

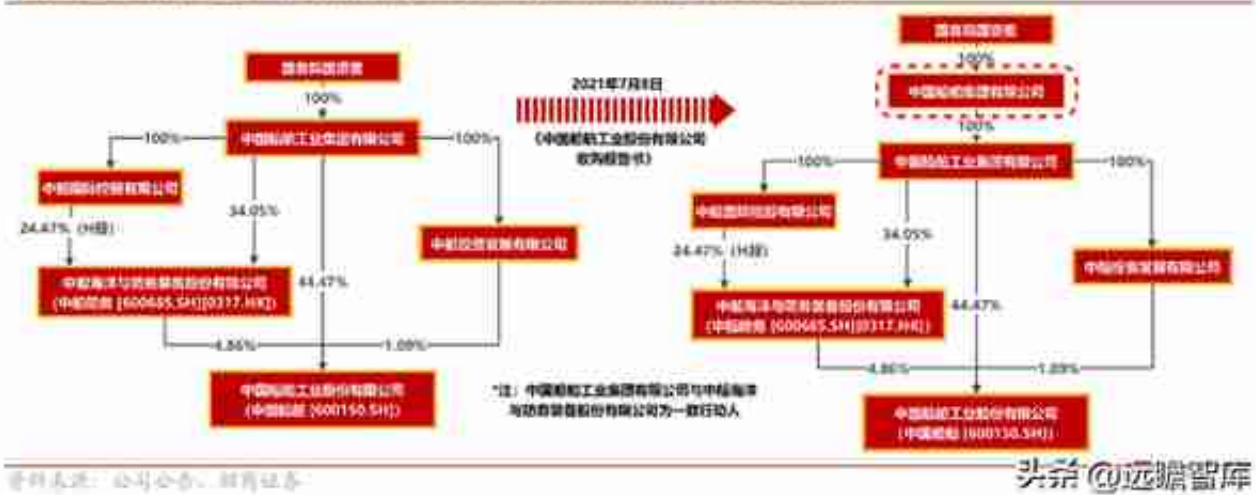
(报告出品方/分析师：招商证券 胡小禹 吴洋 朱艺晴)

# 一、全球最大造船集团核心军民品上市旗舰，湍流积水浪遏飞舟

## 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。

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



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

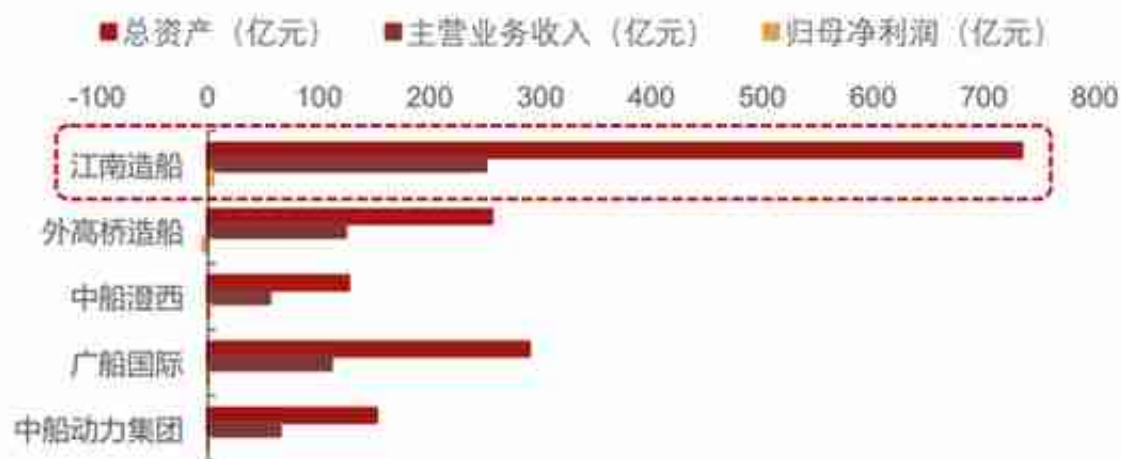
迈入新的台阶，但归母净利润却一直处于低点。

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

子公司	业务	船舶产业		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 江南蓝鲸 公司 100% 控股	军舰舰艇、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 CSSE 公司 100% 控股	大型邮轮、三大主力船型 (大型集装箱船、集装箱船、油轮)、大型矿砂船 (VLOC)、超大型油轮 (VLCC)、极地冰级船、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	\	\	\

头条 @远瞻智库

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

头条 @远瞻智库

图 5: 由原江南造船厂承接建造的“中华第一舰”112号哈尔滨舰



资料来源: 人民海军公众号, 江南造船

图 6: 江南造船军品业务代表性驱逐舰一览



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 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: 江南造船建成的全球首艘双燃料汽车运输船



资料来源: Maritime Reporter & Engineering News, 头条@远瞻智库

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 13: 国产首制大型邮轮建造总体进度已达 77.27%+



资料来源: 招商证券, 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: 招商证券, 招商证券 头条@远瞻智库

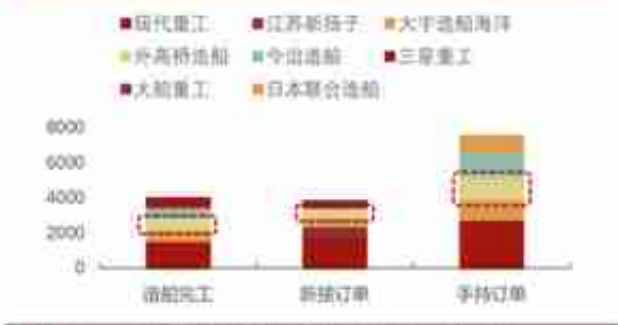
大型邮轮被誉为“造船业皇冠上的明珠”，也是我国目前唯一尚未完全突破的高技术船舶产品。

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。

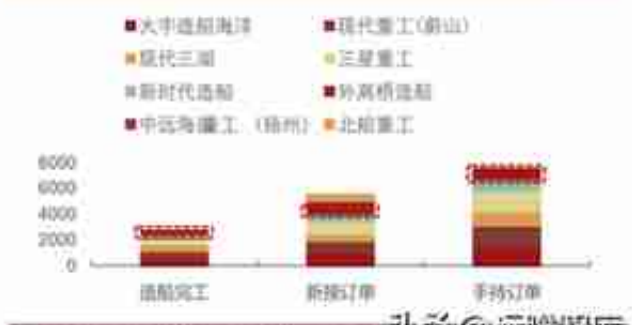
种种迹象表明，邮轮行业是十分具有韧性的行业，在各国疫情管控政策调整的大背景下，国内目前唯一具有研造大型邮轮能力的外高桥造船将在旅游业与邮轮业二元修复的情境之中，释放来源于邮轮业务的、不容小觑的业绩增量。

图 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, 数据截至

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 头条@远瞻智库

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。

图 20: 中国船舶发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

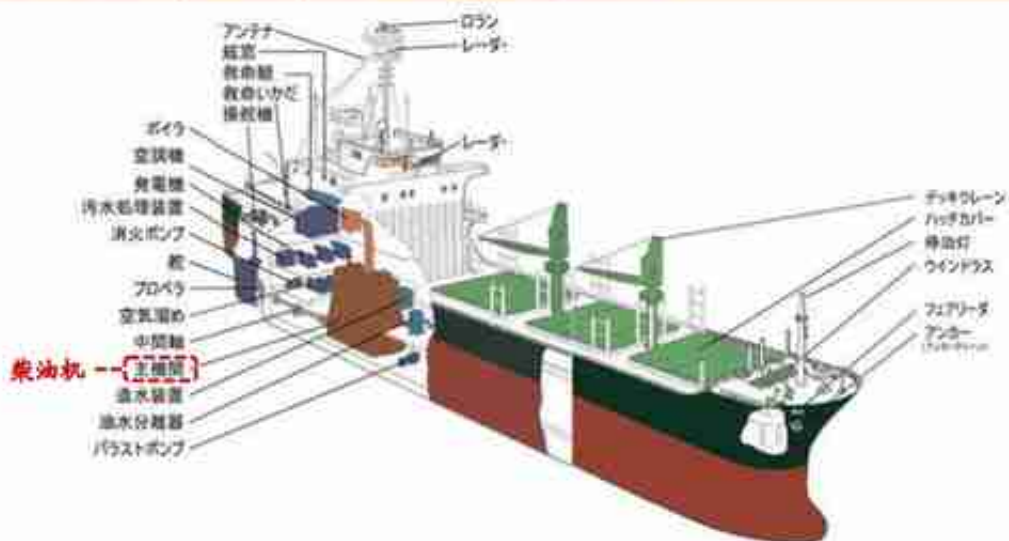
头条@远瞻智库

### 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。

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

头条@远瞻智库

### 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 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

头条 @远瞻智库

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安全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。



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 29: BDI 在 2021 年形成近 10 年来的第一个小高峰

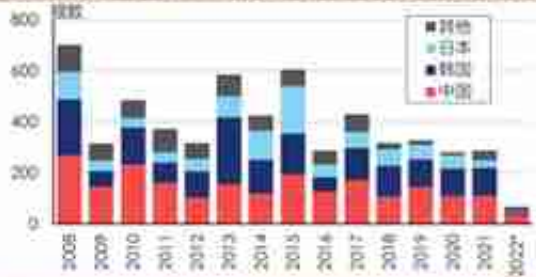


综上所述，在美元走弱以及全球贸易不断扩张的背景之下，船舶行业走过了本世纪初的高度景气周期，并在2021年附近再度显现复苏一瞥。展望近期此轮船舶周期走向，仍需从长短线角度更加细致的进行剖析，并将中国船舶作为市场重要头部玩家置入情景之中，从而究出其与一般船企的不同表现之处。

### 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”

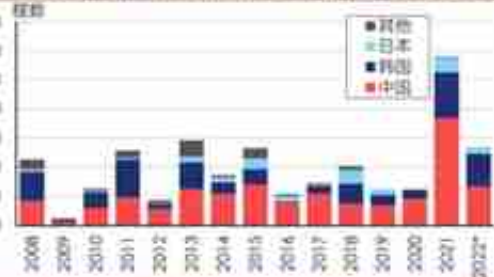
从短期视角来看，俄乌冲突背景之下，部分大宗商品供应偏紧以及禁运引起的货运路线改道，带来的船运需求增量不容忽视。以分别对应于船舶市场中油船运输与集装箱船运输的原油贸易与商品贸易为例，两者均在21、22年附近出现新的高点，全球油价再次突破100美元/桶大关，于22年年中重回十年最高峰（3月8日，127.98美元/桶），全球贸易占GDP比重稳定于50%附近的高位，使得下单油船与集装箱船更加有利可图，对于下游航运需求产生显著需求拉动效应。叠加港口塞港现象并未在22年得到明显缓解，更加加剧了现有航运运力的供给窘境。

图 34: 2016 年以来, 油船新签订单基本稳定未有大幅上扬



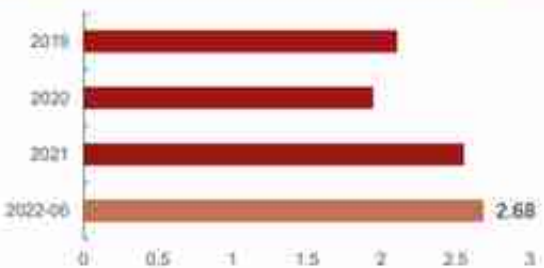
资料来源: Clarkson, 招商证券

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升到 2.68 年



资料来源: 中国船舶工业协会, 招商证券

图 37: 中国造船产能利用率监测指数 (CCI) 重回 700 点受挫线



资料来源: 中国船舶工业协会, 招商证券

头条@远瞻智库

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。

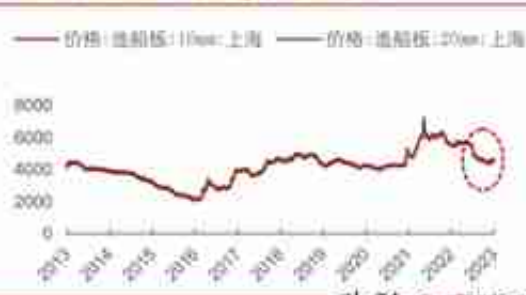
一边是油价持续上涨与贸易改道带来的运力需求增量, 一边是生产供给端的不温不火, 两者的错位导致各类航运船舶运费及船舶单价处于上升势态, 根据Clarkson数据, 无论是新造船舶价格总体走势还是各细分类型趋势, 均在21、22年附近呈现新的抬升迹象, 且集装箱船与油轮价格上升势头强于散货船。

图 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: Wood, 招商证券

头条@远瞻智库

## 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。

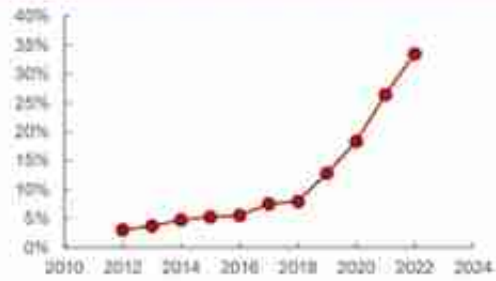
由于船舶大型化等多重因素，船舶碳排放与贸易走势在2008年附近逐步解耦，并在之后长期呈现下降趋势。同时期，为提高船舶能效，国际海事组织（IMO）于2011年7月15日通过了第一套全球温室气体减排强制性措施，包括新造船舶能效设计指数（EEDI）和船舶能效管理计划（SEEMP）等规制，并将其纳入了《国际防止船舶造成污染公约》（MARPOL公约），后在2021年6月召开的第76次海洋环境保护委员会（MEPC）会议上，通过了MARPOL公约附则VI的修正案，提出了现有船舶能效指数（EEXI）限制要求，引入营运碳强度指标（CII）评级机制，形成EEX(D)I、CII、SEEMP组合政策强制约束矩阵。

图 44: IMO 减少船舶温室气体排放初步战略示意图



资料来源：《绿色船舶减排及应对策略与应对策略》，招商证券

图 45: 替代燃料船舶订单占全部订单比重 (%)



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船中长期措施

船中长期措施	
短期 (2018~2023 年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过审议，规定所有通用船舶既要满足 EEXI，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）；</li> <li>启动通信工作组开展与现有船舶能效实施，相关的其他配套程序、指南的审议和修订工作。</li> </ul>
中期 (2023~2030 年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>有效采用替代性低碳燃料和零碳燃料的实施方案；</li> <li>新造船和现有船舶的营运能效措施；</li> <li>激励温室气体减排的新型/创新型减排机制。</li> </ul>
长期 (2030 年~)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul>

资料来源：中国船级社《航运业碳达峰碳中和 2021》，招商证券

头条@远瞻智库

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。

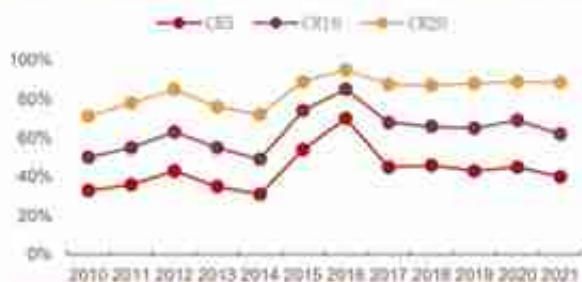
结合前述短期因素以及为满足IMO政策所释放的增量需求，我们考虑近五年订单趋势与环保政策引致的航速下降等因素，假设未来每年全球贸易呈现年均4%的增长，可作出下表测算，足以看出如果后续依然保持散货船年均完工2440万载重吨、油船年均完工2820万载重吨的低水平（这两个数字是2016~2021年均新签订单数额），那么未来10年散货船和油船将面临越发扩大的需求缺口。

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，为了应对后续的产能缺口，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。

表 5: 后续若继续保持相对较低的订单量, 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
<b>散货船</b>										
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%
<b>油船</b>										
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%

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, 航发证券

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, 航发证券 头条@远瞻智库

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 51: 集装箱船历年的完工吨位分布情况

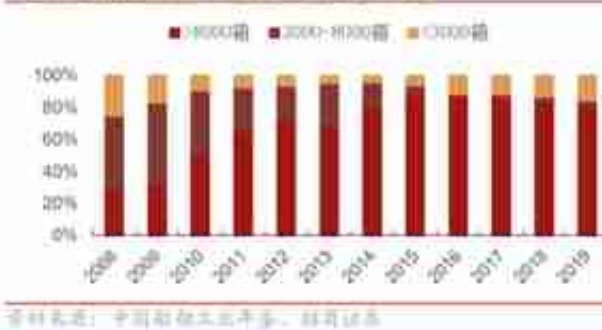
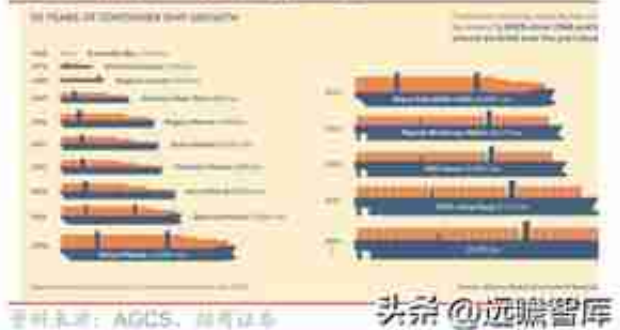


图 52: 集装箱船大型化趋势示意图



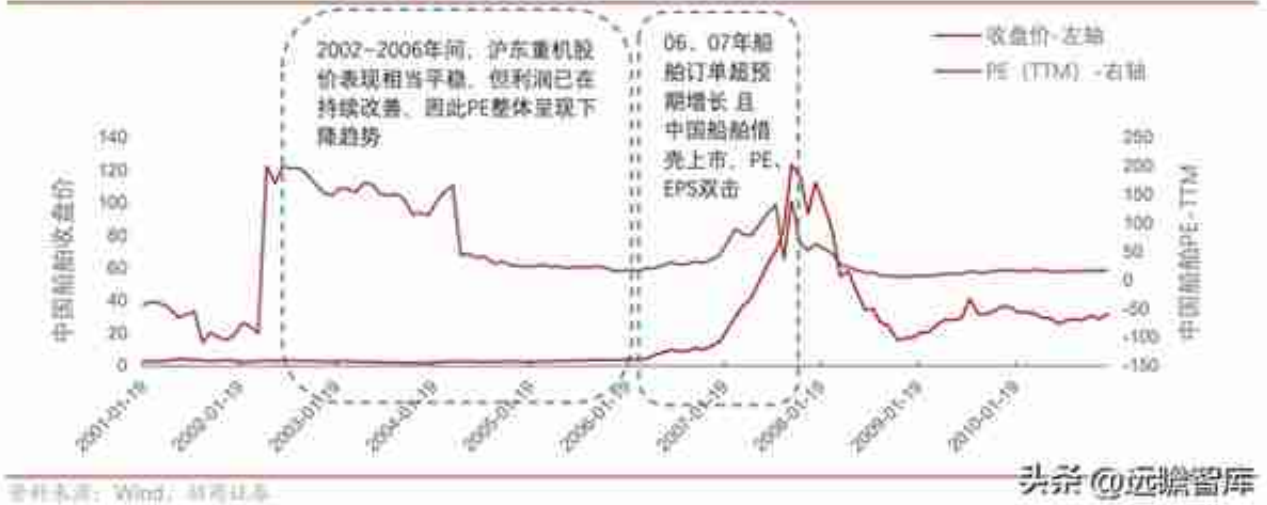
作为国内造船业的龙头，中国船舶将是确定性受益于船舶大周期的上市公司，且更加符合“大型造船企业率先受益的逻辑”。

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。

图 53: 中国船舶 2002-2008 年股价复盘



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。

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
船舶维修	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%
船舶维修	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%
船舶维修	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

头条@远瞻智库

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 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

头条@远瞻智库

## 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。