

船舶：量价齐升，盈利改善

——船舶行业“十问十答”

行业评级：看好
2024年3月29日

分析师	邱世梁	分析师	王华君	分析师	王洁若
邮箱	qiushiliang@stocke.com.cn	邮箱	wanghuajun@stocke.com.cn	邮箱	wangjieruo@stocke.com.cn
电话	18516256639	电话	18610723118	电话	18310570500
证书编号	S1230520050001	证书编号	S1230520080005	证书编号	S1230522110002

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

船舶行业：量价齐升，盈利向好，多家公司业绩有望逐季改善

（一）周期景气上行：供给困难或推动船价持续走高，后期油轮、干散有望持续下达大幅订单

- 1) **周期位置判断**：已经底部反弹，多船型接力持续景气上行，船厂盈利能力不断改善；
- 2) **需求**：量---我国2023年完工/新接/手持订单分别同比增长12%/56%/32%，分别是峰值时期的59%/71%/60%，多项指标上涨空间大；
- 3) **需求**：价---克拉克森新船造价指数截至2024年3月报收181点，同比上涨10%，自2021年初累计涨幅43%，处于历史峰值95%分位；箱船领涨，集装箱新造价指数自2021年初累计涨幅47%，船位的紧张与包括劳动力成本在内的普遍通胀压力促船价持续创新高；
- 4) **下游运力**---集装箱船2024-2025年运力充足，但油轮仍旧紧缺，后续油轮、干散存在较大需求及下单空间；
- 5) **供给**：船厂运载已近饱和，但活跃船厂数量及交付量显著下降，供需紧张或推动船价持续走高；

趋势判断：我们判断后续船舶新增订单增速可能放缓；但由于供给收缩、扩产困难，供需紧张或驱动船价持续创新高，周期长期有望震荡向上，高景气度持续，龙头公司业绩弹性大。

（二）行业发展趋势：向高端化、大型化、双燃料方向发展，龙头企业有望优先受益

1) 新船订单向大型化、高端化、双燃料方向发展，龙头公司建造大型船舶技术全球领先，未来优质高价订单竞争力强；2) 环保政策驱动换船周期提前，双燃料船型提升单船价值量，本轮周期峰值或因环保需求驱动加速到来；3) 行业持续向我国集中，我国持续向龙头企业集中，“马太效应”明显，高产能、高技术水平船厂有望优先受益。

（三）国资委将上市公司市值管理纳入考核，看好军工央企价值重估；

国资委产权管理局负责人谢小兵表示进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，看好军工央企市值管理能力持续提升；我们认为中国船舶集团旗下上市公司在国企改革、资产整合及市值管理等多个方面有望取得突破性提升发展。

（四）重点公司及风险提示

推荐中国船舶、中船防务、中国动力、亚星锚链，关注中国重工、中国海防、中科海讯、海兰信、中船科技等。

风险提示：新造船需求不及预期风险，原材料价格波动风险

01 船舶的分类及航运周期

02 产业链构成及造船成本

03 通过哪些指标研究、跟踪及复盘行业发展?

04 竞争格局在两轮周期之间如何变化?

05 “量”在两轮周期之间的变化

目录

CONTENTS

06 “价”在两轮周期之间的变化

07 船队运力对订单的影响

08 如何看待供需格局变化对船价的影响?

09 环保政策如何驱动订单加速?

10 如何看待船舶央企的估值变化

01

船舶的分类，航运周期如何形成？

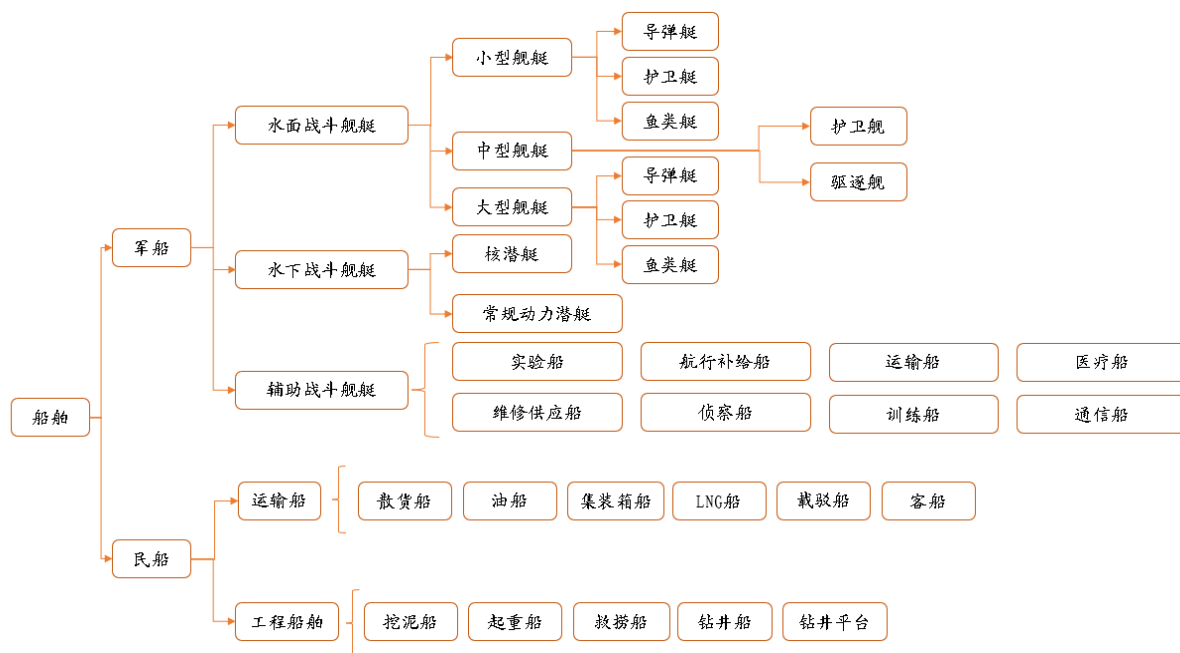
核心点：三大运输类船舶是船舶波澜壮阔周期主力军

船舶分类及介绍：按应用场景分为军用及民用船舶。军用船舶主要包含水面战斗舰艇、水下战斗舰艇及辅助战投舰艇三类；民用船舶依据用途不同可分为运输类船舶及功能类船舶，运输类船舶随航运周期需求波动较大，主要包含干散货船、油船、集装箱船、液化天然气（LNG）船、载驳船、客船等。

民船运输类船舶中，干散货船、油船（成品油轮及VLCC）、集装箱船为最主要的三大运输类船舶，其中干散货船适货类型为矿石、煤炭、粮食、小宗散货等；VLCC主要运输原油，阿芙拉行油轮及巴拿马型油轮主要运输成品油；集装箱船适货类型主要为工业机日用品。随着全球贸易量的逐渐提升以及船队规模的不断扩大，后期船舶多向大型化、智能化、双燃料化方向发展。

表：运输类民船主要分类，包含干散货船、油轮和集装箱船及其他特种船舶

图：军民船分类全品类图：军船分为水面、水下及辅助战斗舰艇，民船分为运输船及工程船舶



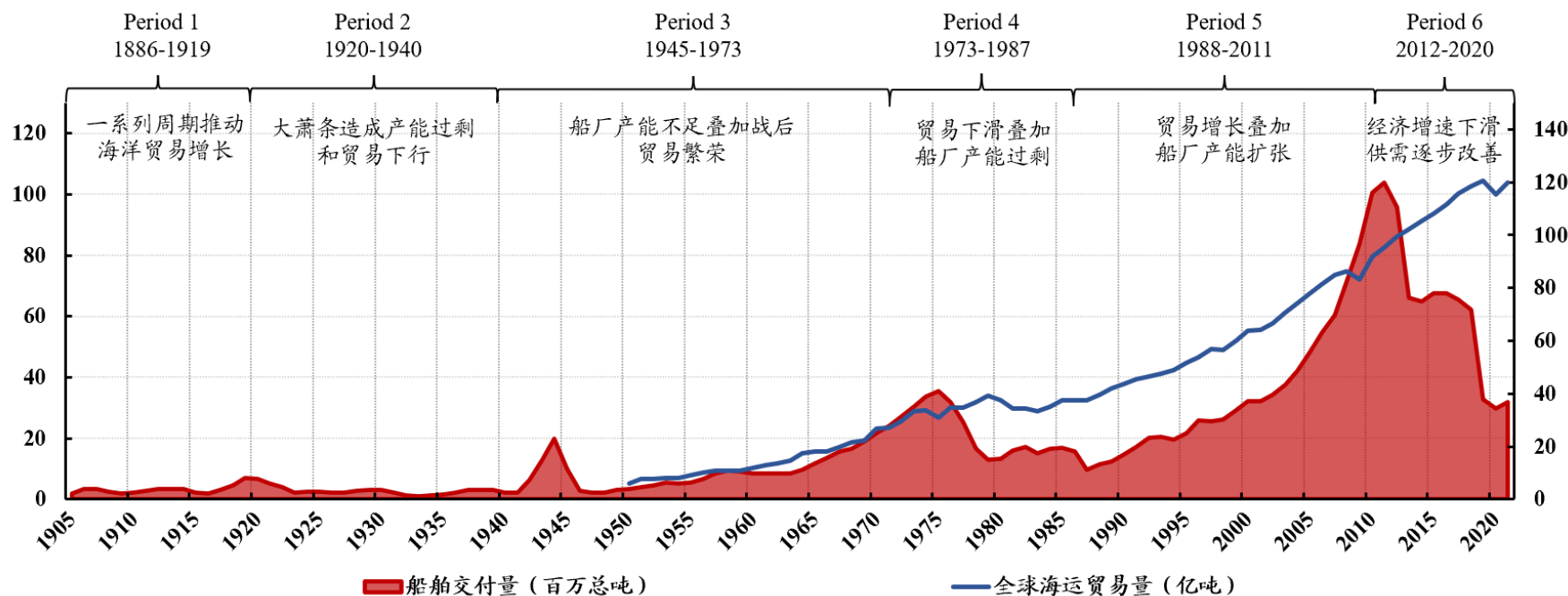
散货船					
中文名	英文名	载重吨	适货类型	运力占比	典型航线
好望角型	Capesize	>10万	矿石、煤炭	40%	C3：图巴朗-北仑
巴拿马型	Panamax	6.5-10万	煤粮铜木	25%	P1A-03：大西洋往返航次
大灵便型	Handymax	4-6.5万	粮食、小宗散货	24%	S1A：西北欧-远东
小灵便型	Handysize	1-4万	小宗散货	12%	HS1：欧洲-南美东
油轮					
中文名	英文名	载重吨	适货类型	运力占比	典型航线
超大型油轮	VLCC	>20万	原油	39%	TD3：海湾-日本
苏伊士型油轮	Suezmax	12.5-20万	原油	15%	TD5：西非-美国大西洋海岸
阿芙拉型油轮	Aframax	8.5-12.5万	原油	19%	TD7：北海-欧洲大陆
巴拿马型油轮	Panamax	5.5-8.5万	成品油	6%	TC1：美湾-日本
小型油轮	Small	1-5.5万	成品油	22%	TC4：新加坡-日本
集装箱船					
中文名	英文名	标准箱	适货类型	运力占比	典型航线
超巴拿马型	Post-Panamax	>15,000	工业及日用品	7%	亚洲-欧洲
新巴拿马型	Neo-Panamax	12,000-15,000	工业及日用品	14%	亚洲-美西
新巴拿马型	Neo-Panamax	8,000-12,000	工业及日用品	26%	亚洲-美东
中间型	Intermediate	6,000-8,000	工业及日用品	9%	亚洲-美东
中间型	Intermediate	3,000-6,000	工业及日用品	24%	欧洲-南美东
			品	19%	东南亚航线

核心点：造船业景气度受全球航运市场繁荣影响，分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段

复盘百年历史，船运周期与全球宏观经济相关性较大，供需错配带来造船周期波动，1886-2020年6大周期（每个周期约20余年）中包含多个独立小周期：**1886-1919**：一战舰船损失严重，战后补偿式发展扩大造船产能；**1920-1940**：大萧条导致贸易量骤降；**1945-1973**：二战结束，国际贸易迅速增长；**1973-1987**：石油危机导致全球贸易量回落；**1988-2007**：中国及亚洲经济增长，全球贸易快速攀升，叠加船舶更换周期使造船业再次繁荣；2008-2020：全球金融危机导致贸易量显著下滑。

造船行业的景气度受全球航运市场繁荣度影响，也受船队运力规模的影响，周期性较强。典型的船舶周期可以分为复苏、繁荣、衰退、萧条4个阶段。根据周期的长短分类，船舶周期可分为长周期、中周期和短周期3个主要的类型。

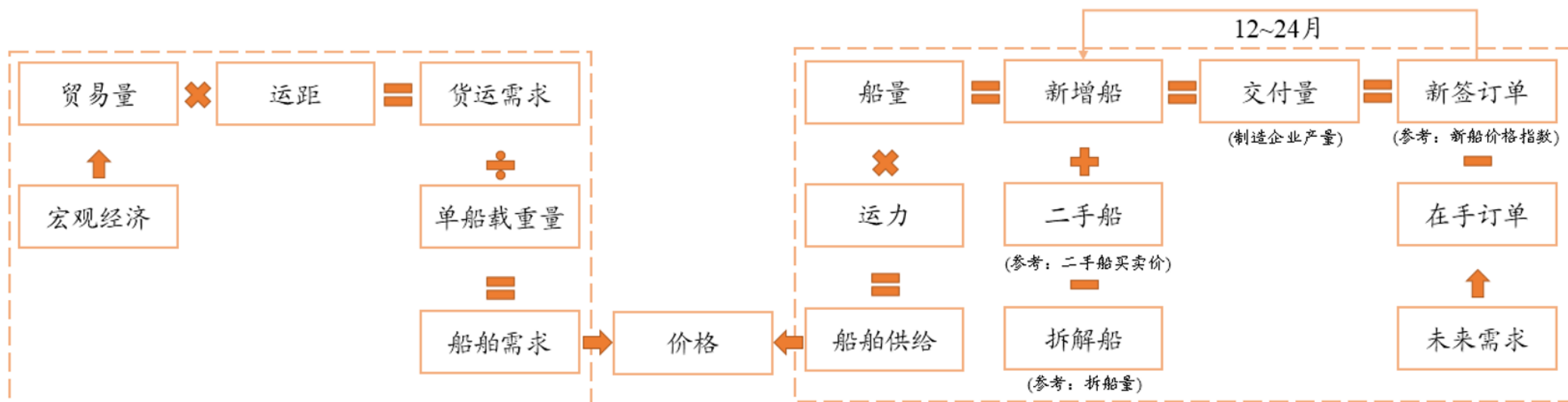
图：全球海运周期，1886-2020年6大周期（每个周期约20余年）中包含多个独立小周期



结论：船舶供需的错配导致了船舶价格的波动和船运行业周期

船舶行业的需求主要受宏观经济影响，供给为现有船队及每年船舶新增与拆解数量之差。船舶需求由海运贸易需求决定，其影响因素包含宏观经济和运距，而运距受世界贸易格局影响，相对比较稳定。船舶新增供给为每年新船交付量与拆船量之差，船舶大型化亦会影响船舶运力进而对船舶供给造成影响。

图：造船行业供需模型，供需的错配导致了船舶价格的波动和船运行业周期



由于船舶寿命通常为15-20年，且新接订单交付时间约为1-2年，因此船舶供需容易错配，难以形成均衡，影响因素包括**宏观政策、GDP增速、贸易、汇率、利率、通胀、大宗商品、产业链供应链**等等，共同引发了造船行业的供需周期。

02

产业链构成、重点核心公司 及造船成本？

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.,LTD

船舶制造行业为关乎国民经济发展与国防安全的重要产业，是我国制造业中不可或缺的重要组成成分。船舶制造行业为海洋开发、航运交通、能源运输、国防建设等提供必要的技术装备，在我经济发展中发挥着重要作用。造船行业上游为原材料、配套设备、船舶设计等；中游为船舶总装制造；下游以航运公司和租赁公司为主。船舶行业周期性较强，需求受宏观经济、大宗商品价格波动等影响。

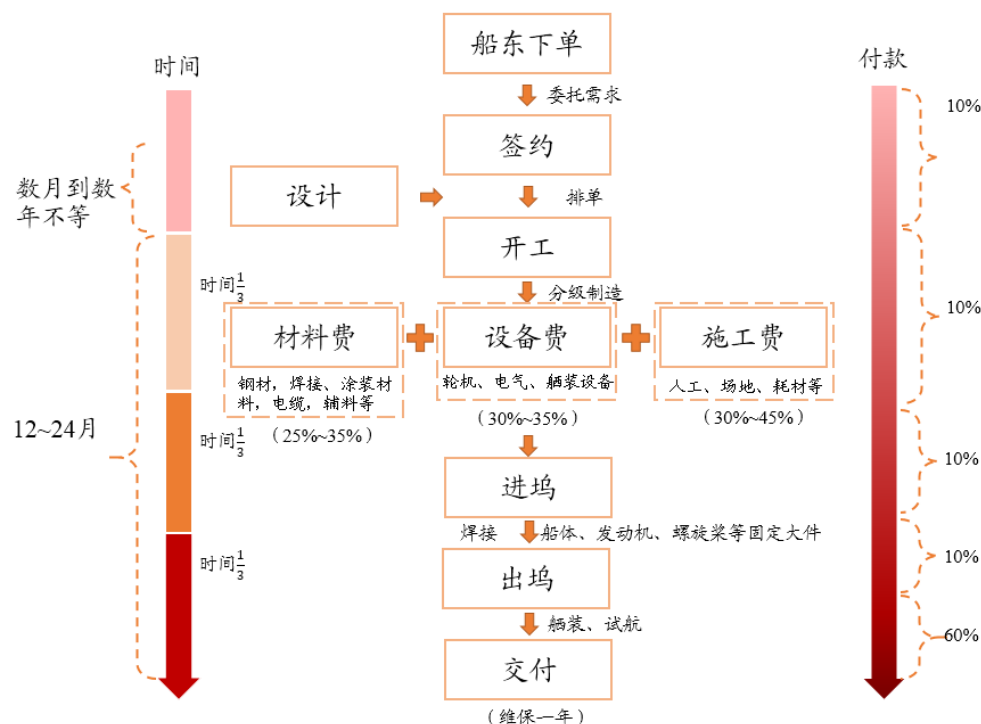
图：船舶行业全产业链总览，公司处于产业链中游



核心点之船舶建造：单船约1-2年建造时间，按交付时间一次性确认收入

船舶建造生产流程：一艘船舶制造以船东下单委托需求开始，签订合同支付约10%-30%定金不等；签约完毕后船厂开始进行排单安排，考虑到造船整体周期较长及船坞数量有限，排单市场从数月到数年不等；开工后各产业链环节进行分机制造，大体分为材料费（包含但不限于钢材、焊接、涂装材料、电缆、辅料等）、设备费（动力轮机、电气设备、舾装设备、声呐等）、和施工费（船坞场地费、人工费用、耗材等）。分级制造完毕后进入船坞进行大件组装，包含船体结构焊接、发动机/螺旋桨等固定大件安装，出坞后进行舾装及试航，最后交付。

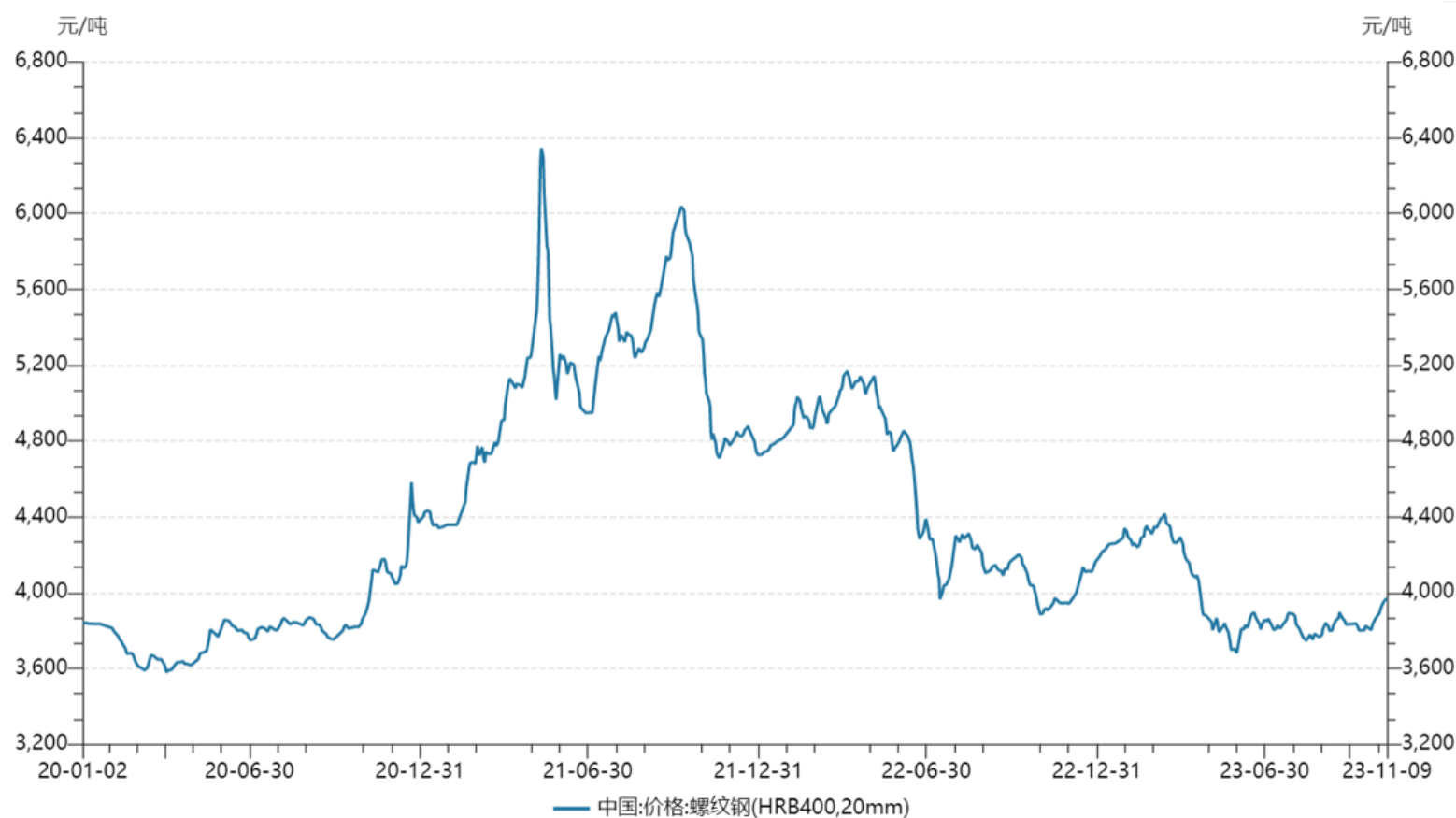
图：船舶生产制造约1-2年完成，按交付一次性确认收入



核心观点：制造成本中“钢材”采购价低于合同价利好公司毛利率提升

船舶制造成本由设备、原材料、人工成本构成。船用配套设备主要包括主推进器、主发动机、应急发动机和电气通导等。船用柴油机是船舶最主要的配套设备，是船舶的“心脏”。原材料成本中，钢材价格占据较大份额，钢材价格的波动将对船厂成本端带来压力的增大或者减轻。

图：中国20mm螺纹钢价格走势，2021年整体钢价较高，有利于后期造船成本端压力减轻



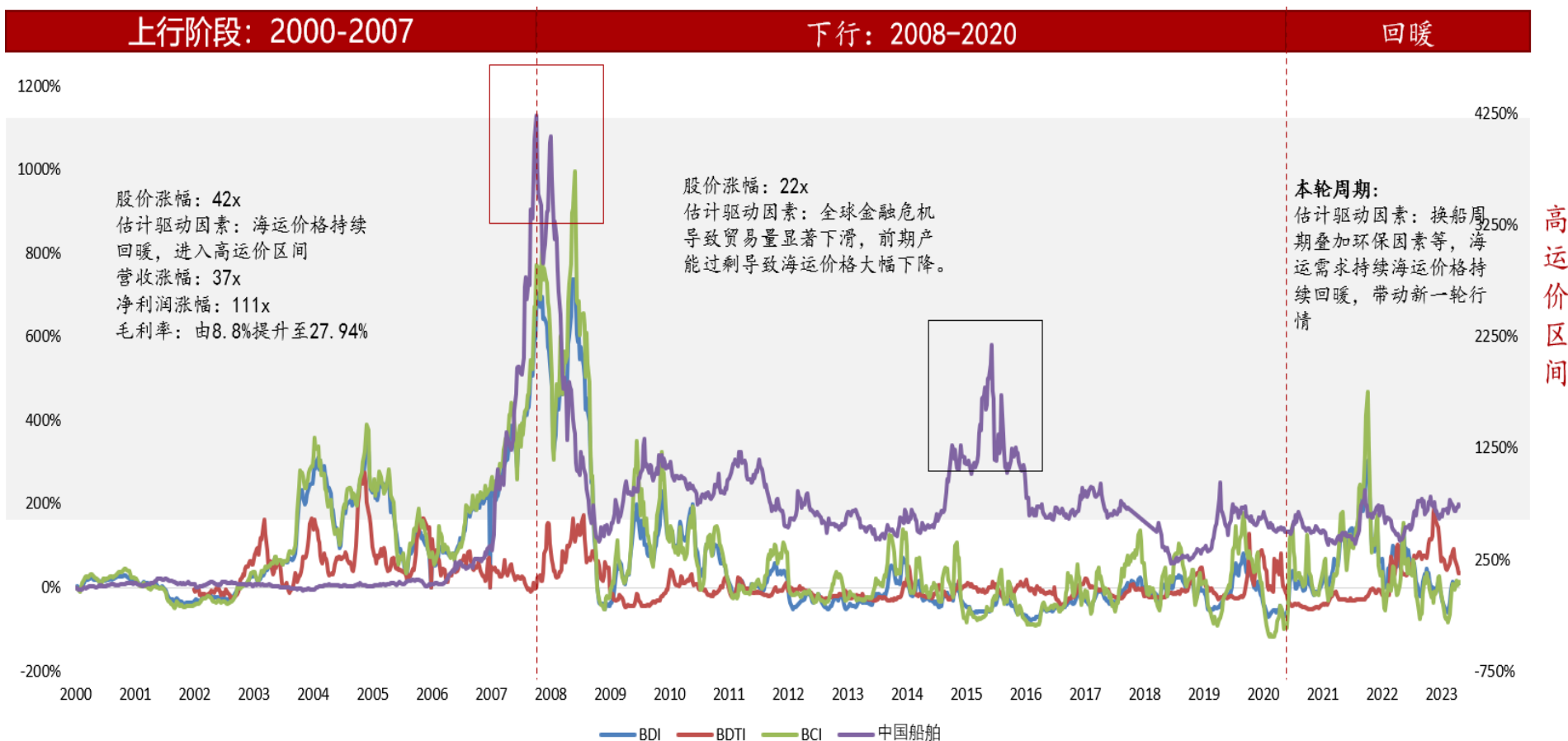
03

通过哪些指标研究、跟踪及
复盘行业发展？

核心观点：行业景气度通过前瞻性航运指数反应，与公司股价密切相关

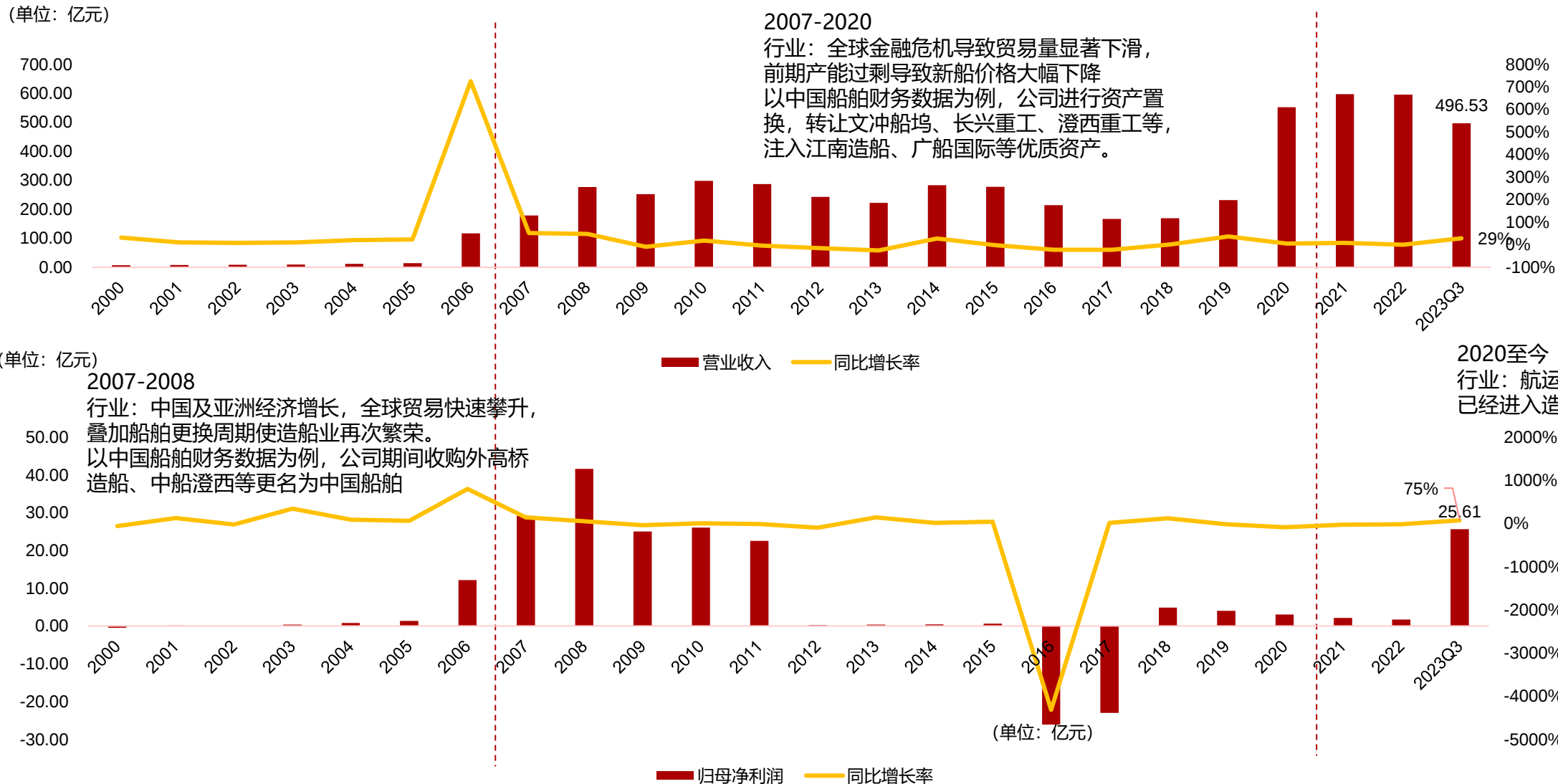
前瞻性的运价指标对公司股价及行业发展起着关键性作用。通过复盘2000-2023，行业大致可分为以下几个部分：**2000-2007上行阶段**，由于海运价格持续回暖，行业逐渐进入高运价区间，伴随公司盈利能力及毛利率持续提升；**2008-2020下行阶段**，由于全球金融危机导致贸易量显著下滑，叠加前期产能过剩导致海运价格大幅下降，公司股价及盈利能力随之走低；**2021-2023回暖阶段**，由前期集装箱船运价大涨带来的船东下单，叠加换船周期以及环保政策驱动等因素，海运需求及价格部分回暖，后期有望扩散至其他船型，带动新一轮行情持续接力上行。

图：公司股价与前瞻性指数涨跌幅密切相关



核心观点：行业景气度通过前瞻性航运指数反应，公司股价与密切相关

图：周期复盘：财务指标一览，营收扩张先于利润

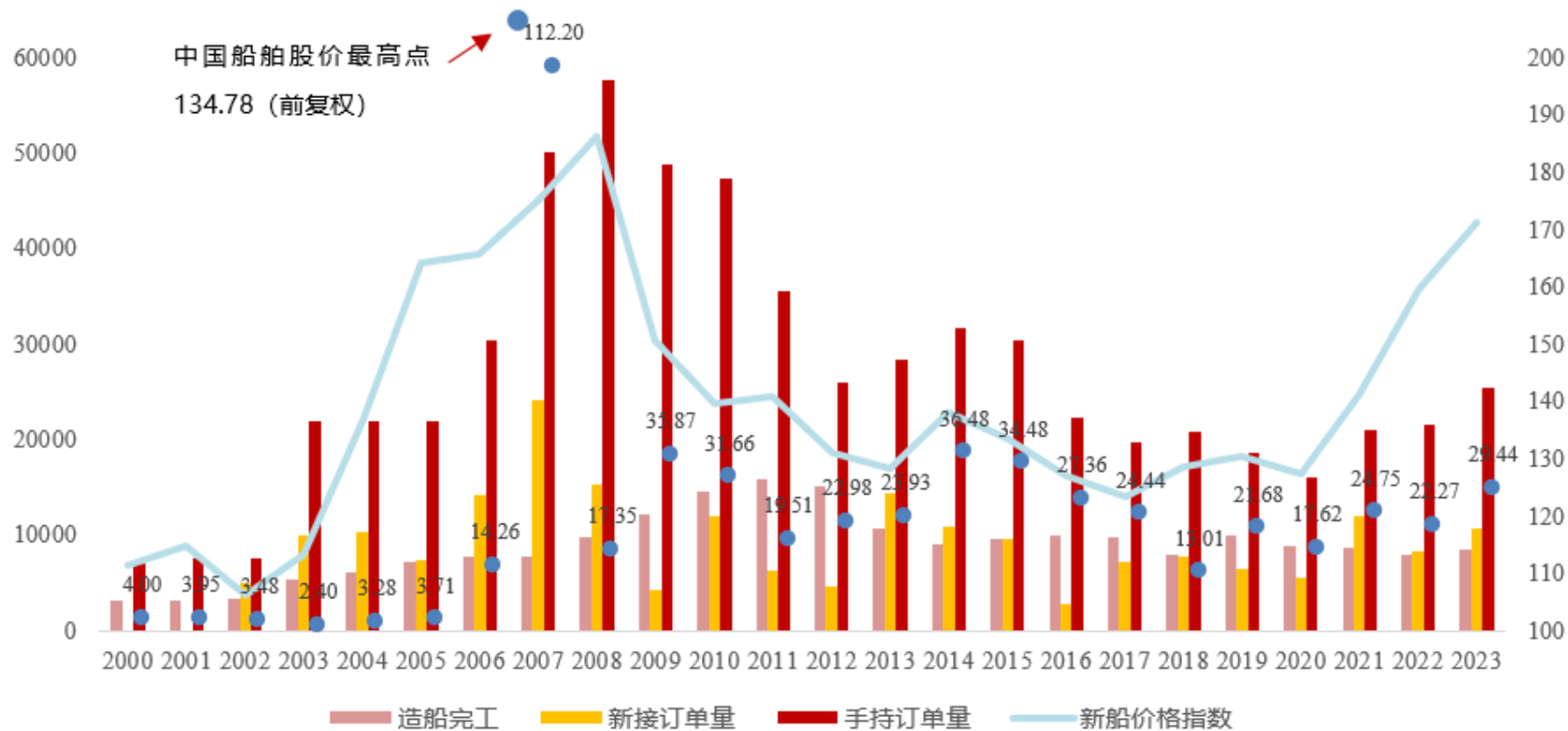


核心观点：行业景气度通过前瞻性航运指数反应，公司股价与密切相关

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

以中国船舶股价为例，通过复盘新船价格指数、新接订单量、手持订单量以及交付订单量数据及趋势可知，2002-2007船价上行阶段，公司股价走势总体符合船价走势，但股价峰值先于船价峰值出现；2002-2007期间新接订单量处于先增长后有一定回落再大幅增长的趋势，公司股价在2002-2003整体上涨幅度不大，2005-2007“量价齐升”带来股价显著上涨。

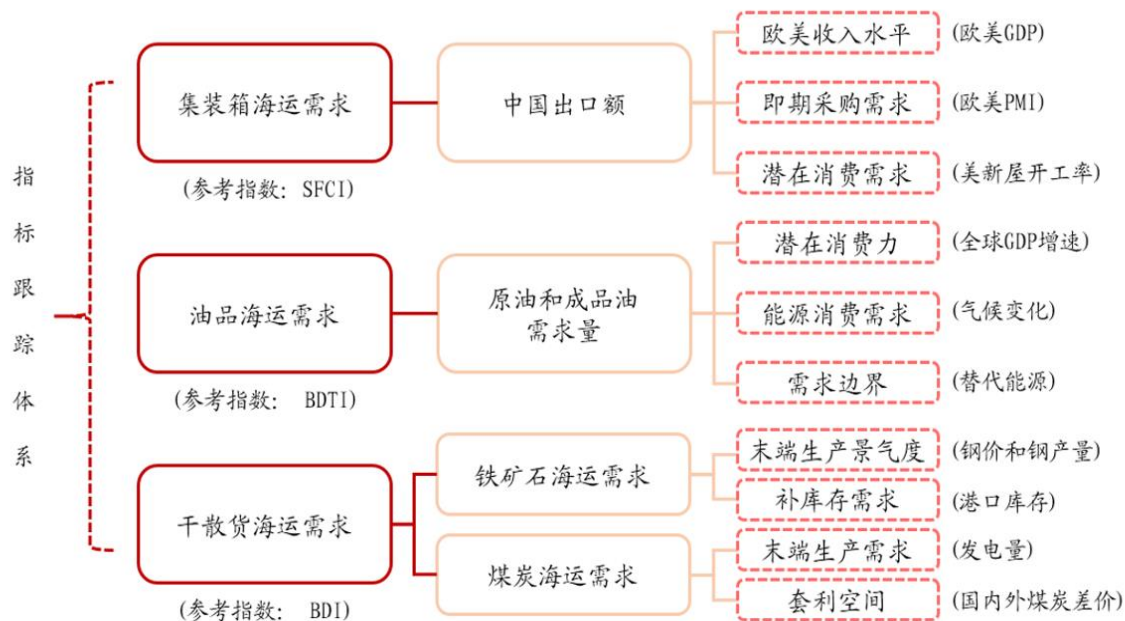
图：以中国船舶股价为例，新接订单、新船造价为核心前瞻性指标



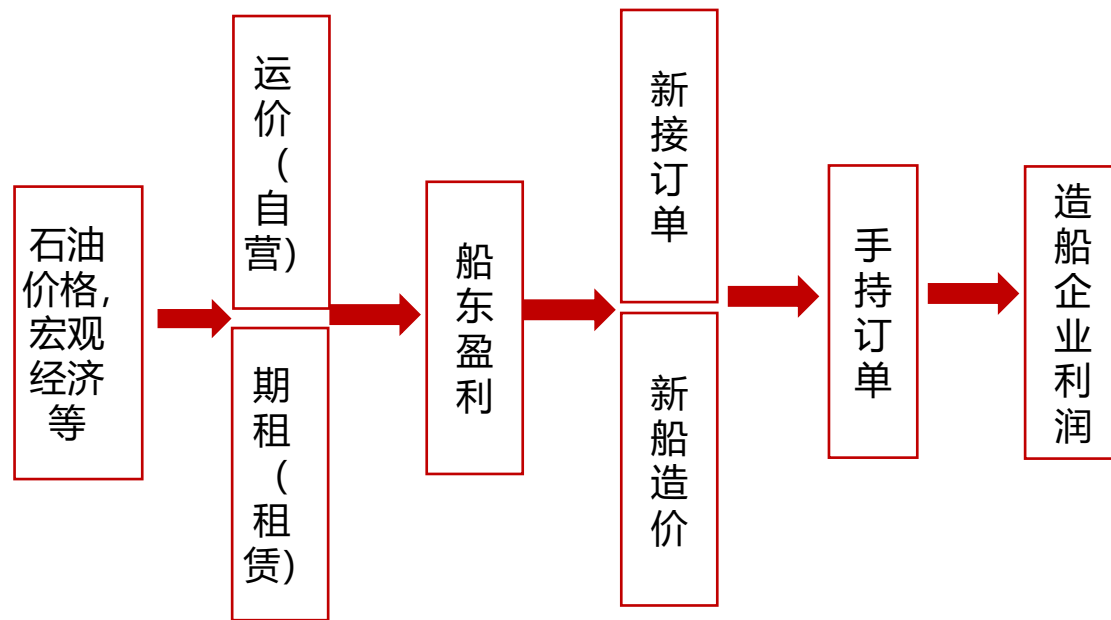
核心观点：前瞻性指标运价等影响船东盈利能力，叠加换船周期及新增需求，影响船厂新接订单及新船造价

产业链发展逻辑：石油价格、宏观经济等因素影响全球贸易需求，贸易/海运量的增减影响船东收入及利润，主要观测指标为运价（集装箱运价、干散货运价、原油运价等）以及期租价格（主营租赁生意的船东的利润来源）；当运价及期租价格上涨时，船东在原成本基本不变的前提下实现盈利，从而存在资本开支需求（新增、置换）；新订单下达过多后产能不足，船东为抢占船位支付溢价，造船价格随之上涨，船厂手持订单有望“量价齐升”，最终兑现为业绩的释放（一艘船需要2-2.5年建造周期）。

图：前瞻性研究指标：集装箱海运需求（SFCI）、油品海运需求（BDTI）、干散货海运需求（BDI）



图：前瞻性指标影响船东盈利能力，叠加换船周期及新增需求，影响船厂新接订单及新船造价



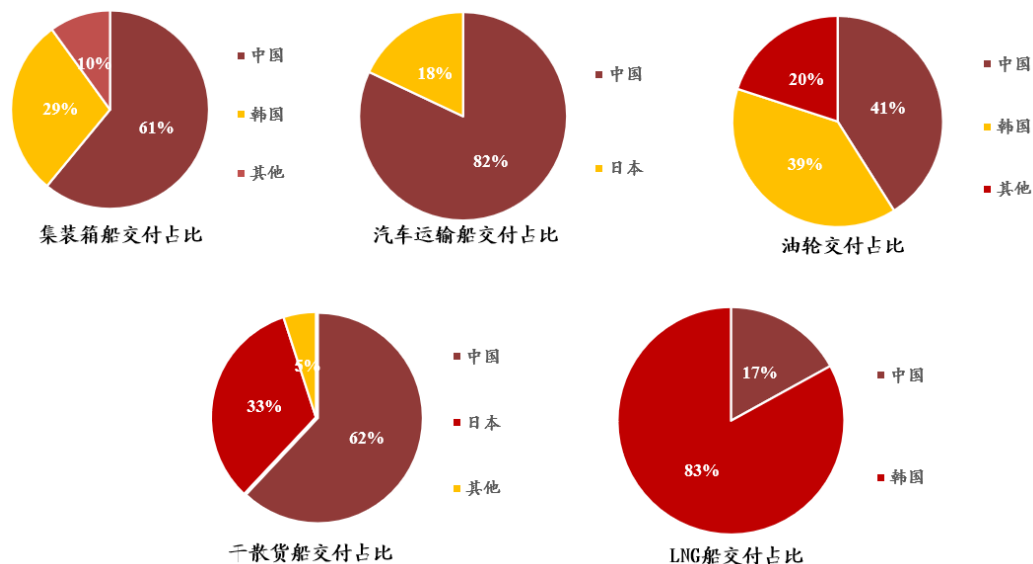
04

竞争格局在两轮周期之间如何变化？

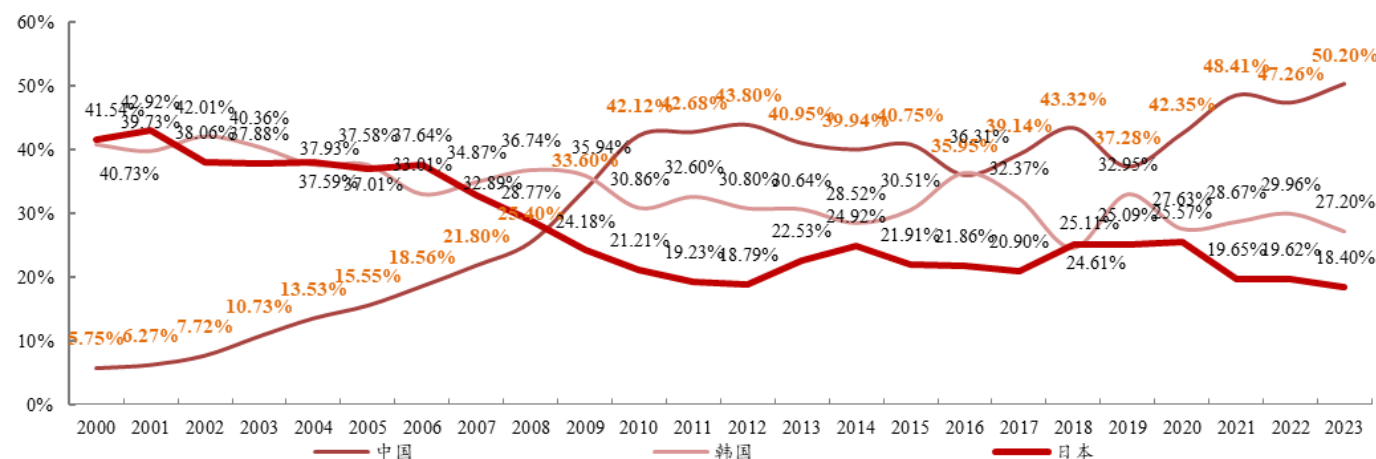
核心点：我国现阶段三大造船指标均居世界第一，但高端船型仍有差距

中国现阶段三大造船指标均居世界第一，但高端船型仍有差距。中国在高附加值市场将与老牌造船强国韩国直接竞争，在传统船型则面临着新兴经济体越南、菲律宾等劳动成本较低国家的挑战。通过多方面因素对各国造船业竞争优势进行对比剖析，中国船舶工业具备扎实的产业发展基础，与欧日韩在效率、技术上的差距正在持续缩小，应继续巩固常规船型的规模优势地位，坚定不移地进行产业转型升级，实现由造船大国向造船强国的跨越。

图：2023中日韩分船型交付量（%）



图：过去20余年中日韩三国市场份额变化（造船完工量）



核心观点：我国在成本、市场有优势，在研发、效率缩小差距，在政策上大力支持全产业链发展



浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

表：中国、韩国船舶制造产业对比

类型	中国	韩国
产品结构	多为散货船、集装箱船等附加值和技术水平较低的机动船舶	LNG 船、VLCC 、大型海工装备等高技术和附加值船舶
技术水平	基础技术实力强，关键技术已实现突破，管理水平、造船效率待提高	起步较早，技术成熟
成本结构	劳动力成本、造船板成本较低	劳动力成本、造船板成本较高
船舶配套水平	船舶配套产业已初具规模，逐渐完善	平均本土装船率达90%以上，船舶配套产业市场份额位居世界前列
市场需求	本土货主需求市场大，兼顾国内外需求	船东及货主需求均在海外
市场集中度	船舶产业集中度低，尤其是船舶配套产业，还存在企业规模小、数量多、规模效应不明显等问题	产业集中度高，形成了巨大的集群配合优势
政策支持	《中国制造2025》把海洋工程装备和高技术船舶作为十大重点发展领域之一	2021年，韩国产业通商资源部、雇佣劳动部、海洋水产部联合发布《韩国造船再腾飞战略》，明确提出目标是将韩国建成世界第一造船厂，发力绿色环保船舶和智能船舶。

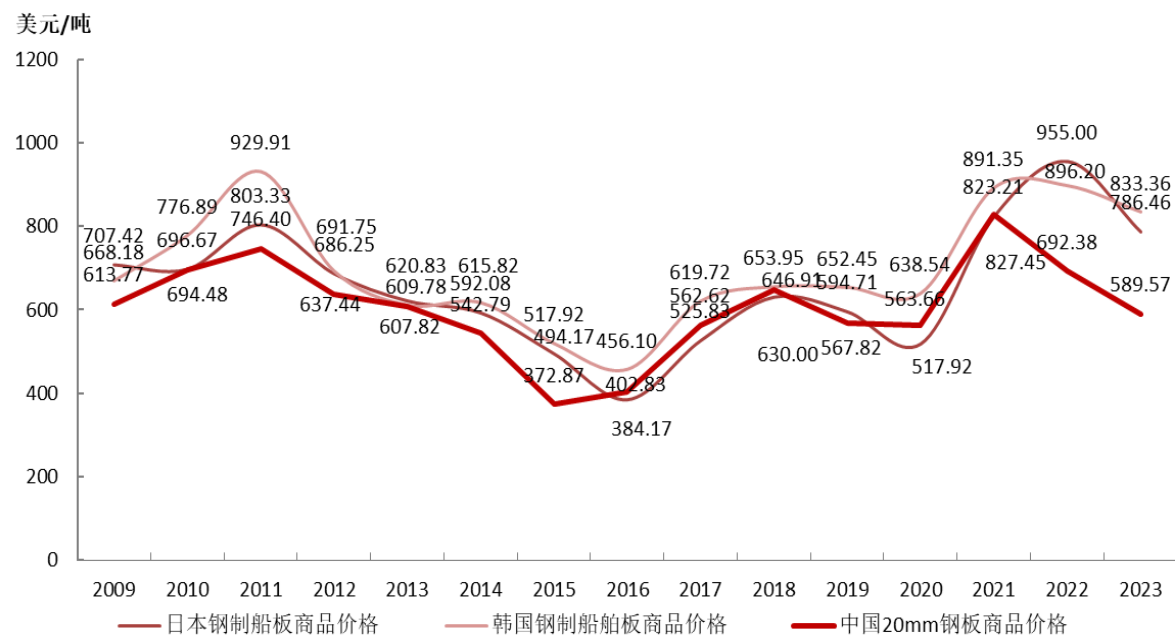
核心观点：我国在成本、市场有优势，在研发、效率缩小差距，在政策上大力支持全产业链发展

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

优势之一：成本。船舶建造中，主船体钢材是影响造船成本关键的因素之一，中国是全球最大的生产国和消费国，国内钢铁行业与造船行业在共同发展中结成了长期、稳固的上下游合作关系，为造船企业提供了稳定、优质的原材料供应，导致**中国船用钢板具有一定的价格优势。**

优势之二：市场。我国已成全球第一大船东国，本土船队**需求量巨大**：中国船东所持有的船队规模达到2.588亿总吨（GT），市场份额占比13.6%，中国船东的船队价值约为1934亿美元，本土船队的更新置换及新增需求将有力支撑船舶配套产业链发展。

图： 2023年日本及韩国船用钢板价格分别比我国高33%、 41%



表：我国已成全球第一大船东国

国家	数量	m.GT	\$b	市场份额
中国	13,493	258.8	193.4	13.6%
希腊	5923	250.6	170.9	12.1%
日本	8793	183.3	162.2	11.4%
韩国	3052	67.3	51.2	3.6%
美国	4951	66.7	140	9.9%
挪威	2791	66.5	79.9	5.6%
新加坡	3589	59.1	56.3	4.0%
德国	2689	58.6	40	2.8%
意大利	2140	54.8	51.8	3.7%
台湾	1394	42.2	27.2	1.9%
前10总计	48815	1108	973	
前10占比	45%	69%	69%	
世界总计	108814	1604.1	1418	

资料来源：克拉克森，招商银行研究院，浙商研

核心观点：我国在成本、市场有优势，在研发、效率缩小差距，在政策上大力支持全产业链发展

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

提升之一：效率。船舶建造效率是造船厂竞争力的关键体现。近年来中国在造船效率上有了长足的进步。与韩国对比来看，中国造船厂尤其是在高难度的气体船及大型集装箱船上制造效率仍有进一步提高的空间，但其他船型制造效率差距相对较小，我们认为随着中国造船厂持续的经验积累以及在设计、生产、管理全方位能力的提升，**中国与造船强国的船舶制效率差距将进一步缩小水平。**

表：中韩典型船型关键建造周期对比

船型	中国关键建造周期/d	中国关键建造周期/d	中韩周期比
18-21万t散货船	195	152	1.28
2万TEU集装箱船	340	230	1.48
15万t原油船	250	195	1.28
17.4万m³LNG船	250	180	1.39
8.4万m³超大型液化气船	400	240	1.67

提升之二：研发。中国船舶制造企业盈利能力高于韩国企业，研发投入比例较高。中韩头部造船企业的经营情况对比来看，中国造船企业的毛利率、净利率等盈利指标优于韩国，主要是由于我国船舶制造企业相比于韩国企业具有较强的人力成本优势。从研发费用率上，中国船舶制造企业研发投入高于韩国，反映中国在高技术、高附加值领域的科研创新投入强度较高。

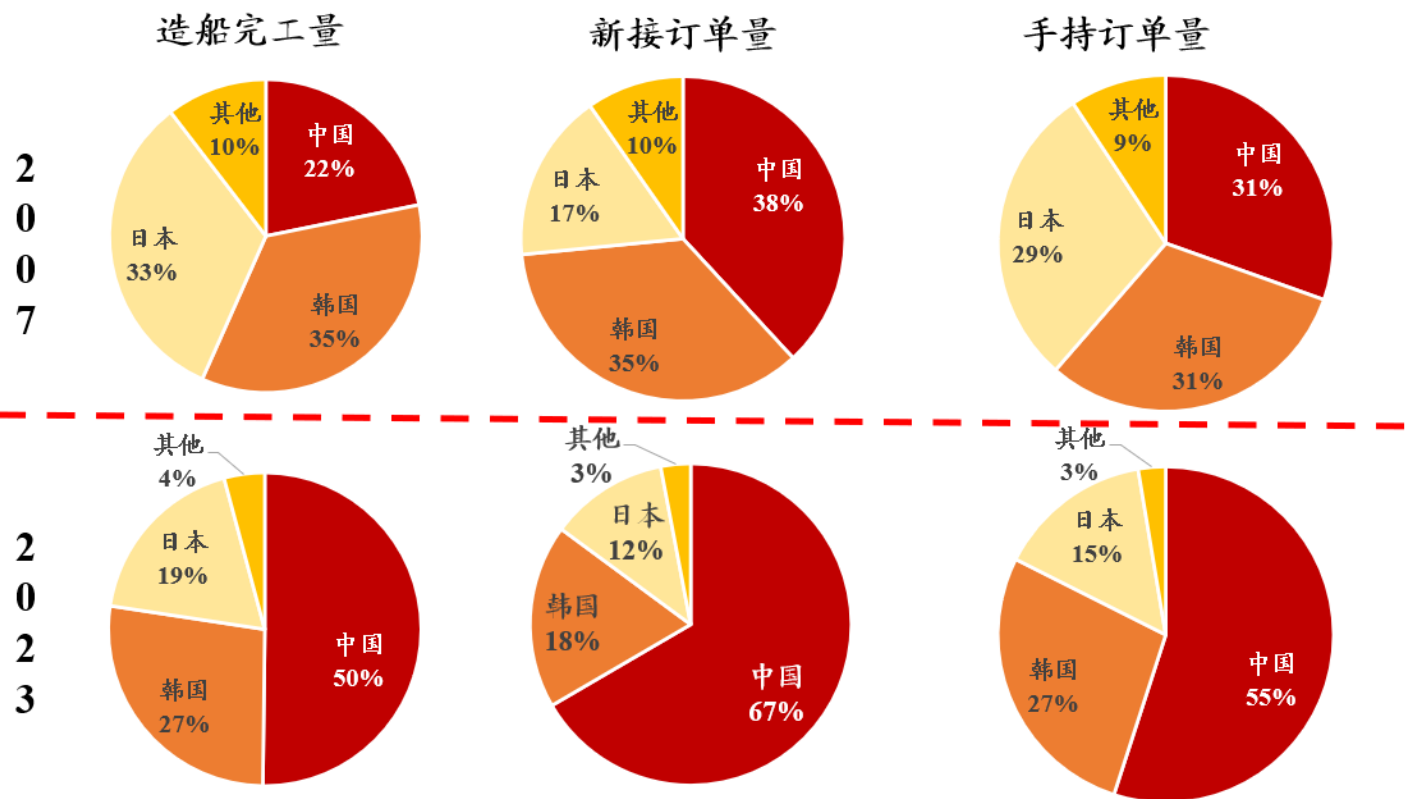
表：中韩头部造船企业经营指标对比（2022年）

	中国			韩国		
	中国船舶	中国重工	扬子江造船	现代重工	三星重工	韩华海洋（原大宇造船）
营收（亿元）	595.38	441.55	207.05	479.41	315.07	257.59
研发费用率	5%	3%		1%	1%	1.50%
毛利率	8%	8%	15%	2%	-8%	-28%
净利率	1%	-5%	13%	-4%	-11%	-36%

总结：产业有望随产业升级+提质增效持续向中国集中

对比来看，尽管中国船舶制造业虽起步较晚，但成本优势明显、本土市场强大、持续提质增效、加大研发投入，结合完整的工业体系与大量内需军船订单（保证周期底部船厂仍能开工），产业发展基础相对更牢固。随着中国船企实现核心技术突破以及深化精细化管理，将加速抢占韩国在高附加值船型的市场份额，实现产业转型升级。从下图可以看出，**中国现阶段三大造船指标均居世界第一。**

图：2007-2023中国三大指标市场份额变化



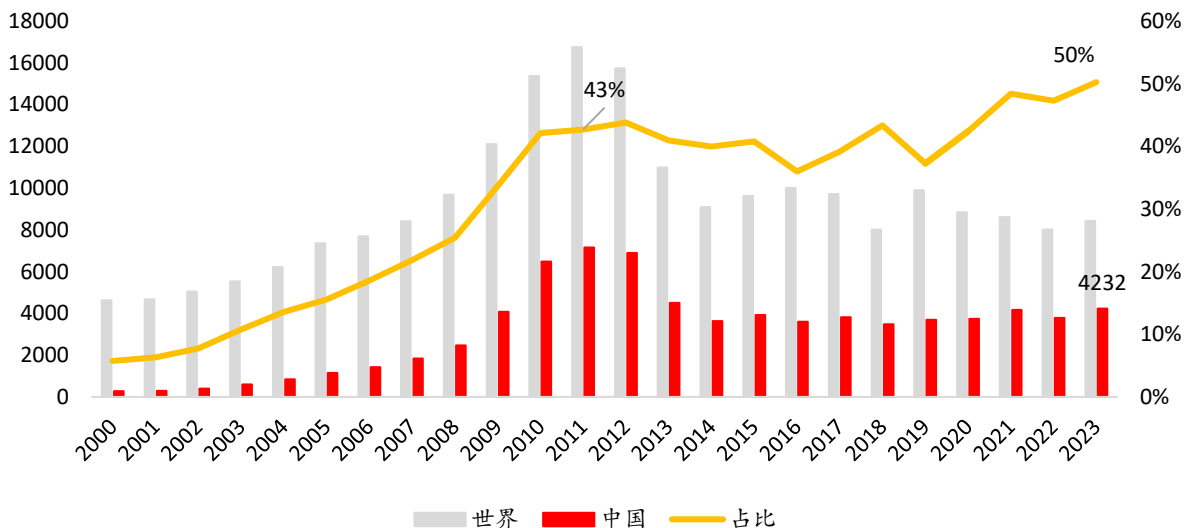
05

需求端核心指标之一：“量”
在两轮周期之间的变化

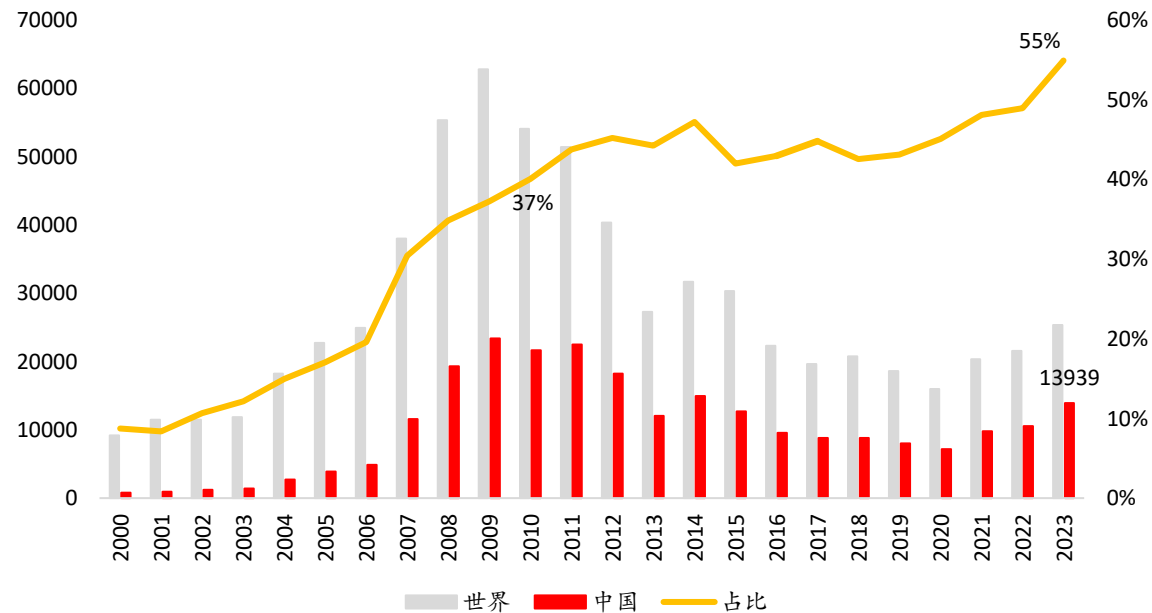
核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国造船完工量全球占比50%，提升了8pct；手持订单量全球占比55%，提升了18pct，产能效率，竞争能力显著提高

2023年中国造船完工量、手持订单量占全球比重分别为50%、55%。造船完工量指标，我国2023年全年实现4232万载重吨，同比增长12%，是2011年峰值时期的59%；2011年峰值时期我国造船完工量占全球比重43%，相比之下提升了8pct，**我国造船完工在世界龙头地位进一步加强**；手持订单量中，2023年我国实现总量13939万载重吨，同比增长32%，是2009年峰值时期的60%；2009年峰值时期我国手持订单量占全球比重37%，相比之下提升了18pct，**我国拿单能力提升显著**，侧面反应我国船厂技术水平先进，在现阶段高端船型中持续拿单能力强。

图：造船完工量我国2023年占全球50%（万载重吨，%）



图：手持订单量我国2023年占全球55%（万载重吨，%）

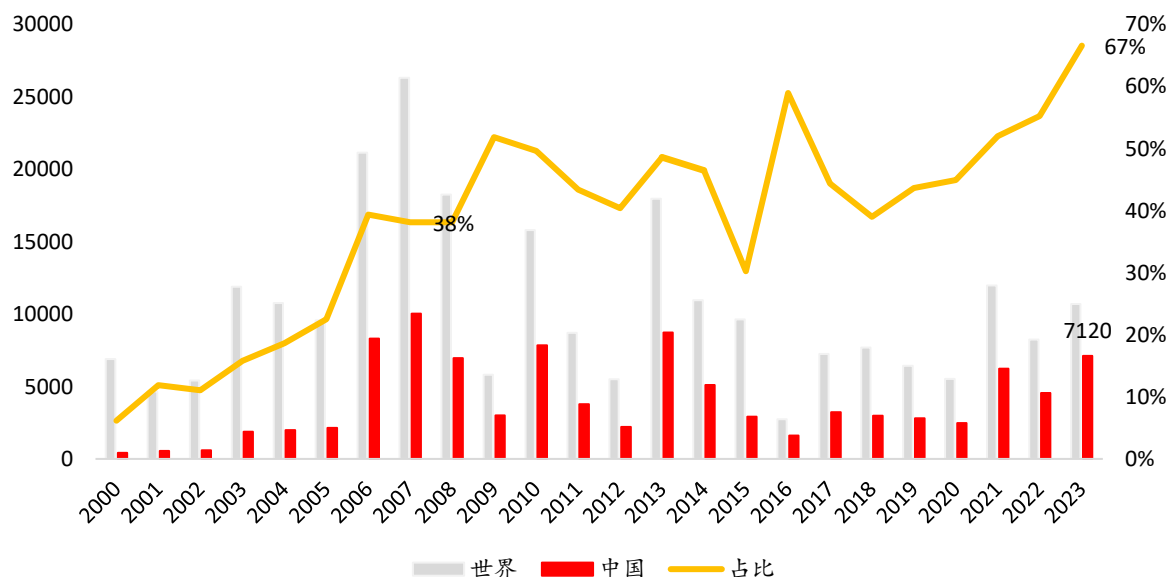


核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国新接订单中集装箱船、LNG船占比显著提升

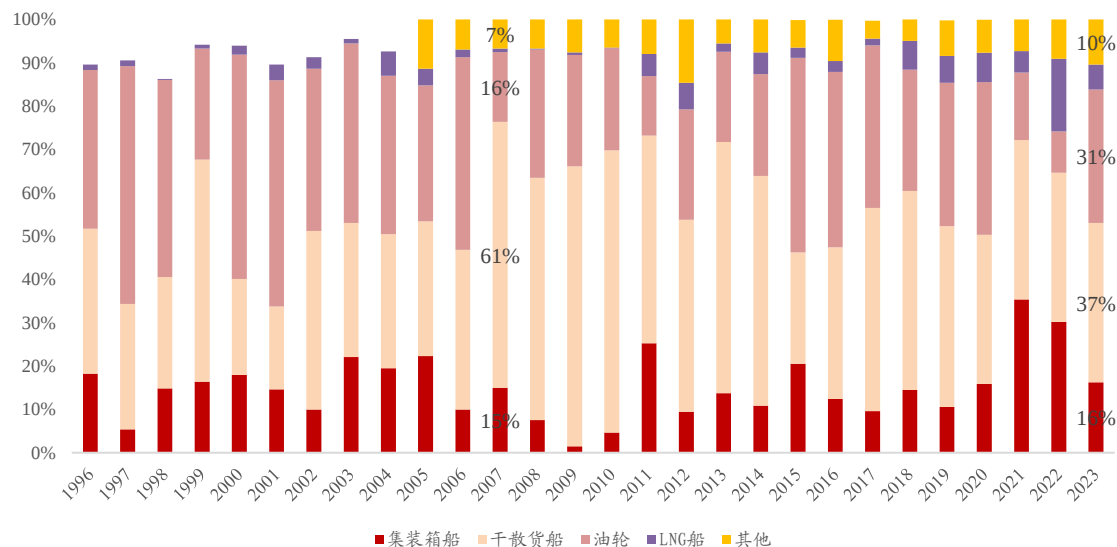
2023年，我国实现新接订单7120万载重吨，同比增长56%，占全球总额的67%；新接订单量是2007年峰值的71%；与2007年峰值相比，我国新接订单全球份额提升28pct，**我国新接订单实力提升显著**；

分船型看，2023年集装箱船、干散货船、油轮及LNG新接订单占总额比重分别为16%、37%、31%和6%，而2007年峰值时期分别为15%、61%和16%，LNG船占比低到可以忽略不计，表明**现阶段集装箱船及LNG船等高附加值船型是未来发展重要趋势**。与本轮周期开启的2021年相比，2023年集装箱船的占比有显著下降，但油轮的占比提升较大，LNG船也有一定提升，表明**本轮周期由箱船开启，油轮已经接力行情持续向上，后期有望逐渐扩大到其他船型的景气上升期**。

图：新接订单量我国2023年占全球67%（万载重吨，%）



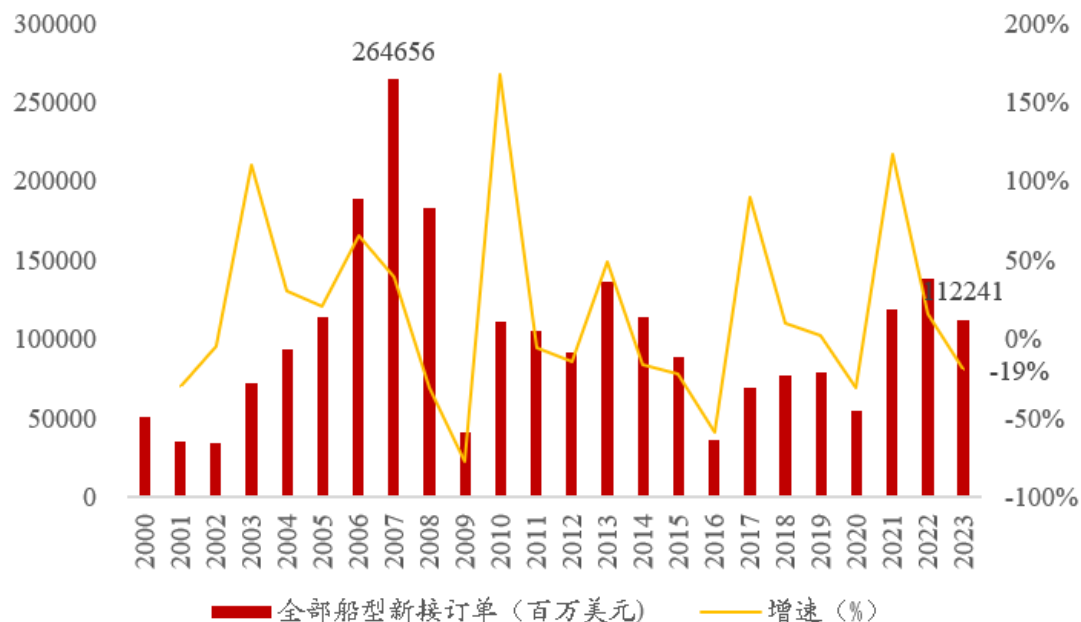
图：各船型新接订单量占比（%）



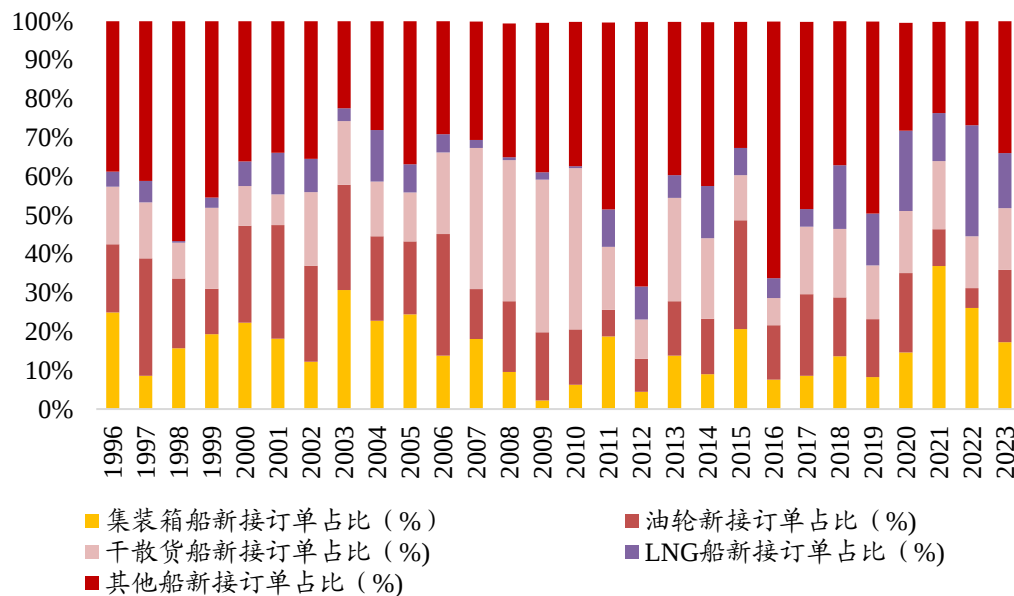
核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国新接订单中集装箱船、LNG船占比显著提升

分金额看，2023年实现新接订单合计1122.41亿美元，同比降低19%；2007年峰值时期新接订单2646.56亿美元，2023全年是2007年峰值的42%（新接订单量是峰值的71%），船价及合同总金额还有上升空间；2023年全部船型新接订单金额之中，箱船、油轮、干散及LNG以百万美元计价值占比分别为17%、19%、16%及14%。

图：全部船型新接订单（百万美元，%）

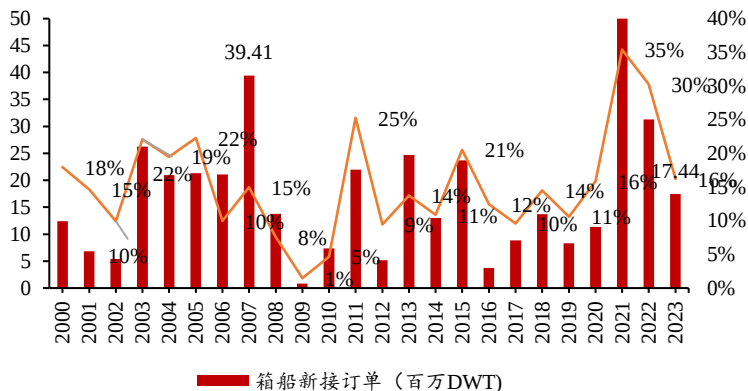


图：全部船型新接订单以百万美元计价值量占比 (%)

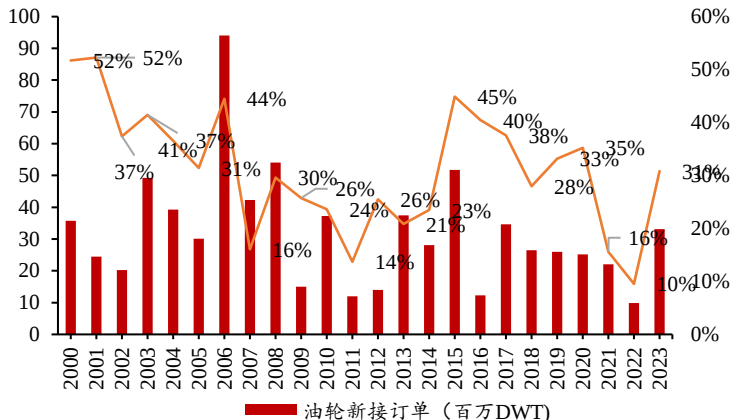


核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国新接订单中集装箱船、LNG船占比显著提升

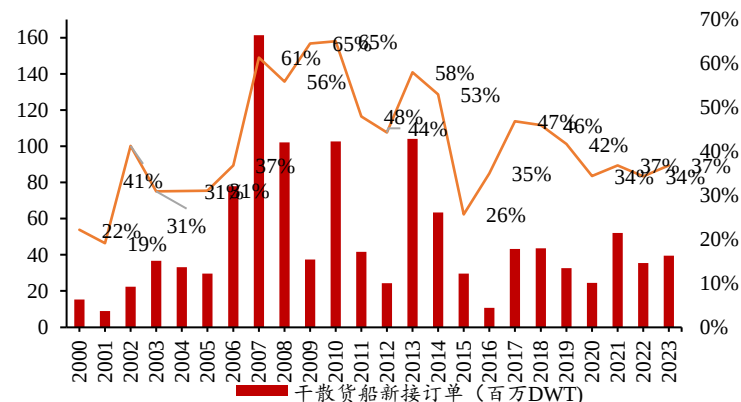
图：集装箱船新接订单量及占比（百万DWT，%）



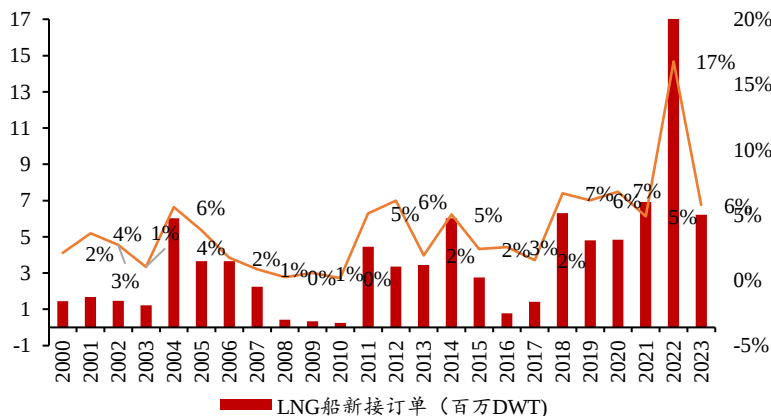
图：油轮新接订单量占比（百万DWT，%）



图：干散货船新接订单量及占比（百万DWT，%）



图：LNG船新接订单量占比（百万DWT，%）

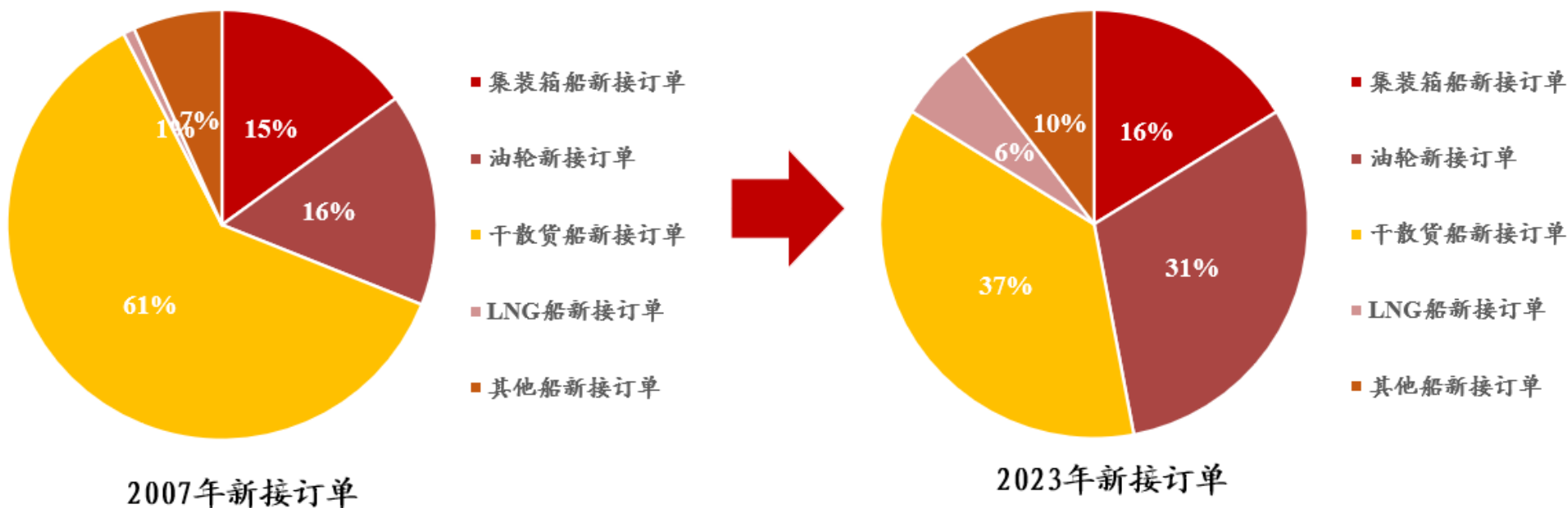


细分船型中，集装箱船2023年新接订单17.44百万DWT，同比下降44%，占全部新接订单比重16%；2007年行业峰值时期集装箱船新接订单39.41百万DWT，2023年是峰值时期的44%；油轮2023年新接订单33.1百万DWT，同比增长235%，占全部新接订单比重31%；2007年行业峰值时期油轮新接订单42.23百万DWT，2023年是峰值时期的78%；干散货船2023年新接订单40百万DWT，同比增长11%，占全部新接订单比重37%；2007年行业峰值时干散货船新接订单161百万DWT，2023年是峰值时期的25%；LNG船2023年新接订单6.22百万DWT，同比下降64%，占全部新接订单比重6%。**大型LNG船作为近些年出现的新船型，是目前单体金额最高船型之一，近些年下单量及需求较上轮周期有所增长，有望成为后期重要能源运输力量。**

核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国新接订单中集装箱船、LNG船占比显著提升

通过对比2007-2023年新接订单各船型市场份额占比，可见本轮周期高端、高附加值船型是未来重点发展趋势；现阶段集装箱船、油轮已经下单或者正在进行大规模下单，干散货船作为存量最多的一种船型，后期随换船时间愈发紧迫，长期有望迎来大规模下单。

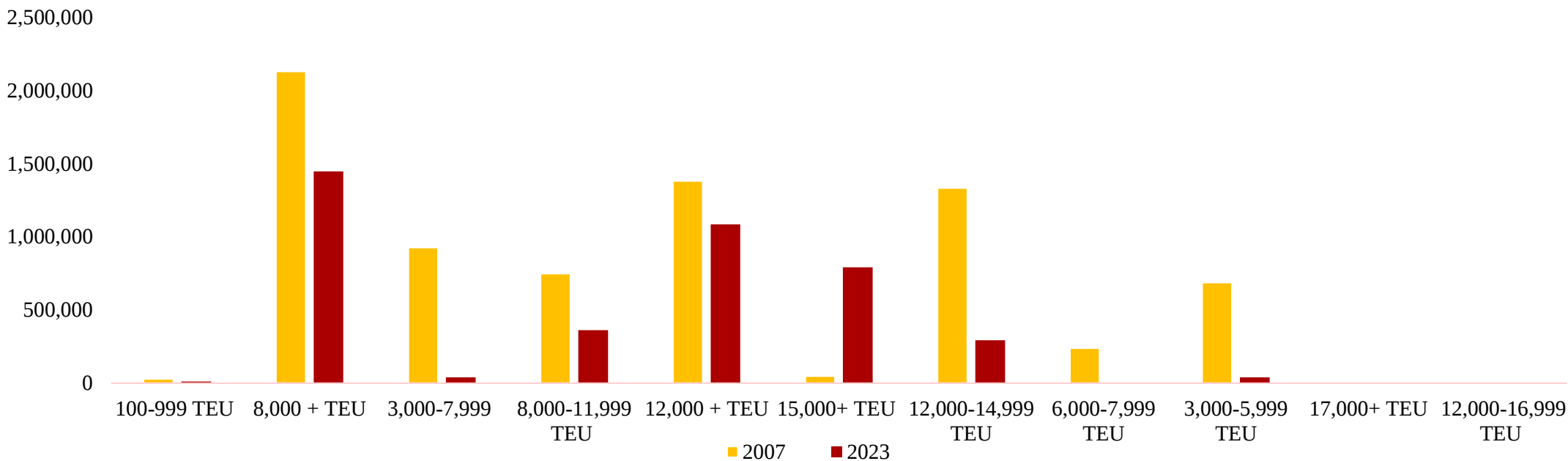
图：2007-2023订单变化，集装箱船、LNG占比有所提升



核心观点：未来大型船舶成主流下单趋势，高端船厂有望优先受益

以集装箱船为例，通过分析2007-2023年细分船型下单量的变化，其中15000+TEU船订单量从2007年的0.64%总份额占比增加至2023年的19.44%总份额，船舶大型化趋势明显；其余船型均有一定比例的下降，这跟目前总接单量仅为峰值时期的44%有关，但多种小型船舶市场份额均有降低，**未来船东偏好预计向大型、双燃料、智能化船舶倾斜。**

图：2007-2023集装箱船细分船型变化（单位：TEU）



06

需求端核心指标之二：“价” 在两轮周期之间的变化

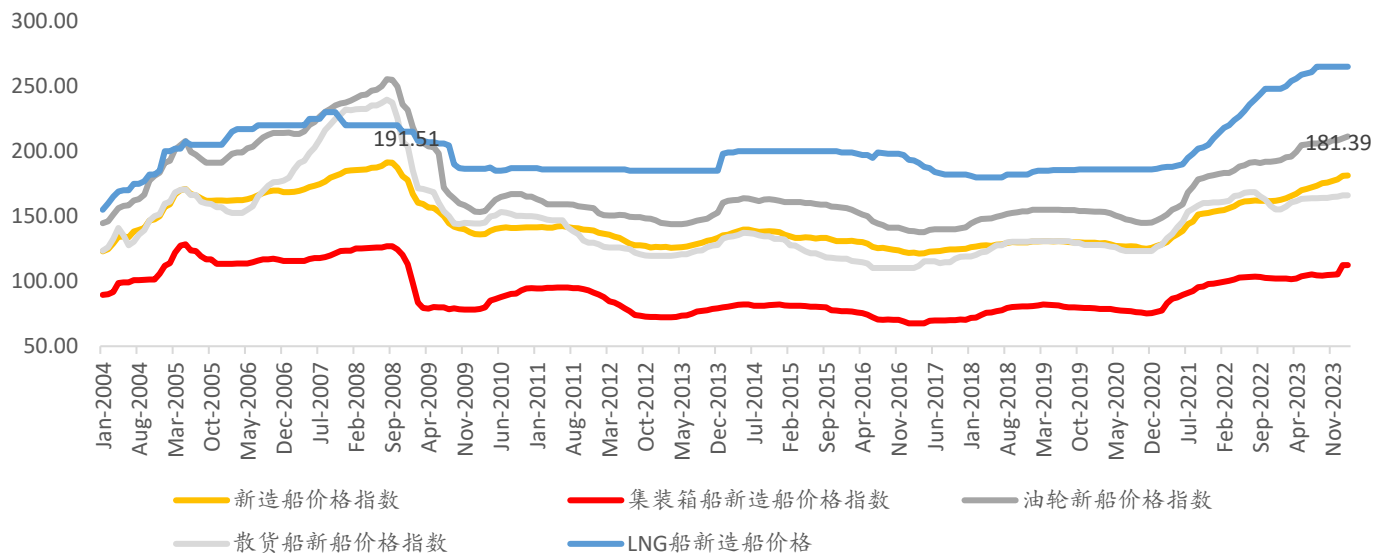
核心观点：2023船价指数同比增长10%，箱船、油轮、LNG等领涨

2024年3月，克拉克森新船造价指数报收181点，同比增长9.84%，环比增长0.23%，位于历史峰值的95%分位；其中，集装箱船新船造价指数同比增长10.54%，环比持平，位于历史峰值的88%分位；油轮新船造价指数同比增长8.04%，环比增长0.18%，位于历史峰值的83%分位；干散货船新船造价指数同比增长4.28%，环比增长0.82%，位于历史峰值的69%分位。

表：新船造价指数，集装箱船、油轮位于历史峰值80%分位以上，干散船价涨幅较小

2024.3	新船造价指数	箱船新造价指数	油轮新造价指数	干散新造价指数	LNG新造价
同比	9.84%	10.54%	8.04%	4.28%	4.33%
环比	0.23%	0.00%	0.18%	0.82%	0.00%
与本轮周期起点（2021年1月）相比	43.03%	47.18%	44.18%	32.45%	42.09%
历史峰值分位	94.72%	87.56%	82.78%	69.33%	

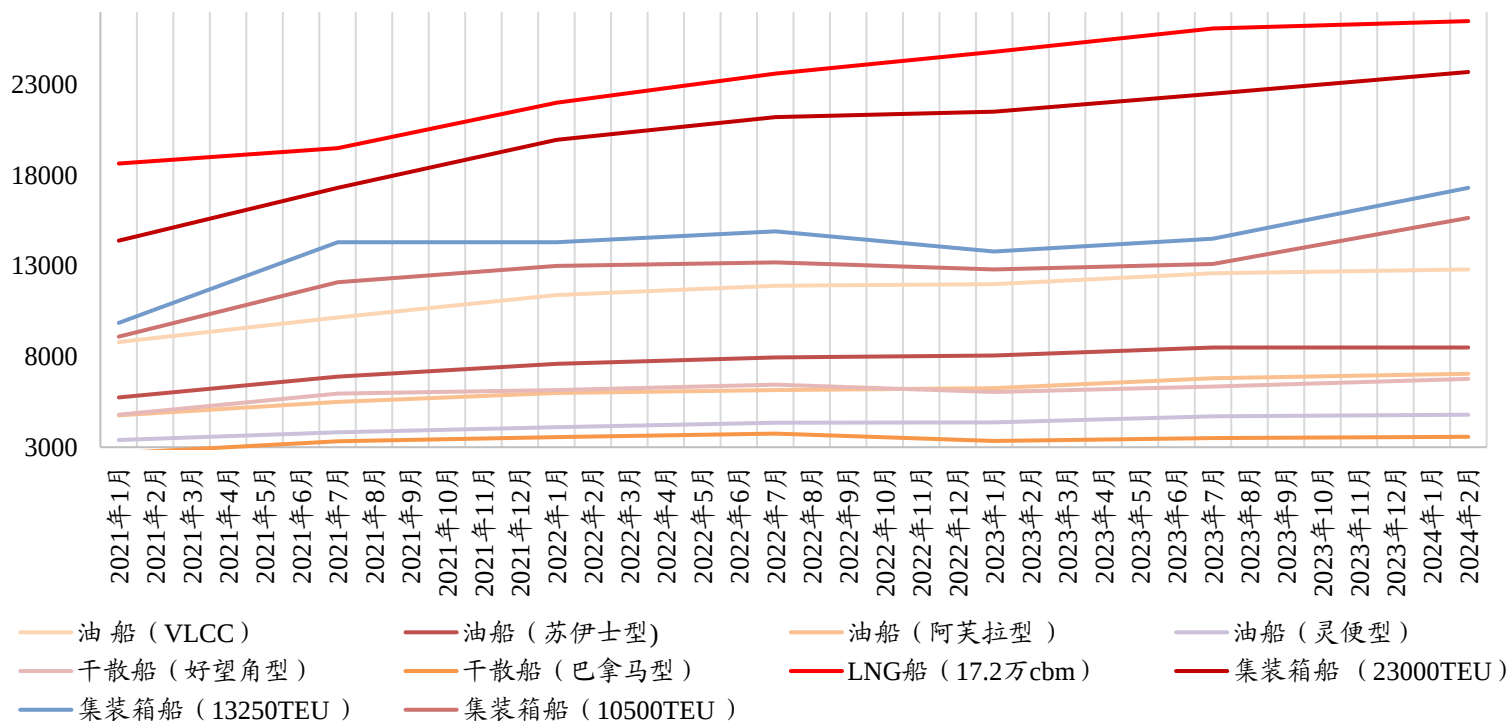
图：新船价格指数自2021年以来显著上涨，现阶段新船价格处于历史峰值95%分位



核心观点：2023船价指数同比增长10%，箱船、油轮、LNG等领涨

通过分析不同船型价格走势可知，自2021年以来，**大型箱船、LNG船现阶段单船价值量最高，集装箱船、油轮涨幅最大。**截至2024年2月，2.3万TEU/1.3万TEU/1.1万TEU集装箱船报收2.37/1.73/1.57亿美元，相比2021年初累计涨幅分别为65%/76%/72%；VLCC/苏伊士型/阿芙拉型油轮报收1.28/0.85/0.705亿美元/艘，累计涨幅分别为45%/48%/48%；好望角型/巴拿马型干散船报收0.68/0.36亿美元/艘，累计涨幅分别为41%/33%；17万cbm型LNG船报收2.65亿美元/艘，累计涨幅42%。

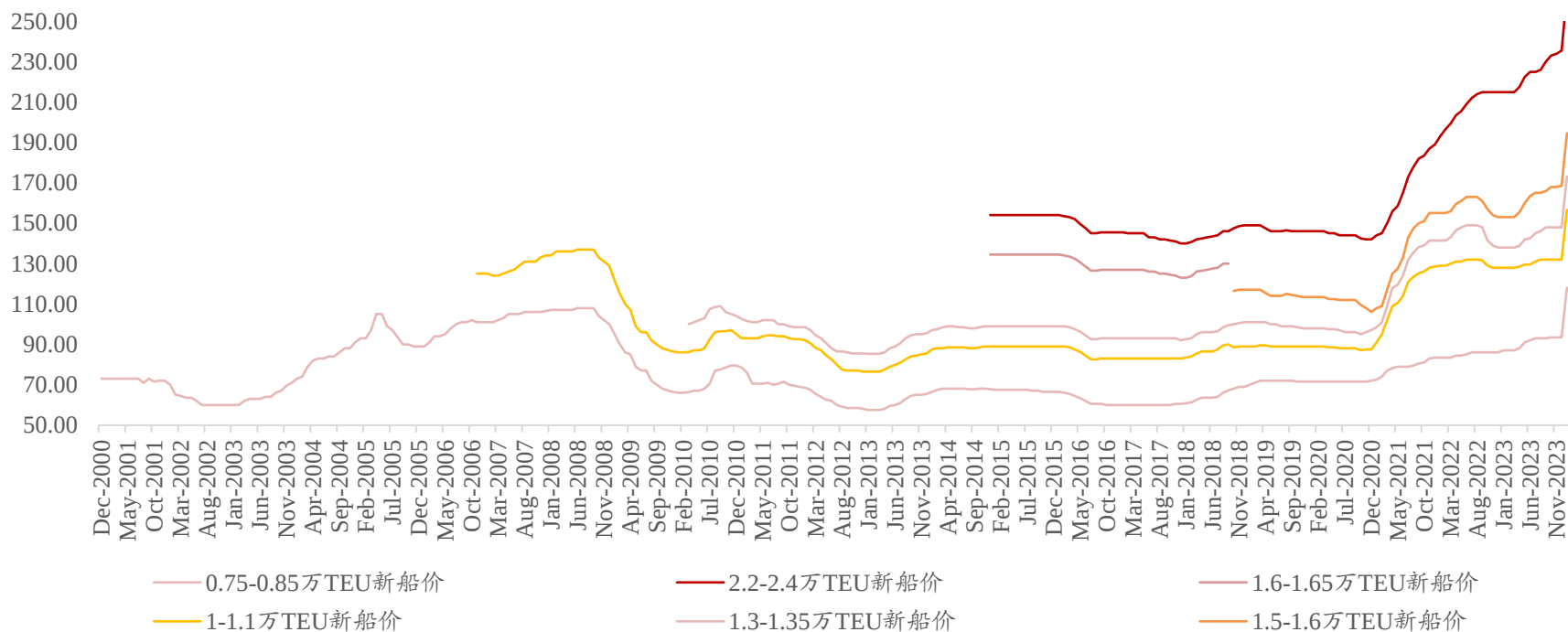
图：不同船型价格走势，大型集装箱船、LNG领涨（百万美元/艘）



核心观点：2023船价指数同比增长10%，箱船、油轮、LNG等领涨

通过分析集装箱船不同规格船型价格走势可知，2.2-2.3万TEU型箱船自2021年以来显著领涨；集中在1-2万TEU区间的船价走势较为一致，均于2021年以来有较大涨幅，2022-2023年较为平缓，并于2023年底至今小幅跳涨；1万TEU以下船型整体涨幅偏缓，我们判断本轮集装箱船下单主要集中在中大型船舶上，预计未来船舶大型化、智能化及双燃料成必然趋势，船东下单偏好向大型船舶倾斜，未来单船平均载重吨预计持续提升。

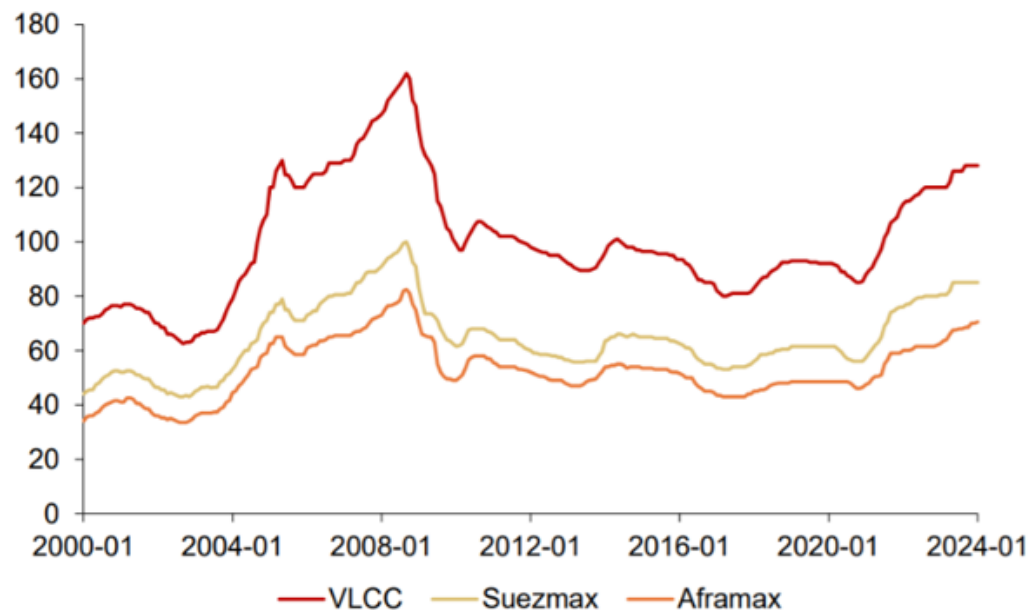
图：细分船型的集装箱船价格走势（百万美元/艘）



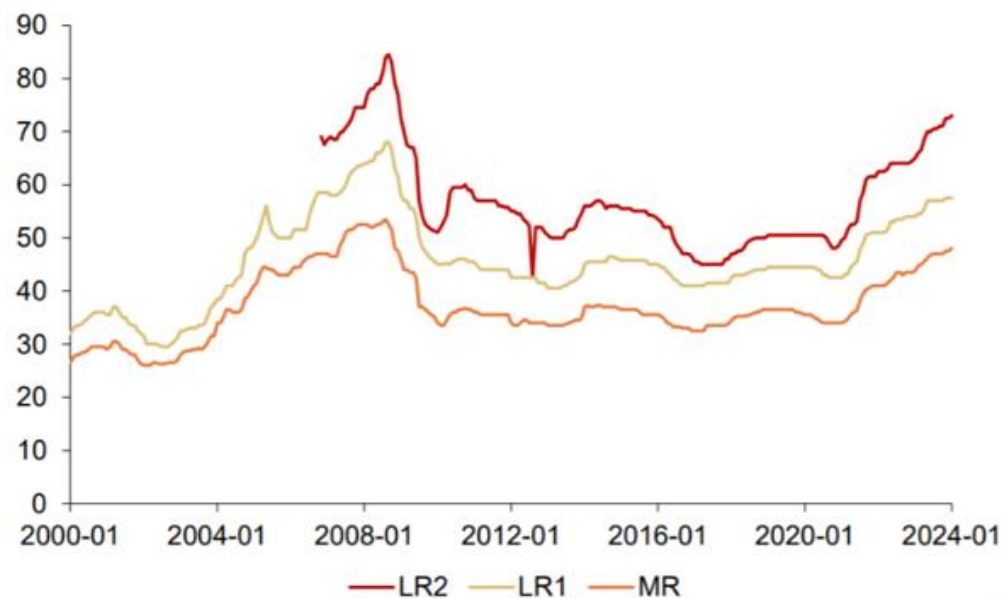
核心观点：2023船价指数同比增长10%，箱船、油轮、LNG等领涨

油轮处于2009年下半年以来高位：截止2024年1月，原油油轮中，VLCC/苏伊士型/阿芙拉型新船价格分别为1.28/0.85/0.705亿美元，较2022年1月上涨12%、12%、18%；成品油轮中，LR2/LR1/MR新船价格分别为0.73/0.575/0.48亿美元，较2022年1月上涨17%/13%/17%，多款细分船型船价维持高位稳固，后期下单行情有望持续。

图：原油油轮新船价格（百万美元/艘）



图：成品油油轮新船价格（百万美元/艘）

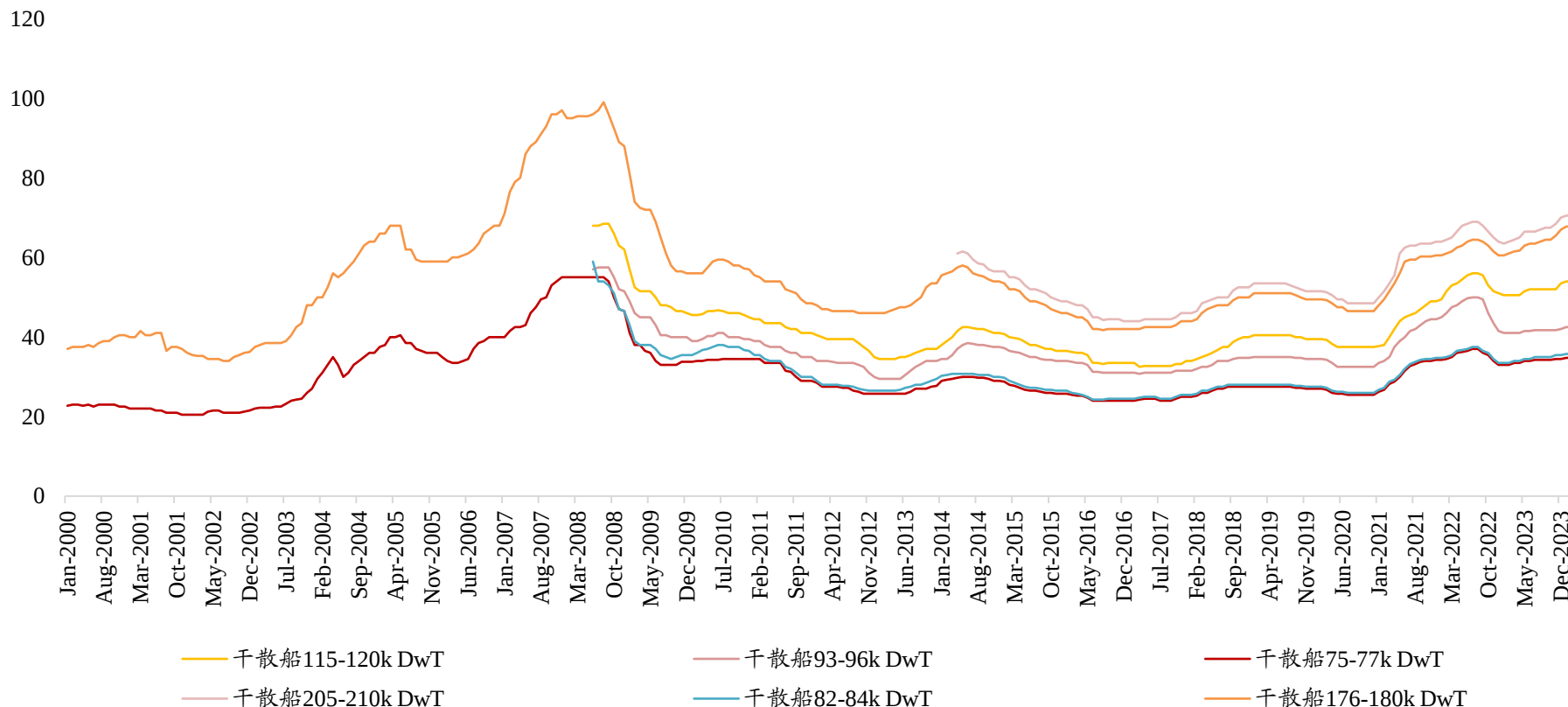


4

核心观点：2023船价指数同比增长10%，箱船、油轮、LNG等领涨

干散货船不同细分型号整体价格涨幅较为一致，自2021年以来涨幅平缓，无领涨突出船型；我们认为本轮周期尚未迎来干散货船的大幅放量，后续随BDI指数提升叠加换船周期、环保政策驱动等，干散货订单大幅增长的同时有望迎来价格上行。

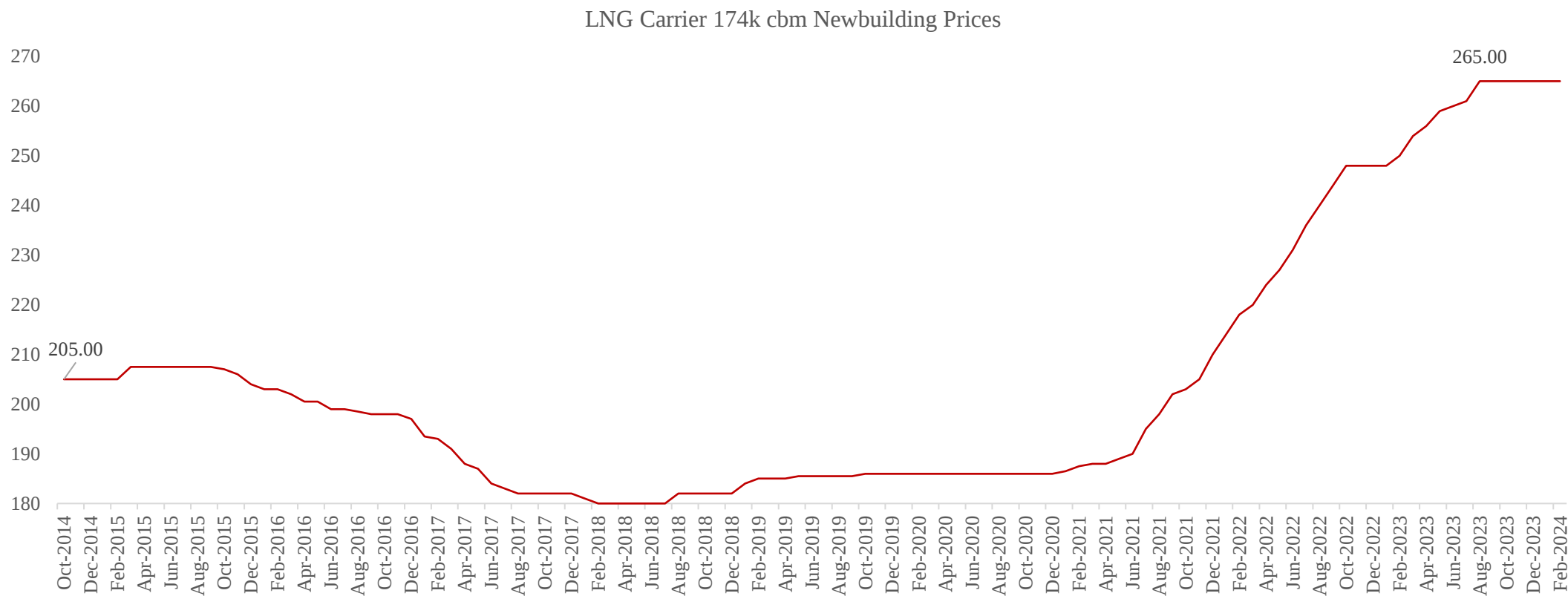
图：细分船型的干散货船价格走势（百万美元/艘）



核心观点：2023船价指数同比增长10%，箱船、油轮、LNG等领涨

大型LNG船作为近些年出现的一种新船型，设备复杂，技术要求高，造价大，被誉为“造船工业皇冠上的三颗明珠”，自2014年推出时报价2.05亿美元/艘，周期低点2018年跌至1.8亿美元/艘，自2021年以来价格显著上涨，截至2024年2月累计涨幅42%，报收2.65亿美元/艘，后续船价有望高位稳固，小幅震荡。

图：大型LNG船价格走势（百万美元/艘）



核心观点：船位的紧张与包括劳动力成本在内的普遍通胀压力 促船价持续创新高

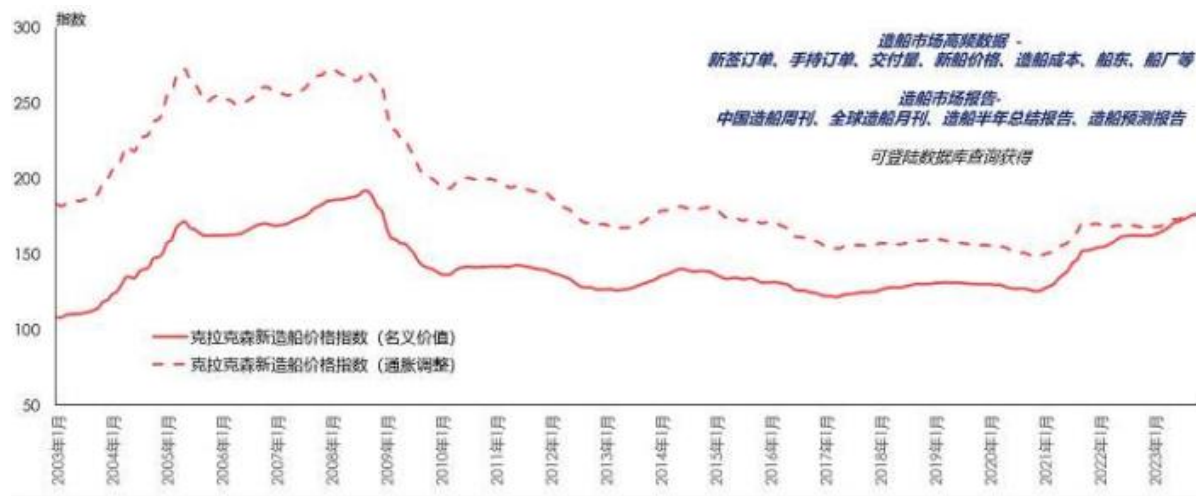
原材料成本上升和汇率波动为船厂面临的**最大压力**。过去三大造船国中除中国以外，韩国和日本的通胀一直保持在低位；但进入2021年后，日韩的通胀明显上升，韩国三大造船厂过去3年平均工资上涨15%-20%。如今围绕绿色环保升级的环保船型，也意味着额外的建造成本支出。当前气体运输船、汽车运输船新造船订单均为双燃料船型。

表：以部分箱船为例，双燃料船比常规燃料贵约10%-15%

	Containership 15,000/16,000 TEU Newbuilding Prices (Conventional Fuel)	Containership 15,000/16,000 TEU Newbuilding Prices (LNG Dual Fuel)	Containership 22,000/24,000 TEU Newbuilding Prices (Conventional Fuel)	Containership 22,000/24,000 TEU Newbuilding Prices (LNG Dual Fuel)
Jul-2023	165.00	192.00	225.00	253.00
Aug-2023	165.00	192.00	226.00	254.00
Sep-2023	166.00	193.00	230.00	258.00
Oct-2023	168.00	193.00	233.00	260.00
Nov-2023	168.00	193.00	234.00	261.00
Dec-2023	168.50	193.50	235.50	262.50
Jan-2024	169.00	194.50	236.50	264.00
Feb-2024	169.50	195.00	237.00	264.50

美元购买力，去除通胀调整较历史峰值有30%以上差距：新造船订单大多以美元计价。撇开成本因素，我们从美元购买力分析。克拉克森图表展示了基于美国 CPI 进行通胀调整的克拉克森新造船价格指数，它反映美元“消费能力”随时间的变化。调整后，克拉克森新造船价格指数达到2012年以来的最高水平，较2008年的历史峰值仍有30%以上的差距。

图：通胀调整后的新船价格指数



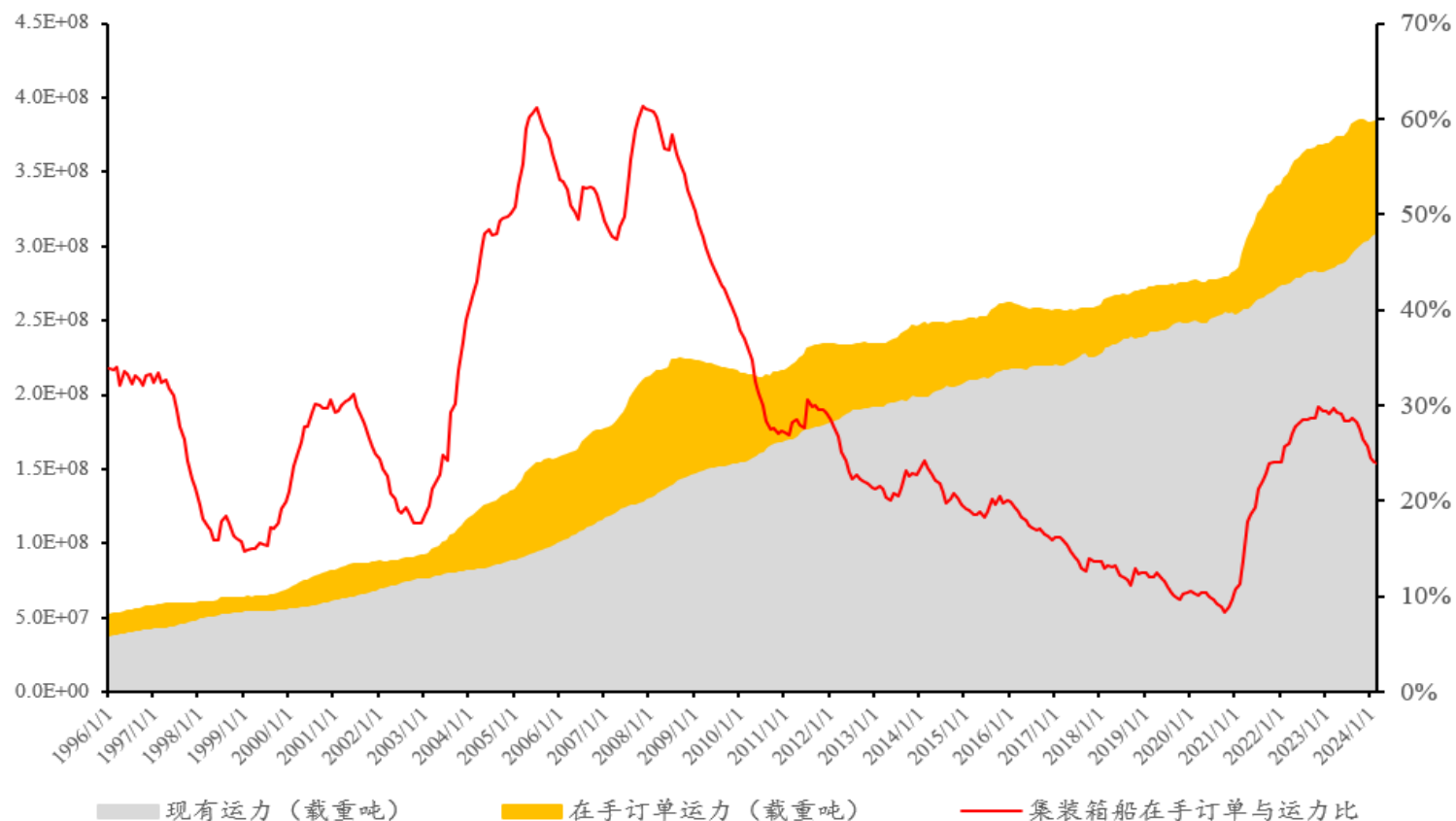
07

需求端核心指标之三：船东及 船队运力对订单的影响

核心观点：集运船东前期盈利较多，行业中期交付压力较大

依据克拉克森相关数据统计显示，截至2024年1月，集装箱船舶运力共计27.90百万TEU，订单运力共计6.83百万TEU，现阶段订单运力占比24.4%。

图：集装箱船在手订单运力与现有运力之比趋势图



核心观点：集运船东前期盈利较多，行业中期交付压力较大

根据克拉克森预测数据显示，集装箱船预计2024、2025年货量需求增速3.8%/3.1%，吨海里需求增速5.5%/0.8%；有效运力供给增速8.5%/5.1%，供需差预计分别为-3%/-4.2%，未来运力大于需求，我们判断**后期集装箱船持续大幅下单可能性较小**。

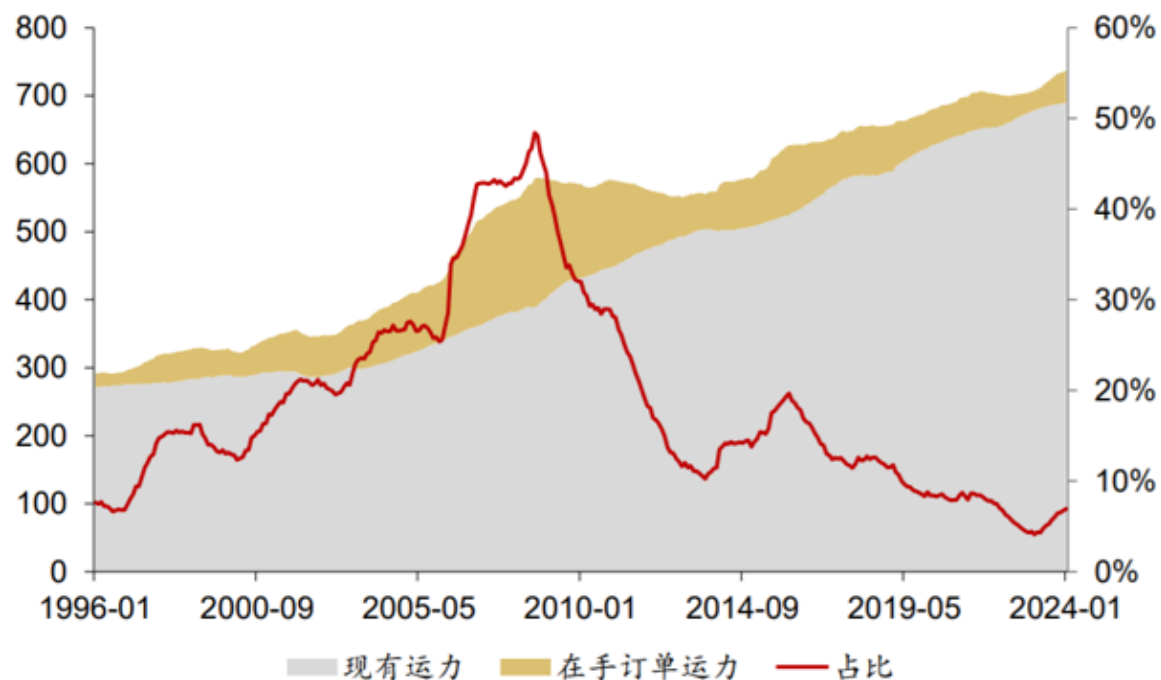
表：集装箱船运输供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024（f）	2025（f）
需求增速-货量	-1.5%	6.6%	-3.7%	0.3%	3.8%	3.1%
需求增速-吨海里	-1.7%	6.8%	-5.3%	1.6%	5.5%	0.8%
供给增速-有效运力	2.9%	4.5%	4.0%	8.2%	8.5%	5.1%
供需差	-4.6%	2.3%	-9.4%	-6.6%	-3.0%	-4.2%

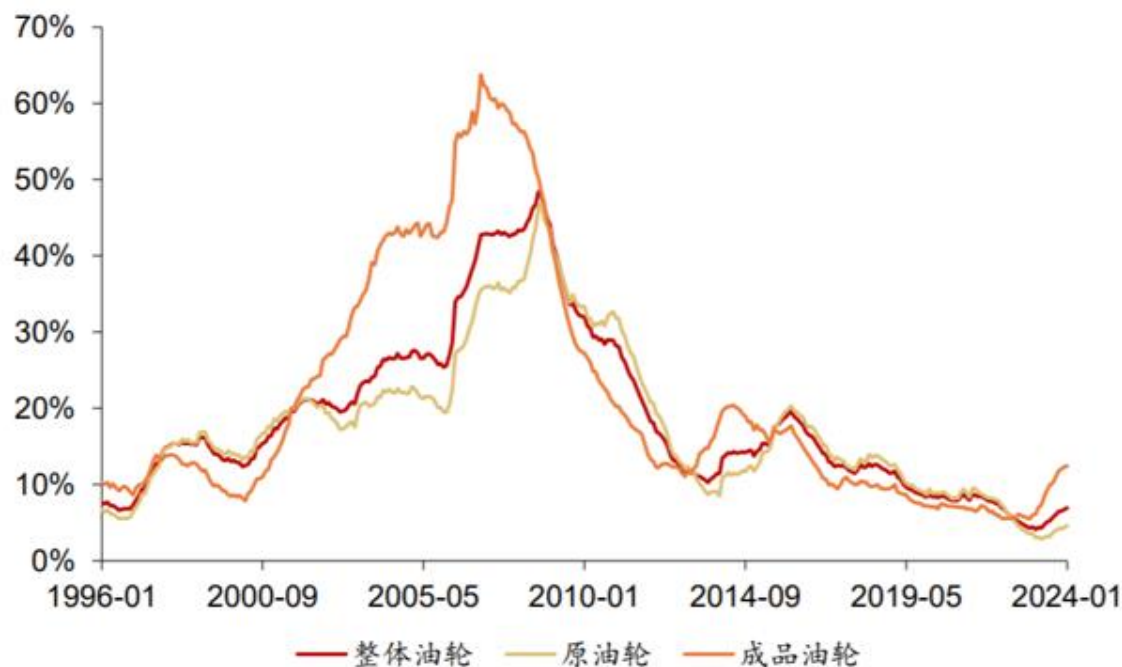
核心观点：油运订单、船价均上涨，未来仍存在供需差

油轮在手订单处于历史低位：从下图可知，截至2024年1月，当前油轮船队与运力比为6.9%，环比有0.2pct小幅增加，但仍旧处于1996年以来的历史地位；其中原油油轮在手订单与运力之比为4.6%，成品油轮在手订单与运力之比为12.4%，后期手持订单仍有较大上涨空间。

图：油轮在手订单与运力比处于历史低位



图：成品油油轮/原油油轮订单运力比趋势图

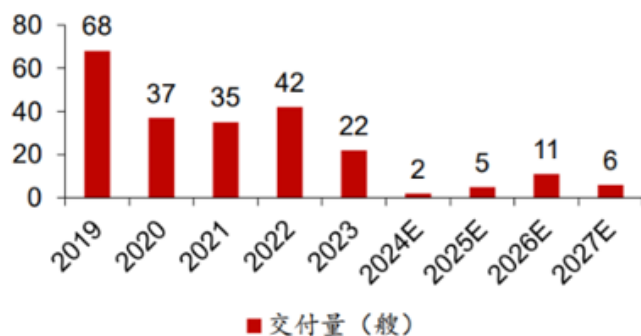


核心观点：油运订单、船价均上涨，未来仍存在供需差

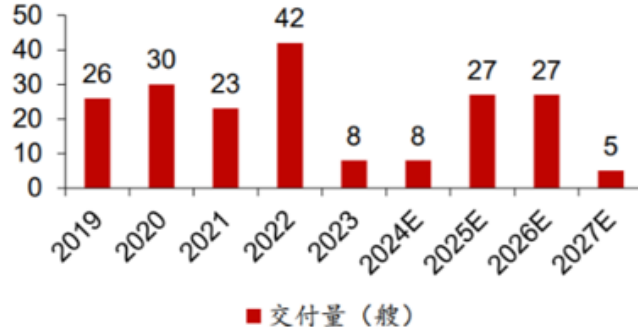
根据克拉克森数据显示，预计2024-2025年VLCC仅交付分别2艘、5艘；苏伊士型交付8艘、27艘；阿芙拉型交付15艘、6艘。总体来看，油轮在未来交付量十分有限，预计运力紧缺将持续较长时间。

图：油轮未来交付情况预测一览，总体交付量十分有限

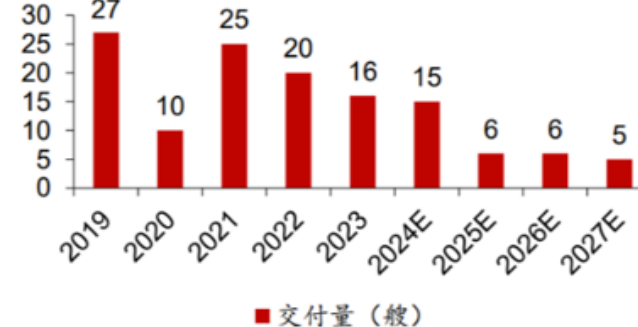
图：VLCC交付量



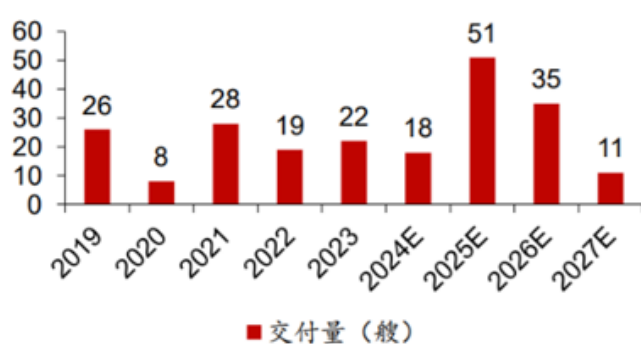
图：Suezmax交付量



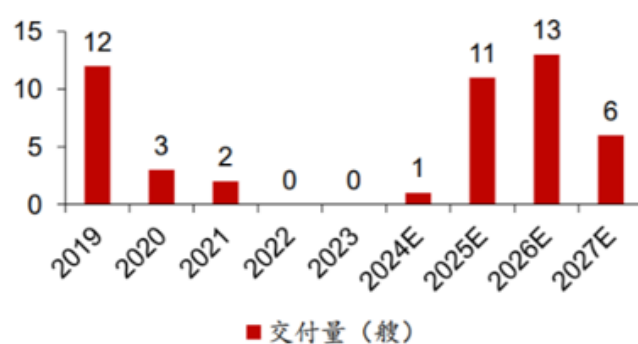
图：Aframax交付量



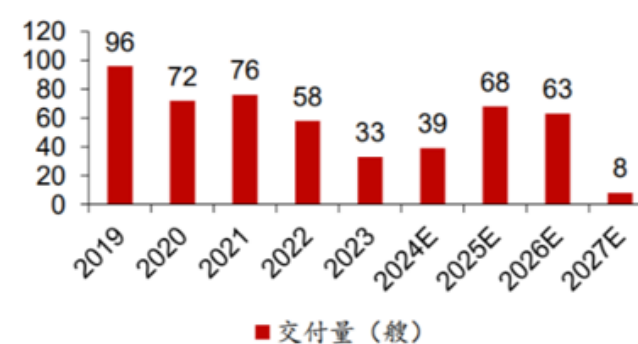
图：LR2交付量



图：LR1交付量



图：MR交付量



核心观点：油运订单、船价均上涨，未来仍存在供需差

根据克拉克森预测数据显示，原油预计2024、2025年货量需求增速2.6%/2.6%，吨海里需求增速3.7%/2.9%；有效运力供给增速0.2%/0.2%，供需差预计分别为3.5%/2.7%；成品油预计2024、2025年货量需求增速3.3%/2.4%，吨海里需求增速6.1%/2.4%；有效运力供给增速1.6%/3.7%，供需差预计分别为4.5%/-1.3%。我们判断**未来原油运力小于需求，仍有大幅下单可能；成品油2024年运力仍旧紧缺，2025年基本平衡，成品油轮未来仍有下单空间。**

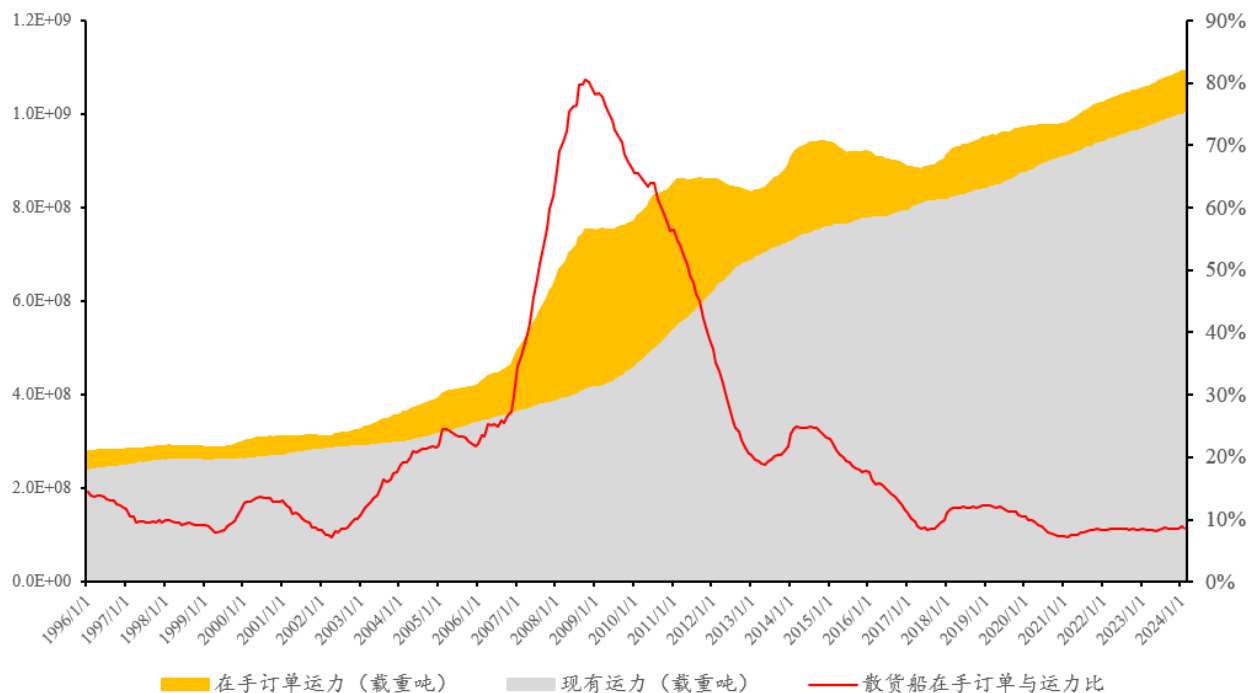
表：原油/成品油运输供需平衡表

		2020	2021	2022	2023	2024 (f)	2025 (f)
原油	需求增速-货量	-7.8%	-0.5%	7.4%	3.0%	2.6%	2.6%
	需求增速-吨海里	-6.8%	-3.6%	8.1%	6.8%	3.7%	2.9%
	供给增速-有效运力	0.4%	3.4%	5.0%	3.2%	0.2%	0.2%
	供需差	-7.2%	-7.0%	3.1%	3.6%	3.5%	2.7%
成品油	需求增速-货量	11.0%	4.7%	3.7%	3.3%	3.3%	2.4%
	需求增速-吨海里	-9.2%	8.3%	4.6%	10.3%	6.1%	2.4%
	供给增速-有效运力	0.1%	2.7%	2.6%	1.9%	1.6%	3.7%
	供需差	-9.3%	5.6%	2.0%	8.4%	4.5%	-1.3%

核心观点：多项利好促进2024干散货航运市场值得期待

根据克拉克森最新报告显示，2023年全球干散货需求量为55.27亿吨，同比增长4.3%，相比上年-2.8%增速提高了7.1个百分点；吨海里数增速为5.2%，相比上年-1.6%的增速提高了6.8个百分点。需求量和周转海里增速都超出2.9%的运力增速。主要还是中国和美国经济复苏强劲，以及中国煤炭限制进口政策放松导致的需求增加所致。

图：干散货船在手订单运力与现有运力之比趋势图



2024年全球干散货运输需求增速可能有所放缓，但仍可望继续稳步增长。综合各方面因素，预计国际干散货海运需求有望增长0.9%至55.77亿吨，增速比2023年有所回落，但与运力增速相当，国际干散货运输的市场生态有望继续好转。

表：全球干散货运力增速预测表

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
运力 (百万吨)	759	777	794	817	837	870	903	933	960	988	1011(f)
增速	4.40%	2.40%	2.20%	2.90%	2.90%	3.90%	3.80%	3.40%	2.80%	2.90%	2.90%

核心观点：多项利好促进2024干散货航运市场值得期待

最近十年国际干散货运力年均增速仅3.1%，需求年均增速约1.9%，自2017年以来,市场运力供需基本达至平衡状态，BDI 指数表现主要受供需以外因素左右。2018、2019年全球局势比较平稳，相应市场表现也中规中矩；2020年主要受新冠疫情影响，船运市场受到冲击；而2021、2022年主要受集装箱市场暴涨的外溢效应带动；2023年下半年后期的快速拉升则主要受巴拿马运河干旱和胡塞武装袭击商船等影响。

表：全球干散货运量及周转量增速表

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
运量（百万吨）	4833	4832	4938	5175	5314	5335	5276	5454	5299	5527	5577 (f)
增速	5.40%	0%	2.20%	4.80%	2.70%	0.40%	-1.10%	3.40%	-2.80%	4.30%	0.90%
周转量(十亿吨海里)	25445	26675	25747	27180	27823	27827	28138	29105	28653	30135	30579 (f)
增速	6.10%	4.80%	-3.50%	5.60%	2.40%	0.00%	1.10%	3.40%	-1.60%	5.20%	1.50%

核心观点：多项利好促进2024干散货航运市场值得期待

通过下表可知，2024年干散货航运市场供需差基本平衡，暂无明显大幅度新增需求；但2024多因素助力市场，国际干散货航运市场值得期待：1、巴拿马运河干旱导致船舶通行受阻大概率持续影响2024年上半年，船舶长时间等待过运河将继续占用部分运力；2、胡赛武装带来的通行风险仍将继续存在，船舶效率下降；3、全球选举大年或带来新出台政策政策，或将导致贸易格局变化为市场提供支持，干散货2024年航运市场值得期待。

表：干散货船运输供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024（f）	2025（f）
需求增速-货量	-1.1%	3.4%	-2.8%	3.9%	1.2%	1.5%
需求增速-吨海里	1.2%	3.4%	-1.1%	4.4%	1.6%	1.6%
供给增速-有效运力	3.8%	3.6%	2.9%	3.1%	2.7%	1.7%
供需差	-2.6%	-0.2%	-4.0%	1.3%	-1.1%	-0.1%

08

供给端：产能情况跟踪？如何看待供需格局变化对船价的影响

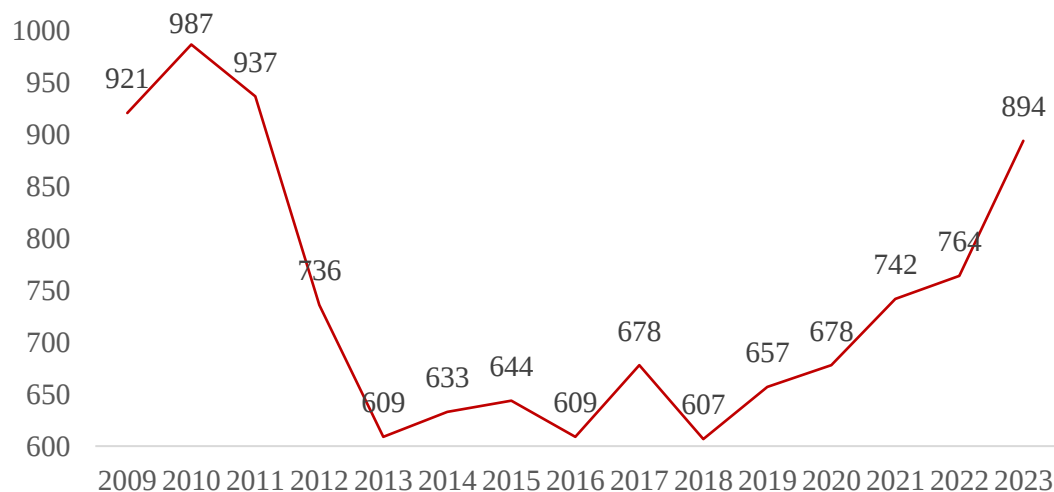
核心观点：船厂运载已近饱和，但活跃船厂数量显著下降，行业出清2/3造船供需紧张预计持续推高船价



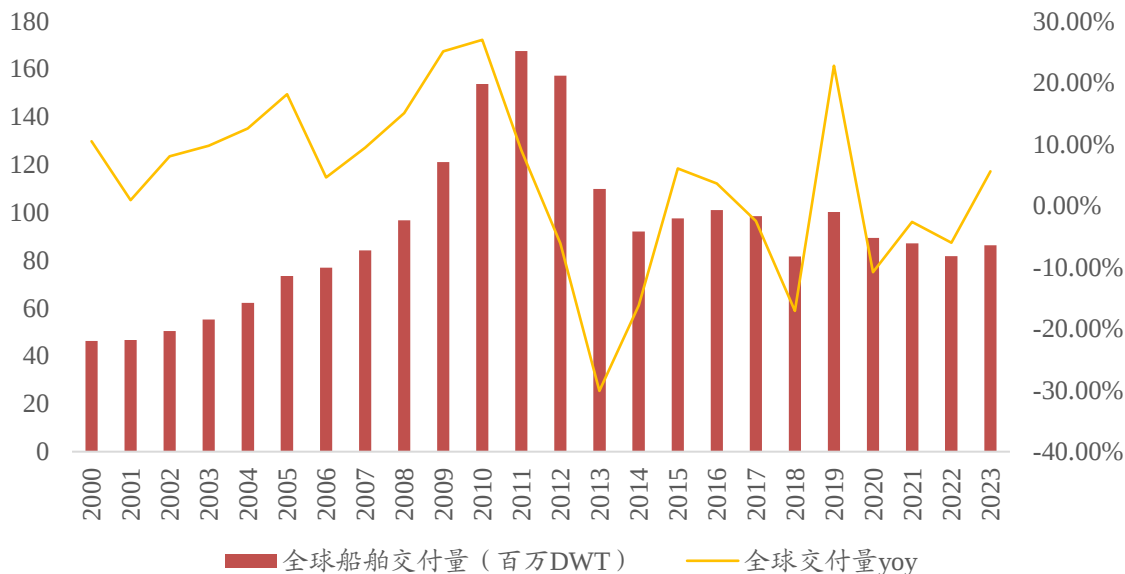
浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

产能饱和，船厂运转已逼近历史峰值：根据官方数据显示，2023年我国造船产能利用检测指数（CCI）报收894点，与2022年相比提升130点，同比增长17%。从全年来看，CCI指数呈现季度增长的态势：一季度CCI报收772点，环比提升8个点；二季度CCI798点，环比提升26点，环比增长3.4%；三季度报收878点，环比提高80点，环比增长10%；四季度报收894点，为自2012年以来最高水平。展望2024年，船企手持订单充足、产能利用情况良好，预计全年CCI水平将保持在较高水平波动。

图：我国造船产能利用监测指数2023年逼近900点



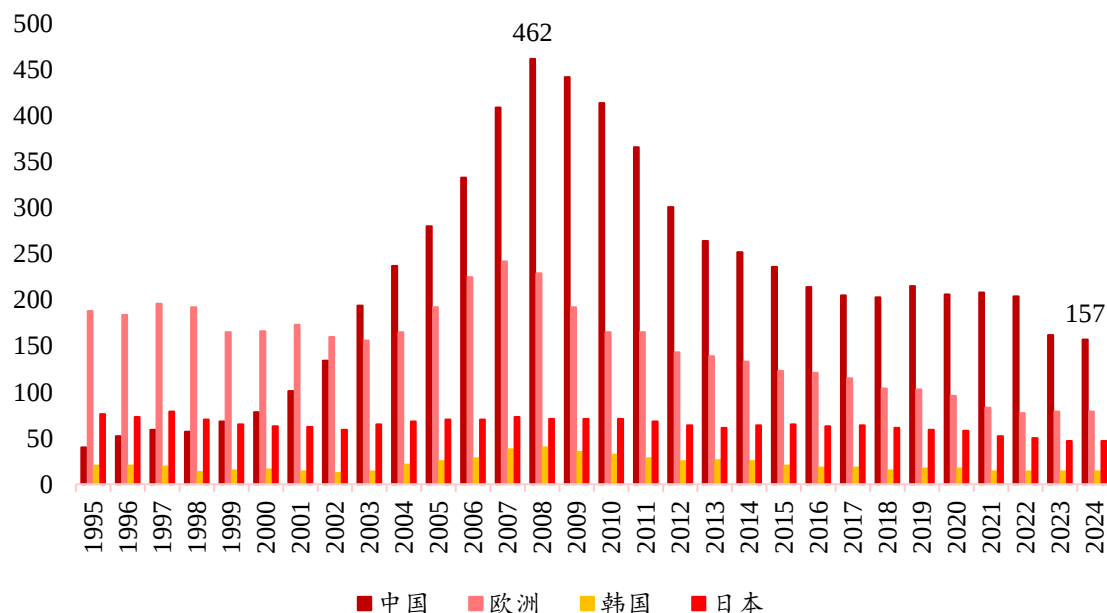
图：全球船舶交付量一览（百万DWT，%）



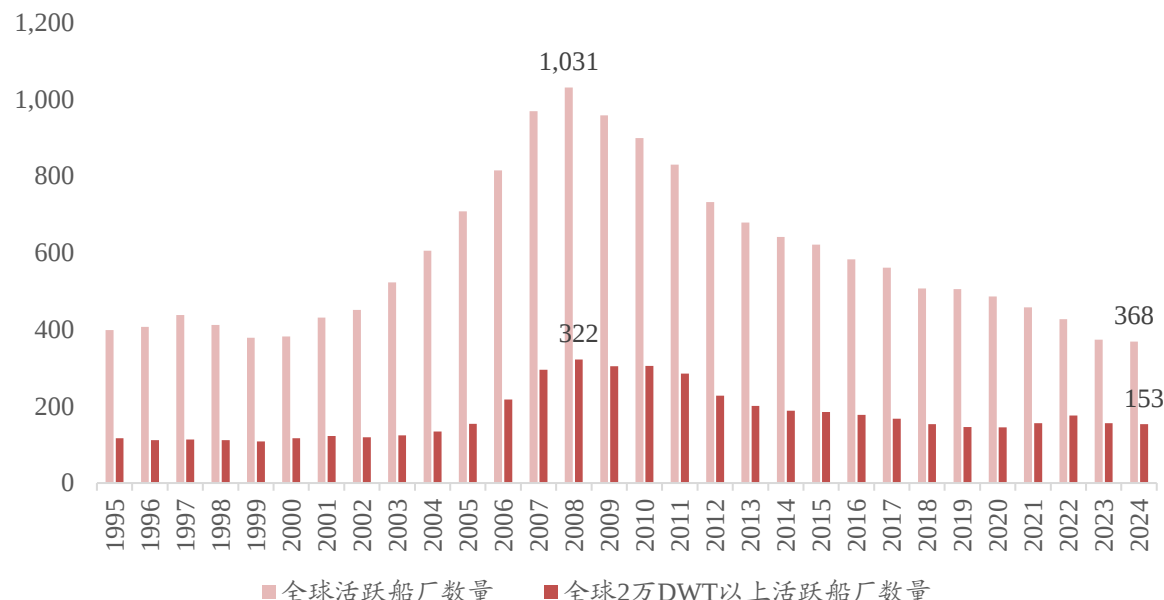
核心观点：船厂运载已近饱和，但活跃船厂数量显著下降，行业出清2/3造船供需紧张预计持续推高船价

与周期峰值相比，活跃船厂数目显著下降：截至2024年初，全球活跃船厂368个，比2008年峰值1031个下降了64%；其中2万DWT以上活跃船厂2024年153个，比峰值322个下降了52%。我国活跃船厂相比峰值下降66%，行业产能大幅出清；韩国、日本也分别比峰值下降了65%/34%。我们认为在上一轮周期的下行萧条阶段，小型船厂破产的比例较大，大型船厂更加坚挺，且未来行业有望进一步集中。

图：各国活跃船厂数一览



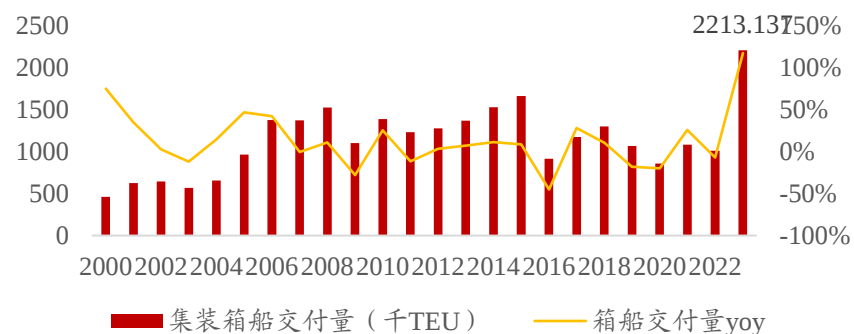
图：全球活跃船厂数量，较峰值有显著减少



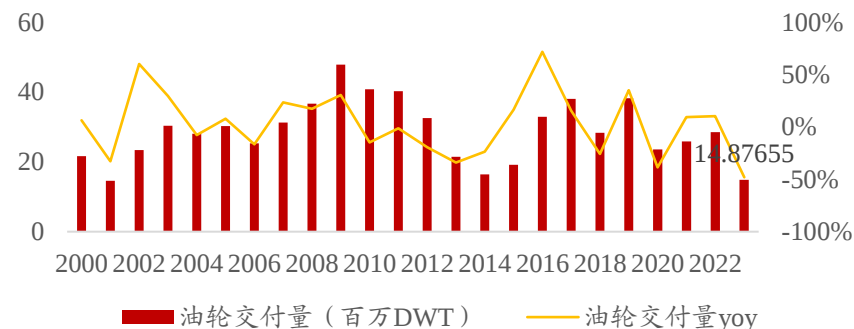
核心观点：交付量仅为峰值的50%，造船供需紧张预计持续推高船价

2023年全球造船完工交付8425万载重吨，同比增长5%，为2011年峰值的50%；我国年造船完工交付4232万载重吨，同比增长12%，为2011年峰值的59%。其中集装箱船2023年完工交付2213千TEU，同比增长118%，交付量创历史新高，是2011年行业峰值时期交付量的1.8倍；油轮2023年完工交付14.9百万DWT，同比下降48%，交付量是2011年的37%；干散船2023年完工交付35百万DWT，同比增长11.5%，交付量是2011年的35%；LNG船2023年交付3067千DWT，同比增长22.3%。

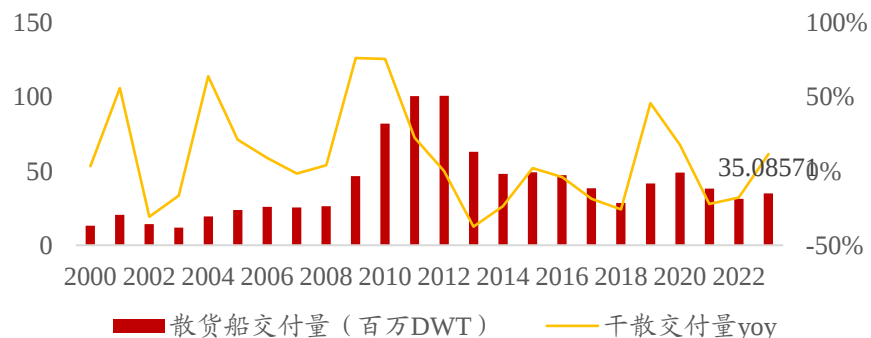
图：集装箱船交付量一览（千TEU，%）



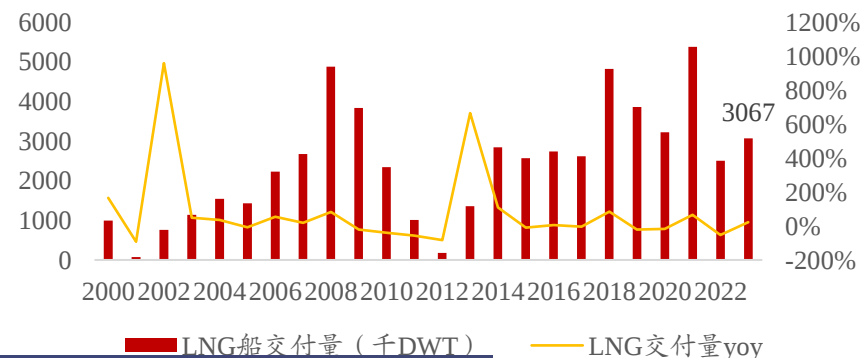
图：油轮交付量一览（百万DWT，%）



图：散货船交付量一览（百万DWT，%）



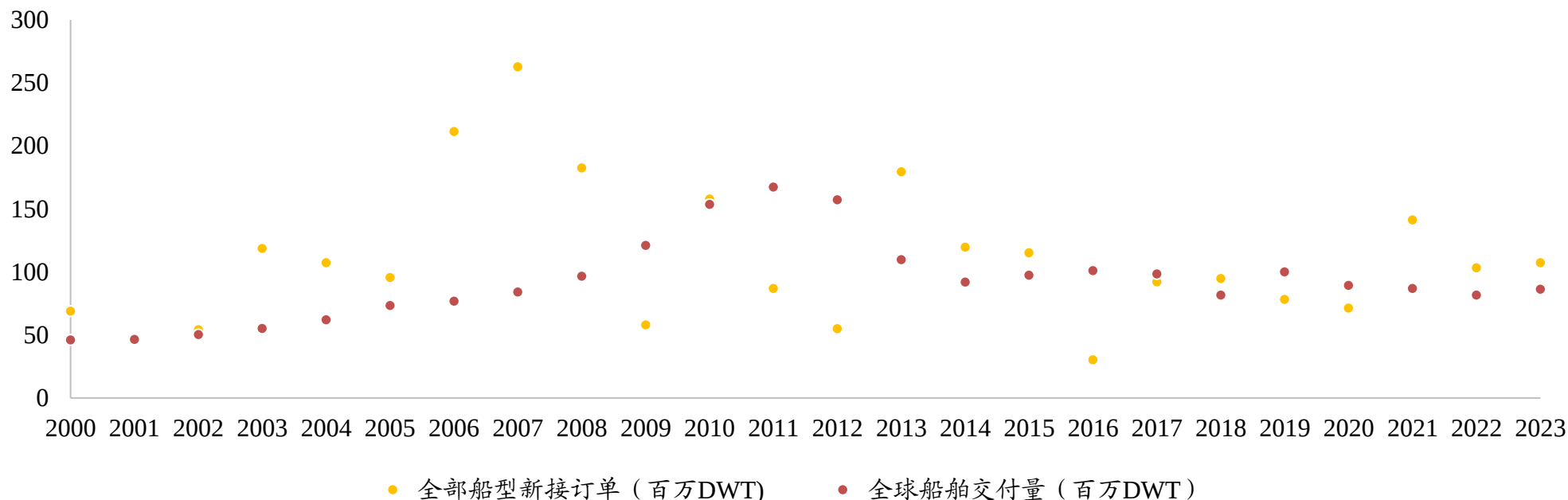
图：LNG船舶交付量一览（千DWT，%）



结论：供给持续收缩，或驱动船价进入新高

结合以上分析，现阶段行业产能已大幅出清，尽管船厂利用效率接近饱和，产能监测指数持续增长，但交付量仍仅为峰值时期的50%左右。考虑到船厂建设周期长、投资金额大且对港口等土地大幅度占用，以及多年积累下来的造船技术存在较高壁垒，短期内产能大幅度扩张可能性较低；同时随着我国“十四五”、“十五五”国防军工不断建设发展，军船的需求增加也可能造成对民船已有产能的挤压。我们认为随着换船周期叠加新增需求及环保政策驱动，供需的紧张有望持续推动船价走高。

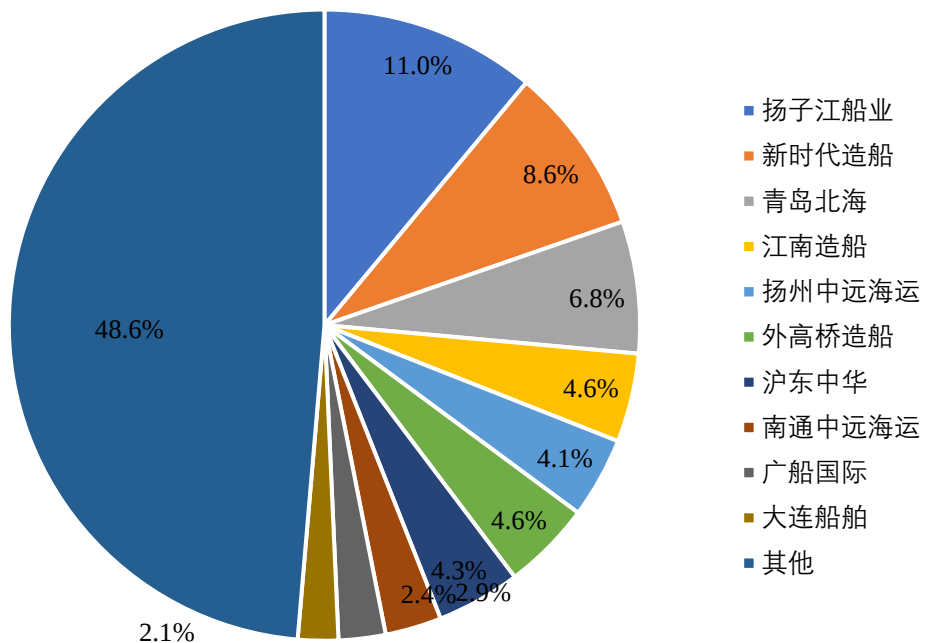
图：尽管交付统计存在一定时间滞后，但仍可看出现阶段产能处于紧张状态



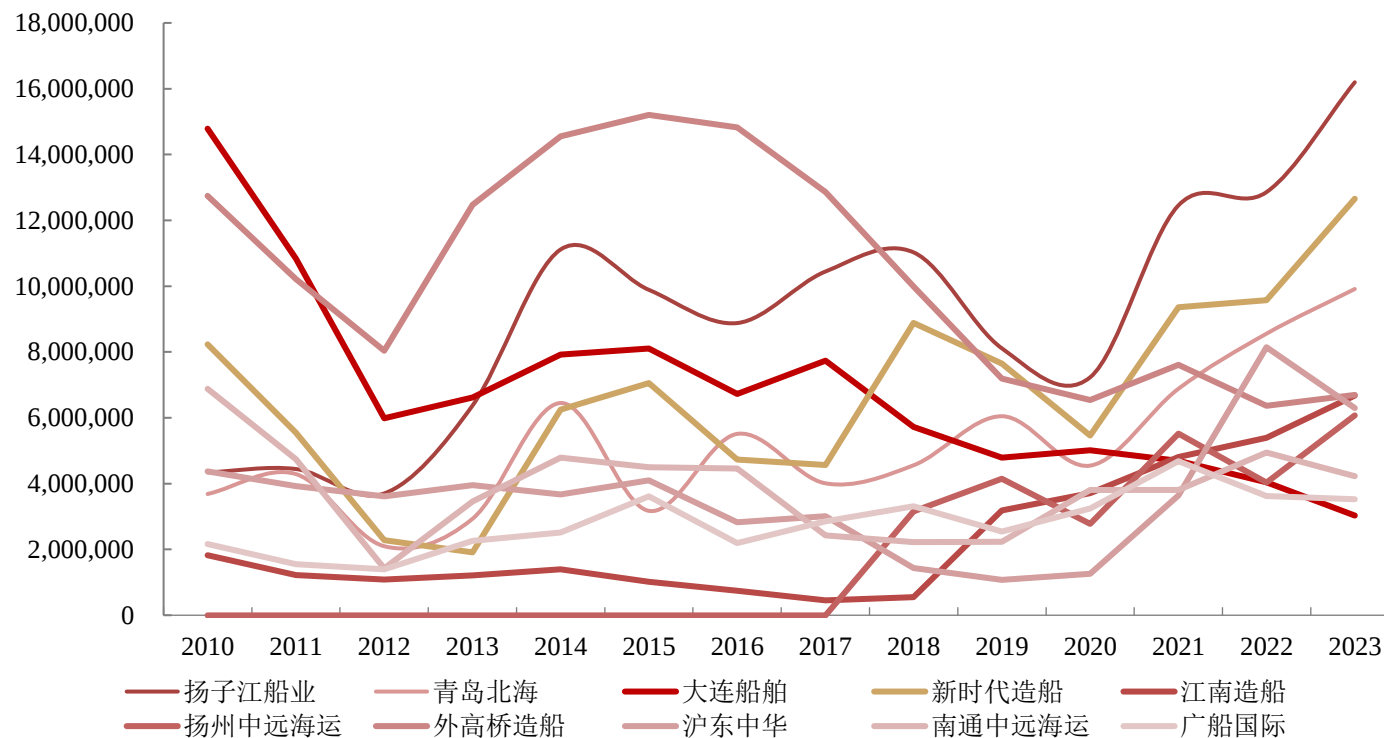
核心观点：我国船舶制造行业市场集中度高

当前我国船舶制造行业市场集中度较高，十家船厂手持订单量的占比总和达到51.4%，主要因为该行业具有高技术壁垒和高资金壁垒。十家船厂中，民营企业扬子江船业和新时代造船表现出色，占比分别为11.0%和8.6%，中国船舶和中国重工下属船厂市场地位稳固。

图：当前我国各船厂手持订单量占比（载重吨，%）



图：2010-2023年我国各船厂手持订单量变化



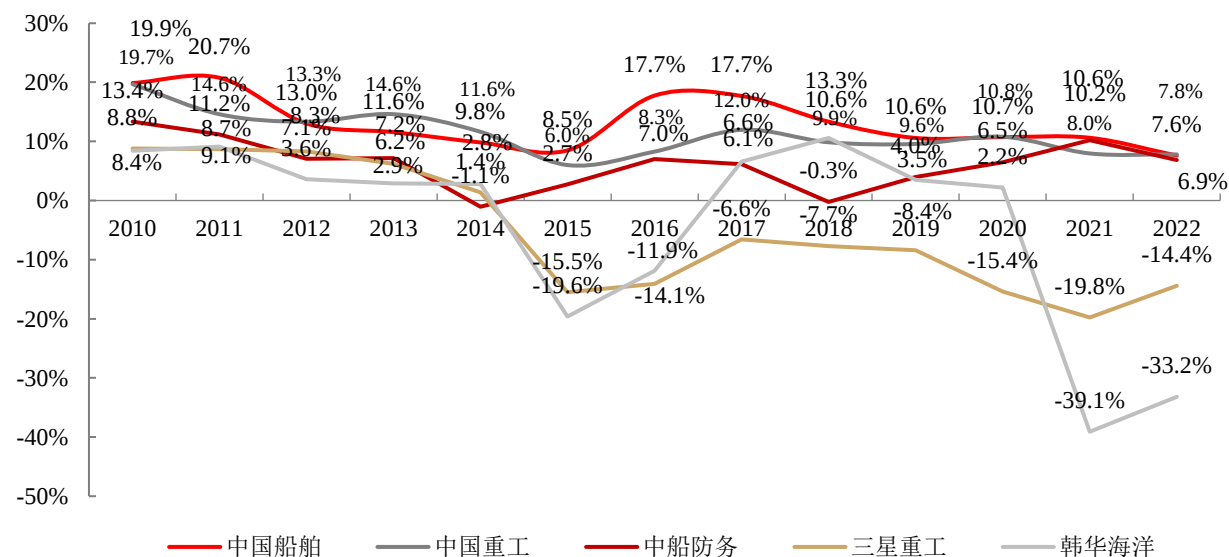
核心观点：中国船舶制造企业的盈利能力强于韩国

中国船舶、中国重工、中船防务2022年的毛利率分别为7.6%、7.8%、6.9%，同比减少3.0pct、0.2pct、3.4pct，三星重工和韩华海洋2022年的毛利率分别为-14.4%、-33.2%，同比增加5.4pct、5.9pct。

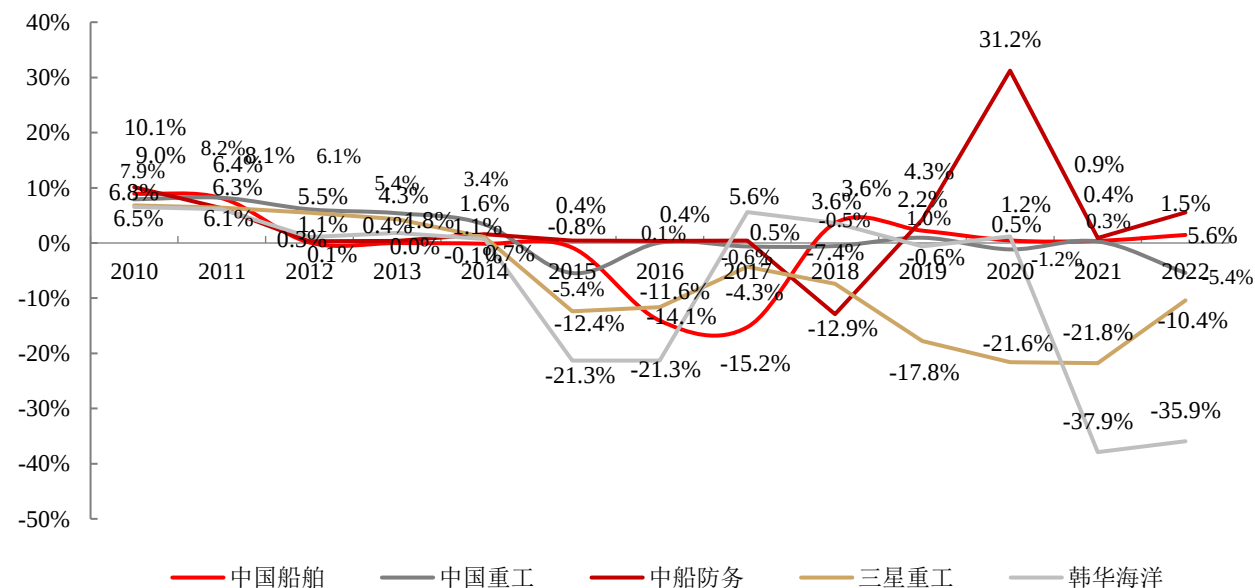
中国船舶、中国重工、中船防务2022年的净利率分别为1.5%、-5.4%、5.6%，同比增加1.1pct、-5.7pct、4.7pct，三星重工和韩华海洋2022年的净利率分别为-10.4%、-35.9%，同比增加11.4pct、2.0pct。

中国船舶制造企业的盈利能力强于韩国，头部造船企业的毛利率和净利率比韩国平均高14.9%、8.3%。

图：中韩头部造船企业毛利率对比



图：中韩头部造船企业净利率对比



09

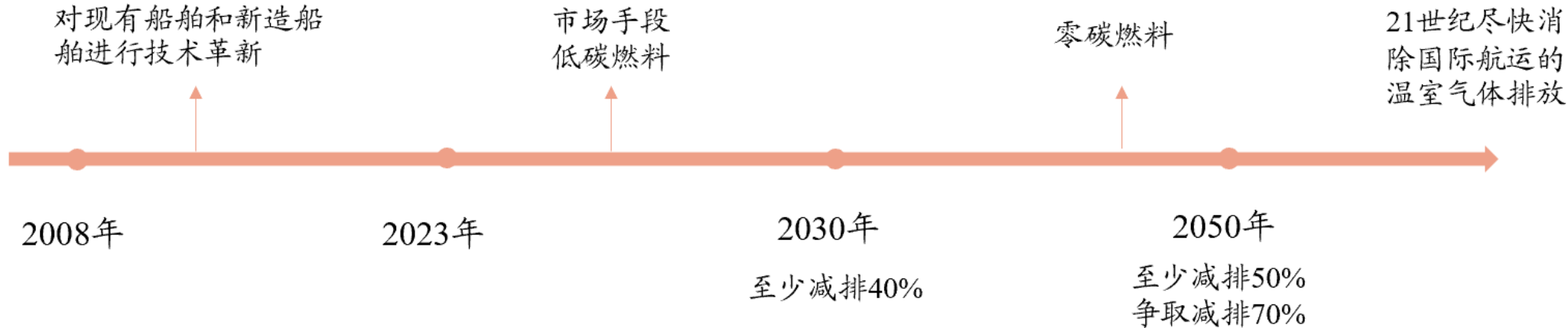
环保政策如何驱动订单加速？

核心点：环保属性加持，双燃料船占比显著提升；该政策会导致

1、换船周期提前；2、单船价值量提升

环保属性：船舶航运业带来的环境污染问题亟需解决。国际海事组织（IMO）致力于推动航运业的温室气体减排工作，2018年通过了《减少船舶温室气体排放的初步战略》，确定了温室气体减排的量化目标及措施，通过对现有船舶和新造船舶进行技术革新以及推广低碳燃料，逐步实现减排，计划至2050年至少减排50%，最终目标为21世纪尽快消除国际航运的温室气体排放。阶段性减排目标为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%，并努力争取到2050年降低70%。为尽快消除国际航运产生的温室气体排放，制定的短期措施为改善新船和现有船的技术和运行能效，中长期措施为引入替代性低碳和零碳燃料实施计划。

图：IMO推动船舶行业减排举措及目标，至2030年减排40%，2050年争取减排70%



核心点：环保属性加持，双燃料船占比显著提升；该政策会导致

1、换船周期提前；2、单船价值量提升

浙商证券股份有限公司

ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

环保属性：目前船舶动力装置由化石燃料主导，未来环保要求船舶替换规模大。根据Three Maritime Scenarios数据，柴油机为船舶主要动力装置，占比达94.3%，其燃烧产生的污染物如一氧化碳、碳氢化合物、硫化物等会对环境造成污染。未来要达到减排目标将大力推广新能源动力装置如核动力及燃料电池，较大一部分传统化石燃料动力的船舶需要替换成新能源或混合燃料动力装置，环保属性推动船舶替换需求增加。

海洋生态问题亦对船舶提出了新要求。船舶压载水的排放会造成有害水生物和病原体的跨区域转移，其带来的海洋生物入侵问题对生态环境造成了不可忽视的影响。2004年国际海事组织（IMO）通过了《国际船舶压载水和沉积物控制与管理公约》，该公约于2017年正式实施，此后建造的船舶交付必须安装压载水处理系统并满足D-2标准，对于现有不满足标准船舶，安装时间不应迟于2024年9月8日。

表：全球船舶动力装置分类及特点，2017后建造的船舶交付必须安装压载水处理系统并满足D-2标准

动力装置	特点	市占率
蒸汽轮机动力装置	工作平稳、可靠性高、热效率低、油耗高、单机功率大、经济性差	0.9%
柴油机动力装置	分为四冲程和两冲程，四冲程转速高，一般应用于军舰，小型运输船上，两冲程则运用于大中型远洋运输船舶上，工作运行稳定状态可靠、热效率高、结构紧凑和传动功率大	94.3%
燃气轮机动力装置	整体质量以及尺寸这两个方面，并且其加速性能理想，能够适用于高速客船的应用需求。但其成本高，对制造材料和工艺要求高，并且油耗高。	0%
核动力装置	功率大、耗费少、稳定性、易控性以及环保性，技术要求高，维护和保养成本高以及核燃料的反射性污染	0%
燃料电池	节能环保、寿命长、易于操作、高能效、低噪音，制造成本高、燃料电池的供给难度系数相对较大、储氢和脱硫技术成熟程度不够	0%
混合动力	通过传动耦合柴油机（气体机）与电机来驱动，或者具有一种以上电力来源（如柴油机发电、气体机发电、燃料电池、太阳能、风能、锂电池、超级电容等）的电动机来驱动，发展空间巨大	4.1%

10

如何看待船舶央企的估值变化?

表：集团下属重点造船厂主营业务及历史沿革

造船厂	主营业务	地位及历史介绍
大连船舶重工	军船舰艇，民用船舶（油船和化学品船、散货船、集装箱船、多用途货船、特种船），海洋工程（自升式钻井平台、半潜式钻进平台、浮式生产设备、模块），船舶改装/修理/拆解，重工产业（能源装备、特种装备等）	是中国为海军建造舰船最多的船厂。始建于1898年，经历了俄国筹建统治、日本扩张侵占、苏军解放接管、中苏合资经营等不同时期。1957年更名为“大连造船厂”，2005年整合重组建立了大连船舶重工集团有限公司。
渤海船舶重工	涉及船舶产品（多用途散货船、运木散货船、矿砂船、原油船、成品油船等）和非船产品（钢结构加工、冶金设备和大型水电、核电设备制造）等业务	大型现代企业和国家级重大技术装备国产化研制基地。前身为辽宁渤海造船厂，2001年经债转股更名为渤海船舶重工有限责任公司。
武昌船舶重工	产品涵盖军工（新型潜艇），军贸（扫雷舰、护卫舰、巡逻艇、多用途运输船、巡逻舰），民船（浮标船、公务艇、高速巡逻艇、救生艇等），海洋工程装备（钻井平台、水下支撑平台等），能源装备、市政桥梁、改修船、成套设备等	一个军民互融、动态保军的大型现代化综合性企业。始建于1934年，1953年更名为武昌造船厂，2011年和2013年，武船产业主体分两期进入“中国重工”，分别成立“武昌船舶重工集团有限公司”和“武汉武船投资控股有限公司”，统称“武船”。
山海关船舶重工	主要经营船舶修理（修理凯达伦、爱德华N、卡特里亚等），制造（液货船、集装箱船、散货船等），改装（浮船坞改装等），海洋工程（钻井平台等），非船产品（码头装卸、储货场等）	公司在船舶市场树立了强有力的“山船品牌”。前身为山海关船厂，1972年开始兴建，2007年转股改制为山海关船舶重工有限责任公司。
青岛北海船舶重工	公司经营范围主要包括船舶制造（油轮、散货船、集装箱船及化学品船等），船舶修理，船舶配套（救生/救助艇、公务艇、交通艇、高速艇等）、海洋工程（钻井平台和工程船等）。	国家“十一五”重点建设的三大造船产业基地之一。始建于1898年，2011年，经过资产重组成为中国船舶重工股份有限公司控股子公司，2016年，成为武船集团控股子公司。
天津新港船舶重工	海洋装备（散货船、集装箱船、油船及火车/汽车滚装船、医院船、半潜船、渔业加工船等）和海上防务装备（科考船、钻采平台、FPSO等海洋开发装备、各类公务船、军贸舰船等）	在60多年的发展过程中积累了丰富的造船、修船技术和管理经验，曾获全国“十佳企业管理优秀单位”称号。前身天津新港船厂，始建于1940年。
江南造船	多型国防高新产品、液化气船、集装箱船、散货船、汽车滚装船、化学品船、火车渡轮、成品油船、自卸船等	我国历史最悠久的军工造船企业。创建于1865年，历经江南机器制造总局、江南船坞、海军江南造船所、江南造船厂。1996年改制为“江南造船（集团）有限责任公司”。
外高桥造船	散货轮、油轮、超大型集装箱船、海工钻井平台、钻井船、浮式生产储油装置、海工辅助船等	成立于1999年，拥有外高桥造船海洋工程、控股江南长兴重工、外高桥海洋工程设计、中船船用锅炉、中船圣汇装备公司，参股上海江南长兴造船。
沪东造船	雄厚的船舶开发、设计、和建造实力，产品以军用舰船、大型LNG船、超大型集装箱船、海洋工程及特种船为主。	中国海军重要装备承制单位，建造过新型导弹护卫舰、综合登陆舰等900余艘各类海军水面舰艇和军辅船，被誉为中国“导弹护卫舰的摇篮”和登陆舰的“摇篮”。
广船国际	在MR、AFRA、VLCC、VLOC型船舶，以及半潜船，客滚船、极地运输船等高技术、高附加值船舶和军辅船、特种船等船型方面掌握核心技术	华南地区最大最强的军辅船生产和保障基地。1914年“广南船坞”成立，1993年改制上市，2014年收购广州中船龙穴造船，2015更名为广船国际有限公司。
黄埔文冲	华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地；中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地	由原广州中船黄埔造船有限公司和广州文冲船厂有限责任公司组成
桂江造船	是华南地区中小型水面战斗舰艇、军用辅助船舶、民用船舶的重要生产基地。具备建造型长100米、型宽16米范围内的3000吨级以下各类军、民船舶的生产能力。	中型军工造船企业，前身是江南造船厂于1965年在华南地区设立的一个抗美援朝造船工地，1969年正式建厂，2006年改制为国有独资有限公司。

2019年7月，国务院批准两大造船集团合并，合并后集团或将形成产能全球前二的造船集团，基本涵盖全部船舶和海工产品类型，具备从研发、设计、配套、建造到修理的全产业链军民船舶造修能力，旗下船舶企业分布在大连、葫芦岛、天津、武汉、青岛、上海、广州等多地。两大集团合并在1) 优化产能资源，集中高端建设；2) 减少无效竞争，提升企业全球竞争力；3) 完善产业链，发挥互补和协同效应等多方面存在良好效应。

表：集团下属重点研究院所业务概览，分为船舶设计、船舶制造、船用配套、船舶动力、船舶材料、技术研究等

业务类型	简称	科研院所	成立年份	主营业务
船舶设计	701所	中国船舶研究设计中心	1958	航母等总体设计项目，新一代常规潜艇
	719所	武汉第二船舶设备研究所	1960	舰船总体研究设计，新型攻击核潜艇、战略核潜艇
	611所	上海船舶工艺研究所		军用舰船、民用船舶和海洋工程建设
	708所	中国船舶及海洋工程设计研究院		军船设计、民用船舶、海工及装备设计开发
	上船院	上海船舶研究设计院		民用船舶设计
	广船院	广州船舶及海洋工程设计研究院		船舶及海洋工程研究
船舶制造	7院	中国船舶研究院	1961	船舶武器装备发展战略研究、舰船系统顶层技术研究
	709所	武汉数字工程研究所	1956	信息指挥系统、计算机加固技术、容错技术、并行处理技术、网络技术、软件工程、图形处理
船用配套设备	707所	天津航海仪器研究所	1961	舰船导航系统和操纵控制系统
	715所	杭州应用声学研究所	1958	声学、光学、磁学探测设备
	716所	江苏自动化研究所	1965	电子信息、机械与工业自动化设备、能源与能源装置、新材料
	717所	华中光电技术研究所	1960	潜基光电探测、天文导航、光电系统集成技术和光电对抗系统
	722所	武汉船舶通信研究所	1968	船舶综合通信系统和配套设备
	723所	扬州船用电子仪器研究所	1968	船舶综合通信系统和配套设备
	726所	上海船舶电子设备研究所	1966	水声电子、超声设备、海洋开发和船用电子设备
船舶动力	703所	哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究所	1961	船舶蒸汽动力装置、燃气动力装置
		中船动力研究院有限公司		船舶动力系统设计创新研发
	711所	上海船用柴油机研究所	1963	柴油机、热气机、动力系统集成、船舶机舱自动化、节能环保设备、能源服务
	712所	武汉船用电力推进装置研究所	1963	电力推进、潜艇动力电池和鱼雷动力电池
船舶材料	725所	洛阳船舶材料研究所	1961	船舶材料研制和工程应用研究
工程、技术研究、试验发展	6313所	天津修船技术研究所	1984	修船工艺、标准制定、船舶海洋工程设计
	702所	中国船舶科学研究中心	1951	船舶及海洋工程领域
	704所	上海船舶设备研究所	1956	船舶特辅机电设备
	705所	西安精密机械研究所	1958	水中兵器与发射装置研究设计
	710所	宜昌测试技术研究所	1958	海洋工程、磁学专业
	718所	邯郸净化设备研究所	1966	船舶陆地环境系统工程和化学及其他能量应用技术
	724所	南京船舶雷达研究所	1970	大型电子信息系统和海面探测系统装备研制技术
	760所	大连测控技术研究所	1975	船舶噪声振动检测试验，海洋工程测试研究及海上试验技术
	12所	热加工工艺研究所	1964	舰船动力和水中兵器特种热加工技术研制
	750所	昆明船舶设备研究试验中心		水下和空中特种装备产品大型试验测试
	九院	中国船舶工业第九设计研究院		综合工程设计勘察、规划、环评、工程咨询及监理
	系统院	中船系统工程研究院		舰船作战指挥系统、编队指挥系统、联合作战指挥系统
	勘察院	中船勘察设计研究院		工程项目勘察监测
	714所	船舶信息中心	1963	综合科技情报
	76所	重工集团公司技术档案馆	1999	各类档案资料
其他	713所	郑州机电工程研究所	1963	机电成套设备研制和工程应用
	6354所	九江精密测试技术研究所		精密测试、精密加工、精密测量
	综合院	中国船舶工业综合技术经济研究院		国防战略决策支持参考

资料来源：集团官网、各研究院所、浙商证券研

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

2024年1月24日，国务院国有资产监督管理委员会产权管理局负责人谢小兵在会上表示，进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。该事件长期利好多家军工央企。

表：中国船舶集团下属中国船舶、中船科技、中船防务、中国动力、中国海防均进行了重大资产重组

上市公司	中国船舶	中船科技	中船防务	中国动力	中国海防
资产注入时间	2020年	2016年	2022	2020年	2017年
注入状态	已完成	已完成	已完成	已完成	已完成
注入标的	江南造船100%、外高桥造船36%、中船澄西22%、广船国际51%、黄埔文冲31%股权	海鹰集团100%股权	中国海装100%、凌久电气10%、洛阳双瑞45%、中船风电89%、新疆海为100%股权	武汉船机、中国船柴少数股权（普通股）；广瀚动力、长海电推、武汉船机、中国船柴、河柴重工、陕柴重工、重齿公司少数股权（普通股/可转债）	海声科技100%、辽海装备52%、青岛杰瑞62%，杰瑞控股100%、杰瑞电子54%、中船永志49%股权。
注入后主营业务	军民船舶造修、海洋工程	舰船海洋配套设备	风力发电设备、风电场	船舶制造、船用配套设备	舰船用发动机、海工平台
置入资产评估值	374亿	21亿	55亿	101亿	11亿
总资产	注入前453亿	105亿	90亿	216亿	572亿
	注入后1079亿	124亿	425亿	574亿	618亿
总收入	注入前169亿	33亿	19亿	58亿	300亿
	注入后409亿	37亿	158亿	300亿	198亿
净利润	注入前4.9亿	0.6亿	0.8亿	(2.1)亿	13亿
	注入后2.4亿	1.7亿	0.5亿	16亿	5亿
					海洋电子信息
					水声防务装备、水下攻防

11

投资建议：看好整船制造企业及核心配套商

周期位置：处于周期景气上升期，2024新船造价有望持续上涨；

供需格局：需求端更新置换、新增、环保降速、运距拉长等因素促进造船订单上涨，多船型轮动新增订单，未来成长空间大；供给端产能大幅出清，头部集中明显；

结论：由于供给收缩、扩产困难，供需紧张或驱动船价持续创新高，周期长期有望震荡向上，高景气度不改多家公司业绩弹性大。

推荐：中国船舶、中船防务、亚星锚链、中国动力，关注中国海防、中国重工、中船科技、中船应急、海兰信等

(1) 中国船舶：中国船舶集团下属产能最大、产业链最全、技术实力最强的核心军民船舶上市公司之一，后期有望随1) 全球造船行业大周期复苏，民船量价齐升，业绩持续高增长；2) 海军建设，军船稳发展；3) 南北船资产整合，共促公司业绩上涨。

(2) 中国动力：船用发动机龙头，受益下游民船放量快速增长。

(3) 中船防务：整船制造核心企业之一，随行业大周期景气向上。

(3) 亚星锚链：全球锚链龙头，船舶海工、漂浮式海上风电、矿用链“三箭齐发”。

表：船舶制造板块估值水平一览，采用Choice一致预期，最新平均PB（MRQ）2.00（日期截至2024年3月28日）

代码	证券简称	总市值	归母净利润（亿）			PE			PB
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	MRQ
600150.SH	中国船舶	1,652	30.24	63.29	92.37	54.62	26.10	17.88	3.22
601989.SH	中国重工	1,060	-3.82	21.28	37.6	-277.56	49.83	28.20	1.23
600685.SH	中船防务	367	6.77	14.92	20.39	54.16	24.58	17.98	2.16
600764.SH	中国海防	152	5.85	7.93	10.01	25.91	19.11	15.14	1.91
600482.SH	中国动力	444	7.51	13.41	23.1	59.08	33.09	19.21	1.17
601890.SH	亚星锚链	79	2.28	3.14	4.26	34.84	25.30	18.65	2.30

风险提示：新造船需求不及预期风险，原材料价格波动风险

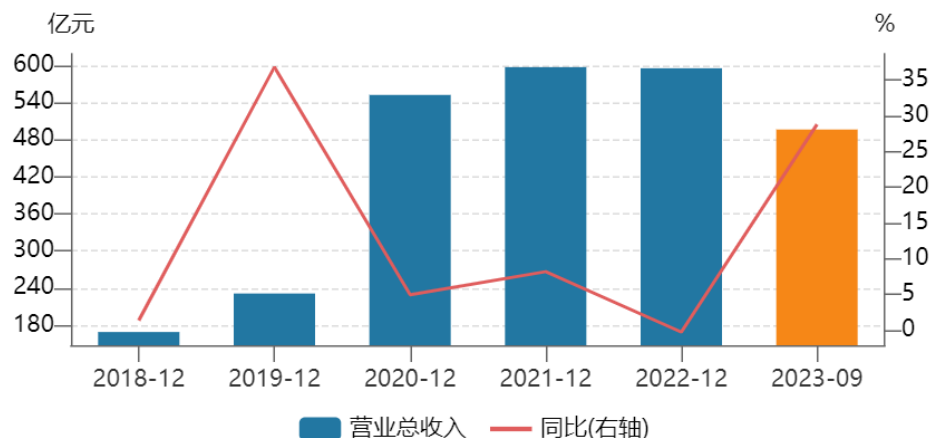
船舶制造龙头，航运周期景气上行，军民船舶共放量：公司是中国船舶集团下属产能最大、产业链最全、技术实力最强的核心军民船舶上市公司之一，主业包含造修船、海工、机电设备等，是我国及全球造船业领军者。公司下属江南造船、外高桥造船、广船国际和中船澄西四大船厂，在军舰、潜艇、军辅船及民用集装箱船、干散船、油轮、LNG 船等方面具备强技术实力与充足产能。

2019年，公司重大资产重组形成造船、修船、配套一体化业务体系，行业龙头地位持续巩固；后期受益：1) 全球造船行业大周期复苏，民船量价齐升，业绩持续高增长；2) 海军建设，军船稳发展；3) 南北船资产整合提速“扬帆起航”。

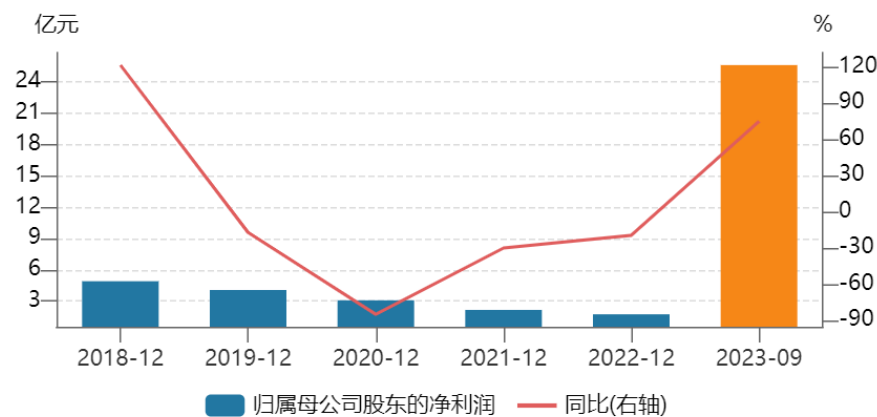
民船：海运回暖+换船周期+环保制约促造船业订单爆发，供给吃紧促量价齐升。**军船：**“内生”中国蓝军建设装备大发展，“外延”资产整合打开发展天花板。

风险提示：造船需求不及预期、原材料价格波动、环保风险

图：公司2023前三季度实现营业收入497亿元，同比增长29%



图：公司2023前三季度实现归母净利润25.6亿元，同比增长75%



中船防务：造船核心企业，受益行业景气上行、中特估“扬帆起航”

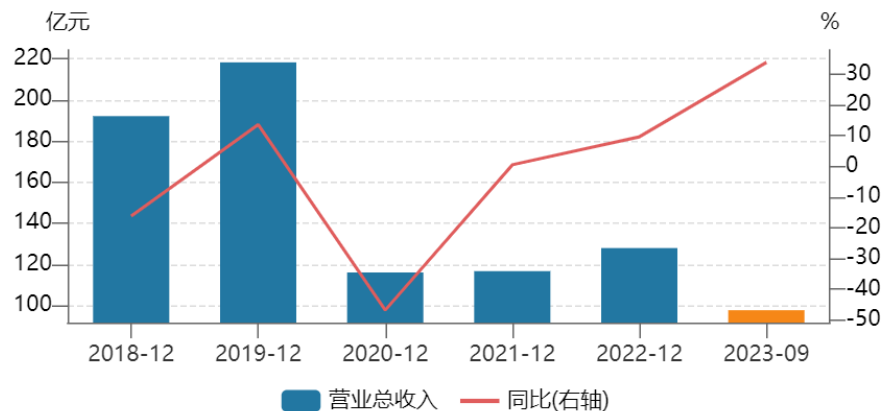
中国船舶集团旗下唯一“A+H”平台，船舶总装龙头企业之一。公司是中国船舶集团下属大型骨干造船企业 and 国家核心军工生产企业，在液货船、支线集装箱船、特种船等领域技术先进，2022 年船舶造修业务贡献约 80% 营收，其中集装箱船、散货船及特种船（其他）分别占造修船业务的 30%、9% 和 61%。公司后续有望受益于行业景气上行、资产整合打开公司长期发展天花板。

民船：多船型接力，置换、新增及环保需求共驱行业进入景气上行周期。军船：“内生”中国蓝军建设装备大发展，“外延”资产整合打开发展天花板。

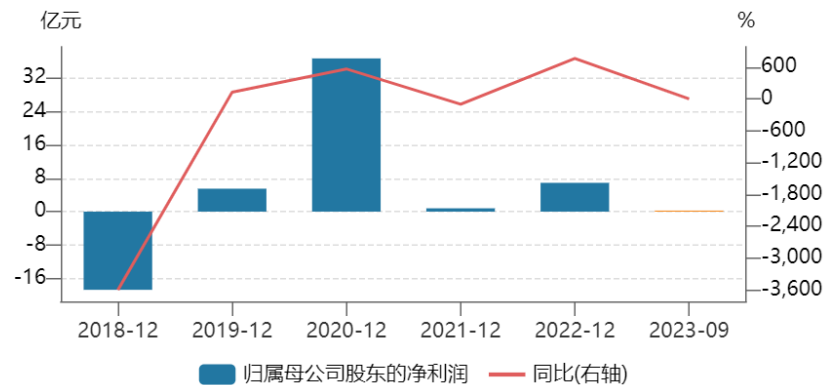
打造“中国特色估值体系”，船舶央企受益一带一路、中特估。市场持续打造“中国特色估值体系”，船舶制造公司随着盈利能力正逐渐进入上升区间，有望率先受益于“一带一路”及“中特估”；公司作为船舶集团旗下唯一港股上市平台，后期有望助力集团在打造国际化龙头企业、推动国企“出海”、提升集团全球化竞争力、加强军贸外贸方面起到关键性作用。

风险提示：造船需求不及预期、新船价格上涨不及预期等风险。

图：公司2023前三季度实现营业收入98亿元，同比增长34%



图：公司2023前三季度实现归母净利润0.24亿元，同比增长2%



中国动力：船用动力系统龙头，受益行业大周期景气上行

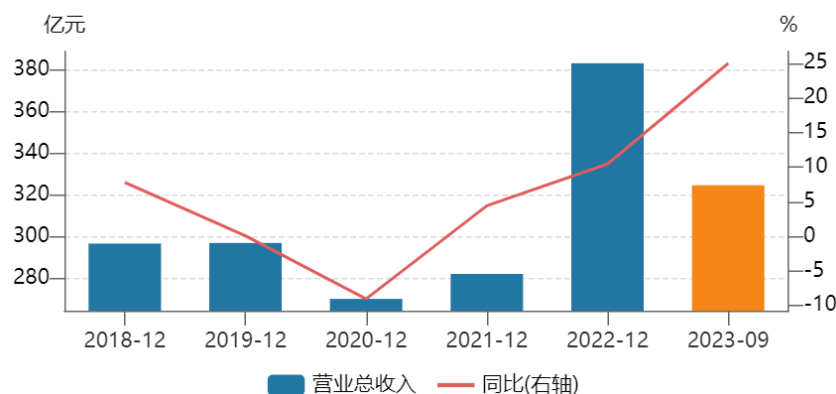
全球船用动力系统龙头，柴油机业务贡献主营收。公司是中国船舶集团下属唯一上市船用动力平台，是全球领先的船用动力系统研制生产公司，动力业务涵盖七大动力板块及相关辅机配套，其中柴油机业务为公司动力业务主要构成之一。随着公司重组整合完成，公司龙头地位进一步巩固，未来有望受益于行业景气上行及产品升级持续兑现收益。

产业链：主要由研发、零部件制造和整机制造三大板块组成，下游为整船制造厂。船舶相关配套设备中，动力系统价值最高，占据船舶总成本的12%左右。**竞争格局：**低速机市场中日韩三足鼎立，后续向中高速机市场持续突破。**发展趋势：**高技术、高附加值、低碳环保将成为船舶动力的重要发展方向。

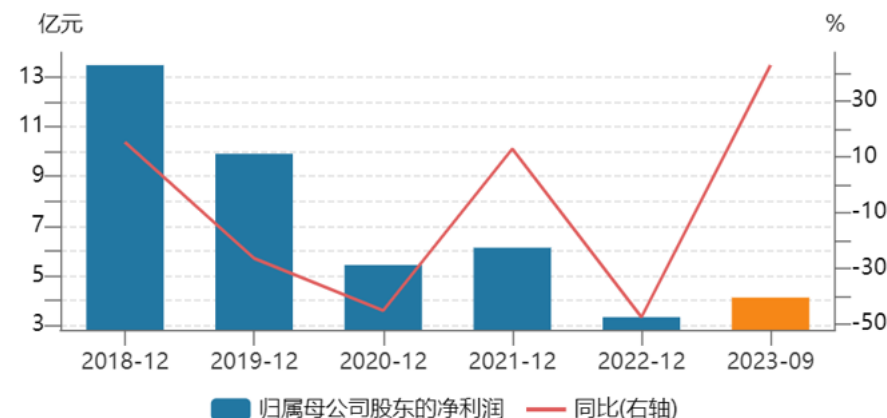
聚焦主业产品谱系全覆盖，研发为本创新为基保障长期增长。公司七大动力板块齐全，实现主流动力系统类型全覆盖，产品具备高性能和高附加值，市场竞争力强，应用场景广阔。公司为多细分领域龙头，聚焦柴油机主业资产整合，进一步扩大业务规模，巩固市场领先地位。

风险提示：造船需求不及预期、原材料价格波动、环保风险

图：公司2023前三季度实现营业收入325亿元，同比增长25%



图：公司2023前三季度实现归母净利润4.1亿元，同比增长43%



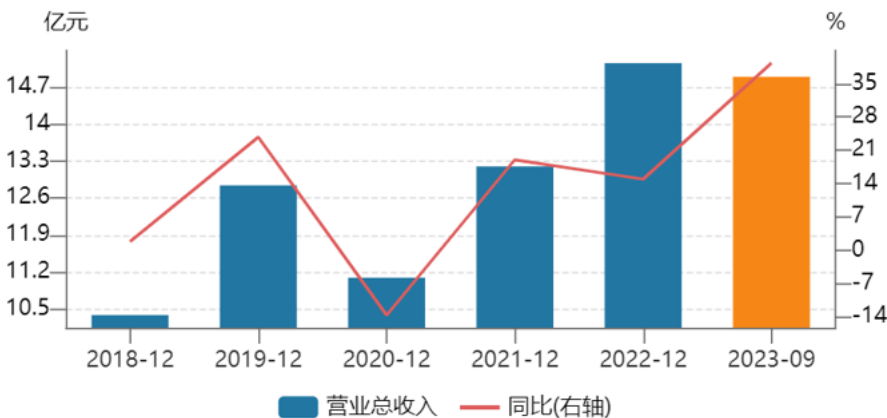
亚星锚链：全球锚链龙头，船舶海工、漂浮式海上风电、矿用链“三箭齐发”

公司将受益船舶油服行业景气向上、漂浮式海风产业化加速、矿用链国产替代

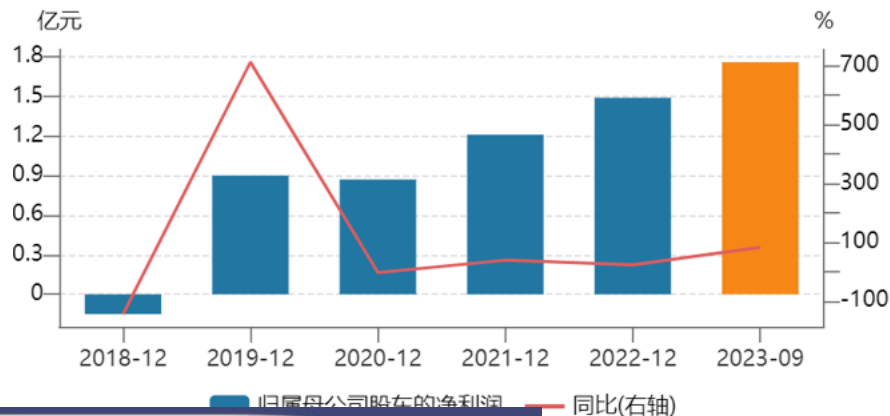
- 1) 船舶行业：**海运回暖+换船周期+环保制约促造船业订单爆发，行业进入中期景气上升期，公司凭借其高市占率有望受益行业景气向上。
- 2) 油服行业：**公司系泊链用于海上油气平台的新建配套及老平台换新。截止2024-3-11，布伦特原油价格82.21美元/桶，全球油价处于高位。全球油气市场处于复苏大周期，受益油气公司勘探开发意愿和资本开支加大，油服装备新增+更新需求有望释放。公司有望受益生产、钻井平台利用率上升及海上油气投资意愿加强。
- 3) 漂浮式海上风电：**近期海风景气度拐点向上，深远海漂浮式风电渐行渐近。公司系泊链技术实力雄厚，已中标多个漂浮式风电项目，有望优先受益漂浮式海上风电发展。
- 4) 矿用链：**主要应用于煤矿开采刮板式输送机、转载机等传动链以及火电厂捞渣机圆环链，具备极强耗材属性。目前年均近20亿市场空间主要被德国蒂勒等海外企业占据。公司已中标国家能源、中国神华等多个矿用链订单，预计后续公司有望借助在船舶锚链和海工系泊链的领先技术，受益矿用链国产替代。

风险提示：船舶行业景气度不及预期、漂浮式风电产业化进程不及预期的风险。

图：公司2023前三季度实现营业收入15亿元，同比增长39%



图：公司2023前三季度实现归母净利润1.8亿元，同比增长83%



新船造船需求不及预期风险：全球经济反复叠加地缘政治冲突、经济下滑、气候异常等多重干扰，对全球海运市场复苏情况影响较大，新接造船订单可能不及预期，从而影响公司造船需求不及预期的风险。

原材料价格波动风险：船舶制造成本中钢材占据重要地位，由于造船价格为签单时锁定相关材料价格，后期钢材价格上涨将显著影响造船企业成本。后期可能面临大宗商品价格上涨导致造船企业成本端压力较大，从而影响公司利润释放的风险

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>