

船舶：受益行业景气上行、一带一路、中特估

——2022年中期国防军工行业投资策略

行业评级：看好

2022年5月19日

分析师 邱世梁
邮箱 qiushiliang@stocke.com.cn
电话 18516256639
证书编号 S1230520050001

分析师 王华君
邮箱 wanghuajun@stocke.com.cn
电话 18610723118
证书编号 S1230520080005

分析师 王洁若
邮箱 wangjieruo@stocke.com.cn
电话 18310570500
证书编号 S1230522110002

船舶行业：受益行业景气上行、一带一路、中特估

船舶行业：处于中长期底部区域，未来进入新一轮上行周期

订单进入上行周期。上一轮周期从2003年开始，2006-2007年新船订单达到高点。按照船舶15-20年寿命估算，2023-2026年将迎来新一轮新船订单高峰。箱船订单开启，后续油轮、干散、气体船等需求向上；供求紧张，驱动船价进入上行周期。

民船：箱船订单开启、油轮干散接力，置换为主、新增及环保共同驱动行业进入上行的景气周期

需求持续上行：1) **产业链传导模式：**集装箱运价上涨—箱船船东大幅盈利—箱船船东资产负债表改善—上游造船业大幅下单；同理，**油轮因**航线拉长、环保降速促油轮需求提升，导致运价上涨，船东盈利后加速下单；后期干散货船作为存量最大的一种主力船型，受制于产能船位有限，存在抢占产能而提前加速下单的预期，行业指数有望持续上涨。

供给现状：1) **供给收缩：**与上一轮周期相比，供给端大幅出清，**产能持续向中韩转移，向头部企业转移，尾部产能显著出清，集中度提升；**中国占全球造船业份额从上一轮周期约15%提升至本轮约50%；2) **行业不断向头部集中**（近十年CR10从40%提升至70%）；3) **扩产周期长，新增供给难度大，**龙头公司2023-2027年业绩确定性强。

打造“中国特色估值体系”，船舶央企受益一带一路、中特估

中国船舶集团与法国达飞海运集团协议金额达210多亿元，创下了中国造船业一次性签约集装箱船最大金额的新纪录；市场持续打造“中国特色估值体系”，船舶制造央企随着盈利能力正逐渐进入上升区间，率先受益于“一带一路”、“中特估”。

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

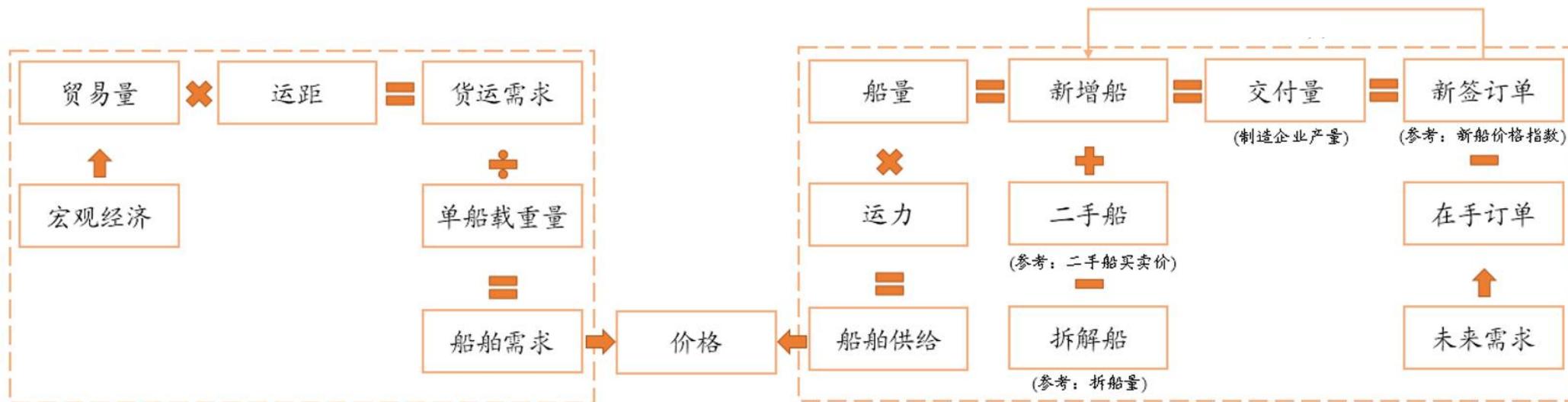
内需：我国海军由近海防御向远洋护卫持续转型，打造先进舰队是建设强大海军的基础保障。公司作为我国军用船舶最重要制造基地之一，有望持续受益于海军现代化建设；**外贸：**海军舰船出口预期乐观，看好军贸长期发展空间。

板块标的：中国船舶、中国海防、亚星锚链、中国重工、中船防务、中国动力、中船科技、中船应急、海兰信等

风险提示：全球船舶需求波动、原材料价格波动风险

行业底部反弹、本轮需求置换+环保+船队扩大共同导致

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。

航运周期复盘：“周期之王”时间跨度长，股价受运价驱动明显

船舶周期可分为长周期、中周期和短周期3个主要的类型。长周期和经济发展长周期基本吻合，一般为20年左右；中周期则不固定，一般为7~15年；而短周期一般则只有3~4年。

图：上一轮周期至本轮（以中国船舶股价变化为例），2000-2007上行，2008-2020下行震荡，2021至今回暖



航运周期复盘：财务指标一览，营收扩张先于利润



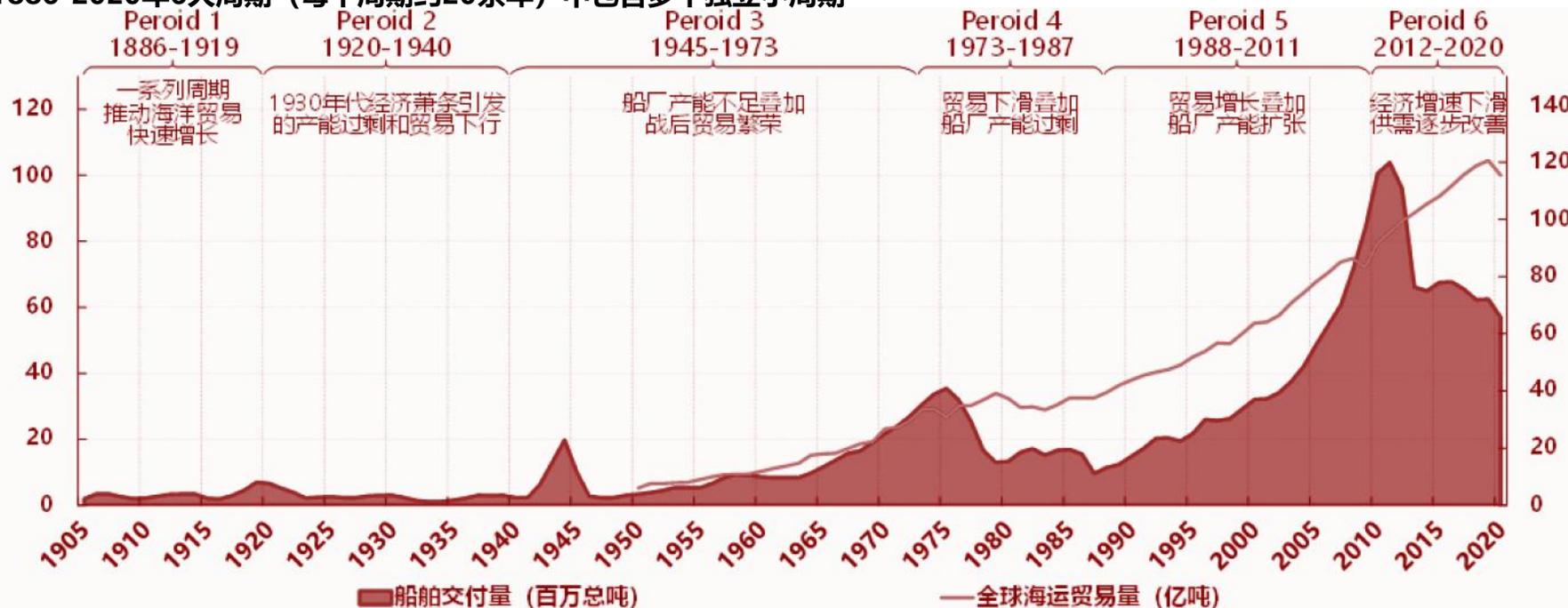
航运周期已底部反弹，疫情加速造船行业复苏，有望景气向上

集装箱船产业链发展逻辑：船舶需求主要受宏观经济影响，供给为现有船队及每年新增与拆解数量之差。由于船舶寿命通常为18-22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。

疫情加速造船行业复苏，后续有望景气向上。船舶行业的景气度受国际贸易量、全球海运市场繁荣度影响，同时也受船舶到寿换新等的影响，呈现出较强周期性。这一轮的船舶周期还受到疫情、环保要求的影响。

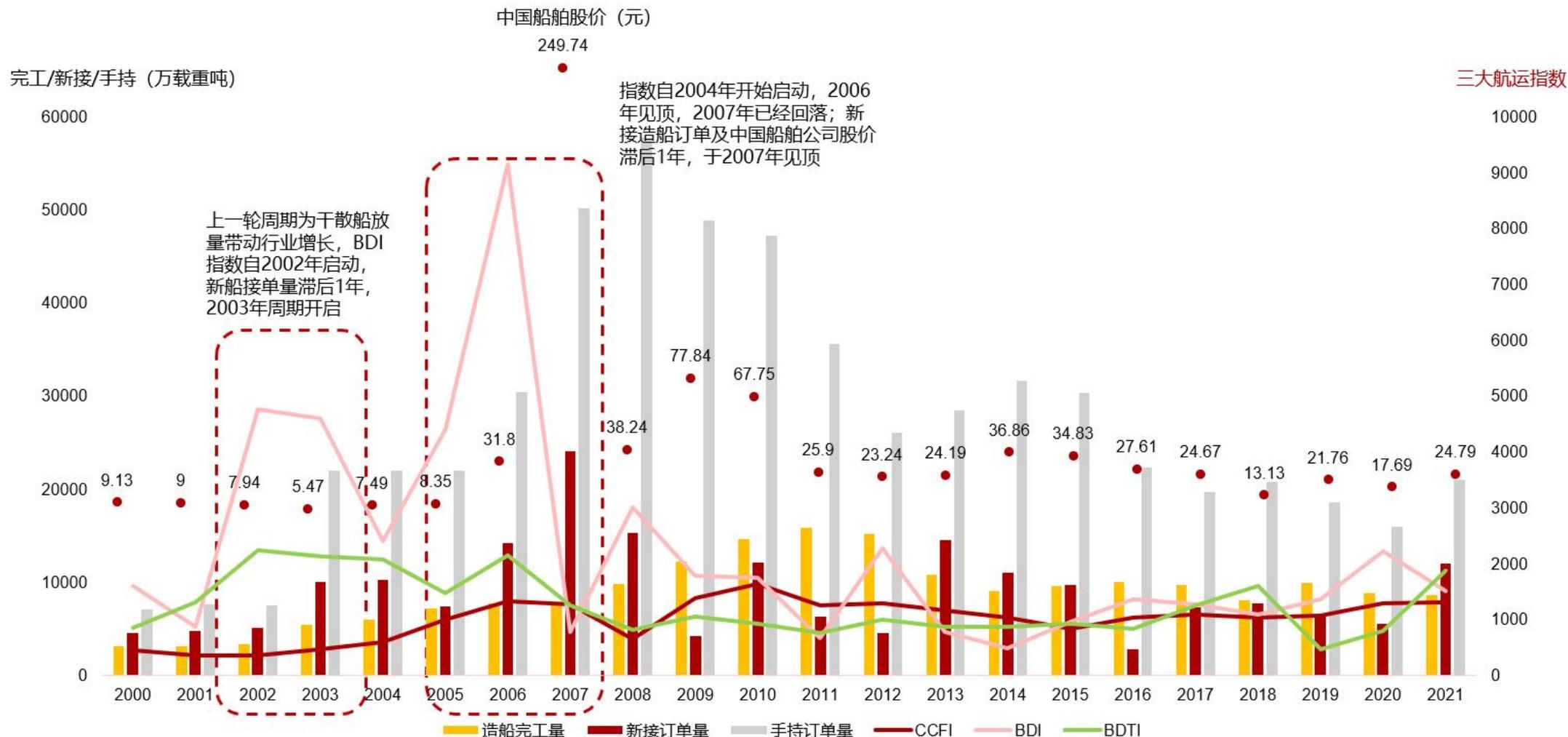
需求端：全球海运运量需求受疫情影响下滑，疫情后有较大反弹。2020年由于疫情影响海运贸易量大幅下降。自2020年下半年海运需求反弹，带动全球航运市场景气度恢复。

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

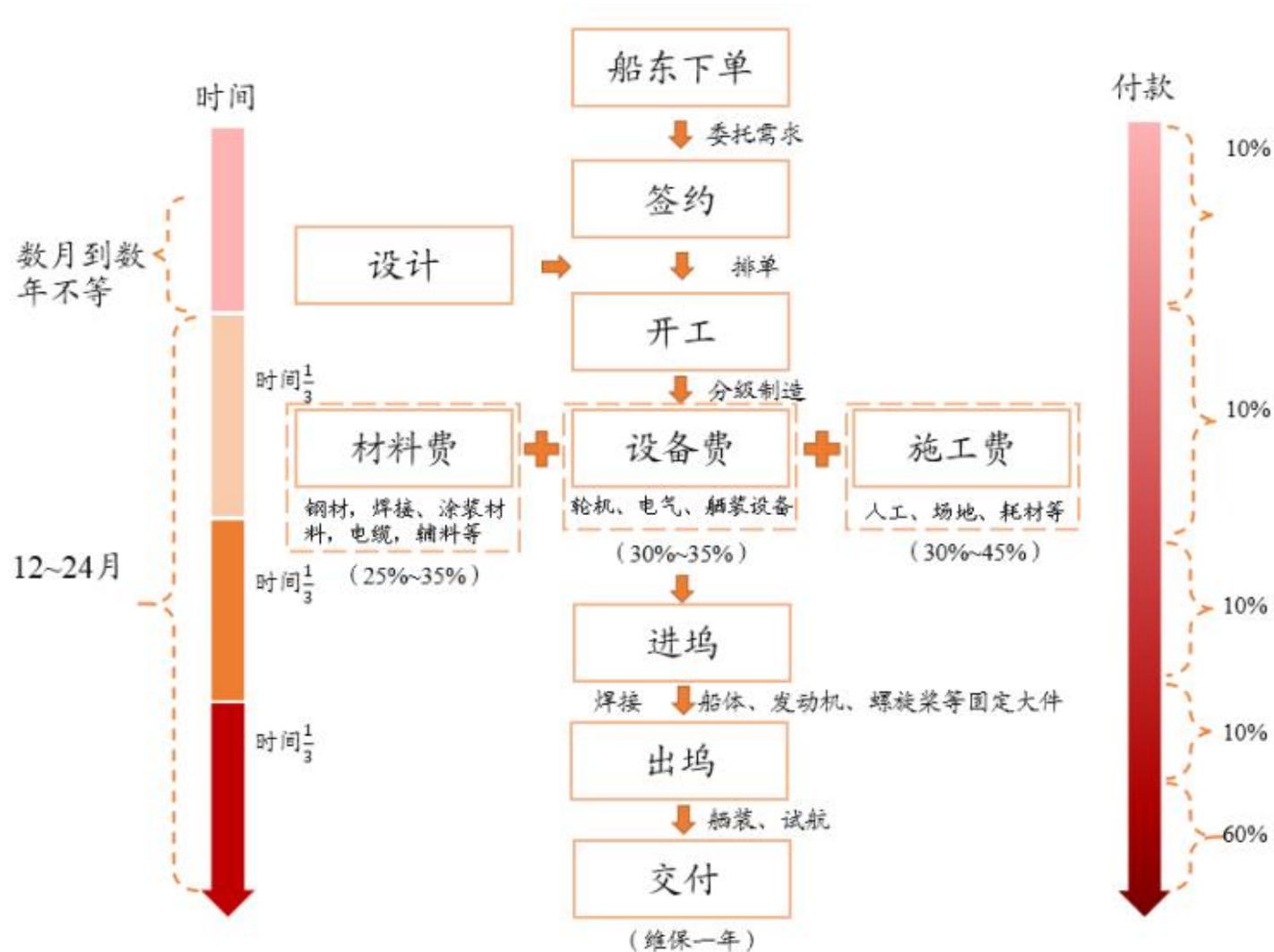


周期复盘：航运底部反弹，新接订单、新船造价为核心指标

以中国船舶为例，其股价与新接订单量及新船造价指数等密切相关



造船产业链：造船厂实力、技术、产能起决定因素



船舶建造时间：12-24个月；

坞期：33-40天（进坞到出坞时间），相比十年前缩短1/3

付款方式：按完工百分比付款；

结算方式：按交付时一次确认收入、结算所有成本

成本：约35%为材料成本，其中钢材占绝大部分；

合同签订时锁定部分成本，钢价于签约时锁定；

造船产业链：船舶制造成本由设备、原材料、人工成本构成

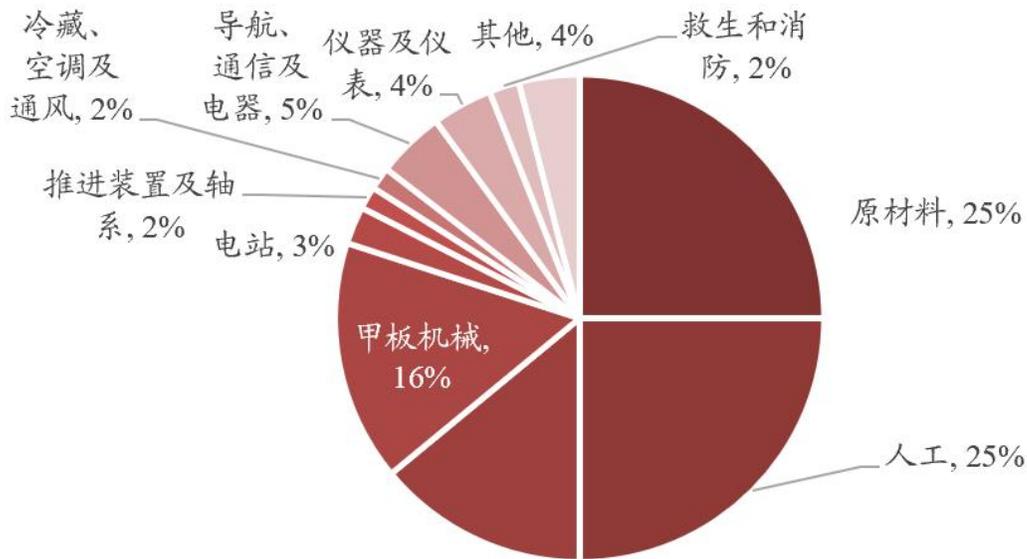
船舶制造成本由设备、原材料、人工成本构成。船用配套设备主要包括主推进器、主发动机、应急发动机和电气通导等。船用柴油机是船舶最主要的配套设备，是船舶的“心脏”。原材料占比25%左右，其中大部分成本为钢材。造船行业属于劳动密集型行业，劳务成本占25%左右。

原材料成本中，钢材价格占据较大份额。2021年行业新增订单签订，钢材价格处于较高位置；后期在船舶建造中，钢材采购价格低于合同签订价，有利缓解船厂成本端压力，利好毛利率提升。

图：20mm螺纹钢价格走势，2021年整体钢价较高



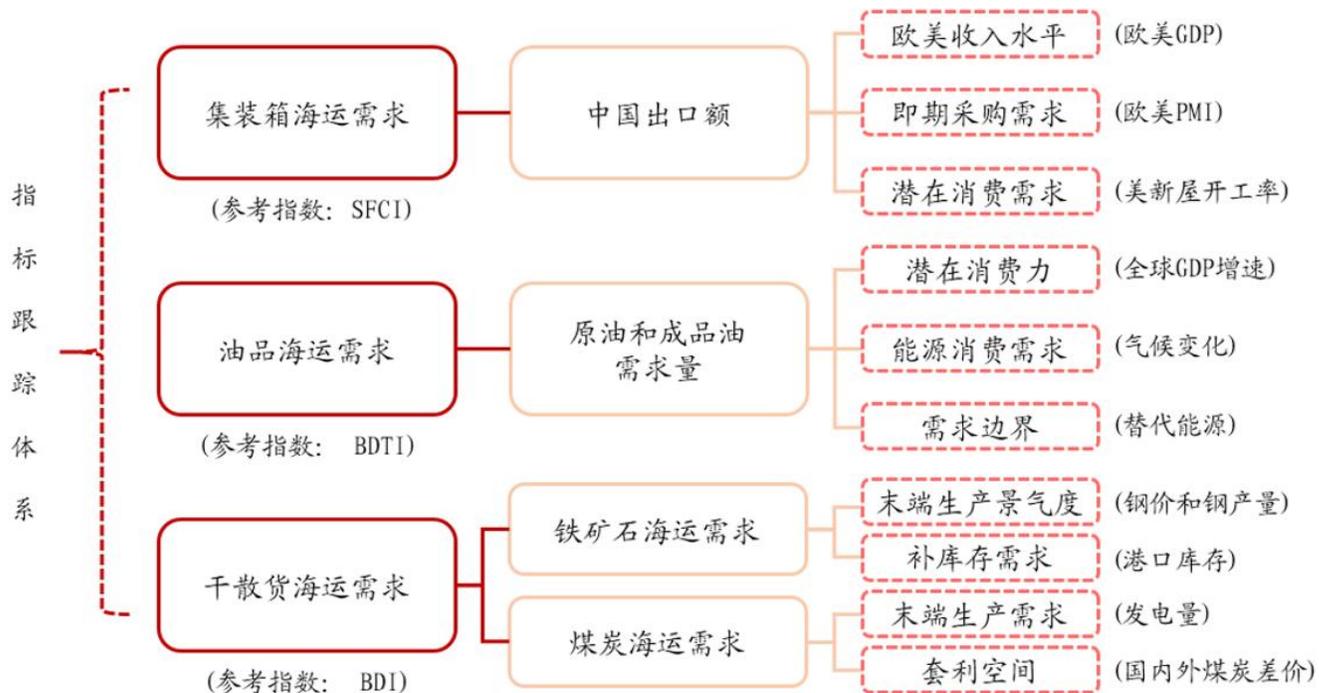
图：船舶制造成本占比（2021年），其中原材料占比25%，人工（施工）占比25%



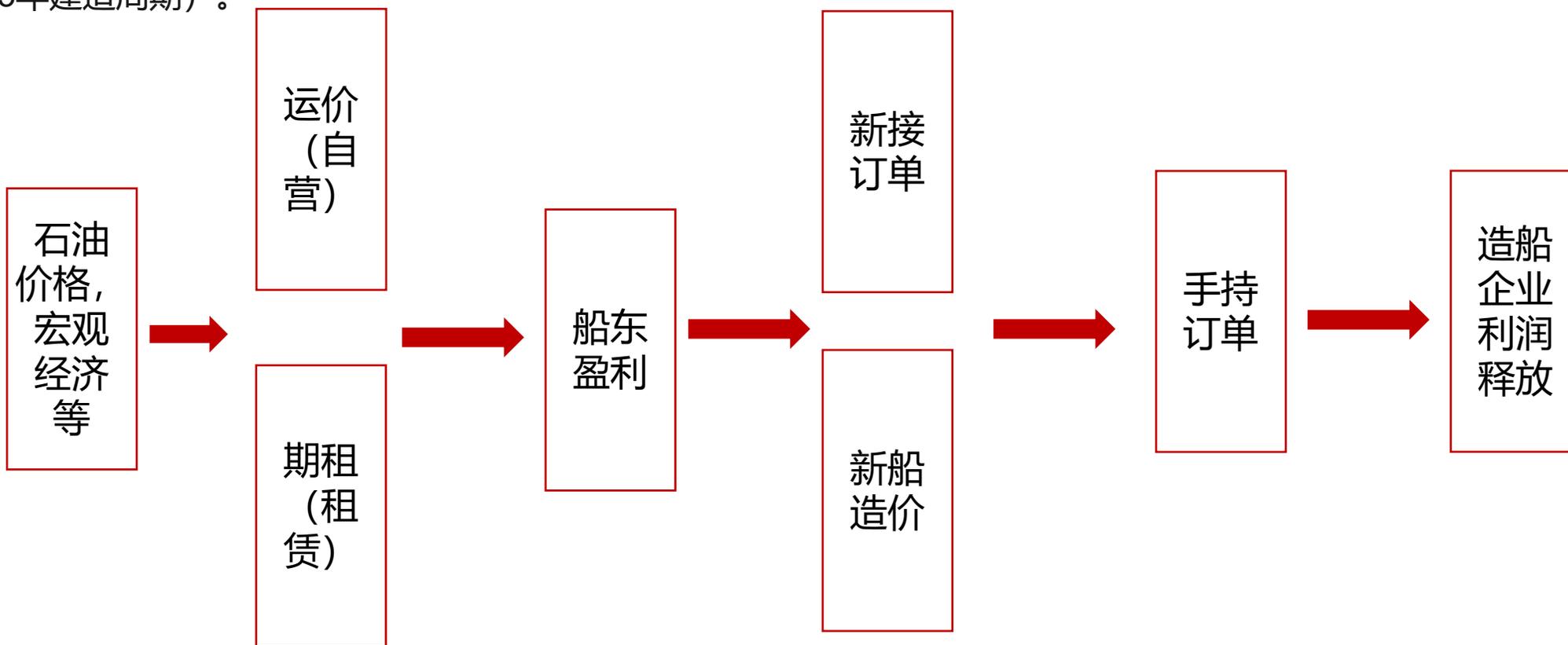
资料来源：Wind，浙商证券研究所

行业底部反弹、本轮需求置换+环保+船队扩大共同导致

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）



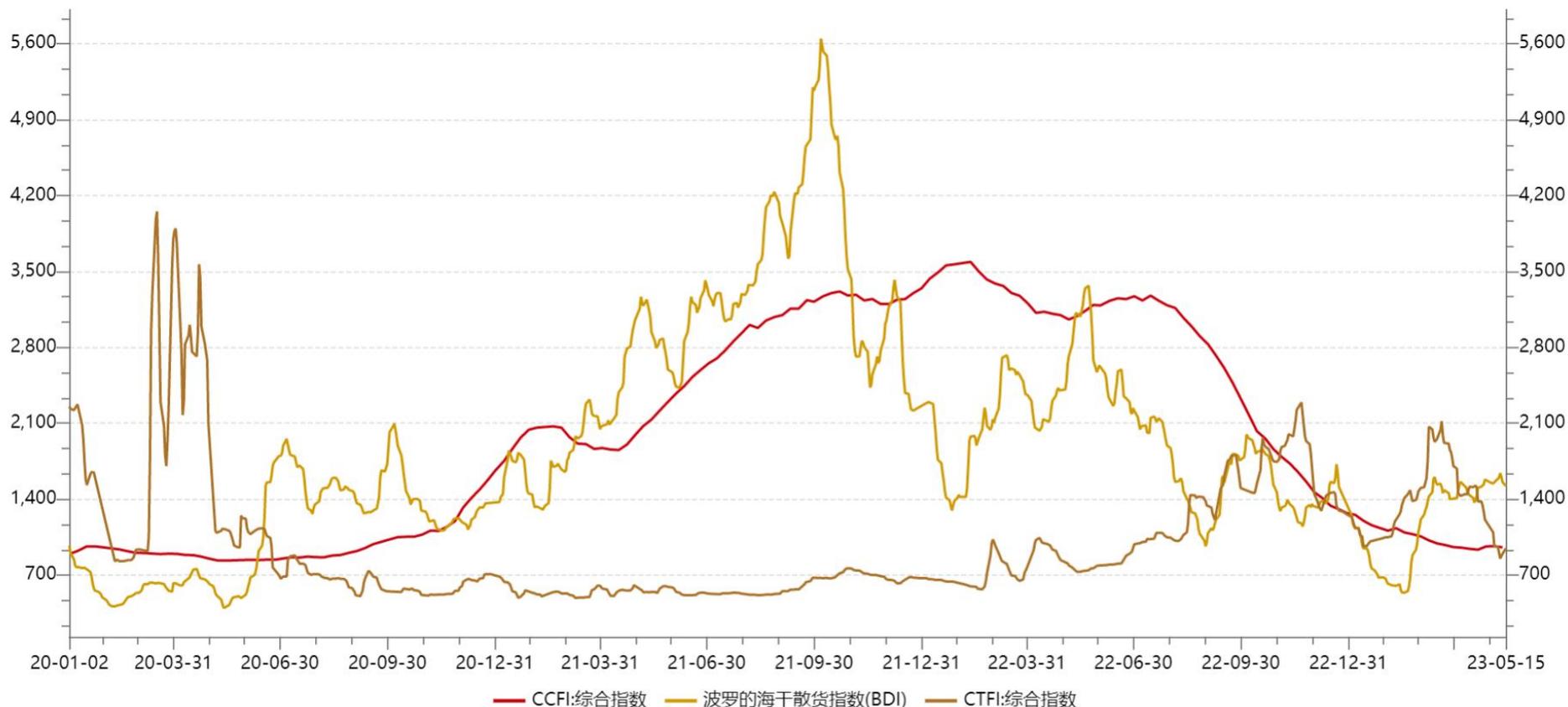
产业链发展逻辑：石油价格、宏观经济等因素影响全球贸易需求，贸易/海运量的增减影响船东收入及利润，主要观测指标为运价（集装箱运价、干散货运价、原油运价等）以及期租价格（主营租赁生意的船东的利润来源）；当运价及期租价格上涨时，船东在原成本基本不变的前提下实现盈利，从而存在资本开支需求（新增、置换）；新订单下达过多后产能不足，船东为抢占船位支付溢价，造船价格随之上涨，船厂手持订单有望“量价齐升”，最终兑现为业绩的释放（一艘船需要2-2.5年建造周期）。



研究指标：产业链传导，价格指数为前瞻性指标

集装箱船产业链发展逻辑：运价上涨（2020.9）--中远海控股价启动（2021.6）--中远海控资债表改善（2021.9在手现金是去年同期3倍）--造船厂订单大幅上涨（中国船舶2021.12新接单同比增长91%）；
油运有望复制集装箱行业发展趋势（地缘战争冲突、环保降速、更换需求），龙头公司后期有望承接较多油轮订单

图：进口集装箱运价指数（CCFI），2020年9月运价开始大幅上涨，集装箱船东盈利能力显著增强；同理，进口油轮运价指数（CTFI），2022年6月大幅上涨，受地缘政治冲突运距拉长，环保新规降速、老旧船舶更换、美国战略储备释放等多因素影响，油运运力持续紧张



2021年以来中国造船产能利用检测指数突破700点，造船行业产能利用率提高。随着产能出清以及全球航运市场复苏，自2020年二季度起中国造船产能利用检测指数（CCI）底部回升，2021年二季度超过700点的荣枯线并维持至今。2022年中国造船产能利用监测指数（CCI）764点，达到近10年以来的最高点，与2021年相比提高22点，同比增长3.0%。

中国引领世界造船市场，三大指标市场份额约50%。2022年，我国三大造船指标实现全面增长，国际市场份额保持领先，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%。

全球造船行业化解过剩产能，行业集中度不断提高。2008年以来全球造船行业产能过剩，中国通过对船企进行存量产能削减及整合重组方式化解过剩产能，如2016年中远海运集团合并下属13家船厂与20余家海洋装备配套服务公司设立中远海运重工有限公司；韩国船企现代重工与大宇造船合并等。

图：中国造船产能检测指数自2021Q2超过700点荣枯线



表：2022年三大造船指标我国均占全球约50%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%	
新接订单量	万载重吨/占比	2979	782	492	1295
	100.0%	26.3%	16.5%	43.5%	
手持订单量	万载重吨/占比	8241	2395	912	4552
	100.0%	29.1%	11.1%	55.2%	
手持订单量	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%	
手持订单量	万修正总吨/占比	10590	3751	1004	4530
	100.0%	35.4%	9.5%	42.8%	

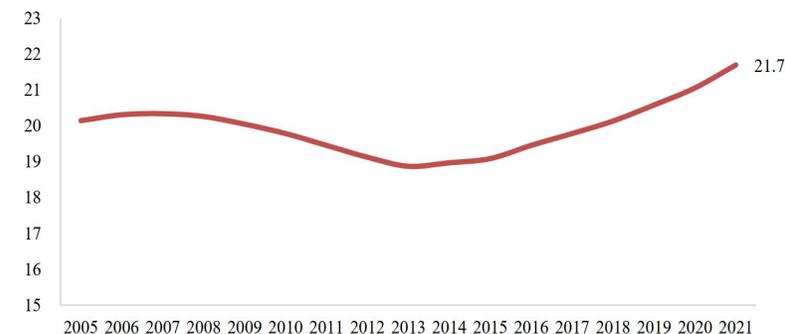
图：全球活跃船企数量持续低迷，造船产能扩张有限



产能出清+换船周期达峰值+下游船东盈利能力提升共促换船需求

全球平均船龄不断升高，船舶更新需求愈加紧迫。2021年全球总吨规模大于100吨的船舶平均船龄为21.7年，为历史新高。部分船舶已经超期服役，随着全球海运贸易需求上升，性能更先进的新船性价比更高，进一步推动老船替换需求增加，预计未来旧船拆解量与船舶新增订单将会进一步增长。

图：2021年平均21.7年达历史峰值（年）

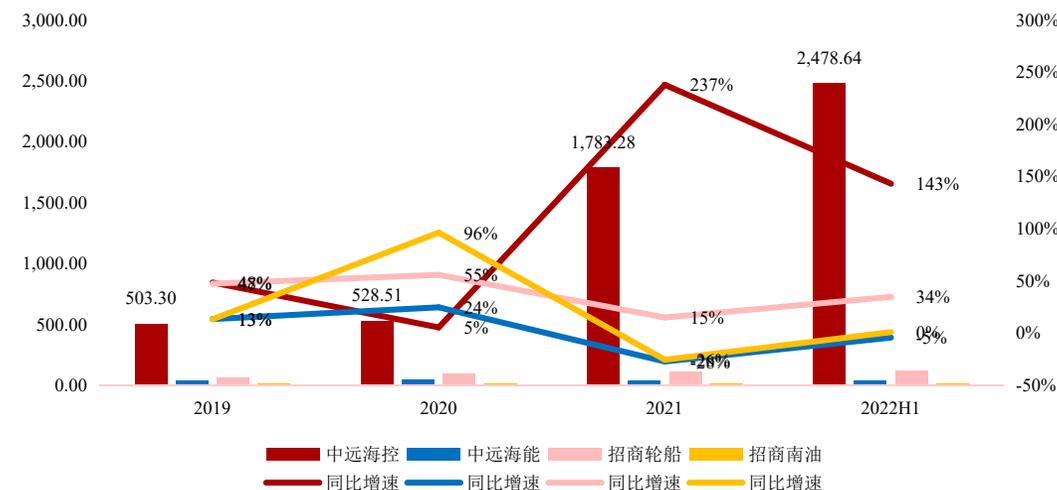


航运市场复苏，海运价格不断升高，下游船东业绩大幅增长。下游船东盈利能力提升，推动换船需求增加。由于2021年航运市场复苏，海运价格不断升高，中远海控、中远海能、招商轮船等下游船东业绩大幅增长，2022H1中远海控/招商轮船营业收入同比增长51%/70%，归母净利润同比增长204%/79%，中远海控货币资金余额达2479亿元，同比增长143%，创近年新高，充足的现金推动船东换船需求增加。

表：全球船队老龄化现象严重，船舶更换周期近在眼前

船舶类型	船龄>15年		船龄>20年	
	运力口径	数量口径	运力口径	数量口径
油船	24%	45%	6%	31%
干散	17%	51%	7%	41%
箱船	23%	34%	7%	14%
客船	42%	67%	28%	57%
LNG船	17%	26%	7%	15%
其他	52%	51%	40%	41%
合计	22%	50%	9%	39%

图：航运公司货币资金（亿元）及同比增速，中远海控在手现金快速增长

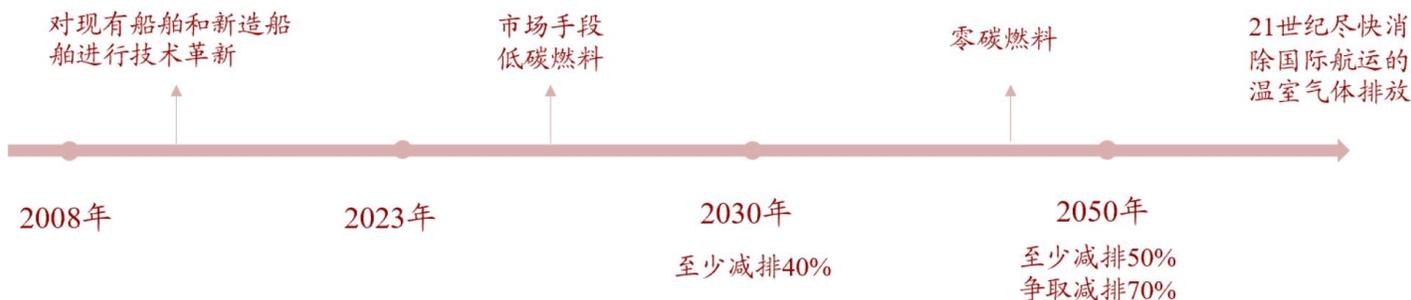


减排促船舶更换增强，航速降低进一步推动船舶增量需求

环保属性推动船舶更换及增量需求增加。在减碳发展的大背景下，减速航行带来运力损失同步拉动造船市场新需求。船舶航行速度越慢，碳排放量越低，船队运力增加才能满足日益增长的海运贸易需求和减碳要求。环保动力装置、压载水系统要求推动船舶替换需求增加。

表：全球船舶动力装置分类及特点

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%

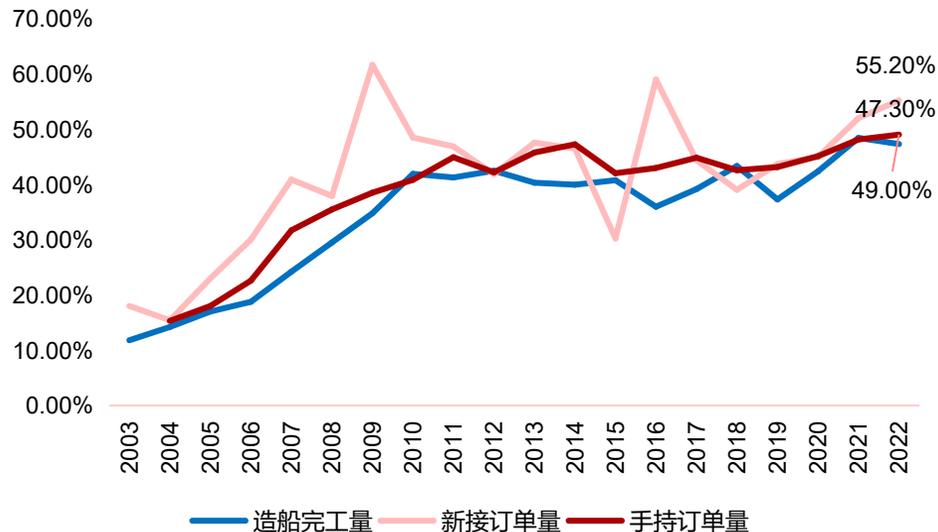


动力装置	特点	市占率
蒸汽轮机动力装置	工作平稳、可靠性高、热效率低、油耗高、单机功率大、经济性差	0.9%
柴油机动力装置	分为四冲程和两冲程，四冲程转速高，一般应用于军舰，小型运输船上，两冲程则运用于大中型远洋运输船舶上，工作运行稳定状态可靠、热效率高、结构紧凑和传动功率大	94.3%
燃气轮机动力装置	整体质量以及尺寸这两个方面，并且其加速性能理想，能够适用于高速客船的应用需求。但其成本高，对制造材料和工艺要求高，并且油耗高。	0%
核动力装置	功率大、耗费少、稳定性、易控性以及环保性，技术要求高，维护和保养成本高以及核燃料的反射性污染	0%
燃料电池	节能环保、寿命长、易于操作、高效率、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%

散货船型号 (千吨)	总价 (百万美元)	单吨价格 (美元)	每千吨下降价格 (美元)
25-30	21.22	771.64	
61-63	26.85	433.06	-9.81
93-96	36.79	387.26	-1.39
115-120	41.6	355.56	-1.38
176-180	49.63	278.82	-1.28

供给：产能出清+头部集中+扩产困难，供给端大幅改善，龙头企业优先受益

图：我国造船三大指标市场份额逐年提升



全球：供给端产能大幅出清，中国市场份额显著提升，行业龙头引领发展

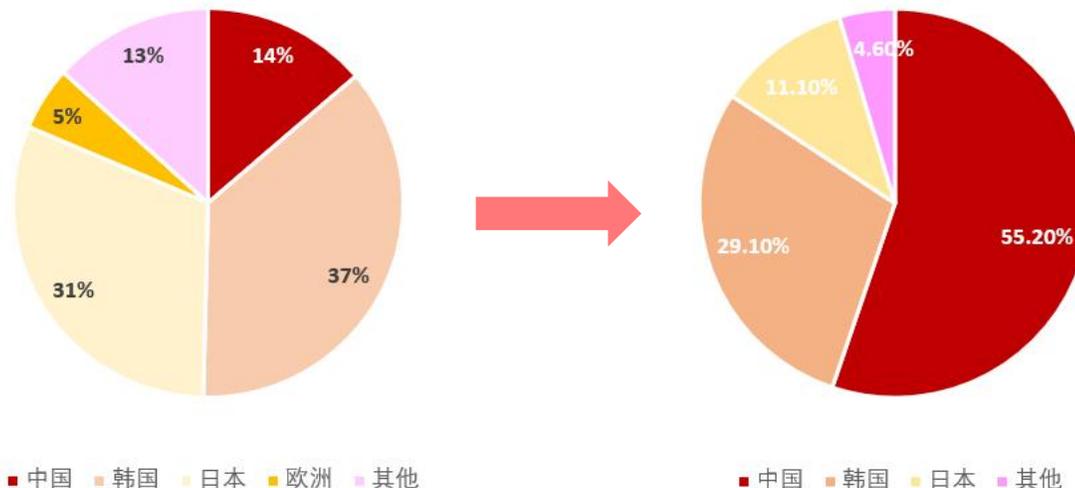
上一轮周期中，中国三大指标所占全球份额较低，约15%左右，2022年中国三大指标所占市场份额约50%左右（我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的47.3%、55.2%和49.0%），原西欧、日本等产能大幅出清，供给端优化明显；后期我国有望在本轮航运周期中优先承接更多全球新增订单。

中国：2023年一季度，我国造船完工量前10家企业占全国总量的72.9%、新接船舶订单前10家企业占全国总量的70.8%，订单向头部企业集中趋势明显，未来龙头公司有望持续受益。

图：新一轮周期下，中国三大指标所占世界份额显著增加



图：以新接订单量指标为例，我国占全球市场份额从2004年（左）约14%提升至2022年（右）55%，全球供给端产能大幅出清，结构优化明显



中国船舶集团资产重组已开启序幕，未来值得期待

“行政合并-产业梳理-资产整合”，合并后改革序幕已开启。中国船舶集团自2019年合并以来，有关上市公司同业竞争及资产整合等事项一直按下不动，主要在行政人事层面的整合梳理，制定后续系列发展及规划措施。2020年底中船科技重大资产重组及中国动力成立子公司梳拢船舶动力系统等举措，正式开启重组后改革序幕。

2023年2月1日上午温刚同志正式履职，成为中国船舶集团有限公司的第二任董事长，有望进一步加快集团资产整合的工作。

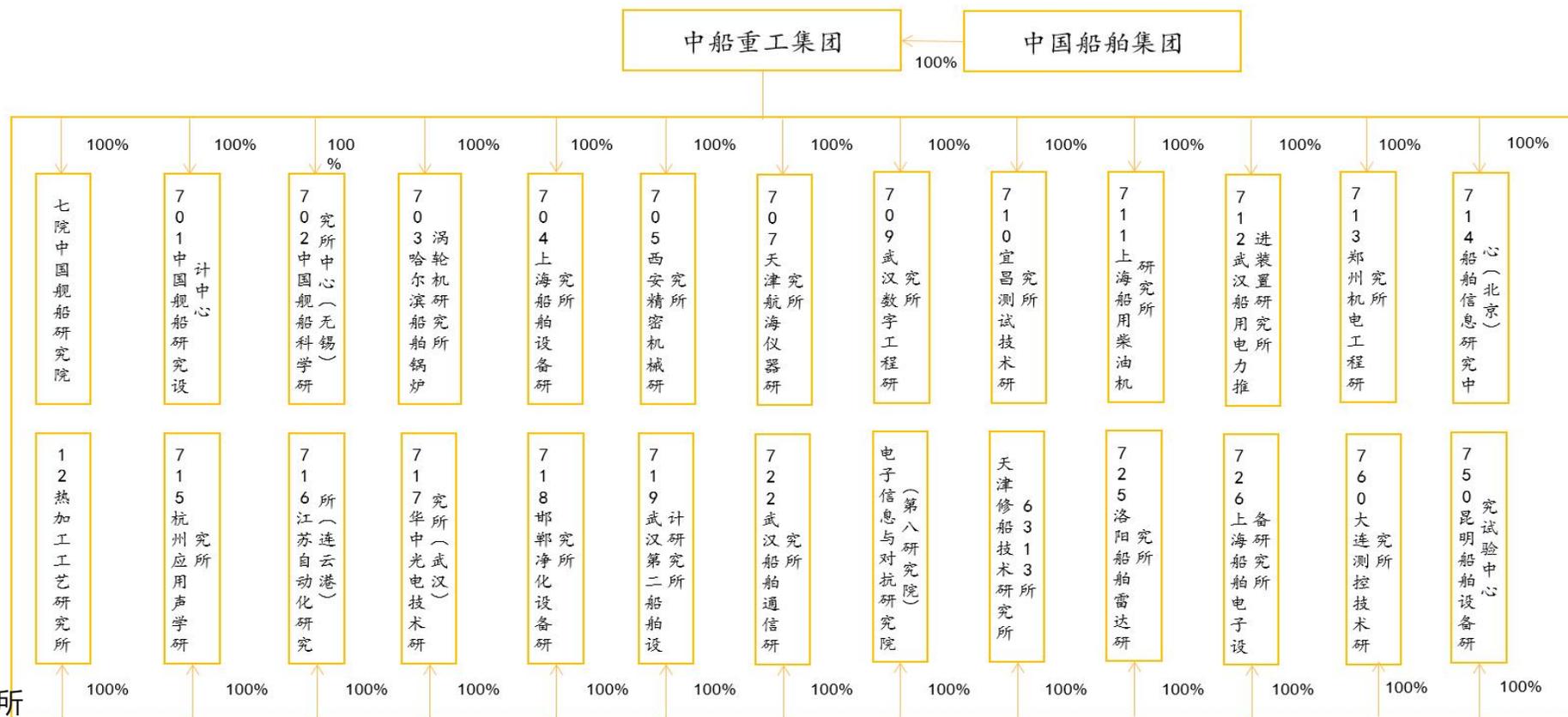
上市公司	中国船舶	中船科技	中船防务	中国动力	中国海防				
资产注入时间	2020年	2016年	2022	2020年	2020年	2022	2017年	2019年	
注入状态	已完成	已完成	已完成	已完成	已完成	已完成	已完成	已完成	
注入标的	江南造船 100%、外高桥造船 36%、中船澄西22%、广船国际 51%、黄埔文冲 31%股权	海鹰集团 100%股权	中国海装100%、凌久电气10%、洛阳双瑞45%、中船风电89%、新疆海为100%股权	黄埔文冲100%股权、扬州科进相关造船资产	武汉船机、中国船柴少数股权（普通股）；广瀚动力、长海电推、武汉船机、中国船柴、河柴重工、陕柴重工、重齿公司少数股权（普通股/可转债）	中国船柴100%、陕柴重工100%、河柴重工100%、中船动力集团100%股权（向新设子公司增资）	长城电子100%股权	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	全品类舰船发动机	海洋电子信息	水声防务装备、水下攻防	
置入资产评估值	374亿	21亿		55亿	101亿		11亿	68亿	
总资产	注入前	453亿	105亿	90亿	216亿	572亿	618亿	12亿	15亿
	注入后	1079亿	124亿		425亿	574亿		15亿	68亿
总收入	注入前	169亿	33亿	19亿	58亿	300亿	198亿	2.7亿	3.5亿
	注入后	409亿	37亿		158亿	300亿		3.1亿	35亿
净利润	注入前	4.9亿	0.6亿	0.8亿	(2.1)亿	13亿	5亿	0.07亿	0.7亿
	注入后	2.4亿	1.7亿		0.5亿	16亿		0.4亿	5.2亿

资本运作空间大，优质科研院所资产有望注入

2019年，两船集团的历史性统一将打造我国未来军民海洋建设的新起点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) 合并后集团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。两大集团合并完善产业链，发挥互补和协同效应等多方面存在良好效应。

我们认为集团整体资本运作空间较大，集团公司从小体量公司为开端，多家上市平台有序整合，逐步剥离不良资产，整合解决同业竞争问题，并注入优良院所和科技类资产。多家上市公司有望从集团高科技类资产整合中获益，承接科研院所优质资产。

船舶集团研发实力强劲，下辖多家研究院所，集中了我国船舶系统设计、舰船动力、舰船电子、水中兵器、海洋工程、民船造修、特种试验等各个方面。



“有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式”应给予估值体现，在中国特色估值体系下，企业估值有望大幅提升。

整合后的公司彻底解决了同业竞争问题，将整合各整船装备企业的优势资源，统筹优化核心能力建设，实现规模效应，降低成本，增强盈利能力和成长性。也有利于提高我国船舶企业在国际市场的议价能力，进一步扩大市空间，拓展业务范围。中国船舶集团有望成为产业结构合理、质量效益领先、军工核心突出、国际竞争力强的世界一流船舶集团。

国企改革持续提升公司治理能力，持续提高企业盈利水平。中国船舶集团党组在2022年6月在《学习时报》发表署名文章提到“深入推进重点改革，改革三年行动各项任务按期优质完成；推动开展“双百企业”“科改示范企业”深化改革试点，持续深化三项制度改革，积极推动成员单位任期制和契约化管理、职业经理人市场化选聘、股权激励等，推动市场化经营机制不断完善。”合并后的新公司有望及时实行股权激励计划，持续提升公司活力。

中国特色估值体系下，市场偏好中大型国企。新公司作为资产优质的大型国企，具有持续经营的典型特征，具有更强的风险抵御能力，未来伴随船舶景气周期的持续，公司估值水平有望持续提升。

船舶行业：受益行业景气上行、一带一路、中特估；

板块标的：包含中国船舶、中国海防、亚星锚链、中国重工、中船防务、中国动力、中船科技、中船应急、海兰信等

表：船舶制造板块估值水平一览（以2023.5.19收盘价为基础计算）

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	1298	26.7	63.6	90.3	48.61	20.41	14.37	2.2
600764.SH	中国海防	197	8.9	10.2	12.9	22.13	19.31	15.27	2.5
601890.SH	亚星锚链	103	2.4	2.9	3.9	42.92	35.52	26.41	2.8
601989.SH	中国重工	1081	-	-	-	-	-	-	1.0
600685.SH	中船防务	313	-	-	-	-	-	-	2.2
600482.SH	中国动力	418	6.4	13.5	24.8	65.31	30.96	16.85	1.0

全球船舶需求波动风险：船舶需求受到全球宏观经济、贸易量、运距、单船运载量等多方面因素影响，未来若宏观经济发展不及预期、或贸易量等不及预期，可能导致船东下单意愿不强，船舶需求存在波动风险。

原材料价格波动风险：船舶建造原材料主要包括钢材，钢材价格在签单时锁定，但实际采购则在造船时进行。若钢材采购价格高于签单价格，则可能导致造船成本上涨，从而导致公司毛利率下跌的风险。

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。

本报告仅供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>