与销售额均居国内同行业首位，同时拥有主营柴油机制造业务的上海沪东重机上船造机有限公司与主营柴油机钢结构业务的上海沪松钢结构厂等一众全资/控股子公司。2005 年沪东重机与中船集团、日本三井造船共同出资设立中船三井，沪东重机对合资公司绝对控股，预计 2007 年将形成年产 100 万马力船用柴油机产能，2014 年全部建成，年产 300 万马力柴油机。2006 年沪东中华与上船澄西将手持 53.27% 公司股权无偿划转给公司实际控制人中船集团，使之直接成为公司控股股东，显著提升了沪东重机在整个中船集团之中的战略地位。

图 21：船用柴油机在船舶内部的所处位置



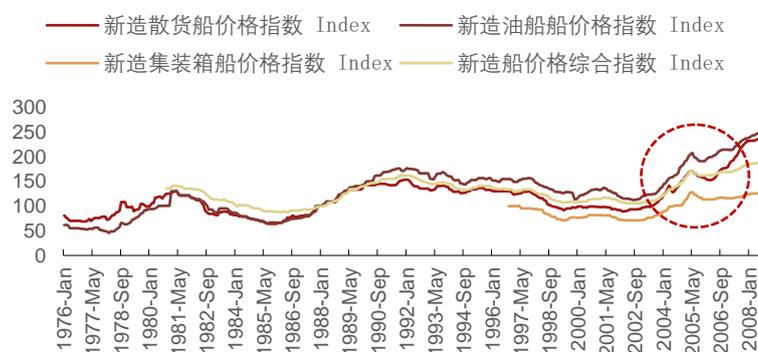
资料来源：日本船舶工业协会、招商证券

（2）中国船舶时代：集团核心军民品逐步注入借壳，上市平台造修、动力多点开花

在国际造船业空前高景气与我国政府连续出台《船舶工业中长期发展规划（2006~2015 年）》等多项支持性政策的历

史机遇之下，作为彼时世界第二、国内第一的特大型造船集团，中船集团提出了“五三一”奋斗目标，计划在 2005、2010、2015 年分别力争成为世界造船集团五强、三强与第一。

图 22: 21 世纪初全球航运出现空前高景气



资料来源: Clarkson、招商证券

图 23: 2007 年附近中国造船业逐渐成为全球第一

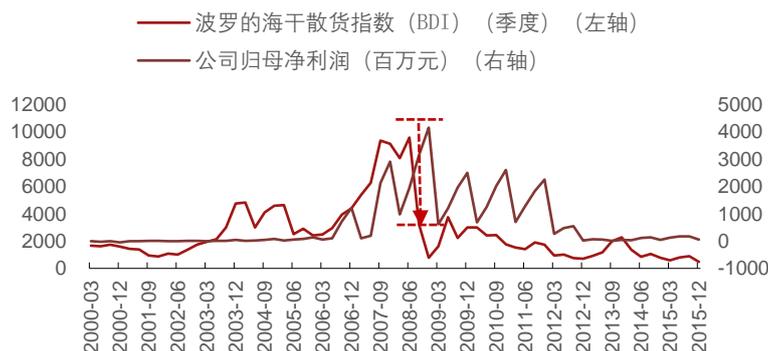


资料来源: Clarkson、招商证券

2007 年是沪东重机摇身变为中国船舶的关键转折之年。作为集团实现宏伟蓝图的重要一环，2007 年 1 月，沪东重机向包括控股股东中船集团、中信集团、宝钢集团等大型国企在内的特定对象，非公开定向增发 4 亿股 A 股，收购中船集团所持外高桥的 66.66% 股权、中船澄西 100% 的股权、远航文冲 54% 的股权，以及宝钢集团、上海电气公司所持外高桥的剩余 33.34% 股权，使公司从单一船舶发动机龙头企业一跃成为集大型民用船舶制造、大功率低速柴油机制造、船舶修理三大业务为一体的，具有完整产业链的大型船舶制造上市公司，初步形成中船集团核心民品主业整体上市平台。在整合中船集团核心民品优质资产之后，沪东重机正式更名“中国船舶工业股份有限公司”，同年 8 月，公司证券简称由“沪东重机”变更为“中国船舶”，证券代码不变。次年中国船舶版图再度扩张，子公司外高桥造船向中船集团收购长兴造船 65% 股权，成为控股股东，本次交易完成后，外高桥和长兴造船合计产能将达到 700 万载重吨左右，将成为仅次于韩国现代重工的全球第二大、国内最大的造船企业。

但随着 08 年金融危机后航运市场泡沫的破裂，中国船舶陷入业绩低谷。我们在上一篇大专题《船舶行业专题 II：上一轮船舶大周期深度复盘，有何异同？有何启示？》中通过对于上一轮船舶大周期（2002~2008）进行深度梳理，发现本世纪初船舶大周期中存在不理性的扩产与投机性订单因素出现，当 08 年金融危机连带全球经济遭受沉痛打击之时，航运业空前景气的泡沫也随之被戳穿，中国船舶作为身处其中的重要玩家，业绩大大受挫。随后数年间，从 2013 年开始，公司陆续出让江南长兴、广州中柴、文冲船坞、广西船海、中船圣汇以及中山公司等一系列公司、子公司下属资产，不断剥离亏损“出血点”，聚焦自身船舶民品核心业务。

图 24: 随着国际航运泡沫破裂潮退, 公司业绩也随之走衰



资料来源: Clarkson、公司公告、招商证券

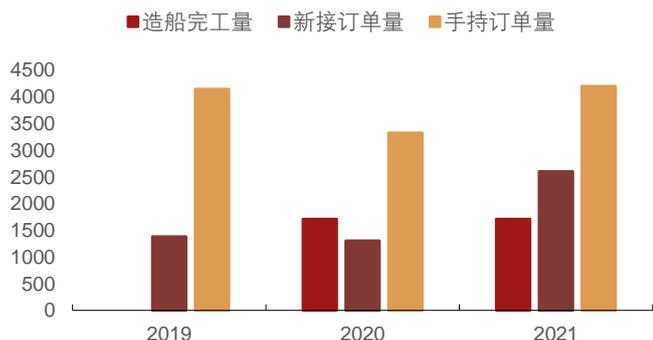
19、20 年再次迎来优质军民品强势注入, 集团军民品上市旗舰打造几近完成。在这一期间, 公司持续注入江南造船、广船国际、黄埔文冲、中船动力集团等核心军民品优质资产, 逐渐集齐船舶行业 (军、民) 造修、海工、动力、机电等完整产业拼图, 基本完成集团关键业务上市的初步愿景, 并向集约化、高端化造船转型。

(3) 南北船合并时代: 中船重工、中船集团合并, 全球第一大造船集团蝶变起航

全球造船名企于 2019 年集中爆发合并浪潮。2019 年韩国造船三巨头之二现代重工与大宇造船宣布合并, 根据 Clarkson 数据, 合并时两者手持订单量合计 365 艘/1700 万修正总吨, 全球市场份额高达 21.2%, 远高于彼时手持订单量位居全球第二的日本今治造船 (166 艘/525 万修正总吨)。同年, 日本今治造船与日本联合造船 (JMU) 宣布就资本与业务合作的基本事项达成协议。日韩造船龙头均表态开展集中化合并事项的同时, 中船集团、中船重工 (即“南北船”) 于 2019 年 7 月官宣筹划战略性重组, 后于 11 月在北京召开原中船集团与原中船重工合并重组后形成的中国船舶集团有限公司 (即现“中国船舶集团”) 成立大会并举行揭牌仪式。新成立的中国船舶集团旗下拥有科研院所、企业单位和上市公司 104 家, 资产总额 8900 亿元, 员工 22 万人, 拥有我国最大的造修船基地和最完整的船舶及配套产品研发能力, 能够设计建造符合全球船级社规范、满足国际通用技术标准和公约要求的船舶海工装备, 是全球最大的造船集团。2021 年“南船”中船集团原持有 50.42% 的中国船舶股权无偿划转至中国船舶集团, 中国船舶正式成为集团九大上市队列中的一员, 且中国船舶集团在完成了股份的实质性受让后, 集团内部的业务划转变得更加可行。2021 年, 中国船舶集团造船完工、新接订单、手持订单三大造船指标分别以 1708.1 万载重吨、2598.4 万载重吨、4195.3 万载重吨, 全部位居世界第一, 所占全球市场份额分别达 20.2%、21.5%、20.5%。

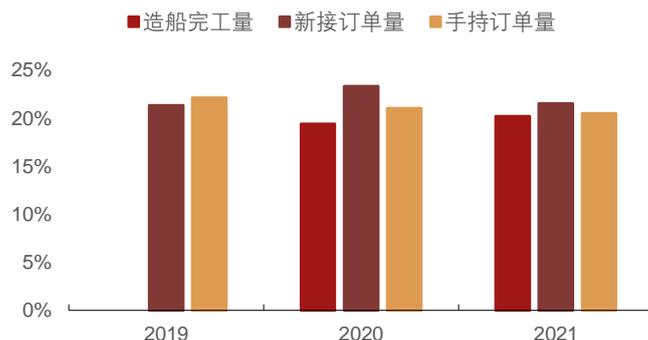
当前南北船合并的具体方案仍在协商中, 考虑到合并本身牵扯到诸多上市主体和非上市的集团资产, 因此方案制定较为复杂, 当前仍以解决集团内部同业竞争问题为先。南北船合并为本轮船舶上行周期赋予了独特的色彩, 对中国船舶而言, 争取集团内部的订单、产能和技术的协同将更加可行。

图 25: 中国船舶集团造船指标多年蝉联全球第一 (万载重吨)



资料来源: 中国船舶集团有限公司年度社会责任报告、招商证券

图 26: 中国船舶集团造船指标全球占比多年稳居第一 (%)



资料来源: 中国船舶集团有限公司年度社会责任报告、招商证券

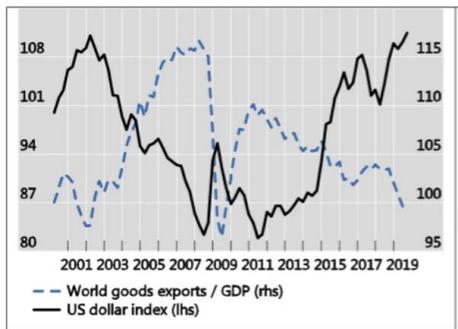
三、船业漫漫夜色消退，行业龙头有望先迎朝阳曙光

以更宏观的视野审视船舶行业，我们在两篇大专题《船舶行业专题：船市十年夜色消退，瀚海千帆远赴朝阳》与《船舶行业专题II：上一轮船舶大周期深度复盘，有何异同？有何启示？》中通过梳理近 20 年维度船舶行业走势及二十一世纪之初的上一轮船舶大周期，分析了这一轮船舶周期已经走过的历程以及与上轮周期的异同。

船舶行业作为传统的重资产型行业，技术迭代缓慢，历年来三大主流船型一直是油船、干散货船和集装箱船，创新领域主要为船舶动力系统、减排系统和配套设备，但船体建造过程的工艺方法没有大的变化。因此船舶的市场需求几乎主要来自于保有量的更新和全球 GDP 增长背景下的贸易量增长。因此，为判断船舶行业整体景气度，全球贸易周期的走势将作为十分重要的代理指标而被观测。

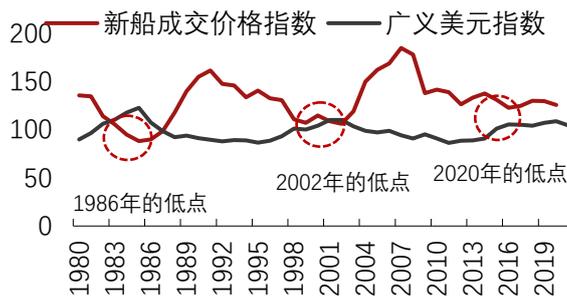
全球贸易呈现一定周期性的现象与美元周期息息相关。首先，WTO 的相关研究揭示了一个很直观的现象：美元汇率通常会与全球贸易呈现出负相关关系；并且，当我们将广义美元指数和 Clarkson 新船成交价格作了历史拟合后，发现每轮美元指数的下行都伴随新船成交价格的上行。其背后的逻辑在于，当美元走弱，美元相关资产的收益率下降，诱发资金向其他国家流动，这增加了海外出口型企业的资金可得性。在最新 2020 年的广义美元指数的低点，新船价格指数也迎来上涨的机遇，全球贸易出口增速也得到提高。尽管近来人民币贬值且美联储加息影响了广义美元指数的走势，但长期来看，美元继续走弱仍是大势所趋。因此，在全球贸易出口这个视角，船舶行业已经处于上行大周期的起点位置。

图 27：美元汇率与全球贸易呈现负相关关系



资料来源：WTO、招商证券

图 28：美元走衰往往伴随着全球船市价格的复苏



资料来源：Clarkson、Wind、招商证券

另一方面，波罗的海干散货指数 BDI 在 2021 年 10 月达到近 10 年的高点，后续持续下滑，22 年上半年也经历了阶段性的上涨和下滑，其中的上涨主要来源于俄乌冲突背景下，部分大宗商品供应偏紧与货运路线改道。2 月中旬以来，BDI（波罗的海干散货指数）低位反弹，涨幅超过 150%，主要受益于中国在疫情后强势的经济复苏，尤其中国作为全球制造业的中心，经济复苏也意味着短期内全球大宗商品贸易量的激增。

在大多场合中，BDI 可以视为全球经济的“晴雨表”，然而我们认为，这一判断更适用于全球运力供给平衡的背景下，在运力短缺的背景下，BDI 受全球贸易需求影响的敏感性会大幅提高（如 2006~2007 年的暴涨），波动可能会更强。当下阶段，散货船运力尚处于平衡状态，但未来运力供应将极度短缺，一旦出现影响贸易格局的事件，需求的微幅扰动可能引发 BDI 的大幅波动，届时或将引发新一轮的船舶租赁牛熊市。

图 29: BDI 在 2021 年形成近 10 年来的第一个小高峰



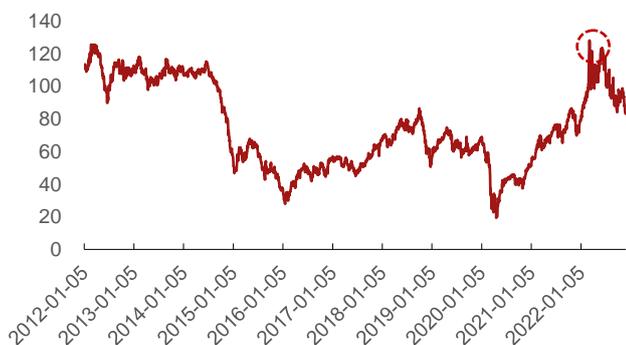
资料来源: Wind、招商证券

综上所述,在美元走弱以及全球贸易不断扩张的背景之下,船舶行业走过了本世纪初的高度景气周期,并在 2021 年附近再度显现复苏一瞥。展望近期此轮船舶周期走向,仍需从长短线角度更加细致的进行剖析,并将中国船舶作为市场重要头部玩家置入情景之中,从而究出其与一般船企的不同表现之处。

1、短期: 航运需求与供给短缺矛盾, 叠加运费高位与原材料走低“剪刀差”

从短期视角来看,俄乌冲突背景之下,部分大宗商品供应偏紧以及禁运引起的货运路线改道,带来的船运需求增量不容忽视。以分别对应于船舶市场中油船运输与集装箱船运输的原油贸易与商品贸易为例,两者均在 21、22 年附近出现新的高点,全球油价再次突破 100 美元/桶大关,于 22 年年中重回十年最高峰(3 月 8 日,127.98 美元/桶),全球贸易占 GDP 比重稳定于 50% 附近的高位,使得下单油船与集装箱船更加有利可图,对于下游航运需求产生显著需求拉动效应。叠加港口塞港现象并未在 22 年得到明显缓解,更加加剧了现有航运运力的供给窘境。

图 30: 布伦特原油期货结算价在 22 年重回十年最高峰(美元/桶)



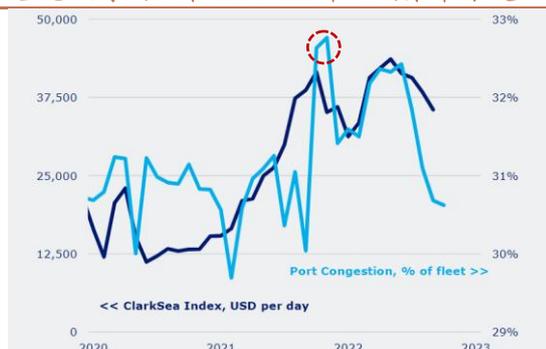
资料来源: Wind、招商证券

图 31: 全球贸易与全球商品贸易占 GDP 总量走势图 (%)



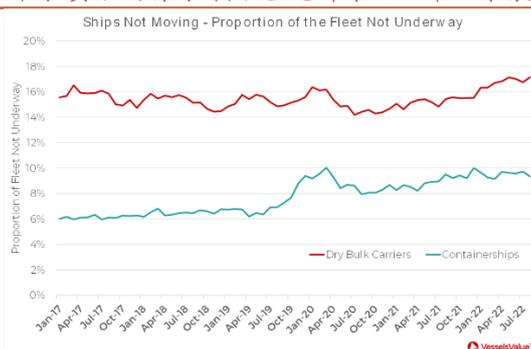
资料来源: Wind、招商证券

图 32: 塞港现象再次在 21、22 年之间集中爆发



资料来源: Clarkson、Danish Ship Finance、招商证券

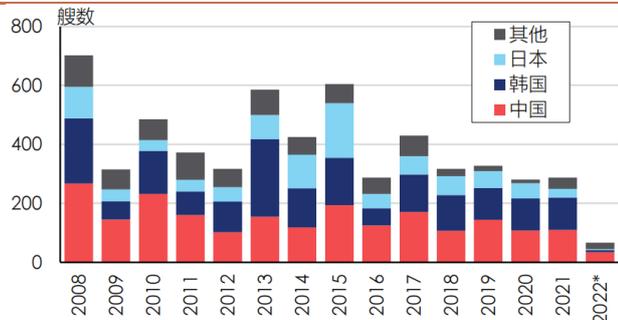
图 33: 干散货船与集装箱船塞港率在 21 年以来震荡攀升



资料来源: Vessels Value、招商证券

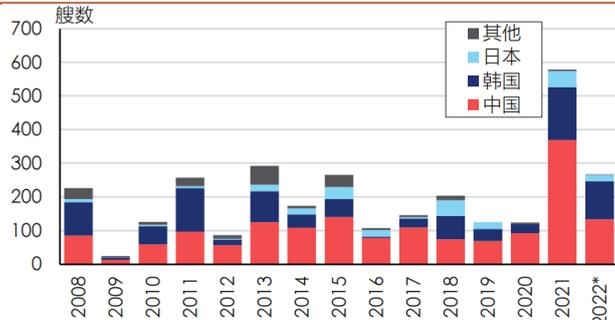
目前全球各大船企的产能弹性较弱，全球油船与集装箱船新签订单维持低位。油价与商品贸易虽然在近年逐渐升温，却并未明显传导至造船市场，油船与集装箱船新签订单在相当时间跨度之内并未发生持续性的大幅上涨。同时考虑到中国造船生产保障系数近年来均处于 2 年以上，22 年年中部分船企甚至已超过 3 年，未来 2-3 年之间，油船将继续保持供应低潮，而集装箱船在中国 21 年大量接单的背景下，供给缺口将会有所缓解，但在短期内仍面临供需失配。并且中国造船产能利用率监测指数也仅仅于 2021 年重回 700 点荣枯线上下，未能产生大幅度升迁，供应端仍将处于紧俏状态。

图 34: 2016 以来，油船新签订单基本稳定未有大幅上扬



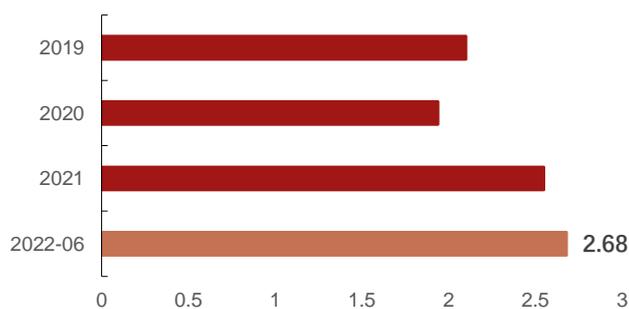
资料来源: Clarkson、招商证券

图 35: 除 21 年外，集装箱船新签订单十年间均处于低位



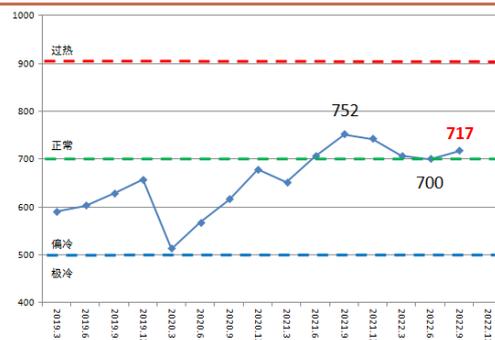
资料来源: Clarkson、招商证券

图 36: 中国造船生产保障系数已经上涨到 2.68 年



资料来源: 中国船舶工业协会、招商证券

图 37: 中国造船产能利用监测指数 (CCI) 重回 700 点荣枯线



资料来源: 中国船舶工业协会、招商证券

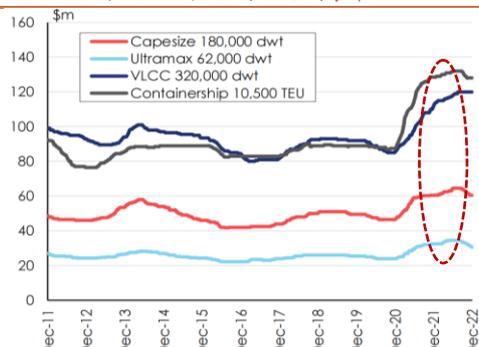
在船运供给与需求结构性错配的尖锐矛盾之下，全球船舶市场价格被推至全新的高点。一边是油价持续上涨与贸易改道带来的运力需求增量，一边是生产供给端的不温不火，两者的错位导致各类航运船舶运费及船舶单价处于上升势态，根据 Clarkson 数据，无论是新造船舶价格总体走势还是各细分类型趋势，均在 21、22 年附近呈现新的抬升迹象，且集装箱船与油轮价格上升势头强于散货船。

图 38: 2022 年新造船价创十年顶峰



资料来源: Clarkson、招商证券

图 39: 各类船舶新造船价迎新一轮高峰



资料来源: Clarkson、招商证券

船舶价格上升态势之下，核心原材料钢材反降形成有利“剪刀差”。在船市一片大好，价格突飞猛进的 21 年与 22 年，制造船舶的核心原材料钢板价格反而一路下行，价增本降打开船舶制造利润空间，形成“剪刀差”，造船企业有望从船舶价格上升与原材料成本价格下降两大方面，享受双重市场红利。

图 40: 中国钢板价格走势已明显回落



资料来源: Clarkson、招商证券

图 41: 船用钢板价格也显著下行 (元/吨)

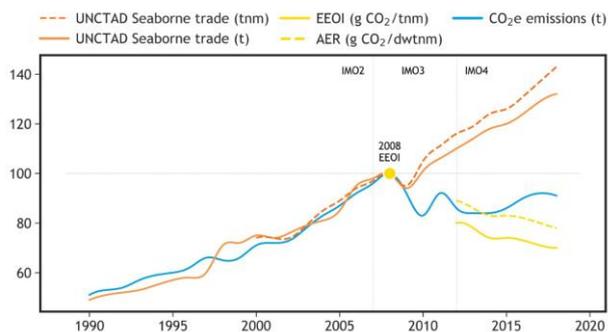


资料来源: Wind、招商证券

2、长期: 国际船舶低碳减排政策+上轮周期交付船更新催生订单放量

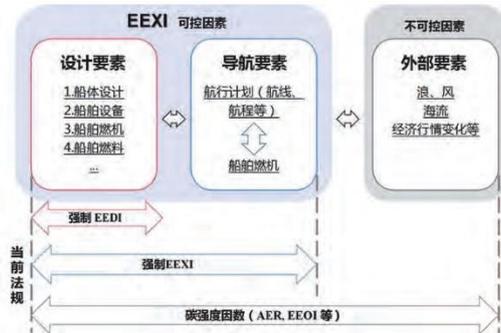
EEX(D)I、CII、SEEMP 三板斧, 新建+营运船舶碳强度刚性约束。 21 世纪以来, 世界经济增长带来的环境问题日益严峻, 作为全球贸易的重要渠道, 航运行业的低碳环保问题也一直为国际社会所关注。由于船舶大型化等多重因素, 船舶碳排放与贸易走势在 2008 年附近逐步解耦, 并在之后长期呈现下降趋势。同时期, 为提高船舶能效, 国际海事组织 (IMO) 于 2011 年 7 月 15 日通过了第一套全球温室气体减排强制性措施, 包括新造船舶能效设计指数 (EEDI) 和船舶能效管理计划 (SEEMP) 等规制, 并将其纳入了《国际防止船舶造成污染公约》(MARPOL 公约), 后在 2021 年 6 月召开的第 76 次海洋环境保护委员会 (MEPC) 会议上, 通过了 MARPOL 公约附则 VI 的修正案, 提出了现有船舶能效指数 (EEXI) 限制要求, 引入营运碳强度指标 (CII) 评级机制, 形成 EEX(D)I、CII、SEEMP 组合政策强制约束矩阵。

图 42: 全球海运贸易总量与船舶碳排放量趋势



资料来源: IMO Fourth Greenhouse Gas Study 2020、招商证券

图 43: EEXI 与 EEDI 限制要求对比



资料来源: 《EEXI 亟待业界合力》、招商证券

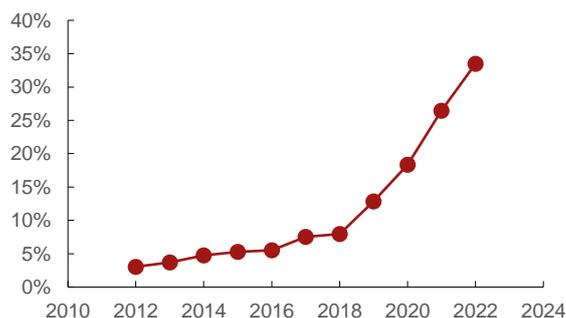
同时 IMO 还制定了“三步走”战略实施时间表与对应短中长期措施。在 2016 年的第 70 届 MPEC 上, IMO 通过了船舶温室气体减排战略路线图, 并在 2018 年的第 72 届 MPEC 上通过了船舶温室气体减排初步战略: (1) 到 2030 年, 全球海运每单位运输活动的平均二氧化碳排放与 2008 年相比至少降低 40%; (2) 到 2050 年, 温室气体年度总排放量与 2008 年相比至少减少 50%, 并努力争取降低 70%; (3) 最终逐步消除海运温室气体排放。为实现减排目标, 初步战略提出了相应的短期、中期和长期措施。与此同时, 市场端也对于 IMO 政策进行了回应, 自减排战略颁布以来, 尤其是 2018 年之后, 能够有效降低温室气体排放的替代燃料船舶在全球船厂手持订单中所占比例便呈现出逐年攀升的态势, 截至 2022 年这一占比已然超过 30%。Clarkson 研究预计, 到 2023 年初, 全球船队中将有 5% 的船舶采用替代燃料。依照当下趋势观之, 未来使用替代燃料的船舶比例将继续进一步扩大。

图 44: IMO 减少船舶温室气体排放初步战略示意图



资料来源:《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》、招商证券

图 45: 替代燃料船舶手持订单占全部手持订单比重 (%)



资料来源: Clarkson、招商证券

表 4: IMO 对应于“三步走”战略实施时间表所指定的短中长期措施

| 短中长期措施 | |
|---------------------|--|
| 短期 (2018~2023 年) | <ul style="list-style-type: none"> □ 通过审议,规定所有适用船舶既要满足 EXII,还要满足营运能效(CII)要求,并需对船舶按照年度营运能效进行分级(A-E 级); □ 启动通信工作组开展对与现有船能效实施,相关的其他配套程序、指南的审议和修订工作。 |
| 中期 (2023~2030 年) | <ul style="list-style-type: none"> □ 有效采用替代性低碳燃料和零碳燃料的实施方案; □ 新造船和现有船舶的营运能效措施; □ 激励温室气体减排的新型/创新型减排机制。 |
| 长期 (2030 年~) | <ul style="list-style-type: none"> □ 大力开发和提供零碳或非化石燃料,以实现下半世纪的航运脱碳; □ 鼓励和推动其他适合的新型/创新型减排机制的普遍应用,如温室气体税(碳税)、碳强度分级及罚款机制以及全球航运碳交易等措施。 |

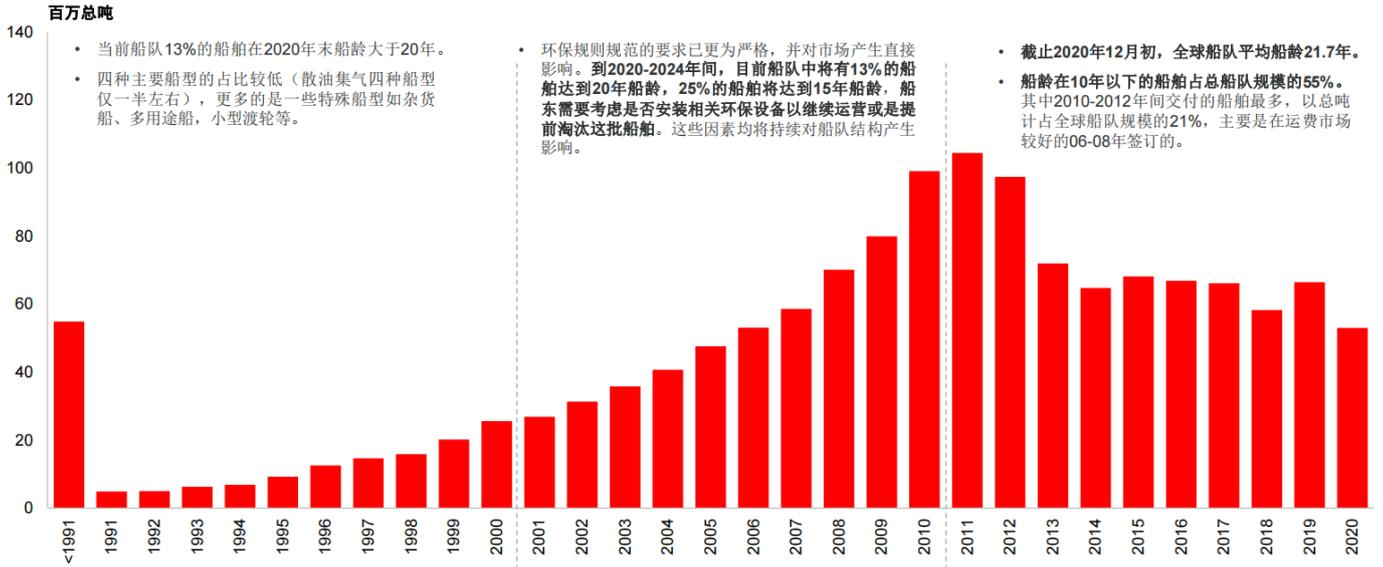
资料来源:中国船级社《航运低碳发展展望 2021》、招商证券

根据 Clarkson 研究选取的基准船型数据估算,目前在运营的油船及散货船船队中将存在 40%的船舶在理论上无法满足 EEXI 要求,该部分船舶须结合使用节能装置或切换至替代燃料等多种手段以达标,否则将被迫退出市场;并且 Clarkson 的研究还显示,根据 CII 评级要求,若不降低航速或对船舶进行改造,到 2026 年,目前船队中超过 40%的油轮、散货船和集装箱船将被评为 D 级或 E 级。上述因素从政策端为修船与新造船业务带来了较为可观的订单增量。

其实即使 IMO 未做要求,上轮船舶周期交付船本也即将集中进入更新期。根据 Clarkson 数据,截至 2020 年,船龄在 10 年以下的船舶占总船队规模的 55%,其中 13%的船舶的船龄大于 20 年,25%的船舶将达到 15 年船龄。一般船舶的寿命在 20~25 年之间,但实际上往往超过 18 年船龄的船舶其经济性能便大幅下降,而上一轮船舶交付的高点是在 2010~2012 年间,距今已有 10 年时间,这意味着 2022 年后将逐渐迎来全球船队的大量更新,预计 2025 年后更新量达到高点。结合前述短期因素以及为满足 IMO 政策所释放的增量需求,我们考虑近五年订单趋势与环保政策引致的航速下降等因素,假设未来每年全球贸易呈现年均 4%的增长,可作出下表测算,足以看出如果后续依然保持散货船年均完工 2440 万载重吨、油船年均完工 2820 万载重吨的低水平(这两个数字是 2016~2021 年均新签订单数额),那么未来 10 年散货船和油船将面临越发扩大的需求缺口。从细分船型来看,在未来 5 年内,油船面临的需求缺口将大于散货船,而 5 年后散货船面临的需求缺口将快速放大。无论怎样,为了应对后续的生产缺口,这两类主流船型势必在后续产生大量订单,且新签订单平均增速将明显高于过去五年。

图 46: 全球船队按照年份进行交付的载重吨位统计

截止2020年12月初, 全球船队结构, 按交付年份区分



资料来源: Clarkson、招商证券

表 5: 后续若继续保持相对较低的签单量, 则散货船、油船船队将面临越来越大的需求缺口

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 散货船 | | | | | | | | | | |
| 新船交付量 (MDWT) | 24.1 | 24 | 30 | 24.4 | 24.4 | 24.4 | 24.4 | 24.4 | 24.4 | 24.4 |
| 老旧船新增量 (MDWT) | 11 | 22 | 31 | 27 | 30 | 48 | 160 | 82 | 33 | 88 |
| 年轻船队规模 (MDWT) | 1049 | 1051 | 1050 | 1047 | 1042 | 1018 | 882 | 825 | 816 | 753 |
| 全球贸易需求增速 | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 运力效率下滑幅度 | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% |
| 需求缺口 | | 5% | 10% | 15% | 21% | 30% | 57% | 76% | 86% | 111% |
| 油船 | | | | | | | | | | |
| 新船交付量 (MDWT) | 26.7 | 14.7 | 38.7 | 28.2 | 28.2 | 28.2 | 28.2 | 28.2 | 28.2 | 28.2 |
| 老旧船新增量 (MDWT) | 27 | 20 | 29 | 53 | 42 | 70 | 48 | 54 | 15 | 32 |
| 年轻船队规模 (MDWT) | 549 | 544 | 553 | 528 | 514 | 473 | 452 | 427 | 439 | 436 |
| 全球贸易需求增速 | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 运力效率下滑幅度 | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% | 0.72% |

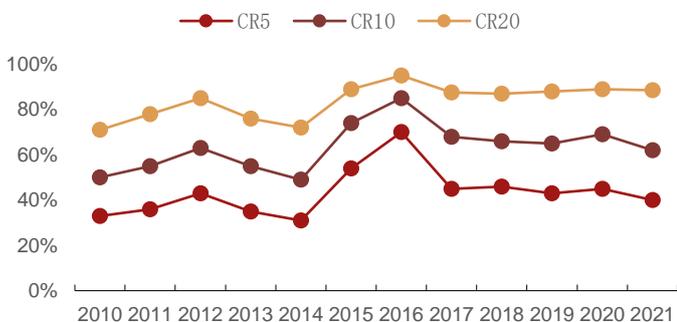
| | | | | | | | | | |
|------|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 需求缺口 | 6% | 9% | 20% | 29% | 47% | 60% | 78% | 81% | 91% |
|------|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

资料来源: Clarkson、中国船舶工业协会、Wind、招商证券测算

3、行业集中度抬升，航运龙头有望优先获得周期红利

在过去十年内，国内造船产业经历了持续的产能出清，行业马太效应越发显著。作为具有长周期、高投入属性的行业，造船业在最近十年发展过程之中产生了集中化、大型化的趋势，并在 13 年国务院颁布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，重点化解船舶工业过剩产能之后加速了集中化进程。中国造船行业的 CR5 从 2010 年的 70% 左右的水平提高到当下超过 80% 的水平。在 2008 年金融危机之后，船业行业低迷与国内化解过剩产能的双重压力之下，国内造船大型企业不降反增。国内造船的两大龙头，中国船舶和中国重工也已经实现了实质意义上的重组，其共同的控股集团公司中国船舶集团已经在逐步整合两大造船集团内部的业务。

图 47: 中国造船业在最近 10 年集中度再次实现提升



资料来源: 中国船舶工业行业协会、招商证券

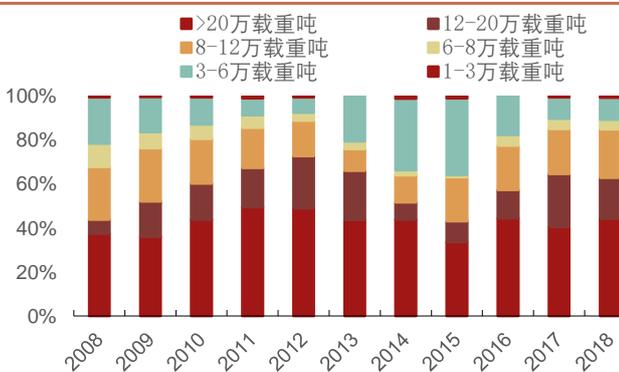
图 48: 在船业下行与去产能双重重压下，大型造船企业数量不减反增 (个)



资料来源: 中国船舶工业年鉴、招商证券

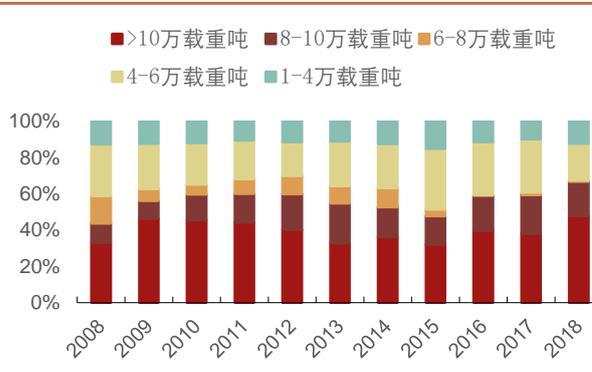
除了船舶行业集中度持续提升外，船舶大型化亦是近 10 年来船舶发展的重要脉络。我们统计了 2008 年到 2019 年的三大主流船型（散货船、油船和集装箱船）的完工量吨位分布，发现：1) 无论是哪类船型，在这 10 年间均呈现大吨位船舶比重越来越大的趋势，对于油船，20 万载重吨的 VLCC 油船的吨位占比从 2008 年的 16.9% 上升到 2019 年的 26.6%；对于散货船，大于 10 万载重吨的好望角型散货船的吨位占比从 2008 年的 12.8% 提升到 2019 年的 19.3%；2) 集装箱船的大型化趋势更加明显且确定，大于 8000TEU 的集装箱船的完工吨位占比从 2008 年的 29% 上升到 2015 年的 87%。船舶的大型化对于造船企业提出了更高的技艺要求，增加了船舶制造行业的整体技术门槛，再次加速了马太效应之下的头部集中化趋势，而集中化带来的资源集约与市场份额的扩充，又将反向支撑大型化趋势，两者相辅相成，使得新进者更加难以撼动行业龙头地位，从而产生了船业龙头缺乏有力竞争者的局面。

图 49: 油船历年的完工吨位分布情况



资料来源: 中国船舶工业年鉴、招商证券

图 50: 散货船历年的完工吨位分布情况



资料来源: 中国船舶工业年鉴、招商证券

图 51: 集装箱船历年的完工吨位分布情况



资料来源: 中国船舶工业年鉴、招商证券

图 52: 集装箱船大型化趋势示意图



资料来源: AGCS、招商证券

作为国内造船业的龙头,中国船舶将是确定性受益于船舶大周期的上市公司,且更加符合“大型造船企业率先受益的逻辑”。根据 Clarkson 报告,我们统计了当前手持订单量居全国前 20 的中国船舶集团船厂,并依据是否归属于中国船舶进行分组。由分组情况可见,中国船舶集团内部手持订单前五的造船厂,有三家均为中国船舶旗下;前十的造船厂,中国船舶参股 31% 黄埔文冲,控股中船澄西。由此可见,中国船舶具有一批全国顶尖的造船子公司,换言之,中国船舶下属子公司的头部集中度更高。中国船舶作为国内首屈一指的军民品上市旗舰,在短期内的供需错配与船价、钢板“剪刀差”背景之下,有望优先实现行业红利兑现。同时,对于未来低碳化、大型化的造船新趋势,也将通过自身资深的造船经验与雄厚的集团平台基础,拓展绿色、巨型船舶业务,承接更多面向未来的需求增量。

表 6: 全国手持订单前 20 的中国船舶集团下属造船厂的归属与船坞、订单情况 (截至 2023 年 2 月)

| | 船坞数量 | 造船能力 (万修正总吨) | 最大船坞长度 (米) | 手持订单 (万修正总吨) |
|-------|------|--------------|------------|--------------|
| 沪东中华 | 1 | 64.6 | 360 | 512.4 |
| 江南造船 | 2 | 73.0 | 580 | 278.4 |
| 外高桥造船 | 2 | 95.9 | 740 | 249.0 |
| 广船国际 | 4 | 53.6 | 490 | 206.4 |
| 大船集团 | 5 | 113.2 | 550 | 162.1 |
| 青岛北海 | 5 | 23.9 | 530 | 156.5 |
| 黄埔文冲 | 5 | 57.1 | 360 | 129.6 |
| 中船澄西 | 5 | 51.6 | 330 | 96.1 |

资料来源: Clarkson、招商证券 (橙色底纹为中国船舶控股或全资,灰色底纹为中国船舶参股)

四、中国船舶的股价复盘和影响因素分析

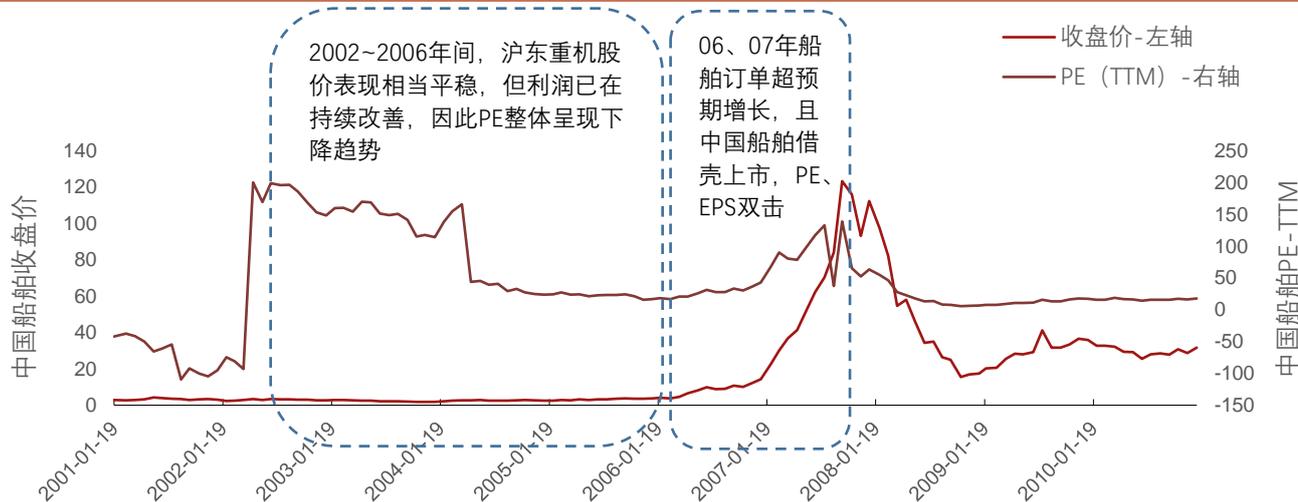
本节,我们关注中国船舶 (600150) 的股价和 PE (TTM) 的历史复盘。在 2002~2008 年间,我们大体分为两个阶段:首先在 2002~2006 年间,沪东重机的股价表现相当平稳,然而利润已经在持续改善,因此 PE 整体呈现下降趋势;其次是在 2006~2008 年间,受船市高景气+借壳上市的龙头效应+08 年股市大牛市的影响,中国船舶迎来了股价增长的黄金期,股价从 2006 年 1 月初的 3.76 元增加至 2007 年 11 月最高的 132.24 元,增长 35 倍,增幅远超大盘。

这一复盘给我们的启示在于:船舶上行周期,无论是新增需求驱动还是保有量更新驱动,在早期一般都是更新驱动为主,例如 2002~2005 年间的驱动主力便是油船更新,而在这一过程,市场的反应也相对平淡,此时船舶公司的 EPS 持续提升,PE 持续下降,直到到达一个估值偏低的位点。然而,这一位点往往意味着拐点,因为长期的新旧运力更替所反映的运力短缺状况,可能会在需求结构异变时,变得格外严重,船价和运价出现爆发式增长,这与低估值产生了根本性背离。因此,船舶上行周期的尾端,可能会因长期压制的低估值和快速向好的基本面,而表现出高涨的投资

情绪，迎来戴维斯双击。

船舶行业和中国船舶（600150）的复盘，更加清晰的展示了中国船舶行业的发展壮大历程，尤其是 2006-2008 年，除了难得一遇的全球船舶行业大周期（BDI 冲上万点），还有中国推动船舶行业发展的新战略，建设三大造船基地，提升民船军船的造船能力，包括后面 2009 年中国重工上市及系列的两大集团资产注入，和行业低谷时的债转股都离不开国家政策和资本市场的支持。当然股价复盘也告诉我们，周期行业投资要顺势而为。

图 53：中国船舶 2002~2008 年股价复盘



资料来源：Wind、招商证券

接下来，我们从船舶市场的“价”和“量”的角度分别阐述中国船舶股价的影响因素。

我们统计了 Clarkson 月度分布的新造船价格指数和新船订单，分别作为价与量的代表性指标（考虑到新签订单单月波动较大，我们对此做了平滑处理）。

从复盘可见：

- 1) 船价波动幅度大多时候远弱于订单的波动幅度，哪怕新签订单已做了平滑性处理。考虑从 2021 年的本轮上行周期中，接单量上涨幅度仍然偏小，甚至低于 2011、2014 年的短期回弹的幅度，但船价已经增长到上轮周期最高点的 80% 的水平，这也与我们的判断接近：本轮周期受船厂无法扩产的影响，因此将表现出量偏小而价偏高的特征；
- 2) 周期上行初期，船价和新接订单量处于初步爬升期时，中国船舶的股价提升不明显，当到达一定高点（年接单量超过 1.5 亿载重吨的水平），或价与量呈现长期向好的趋势时，中国船舶的股价才会有反应。

图 54: 中国船舶历史股价和船舶行业历史的“量”、“价”走势对比



资料来源: Clarkson、Wind、招商证券

五、盈利预测与投资建议

1、盈利预测和业绩敏感性分析

中国船舶当下的业务拆分包括船舶造修、机电设备和其他主营业务(动力装备已于 2022 年剥离至中国动力),其中,船舶造修占公司整体营收的 80%以上,剥离动力业务后占比会进一步提高。

我们对中国船舶的业绩测算基于以下几点:

(1) 当年船舶造修业务的收入取决于当年造船完工量、该批订单的价格。当年造船完工量取决于当年公司的实际有效产能,订单的价格取决于 2~3 年前的船市新造船价和船价折射系数。

(2) 2019~2022 年的订单金额已成既定事实,同比变化率依次为 2%、-4%、16%、14%,因而影响 2022~2024 年造船板块收入的因素在于产能扩张速度。我们假设实际有效产能的增速分别为 10%、10%、5%(这轮周期船厂无法拿地扩产,但可以通过提高现有厂房、设备和人员的工作效率,提高有效产能),并且我们会在后续考虑有效产能增长和订单交付速度的快慢对业绩的敏感性测试。

(3) 当年船舶造修业务的成本取决于当年造船完工量和原材料价格。原材料价格主要为船用钢板,占总成本的约 30% 比重。已知 2022 年船板价格大约下滑 5%,我们预计 2023、2024 年船板价格分别下滑 5%和保持持平(这一预估仍是合理的,因为预测中的 2023、2024 年船板价格依然高于 2010~2020 年间的 80%历史分位数)。并且我们会在后续考虑原材料价格变动对业绩的敏感性测试。

综上所述,我们最终测算可得公司的船舶造修业务在 2022/2023/2024 年的业务收入分别为 546.5/633.5/753.7 亿元,分别同比增长 9.1%/15.9%/19.0%,毛利率分别为 4.1%/10.4%/22.1%。

此外,公司机电设备业务占比较小,且与整体船市相关,我们预计 22/23/24 年的销售收入分别增长 20%/20%/10%。毛利率为 15%。预计其他主营业务收入 22~24 年每年同比增长 20%,毛利率为 25%。预计其他业务收入 22~24 年每年同比增长 5%,毛利率为 25%。预计内部抵消 22~24 年每年同比增长 2%,毛利率为 0%。

表 7: 公司业务拆分与预测

| 年份 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 52034 | 59740 | 59056 | 68835 | 81561 |
| 船舶造修 | 43198 | 50089 | 54651 | 63350 | 75366 |
| 机电设备 | | 4076 | 4891 | 5869 | 6456 |
| 其他主营业务 | | 349 | 418 | 502 | 602 |
| 其他业务 | 1,288 | 1174 | 1232 | 1294 | 1358 |
| 内部抵消 | | -2094 | -2136 | -2179 | -2222 |
| 收入增长率 | 124.9% | 14.8% | -1.1% | 16.6% | 18.5% |
| 船舶造修 | 176.7% | 16.0% | 9.1% | 15.9% | 19.0% |
| 机电设备 | | | 20.0% | 20.0% | 10.0% |
| 其他主营业务 | | | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 其他业务 | 337.4% | -8.9% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 内部抵消 | | | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 毛利率 | 10.7% | 10.6% | 5.7% | 11.5% | 22.2% |
| 船舶造修 | 9.2% | 9.0% | 4.1% | 10.4% | 22.1% |
| 机电设备 | | 11.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 其他主营业务 | | 26.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 其他业务 | 21.7% | 27.7% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 内部抵消 | | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资料来源: 公司年报、招商证券

综合上述收入和成本情况, 我们预计 22~24 年公司营业收入增长率为-1.1%/16.6%/18.5%, 未来三年归母净利润分别为 13.13 亿元/15.47 亿元/73.38 亿元, 同比增长率为 514%/18%/374%。其中 2022 年归母净利润较高主要归因于动力业务的资产剥离, 产生了大量投资收益, 后续两年净利润的快速提升主要归因于船舶大周期对龙头业绩的推动。

表 8: 公司主要财务指标及预测

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 55244 | 59740 | 59056 | 68835 | 81561 |
| 同比增长 | 139% | 8% | -1% | 17% | 18% |
| 营业利润(百万元) | 176 | 250 | 894 | 2359 | 11539 |
| 同比增长 | -71% | 41% | 258% | 164% | 389% |
| 归母净利润(百万元) | 306 | 214 | 1313 | 1547 | 7338 |
| 同比增长 | -24% | -30% | 514% | 18% | 374% |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.05 | 0.29 | 0.35 | 1.64 |
| P/E(倍) | 339.9 | 486.1 | 79.2 | 67.2 | 14.2 |
| P/B(倍) | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |

资料来源: 公司年报、招商证券

最后, 我们就上述讨论的因素, 有效产能扩张和订单交付速度+原材料价格变动幅度这两个变量, 考虑其变动对利润影响的敏感性测试。

产能扩张速度的悲观假设为实际产能不扩张, 生产效率也不提高; 中性假设为本文的预估, 22/23/24 年的增速分别为 10%、10%、5%; 乐观假设为 22/23/24 年的增速分别为 10%/15%/10%。

原材料价格变动的悲观假设为 22/23/24 年的增速分别达到-5%、5%、5%; 中性假设为本文的预估, 22/23/24 年的增速分别为-5%、-5%、0%; 乐观假设为 22/23/24 年的增速分别达到-5%、-10%、-5%。

由此, 我们得到如下业绩测算矩阵。测算对象是 2024 年公司归母净利润, 且以中性假设情况下的归母净利润为基准, 考虑不同假设情形下, 2024 年归母净利润可能出现的偏差幅度。在极度悲观的预测下 (即原材料价格持续上涨, 且公司生产效率一直维持低位), 公司 2024 年依然能够实现 51.5 亿元净利润, 相比中性预测的情形下调幅度约为 30%。

表 9: 公司 2024 年归母净利润的敏感性测试

| | 原材料乐观假设 | 原材料中性假设 | 原材料悲观假设 |
|--------|---------|---------|---------|
| 产能乐观假设 | 16% | 8% | -9% |
| 产能中性假设 | 8% | 0% | -15% |
| 产能悲观假设 | -12% | -18% | -30% |

资料来源: 公司年报、招商证券

2、估值讨论与分析

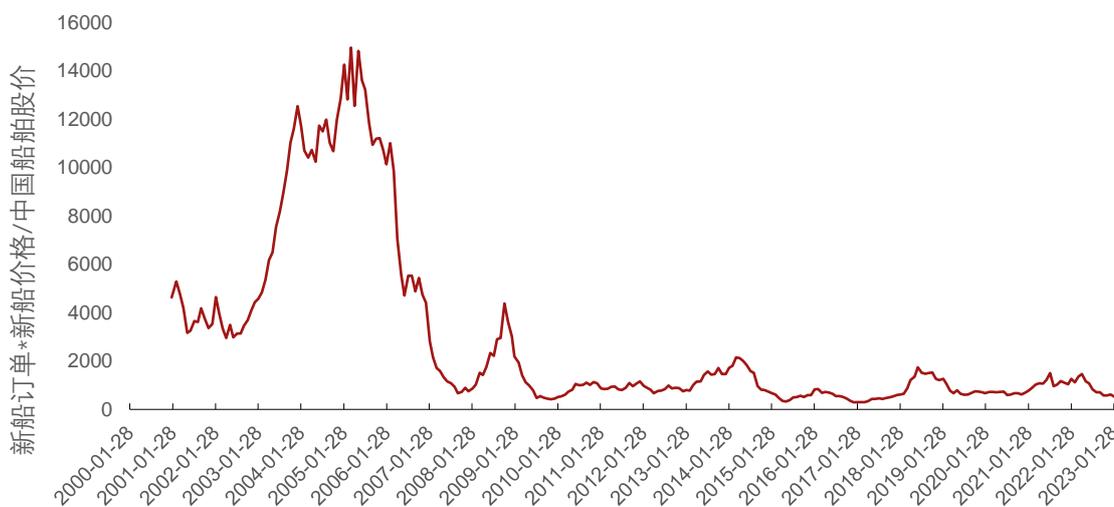
我们采取两种估值策略: 1) 采用 PB 估值; 2) 采用 Clarkson 新船订单量*新船价格指数/中国船舶股价。

首先考虑 PB 估值, 鉴于中国船舶是非常典型的周期股, 采用 PE 估值容易失真, 但净资产是周期股的基本盘, 因而 PB 估值更为合理。类比中远海控, 在周期高点 PB 最高达到 6.3 倍, 然而航运股弹性相对更大, 且上行周期持续较短, 我们给中国船舶 2024 年的 PB 估值折价至中远海控 6.3 倍低于一半的水平, 即 2.9~3.1 倍, 那么中国船舶 2024 年目标市值距离当下仍有 52.6%~63.2% 的空间, 年化涨幅约为 23.5~27.7%。

其次考虑另一种估值方式。鉴于新船价格和新船订单量与中国船舶股价的相关性, 我们定义了一个新指数, 即 Clarkson 新船订单量*新船价格指数/中国船舶股价, 该指数能反映出在船市走强或走弱时, 中国船舶的股价是否有一定弹性的改变。

从 2015 年以来, 该指数历史排布的中位数达到 680, 当前该指数为 501。当前相对较低的水平反映了资本市场对中国船舶基本面的提前预期, 只是这并不意味着当前股价偏高。如果我们结合前文对需求缺口的测算, 则近 5 年内, 若要满足需求缺口缩小为 0, 近 5 年的平均签单量要是过去 6 年的 2 倍左右, 考虑到本轮周期船厂扩产受限, 实际签单速度不一定很快, 但保守预计仍要比当前水平高 60%, 此外由于交付速度下降, 预计也会使得船价相比现在上涨 30%。由此可得, 在 2024 年船市走向高峰时, 该指数大概率能冲破 1050 点, 而合理的数值应该是 680 点的中位数水平, 则相比之下, 2024 年的公司股价仍有 61.8% 的空间, 年化涨幅约为 24.3%。该估值策略与 PB 所得到的目标价大体相当。

图 55: 指数 (新船订单*新造船价/公司股价) 的历史走势



资料来源: Clarkson、Wind、招商证券

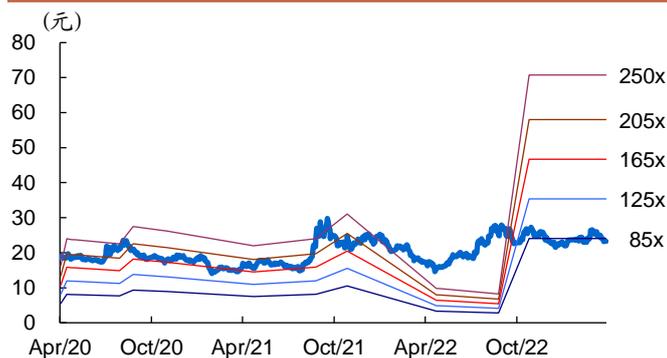
综上所述, 我们对中国船舶进行首次覆盖, 予以“强烈推荐”评级。当前船舶板块尚处于大周期的前半段, 集装箱船和油船的航运市场已度过一轮上行期, 占比最大的散货航运市场依然处于相对沉寂的状态。复盘上一轮周期, 06、07 年的散货船航运高峰直接推动了中国船舶的股价出现爆发式增长。尽管我们预计这一轮周期的走势会相对平滑, 投机

性订单会大幅缩减，但散货船航运市场对中国船舶的股价推动力是毋庸置疑的。由此，我们预计散货船航运市场在 2024 年呈现阶段性复苏，带动市场情绪修复。我们通过两种估值策略（PB 估值和自定义指数），并最终得到比较一致的结果，即 2024 年的目标市值距离当下仍有 52.6%~63.2% 的空间，年化涨幅约为 23.5~27.7%。我们对中国船舶首次覆盖，予以“强烈推荐”评级。

六、风险提示

- 散货船航运市场持续低迷，修复不及预期：**散货船是船市吨位占比最高的一类船型，若该类船型复苏进展较慢，会影响下游船东的购船意愿，导致新签订单的量与价不及预期。
- 中国船舶内部生产效率提升不及预期：**本轮周期船厂无法充分扩产，因此只能致力于提高自身生产效率，若效率提升不及预期，量增的逻辑会受到考验，且船舶交付期延长也会削弱船东购船意愿。
- 原材料价格持续上涨，人工费用持续上涨：**船舶行业核心原材料是船用钢板，若原材料价格持续上涨，或工人人工费用上涨，会削弱公司的盈利能力。
- 汇率波动风险：**国内船厂订单大多以美元计价和结算，若人民币兑美元汇率出现较大波动，首先会影响公司以人民币衡量的收入确认，其次会影响公司汇兑损益，进而影响净利润。

图 56：中国船舶历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 57：中国船舶历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 《船舶行业专题：船市十年夜色消退，瀚海千帆远赴朝阳》2022-08-23
- 《船舶行业专题 II：上一轮船舶大周期深度复盘，有何异同？有何启示？》2022-10-25
- 《在手订单继续增长，油船订单的增长预期显著提高——船舶行业 10 月数据点评》2022-11-16

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 109953 | 118481 | 114239 | 122695 | 133196 |
| 现金 | 51261 | 52864 | 46832 | 48092 | 53071 |
| 交易性投资 | 879 | 2865 | 2865 | 2865 | 2865 |
| 应收票据 | 1147 | 1189 | 1175 | 1370 | 1623 |
| 应收款项 | 5045 | 3828 | 3765 | 4388 | 5200 |
| 其它应收款 | 1599 | 858 | 848 | 988 | 1171 |
| 存货 | 31366 | 32687 | 34058 | 37284 | 38828 |
| 其他 | 18656 | 24190 | 24697 | 27707 | 30438 |
| 非流动资产 | 42556 | 41921 | 42300 | 42656 | 42992 |
| 长期股权投资 | 4159 | 3749 | 3749 | 3749 | 3749 |
| 固定资产 | 22627 | 23506 | 24348 | 25119 | 25825 |
| 无形资产商誉 | 4465 | 4368 | 3931 | 3538 | 3184 |
| 其他 | 11305 | 10298 | 10271 | 10250 | 10233 |
| 资产总计 | 152510 | 160402 | 156539 | 165351 | 176188 |
| 流动负债 | 90142 | 93117 | 87965 | 95494 | 98836 |
| 短期借款 | 7300 | 6268 | 2000 | 1500 | 1000 |
| 应付账款 | 26437 | 29711 | 30965 | 33898 | 35302 |
| 预收账款 | 47568 | 48401 | 50443 | 55221 | 57508 |
| 其他 | 8837 | 8738 | 4558 | 4874 | 5025 |
| 长期负债 | 9542 | 14181 | 14181 | 14181 | 14181 |
| 长期借款 | 4080 | 7932 | 7932 | 7932 | 7932 |
| 其他 | 5462 | 6249 | 6249 | 6249 | 6249 |
| 负债合计 | 99684 | 107298 | 102146 | 109674 | 113017 |
| 股本 | 4472 | 4472 | 4472 | 4472 | 4472 |
| 资本公积金 | 33613 | 33779 | 33779 | 33779 | 33779 |
| 留存收益 | 7691 | 7789 | 8967 | 10120 | 16995 |
| 少数股东权益 | 7049 | 7063 | 7174 | 7305 | 7925 |
| 归属于母公司所有者权益 | 45777 | 46041 | 47219 | 48372 | 55246 |
| 负债及权益合计 | 152510 | 160402 | 156539 | 165351 | 176188 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 974 | 2024 | 1591 | 3175 | 6990 |
| 净利润 | 256 | 232 | 1423 | 1677 | 7958 |
| 折旧摊销 | 2184 | 2112 | 2433 | 2455 | 2476 |
| 财务费用 | 617 | (607) | (228) | (482) | (454) |
| 投资收益 | (735) | (23) | (3678) | (1308) | (1311) |
| 营运资金变动 | (1392) | 314 | 1640 | 829 | (1684) |
| 其它 | 44 | (4) | 1 | 5 | 5 |
| 投资活动现金流 | (2557) | (4558) | 866 | (1504) | (1501) |
| 资本支出 | (2103) | (1180) | (2812) | (2812) | (2812) |
| 其他投资 | (454) | (3378) | 3678 | 1308 | 1311 |
| 筹资活动现金流 | 2591 | 676 | (8489) | (411) | (510) |
| 借款变动 | (28526) | (726) | (8583) | (500) | (500) |
| 普通股增加 | 3094 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 27002 | 166 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (157) | (134) | (394) | (464) |
| 其他 | 1021 | 1393 | 228 | 482 | 454 |
| 现金净增加额 | 1008 | (1857) | (6032) | 1260 | 4979 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 55244 | 59740 | 59056 | 68835 | 81561 |
| 营业成本 | 49325 | 53409 | 55662 | 60935 | 63459 |
| 营业税金及附加 | 173 | 195 | 193 | 224 | 266 |
| 营业费用 | 402 | 616 | 502 | 551 | 612 |
| 管理费用 | 2548 | 2769 | 2560 | 2915 | 3372 |
| 研发费用 | 3263 | 3121 | 2953 | 3442 | 4078 |
| 财务费用 | (39) | (759) | (228) | (482) | (454) |
| 资产减值损失 | (1579) | (1442) | (200) | (200) | 0 |
| 公允价值变动收益 | 229 | 381 | 381 | 381 | 381 |
| 其他收益 | 1219 | 897 | 897 | 897 | 897 |
| 投资收益 | 735 | 23 | 2400 | 30 | 33 |
| 营业利润 | 176 | 250 | 894 | 2359 | 11539 |
| 营业外收入 | 147 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 营业外支出 | 12 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 利润总额 | 311 | 328 | 973 | 2438 | 11617 |
| 所得税 | 55 | 96 | (451) | 761 | 3659 |
| 少数股东损益 | (50) | 18 | 111 | 131 | 620 |
| 归属于母公司净利润 | 306 | 214 | 1313 | 1547 | 7338 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 139% | 8% | -1% | 17% | 18% |
| 营业利润 | -71% | 41% | 258% | 164% | 389% |
| 归母净利润 | -24% | -30% | 514% | 18% | 374% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 10.7% | 10.6% | 5.7% | 11.5% | 22.2% |
| 净利率 | 0.6% | 0.4% | 2.2% | 2.2% | 9.0% |
| ROE | 1.0% | 0.5% | 2.8% | 3.2% | 14.2% |
| ROIC | 0.3% | -0.5% | 0.7% | 2.0% | 11.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 65.4% | 66.9% | 65.3% | 66.3% | 64.1% |
| 净负债比率 | 11.5% | 11.5% | 6.3% | 5.7% | 5.1% |
| 流动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 存货周转率 | 2.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 应收账款周转率 | 13.1 | 10.7 | 11.9 | 12.9 | 13.0 |
| 应付账款周转率 | 3.0 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 1.8 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.07 | 0.05 | 0.29 | 0.35 | 1.64 |
| 每股经营净现金 | 0.22 | 0.45 | 0.36 | 0.71 | 1.56 |
| 每股净资产 | 10.24 | 10.29 | 10.56 | 10.82 | 12.35 |
| 每股股利 | 0.04 | 0.03 | 0.09 | 0.10 | 0.49 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 339.9 | 486.1 | 79.2 | 67.2 | 14.2 |
| PB | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 78.1 | 116.9 | 53.7 | 38.4 | 12.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：

7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。