

2023年05月11日

造船行业进入业绩兑现周期，板块仍具估值提升空间

国防军工

►造船业21年开启订单周期，23年开启利润周期

当前造船板块处于订单高速增长+业绩兑现期，工信部统计数据显示，今年一季度全国承接新船订单1518万载重吨，同比增长53%，3月当月接单量593万载重吨，环比增长28.1%。3月底，手持船舶订单11092万载重吨，同比增长14.8%。本轮订单爆发周期从2021年开始，全球新船订单量从2020年的1058艘7500万载重吨急剧增加到21年1765艘1.32亿载重吨，创下过去10年来的次高纪录。目前船位排期普遍已经到2025-2026年。

订单爆发核心原因是船舶行业是典型的周期型行业，周期大约20年左右，船厂的上一轮盈利周期为2003-2008年，目前处于新周期起点。克拉克森研究表示，当前中国船厂手持订单饱满，大部分主要船厂船位排期已到2025年初。在临时股东大会上，中国船舶公司副总经理兼董秘表示，其公司手持订单排期已到2026年。船舶订单交付周期在2年左右，21年签的第一批高价船预计在23年开始交付，24年将全部交付高价船，业绩兑现周期预计将从23年中报开启。

►供给收缩叠加船舶老龄化，环保新规加速旧船替换

供给端经过多年产能出清，需求端爆发式增长，造船价格从21年以来进入上行周期，当前中国新造船价格指数接近近十年高位。2008年金融危机以来产能出清彻底，供给端大幅缩减。BRS2022年报统计数据显示，目前全球活跃船厂（年内接获新订单和/或交付新船的船厂）数量为301家，仅为2007年最高约700家的40%左右。

船舶使用周期在18年左右，上一轮周期制造的船大多面临拆解淘汰。克拉克森研究数据显示，中国船东的船队整体相对年轻，但也大约有11%的运力在20年船龄以上（全球：13%），4%为25年以上。2023年1月1日，IMO环保新规生效，此修正案被誉为IMO自2020年引入全球“限硫令”以来最重要的环境立法。据Vessel Value数据统计，单从EEXI能效指标来看，目前全球主流市场仍有将近70%的运力不达标，CII碳指标要求更高。为了尽可能满足IMO环保新规要求，船东或将选择降速、改装主机、拆除老旧低效船舶，这些都会降低全球的航运运力。

►军船潜在出口市场广阔，板块估值具备提升空间

2022年在俄罗斯举办的军事技术展“军队-2022”，中国代表团在军事技术展上展示了多款海军装备模型，其中最具代表的舰艇有052D驱逐舰，054A护卫舰的外贸版，最新型的075型两栖攻击舰。按照国际惯例，能够在国际军展上进行全方位展览，即意味着该型号装备允许出口。根据澎湃新闻，2023年4月25日，由中国制造的“象岛”号两栖船坞登陆舰出口泰国，这是中

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：

国首次出口两栖船坞登陆舰，也是目前是东南亚吨位最大军舰。根据新浪财经，中国为巴海军建造的两艘 054A/P 型护卫舰已经交付巴基斯坦海军，这表示巴海军订购的 4 艘 054A/P 已经全部入役。中国军舰已出口多年，未来仍具广阔出口市场空间。

中船系整体 PB 处于较低水平，中国重工 1.39，中船防务 2.58(港股 PB 为 0.9)，中国船舶 2.72。我们认为当前板块估值处于较低水平，业绩兑现驱动下估值有望进一步提升。

►投资建议

当前造船行业基本面处于 20 年一轮的船舶大周期与订单高速增长、业绩即将兑现的小周期，民船方面是周期复苏逻辑。而中船系的大部分船厂产品包括军船和民船，军品本身应具备较高估值溢价，此外我国军舰建造具有较高水平，已出口至巴基斯坦、泰国等一带一路多个沿线国家，未来军贸空间广阔。此外，板块公司 PB 均处于较低水平，板块有望迎来业绩与估值共振。

主要受益标的：

1) 中国重工：中船集团下属的主要军船研制生产公司，军船占比较高，且积极开拓军贸市场，出口占营收比例约 40%，此外还有大量民船。公司当前 PB 仅 1.39；

2) 中船防务：公司 A+H 股两地上市，其中港股 PB 当前仅 0.9，A 股 PB 为 2.4，我们认为公司当前估值处于较低水平，具有较大提升空间；

3) 中国船舶：民船占比高，年产值近 600 亿元，造船板块龙头公司。

►风险提示

订单不及预期、产能释放不及预期、竞争加剧等。

正文目录

1. 中国造船为全球龙头，订单保持高增速	4
2. 21 年订单爆发式增长，开启船舶订单周期	7
3. 新造船价持续攀升，行业保持高景气	10
4. IMO 环保新规生效，旧船拆解加速	12
5. 供给端大幅收缩，行业集中度明显提升	14
6. 中美军舰数量仍有较大差距，出口市场空间广阔	17
7. 投资建议	19
8. 风险提示	20

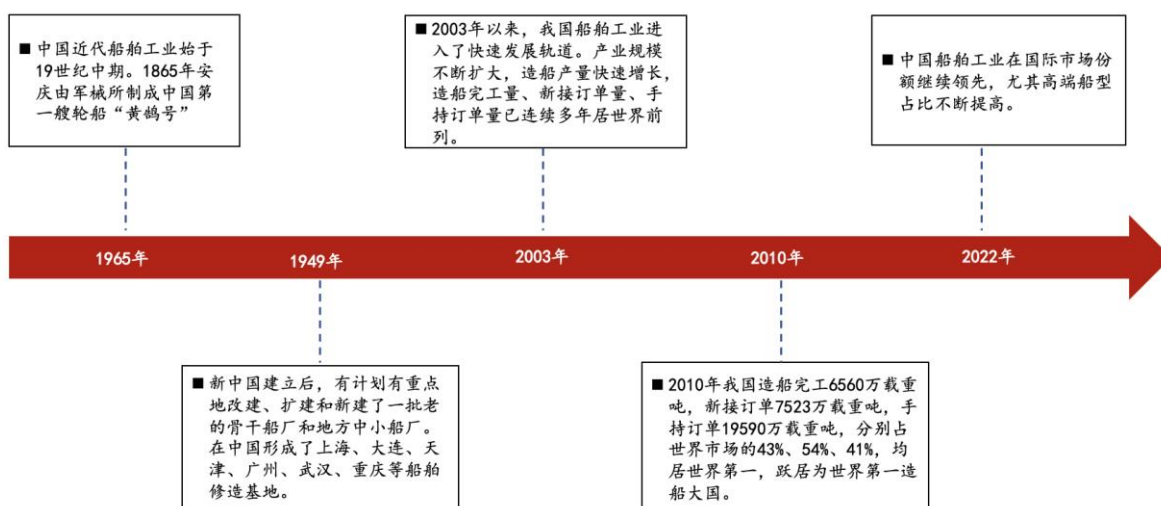
图表目录

图 1 中国船舶工业发展历史	4
图 2 中国主要船舶产品图	5
图 3 2022 年中国造船三大指标按船型分类图	6
图 4 2022 年世界造船三大指标市场份额	7
图 5 全球各类船型历年新订单数（单位：百万载重吨）	8
图 6 2000 年以来新造船市场成交年度变化	8
图 7 2022 年世界新船交付量月度对比图	8
图 8 主要造船国家年度新接订单份额对比图	9
图 9 2022 年新船成交结构图	9
图 10 2002-2022 年中国造船三大指标	9
图 11 23 年 Q1 我国船舶工业运行平稳回升，多项指标居世界第一	10
图 12 克拉克森海运指数图（单位：百万载重吨）	10
图 13 新船价格指数	11
图 14 中国新造船价指数与船板走势图	11
图 15 2011-2022 年商业船队平均船龄数据	12
图 16 全球海洋工程装备船龄结构	13
图 17 现有船队合规比例	14
图 18 中国船舶集团与法国达飞集团签约	14
图 19 燃料集装箱船	14
图 20 全球行业集中度	15
图 21 中日韩各国竞争格局	15
图 22 活跃造船厂数量和造船厂年交付量图	16
图 23 “远瑞洋”轮	17
图 24 “国信一号”养殖工船	17
图 25 “福建舰”下水	19
图 26 “辽宁舰”编队	19
图 27 中国出口大型两栖舰到泰国	19
表 1 三大主力船型介绍	5
表 2 IMO 针对船舶排放的管理措施指标	13
表 3 中美海上军事力量对比	18

1. 中国造船为全球龙头，订单保持高增速

船舶工业是支撑我国经济发展和国防事业的重要力量，也是建设海洋强国、制造强国的重点领域。经过多年的发展，特别是近 10 年来的发展，中国造船大国的地位日趋稳固，并正在向造船强国不断迈进步伐。中国船舶工业目前已经形成门类齐全、体系完整、规模宏大、结构优化的产业体系和生产能力，为促进我国经济社会发展及全球海事产业进步作出了重要贡献。

图 1 中国船舶工业发展历史



资料来源：百度百科，华西证券研究所

油船、散货船、集装箱船被称为世界三大主力船型，从目前来看，这三种船舶在国际航运业中占有非常重要的地位，主导着世界造船业和世界航运业。就我国来讲，已涌现出一批具有自主研发的知名品牌，形成了油船、散货船、集装箱船三大主力船型并驾齐驱的局面。

表 1 三大主力船型介绍

船型	简介
集装箱船	集装箱船是装载规格统一的标准货箱(即集装箱)的货船。集装箱船的形状和结构跟杂货船明显不同,它外形狭长,单甲板,上甲板平直,货舱口大,其宽度可达船宽的70%-80%,货舱内部装有固定的格栅导架,以便于集装箱的装卸和防止船舶摇摆时箱子移动。集装箱船按结构可分为部分集装箱船、全集装箱船和可变换集装箱船。
散货船	散货船是指装运输谷物、煤、矿砂、盐、水泥等大宗干散货物的船舶的统称,也称干散货船或散装货船。散货船一般为单层甲板,尾机型,船体肥胖,航速较低,因常有专用码头装卸,船上一般不设装卸货设备。散货船按照载重量大小可划分如下几个级别:灵便型散货船、大灵便型散货船、巴拿马型散货船、好望角型散货船和超大型散货船。
油轮	油轮是指散装运输各种油类的船,通常是散装石油、成品油。随着石油产量和运输量的迅速增长,油轮正向大型化发展。油轮按载重吨位可分为以下几类:通用型、灵便型、巴拿马型、阿芙拉型、苏伊士型、巨型(VLCC)和超巨型油轮(ULCC)。

资料来源:未来智库,华西证券研究所

根据中国船舶工业协会推出的《船舶工业,辉煌十年》系列特稿,我国船舶企业围绕市场需求,产品结构持续优化,全面掌握了散货船、油船、集装箱船三大主流船型自主研发设计技术,以节能、安全、环保为重点,形成了一批标准化、系列化品牌船型,20.9万吨纽卡斯尔型双燃料动力散货船、安装风帆装置的30.8万吨超大型原油船、23000TEU双燃料动力超大型集装箱船、17.4万立方米双燃料动力液化天然气(LNG)船、7500车位LNG动力汽车滚装船18600立方米LNG加注船成功交付。全球最大的24000TEU集装箱船19万吨双燃料散货船、9.3万方全冷式超大型液化石油气船等实现批量接单。邮轮建造取得新进展,首艘极地探险邮轮成功交付并完成南极首航,首艘国产大型邮轮顺利实现坞内起浮的里程碑节点,第二艘国产大型邮轮开工建造。2021年,全球18种主要船型分类中,我国有10种船型新接单量位居世界第一。

图 2 中国主要船舶产品图



资料来源:中国船舶工业协会,华西证券研究所

就获得的新订单而言，2022 年中国在所有主要部分（散货、油轮、集装箱船）都占据了主导地位。BRS2022 年报统计数据显示，在散货市场以 1830 万载重吨（67%）位居榜首，在集装箱船市场以 1770 万载重吨（58%）位居榜首。即使在传统上由韩国主导的油轮领域，也以 390 万载重吨（44%）领先于韩国的 200 万载重吨（23%）。

图 3 2022 年中国造船三大指标按船型分类图

China		2021		2022	
		m dwt	Ships	m dwt	Ships
Orderbook	Market share	47.7%	50.0%	50.3%	49.5%
	Bulk	48.1	564	47.2	567
	Tanker	13.6	278	9.2	189
	Container	41.6	534	52.3	627
	All ships	110.1	1,708	121.3	1794
Orders	Bulk	31.4	374	18.3	247
	Tanker	3.8	118	3.9	68
	Container	32.4	412	17.7	208
	All ships	71.1	1,089	48.1	739
Deliveries	Bulk	25.1	278	19.0	243
	Tanker	9.4	162	8.3	155
	Container	4.5	96	6.9	115
	All ships	40.8	654	36.7	649

资料来源：BRS2022 年报，华西证券研究所

中国在国际市场份额继续领先，骨干企业竞争力增。中国船舶工业行业协会披露，2022 年，我国造船国际市场份额已连续 13 年居世界第一，造船大国地位进一步稳固。我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 47.3%、55.2%和 49.0%，较 2021 年分别增长 0.1、1.4 和 1.4 个百分点，以修正总吨计占 43.5%、49.8%和 42.8%，同样保持全球领先。我国骨干船企保持较强国际竞争力，分别有 6 家企业进入世界造船完工量、新接订单量和手持订单量的前 10 强。

图 4 2022 年世界造船三大指标市场份额

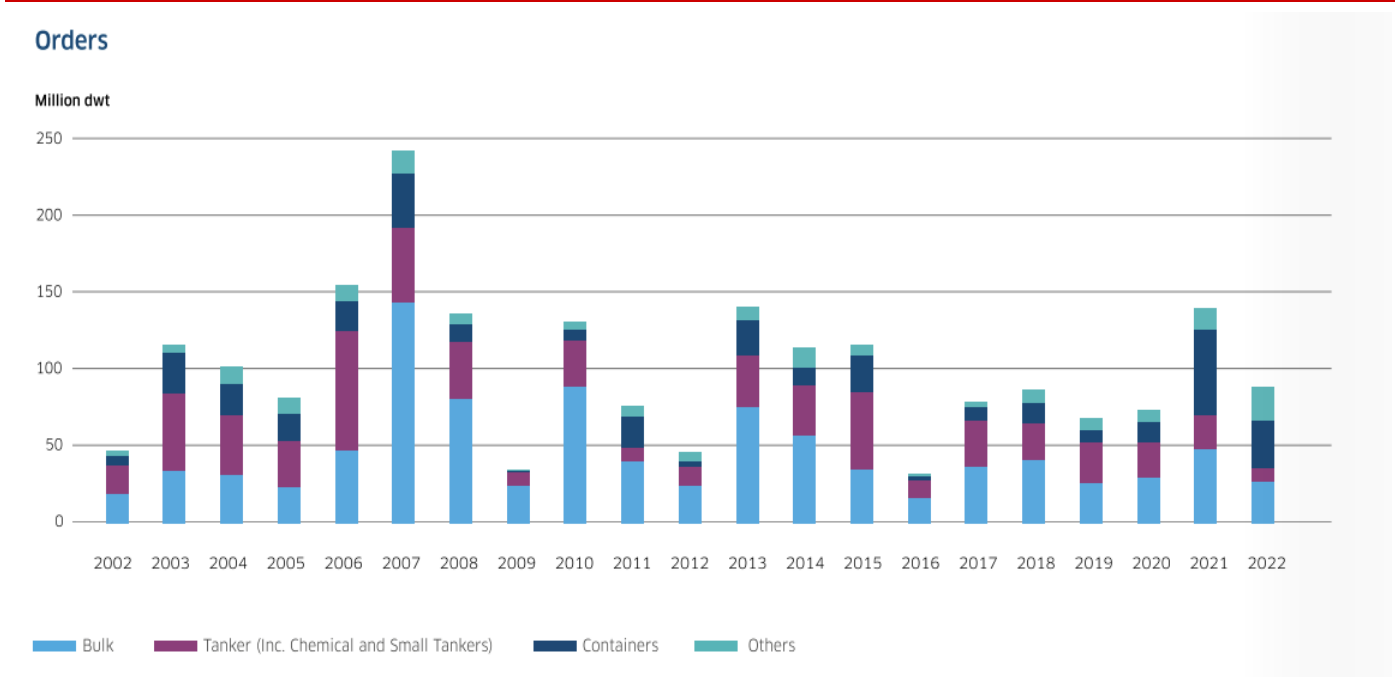
指标/国家		世界	韩国	日本	中国
造船完工量	万载重吨/占比	8011	2400	1572	3786
		100.0%	30.0%	19.6%	47.3%
	万修正总吨/占比	2979	782	492	1295
		100.0%	26.3%	16.5%	43.5%
新接订单量	万载重吨/占比	8241	2395	912	4552
		100.0%	29.1%	11.1%	55.2%
	万修正总吨/占比	4279	1559	328	2133
		100.0%	36.4%	7.7%	49.8%
手持订单量	万载重吨/占比	21565	6817	3061	10557
		100.0%	31.6%	14.2%	49.0%
	万修正总吨/占比	10590	3751	1004	4530
		100.0%	35.4%	9.5%	42.8%

资料来源：中国船舶工业协会，华西证券研究所

2.21 年订单爆发式增长，开启船舶订单周期

2021 年开启新船订单暴涨。根据 BRS2022 年报，2021 年全球新造订单约为 1.4 亿载重吨（2000 艘），是过去十年来第二高的数量。这使得世界各地的造船厂可以预订 2022 年、2023 年和 2024 年的大部分时段。2022 新订单约 8900 万载重吨（1447 艘），略高于交付量（7850 万载重吨）。

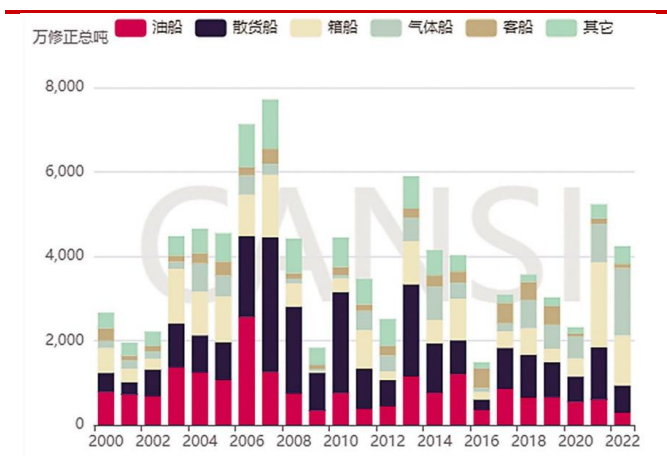
图 5 全球各类船型历年新订单数 (单位: 百万载重吨)



资料来源: BRS2022 年报, 华西证券研究所

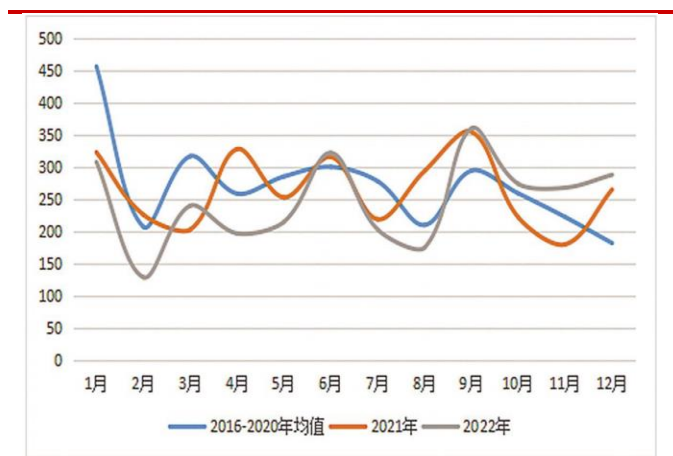
2022 年世界造船三大指标“两降一升”。中国船舶报统计数据 displays, 2022 年, 世界新造船市场成交 8241 万 DWT、4279 万 CGT, 同比分别下降 33.9%、10.9%; CGT 计, 全年成交量比十三五同期均值高出 58.5%, 近 10 年成交量中排在第 4 位。世界新造船完工交付 8011 万 DWT、2979 万 CGT, 同比分别减少 4.7%、6.4%。截至 2022 年 12 月底, 世界手持订单 2.16 亿 DWT、1.06 亿 CGT, 同比分别增长 7%、38.4%。

图 6 2000 年以来新造船市场成交年度变化



资料来源: 中国船舶报, 华西证券研究所

图 7 2022 年世界新船交付量月度对比图



资料来源: 中国船舶报, 华西证券研究所

中国继续世界第一, 中韩份额领先全球。中国船舶报披露数据, 2022 年, 中国承接新船订单 4552 万 DWT、2133 万 CGT, 分别占世界份额的 55.2%和 49.8%, 连续 13 年位居世界第一。韩国承接新船订单 2395 万 DWT、1559 万 CGT, 分别占世界份额的 29.1%和 36.4%, 位居第二。中国和韩国新船订单量份额合计占比达到 86.2% (CGT 计), 为 21 世纪以来的最高值。

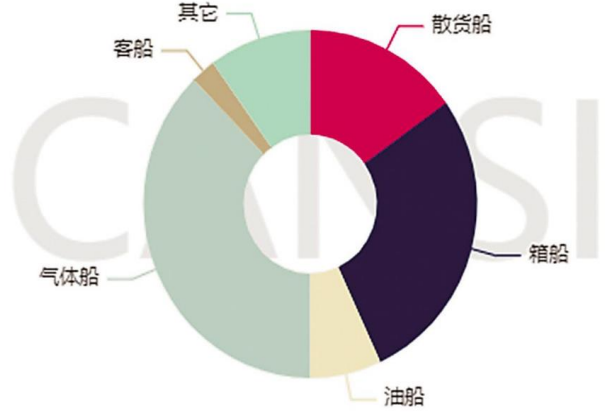
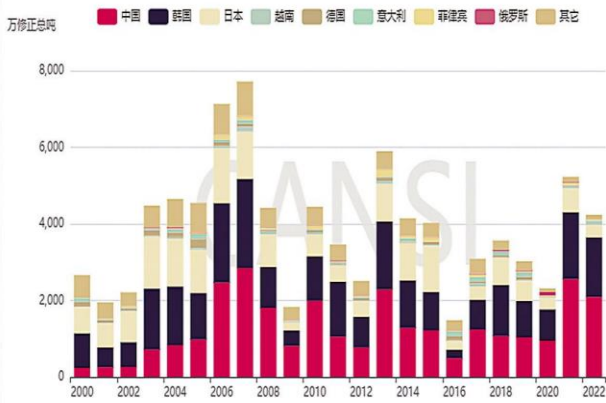
大型 LNG 运输船创造新纪录, 汽车滚装船 (PCTC) 成交重回高峰。中国船舶报

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

统计数据显示，2022年，LNG运输船成交178艘、1502万CGT，同比增长123%；其中大型LNG运输船成交173艘，创造历史新纪录。PCTC（汽车滚装船）成交均为7000车以上的大型PCTC，达69艘、234万CGT，同比增长90%。其他细分船型则出现不同程度下降。原油船、液化石油气（LPG）船、拖船等船型跌幅均超过60%；散货船、集装箱船、化学品船等船型跌幅均超过40%；渡船、成品油船、通用货船、挖泥船等船型跌幅均超过20%；海工船、邮船、多用途船等船型跌幅均在10%以内。

图8 主要造船国家年度新接订单份额对比图

图9 2022年新船成交结构图

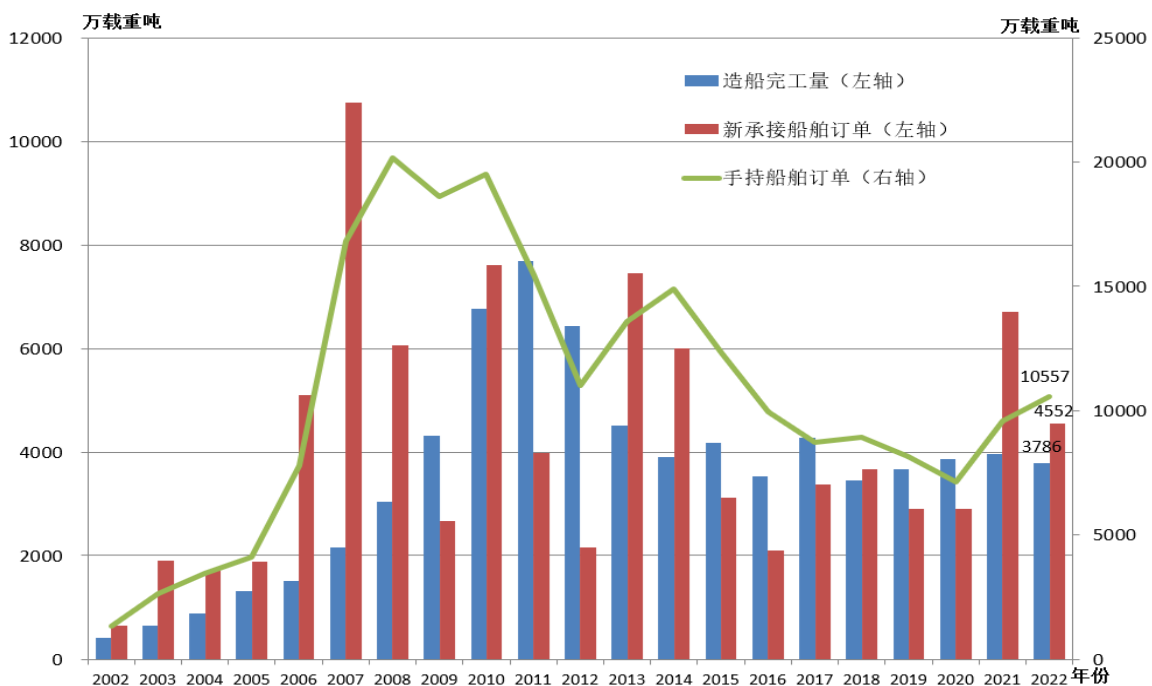


资料来源：中国船舶报，华西证券研究所

资料来源：中国船舶报，华西证券研究所

2022年我国三大造船指标一升两降。中国船舶工业行业协会披露，2022年，全国造船完工量3786万载重吨，同比下降4.6%。新接订单量4552万载重吨，同比下降32.1%。截至12月底，手持订单量10557万载重吨，同比增长10.2%。全国完工出口船3067万载重吨，同比下降14.6%；新接出口船订单4056万载重吨，同比下降31.7%；截至12月底，手持出口船订单9522万载重吨，同比增长12.6%。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的81.0%、89.1%和90.2%。

图10 2002-2022年中国造船三大指标

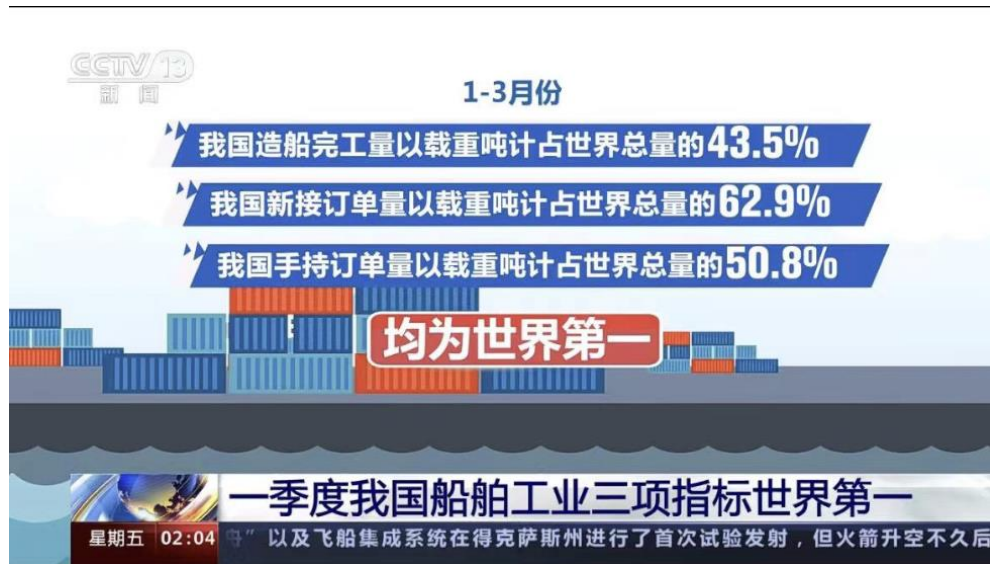


请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：中国船舶工业行业协会，华西证券研究所

2022年，在全球18种主要船型中，我国共有12种船型新接订单量居全球第一。央视财经报道，在高端船型领域，我国船企包揽了2023年一季度全球24艘汽车运输船建造订单。此外，我国首艘国产大型邮轮工程进展顺利，预计将于2023年年底实现交付。23年1~3月，48家重点监测造船企业共承接新船订单1465万载重吨，同比增长45.1%。3月底，手持船舶订单11092万载重吨，同比增长14.8%。1~3月，48家重点监测造船企业造船完工896万载重吨，同比下降2.2%。

图 11 23 年 Q1 我国船舶工业运行平稳回升，多项指标居世界第一



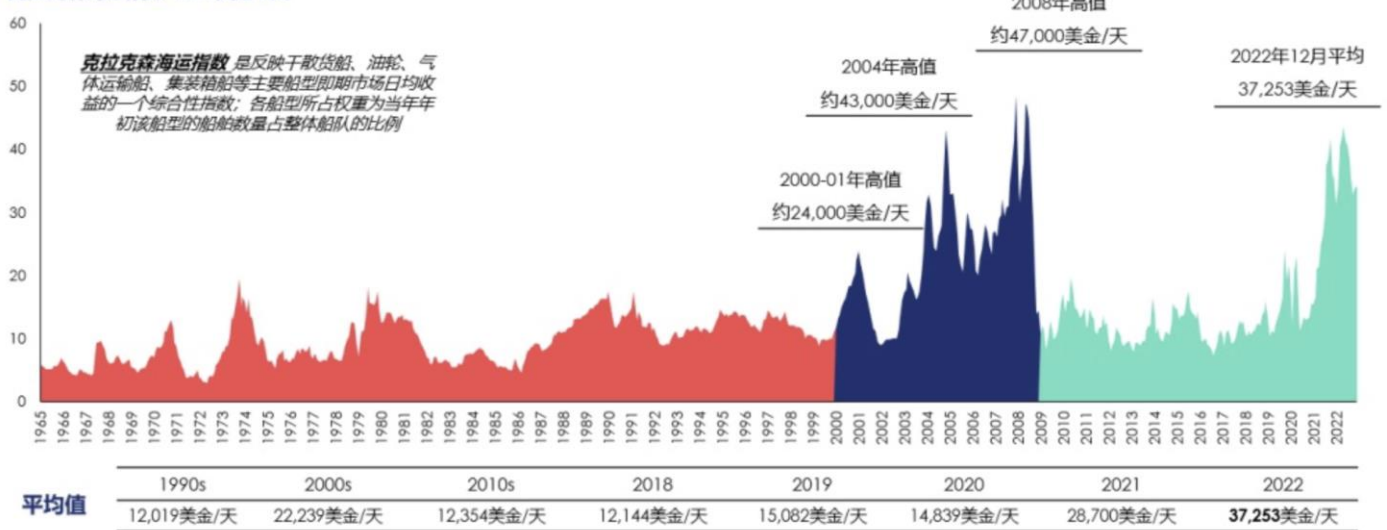
资料来源：新闻直播间，华西证券研究所

3. 新造船价持续攀升，行业保持高景气

2022年是记录以来平均综合运费表现最好的一年。2022年克拉克森海运指数平均值上涨至37,253美元/天，较去年平均水平上涨30%。这是自1990年有记录以来该综合指数最好的收益水平。克拉克森海运指数是反映干散货船、油轮、气体运输船、集装箱船等主要船型即期市场日均收益的一个综合性指数，各船型所占权重为当年年初该船型的船舶数量占整体船队的比例。

图 12 克拉克森海运指数图（单位：百万载重吨）

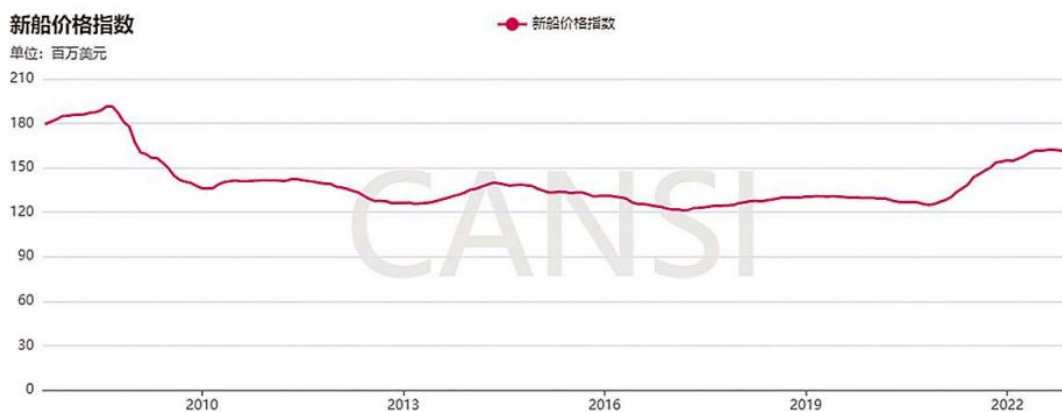
克拉克森海运指数 ,000美金 /天



资料来源：克拉克森，华西证券研究所

新旧船舶价差加大，新船价格涨幅趋缓。新造船价格继续保持高位。中国船舶报数据显示，2022年12月，新造船价格指数收报161.89点，同比增长4.9%，环比2022年6月以来基本持平，年内最高值为162.03点。2022年的新造船价格延续2021年以来上涨态势，但涨幅有所趋缓，后半年新造船价格基本持平，进入平台期。

图 13 新船价格指数

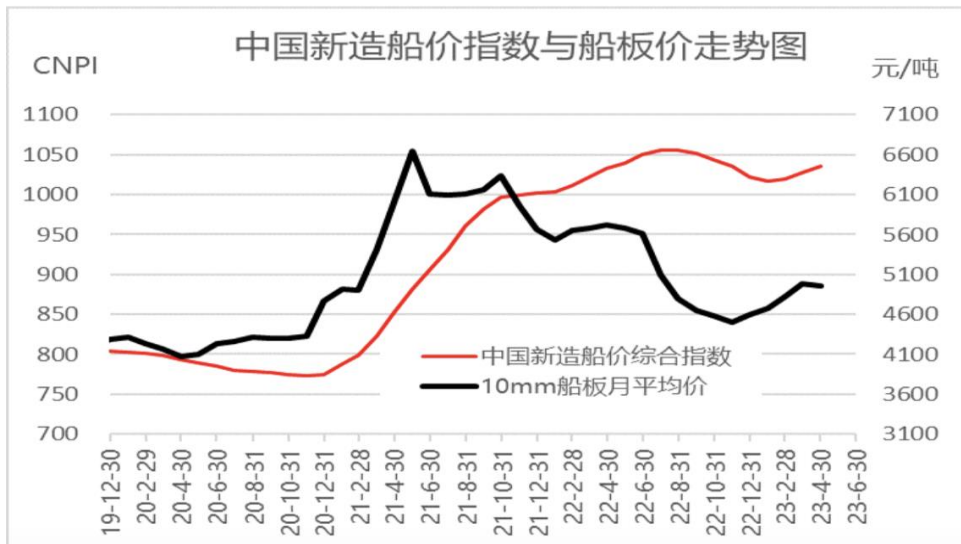


资料来源：中国船舶报，华西证券研究所

造船需求强劲，2023年4月份CNPI继续向上攀升。中国新造船价格指数市场报告显示，四月份CNPI报1035点，环比上涨8点。指数连续三个月增长，订单也大幅度涌现。四月份国内船厂披露的订单总共有102艘，外国船厂31艘，总计133艘（2艘LOI未计入），新增订单总艘数比三月份增加了12%。由于16个基准船型估值继续全线上升，三大传统船型的综合价格指数也齐头并进。其中，干散货船综合指数CNDPI环比升1%至1,046点，油轮综合指数CNTPI环比也升了1%至1,124点，集装箱船综合指数CNCPI环比升0.7%至1,058点。

造船成本的大头——钢材价格，自四月初开始就不断下调，而造船价格却保持上升，说明短期造船需求强劲，能够克服钢材料价格下跌造成的不利影响，仍然保持较高的船价。

图 14 中国新造船价指数与船板走势图

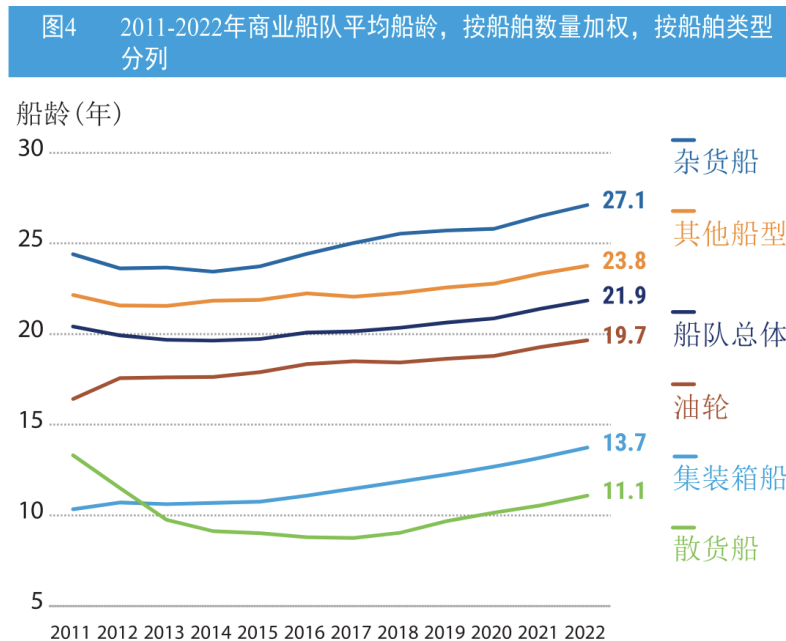


资料来源：中国新造船价格指数，华西证券研究所

4. IMO 环保新规生效，旧船拆解加速

自 2011 年起，船队开始老化。根据《2022 海运评述》，目前的平均船龄按船舶数量计算为 21.9 年，按承载能力计算为 11.5 年。散货船仍然是船龄最低的船舶，平均船龄 11.1 年，其次是集装箱船，平均船龄 13.7 年，之后是油轮，平均船龄 19.7 年。

图 15 2011-2022 年商业船队平均船龄数据



资料来源：《2022 海运评述》，克拉克森，华西证券研究所

新老更替的更新周期已经到来。从船龄来看，截至 2022 年底，全球海洋工程装备船队数量共 12911 艘，平均船龄高达 20 年，20 年船龄以上装备占比 35%。部分装备如海洋调查船、挖泥船、多功能服务平台等船型 20 年以上船龄占比超过 40%，这些老旧船舶在作业效率、功能参数等方面，均已远远落后于新式海工装备，拆解退役是他们最终的归宿，未来几年老旧海工装备拆解周期即将到来，海工装备的需求依然值得期待。

图 16 全球海洋工程装备船龄结构

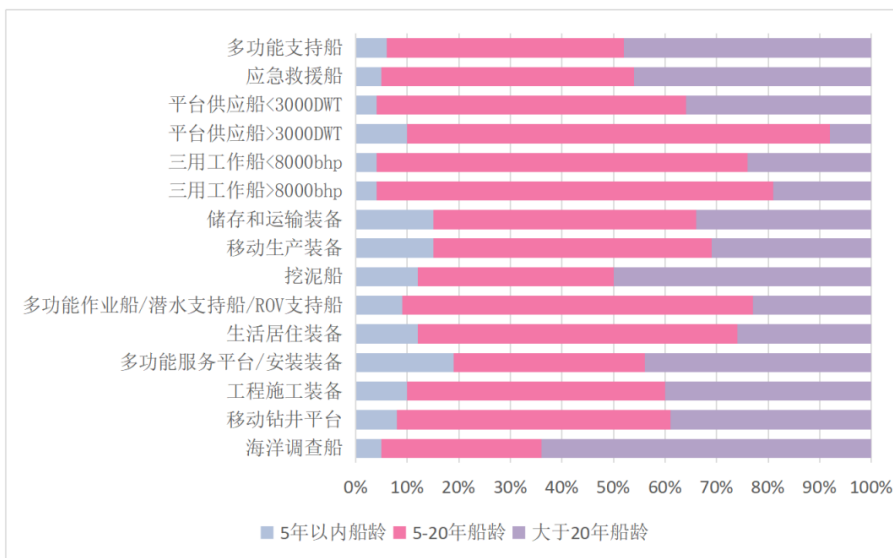


图 7 全球海洋工程装备船龄结构

资料来源：中国船舶工业协会，华西证券研究所

IMO 新规正式实施，加速旧船拆解。2023 年 1 月 1 日，IMO 环保新规生效，此修正案被誉为 IMO 自 2020 年引入全球“限硫令”以来最重要的环境立法，主要为现有船舶能效指标 EEXI 及碳排放强度指标 CII。据 Vessel Value 数据统计，单从 EEXI 能效指标来看，目前全球主流市场仍有将近 70% 的运力不达标，CII 碳指标要求更高。为了尽可能满足 IMO 环保新规要求，船东或将选择降速、改装主机、拆除老旧低效船舶。这些举动或会降低全球的航运运力。此外，对于 EEXI 不达标的运力，船东还可能使用替代新型燃料、运用碳排放配额工具等。

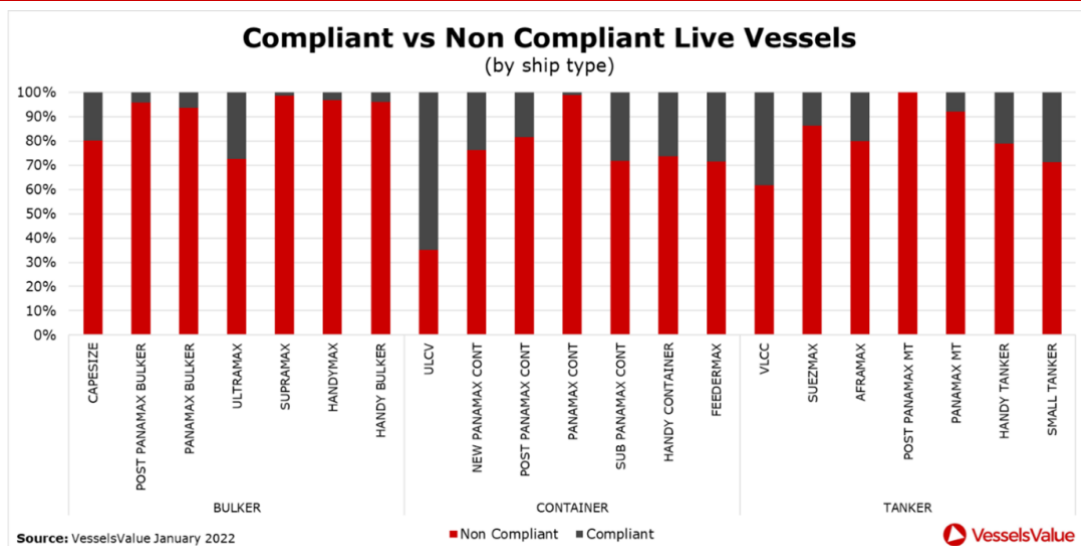
表 2IMO 针对船舶排放的管理措施指标

规则	内容
EEDI (新造船能效设计指数)	根据船舶在设计最大载货状态下，以一定航速航行所需推进动力以及相关辅助功率所消耗的燃油计算出的 Co2 排放量。该指标分为三个阶段：2015 年开始新造船需要最少减排 10%；2020 年最少减排 20%；2025 年最少减排 30%。
EEXI (技术能效指标)	要求所有 400GT 及以上的现有船舶（限于 EEDI 适用船舶种类），于 2023 年的第一个年度检验、中间检验或换证检验时（与 IAPP 证书时间协调，以最早发生者为准），其技术能效指数（EEXI）必须达到对应于 2022 年 4 月 1 日的设计能效指数（EEDI）水平，对部分种类和大小船舶有所放宽。
CII (年度营运碳强度指标)	从 2023 年开始，对所有 5000GT 及以上船舶（限于 EEDI 适用船舶种类）的年度营运碳强度指标（CII）进行评级（A-E 五级，A 为最佳，E 为最差），评级为 E 或者连续三年评级为 D 船舶需要在船舶能效管理计划（SEEMP）中制定整改计划。

资料来源：百度百科，华西证券研究所

环保新规下，三大船型合规比例均处于较低水平。现役船队中近 8 成不符环保新规。根据专业航运咨询公司 VesselsValue 测算，全球现役船队中（散货船、油轮和集装箱船）目前仅有 21.6% 的船舶符合 EEDI/EEXI 法规，油船合规比例为 30%，其中 VLCC、苏伊士型、阿芙拉型、超级巴拿马型、巴拿马型、灵便型、小油船合规率分别为 35.5%、14.0%、28.4%、0%、11.5%、30.4%、32.6%。

图 17 现有船队合规比例



资料来源: Vessels Value, 华西证券研究所

高端装备取得新突破，绿色动力船舶快速增。中国船舶工业协会披露，2022年，我国船企持续加大研发力度，在高新技术船舶与海洋工程装备领域取得新的突破。24000TEU 集装箱船、17.4 万立方米大型 LNG 等高端船型实现批量交船，国产首艘大型邮轮实现主发电动车重大节点，第二艘大型邮轮顺利开工建造。10 万吨级智慧渔业大型养殖工船、第四代自升式风电安装船、圆筒型 FPSO（浮式生产储卸油装置）等海洋工程装备实现交付。30 万吨级 LNG 双燃料动力超大型油船（VLCC）、20.9 万吨纽卡斯尔型 LNG 双燃料动力散货船、4.99 万吨甲醇双燃料动力化学品/成品油船等绿色动力船舶完工交付。全年新接订单中绿色动力船舶占比达到 49.1%，创历史最高水平。

最近我国还与法国达飞集团签署了系列绿色低碳大型集装箱船建造合作协议，包括 12 艘 15000 箱甲醇双燃料集装箱船和 4 艘 23000 箱液化天然气双燃料集装箱船建造项目，合同总金额超过 210 亿元人民币。这些都是我国在绿色动力船舶领域的重大突破。

图 18 中国船舶集团与法国达飞集团签约



资料来源: 新闻直播间, 华西证券研究所

图 19 燃料集装箱船



资料来源: 新闻直播间, 华西证券研究所

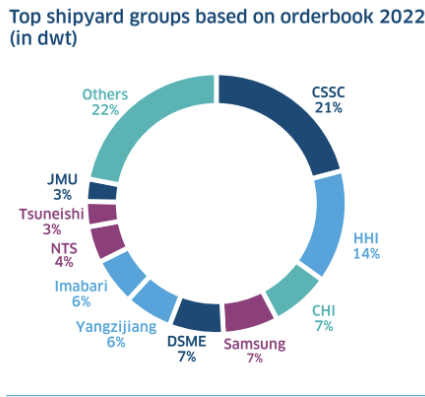
5. 供给端大幅收缩，行业集中度明显提升

行业经过十余年产能出清，行业集中度显著提升。船舶行业是典型的周期型行业，周期大约 20 年左右，船厂的上一轮盈利周期为 2003-2008 年。在过去几年来造船业

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

发生了重大整合，根据 BRS2022 年报，目前世界上 75% 的造船产能掌握在 9 家造船集团手中。在中国，中国船舶集团、中远海运重工集团和扬子江船业集团掌握了 69% 的造船产能，比例分别为 42%、15%、12%。韩国三大船企掌握了 91% 的韩国造船产能，包括现代重工集团 45%、三星重工 24%、大宇造船 23%。日本前三大造船集团也掌握了 71% 的造船产能，包括今治造船 38%、日本造船联合（JMU）18% 以及常石造船 14%。从全球范围看，行业集中度大幅上升，船厂整合加速。

图 20 全球行业集中度



资料来源：brs2022，华西证券研究所

图 21 中日韩各国竞争格局

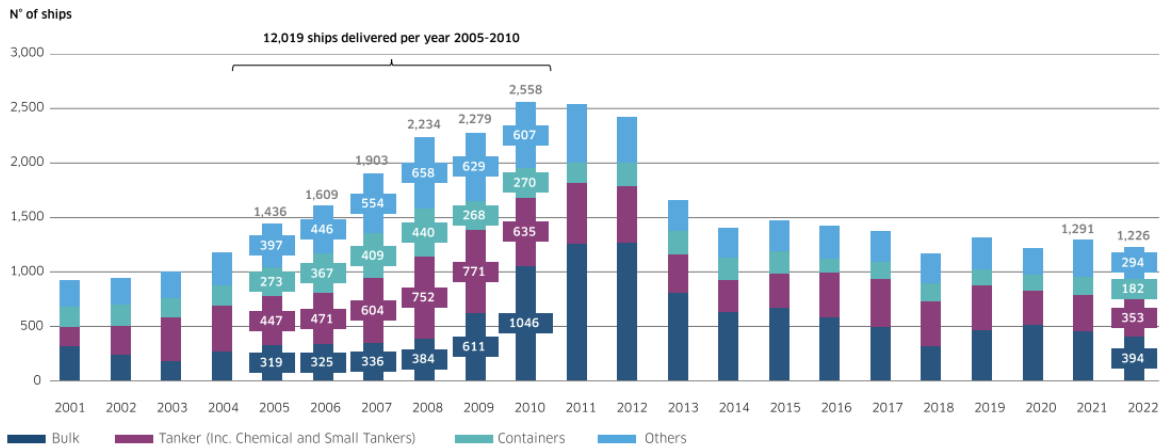
Top Shipyards	% Orderbook in dwt	
China	CSSC	42%
	CHI	15%
	Yangzijiang	12%
	Others	32%
South Korea	HHI	45%
	Samsung	24%
	DSME	23%
	Others	9%
Japan	Imabari	38%
	JMU	18%
	Oshima Saikal	14%
	Others	29%

资料来源：brs2022，华西证券研究所

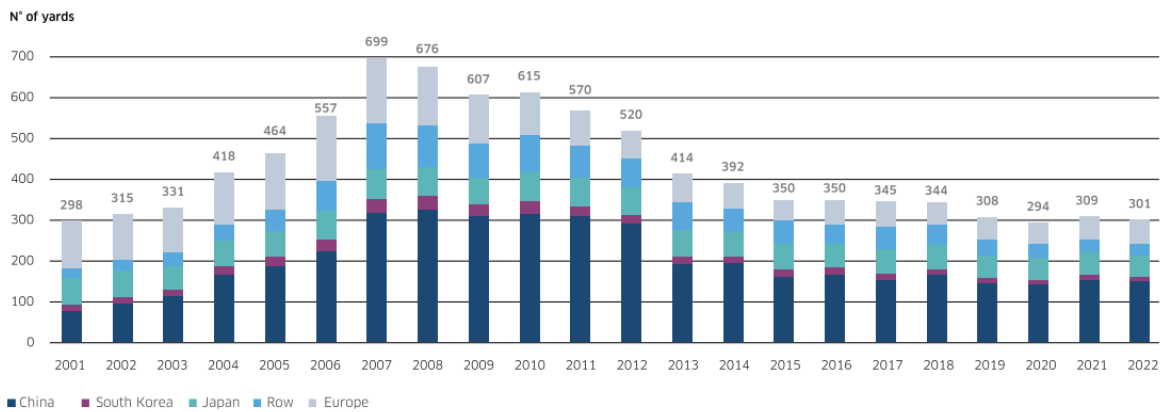
行业出清彻底，行业集中度明显提升。根据 BRS2022 年报，造船厂数量从 2007 年的约 700 家急剧下降到 2022 年的约 300 家，整合一直是一个持续的过程。船厂数量大幅减少造成供给端低迷。目前每年可建造和交付约 1200 至 1300 艘，远低于 2005 年至 2010 年每年建造和交付 2000 艘的产能水平。

图 22 活跃造船厂数量和造船厂年交付量图

Shipyard deliveries by year



Number of active shipyards by year



资料来源：brs2022，华西证券研究所

中国日报报道，2023年2月8日，全球首艘LNG双燃料动力超大型原油船“远瑞洋”轮在大连成功交付。关于“远瑞洋”轮，是大船集团为中远海运集团量身设计建造的，列入中国船级社单一船级，总长333米，采用液化天然气为主燃料，配备双燃料主机，可以实现船舶在液化天然气和燃料油之间自由切换。同时，配备了两个大型液化天然气燃料舱，可以满足中东至远东的油轮主流航线全航程使用液化天然气，从而实现硫氧化物减排99%，颗粒物减排98%，氮氧化物排放满足国际海事组织最严格要求。大船集团依托这一项目，突破了LNG低温C型储罐自主设计、高精度建造、罐体组立装配和试验技术，并拥有全部自主知识产权。

图 23 “远瑞洋”轮



资料来源：百度百科，华西证券研究所

中国打造全球首艘 10 万吨级别养殖船。今年发布的中央一号文件提出，要建设现代海洋牧场，发展深水网箱、养殖工船等深远海养殖，“国信 1 号”是全球首艘 10 万吨级养殖工船，集深海养殖先进经验、现代化环保养殖理念和海洋工程装备尖端技术于一身，跨领域集成创新，实现了全球深远海渔业大型智能养殖装备的重大突破，创造了养殖渔船单船吨位最大、单船养殖规模最大、单舱水体量最高等多项国内外纪录，开创了智慧养殖新模式，其前瞻性、引领性、创新性向世界提供了深远海养殖的“中国方案”。

图 24 “国信一号”养殖工船



资料来源：央视财经，华西证券研究所

6. 中美军舰数量仍有较大差距，出口市场空间广阔

中美军舰数量当前仍有较大差距，提升空间较大。登陆舰艇是一款现代军事海上登陆战最实用的武器装备，也叫做两栖舰艇，是为输送登陆兵及其武器装备，补给品登陆而专门制造的舰艇，可以提供无人舰载机的起飞和降落。护卫舰是以导弹、舰炮、

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

深水炸弹及反潜鱼雷为主要武器的轻型水面战斗舰艇。是当代世界各国建造数量最多、分布最广、参战机会最多的一种中型水面舰艇。根据《TheMilitaryBalance2022》数据显示，中国在航空母舰、巡洋舰、驱逐舰和护卫舰（FFG）等大型舰船以及两栖舰艇、登陆艇等小型舰艇方面与美国还有明显差距，未来存在较大提升空间。

表 3 中美海上军事力量对比

		中国	美国
潜水艇		59	67
航空母舰		3	11
巡洋舰		3	24
驱逐舰	DDGHM	34	40
	DDGM	2	28
护卫舰	FFGHM	40	4
	FFG	5	17
巡逻和沿海舰艇		196	86
反水雷舰艇		57	8
两栖舰艇		9	31
登陆舰		49	——
登陆艇		60	143

资料来源：《The Military Balance2022》，华西证券研究所注：中国航母数为最新数据

“福建舰” 2022 年正式下水，有望带动海军装备发展。据新华社报道，2022 年 6 月 17 日，中国第三艘航空母舰“福建舰”正式下水，每一艘航母一般都会配备多艘驱逐舰、护卫舰等舰艇从而形成航母战斗群。根据中国企业新闻观察网报道，以“辽宁舰”为例，在整个航母打击作战群之中，一共配备有 8 艘舰，分别是：航母 1 艘，即“辽宁”舰；052D 型驱逐舰 1 艘；052C 型驱逐舰 2 艘；054A 型护卫舰 2 艘；“呼伦湖”级大型综合补给舰 1 艘；051C 型驱逐舰 1 艘。“福建舰”下水一定程度上将带动海军装备的发展。

图 25 “福建舰”下水



资料来源：央视新闻，华西证券研究所

图 26 “辽宁舰”编队



资料来源：国防时报，华西证券研究所

中国军舰军贸市场空间广阔。根据央视军事，2023 年 4 月 25 日，由中国制造的“象岛”号两栖船坞登陆舰接舰仪式在泰国春武里府梭桃邑海军基地举行。“象岛”号两栖船坞登陆舰，是泰国海军向中国购买的大型两栖舰，也是中国首次出口两栖船坞登陆舰，目前是东南亚吨位最大军舰，能搭载至少 600 名海军陆战队员、2 艘两栖登陆艇以及 5 架军用直升机。

图 27 中国出口大型两栖舰到泰国



资料来源：央视新闻，华西证券研究所

7. 投资建议

当前造船行业基本面处于 20 年一轮的船舶大周期与订单高增长、业绩即将兑现的小周期，民船方面是周期复苏逻辑。而中船系的大部分船厂产品包括军船和民船，军品本身应具备较高估值溢价，此外我国军舰建造具有较高水平，已出口至一带一路多个沿线国家，未来军贸空间广阔。此外，板块公司 PB 均处于较低水平，板块有望迎来业绩与估值共振。

主要受益标的：

中国重工：中船集团下属的主要军船研制生产公司，军船占比较高，且积极开拓军贸市场，出口占营收比例约 40%，此外还有大量民船。公司当前 PB 仅 1.39。

中船防务：公司 A+H 股两地上市，其中港股 PB 当前仅 0.9，A 股 PB 为 2.4，我们认为公司当前估值处于较低水平，具有较大提升空间。

中国船舶：中船集团体量最大的船厂，造船板块龙头公司，民船占比高。

8. 风险提示

订单不及预期、产能释放不及预期、竞争加剧等。

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。