

投资评级 **买入** 维持

## 中船防务-步入景气长周期

分析师: 梁颖茵, CFA  
Tel: 13380012020  
Email: wingyan\_leung@foxmail.com

### 投资要点:

- **二十年一周期，供需错配驱动下造船新周期已至：**历史上船舶的周期高点一共出现四次，并且由于船舶平均寿命在 20-30 年之间，以交付船舶吨数来看四次高点的平均间隔时间约为 20-25 年。扩张需求+替换需求共振下，从全球新接订单和在手订单判断，本轮造船行业周期复苏起点已于 2021 年开始，2022 年已进入“量降价升”的挑单阶段。2021 年造船厂在手订单占运力比例已下降至最低 8.4%，2022 年比例回升至 10.3%。上一轮周期船厂产能扩张导致的船队运力已基本出清。使用经济性降低是老船替换需求上行的核心驱动，本轮船舶更新周期已经临近。另外，碳中和趋势加速本轮造船行业替换需求的上行，全球活跃船队中只有 21.7% 的船舶符合能耗指标。十年低谷期令全球船厂加速整合，活跃船厂数量减少近七成，建设周期长+扩产难度高令行业格局高度集中。
- **中船防务：高价单利润释放在即，步入景气长周期：**公司是国内领先的综合性民船生产企业和以作战舰艇为主的军船总装平台，前身为广船国际。2020 年，中船防务完成与中国船舶的联合运作，向其出售广船国际 27.4214% 股权。公司在手订单饱满，合同负债持续提升。本轮造船行业周期复苏起点为 2021 年，公司在 2021 年实现经营接单 325 亿元，同比增加 248.3%，在手订单大幅增长。截止 2023 年 2 月，综合新造船价格指数为 162.88，同比增长 5.3%，较 2021 年 3 月增长 25.1%。新造船价格自 2021Q1 开始上涨，越往后承接的新单造价越高。从签订合同至船舶交付一般需要 2-3 年时间，因此，2023 年下半年开始船厂承接的高价订单利润将逐步释放，民船毛利率有望大幅改善。从本轮上行周期节奏来看，目前各大造船厂在手订单饱满，产能排期已经排至 2025-2026 年，结合本轮周期供给端产能难有增量的情况下，预计后续新造船价格仍有上行空间。随着中船集团整合进程进一步推进和新任董事长的就任，公司有望在未来 3 年内实现资产重组，解决集团内同业竞争问题。
- **船厂市值与在手订单金额关联度高于收入，目前 P/Oderbook 仍处于较低位置。港股中船防务股价即使自去年开始大幅上涨，当前市值仍未完全反应公司所持有的现金资产和中国船舶的股票价值，存在巨大的估值修复空间：**  
P/Orderbook (市值/民船在手订单金额) 指标对于船厂的估值更为合适。造船行业周期属性明显，在手订单一般需要 2-3 年时间交付后才能转化为收入与利润，因此在手订单金额指标领先于 P/S 和 P/E 指标。不考虑军工订单情况下，历史上国内两大造船企业中国船舶和中船防务的 P/Oderbook 在 0.5-4 倍区间波动，当前该估值指标仍然处于历史底部区间，具备充足的向上弹性。按照公司 2023 年预估的民品订单金额和参照上一轮周期的 P/Orderbook 指标，公司旗下 5 家参股/控股核心船厂 2023 年权益估值合计为 180 亿元 (折合 207 亿 HKD)。公司还持有价值 55 亿元中国船舶股票，扣除相关经营负债和有息负债后，净现金资产为 138 亿，另外还有潜在出售的土地权益价值约为 56-70 亿。综上所述，2023 年公司合理价值约为 429-443 亿元 (折合约 493-509 亿 HKD)。

# 目录

<b>一、二十年一周期，供需错配驱动下造船新周期已至</b> .....	<b>3</b>
1、全球造船历史复盘：船舶 20-30 年的更新与再投资周期是主要的内在因素.....	3
2、上轮周期复盘：新签订单和造船价格经历量价齐升、量平价升、量升价平和量价齐降的四大阶段.....	3
3、扩张需求+替换需求共振，本轮造船周期已进入“量降价升”的挑单环节.....	4
4、十年低谷期令全球船厂加速整合，活跃船厂数量减少近 7 成，行业竞争格局高度集中.....	8
<b>二、中船防务：步入景气长周期</b> .....	<b>10</b>
1、公司是国内领先的综合性民船生产企业和以作战舰艇为主的军船总装平台.....	10
2、在手订单饱满，合同负债持续提升，低价单逐步交付完毕，民船毛利率有望改善.....	11
3、随着中船集团整合进程进一步推进，公司有望实现资产重组.....	13
<b>三、船厂市值与在手订单金额关联度更高，目前 P/Oderbook 仍处于较低位置</b> .....	<b>14</b>

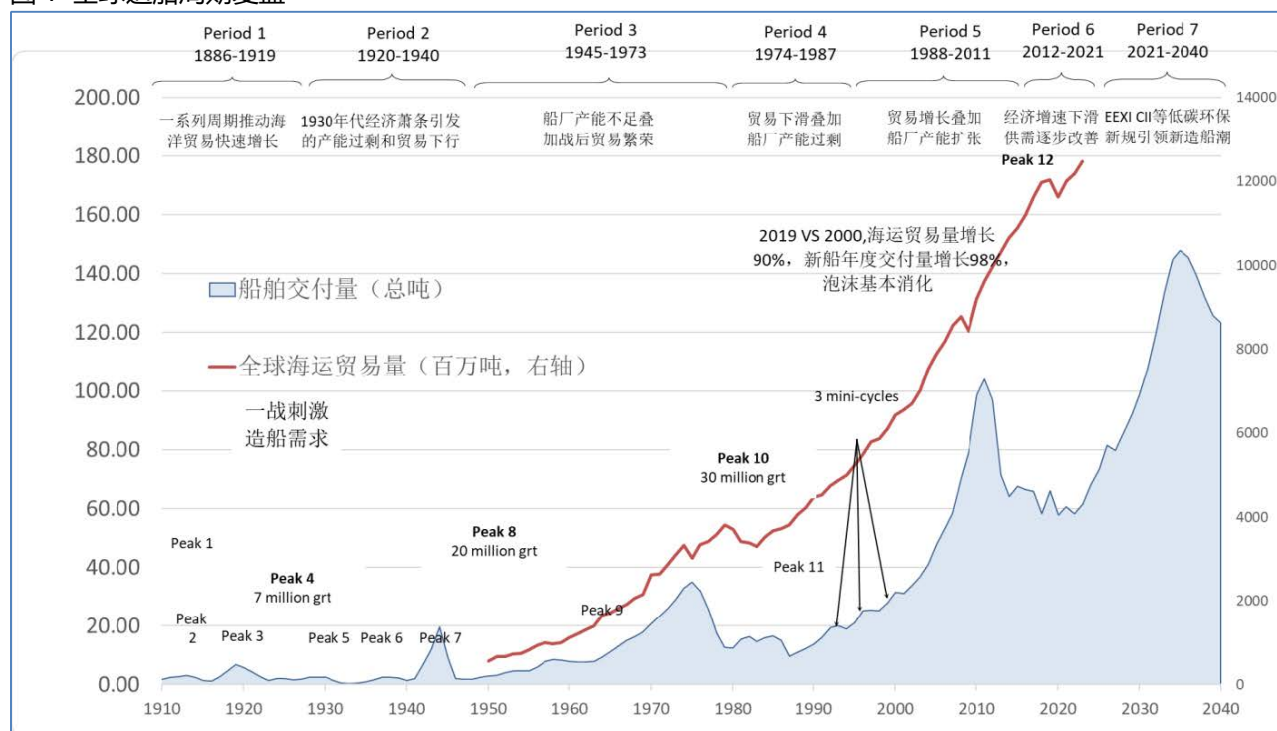
# 一、二十年一周期，供需错配驱动下造船新周期已至

## 1、全球造船历史复盘：船舶 20-30 年的更新与再投资周期是主要的内在因素

历史上船舶的周期高点一共出现四次，并且由于船舶平均寿命在 20-30 年之间，以交付船舶吨数来看四次高点的平均间隔时间约为 20-25 年。复盘造船业过百年历史，船舶的交付量主要受到宏观经济影响，供需错配所致，行业周期属性明显。复盘自 1886 年以来造船行业的情况可以发现每个周期平均约 20-25 年，其中均包括复苏、繁荣、衰退和萧条四个阶段。每轮大周期上行时间可能维持数十年，下行周期也会持续维持十几年，并且短期会受到经济、政策等多因素影响。

历史上，前两次造船周期的高点分别出现在一战（1918 年）和二战+一战老船替代（1943 年），主要由大周期带动的船舶强需求。第三次高点主要发生在日本与亚洲四小龙经济高速发展带动+二战老船替代（1975 年），第四次高点是发生在中国经济腾飞带动全球化+老船替代+船舶大型化（2010 年）。

图 1 全球造船周期复盘



资料来源：Maritime Economics3E, Clarksons, 申万宏源研究

## 2、国内上一轮造船周期复盘：新签订单和造船价格经历量价齐升、量平价升、量升价平和量价齐降的四大阶段

**阶段一：量价齐升。**2002 年上一轮船舶行业周期的复苏起点，在复苏的初期造船厂的排产具备弹性，可以根据自身产能情况提高新接单数量，船舶订单出现量价齐升。

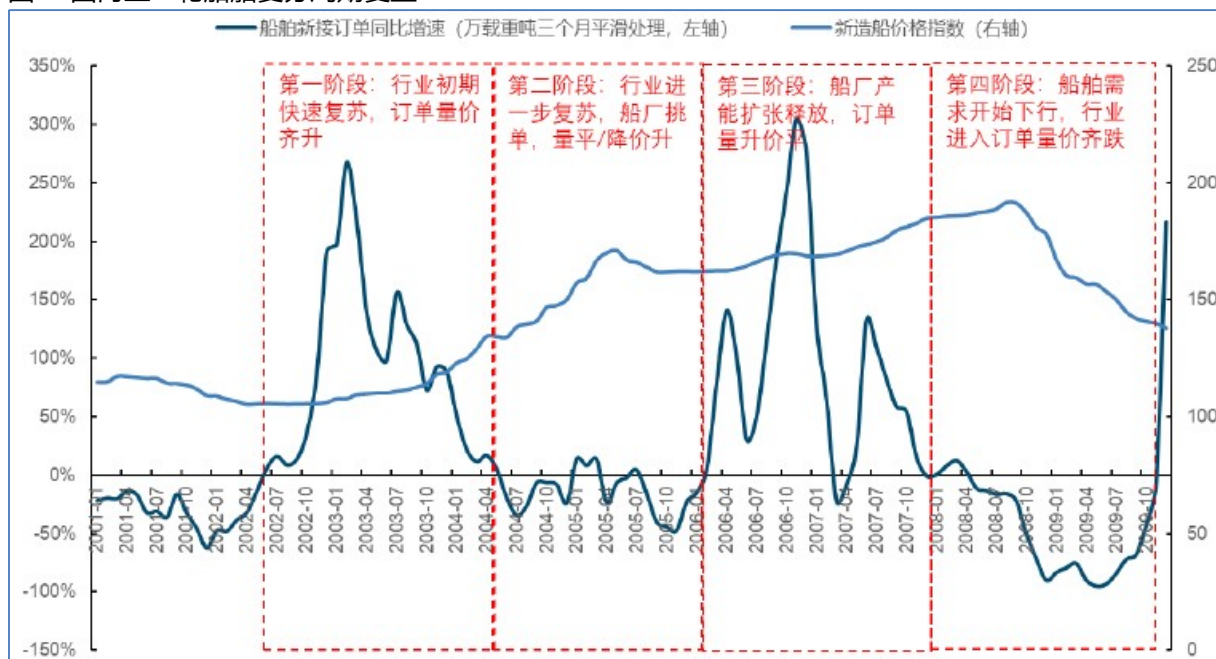
**阶段二：量降价升。**随着订单产能排期较满后，船厂在手订单处于相对饱满状态，造船厂在没有明确的扩产计划下接单会较为谨慎，开始进入挑单模式。此时虽然订单量增速开始有所下滑，但是造船价格仍然保持向上态势。

**阶段三：量升价平。**2006 年左右开始进入该阶段，第二阶段船厂扩张的产能开始进一步释放，伴随下游需求上行，

行业整体进入供需较为平衡的量升价稳阶段。同时若该阶段仍然出现需求端增速大幅高于供给端增速的情况，对应新接订单也会出现小幅涨价。

**阶段四：量价齐降。**下行周期船舶需求开始减弱，船厂供给端产能仍然在释放，行业开始进入新接订单量价齐跌的阶段。

图 2 国内上一轮船舶复苏周期复盘



资料来源：Clarksons，国金证券研究所

### 3、扩张需求+替换需求共振，本轮造船周期已进入“量降价升”的挑单环节

海运价格回升往往会带动造船新接订单量的提升，全球海运的复苏始于 2020 年，运价高位助推新造船的扩张需求。一般而言，海运价格的上行会令下游船东的下单意愿增强，令新造船的需求提升，从而带动船厂的手持订单量提升。根据 Clarksons 数据显示，1996 年海运价格指数开始提升，造船厂的手持订单量上涨。2008 年，海运进入下行期，运价与造船厂手持订单量同步下行。在经历海运市场 10 年的低谷期后，2017 年海运市场开始进入复苏周期，运价持续性上升，带动船厂的新接订单量提升。

2021 年造船厂在手订单占运力比例已下降至最低 8.4%，2022 年比例回升至 10.3%。上一轮周期船厂产能扩张导致的船队运力已基本出清。全球海运贸易量多年来呈现持续上升的趋势，只有两个年份出现短暂的下滑，分别是 2009 年和 2020 年，前者是受到金融危机影响，后者是受到新冠疫情的影响。2021 年全球海运贸易量逐步恢复，在多重因素影响下全球海运价格在 2021 年甚至创下了历史新高。船厂在手订单运力占比指标一般受到新签订单量、交付量和船队规模三大因素影响，根据 Clarksons 数据显示，近年来海运船队运力增速趋于缓慢，船厂在手订单占运力比重持续下降，2021 年已经下降至最低的 8.4%，2022 年该比重回升至 10.3%，意味着船厂目前累积的在手订单已经逐步消化，基本见底。而上一轮船厂产能扩张导致的船队运力基本出清，未来船队规模有望开始增长。



图 3 海运市场领先于造船周期的复苏



数据来源：Clarksons, 国金证券研究所

图 4 2021 年全球海运贸易量开始回升

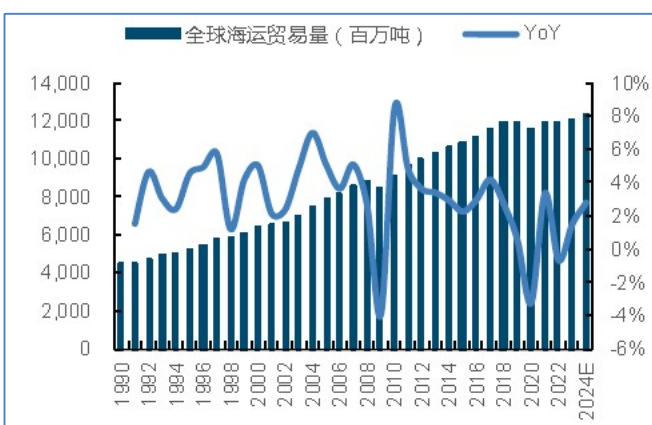
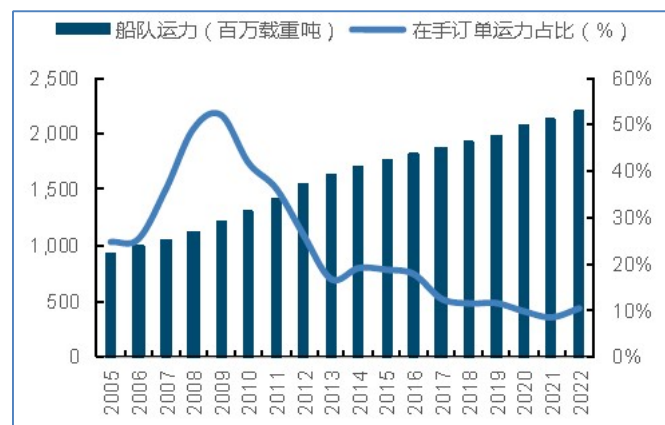


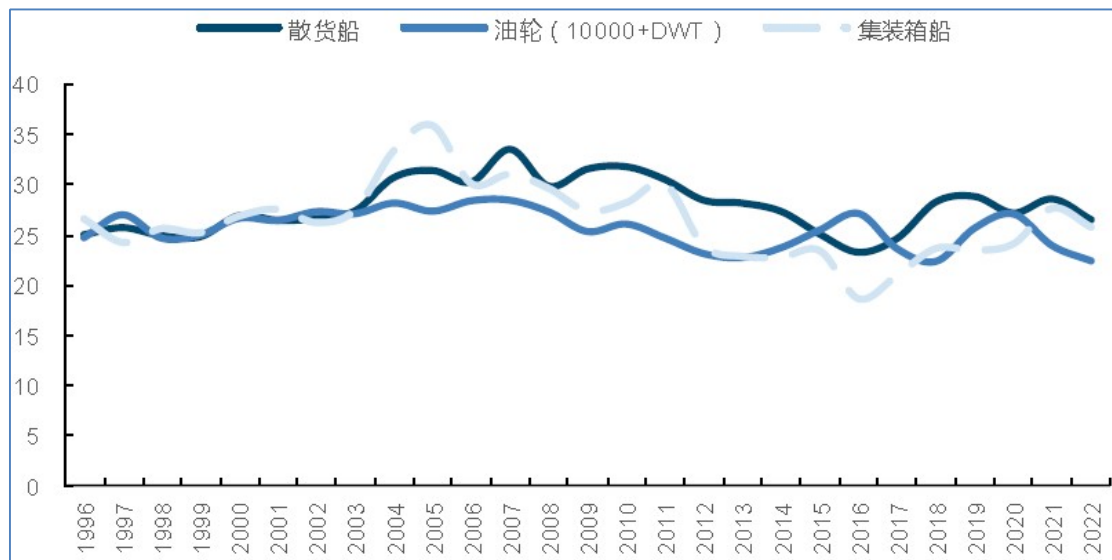
图 5 船队运力增速缓慢，船厂在手订单运力占比下降



数据来源：：Clarksons, 国金证券研究所

**使用经济性降低是老船替换需求上行的核心驱动，本轮船舶更新周期已经临近。**目前全球三大主流船型散货船、油轮和集装箱船平均拆解船龄分别约为 28 年/24 年/26 年左右，因此船舶平均拆解年龄在 25 年左右。船舶的更换主要是由使用经济性下滑所致，当船龄大于 20 年以后使用的经济性将会大幅降低并且面临油耗增加和安全性差等问题。以三大主流船舶为例，上一轮集装箱的拆解量高峰集中在 2009-2016 年，大型油轮拆解高峰在 2009-2012 年，散货船拆解高峰在 2012-2015 年。而上一轮集装箱/油轮/散货船的新接订单量高峰分别集中在 2003-2007 年/2006-2008 年/2006-2008 年。2013 年后全球船龄开始持续提升，至 2022 年全球总吨规模大于 100 吨的船舶平均船龄已达 21.7 年。参考上一轮周期来看，新船订单领先船舶拆解 4-6 年左右，预计本轮船舶更新周期已经临近。

图 6 三大主流船型平均拆解年龄约为 25 年



数据来源：Clarksons, 国金证券研究所

图 7 三大船型拆解量情况

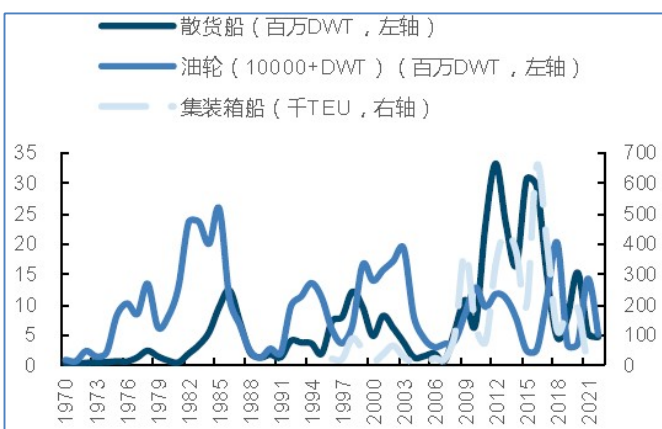
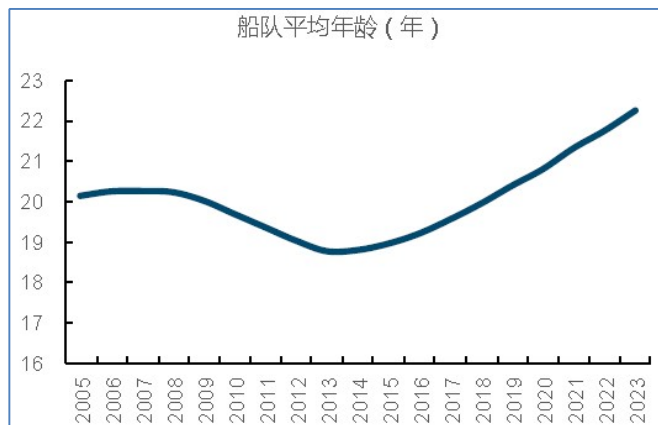


图 8 全球船队船龄自 2013 年开始持续提升



数据来源：：Clarksons, 国金证券研究所

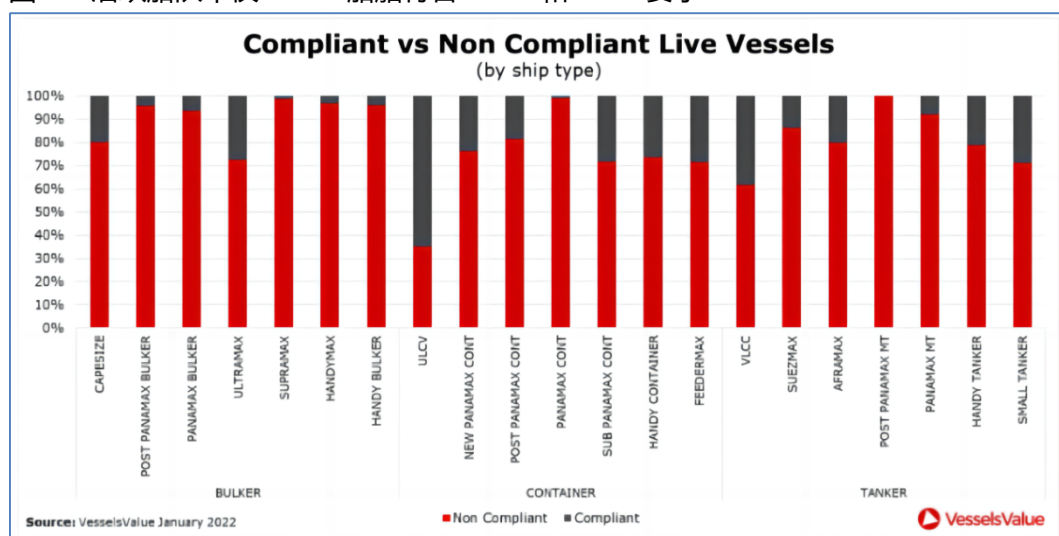
**全球活跃船队中只有 21.7% 的船舶符合能耗指标，碳中和趋势下加速本轮造船行业替换需求的上行。**根据国际海事组织 IMO 要求，全球航运业 2030 年要求全球碳排放强度降低 40%，2050 年碳排放量降低 50%，并设立具体衡量船舶排放及能耗的三大指标 EEDI/EEXI/CII。目前全球活跃船队中符合 EEDI 和 EEXI 的要求比例较低，在全球活跃船队（集装箱船、散货船和油轮）中，只有 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 规定，其中散货船队合规率最低，只有 10%。集装箱船合规率为 25.6%，油船合规率为 30.4%。

图 9 具体衡量船舶排放及能耗的三大指标

指标名称	具体内容
能效设计指标 (EEDI)	一项针对2013年1月1日之后签订合同的船舶技术政策措施，设定了随着时间的推移变得越来越严格的效率阈值。2015年开始新造船最少减排10%；2020年至少减排10%；从2025年起，所有超过一定规模（取决于细分市场）的新造船都需要在其基准排放量的基础上减少30%。
现有船舶能耗指 (EEXI)	对于不在EEDI范围内的现有船舶，必须在2023年1月1日获得对应于EEDI阶段2/3阈值的一次性能效证书。根据不同部分，EEXI要求船舶的技术效率提高20%至50%。
碳强度指标 (CII)	CII规定了船舶的运行碳强度。该船将根据其上一年的排放效率获得A至E的年度评级，未获得A级或B级的船舶需在碳减排方面持续改进，且该阈值变动越来越严格。从2023年开始，CII将适用于所有5000总吨以上的船舶。

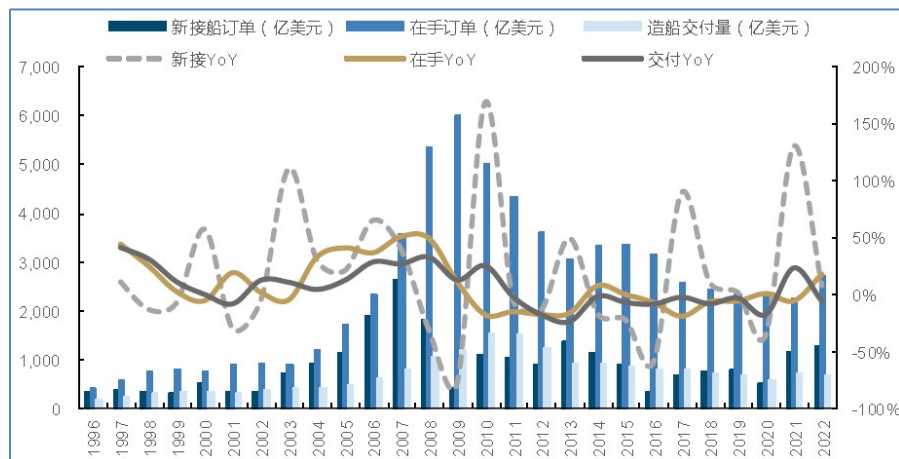
资料来源：IMO

图 10 活跃船队中仅 21.7%船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求



从全球新接订单和在手订单判断，本轮造船行业周期复苏起点已于2021年开始，2022年已进入“量降价升”的挑单阶段。根据Clarksons数据，2021年在经济复苏的驱动下，下游船东的需求端回暖，全球造船新接订单开始呈现回升的趋势。2021年全球新接船订单量13878万载重吨，同比增长97.2%，新接订单金额为1282亿美元，同比增长130.3%，处于量价齐升阶段，是船舶行业周期的复苏起点（参照上一轮周期起点2002年）。在复苏的初期造船厂的排产具备弹性，可以根据自身产能情况提高新接订单数量，船舶订单出现量价齐升。2022年新接船订单量为8819万载重吨，同比下滑了36.5%，但新接订单金额在2021年高基数的情况下，同比仍然增长8.2%，可判断2022年已处于上行周期“量降价升”的阶段。区别于上一轮周期，当下全球造船厂的产能相对刚性，难以实现产能扩张。目前主流造船厂订单已排期至2026年，在手订单处于饱满状态，在产能扩张有限的情况下船厂接单开始进入挑单模式。

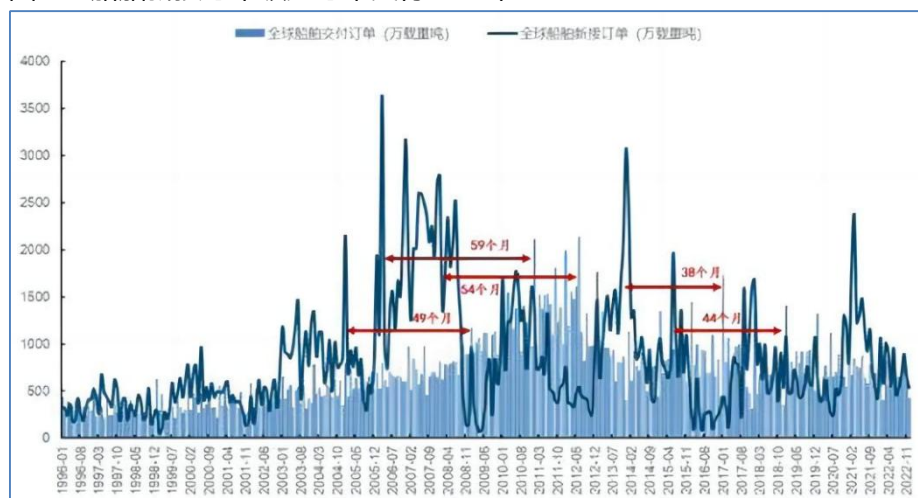
图 11 本轮船舶行业复苏起点源于 2021 年



数据来源：Clarksons，国金证券研究所

**新接订单领先于船舶交付量 3-5 年时间，预计 2024 年开始船舶交付量将会迎来高峰。**从历史数据可以发现，2006 年 3 月全球船舶新接订单达到高峰，随后在同年 12 月出现次高峰，而全球船舶交付量在 2011 年 1 月份达到高峰，新接订单指标领先于船舶交付量大概 5 年左右。本轮新接订单新一轮的上升周期第一次高峰出现在 2021 年 3 月份，按照历史规律来看，2024-2025 年船舶交付量有望迎来高峰期。

图 12 船舶新接订单领先订单交付 3-5 年



数据来源：Clarksons，国金证券研究所

#### 4、十年低谷期令全球船厂加速整合，活跃船厂数量减少近 7 成，行业竞争格局高度集中

**2022 年我国三大造船指标占据全球约 50% 市场份额，建设周期长+扩产难度高令行业竞争格局高度集中。**2008 年以来，海运市场开始进入低迷期，全球活跃船厂数量逐步降低。根据数据显示，全球活跃船厂从 2008 年的 1014 家下降至 2022 年的 373 家，减少将近 7 成。另外，全球船厂也在低谷期间加速整合，消化上一轮造船周期下扩张所致的过剩产能。截至 2023 年 2 月，全球 Top2 造船集团承接订单占全球总订单的 25%，Top5 造船集团占据全球总订单的比例高达 5 成，Top12 造船集团占据 75% 的总订单，行业格局高度集中。



**中日韩造船完工量占比达 90%以上，全球造船行业呈现“三足鼎立”格局。**近年来，中日韩造船完工交付量占比达 9 成以上，韩国产品结构以高端船型为主，中国和日本则是以传统主流三大船型为主（集装箱船、散货船和油轮）。2022 年中国在造船完工量、新接订单量和手持订单量三大指标均位居世界第一，占比份额约 50%。具体来看，2022 年我国这三大指标以万载重吨计分别占全球总量的 55.2%、47.3%和 49.0%。近年来，与日本逐步收缩态势相反，我国在全球新增订单中份额整体呈现大幅增长的特征。

**行业供给短期难有增量，近三年全球船厂不具备大幅扩张的可能。**国内方面，受到《长江保护法》和土地、岸线资源的审批限制，基本不存在新增船坞的可能性，发改委自 2009 年开始未审批过新的船坞，增量主要来自于外高桥船厂的搬迁及扩建，以及部分已退出船坞的重组盘活。韩国方面，虽然现代重工于 2023H1 重启增量有限的群山船坞，但主要问题是从业人员凋零和较大的熟练工缺口。整体来看，目前新增供给非常有限，供给端极度缺乏弹性，根据 Clarksons 预测，未来 5 年行业整体的船坞利用率将从目前 80%不到的水平逐步提升至 95%左右。

**2022 年我国造船产能利用监测指数 CCI 达到近 10 年来最高点，产能利用率仍有望进一步提升。**根据数据显示，2022 年我国造船产能利用监测指数 CCI 为 764 点，达到近十年来最高点，与 2021 年相比提升 22 点。2022 年全球船厂产能 30.6 百万 CGT，其中中国船厂产能 7.8 百万 GCT，占全球比例 47%，产能利用率有望进一步上升。

图 13 中日韩造船新签订单量占比、在手订单占比和完工交付量占比

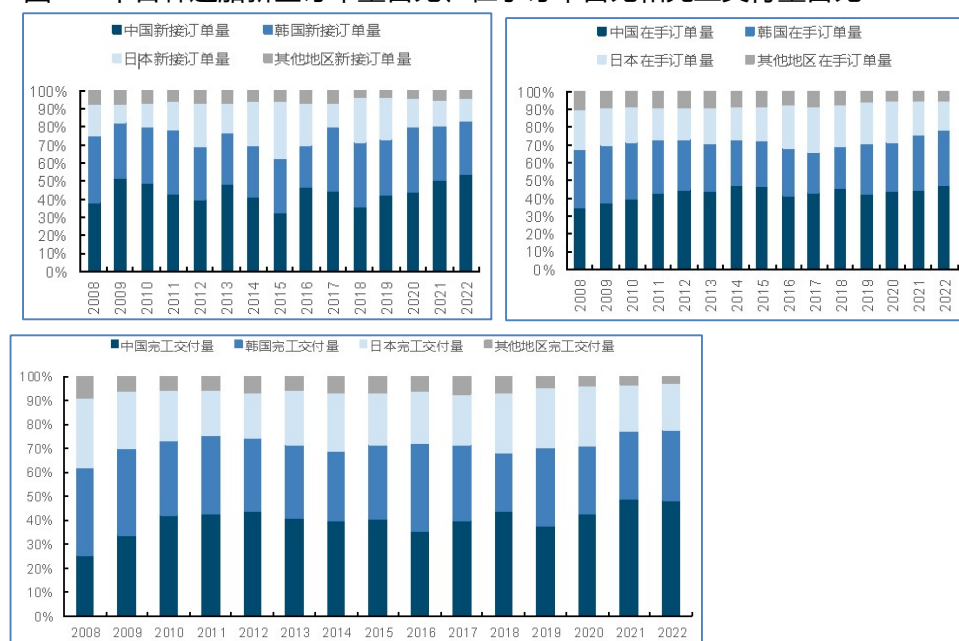
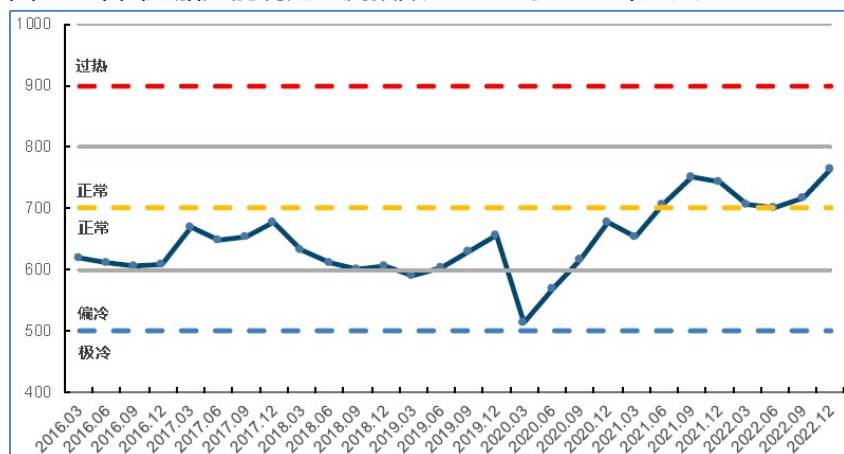


图 14 中国造船产能利用监测指数 CCI 达到近 10 年高点



数据来源：Clarksons，中国船舶工业协会，国金证券研究所

## 二、中船防务：步入景气长周期

### 1、公司是国内领先的综合性民船生产企业和以作战舰艇为主的军船总装平台

中船防务是国内领先的综合性民船生产企业和以作战舰艇为主的军船总装平台。公司成立于1993年，原名为广州广船国际股份有限公司。2015年5月，在相继完成收购原龙穴造船和黄埔文冲的资本运作后，广船国际正式更名为中船海洋与防务装备股份有限公司，并在后续调整了公司运行架构。2020年，中船防务完成与中国船舶的联合运作，向其出售广船国际27.4214%股权，公司不再控股广船国际，仅控股黄埔文冲。

图 15 公司历史沿革

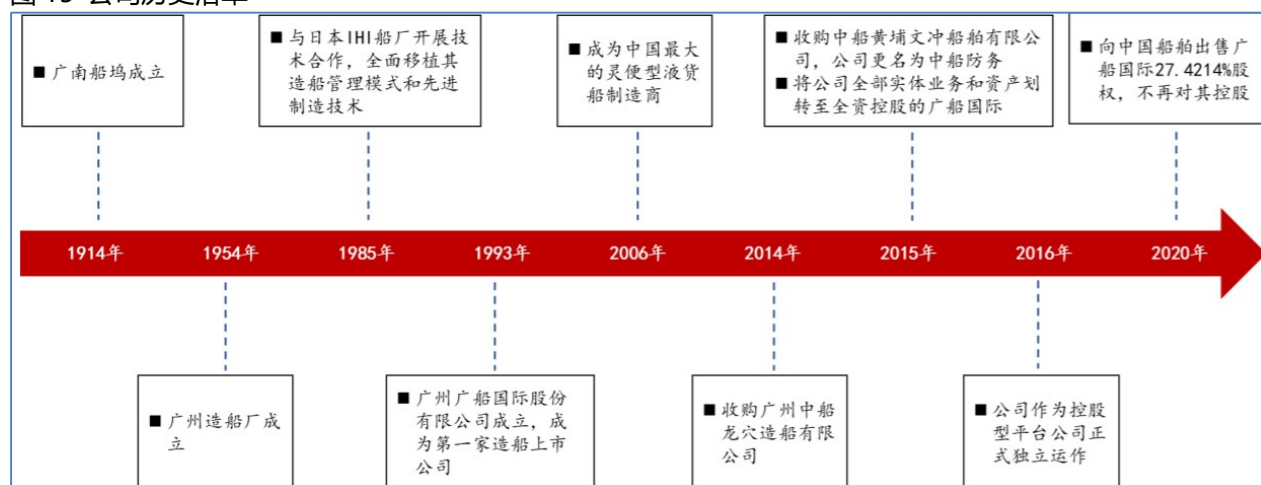
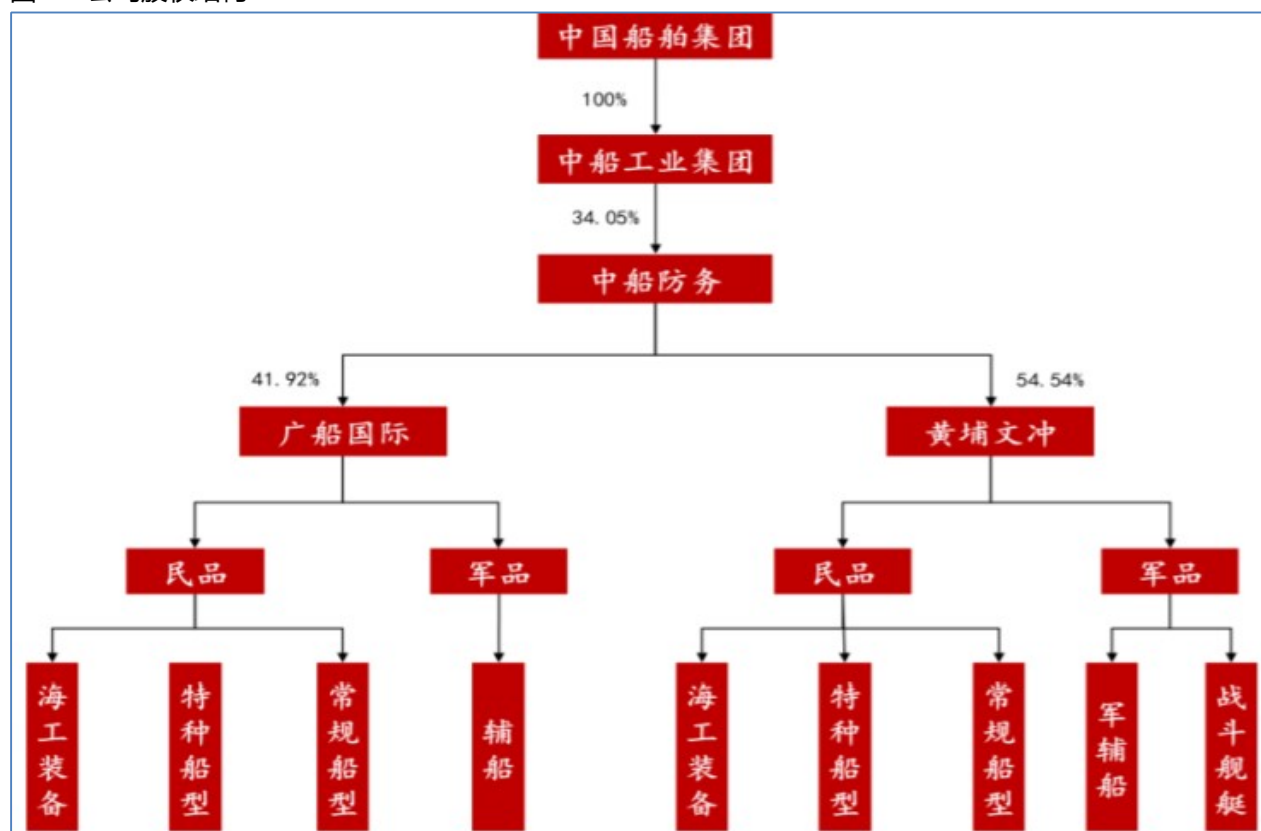


图 14 公司股权结构



资料来源：公司公告

**黄埔文冲军民船并重，广船国际以民船为主。**黄埔文冲是2013年7月由原来的中船黄地浦造船有限公司和广州文冲船厂有限公司融合组建，是中国支线集装箱船最大的生产基地，在该领域占据国际领先的品牌地位。其支线型集装箱船手持订单全球市场份额达18%，市场占有率稳居全球第一。此外，其大中型公务船占我国同类型船约60%市场份额，亦稳居全国第一。军船方面，先后建造二十多型共计200余艘舰艇，最具代表性的舰艇主要有高速护卫艇、反潜护卫艇、常规动力潜艇、新型导弹快艇以及多种型号的导弹护卫舰。民船方面产品包括各类散货船和集装箱船等。参股公司广船国际是中国船舶集团有限公司旗下华南地区最大、现代化程度最高的综合舰船造修企业，拥有船型最多、系列最全和性价比一流的液货船产品谱系。

图 15 公司业务领域

业务板块	主体	业务内容
造船业务	黄埔文冲 (控股子公司)	战斗舰艇、军辅船；公务船、疏浚工程船、挖泥船、拖轮、支线型集装箱船、散货船、多功能重吊船、气体运输船、LPG运输船、智能型无人系统科考船等
	广船国际 (参股子公司)	特种军辅船；成品油轮、阿芙拉油轮、超大型油轮、超大型矿砂船；8.2万吨散货船、灵便型液货船、半潜船、成品油船、LNG/燃油双燃料及各类客滚船；化学品船、极地模块运输船、极地凝析油轮等特种船舶
修船业务	黄埔文冲 (控股子公司)	战斗舰艇、军辅船；公务船、疏浚工程船、挖泥船等各主要船型
	广船国际 (参股子公司)	三大主力船型：大型散货船、集装箱船、大型油轮
海洋工程	黄埔文冲 (控股子公司)	天然气钻采船、自升式钻井平台、自升式居住平台、一体化风电安装平台等
机电设备	黄埔文冲 (控股子公司)	海上风电装备、桥梁/建筑钢结构、舾装件等船用配套、工业互联网平台开发等
	广船国际 (参股子公司)	大型钢结构、港口机械、电梯、机电产品及软件开发等

资料来源：公司公告

## 2、公司在手订单饱满，合同负债持续提升，低价单逐步交付完毕，民船毛利率有望改善

本轮造船行业周期复苏起点为2021年，公司在2021年实现经营接单325亿元，同比增加248.3%，提升明显。新造船价格自2021Q1开始上涨，以2020Q4为价格指数基点，2021Q1-Q4相比2020Q4分别上涨4%、11%、21%和22%，21H2上涨幅度显著提升。截止2023年2月，综合新造船价格指数为162.88，同比增长5.3%，较2021年3月增长25.1%。不难看出，新造船价格虽然自2021Q1开始上涨，越往后承接的新单造价越高。从签订合同至船舶交付一般需要2-3年时间，因此，2023年下半年船厂的高价订单利润将逐步释放，民船毛利率有望大幅改善。

图 16 新船价格指数涨价幅度（以2020Q4为基准）

	新造船价格指数	相比2020Q4涨幅
Q4-2020	125.6	
Q1-2021	130.2	4%
Q2-2021	138.8	11%
Q3-2021	151.4	21%
Q4-2021	153.6	22%
Q1-2022	156.2	24%
Q2-2022	161.5	29%
Q3-2022	162.3	29%
Q4-2022	161.8	29%
Q1-2023	165.6	32%

数据来源：申万宏源研究

图 17 新造船价格指数持续回升

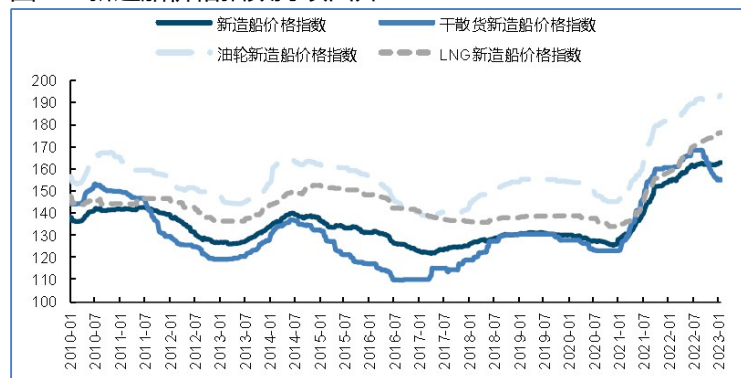
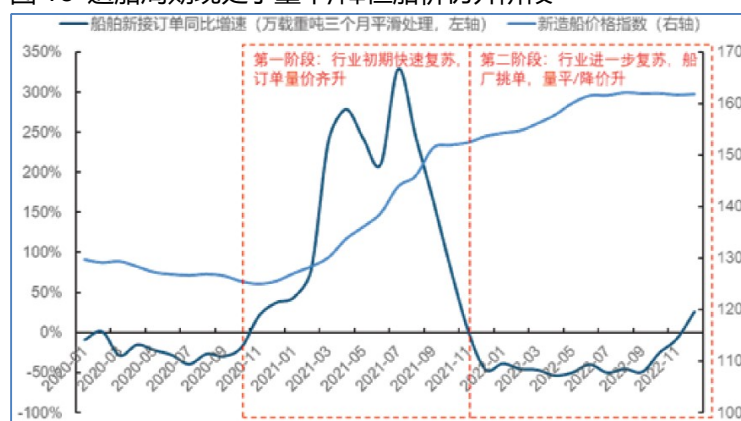
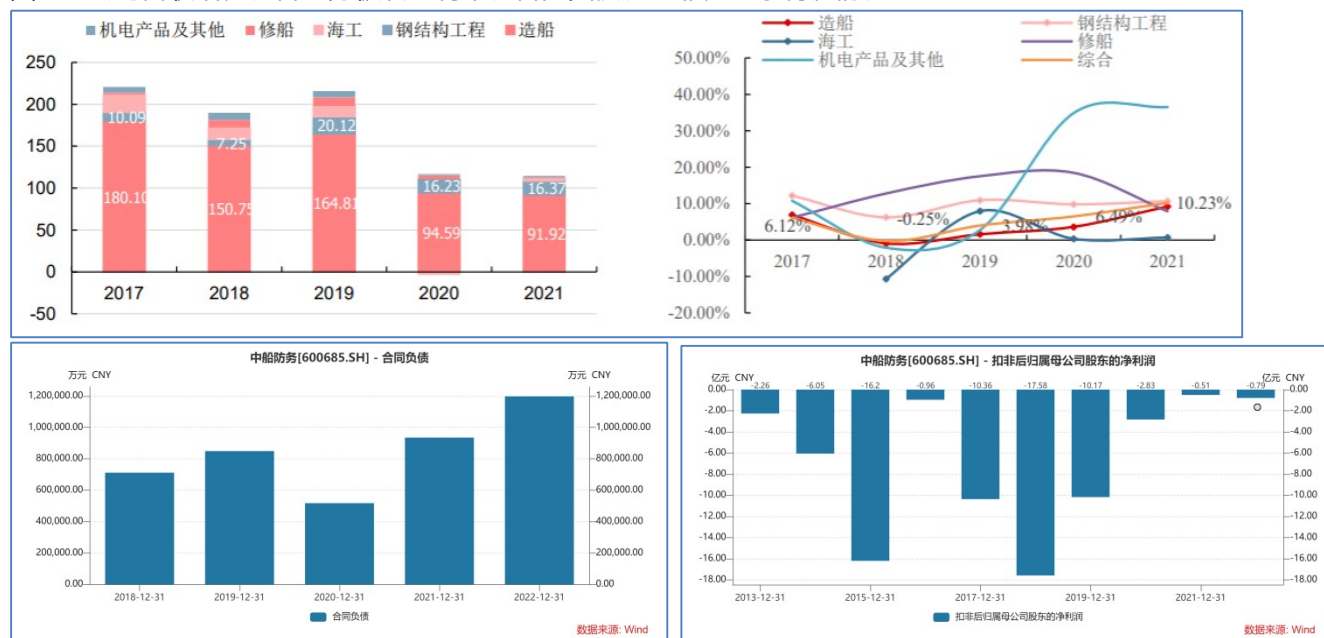


图 18 造船周期现处于量平/降但船价仍升阶段



数据来源：Clarksons，国金证券研究所

图 19 公司营收结构、各业务板块毛利率、合同负债、扣非归母净利润情况



数据来源：公司公告、中信建投、WIND

**当前造船周期已进入量降价升阶段，新造船价格仍有上升的空间。**从本轮上行周期节奏来看，目前各大造船厂在手订单饱满，产能排期已经排至 2025-2026 年。量价齐升阶段从 2021 年 1 月开始至 2022 年 4 月左右结束，维持时间接近 14 个月。当前已经处于量降价升阶段，预计本轮量平价升阶段持续时间更长，结合本轮周期供给端产能难有增量，甚至



会出现量降价升的情况，后续新造船价格仍有上行空间。

### 3、随着中船集团整合进程进一步推进，公司有望实现资产重组

**公司有望在未来3年内实现资产重组，解决集团内同业竞争问题。**中船集团2021年6月30日出具《关于避免与中船海洋防务与装备股份有限公司同业竞争的承诺函》，承诺在承诺函出具之日起五年内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。中国船舶集团是全球最大的造船集团，资产总额达8900亿元，旗下有11家上市公司，目前的资产证券化率为57.2%。根据中国船舶集团官方微信公众号发布的信息，2023年2月1日上午，中共中央组织部有关负责同志宣布了中央关于中国船舶集团董事长、党组书记任职的决定：温刚同志任中国船舶集团董事长、党组书记。随着新任董事长的就位，中船集团整合进程有望进一步提速。

图 20 收购报告书-关于避免同业竞争的承诺

#### 二、本次收购对上市公司同业竞争的影响

##### (一) 本次收购前的同业竞争情况

本次收购前，中船防务与控股股东中船工业集团下属中国船舶工业股份有限公司（以下简称“中国船舶”）、沪东中华在散货船、集装箱船及海工等产品存在阶段性同业竞争。中船工业集团于2019年8月出具了《关于进一步避免同业竞争的承诺函》，承诺通过中国船舶发行股份购买资产、组建动力平台、资产置换等三个步骤，解决中国船舶和中船防务的同业竞争问题。由于国家层面推动实施船舶行业战略重组的客观原因和情况，导致现阶段履行该承诺中的步骤三不利于维护上市公司及中小股东的利益。中船防务已于2021年7月7日召开2021年第一次临时股东大会，该次会议审议通过了《关于控股股东提请豁免履行〈关于进一步避免同业竞争的承诺〉步骤三的议案》，同意中船工业集团豁免履行《关于进一步避免同业竞争的承诺》之步骤三事项。

##### (二) 本次收购完成后的同业竞争情况

本次收购完成后，中船工业集团仍为中船防务的控股股东，中船防务与控股股东中船工业集团的同业竞争情况未发生变化；中国船舶集团将通过持有中船工业集团100%的股权间接控制中船防务，除上述已披露的阶段性同业竞争外，中船防务的船舶制造与中国船舶集团下属企事业单位存在相似情形。

为规范及消除同业竞争，中国船舶集团正在研究论证船舶业务相关企业的整合方案。但由于相关船舶企业地域分布较广、且涉及多家上市主体，因此制定相关整合方案需要考虑的影响因素众多、与相关方沟通的工作量较大、涉及的相关监管规则及程序较为复杂，因此截至本报告书签署日，中国船舶集团尚无明确的船舶业务后续具体整合方案。

##### (三) 关于避免同业竞争的承诺

为保证中船防务及其中小股东的合法权益，消除和避免中国船舶集团下属企事业单位与中船防务之间的同业竞争，中国船舶集团于2021年6月30日出具《关于避免与中船海洋与防务装备股份有限公司同业竞争的承诺函》，主要内容如下：

“1、对于本次划转前或因本次划转新产生的本公司下属企事业单位与上市公司的同业竞争，本公司将按照相关证券监管部门的要求，在适用的法律法规及相关监管规则允许的前提下，于本承诺函出具之日起五年内，本着有利于上市公司发展和维护股东利益尤其是中小股东利益的原则，综合运用委托管理、资产重组、股权置换/转让、资产划转/出售、业务合并、业务调整或其他合法方式，稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题。

2、在上市公司与本公司下属企事业单位同业竞争消除前，本公司将严格遵守相关法律、法规和规范性文件以及上市公司章程等内部管理制度的规定，按照国有资产国家所有、分级管理的原则，通过股权关系依法行使股东权利，妥善处理涉及上市公司利益的事项，不利用控制地位谋取不当利益或进行利益输送，不从事任何损害上市公司及其中小股东合法权益的行为。

数据来源：公司公告

### 三、船厂市值与在手订单金额关联度高于收入，目前 P/Oderbook 仍处于较低位置

**P/Oderbook (市值/民船在手订单金额) 指标对于船厂的估值更为合适。**造船行业周期属性明显，在手订单一般需要 2-3 年时间交付后才能转化为收入与利润，因此在手订单金额指标领先于 P/S 和 P/E 指标。

**不考虑军工订单情况下，造船企业的市值与在手订单金额的关联度远高于收入，目前 P/Oderbook 仍然处于较低分位值。**按照 P/Oderbook 估值体系，历史上国内两大造船企业中国船舶和中船防务的 P/Oderbook 在 0.5-4 倍区间波动，当前该估值指标仍然处于历史底部区间，具备充足的向上弹性。

图 21 中国船舶市值与收入关联度较低

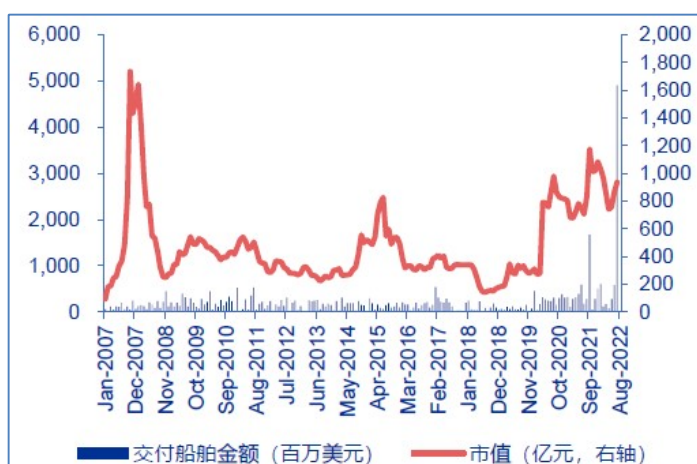
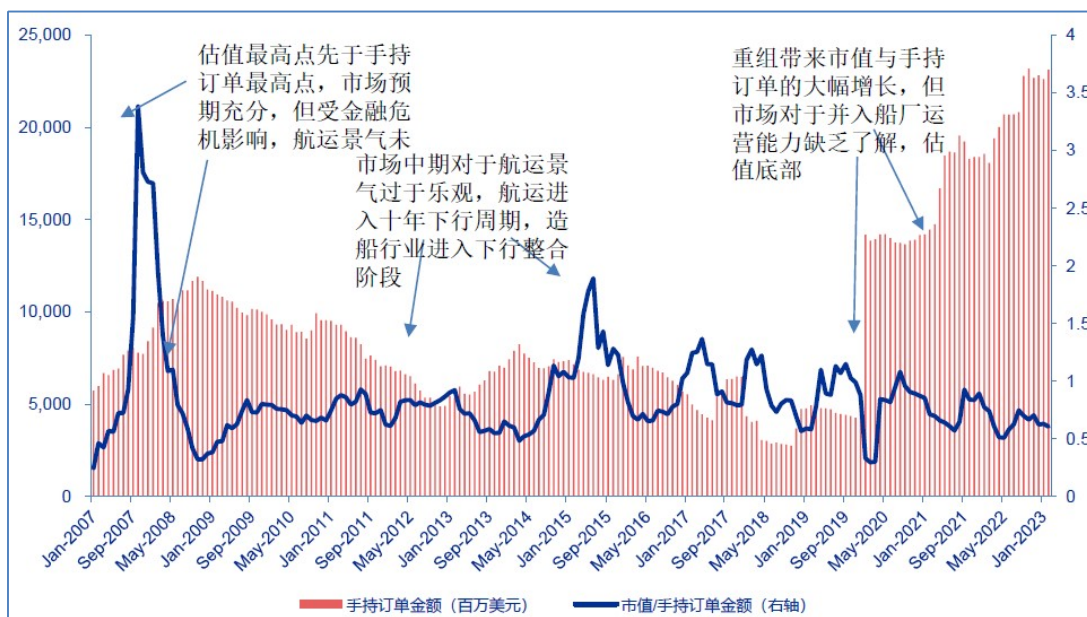


图 22 中国船舶市值与在手订单金额关联度较高



数据来源：： Wind, Clarksons, 申万宏源研究

图 23 复盘中国船舶在手订单金额与估值（订单为加权口径）



资料来源：Wind, Clarksons, 申万宏源研究



公司旗下的 5 家控股/参股公司贡献了超过 80% 的收入比例，因此可以看作是公司最为核心的经营资产。因此，对于公司的估值核心思路是需要对这 5 家公司进行拆分。2020 年，公司向中国船舶出售广船国际 27.4214% 股权，广船国际变为参股公司，因此 2020 年存在特殊性，主要收入贡献比例建议参考不具有特殊性的 2021 年和 2019 年。

图 24 中船防务旗下的核心参股/控股公司情况

公司名称	中船黄埔文冲	广船国际	广州文冲船厂	广州黄船海洋工程	广州文船重工
持股比例	54.5371%	46.3018%	100%	100%	100%
会计处理	成本法	权益法	成本法	成本法	成本法
利润表影响科目	营收、净利润	投资收益	营收、净利润	营收、净利润	营收、净利润
业务	军舰、风电船、散货	军舰、油轮、LNG、8.2wt散货	造船	造船	造船

资料来源：公司公告

2021/12/31 600685.SH

单位-亿元	中船黄埔文冲	广船国际	广州文冲船厂	广州黄船海洋工程	广州文船重工	总收入
收入	88.37	111	27.3	7.13	13.16	118.2477
净利润	-0.71	0.26	0.54	0.62	0.25	-0.51
收入贡献	48.19	-	27.30	7.13	13.16	95.78
占比	41%	-	23%	6%	11%	81%
净利润贡献	-0.39	0.12	0.54	0.62	0.25	1.14
2021年说明	交付毛利率较低产品		扭亏	扭亏		

2020/12/31 600685.SH

单位-亿元	中船黄埔文冲	广船国际	广州文冲船厂	广州黄船海洋工程	广州文船重工	总收入
收入	108.70	99.00	0.00	0	0	156.3770
净利润	1.17	0.85	-1.02	-0.70	0.20	
收入贡献	59.28	-	0.00	0.00	0.00	59.28
占比	38%	-	0%	0%	0%	38%
净利润贡献	0.64	0.40	-1.02	-0.70	0.20	-0.48

2019/12/31 600685.SH

单位-亿元	中船黄埔文冲	广船国际(并表)	广州文冲船厂	广州黄船海洋工程	广州文船重工	总收入
收入	122.47	74.10	25.15	13.024873	0	Fetching...
净利润	3.76	1.77	7.38	-1.36	0.18	
收入贡献	66.79	54.63	25.15	13.02	0.00	159.60
占比	33%	27%	12%	6%	0%	79%
净利润贡献	2.05	1.31	7.38	-1.36	0.18	9.55

数据来源：公司公告、航长投资

### 以下是公司核心经营资产的估值思路：

1、假设过去 3 年每家船厂的收入贡献比例作为在手订单金额的比例分配。即广船国际以 2019 年收入比例作为参考，在手订单占 27%，其余四家均以 2021 年收入比例作为参考，中船黄埔文冲在手订单占 41%，广州文冲船厂在手订单占 23%、黄船海工在手订单占 6% 以及文船重工在手订单占 11%。

2、按照相关信息显示，预计公司 2025 年民品收入占比为 60%，2026 和 2027 年甚至会达到 70%，保守预计公司 2023 年承接的在手订单中约有 65% 为民品，其余 35% 为军品订单。

3、复盘上一轮造船周期情况可以发现，新造船价格指数自 2002 年开始上升（符合 2002 年是上一轮复苏的起点），在 2006 年下半年开始迅速拉升，而公司 2005 年后获取的订单均为高价订单，在 2007 年和 2008 年陆续交付，公司扣非净利润在 2007 和 2008 年达到高点，分别是 9.16 亿和 8.03 亿元。在上一轮周期（2006-2009 年）中，P/Orderbook 的均值为 0.5 倍，在高价订单利润释放期（2007-2009 年）P/Orderbook 的均值为 0.58 倍。

图 25 上一轮造船周期公司 P/Orderbook 变化情况

旗下只有广船国际-灵便型液货船，上一轮周期P/Orderbook复盘

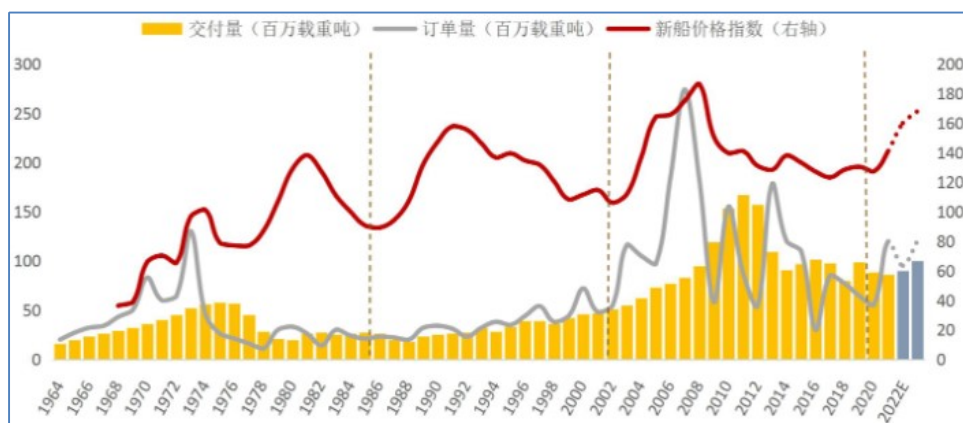
600685.SH	2011/12/31	2010/12/31	2009/12/31	2008/12/31	2007/12/31	2006/12/31	2005/12/31
收入	36	60	72	71	46	33	27
同比增速	43%	-17%	2%	52%	41%	-	-
扣非净利润	3.78	6.12	4.99	8.03	9.16	2.99	0.62
在手订单金额	45	无披露	221	284	300	185	94
环比	-	-	-22%	-5%	63%	96%	-
新签订单金额	-	-	-	-	115	116	94
平均市值-亿元	162	116	116	137	222	48	18
总股本-万股	64308.0854	49467.758	49467.758	49467.758	49467.758	49467.758	49467.758
均价	25.27	23.42	23.52	27.72	44.88	9.74	3.67
P/Orderbook	3.61	-	0.53	0.48	0.74	0.26	0.19

average 5年 3年利润释放 0.50 0.58

数据来源：公司公告、航长投资

4、本轮造船周期 P/Orderbook 假设以新船价格指数的变化情况出发，参照上一轮周期该估值指标的变化作出以下假设。

图 26 1964-2022 年新造船价格指数、船舶交付与订单量



数据来源：中国船舶工业协会，Clarksons，山西证券研究所

图 27 2019-2023 年 P/Orderbook 倍数假设

2019年	非周期内，采用上一轮周期的均值P/Orderbook0.50倍 存在重大资产重组预期令市值上升
2020年	非周期内，采用上一轮周期的均值P/Orderbook0.50倍 资产重组催化→市值上升
2021年	新船价格指数自2021Q1开始上升 采用上一轮周期的均值P/Orderbook0.50倍
2022年	新船价格指数延续上升，下半年在160点高位盘整 采用上一轮周期的均值P/Orderbook0.50倍
2023年	高价订单利润开始释放，采用2007年的P/Orderbook0.74倍

资料来源：航长投资



5、公司近几年在手订单金额情况以及 2023 年年底在手订单金额预测，民品占比在 2019-2022 年约为 50%，2023 年保守预计公司 2023 年承接的在手订单中约有 65%为民品，其余 35%为军品订单。

图 28 公司民品在订单金额情况

600685.SH	预测2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31
收入	150	120	110	156	203
同比增速	25%	9%	-29%	-23%	-
扣非净利润		(0.30)	(0.51)	(2.83)	(10.17)
在手订单金额	500	470	450	93	319
民品占比%	65%	50%	50%	50%	50%
预估民品在手订单金额	325	235	225	47	160

资料来源：航长投资

6、按照以上公司手持的民品订单金额和假设的 P/Orderbook 对公司旗下 5 家参股/控股核心船厂进行估值可以得出，在 2023 年预估民品在手订单金额为 325 亿的基础上，5 家核心船厂的权益估值合计为 180 亿元 (折合 207 亿 HKD)

图 29 5 家参股/控股核心船厂估值结果

船厂估值	2023年合理估值-CNY	180.26
	2023年合理估值-HKD	207.19
广船国际 (2019年控股)		
单位-亿元	广船国际	
收入	74.10	2019年4月30日广船国际评估值105.4亿
净利润	1.77	
收入贡献	54.63	
占比	27%	船厂2023年权益估值 (持股比例46.3018%) -亿元
净利润贡献	1.31	30.01
假设船厂订单占比	27%	上轮周期P/Orderbook
2019年民品在手订单	43	0.50
2020年民品在手订单	13	0.50
2021年民品在手订单	61	0.50
2022年民品在手订单	63	0.50
2023年预计在手订单	88	0.74
持有46.3018%股权，不并表	46.3018%	30.01
2020年不再并表，简单化处理，假设经营订单广船国际仍然占比27%推算合理价值		
中船黄埔文冲		
单位-亿元	中船黄埔文冲	
收入	88.37	股权比例
净利润	-0.71	54.5371%
收入贡献	48.19	船厂2023年权益估值 (持股比例
占比	41%	54.5371%) -亿元
净利润贡献	-0.39	53.46
假设船厂订单占比	41%	上轮周期P/Orderbook
2019年在手订单	65	0.50
2020年在手订单	19	0.50
2021年在手订单	92	0.50
2022年在手订单	96	0.50
2023年预计在手订单	132	0.74
		合理价值-亿元
		32.67
		9.52
		46.08
		47.89
		98.02

广州文冲船厂			
单位-亿元	中船黄埔文冲		
收入	27.30		
净利润	0.54	股权比例	100.0000%
收入贡献	27.30	船厂2023年权益估值(持股比例100%) -亿元	
占比	23%		
净利润贡献	0.54		
假设船厂订单占比	23%	上轮周期P/Orderbook	合理价值-亿元
2019年在手订单	37	0.50	18.50
2020年在手订单	11	0.50	5.39
2021年在手订单	52	0.50	26.10
2022年在手订单	109	0.50	54.25
2023年预计在手订单	75	0.74	55.52

黄船海工			
单位-亿元	黄船海工		
收入	7.13		
净利润	0.62	股权比例	100.0000%
收入贡献	7.13	船厂2023年权益估值(持股比例100%) -亿元	
占比	6%		
净利润贡献	0.62		
假设船厂订单占比	6%	上轮周期P/Orderbook	合理价值-亿元
2019年在手订单	10	0.50	4.83
2020年在手订单	3	0.50	1.41
2021年在手订单	14	0.50	6.82
2022年在手订单	14	0.50	7.08
2023年预计在手订单	20	0.74	14.50

文船重工			
单位-亿元	文船重工		
收入	13.16		
净利润	0.25	股权比例	100.0000%
收入贡献	13.16	船厂2023年权益估值(持股比例100%) -亿元	
占比	11%		
净利润贡献	0.25		
假设船厂订单占比	11%	上轮周期P/Orderbook	合理价值-亿元
2019年在手订单	18	0.50	8.92
2020年在手订单	5	0.50	2.60
2021年在手订单	25	0.50	12.58
2022年在手订单	52	0.50	26.15
2023年预计在手订单	36	0.74	26.77

数据来源：航长投资

在公司的资产中，除了拥有参股/控股的 5 家核心船厂经营资产外，还拥有 2.17 亿股中国船舶的股票，这部分是公司在 2020 年向中国船舶出售广船国际 27% 股权换取的，成本价为 13.24 元。按照 2023 年 5 月 4 日中国船舶的收盘价 25.15 元/股计算，现时价值约为 55 亿元人民币。按照公告显示，公司持有中国船舶的股票作为“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”进行核算。

此外，公司拥有文冲船厂黄埔土地的 70% 权益，按照相关信息显示，该土地市值约为 80-100 亿，目前正在准备土地收购的谈判工作，未来几年预计可产生卖地收入约 56-70 亿。

综上所述，基于 2023 年预估的在手民品订单金额对公司的价值简单重构后可以发现，2023 年公司合理价值约为 429 亿元-443 亿元（折合约 493-509 亿 HKD）。即使港股的中船防务自去年 4 月份最低点至今已上涨 117%，市值也仅为 158 亿港元（折合约 137 亿人民币），甚至并未完全反映公司所持有的现金和中国船舶股票价值，仍然存在巨大的估值修复空间。

(1) 5 家船厂权益估值 180 亿元+中国船舶股票市值 55 亿元+文冲船厂黄埔土地权益价值 56-70 亿元=291-305 亿元

(2) 现金及其等价物 148 亿元+（经营资产 267 亿元-经营负债 226 亿元）-有息负债 51 亿=138 亿元

(3) 2023 年公司合理价值=429 亿元-443 亿元（折合约 493-509 亿 HKD）

图 30 公司资产负债表简化（截至 2022-12-31）

2023/12/31		2023/12/31	
资产-亿元		负债及所有者权益-亿元	
现金及其等价物	148	有息负债	51
经营资产	267	经营性负债	226
投资资产	1	总负债	277
其他	49	净资产	188
其他权益工具-中国船舶股票	49		
总资产	465	负债及所有者权益	465

数据来源：公司公告，航长投资