

船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

——2023船舶行业年度策略

浙商机械国防团队

2022年11月

行业评级：看好

姓名	邱世梁	姓名	王华君	姓名	杨雨南	姓名	王洁若
邮箱	qiushiliang@stocke.com.cn	邮箱	wanghua jun@stocke.com.cn	邮箱	yangyunan@stocke.com.cn	邮箱	wangjieruo@stocke.com.cn
电话	18516256639	电话	18610723118	电话	18518390495	电话	18310570500
证书编号	S1230520050001	证书编号	S1230520080005	证书编号	S1230522110003	证书编号	S1230522110002

船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

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。按照船舶约20年寿命估算，2026-2027年将迎来新一轮新船订单高峰。箱船、油轮交替上行；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

需求复苏显著：1) 箱船爆发。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；

2) 油轮有望接力箱船。航线拉长、环保降速促油轮需求提升；运价上涨，船东盈利改善，船东加速下单（超龄服役严重）；

3) LNG、干散、PTCC（汽车运输船）等后期有望跟进。

供给持续收缩，扩产周期长。上一轮下行周期，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。

船价进入上行趋势：1) 高附加值船型占比上升：箱船毛利率高（20%），新接单箱船占比近半，高附加值产品未来增速快；

2) 钢材价格下行（钢价占成本约35%-40%）3) LNG船未来有望放量，市场份额持续扩大

供给现状：1) 供给收缩：与上一轮周期相比，供给端大幅出清，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) 新扩产难度大，龙头公司2022-2027年业绩确定性强。

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

内生：我国海军“十四五”由近海防御向远洋护卫持续转型，船舶行业有望持续受益于海军现代化建设；

外延：南北船集团合并后，旗下船舶制造资产有望整合——涉及标的：中国船舶、中国重工、中船防务。

重点推荐：中国船舶、中国海防、亚星锚链，关注中国重工、中船防务、中国动力等

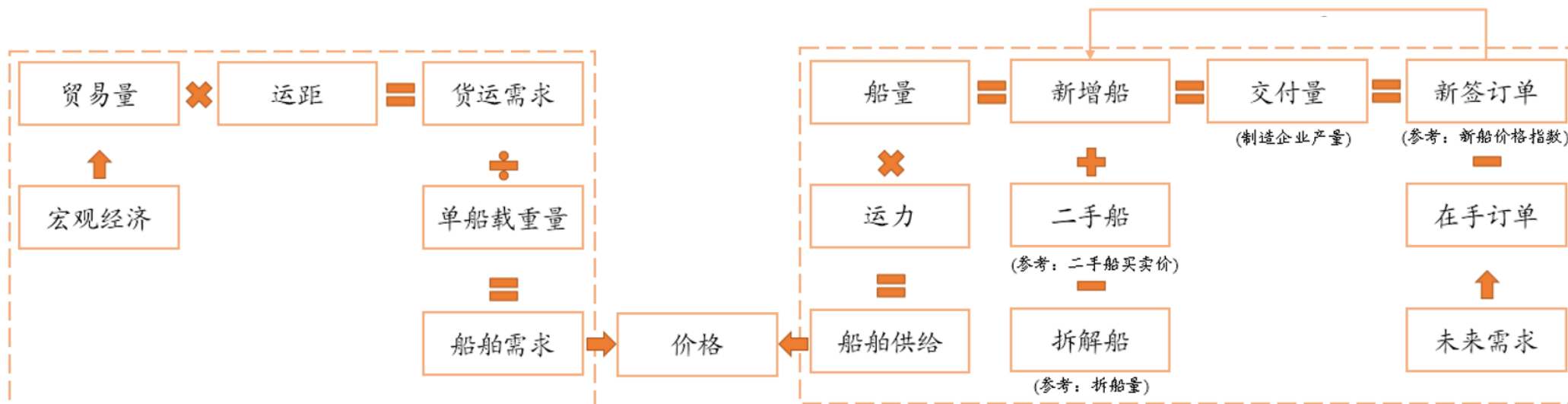
风险提示：全球船舶需求波动、原材料价格波动、船价上涨不及预期风险

船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

预计2022年开启了新一轮的上行周期：上一轮周期大致从2003年开始启动，2007年新船订单达到高点。从2007年新船订单高点到现在已有15年，环保要求等新变化，加快更换周期的来临，如果按照船舶约20年寿命估计，2026-2027年左右有望迎来新一轮的新船订单高峰期。

船舶寿命通常约20年，且船舶开工建造至交付所需时间约为1-2年左右。

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



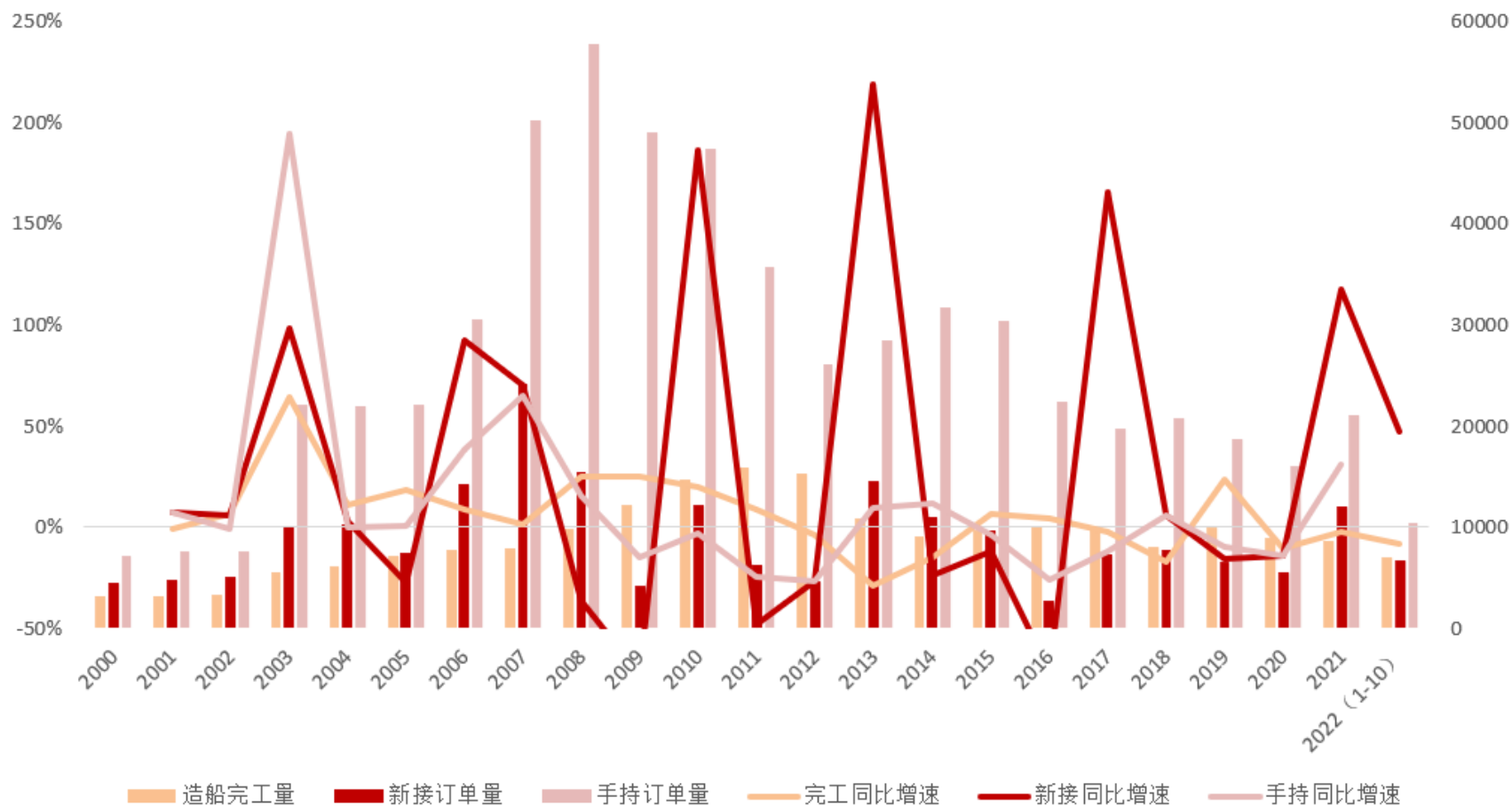
船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

上轮周期：2003年启动，2007年达峰值，多船型订单共同上涨，中国占全球份额约15%。

本轮周期：2021年全年新增订单同比大幅提升；2022年1-10月，全球新接订单短期回落，同比下降47%。

后续：运距拉长+环保降速+更新需求共促油轮、干散、LNG多船型订单接力增长。中国占全球约50%份额。

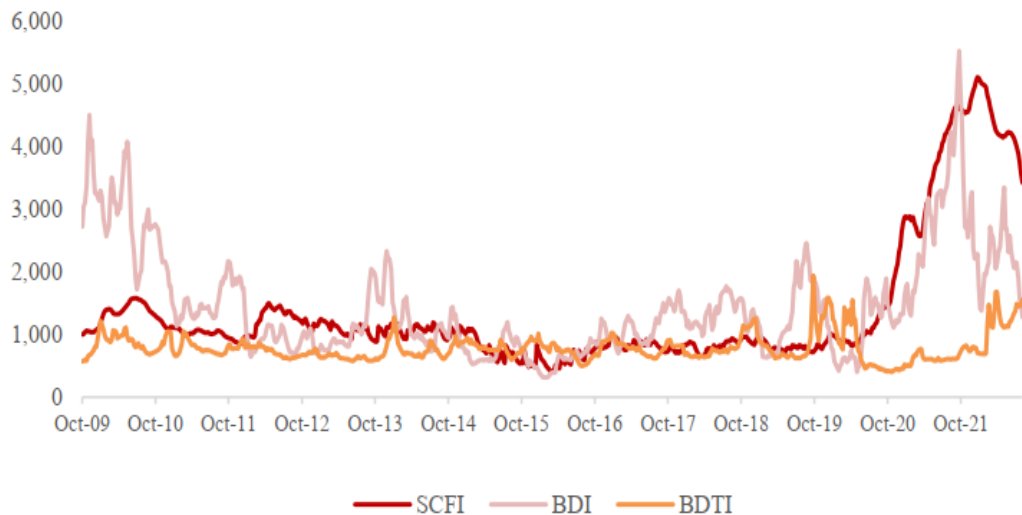
图：2000-2022年三大造船指标，2003-2007年周期上行新增订单持续增长



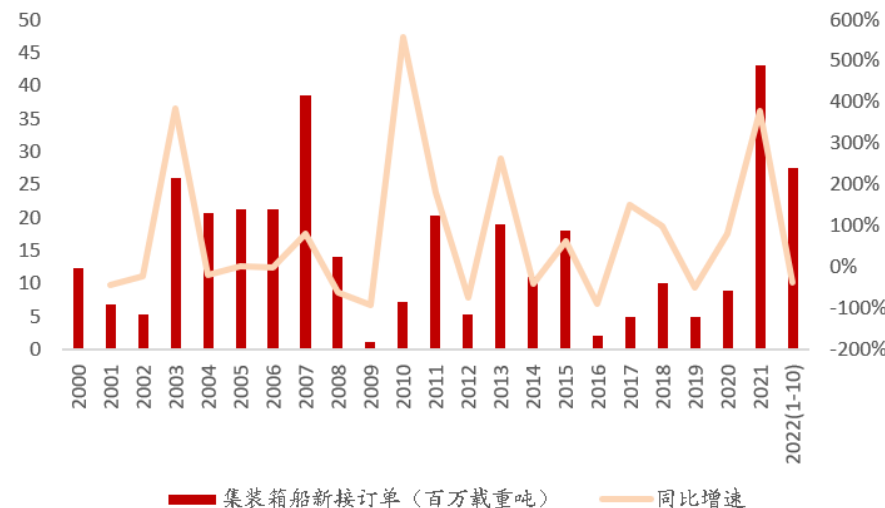
资料来源：克拉克森，
浙商证券研究所

航运周期底部反弹，箱船订单大爆发，油轮/干散船稳步提升

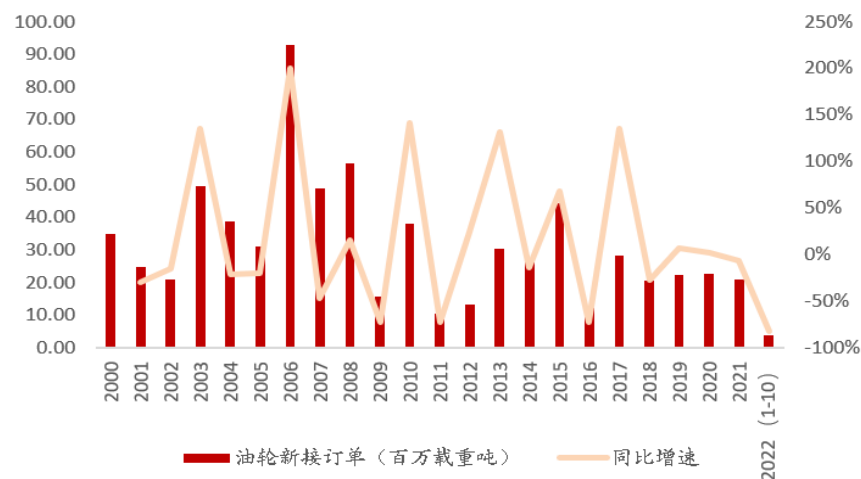
图：受需求旺盛+供给不足+船龄老化因素影响，三大船型运价指数自2020年9月开始大幅上涨



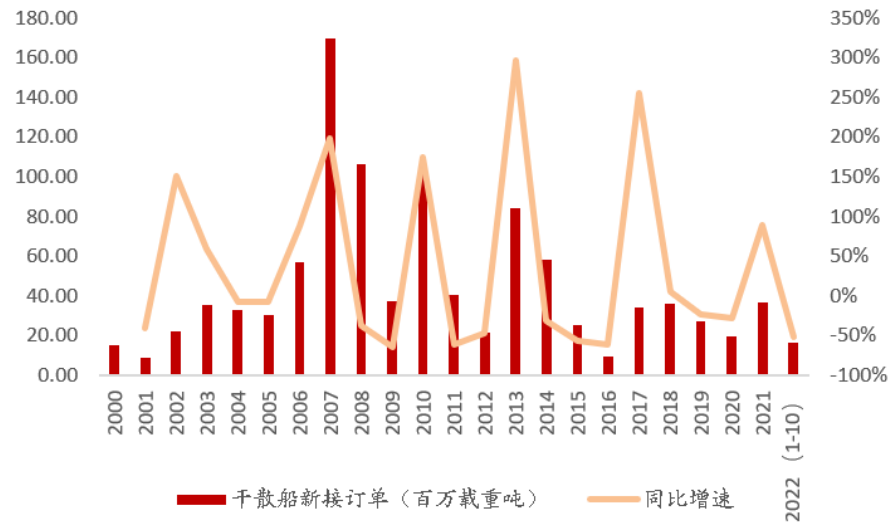
图：集装箱船新接订单一览，2021年同比大幅增长，2022年1-10月有所回落



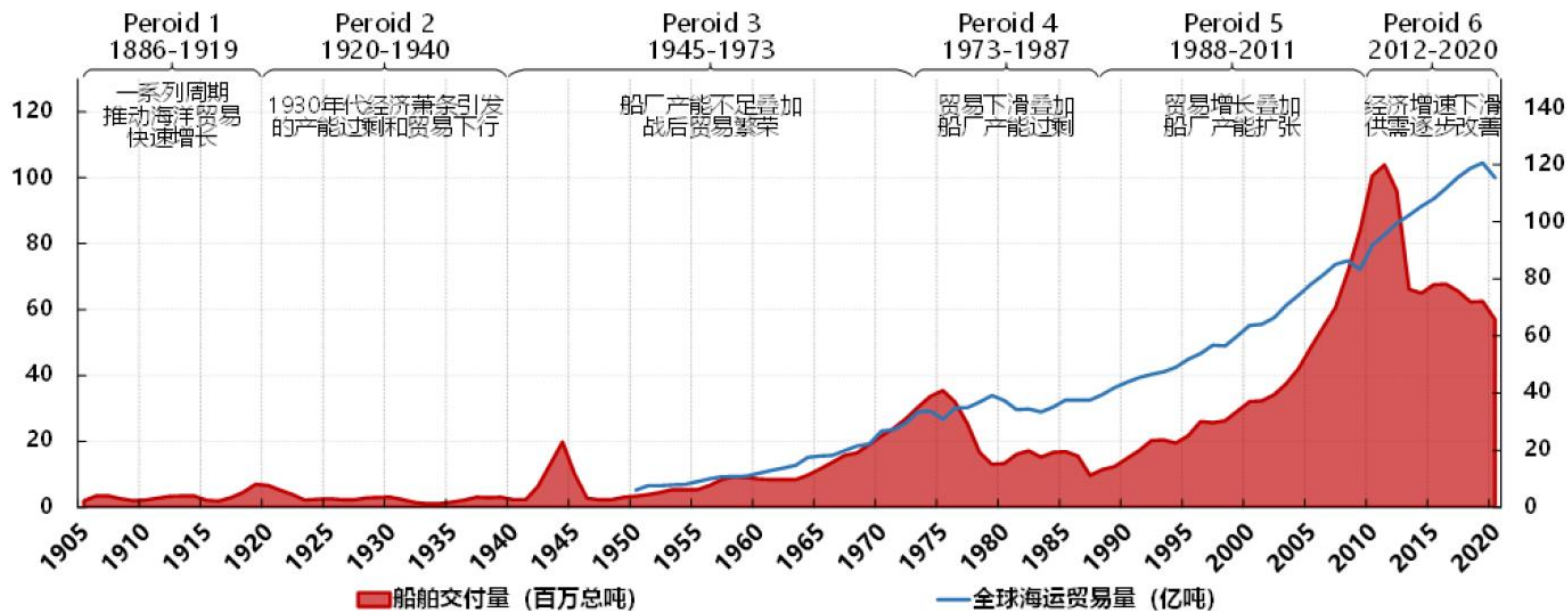
图：油轮2021年新接订单一览，2021年、2022年1-20月均同比下降



图：干散船2021年新接订单一览，2021年同比上涨，2022年1-10月同比下降



需求：箱船订单大爆发，油轮/干散等多船型轮动接力行情向上



根据深度报告《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”》显示，全球海运周期受宏观经济、战争、贸易等多重影响，自1886年到2020年可分为6个大周期（每个周期约20余年），其中包含多个小周期；

本轮周期与上轮区别之处：

上轮周期：2003-2007年为周期上升阶段，全球经济繁荣+中国加入WTO贸易增加+产能扩张，多船型订单共同上涨，中国占全球份额约15%；

本轮周期：2021年开启：供需错配+更新需求导致箱船订单爆发；

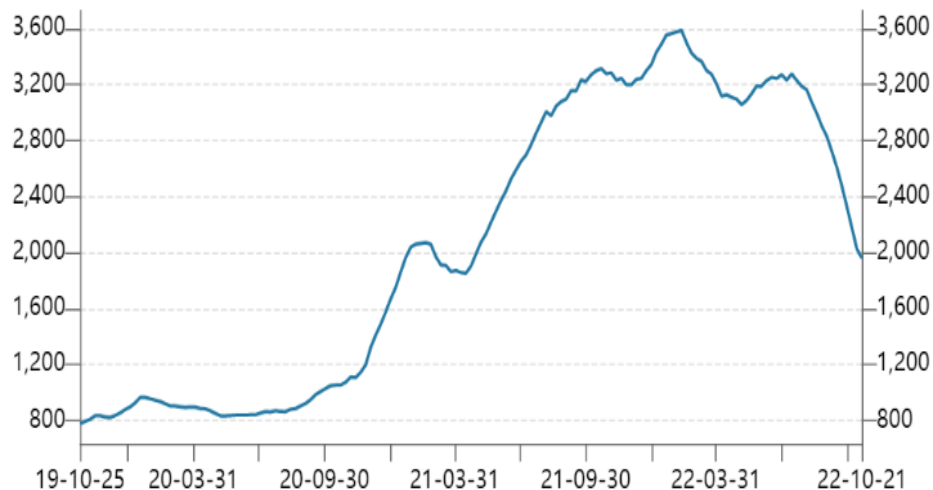
后续：多船型轮动，油轮——运距拉长+环保降速+更新置换需求共促油轮订单增长，新增订单有望回升。

需求：箱船订单大爆发，油轮/干散等多船型轮动接力行情向上

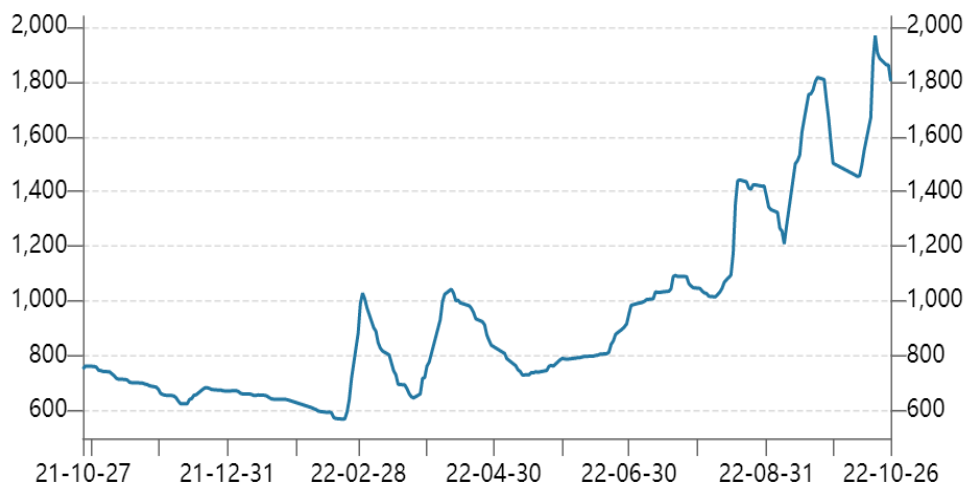
集装箱船产业链发展逻辑：运价上涨（2020.9）--中远海控股价启动（2021.6）--中远海控资债表改善（2021.9在手现金是去年同期3倍）--造船厂订单大幅上涨（中国船舶2021.12新接单同比增长91%）；

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

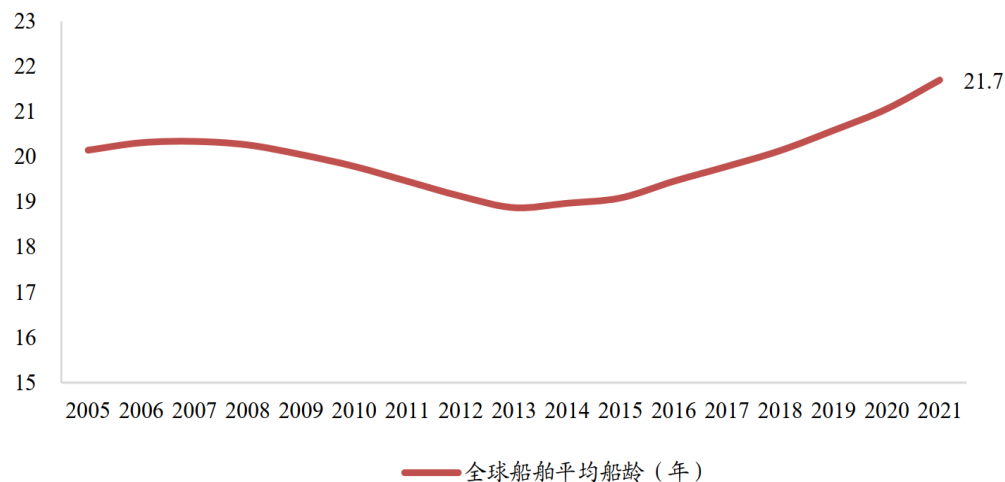


图：进口油轮运价指数（CTFI），2022年6月大幅上涨，受地缘政治冲突运距拉长，环保新规降速、老旧船舶更换、美国战略储备释放等多因素影响，油运运力持续紧张



需求：产能出清+换船周期达峰值+环保新规+船东盈利能力提升

2021年全球总吨规模大于100吨的船舶平均船龄为21.7年，已达历史峰值。根据深度报告《中国船舶：全球造船龙头，乘行业大周期“扬帆起航”》显示，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。



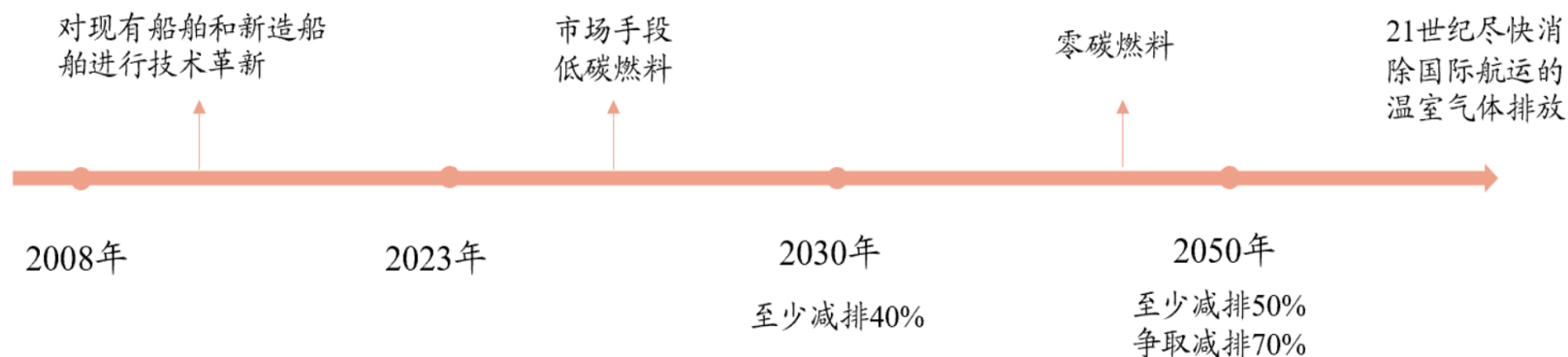
全球船队老龄化现象严重，船舶更换周期近在眼前

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%

需求：产能出清+换船周期达峰值+环保新规+船东盈利能力提升

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。

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%



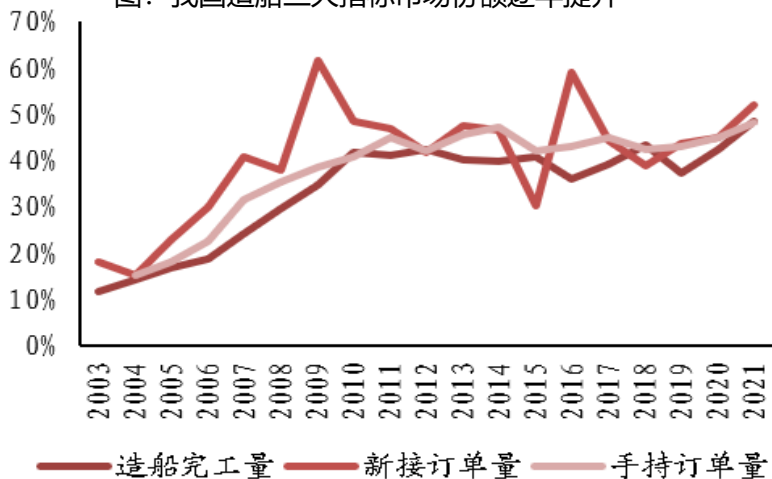
满足环保要求方式：1、更换船舶整体；2、改装部分设备达标；3、降低航行速度；在总运力不变前提下，降速会导致船舶数量需求上升，新增船舶需求有望扩大。

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

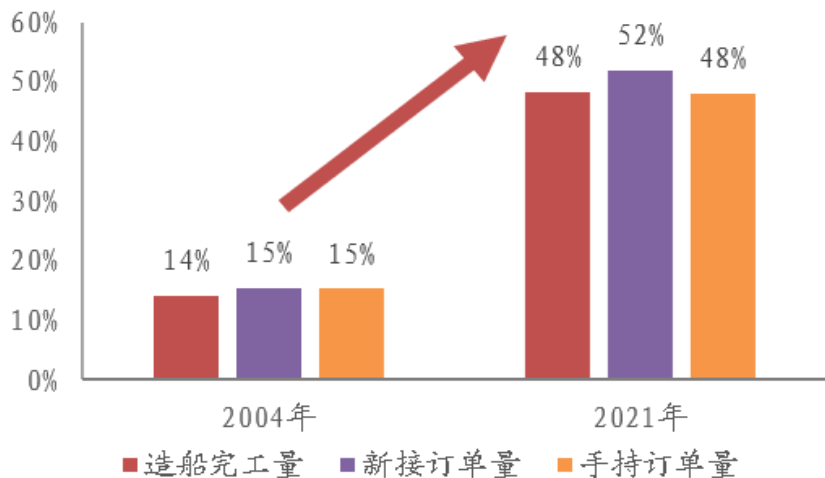
上一轮周期中，中国三大指标所占全球份额较低，约15%左右，2021年中国三大指标所占市场份额约50%左右，原西欧、日本等产能大幅出清，供给端优化明显；后期我国有望在本轮航运周期中优先承接更多全球新增订单。

中国：2022年1-10月，造船完工量前10家企业占全国总量的68%、新接船舶订单前10家企业占全国总量的70%，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。

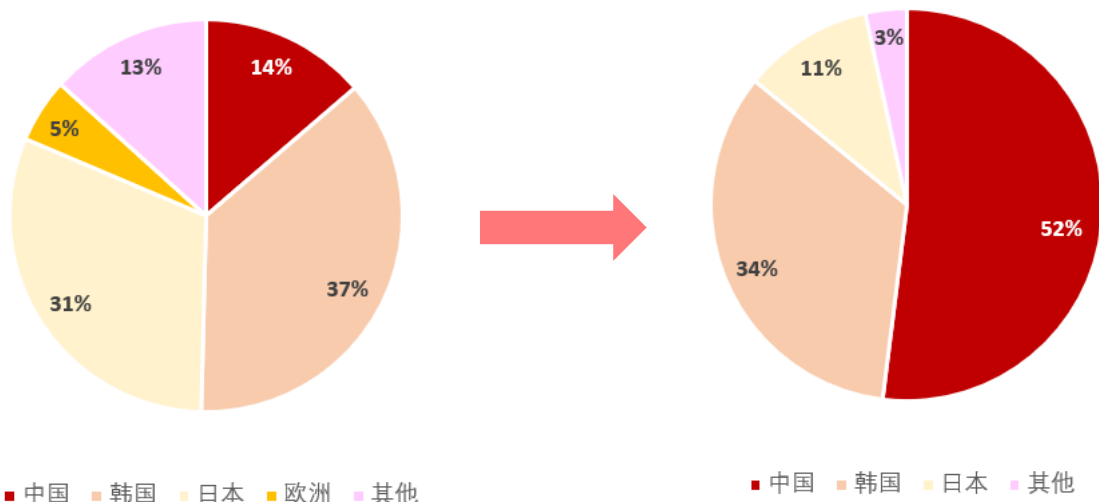
图：我国造船三大指标市场份额逐年提升



图：新一轮周期下，中国三大指标占世界份额显著增加



图：我国占全球市场份额从2003年（左）约14%提升至2021年（右）约50%，全球供给端产能大幅出清，结构优化明显



军船：“内生”海军建设装备大发展，“外延”旗下船舶制造资产整合

两船集团合并后，旗下船舶制造资产有望整合。2019年两船集团的历史性统一打造了我国未来军民海洋建设的新起点，后期集团整体资本运作空间较大，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。中国船舶、中国重工、中船防务三家涉及整船制造，船舶制造资产有望整合，运营能力、管理效率及市场竞争力持续提升。

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				
注入状态	已完成	已完成	进行中	已完成	进行中				
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）			
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

中国船舶：全球造船龙头，乘行业大周期“扬帆起航”

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022-2024年实现归母净利润17.3/26.0/69.0亿，同比增长709%/50%/166%，复合增速100%，PE67/45/17倍，维持“买入”评级。

2、关键假设

- 1) 2021年，疫情影响→全球运力紧张→航运公司业绩大增→新造船订单大增，船舶行业景气度复苏，后续在老船到寿、更严格的环保要求、全球宏观经济及海运贸易量增长多重因素影响下，船舶行业景气度持续上升，行业目前仍处于周期底部回升，安全边际高，向上空间大；
- 2) 中小船厂复苏困难，新增订单及高端船型订单逐步向头部集中，龙头企业有望优先受益；
- 3) 公司作为我国造船业龙头之一，后期受益于订单增长+价格上涨+高附加值船型占比提升，军民共促业绩持续高景气。

3、我们与市场观点的差异

- (1) 市场认为航运周期尚未见底，新增船舶需求不足。我们认为：

全球航运周期已见底，多重利好推进造船业快速增长：1) 2021年起因供需错配导致的航运需求旺盛，全球新接订单量创2013年以来新高，航运景气度已从集装箱船扩散至油轮、LNG等多种细分品类；2) 叠加换船周期，下游船东在手现金充足促升换船需求；3) 环保减排要求趋严，换船增速加快；4) 由于集装箱、LNG船等高附加值船型产能不断扩张，油船产能受到挤压，近百艘VLCC船龄超过20年，油船运力规模不足，后期将随疫情复苏+补库存+地缘政治冲突，油船订单有望上行，2023-2025订单预计持续增长，保障公司长期业绩。

- (2) 市场认为军工业务会显著拖累公司业绩增长，长期没有弹性。我们认为：

中国海军是中国海洋战略力量的关键，面对日益复杂的安全环境，我国海军战略由近海防御向远海攻防型转变，对海军装备更新需求增加。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装备需求增长；同时随南北船集团合并完成，下属同业竞争上市公司有望加速资产整合。

4、股价上涨的催化因素

船舶行业新增订单量持续增长；单船价格上涨；公司新签高附加值船舶

5、风险提示

- 1) 造船需求不及预期；2) 原材料价格波动。

中国海防：舰船水声防务龙头，内生外延双轮驱动

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022、2023年归母净利润10.3/12.3亿，增速分别为21%/19%，PE16/14倍，维持“买入”评级

2、关键假设

- 1) 受益于我国海军舰艇建设及维修保养，其配套多类型声呐产品有望超下游整船增速成长；声呐由于长期浸泡在水中，腐蚀速度快于整船，每5年存在一次更换，整船寿命周期内约更换7-8次，耗材属性推动声呐需求上涨；公司在军品海洋声呐行业处于龙头地位，未来有望优先受益成长；
- 2) 海底监测网+无人水下作战是未来确定性发展趋势，公司作为水声产品龙头，产品配套多款新型号研制试验，长期有望持续受益于新增市场相关需求；
- 3) 两船集团合并利好下属上市公司资产整合运作，船舶集团下属多家科研院所拥有多项电子信息资产业务，未来随着集团整合力度不断加强，公司有望充分发挥上市公司平台优势，打造海洋信息龙头公司。

3、我们与市场观点的差异

- **(1) 市场担心集团下属院所相关资产单独运作上市，不整合装入公司。**我们认为：

两船集团自合并以来，秉承“产业结构优化、扩大产业规模、提质增效”等多项原则，不断对下属已有上市公司改革优化，打造多家上市公司细分领域龙头地位，形成多个综合平台协同发展的良好局面；中国海防通过两次重大资产重组确立其海洋信息核心地位，未来有望继续作为该赛道主平台，持续承接集团下属配套资产，多个细分小资产运作上市无法突出其规模优势，不利于长远综合发展。

- **(2) 市场担心舰船增速不及预期，公司产品供应同步受影响。**我们认为：

加快建设现代化、信息化海军是必然发展趋势，我国海军舰艇总体数量较少，信息化程度较低，未来近海防御+远洋作战双重要求海军队伍不断加大建设，舰船总需求量高；随着舰船信息化程度不断提升，声呐等电子信息产品更新迭代快，配置价值占比不断提升，且考虑其耗材替换需求，公司水声防务产品预计超下游整船增速放量。

4、股价上涨的催化因素

下游舰船大型采购订单签订；新品种产品交付提升公司收入及平均毛利率；产品超预期交付获得收入增加

5、风险提示

- 1) 船舶建设不及预期；2) 海底监测网建设不及预期。

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司2022-2024年归母净利润1.6/2.2/3.1亿元，同比增长30%/40%/40%；PE为57/41/29倍。参考历史估值水平，维持“买入”评级。

2、关键假设

- 1) 2021年，疫情影响→全球运力紧张→航运公司业绩大增→新造船订单大增，船舶行业景气度有所复苏，后续在老船到寿、更严格的环保要求、全球宏观经济及海运贸易量增长多重因素影响下，船舶行业景气度持续上升；
- 2) 漂浮式海上风电产业化进程在全球范围内持续推进，公司借助在海工平台系泊链领域的雄厚技术实力在新兴的漂浮式海上风电系泊链配套市场占有较大份额；
- 3) 公司持续开拓国内矿用链市场，占有率稳步提升。

3、我们与市场观点的差异

- 市场对漂浮式风电未来广阔市场空间的认知或还有所不足。我们认为：

世界上80%以上海上风电资源位于水深超过60米的深远海区域，漂浮式风电是未来海上风电发展的大势所趋。

据美国能源部统计，截至2021年8月，各国政府规划中的漂浮式风电项目总容量已达26529MW。据欧洲风能理事会统计预估，截至2026年漂浮式风电累计装机容量将达到2947MW，截至2030年漂浮式风电累计装机将达到16609MW，10年间年装机容量复合增速80%。测算对应10年间系泊链市场空间总计约330亿、年均33亿，公司成长空间由此打开。

4、股价上涨的催化因素

船舶行业新增订单量持续增长；世界范围内漂浮式海上风电产业化政策、力度超预期；公司中标更多国内矿用链订单

5、风险提示

- 1) 船舶行业景气度回升趋势不及预期；2) 漂浮式风电产业化进程不及预期；3) 矿用链市场开拓进度不及预期。

➤ 船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

周期位置：行业处于周期底部向上阶段；

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：供不应求致船价上涨，成长空间大，龙头企业有望显著受益。

➤ 重点推荐中国船舶、中国海防、亚星锚链；关注中国重工、中船防务、中国动力等

(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) 中国海防：船舶海洋信息化平台，“内生+外延”双驱动。

(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”。

(4) 关注：中国重工、中船防务、中国动力等。

表：船舶制造板块估值水平：2022年平均PB为2倍，2022-2024年净利润复合增速103%（剔除中国重工、中国动力、中国海防，市值截至2022年11月25日）

代码	证券简称	总市值	归母净利润 (亿)			PE			PB
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	MRQ
600150.SH	中国船舶	1159	17.3	26.0	69.0	67	45	17	2.3
600764.SH	中国海防	167	10.3	12.3		16	14		2.2
601890.SH	亚星锚链	90.86	1.6	2.2	3.1	57	41	29	2.8
601989.SH	中国重工	832.3	-	-	-				1.0
600685.SH	中船防务	342.8	1.2	6.8	11.1	286	50	31	1.9
600482.SH	中国动力	360.8	-	-	-				0.8

➤ **风险提示：**全球船舶需求波动、原材料价格波动、船价上涨不及预期风险。

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>