

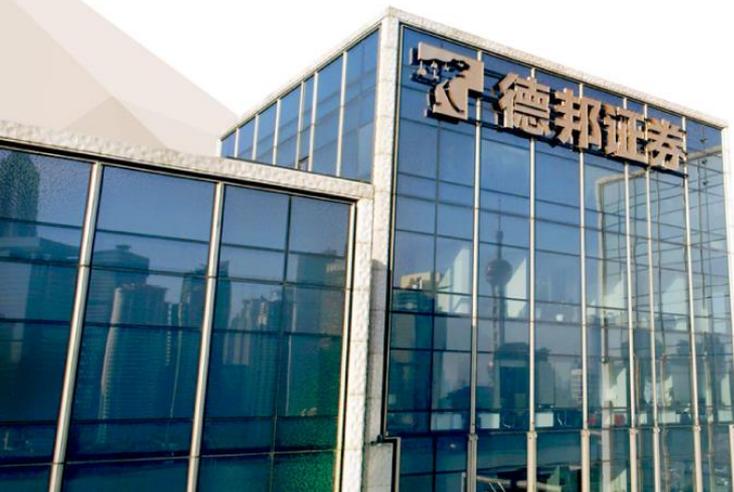


德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

2022年7月26日

# 船舶行业专题研究： 错位的供给侧改革红利，制约的海外产能扩张



## 证券分析师

姓名：倪正洋  
资格编号：S0120521020003  
邮箱：nizy@tebon.com.cn

## 研究助理

姓名：邵玉豪  
邮箱：shaoyh3@tebon.com.cn



# 核心要点

市场普遍担心船舶制造行业虽然需求端持续向好，但仍存在大量周期底部暂时休眠的船厂产能。这种供给端产能的高弹性将压制行业中长期盈利中枢、以及本轮复苏周期的长度。但我们认为，本轮周期船舶行业供给端将长期趋紧，实际存在“错位”的供给侧结构性改革“红利”。

一方面，十多年来周期下行使得中小船厂被动出清、行业公司扩产意愿仍偏谨慎。另一方面，自2015年底以来，国内供给侧结构性改革提出了“三去一降一补”实际也长期改变了船舶行业的业态。在环保等政策压力下，大量中小船企已刚性出清出局。供给侧政策指引下，龙头船企也通过整合重组、减量置换等手段大幅降低了行业产能。此前由于需求尚未复苏、产能利用率长期低位，从而使得效果尚未完全显现。我们认为，行业正迎来“迟到”的供给侧改革“红利”。

此外，我们判断船舶行业本身固有的行业特点也将制约本轮周期船舶产业向海外低成本区域如东南亚等转移，使得全球产能实际也将有限扩张。船舶行业本身有着区域地带限制、多产业配套、资本密集、劳动密集等要求。这使得本轮周期很难出现能够承接产能转移的后来者。全球角度看，本轮周期产能或将长期趋紧，行业盈利中枢与持续性有望显著超过上一轮周期。

**投资建议：**错位的供给侧改革红利正持续释放，行业长期盈利中枢有望持续上行，龙头公司有望持续受益。推荐【中国船舶】、【亚星锚链】，关注【中国重工】、【中船防务】、【杭齿前进】、【潍柴重机】。

**风险提示：**新接订单低于预期；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

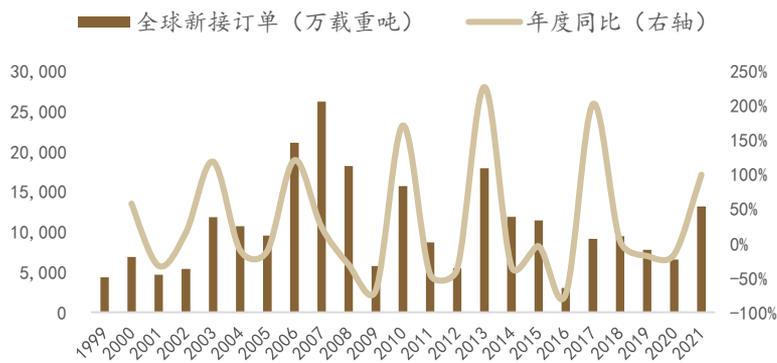
# 为什么这次不一样：需要关注供给端的变化

■上一轮周期从2003年开始到2008年结束，此后进入了漫长的下行周期。期间行业经历了痛苦的去产能过程。船厂接单有对应的船位排期，使得完工量高点滞后了新接订单高点3-4年时间。在2011年，全球年完工量达到了历史最高的1.7亿载重吨。从2008年至今十余年的时间里，行业也有过数次乍暖还寒。为什么我们认为这次不一样，2021年会是新一轮船舶大周期的起点？

■一方面，需求端来看：后一个十年整体需求中枢将较前一个十年显著上移。碳中和背景下2023年即将生效的EEXI和CII对旧船提出了更高更迫切的更新需求。下游不管是干散货运还是油运整体盈利中枢都显著改善，也将进一步催化船东换船需求。

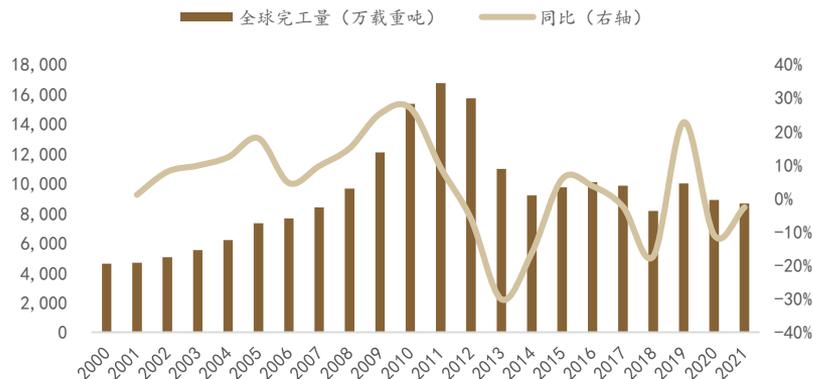
■更重要是供给端：从产能周期角度行业已经进入第三阶段，产能出清的尾声，行业开始出现了明显的供需缺口。因为漫长的产能出清有其节奏，此前数次乍暖还寒实际行业产能利用率仍低。另一方面，我们认为本轮复苏周期供给端中期仍将是偏刚性的，中长期盈利中枢与长度均有望长期改善。

2007年，全球年新接订单达到最高的2.7亿载重吨，之后周期逐步下行



资料来源：克拉克森，德邦研究所

2011年，全球年完工量达到历史最高的1.7亿载重吨。



资料来源：克拉克森，德邦研究所

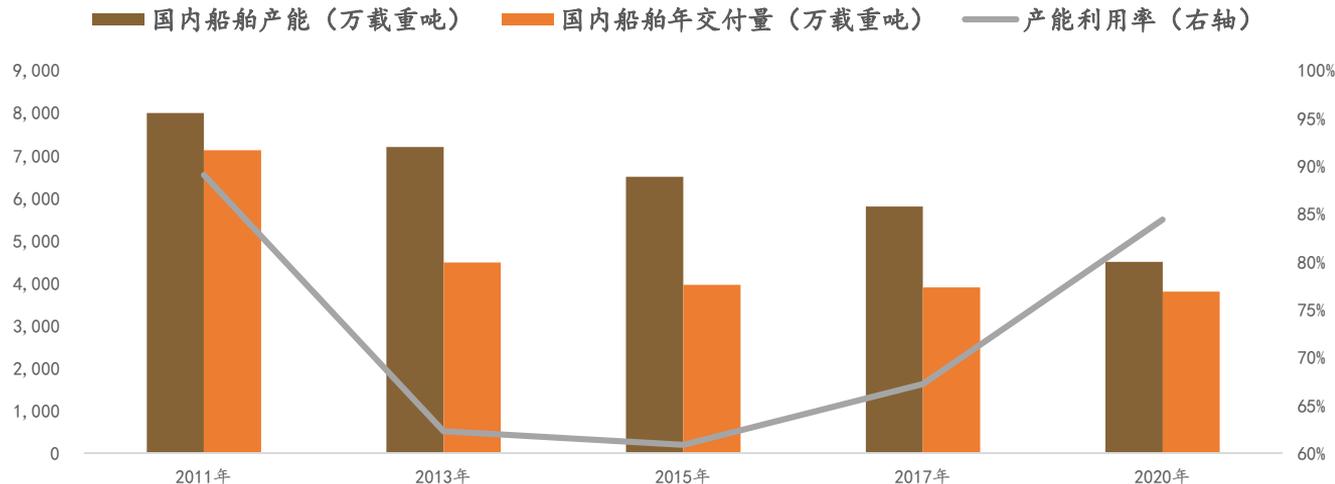
# 复盘：国内经历了被动去产能与主动去产能两个阶段

■复盘国内船舶行业去产能的过程，可分为（2011-2015年）、（2016-2020年）两个阶段。

■**被动去产能（2011-2015年）**：行业需求大幅下行，大量周期顶部进入的中小民营船厂接不到订单，率先出清出局。叠加期间政策的非刚性引导，国内总产能从顶部约8000万载重吨出清至2015年年底的约6500万载重吨产能。

■**主动去产能（2016年-2020年）**：2015年11月，中央提出“供给侧改革”。船舶行业首当其冲与煤炭、钢铁、煤电一起，进入淘汰落后产能，化解产能过剩的重点执行、推进的行业名单之列。国企为主导，国内产能从6500万载重吨，主动出清了30%左右。

**2015年后，供给侧改革开启了行业进一步主动去产能的过程，产能利用率逐年提升**

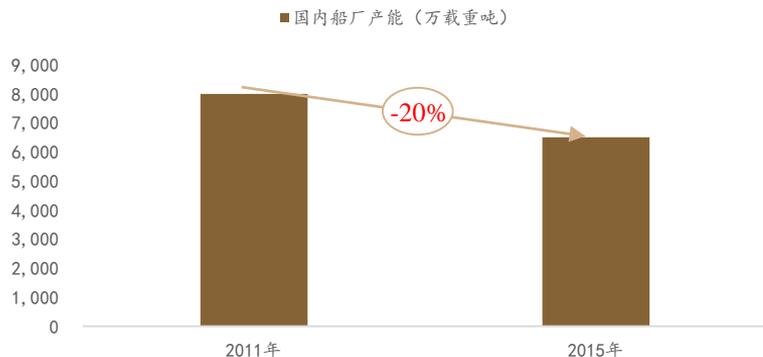


# 2011-2015年：被动去产能，约减少20%产能

这一时间段总量约减少1500万载重吨产能，约减少了20%的产能

- 特征一：由小到大扩散，民营“沙滩船厂”首当其冲，其后受银行断贷等冲击，大型民营船企也纷纷破产重组。
- 特征二：多以民营船企为主，国资背景船企破产极少。
- 其中2013年的小阳春，仅使得国有造船企业和少数规模大技术强的民营造船企业得以恢复正常的生产经营。

## 2011-2015年国内产能减少了20%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

## 2011-2015年期间国内中大型民营船企破产重组情况

船厂名称	船厂介绍	情况
明德重工	南通地区技术实力最强的造船企业	破产重整
东方重工	泰州最大的民营造船企业东方重工	破产重整
庄吉船业	温州最大造船企业	破产重整

资料来源：国际船舶网，中国经营网，德邦研究所

# 2011-2015年：被动去产能，约减少20%产能

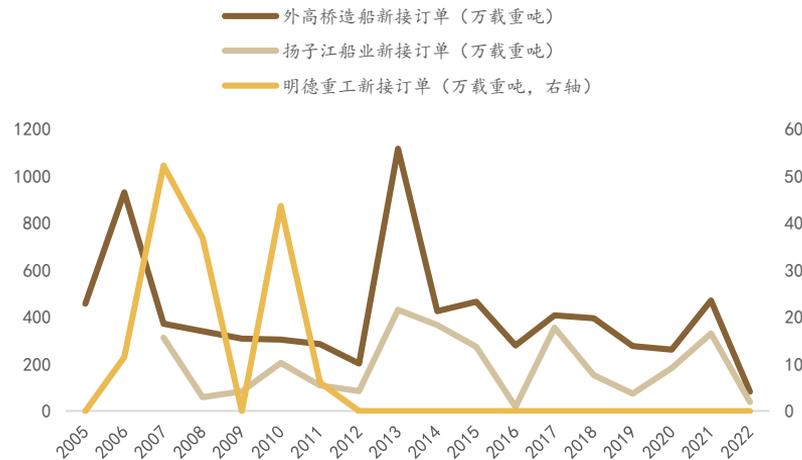
- **特征一：由小到大扩散，民营船厂首当其冲，其后受银行断贷等冲击，大型民营船企也纷纷破产重组。**
- **特征二：多以民营船企为主，国资背景船企破产极少。其中2013年的小阳春，仅使得国有造船企业和少数规模大技术强的民营造船企业得以恢复正常的生产经营。**据中船工业经研中心统计，2009-2016年，我国约有140多家造船厂关停倒闭，约有90多家船厂被兼并收购。从地域分布看，2009-2016年船厂关停倒闭数量最多的是浙江省、江苏省，两省均超过40家。

## 2011-2015年舟山、台州多个中小民营船厂破产

船厂名称	破产时间
浙江金港船业	2012
舟山恒富造船	2011
舟山蓝天造船	2011

资料来源：21世纪经济报道，德邦研究所

## 2013年，行业的小阳春仅国有船企和少数规模大、技术强的民营船企得以恢复正常经营



资料来源：克拉克森，德邦研究所

# 2011-2015年：被动去产能，约减少20%产能

■ 2011-2015年间，产能控制政策以暂停新建、严格控制为主，非刚性政策较多。

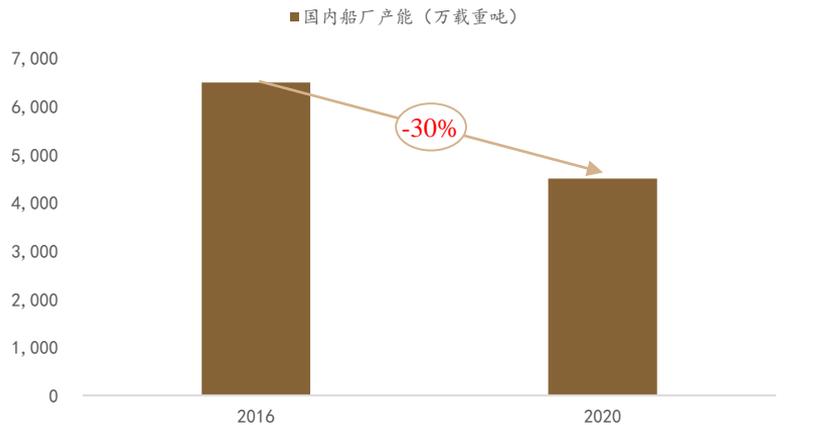
## 2011-2015年以暂停新建、严格控住为主

时间	文件	内容
2009.06.09	船舶工业调整和振兴规划	严格控制新增产能。除《船舶工业中长期发展规划（2006—2015年）》内的造船项目外，各级土地、海洋、环保、金融等相关部门不再受理其他新建船坞、船台项目的申请。新建大型海洋工程装备专用基础设施项目需报国家核准。今后三年，暂停审批现有造船企业船坞、船台的扩建项目。
2013.01	关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见	《指导意见》根据行业特点，分别提出了钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业分业施策意见，并确定了当前化解产能严重过剩矛盾的8项主要任务：一是严禁建设新增产能项目，分类妥善处理在建违规项目。二是全面清理整顿已建成的违规产能，加强规范和准入管理。三是坚决淘汰落后产能，引导产能有序退出。四是推进企业兼并重组，优化产业空间布局。五是努力开拓国内有效需求，着力改善需求结构。六是巩固扩大国际市场，拓展对外投资合作。七是突破核心关键技术，加强企业管理创新，增强企业创新驱动发展动力。八是创新政府管理，营造公平环境，完善市场机制，建立长效机制。
2013.08	船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案（2013-2015年）	《实施方案》明确了今后3年船舶工业结构调整和转型升级的主要任务：一是加快科技创新，实施创新驱动。开展船舶和海洋工程装备关键技术攻关，培育提高科技创新能力。二是提高关键配套设备和材料制造水平。重点依托国内市场需求推进关键船周配套设备、海洋工程装备专用系统和设备以及特种材料的研发、制造。三是调整优化船舶产业生产力布局。严格控制新增产能，清理整顿违规建设项目，通过优化组织结构、兼并重组、转型转产等，整合优势产能，淘汰落后产能，推进产业布局调整。四是改善需求结构，加快高端产品发展。鼓励老旧船舶提前报废更新，加快发展海洋工程装备和高技术船舶，加强行政执法和公务船舶配置，实施渔船更新改造，推动船舶工业产品结构升级。五是稳定国际市场份额。鼓励金融机构加大信贷融资支持力度，支持企业开拓国际市场、引进核心人才和团队，开展海外产业重组和全球产业布局。六是推进军民融合发展。促进军民科研条件、资源、成果共享。七是加强企业管理和行业服务。引导船舶企业全面加强管理，加强船员队伍建设。发挥行业协会和专业机构在信息、技术、培训等方面的重要作用。

# 2016-2020年：主动去产能，约减少30%产能

- 2016-2020年总量减少了2000万载重吨产能，约减少了30%的产能。
- 2016-2020年间，政策刚性引导，以自上而下的方式主动结构性去产能：中央发布《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016-2020年）》、实行行业白名单制度。
- 江苏、浙江、广东、山东等船舶工业大省通过产能置换、退城进园、改造升级等方式主动压减和化解过剩产能，取得积极成效。

## 2016-2020年国内产能减少了30%



资料来源：克拉克森，德邦研究所

## 2016-2020年以自上而下的方式主动化解船舶产能

	政策文件	目标
全国	船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016-2020年）	努力化解过剩产能。动态调整船舶行业“白名单”，引导社会资源向优势骨干企业集聚，促进落后企业转产转业和破产重组。利用国内外市场倒逼机制，促进跨行业、跨区域、跨所有制的兼并重组，引导骨干企业主动适应需求变化，通过产能置换、退城进郊、改造升级等方式主动压减过剩产能。
江苏	江苏省水泥平板玻璃船舶行业去产能工作实施方案	到2018年底，化解330万载重吨
浙江	浙江省化解产能过剩矛盾实施方案	到2018年底，化解300万载重吨
山东	山东省人民政府关于贯彻国发〔2013〕41号文件化解过剩产能的实施意见	到2017年，稳定在600万载重吨
广东	广东省钢铁产业结构调整方案	到2017年，稳定在800万载重吨

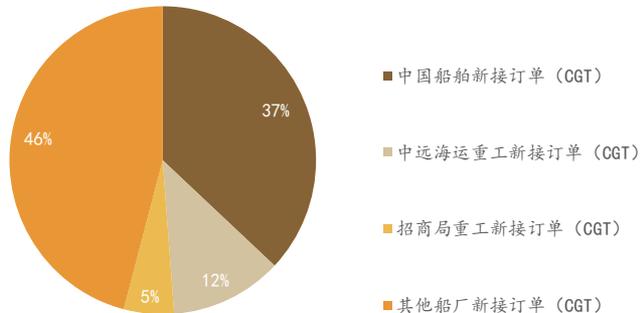
资料来源：发改委，各省政府文件，德邦研究所

# 特点一：行业国企占比高，政策主导下去产能推进快

■ 国有企业订单占比较高，是供给侧去产能的主力。

■ 2011-2015年，由市场决定以及非刚性政策推动的被动化去产能，使得国企产能去除较少；2016-2020年，实施自上而下主动去产能，这一轮国企去除了大量过剩产能。2016年，船舶工业大力推进供给侧结构性改革，坚决落实化解过剩产能的重点任务。大型骨干企业通过资源整合、兼并重组、发展非船产品等多种方式，化解产能过剩矛盾。**中国船舶集团**旗下上船公司、广船国际、中船澄西等主要造修船企业主动开展存量产能削减，沪东中华、外高桥造船、黄埔文冲等企业提出产能压控和资产处置的行动计划表。**中船重工**稳步推进大船与山船、武船与北船、风帆与火炬能源、重庆红江与重跃的整合重组，三峡升船机等重大技术装备研制取得突破。**中国远洋海运集团**整合13家大型船厂和20多家配套服务公司成立中远海运重工有限公司。

## 国有船厂新接订单占比54%



资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：新接订单数据起始为2019.07.23，截至2022.7.14，国有船企仅包含中船集团（合并）、中远海运重工、招商局重工

## 国有船舶集团去产能推进快

企业	缩减前产能	措施	缩减后产能
中船集团	1800万载重吨	主动削减上海船厂浦西厂区、广船国际荔湾厂区造船产能	1300万载重吨
中船重工	造船产能1500万载重吨	大船集团和武船重工老旧厂区搬迁、降低川东船厂和天津新港重工造船规模	1000万载重吨
中远海运集团	造船产能1205万载重吨；年交付海工产品18个（座）	2020年前，关停中海江苏（老厂区）、南通船务、舟山船务及广东船务到	2020年，商船产能压缩至960万载重吨；海工产品年生产能力压缩到9个

资料来源：立鼎产业研究网，德邦研究所

# 特点一：行业国企占比高，政策主导下去产能推进快

■ 中船集团旗下多个大型船厂搬迁。通过产能置换、退城进园、改造升级等方式主动压减和化解过剩产能。产能置换是通过市场化手段，淘汰落后产能，实现产业升级，进而控制行业产能。退城进园是指老城区内的工业企业搬迁至工业园区或城郊、开发区。大型船厂搬迁至产业园区，一方面淘汰了老旧产能，升级改造了新产能。另一方面，有利于优化工业生态链，聚集船舶制造配套设施。

中船集团旗下多个大型船厂搬迁

船厂	原址	搬迁地点	搬迁时间	搬迁状态
广船国际	荔湾厂区	南沙龙穴岛	2017-2018	已完成
广州文冲船厂	南沙区	黄浦区文船路1号	2019-2021	已完成
沪东中华	浦东新区	长兴岛	2021	进行中
大船重工	西岗区	太平湾	2021	进行中

资料来源：国际船舶网，龙de船人网，上观网，德邦研究所

## 特点二：2013-2019年工信部发布白名单，大量中小民企出清

■ **2013-2019年，工信部设置船舶行业白名单，大量中小民企被断贷或者不开保函，最终出清出局。**为加强船舶行业管理，化解产能过剩矛盾，工信部于2013年11月制定了《船舶规范条件》，对船舶行业的生产设施、设备和计量检测、建造技术能力、节能环保等多方面提出了明确要求。自《船舶规范条件》实施以来，工信部先后公布了四批77家符合《规范条件》企业名单，即造船“白名单”。据国际船舶网，“白名单”推出后，一度成为企业贷款的门槛之一，部分没有入选“白名单”的中小船企，因贷款困难发展受限。

■ **中小船厂向修船厂、影视拍摄基地等方向转型。**

### 大量中小民企被迫出清出局

船厂名称	宣布破产/重整时间	情况
欧华造船厂	2018年7月	破产重整
扬州大洋造船	2017年7月	破产重整
青岛造船厂	2016年12月	破产重整
南通太平洋海工	2016年8月	破产重整
浙江造船	2016年4月	破产重整
舜天船舶	2016年2月	破产重整

资料来源：全国企业破产重整案件信息网，南京审判网等，德邦研究所

### 中小船厂向修船厂、影视拍摄基地等方向转型

转型船厂	转型道路
武汉青山造船厂	融入钢铁深加工市场 从建造出口船舶转移到修理长江航运船舶
福建利亚船舶	大力发展综合物流
南通中远船务	专业影视基地
南通中远川崎船厂	海工装备领域
黄海造船	新船型研发
京鲁船业	远洋渔业船舶、多用途运输船舶、大型客滚船等高技术含量和高附加值船舶上
	从巴拿马型散货船向远洋渔船的转型

资料来源：搜船网，德邦研究所

## 特点三：大型民营船企应对不同，走向分化

- **熔盛重工曾是中国规模最大的民营船企。** 公司营业期间总投资造船与海洋工程项目约120亿人民币，占地面积约10000亩，长江岸线约3.7公里，拥有4个大型船坞，设计年造船产能为800万载重吨，是国内最大的单体船厂。
- **熔盛手持大量订单，多年位居全国前列。** 据财新网，2005年，熔盛重工成立不久即接获19艘散货船和30艘苏伊士型油轮订单，成为手持订单最多的民营船厂；2008年，熔盛重工共接了16艘新船订单，合约总值高达19.48亿美元；从2010年到2012年的三年间，熔盛重工的手持订单稳居全国第一，直到2014年上半年，熔盛重工仍以90艘船舶的手持订单位列全国第二。

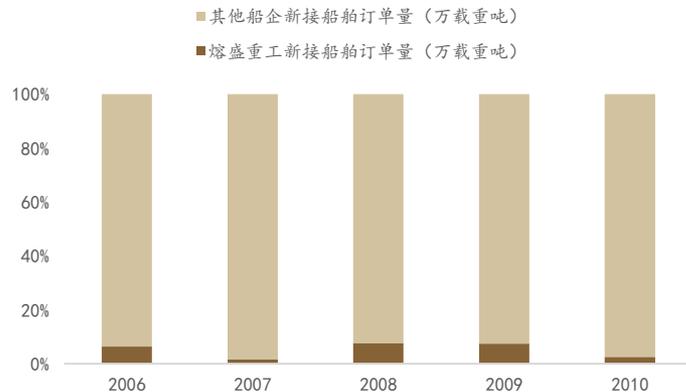
### 熔盛重工曾是中国规模最大的民营船企，拥有最大的船坞和龙门吊

船坞	占地面积	龙门吊	长江岸线	码头	产能
1#坞:102m×465m 2#坞:102m×530m 3#坞:106m×530m 4#坞:139.5m×580m	400万平方米	1600T 1台 900T 6台 600T 1台	3700m	材料码头 2个 舾装码头 3个	800万载重吨



资料来源：财新网，国际船舶网，公司招股说明书等，德邦研究所

### 熔盛新船订单量在国内占据一席之地



资料来源：克拉克森，德邦研究所

# 特点三：大型民营船企应对不同，走向分化

■ **熔盛重工由盛转衰。**截至2015年，熔盛重工在银行金融机构的总负债为204亿元。从曾经中国第一大民营造船企业，到离破产仅一步之遥。据财新网，原因主要有以下三点：

- ① **承接弃单与关联方下单。**为了维持巨量手持订单，熔盛重工通过关联方自己下单及承接弃单；同时，一些问题订单被提前计入收入，问题暴露后也没有计提损失。
- ② **管理与设计能力不足导致交付延期。**熔盛重工很多做设计的是刚毕业的大学生，设计能力不足，导致造船过程大规模改单，加上人员流动频繁，无法有效沟通，造成出现大量交付延期甚至弃单。
- ③ **盲目扩张转型。**2014年，熔盛重工出资21.84亿港元收购吉尔吉斯油田项目，欲转型成为能源服务供应商；公司资金用途不明，没有将资金全部投入造船业务，而是在造船市场较差之时，将大多数资金用于基建工程或投资房地产开发。

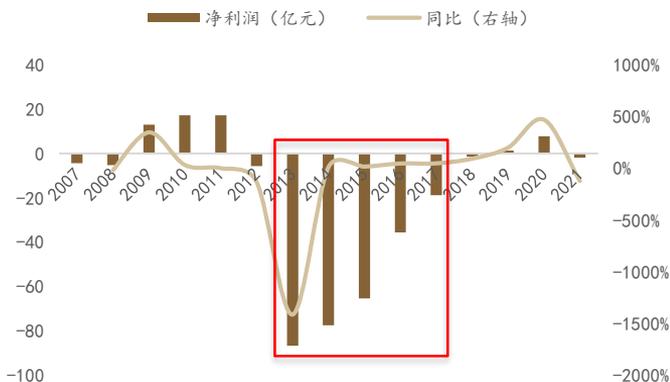
## 熔盛重工由盛转衰

熔盛重工创立	基金入股，实力大增	逆势接单，新船订单量全国第一	港交所上市	手持订单数量居高不下	公司形势急转直下	情况愈加恶化	政府出力，重组自救	参与油气项目	转型能源公司	债转股为公司减负	出售造船业务
2005年至2006年	2007年	2008年至2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年4月至5月	2014年8月至10月	2015年	2016年至2017年	2018年
2005年10月，张志熔在南通创立熔盛重工，陈强从外高桥带来超32.37亿美元的订单，次年成为当时手持订单最多的民营船企	10月，高盛等5家基金入股，投资3亿美元，熔盛产能大增	2008年9月，全球金融危机爆发，公司全年共接单16艘新船，总值达19.48亿美元，新增订单数量居全国第一 2009年与民生租赁签订8艘散货船合约，价值18亿元，使得熔盛逆势而上	在港交所上市，成为当年在港市值最高的内地民营企业	全年接单39艘新船订单，手持订单达到创纪录的111艘，位居中国第一、世界第三	7月，张志熔深陷中海油收购尼克森公司内幕交易案 8月，因放弃收购全柴动力而遭到投资机构起诉	2艘32万吨级超大型油轮订单被弃单 7月发生劳务工堵门讨薪事件	地方政府明确银行延长贷款期限或延期计息等，同时中船集团与熔盛探讨重组可能性，但因资产结构疑点重重等原因放弃收购打算	8月，熔盛宣布收购吉尔吉斯斯坦大陆油气有限公司60%的股权 10月，公司称将与宏易胜利订立认购协议	2月，宏易胜利实际控制人王平因涉嫌资金挪用被拘，使得引入资金的认购计划宣告取消 3月，公司改名为华荣能源，正式转型能源服务供货商，专注于石油及天然气市场	2016年3月和2017年8月，华荣能源两次启动债转股为集团减负	10月，公司以1港元将造船及工程业务出售给东唯公司

## 特点三：大型民营船企应对不同，走向分化

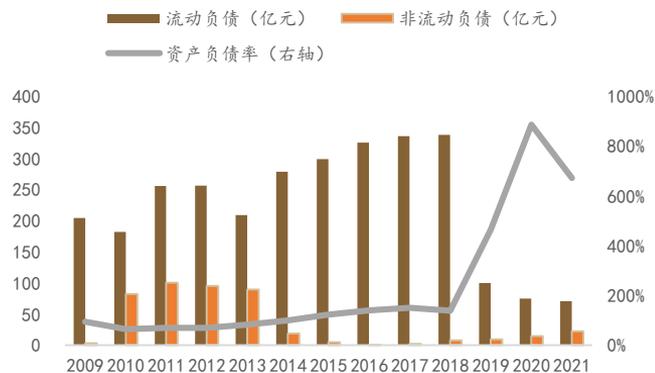
- **熔盛重工失去自身造血能力。**2012年至2018年，公司净利润连续7年为负，总共亏损291亿。扣去2009至2011年的盈利，2009年至2018年净亏损达244亿，周期下行中失去了自身的造血能力。其中，2013年净利润断崖式下跌，同比-14倍。
- **重组失败，宣布破产。**2014年，熔盛面对巨额负债，与中船集团探讨重组可能性，但中船集团因为熔盛资产结构疑点较多放弃收购；第一方案失败后，熔盛寄希望宏易胜利入股，但2015年2月，其实际控制人王平涉嫌挪用资金被拘，认股权证发行被迫取消；2018年，公司以1港元的价格，将造船及工程业务出售给东唯有限公司。

### 熔盛重工净利润断崖式下跌，面临破产重组



资料来源：wind，德邦研究所

### 2009年后熔盛重工对银行的贷款迅速增加



资料来源：wind，德邦研究所

# 特点三：大型民营船企应对不同，走向分化

- **扬子江船业是现中国规模最大民营船企。**公司资产共630亿元，工厂占地面积480多万平方米，拥有7000多米的码头岸线以及6000余名职工，新接船舶订单量在中国船舶公司中遥遥领先，下辖4家造船企业。
- **我国第一家实现改制的国有船厂和民营造船控股公司。**东南亚金融危机爆发后，公司作为国有地方小船企，为刺激员工积极性，把造船厂私有化，同时砍掉修船业务，搬迁拆船业务，主营中高端造船。

## 扬子江船业是现中国规模最大民营船企

	<b>江苏新扬子造船有限公司</b> 占地面积 200万平方米 岸线长 3000米 船台 二座10万吨级船台 船坞 1#船坞：440m*96m*11m 2#船坞：390m*56m*11m 最大起重能力 1000吨 年造船能力 200万载重吨 主要产品 各类集装箱船、散货船、化学品船、油轮、LNG、LEG、LPG		<b>江苏扬子船厂有限公司</b> 占地面积 30万平方米 码头 岸壁式舢板码头（约1500米） 最大起重能力 300吨 年生产船能力 船盖产能6万吨，分段产能10万吨，各类钢结构2万吨 主要产品 各类船舶分段、船盖、舵叶等大型钢结构
	<b>江苏扬子鑫福造船有限公司</b> 占地面积 150万平方米 岸线长 1200米 船台 二座10万吨级船台 船坞 545m*147m*13m 最大起重能力 1000吨 年造船能力 300万载重吨 主要产品 大型散货船、大型油轮、8000TEU-23000TEU集装箱船		<b>江苏扬子三井造船有限公司</b> 占地面积 100万平方米 岸线长 1500米 总装场地 325m*168m 船坞 16000DWT 220m*40m 最大起重能力 600吨 年造船能力 120万载重吨 主要产品 中小型散货船、油轮、化学品船、LNG、LEG、LPG；自升式钻井平台；C型液罐、大型钢结构件

资料来源：公司官网，德邦研究所

## 扬子江船业从地方小船企到最大民营船厂

<b>1956年</b> 修造船生产合作社诞生	<b>1974年</b> 江阴扬子江南厂北迁	<b>1992年</b> 江苏扬子江船厂成立	<b>1999年</b> 东南亚金融危机爆发后，公司改制，成为我国第一家实现改制的国有船厂和民营造船控股公司，并砍掉修船业务，主营中高端造船	<b>2004年</b> 跨江建厂，扩大产能	<b>2007年</b> 在新加坡交易所成功上市，组建江苏扬子江船业集团公司 扬子江船业集团成立 与中远海运公司签订20艘4250TEU集装箱船建造合同	<b>2010年</b> 兼并长博船厂与加拿大西班航运公司签订25艘10000TEU集装箱建造合同
<b>2011年</b> 收购和重建鑫福造船	<b>2012年</b> 成立太仓扬子海装	<b>2017年</b> “接手”江西最大船厂——江西江州联合造船有限责任公司，同时将进军矿石开采上游产业	<b>2018年</b> 收购Huayuan Logistics剩余40%股权，将扬子海工规划为第三大造船基地，进军高端造船业	<b>2019年</b> 与交银租赁有限公司签订了4艘325000DWT超大型矿砂船建造合同	<b>2021年</b> 与中谷物流签署18艘4600TEU内沿海集装箱船合约	<b>2022年</b> 为提高业务规划效率，解数子公司润舟船舶和通舟海工

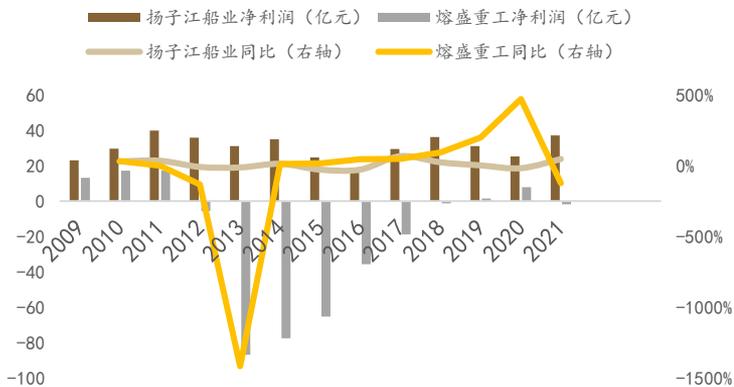
资料来源：公司官网及公告，财新网，中国航务周刊，航运圈聚焦，航运界，华商韬略等，德邦研究所

## 特点三：大型民营船企应对不同，走向分化

■ 扬子江从国有的地方小船企到全国最大的民营船舶企业，原因主要有以下三点：

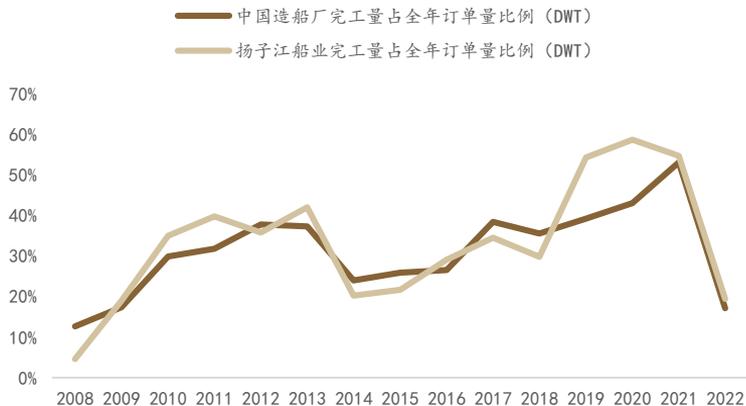
- ① **专注造船业务。** 1997年东南亚金融危机爆发，公司砍掉修船业务，主营造船业务。同时，利用改制筹集和产业调整出售资产约1亿元资金升级船厂设备，将船厂定位于中高端市场，以制造高附加值集装箱船为主。
- ② **注重经营效率和质量。** 2008年全球金融危机爆发后，弃船拖延交付现象高发，但公司坚决不撤单，通过本地融资租赁解决客户资金问题以及开发低功耗新船挽留客户等，最终155艘造船订单全部按期完工出厂，为公司积累了极好的口碑。
- ③ **持续对研发的重视。** 研发队伍千余人，高技术高附加值船舶在业务中占比达到70%以上。2021年，公司投资33亿元的高端装备制造产业园项目落户。

扬子江船业专注造船成就与熔盛相反结局



资料来源：wind，德邦研究所

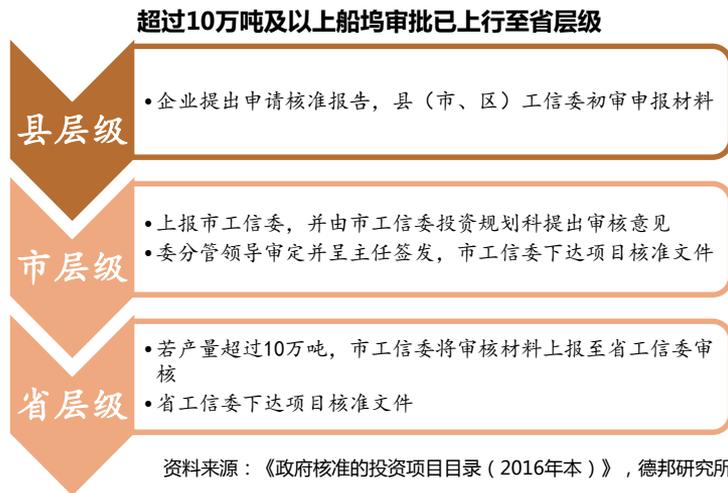
扬子江船业整体完工效率位于全国平均水平之上



资料来源：克拉克森，德邦研究所

# 两轮产能出清后，目前国内整体行业产能扩张偏刚性

- **目前产能扩张主要受限于船坞扩建政策，工信部停止批复扩张项目。**根据《政府核准的投资项目目录（2016年本）》，对于钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业的项目，要严格执行《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号），各地方、各部门不得以其任何名义、任何方式备案新增产能项目，各相关部门和机构不得办理土地（海域、无居民海岛）供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务，并合力推进化解产能严重过剩矛盾各项工作。
- **国内整体行业产能扩张仍然是偏刚性的。短期内让民船恢复造船很难。**首先，原来废旧船厂的大部分技术人员都已经解散，重新招募很困难。其次，新招募人员需要培训、设备需要调试，以及本轮周期新增的环保要求等，因此，短期内是无法让废旧船厂重新启动造船。
- **船厂扩产能主要以内部挖潜的形式，提高船坞设施的利用效率。**内部挖潜提升产能的方式有：1）目前船厂专注生产5-6个船型，流水线作业生产效率高；2）利用计算机将船体分成数百个分段部件，逐一建造好后安装。

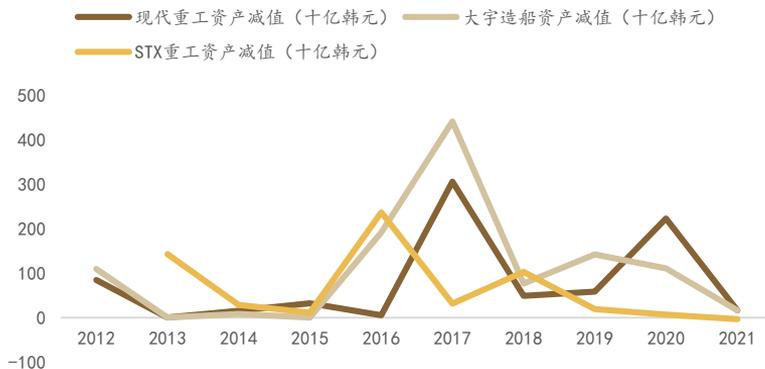


# 制约的海外产能扩张：韩国船企受劳动力成本、资产减值等拖累

■ **韩国船企高价值量船型有优势，但劳动力成本高，占总成本的近20%左右。** 韩国就业数据显示，2021年，现代重工25236名工人的平均年薪为7820万韩元，位居韩国三大船企之首，而大宇造船和三星重工工人平均年薪分别为7500万韩元、7100万韩元。三大船企合计平均薪酬约7466万韩元（约43.2万元人民币）。

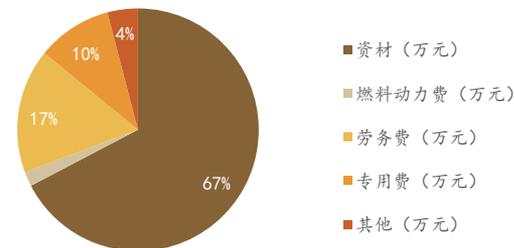
■ **海工平台业务计提资产减值拖累现金流。目前产能扩张也存在瓶颈。**

## 韩国船企因海工平台业务计提资产减值拖累现金流



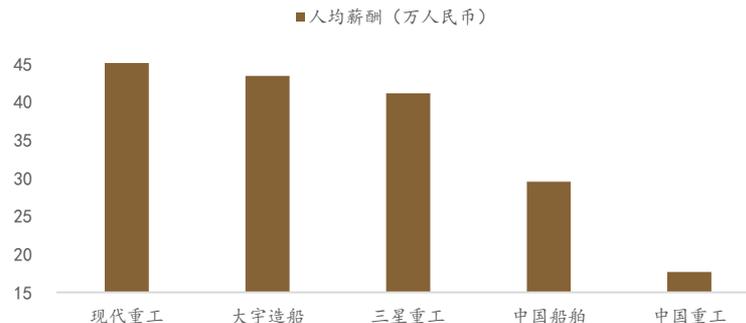
资料来源：Wind，德邦研究所

## 造船厂劳动力成本占比近20%



资料来源：中国船舶年报，德邦研究所

## 韩国船企人均薪酬普遍高于中国船企



资料来源：Wind，立鼎产业研究网，德邦研究所

## 制约的海外产能扩张：日本船企向非劳动密集型的上游转移

- 日本船企向上游转移。**据克拉克森相关研究数据，日本总计38家造船集团，其中，6家大型/超大型造船集团，7家中型造船集团（包括3家“重工系”造船集团）。日本船厂正在采取多种行动措施以求生存：“重工系”造船集团正在从传统的造船业务转型为船型设计、船舶配套设备等造船业上游产业；另一方面，大型独立造船集团通过并购、合作等方式加强竞争力。此外，不同于韩国船厂，日本拥有不少的小型民营船厂，这些船厂大多分散在日本绵长的海岸线上，难以形成规模经济。
- 日本船企转型新型船舶研发等非劳动密集型产业。**三菱重工造船业务转向高附加值船舶，如渡船、公务船以及SO<sub>x</sub>洗涤器和FGSS（LNG动力船燃气供应系统）等满足环保法规要求的工程产品。川崎重工进军液化氢船领域，建造了全球第一艘液化氢船。三井E&S造船开展中小型LPG船的储罐制造业务，以及将自主水面航行器（ASV）技术及陆上设备技术应用在自主水下机器人（AUV）等水下设备。大岛造船建造了日本最大的电力推动渡船e-Oshima，并在该船安装自动化船舶操作系统。

### 日本船企向上游转移

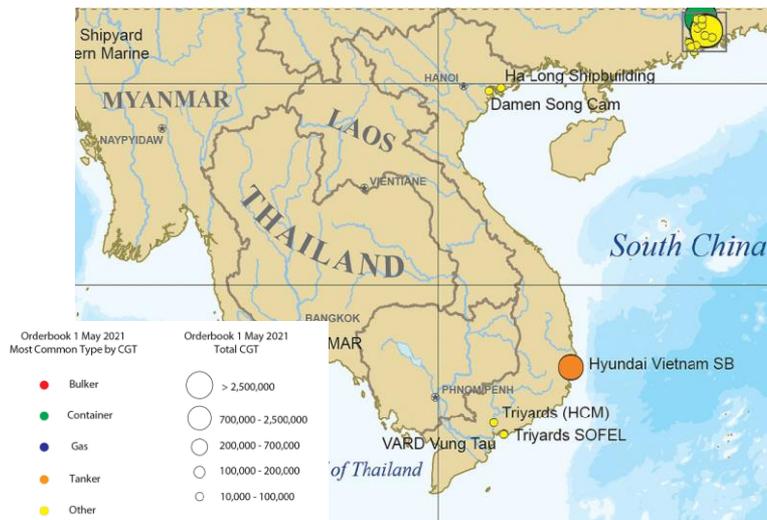
船企	转型道路
三菱重工	向高附加值船舶转型，如渡船、公务船以及SO <sub>x</sub> 洗涤器和FGSS（LNG动力船燃气供应系统）等满足环保法规要求的工程产品
川崎重工	转型液化氢船领域
三井E&S造船	开展中小型LPG船的储罐制造业务，以及将自主水面航行器（ASV）技术及陆上设备技术应用在自主水下机器人（AUV）等水下设备
大岛造船	电力推动渡船e-Oshima，并在该船安装自动化船舶操作系统

资料来源：中国船舶报，德邦研究所

# 制约的海外产能扩张：本轮周期很难出现能够承接产能转移的后来者

- **船舶制造行业的特点是：劳动密集型、资本密集型、规模效应显著、对生产区域有要求、配套产业链繁多。船舶制造不太可能转移到东南亚。**船舶制造有几个特定的要求制约了产业转移：**1) 区域地带限制。**太热太冷的区域不适合，会额外增加成本，比如欧洲的船企多靠近暖流，而印度洋沿岸太热就不适合。**2) 综合工业实力要求。**船舶制造业需要70多个产业配套，越南、菲律宾等没有相匹配的综合工业实力。**3) 资本密集。****4) 劳动密集。**综合上述四个因素，只有中国和韩国可以满足船舶制造业发展。

## 东南亚海域水温热不适宜船舶制造



资料来源：克拉克森，德邦研究所

## 船舶配套产业繁多，越南、菲律宾相关产业欠发达

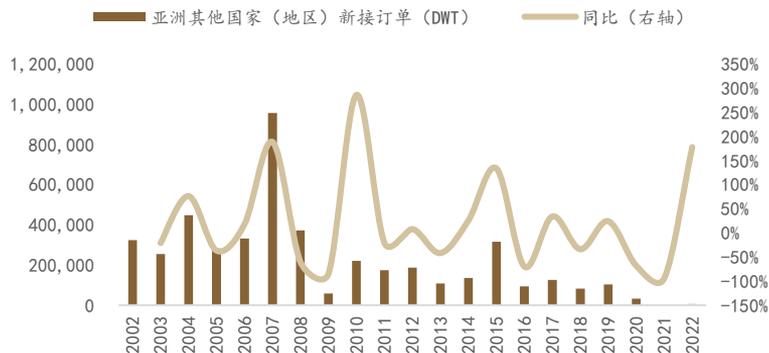
船舶配套产业大类	细分
船用主机及辅机（装置）	主要指推进装置、动力装置、操舵装置等。 推进装置包括增压器、空气压缩机、制冷风机、受压容器、联轴器、离合器 动力装置包括柴油机、汽油机、变速器、齿轮箱、螺旋桨 操舵装置包括舵机、传动及连接器、轴及轴承
甲板机械	主要包括绞车、锚机、舱口开启机、吊艇机架、抛锚设备、洗舱机、船用吊机系统等
消防救生设备	救生船、自动灭火装置、声光报警设备
卫生环保设备	排油监控装置、海水淡化设备、原油洗舱装置、生活污水处理装置、垃圾处理系统
舾装附件	锚链、钢索、舷梯、锚等

资料来源：《船舶产业配套名录》，德邦研究所

# 越南船舶工业 ( Vinashin ) : 昙花一现 , 缺乏配套产业链、技术和设备

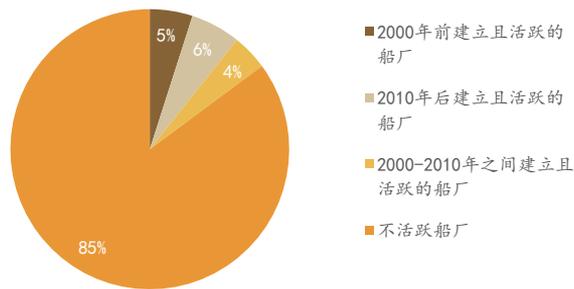
- 自身无法支撑庞大的船舶需求。**中日韩三国船舶产业的崛起, 都伴随着本国经济的快速发展所带来的巨大船舶需求。而在遭遇船舶寒冬时, 国内巨大的内需, 又能保证核心船厂仍有订单。越南虽然近些年发展很快, 但受自身体量小, 无法支撑庞大的船舶需求。在船舶寒冬里, 没有稳定的订单, 很难保障造船业的健康发展。
- 缺乏配套产业链、技术、设备和人才。**从Vinashin时代的成绩来看, 越南造船业规模的崛起也带来了技术的崛起。越南的船企从20年前最大只能制造3000吨级别的小货轮, 发展到能独立制造10万吨级油轮等各种类型的船舶。但是相较于中日韩的造船产业, 三国都能独立自主设计制造30万吨级以上油轮等超大型船舶; 以及LNG运输船、FPSO等高附加值船舶。显然, 在技术、设备和人才上, 越南与三大造船大国有着很大差距。
- 克拉克森记录的SBIC ( 原Vinashin ) 的在手订单只有2艘, 共计7625DWT。**越南现在活跃的较大型的船厂, 一个是Vinashin与韩国现代重工合资的现代越南造船厂 ( 由现代重工控股 ), 一个是越南达门宋卡造船厂, 宋卡是达门集团收购的原Vinashin旗下的造船厂。

## 2008年之后, 东南亚国家造船订单寥寥无几



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所, 注: 亚洲其他国家 ( 地区 ) 指除中国、中国台湾、日本、韩国以外的其他亚洲国家

## 克拉克森记录的越南不再活跃的船厂达85%



资料来源: 克拉克森, 德邦研究所

## 越南船舶工业 ( Vinashin) : 昙花一现 , 声誉、产能大不如前

■ **Vinashin破产重组之后, 声誉和产能大不如前。** 2008年世界金融危机让越南造船业遭受惨重损失, Vinashin债务危机爆发后, 集团公司出现了融资困难、生产脱期等问题, 许多项目被迫中止, 一些国外公司提出了撤单要求, 船厂的信誉受到重创, 对国际造船业市场造成了的影响。

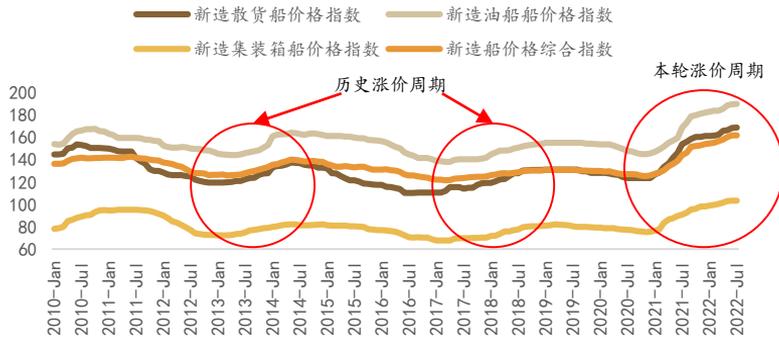
### Vinashin破产重组后, 声誉和产能大不如前

时间	事件
2013.10.09	债务重组是Vinashin改革的中心任务。40亿美元的债务总额可分为三类: 6亿多美元的外债、约29万亿越南盾的国内债务和其他较小的债务。对于国内债务, 约12万亿越南盾已通过债券发行进行了重组。这些债券价值为债务的30%, 利率与政府债券相同。
2013.10	河内交通部宣布成立造船工业公司 (SBIC)。该公司将负责越南船舶工业集团 (Vinashin) 及其成员的重组。该公司将是国有企业, 拥有8家子公司, 注册资本约4.51亿美元。八个子公司包括: 伐林 (Pha Rung)、白腾 (Bach Dang)、下龙 (Ha Long)、盛龙 (Thinh Long)、金兰 (Cam Ranh)、西贡船舶工业公司和禁江船业股份公司 (Song Cam)。
2013.10	SBIC将接管Vinashin的所有权利、责任和法律利益。该公司负责通过并购和资本转让等措施, 加快对Vinashin 234家子公司和附属公司的重组。其中约165家公司将被出售或清算。
2013.10.10	Vinashin发行了国际债券, 以重组其价值6亿美元的外国银行贷款。
2013.10	越南在新加坡证券交易所上市了政府担保债券, 以帮助Vinashin偿还其债权人。
2014.4.25	SBIC将于2015年发布其首次公开募股 (IPO)。公司预计今年将对四个成员单位进行股权化, 其中包括Vinashin Corrugated Iron公司、Chan May Port、Ha Long和Cam Ranh船厂。

# 供给侧硬约束下，船价涨幅及时间长度已创上一轮周期以来历史高点

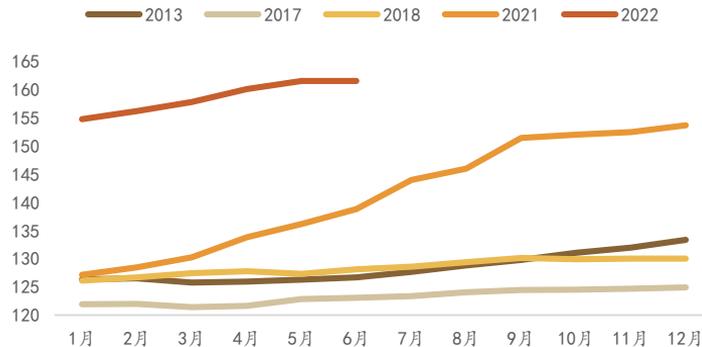
- 行业也有过数次乍暖还寒，在周期底部也出现过如2013、2017年的历史涨价区间。
- 船厂持续产能趋紧，本轮周期船价上涨的幅度和时间已远超2013、2017年，错位的供给侧改革红利正得到释放。

## 2010年以来，行业共出现三轮涨价周期



资料来源：克拉克森，德邦研究所

## 本轮周期船价上涨幅度和时间远超上轮周期

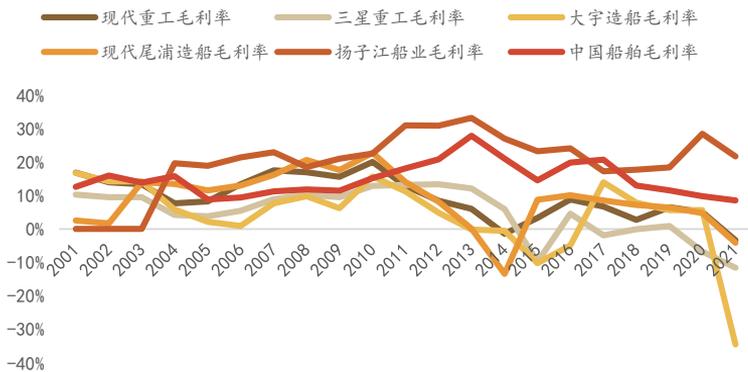


资料来源：克拉克森，德邦研究所，注：新造船综合指数

# 供给端硬约束条件下，盈利中枢与持续性有望显著超过上一轮周期

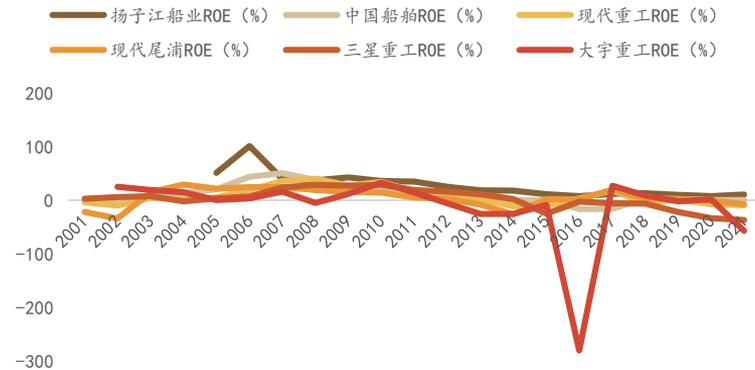
- 复盘上一轮周期，韩国船企如现代重工等顶部最高ROE达40%，国内船厂如中国船舶顶部ROE达51%、扬子江船厂达101%。毛利率来看，韩国船企如现代重工等顶部毛利率最高达20%，国内船厂如扬子江船厂毛利率顶部最高达33%。
- 船舶新船订单尾部付款比例较重（60%）的行业特点，决定了船厂造船大多借款垫资。行业整体ROE的回升在周期复苏中将愈见弹性。
- 供给端硬约束条件下，盈利中枢与持续性有望显著超过上一轮周期。

### 盈利中枢和持续性有望超过上轮造船周期



资料来源：wind，德邦研究所

### 行业整体ROE在周期复苏中将弹性回升



资料来源：wind，德邦研究所

## 推荐关注行业标的

- **【中国船舶】**：1) CSSC核心民品主业上市公司，引领船舶工业高精尖技术发展；2) 江南造船、广船国际等集团核心军民品资产成功注入，南北船合并，打造船舶制造行业的“航空母舰”；3) 公司主攻造船、修船与船用低速机制造，业务实力强劲，国内市场地位稳固。
- **【中国重工】**：1) 中国重工为全产业链的舰船研发设计制造公司，专注打造海洋防务机及海洋开发装备、海洋运输装备、深海装备及舰船修理改装、舰船配套及机电装备、战略新兴产业五大产业，公司拥有我国目前最大的造修船基地；2) 自主与合作相结合研发体系，军品与民品领域双轮驱动。
- **【中船防务】**：1) 作为大型综合性海洋与防务装备企业集团，是中国船舶属下的骨干造船企业和国家核心军工生产企业；2) 控股子公司黄埔文冲是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地以及广东省第一个军民结合技术创新示范基地。
- **【亚星锚链】**：1) 专注于船用锚链与海工系泊链生产的企业；2) 自主研发出R6、R5等高强度系泊链，打破国外少数国家的技术垄断，填补国内空白。
- **【杭齿前进】**：1) 我国专业设计、制造齿轮传动装置和粉末冶金制品的大型重点骨干企业，国家高新技术企业；2) 公司综合实力被列为“中国工业行业排头兵”企业和“中国机械工业100强”、中国大企业集团竞争力500强企业、全国第一批制造业单项冠军示范企业。
- **【潍柴重机】**：1) 专业开发、制造、销售船用中高速柴油机、发电机组及动力集成系统，兼经营柴油机零部件、船用齿轮箱配套等产业；2) 公司国内船电业务所辖区域内共300余家维修站，形成了“有潍柴产品，就有潍柴服务”的全天候、全地域的服务网络。

### 板块公司估值（总市值等数据根据2022年7月22日收盘计算）

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（百万元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600150	中国船舶	1045	214	1,024	2,045	7,507	488	102	51	14
601890	亚星锚链	101	121	174	246	311	83	58	41	32
600685	中船防务	202	79	98	138	260	256	206	146	78

资料来源：中船防务、亚星锚链使用wind一致预测，中国船舶使用德邦证机械团队盈利预测，备注：亚星锚链已覆盖但盈利预测未更新至最新年份，故此处使用wind一致预期

# 风险提示

**新接订单低于预期：**虽然全球航运市场迎来较大复苏，但航运市场形势和国际原油价格等周期性波动较大。全球疫情影响叠加经济下滑，不确定因素显著增多，对新船订单量和新船价格会造成波动性影响，从而对公司的业绩产生影响。

**原材料价格波动风险：**船舶行业是用钢大户，钢材价格高位运行对船舶企业成本控制、经营接单、保持盈利带来重要挑战。铁矿石、铜、铝等大宗商品价格快速上涨，船用材料市场价格创出近十年新高。近期国家有关部门多措并举，促进大宗商品价格向合理区间回归，钢材价格有所回落，但当前价格仍普遍处于高位水平。未来仍不排除主要原材料价格大幅波动可能对公司经营业绩造成不利影响的风险。

**汇率波动风险：**船厂船舶建造合同多以外币结算，如汇率波动较大，可能使公司业绩产生波动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，曾就职于东吴证券、西南证券。2021年加入德邦证券，任研究所高端制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

杨任重，3年卖方行业研究经验，香港理工大学硕士，2021年加入德邦证券，主要覆盖齿科设备、缝纫设备、机床刀具、阀门、仪器仪表及泛消费属性机械设备。

邵玉豪，2年卖方行业研究经验，南京大学理学学士、硕士，2021年加入德邦证券，主要覆盖油服装备、船舶制造行业、锂电设备等。

杨云道，南京大学金融硕士，国际注册会计师(ACCA)，2021年加入德邦证券，主要覆盖光伏、半导体设备、木工家具设备。

张宇虹，复旦大学工学学士，复旦大学金融硕士，2021年加入德邦证券，主要覆盖工控、激光、机器人等高端自动化通用行业。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场 以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳 斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

# 免责声明

**分析师声明：**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

## 德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616      传 真：+86 21 68767880

400-8888-128