

造船系列三

市场格局划分深化，降本增效将成核心考验

西南证券研究发展中心

交输研究团队

2024年2月

核心观点

- **全球行业趋势向好、市场要素处于历史高位。** 2021年至今行业迎来不错的订单与价格普遍高增长，2023年，全球造船业订单量同比增长27.8%，创下近10年来新高。预计未来2-3年景气度仍将持续。2022年中国造船产能利用监测指数（CCI）为764点；2023年三季度CCI同比增长超两成，10年来首次突破800点；产能利用较充分。
- **世界船舶制造市场份额划分趋稳，中韩日优势劣势各有千秋。** 截至2023年，全球市场份额大致为中国占据超50%，韩国约占30%，日本约占15%，初步来看中韩日三国主导地位已相对稳固。在造船业务上三国企业各有侧重，且核心优势各异，其差异化或在未来重新主导市场分配。
- **收购整合打造规模经济，降本增效将成核心考验。** 行业生产周期导致产能调整迟钝，降本增效是行业重点。出于需要，不少大型造船厂都开始对小型造船厂进行收购，造船业呈现出整合的趋势，其主要目的是形成规模经济、引导企业长久高质量发展。
- **投资策略：**展望未来，中国造船业将继续保持增长势头，努力追赶目前技术上的差距。绿色、中高端船型占比明显提升，新产品研发取得突破，转型升级成效明显。同时全球船厂产能收紧，船价转为需求定价而非供给定价，看好中国船厂在新的一轮造船周期中的盈利弹性。船舶全产业链标的：中国船舶、中船防务、中国重工、中国动力、苏美达、亚星锚链、中国海防。
- **风险提示：**宏观环境风险、市场竞争风险、汇率风险、客户风险、成本风险等。

目 录

◆ **全球行业趋势向好，市场要素居高、成本渐稳**

◆ **世界船舶制造市场份额划分趋稳，中韩日优势劣势各有千秋**

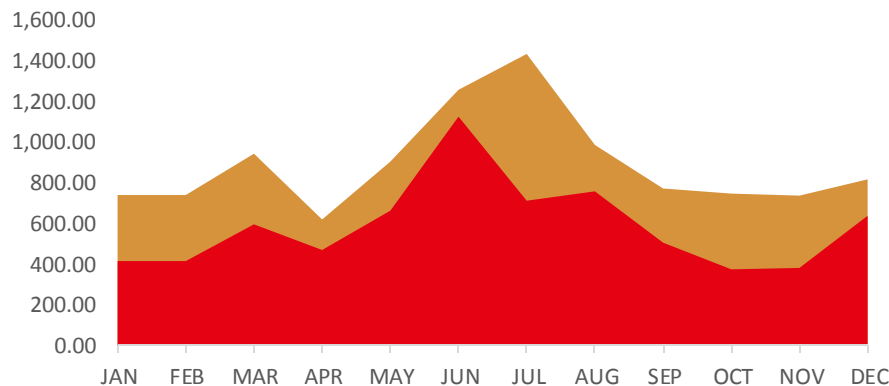
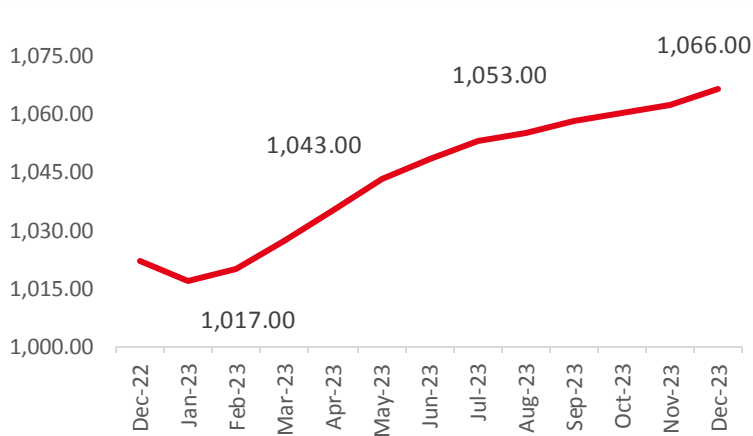
◆ **收购整合打造规模经济，降本增效将成核心考验**

◆ **风险提示**

各项指数全面提升，行业景气度继续走高

- **订单量相对稳定，上升趋势预测乐观**：2023年全年，全球累计新接订单总量为10680万载重吨，同比2022年的8241万载重吨上涨29.60%。其中中国新接订单量为7120万载重吨，市场占有率达到66.6%，大幅上涨；而韩国承接1909万载重吨，市占率为17.87%，再次同比下降。
- **价格指数上升，订单价值提高**：截至2023年12月，中国新造船价格指数为1066.00，相比2022年12月的1022.00上涨4.3%。
- **全球造船能力走弱，产能利用能力提升**：截至2023年12月，全球活跃造船厂数量为369家，相较于2022年下降51家，供给侧大幅出清。2023年三季度，反映中国造船行业产能利用程度的监测指数CCI在10年内首次突破800点，相比2022年增长超两成。

2023年新造船价格指数指数 & 世界/中国造船新接订单量

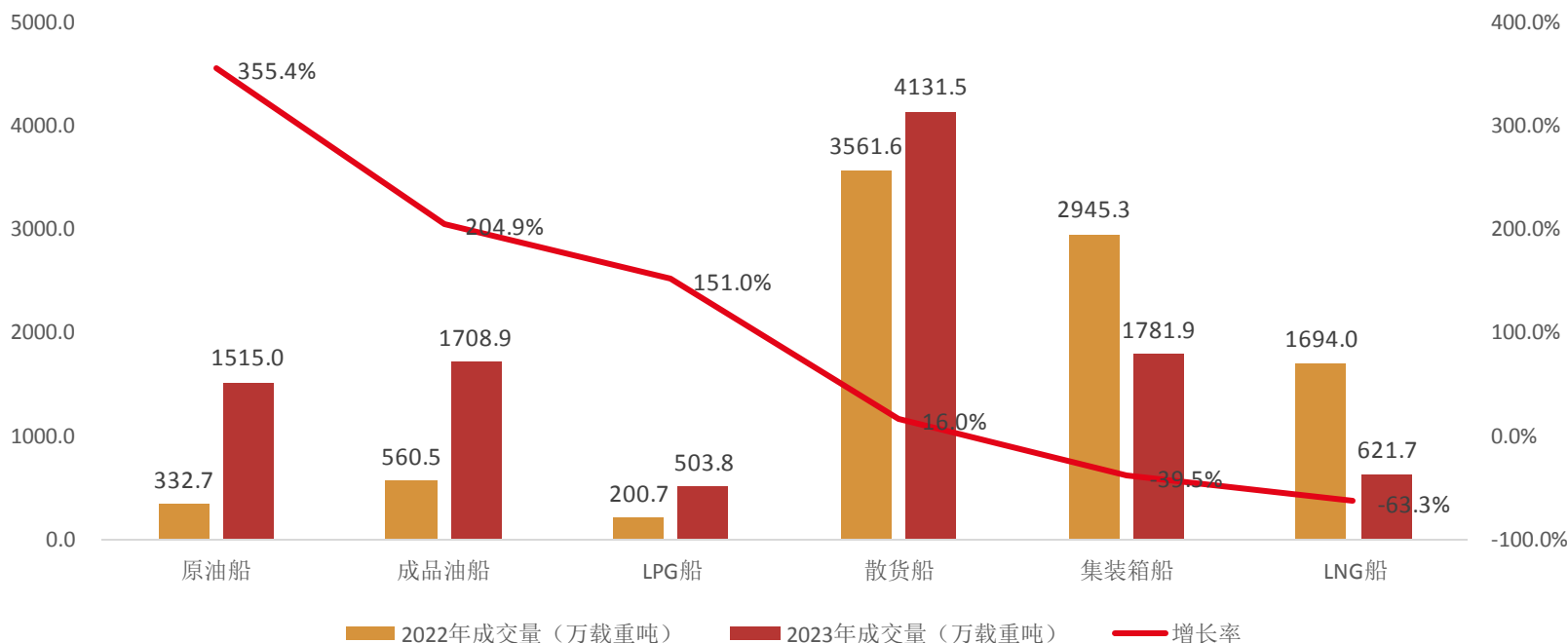


■ 世界新接订单量：当月值（万载重吨） ■ 中国新接订单量：当月值（万载重吨）

各项指数全面提升，行业景气度继续走高

□ 订单结构变化巨大，高新船舶需求增加：2023年，油船与LPG船增长迅速：原油船与成品油船新接订单量分别为1515万载重吨、1708.9万载重吨，较2022年分别上涨355.4%、204.9%；LPG船成交503.8万载重吨，同比上涨151%。散货船规模最大、成交量为4131.5万载重吨，上涨16%。而集装箱船与LNG船在经过2022年订单爆发后在2023年回落，分别下降39.5%、63.3%。据克拉克森数据，2023年替代燃料船舶的订单量持续增长，达到3727.7万载重吨，已占总量33.7%。

2023年各船型成交量及与2022年数据对比



船舶细分市场价格稳中向好

- **集装箱船**：2023年12月，除超巴拿马型集装箱船(22000-24000TEU)、巴拿马型集装箱船(3500-4000TEU)新船价格环比有所上升，灵便型集装箱船(1000-1100TEU)新船价格有所下跌外，其余各型集装箱船新船价格环比均持平，其中超巴拿马型集装箱船(22000-24000TEU)、巴拿马型集装箱船(3500-4000TEU)新船价格分别上升150万美元、75万美元至2.36亿美元、0.57亿美元，灵便型集装箱船(1000-1100TEU)新船价格环比下跌50万美元至0.24亿美元，超巴拿马型集装箱船(13000-13500TEU)、巴拿马型集装箱船(6600-6800TEU)、次巴拿马型集装箱船(2600-2900TEU)、灵便型集装箱船(1850-2100TEU)新船价格分别为1.48亿美元、0.94亿美元、0.41亿美元、0.31亿美元。
- **散货船**：2023年12月，除好望角型散货船(176/180KDWT)新船价格环比有所上升外，其余各型散货船新船价格环比均持平。其中好望角型散货船(176/180KDWT)新船价格环比上升150万至0.67亿美元，巴拿马型散货船(75/77KDWT)、大灵便型散货船(61/63KDWT)和灵便型散货船(25/30KDWT)新船价格分别为0.35亿美元、0.33亿美元、0.27亿美元。
- **油船**：2023年12月，油船新造船价格，各型油船新船价格环比均持平，其中VLCC(315-320KDWT)、苏伊士型油船(156-158KDWT)、阿芙拉型油船(113-115KDWT)、巴拿马型油船(73-75KDWT)和灵便型油船(47-51KDWT)新船价格分别为1.28亿美元、0.85亿美元、0.70亿美元、0.58亿美元、0.48亿美元。
- **气体船**：据全球市场研究机构克拉克森研究服务公司(Clarkson Research Service)数据，2023年末韩国LNG船造价为2.65亿美元，中国相应造价为2.34亿美元。相比之下，2022年该船的价格为1.85亿美元，2021年为1.7亿美元。容量在13.8万立方米到14万立方米之间的小型液化天然气船的价格也比两年前翻了一番。2023年12月份，气体船的克拉克森新船价格指数达到195点。

船舶制造成本构成

船舶成本构成复杂，建立合理成本结构凸显重要性

根据中国船舶以及三星重工、现代重工等国内外大型船企的报告，船厂在2023年前三季度的船舶制造及维修业务的毛利率约在6.5%左右。将单艘船舶的成本按售价进行拆分，大致组成如下：人工成本（包括但不限于劳务费）约占船舶总成本的30%，占售价27%-28%。此外，由于船舶的配套设备与原材料几乎都需要外购，因此该项支出所占比重相对较大，几乎超过6成。其中钢材等原材料占比最高，约为23%；其次动力系统、船室设计与甲板机械占比均在10%左右；此外设计管理成本、电力电气设备与其他小件配套分别约占5%；最后，由于造船往往客户采取分期付款、企业通过借款经营，因此资金的时间成本与利息费用也从一定程度上影响成本构成。

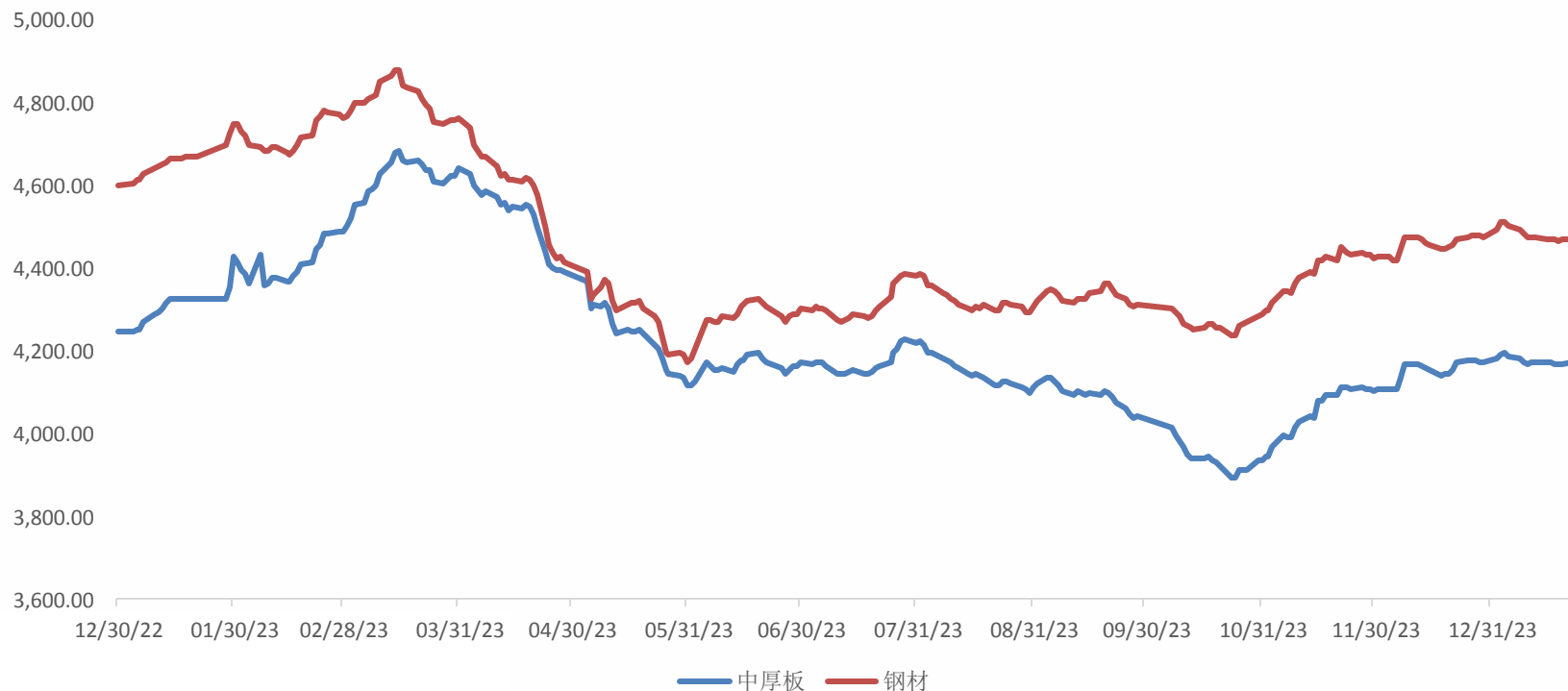
2023年新船成本构成估计

新船成本构成			
原材料	26%-33%	船体钢材	65%-70%
		管材	2%-3%
		电缆	7%-8%
		绝缘及隔热材料	7%-8%
		油漆	5%-6%
		油料	3%
		辅助材料	4%
		其他	3%
设备	45%-52%	主机及变速齿轮箱	22%-29%
		甲板机械	28%-35%
		电站	5%-6%
		推进装置及轴系	2.8%-3.2%
		冷藏、空调及通风	2.5%-3%
		导航、通信及电器	9%-9.5%
		仪器及仪表	5%-12%
		救生和消防	3%-4%
		其他	7%-10%
劳务费	24%-26%		

船舶制造成本——钢材等原材料

□ **钢材价格先涨后跌，后期震荡小幅上升相对稳定**：2023年上半年，钢材市场逻辑由经济强预期向经济恢复不及预期转变，钢价由涨转跌。其中一季度偏强运行和二季度偏弱运行表现明显。2023年下半年，宏观政策保持定力、大规模刺激较少，但同时美联储加息接近终点、通胀压力缓释，大宗商品受冲击将减小，钢材市场将趋于相对稳定，同时小幅震荡上升。

钢材基准价格指数价格



船舶制造成本——船舶设备与系统

- **船舶配套设备组成**：船舶配套指的是装配船舶所需要的各类设备的总称，包括动力主机、舱室设备和甲板机械、通信导航系统、电力电器设备等。根据中国船舶工业行业协会，2023年1-11月74家重点监测船舶企业完成工业总产值4610.60亿元，其中船舶配套产值378.60亿元，同比增长18.90%。
- **船舶配套设备成本结构**：设备成本是造船成本的主要构成，占比在45%-52%之间，其中主机及变速齿轮箱（动力设备）以及甲板机械两部分之和，约占设备成本的50%。此外设备大多为安全、动力、操纵或装卸的辅助设备及系统，较重要的有导航与通信系统、仪器仪表，分别约占10%与5-12%。
- **船用设备市场发展与趋势**：船用设备市场持续发展，受益于海洋经济的不断发展和航运物流业的广阔前景，2022年全年，全球船舶配套市场规模达到86.71亿美元。受益于造船业周期复苏与海上贸易发展扩张，预计未来5年里以4.31%复合年增长率增长、并在2028年达到111.69亿美元。伴随环保政策的更改与实施、数字化技术的高速发展，船用设备也在不断更新迭代，引起船舶设备的成本浮动、提高设备更新频率，甚至直接改变船型的需求量。
 - ✓ **环保设备**：2023年起，船用设备行业着重关注减少环境污染与提高能源效能；到2027年，预计全球环保船市场规模超过200亿美元；以绿色能源为代表的新能源技术的推广以及双燃料船舶订单的日益增加，将在不污染环境的同时，实现高效能源动力转换，降低船用能源成本。
 - ✓ **智能化设备**：船用设备数字化创新升级也将持续发展，其中智能化系统占比最大、可达设备总份额的40%。新技术的应用将推进船用设备的智能化，降低故障率、减少维修成本。例如人工智能的应用将使得船舶监测系统更加精细化、生产效率得到提高。
 - ✓ **船舶设计**：减排大环境下，由于船舶动力系统普遍改变以及新兴技术的发展，船舶设计需要时刻更新以适应技术迭代、同时降低制造中的搬运、安装等成本。

船舶制造成本——人工成本

- **劳动力成本**：造船行业的特点属于量少但工程量巨大，所以非标准化程度较强、自动化程度较低，因此对人工的依赖程度较高，属于劳动密集型行业，人工成本在造船链中占比较大。
- **船市复苏，用人薪酬再涨**：根据韩国三大船企季报，2023年前三季度HD KSOE、三星重工与韩华海洋的平均工资约6450万韩元（约合35.8万元人民币），这一数据比2022年同期上涨了13.6%。其中，韩华海洋在2023年7月通过工资改编后，平均工资比去年同期上涨了23.5%。如今，韩国各船厂的人力争夺正式开始，劳动力短缺导致的恶性循环与公司间的恶性竞争正在进行，这种过度竞争可能是对产业的威胁。
- **依托自动化技术升级生产线**：近年来，由于整合和自动化，全球造船业的工作岗位数量有所下降。例如，韩国的造船厂在2008年至2018年间减少了65%。2023年，现代重工与韩华海洋对生产线进行自动化改造，改造后的生产设施主要用于大型集装箱船的关键组件制造。为了进一步提升生产效率并降低人工成本，现代重工正在开发多样化的机器人用于焊接、刷漆等可替代性高的工作。根据现代重工的计划，自动化设备与措施每年将为现代重工节省约100亿韩元成本。改造费用虽然不菲，但一旦行情回暖公司即可收回。

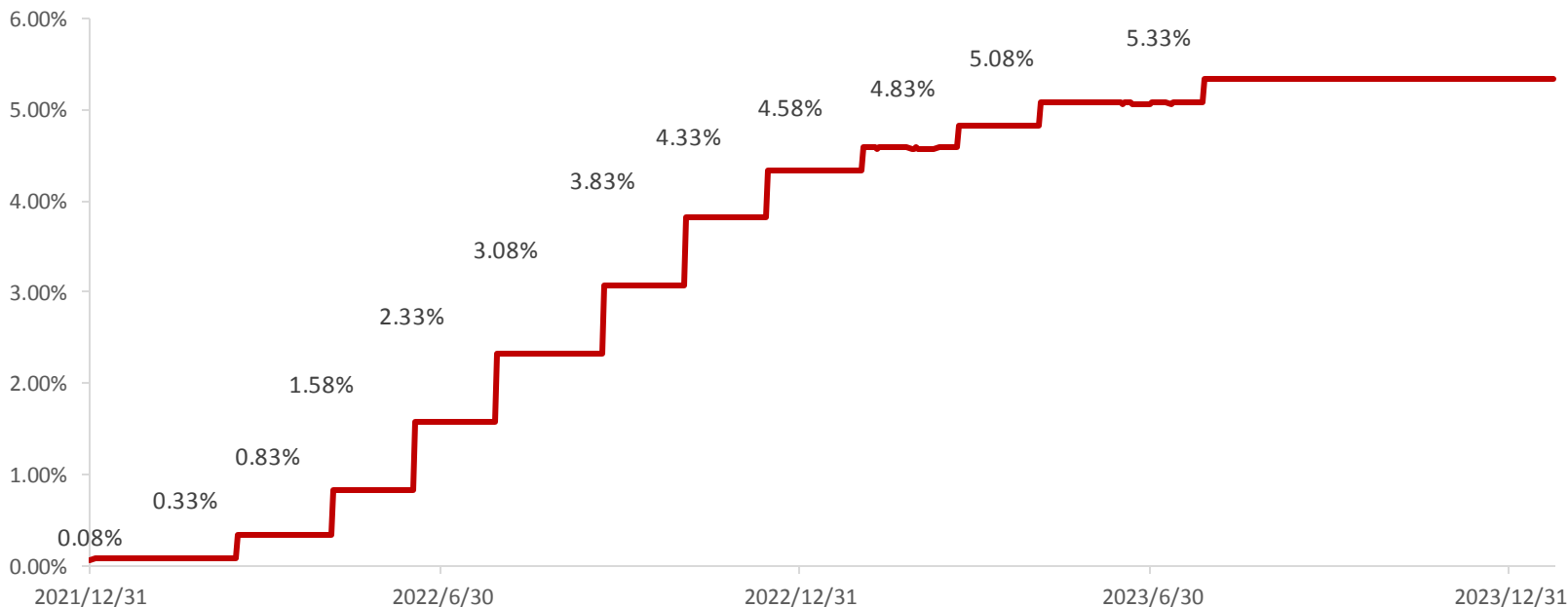
2023年造船时薪参考



美联储加息

□ **底层逻辑**：造船公司接下订单之后只能先拿到部分定金，后续陆续根据合同收到分期付款、或交付时才收到尾款。为了获得周转资金，造船公司往往以订单作为担保、从银行贷款进行经营制造。一旦利率上涨，就会增加利息费用、增加运营成本。当今环境下，美联储加息信号使全球资本流动性趋紧、造船企业将面临财务费用扩大的难题。但同时，大宗商品的价格与美元指数走势呈负相关，铁矿石、钢材与有色金属价格也均有所下降，有利于船舶工业企业改善盈利水平。截至2023年，美联储在15个月内连续11次加息，制造出了美元潮汐，卷走了全世界的热钱。

美国基金基准利率变化趋势



美联储加息

□ **韩国所受影响**：船舶订单量如果不大，总造船成本不高，企业往往可以周转出支付成本的资金。但像现代重工、三星重工与大宇造船这样的大船企，订单量相对较大，往往一次都是数十艘的大订单，因此他们只能将订单作为担保，向银行申请造船贷款。正因如此，一家船企在据有大量生产订单的同时，账面上也会有数十亿元的负债，每个月会产生大量的利息成本。由于与美国经济高度挂钩，如果降息保船、波动的将是整个国家经济命脉，因此韩国政府也不得不跟随美国进行加息，这使得本就利润微薄的韩国造船公司雪上加霜。船企融资成本不断上升，韩国造船业迅速崩盘。

韩国三大船厂利息成本概况（截至2023年三季度）

（百万韩元）	现代重工	三星重工	韩华海洋
利息成本	33782	122620	119,206
财务成本	78703	536644	1,007,075
销售收入	2979106	5576300	5,177,373
利息成本/财务成本	42.92%	22.85%	11.84%
利息成本/销售收入	1.13%	2.20%	2.30%

□ **中国逆向优势凸显**：但中国受到美联储加息的影响较小，通过货币政策实现了实质的降息。2023年全年，中国人民银行再贴现利率维持在2.00%、中国各大银行利率平均比韩国低2%。相比之下，中国的经济体量够大、独立性够强。造船业拥有庞大的外汇储备以及国内资本作支撑于美联储加息导致外资退出中国市场的行为，非但没有令中国经济崩盘，反而有利于为中国企业营造良好的市场生态。

目 录

◆ **全球行业趋势向好，市场要素居高、成本渐稳**

◆ **世界船舶制造市场份额划分趋稳，中韩日优势劣势各有千秋**

◆ **收购整合打造规模经济，降本增效将成核心考验**

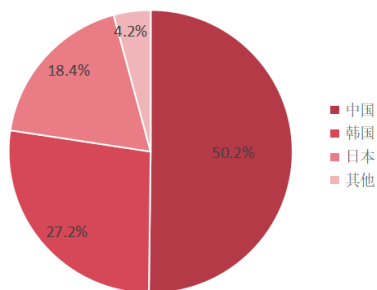
◆ **风险提示**

中国市场份额保持绝对领先，各项指标稳中向好

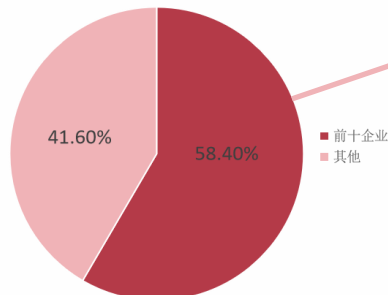
- 总量绝对领先，三大指标增长迅速**：据中国船舶工业行业协会数据，2023年中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的50.2%、66.6%和55.0%，继续保持世界第一且以绝对优势领先第二的韩国。完工量4232万载重吨，同比增长11.8%；新接量7120万载重吨，同比增长56.4%；手持13939万载重吨，同比增长32.0%。
- 产业集中度提升**：2023年全年，造船完工量前10家共占据总量58.4%；新接订单量前10家共占据总量60.7%。

2023年中国三大指标及行业集中度概况

2023造船完工量

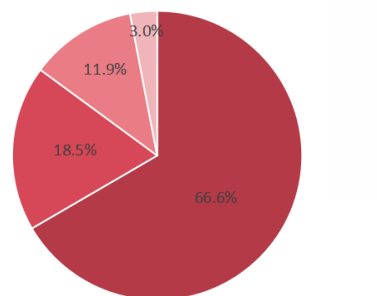


造船完工量企业占比

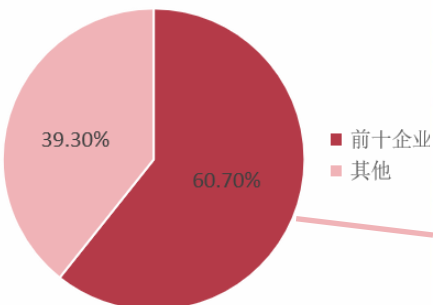


- 江苏扬子江船业集团公司
- 江苏新时代造船有限公司
- 上海外高桥造船有限公司
- 大连船舶重工集团有限公司
- 青岛北海造船有限公司
- 广船国际有限公司
- 沪东中华造船(集团)有限公司
- 江南造船(集团)有限责任公司
- 扬州中远海运重工有限公司
- 南通中远海运川崎船舶工程有限公司

2023年新接订单量



新接订单占比



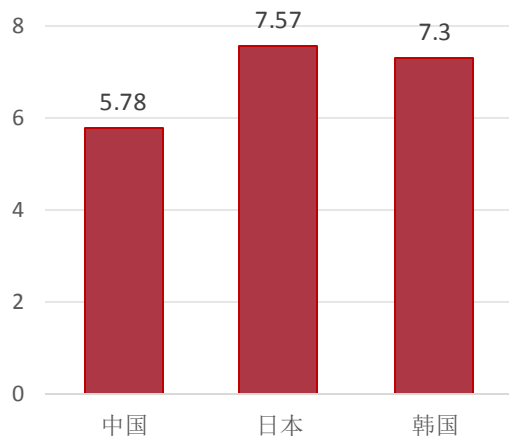
- 江苏扬子江船业集团公司
- 江苏新时代造船有限公司
- 扬州中远海运重工有限公司
- 大连船舶重工集团有限公司
- 恒力造船(大连)有限公司
- 青岛北海造船有限公司
- 江苏新韩通船舶重工有限公司
- 上海外高桥造船有限公司
- 舟山长宏国际船舶修造有限公司
- 中船澄西船舶修造有限公司

中国优势与潜力巨大，质量控制与技术突破将成核心考验

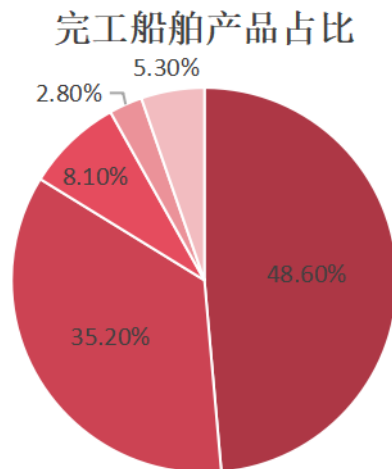
中国造船业优势：

- **劳动力成本较低**：与韩国和日本等其他主要造船国家相比，中国的劳动力成本要低得多，这使中国造船业能够为新船提供具有竞争力的价格。
- **强大的政府支持**：中国政府通过补贴、融资计划和基础设施建设，为造船业提供大量财政和后勤支持。
- **专注于大型标准化船舶**：受益于规模经济和高效的生产流程，中国已成为建造大型标准化船舶（如散货船和集装箱船）的世界领导者。但在高附加值船只上还需追赶韩国，如LNG船舶韩国新接订单超全球总新接八成。

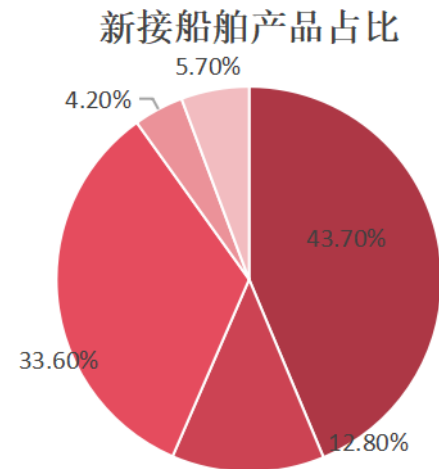
劳动力成本与市场结构



■ 劳动力成本（美元/小时，2023年10月2日数...



■ 散货船 ■ 集装箱船 ■ 油船 ■ 气体船 ■ 其他



■ 散货船 ■ 集装箱船 ■ 油船 ■ 气体船 ■ 其他

韩国造船业：技术实力保持强劲，产能过剩后继乏力

- **订单份额相对稳固，三项指标形势不乐观**：2023年1-11月韩国造船业造船完工量占全球比例约27.7%、新接订单量约占18.8%、手持订单量约占26.8%。造船完工量与手持订单量与2022年同期相比略有下降。
- **造船技术领先、劳动力高技能，工艺质量上佳、产品组合多样**：韩国在造船业的创新和技术领域走在世界前列，包括造船设计、自动化装置、数字化乃至时下重点——环保等方方面面；其劳动力大多专攻造船，队伍精良、有丰富经验；也因此确保了其高质量的工艺和精准精确的生产，对国际标准拿捏到位；韩国的船舶种类相对中国更加繁多、且比例更加健康，尤其在LNGC等高新技术船舶上遥遥领先，2023年全年韩国成交LNG船订单数量占全球成交量8成。
- **劳动成本居高不下，行业产能过剩、降本增效面临考验**：韩国造船业在劳动力成本方面具有先天劣势、在钢材等原材料方面也不如中国物美价廉，面临中国价格竞争的挑战，尤其在诸如散货船、集装箱船等非高新技术船舶领域。同时，造船行业普遍面临的产能过剩问题也加大了对韩国造船企业盈利能力的考验。

韩国 2023年1-11月三项指标

造船完工量	万载重吨 /占比	2105 27.7%
	万修正总吨 /占比	809 26.1%
新接订单量	万载重吨 /占比	1848 18.8%
	万修正总吨 /占比	963 23.9%
手持订单量	万载重吨 /占比	6721 26.8%
	万修正总吨 /占比	3993 32.6%

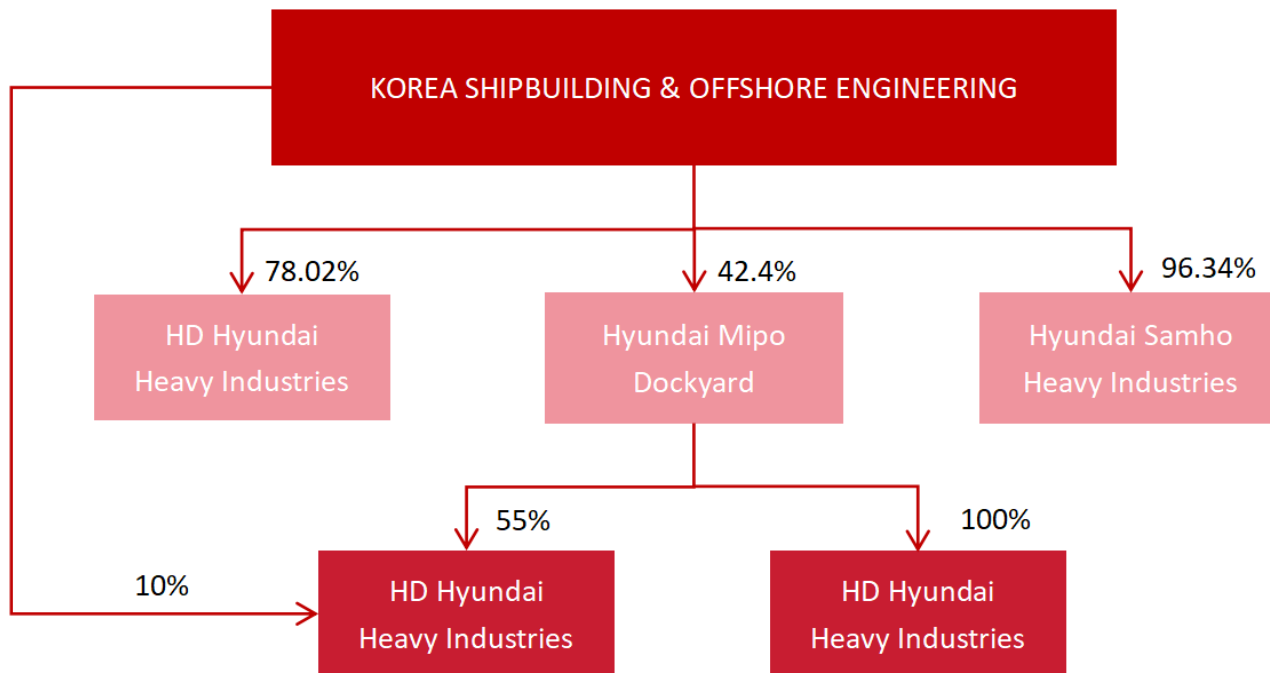
韩国造船厂：三大船厂形成寡头竞争，盈利还需降本增效

- 始于美国的产业转移，韩国的造船业起步早，曾一度占据全球LNG船订单的90%，时至2023年依然占据8成。造船业曾是韩国最被看好的行业之一。以订单积压和造船吨位而论，现代重工、三星重工以及大宇造船并称为“韩国三大船企”。但从2012年开始，韩国三大船企便出现各种亏损情况，被优势明显的中国船企反超。
- 韩国造船业的衰落，不仅仅在于美联储加息等金融层面或产业大环境的问题，还体现在韩国相对作为小国在供应链上的不完备和市场规模狭小两个方面：
 - ✓ 从市场规模看，韩国市场狭小，船企订单高度依赖国际客户、尤其是欧美市场，是面向国际市场、容易受到国际市场风吹草动动摇的高度外向型产业；
 - ✓ 供应链层面，韩国的造船材料几乎都依靠进口，包括钢材、木材和漆材等核心材料，对供应链变化更加敏感。
 - ✓ 同时由于材料对外界的依赖性，韩国船企在等待材料的同时还面对着银行巨额的利息成本，这也加大了韩国船企的运营压力。
- 根据Clarksons Research 的数据，2023年第三季度韩国造船厂的月平均造船量为 77.6 万修正总吨。与第二季度 65.9 万修正总吨的平均造船量相比，增长了 17.7%。与2022年相比，增长更为明显。2022年第三季度的月平均造船量为 570000 CGT。这意味着，与2022年相比，2023年平均每月造船量增加了 36.1%。造船业的发展势头得益于造船业逐步克服了长期存在的人力短缺问题。贸工能源部和法务省的数据显示，2023年上半年，造船业共聘用了 11104 名外国技术工人和低技术工人。这约占预计每年超过 14000 人的人力缺口的 70%。随着人力的有效调配，船厂的平均运营率也在不断提高。HD 现代重工2022年第三季度的运营率为 63.2%，而2023年第三季度已上升至 79.9%。此外，预计2024年将有更多外国劳动力涌入造船业。

韩国造船厂：三大企业为支柱——现代重工集团

- 韩国造船与海洋工程公司（KSOE）是现代重工集团旗下的中层控股公司，专业从事造船业务。韩国造船与海洋工程公司旗下有HD现代重工、HD现代尾浦造船和HD现代三湖重工业三家大型造船公司，是世界上规模最大的造船公司。同时2023年7月，KSOE收购了船用发动机制造商STX重工35%的股份，成为最大股东，旨在巩固加强HD KSOE在竞争激烈的船舶发动机市场的地位。

HD韩国造船海洋三大船厂结构图



韩国造船厂：三大企业为支柱——现代重工集团

- 以2022年12月15日为起始的12个月中，HD KSOE实现利润率0.46%，实现营业利润率1.38%。从其损益表来看，过去12个月HD KSOE实现收入20.25万亿韩元，2023年第三季度实现收入增长17.5%。从公司资金运营角度，HD KSOE拥有运营现金流2.29万亿韩元，杠杆自由现金流2.05万亿韩元。而HD KSOE拥有债务总额4.08万亿韩元，公司的运营现金流量债务比达到56.13%，同时现金流动比率达到1.04，公司运营状态较为良好。
- 根据HD KSOE的投资者公告，截至2023年10月31日，HD现代重工订单积压共计166艘、HD尾浦造船订单积压163艘、HD三湖重工订单积压104艘，共计433艘；同时还有1项固定设施业务和3项海面漂浮设施业务。旗下三家造船企业均为世界规模前列的厂商，集团合计遥遥领先。2023年全年，HD KSOE签署了159艘船舶和1个FPU的建造合同。这些合同累计价值257.37亿美元，占HD KSOE集团全年订单目标181.57亿美元的141.7%。

HD KSOE集团订单结构表

	2022		2023		New Order Receipt		Run Rate (%of Adjusted Target)	Order Backlogs
	Sales Target	Order Target (After Adjustment)	Sales Target	Order Target	2022	Dec.(YTD) 2023		
HD KSOE	178.5	-	297.7	-	-	-	-	-
HD HHI	10,175.3	11,346	12,120.90	11,857	14,997	15,392	129.8%	32,253
Shipbuilding	7,148.1	8,343	8,054.3	8,213	11,615	10,984	133.7%	25,234
Offshore&Engineering. Industrial Plant	1,294.3	1,085	1,312.3	1,224	19	1,285	105.0%	1564
Engine&Machinery	1,732.9	1,918	2,754.30	2,420	3,363	3,123	129.0%	5455
HMD	3,602.0	3,600	4,152.4	3,700	3,787	3,648	98.6%	6439
HSHI	4,491.4	4,605	6,051.0	2,600	8,682	6,697	257.6%	15,341
Group Total	18,447.2	19,551	22,622.0	18,157	27,466	25,737	141.7%	54,033

韩国造船厂：三大企业为支柱——韩华海洋

- 大宇造船全名大宇造船海洋工程（Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering），2022年12月前大宇造船在韩国国内市场份额约为20.8%。年底大宇造船被韩华集团收购，并正式更名韩华海洋（Hanwha Ocean）。
- 截至2023年12月，韩华海洋年新增订单仅10项，包括5艘液化天然气船（价值13.7亿美元）与5艘液化石油气船（价值6.3亿美元）。自此韩华海洋订单积压达到124项，包括99艘商船（64艘LNGC、25艘集装箱船、1艘油船与9艘液化石油气船）、6项离岸工厂的基础设施与19艘特种及其他船舶，共计281.1亿美元。尽管手持订单规模庞大，但新增订单韩华海洋目标完成不足五成，总金额仅有HD KSOE的8.37%、三星重工的25.6%。
- 收购后其除保持原有的造船与海上设施建造业务以外，韩华海洋将着重拓展氢能和风能等绿色能源市场。公司注重开发未来市场，通过开发配备绿色船舶解决方案（如高锰钢船舱和转子帆）的环保型船舶，创造可运输液化二氧化碳（LCO2）的新型船舶，帮助实现碳中和。

韩华海洋订单结构表

Unit:\$br

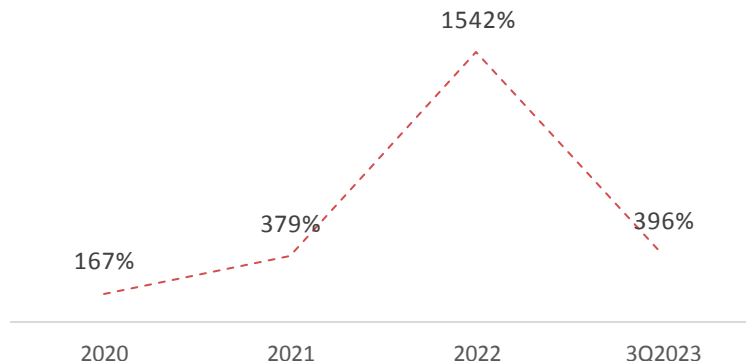
Remark		2021		2022		New Orde (end of December,2023)		Backlog (end of December,2023)	
		Unit	Sum	Unit	Sum	Unit	Sum	Unit	Sum
Comm erad Ships	LNGC(inc.FSRU,FSU)	15	3.10	38	8.40	5	1.37	64	14.63
	Cont.	20	2.75	6	1.10	-	0.02	25	3.96
	Tanker	11	1.06			—	—	1	0.1
	LPGC	9	0.72			5	0.63	9	0.95
	Subtotal	55	7.63	44	9.50	10	2.02	99	19.64
Offshore Plants		4	2.27	1	0.56	—	0.20	6	3.43
Naval Ship&Others		2	0.96		0.42	11	1.89	19	5.04
Total		61	10.86	46	10.48	21	4.11	124	28.11

韩国造船厂：三大企业为支柱——韩华海洋

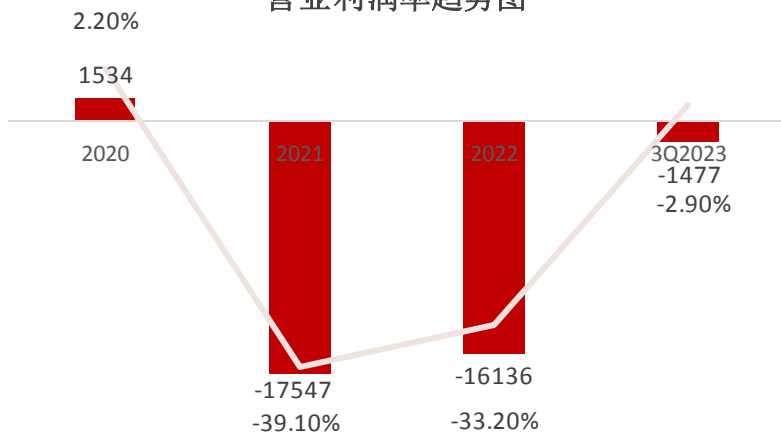
- 韩华海洋的TTM利润率为-8.40%，运营利润率为5.88%，虽然造船业务有效地创造了利润，但其他财务因素却拖累了企业的整体盈利能力，可能是由于支付了大笔的折旧与摊销费用，同时其贷款费用导致的利息支付高企。
- 根据财务报表，截至2023年第三季度，其折旧费用839亿韩元、使用权资产摊销211.5亿韩元、无形资产摊销成本1.69亿韩元，支付利息成本高达1192亿韩元，对订单微薄的韩华海洋冲击较大。其运营现金流为-1.37万亿韩元、杠杆自由现金流-1.16万亿韩元，资金周转运营不尽理想。

韩华海洋部分财务指标

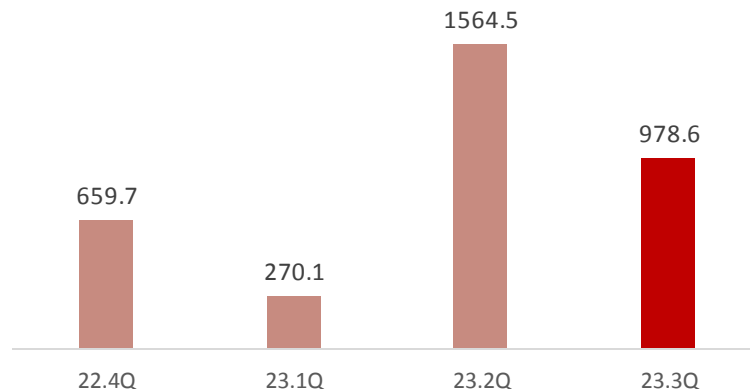
负债率趋势



营业利润率趋势图



现金及现金等价物趋势 (百万韩元)



韩国造船厂：三大企业为支柱——三星重工

- 三星重工是韩国最大企业集团三星集团的核心子公司，是世界上最大的造船企业之一，仅次于现代重工与中国船舶工业集团。其主要业务是：商业运输船舶、石油和天然气行业的上部模块、钻井和浮式生产装置、制造厂的龙门起重机、船舶的数字仪表和控制装置以及其他建筑和工程服务的设计、采购、建造、调试与交付。
- 截至2023年12月，三星重工收获订单29项，包括16艘集装箱船、7艘液化天然气船、2艘货物（石油）专用船与2项浮式液化天然气设施，共计83亿美元。自此累计积压155项，包括150艘商船（其中包括82艘液化天然气船、52艘集装箱船、11艘油船和4艘其他船类）、4项钻机设备与2个离岸工厂建设项目，合计332亿美元。

三星重工订单结构表

Unit:\$bn

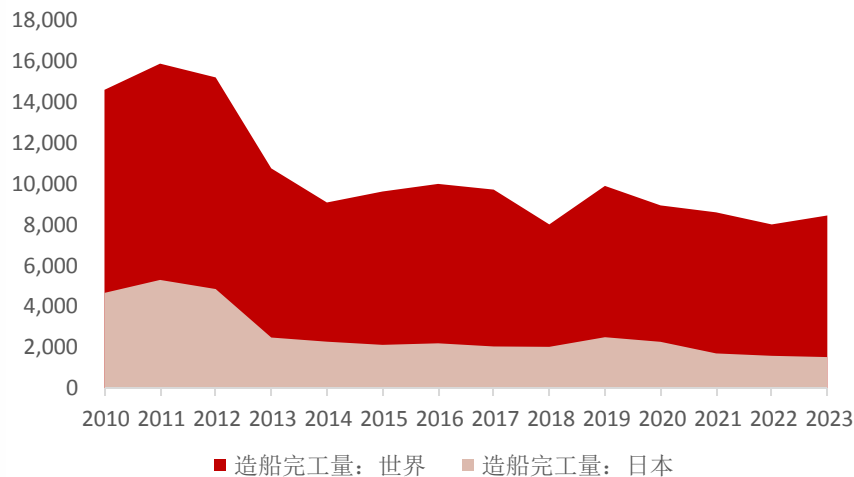
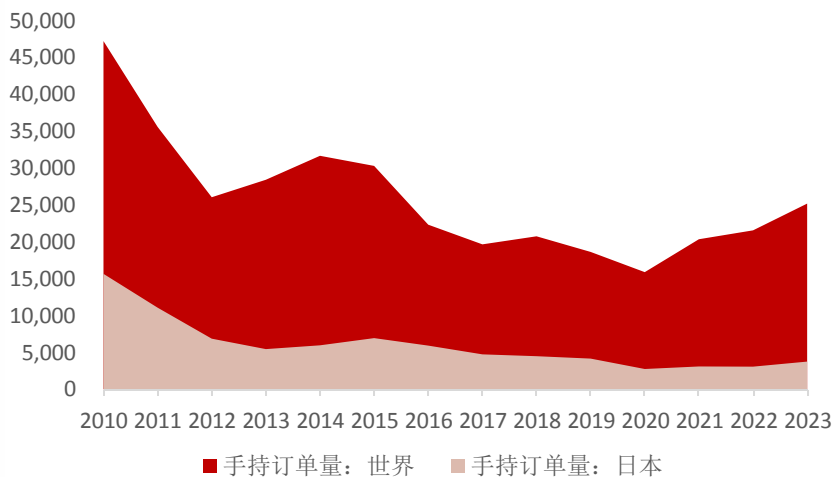
Remark	New Order (end of December,2023)		Backlog (end of December,2023)		
	Uint	Sum	Uint	Sum	
Commercial Ships	LNGC	7	1.8	82	17.7
	Cont.	16	3.1	52	7.7
	Tankers	2	0.2	11	2.2
	Others	2	0.2	4	0.4
	Subtotal	27	5.3	149	28.0
Drilling Rigs	-	-	4	2.2	
Offshore Facilities	2	3.0	2	3.0	
Total	29	8.3	155	33.2	

- 三星重工的财务运营状况不佳。实现利润率-2.85%、运营利润率3.75%。截至第三季度，三星重工有形资产和无形资产摊销与折旧费用140.3亿韩元，占比不大；但其总贷款额却达到3.41万亿韩元，比韩华海洋多出42.1%，甚至比规模数倍于自己的现代重工集团还要高出约2000亿韩元，这也导致其财务成本超过2300亿韩元。

日本造船业：指标继续缩水颓势难掩，政策支持与创新研发双管齐下

- **昔日造船龙头，近年颓势难挡**：日本造船业在相当长的时间里以高质量与创新技术而闻名，但在中国的价格竞争与韩国的高新技术船舶竞争下，日本造船业市场份额不断缩小，由鼎盛时约占全球份额50%，下降到2017年的20%左右，到2022年逐步降至15%。2023年1-11月日本新接订单量仅占全球12.2%，预计其市场份额将进一步缩小。

日本订单量变化趋势及占比



- 日本的造船业也以三家企业为主，分别是三菱重工业、川崎重工业与日立造船。这三家企业拥有世界领先的造船技术和规模，在海洋工程、海上运输、船舶设备等领域拥有较高声誉也涉足核电站、半导体设备等高新技术领域，研发体系与生产管理体系完善，资金雄厚。

日本造船业：指标继续缩水颓势难掩，政策支持与创新研发双管齐下

- **航运趋于绿色转型，船舶结构将迎改变**：日本三大航运公司之一、航运巨头商船三井两年内累计订造32艘双燃料船，加速推动船队绿色环保转型。2023年12月19日，商船三井发布公告订造5艘LNG动力散货船，其中3艘交由青岛北海造船建造，2艘有日本今治造船建造。在全球碳达峰、碳中和背景下，日本诸多航运企业开始长期致力于推动船队进行绿色环保转型，制定了批量订造清洁替代能源船舶战略。
- **借力碳中和推动新品研发，新燃料、智能化投入巨大**：随着去碳成为排碳严重的传统船舶制造行业的重要任务，日本开始在此领域着重布局以求夺回过去几十年被中韩夺走的市场份额。日本LNG船燃料舱制造依赖中国，如今正在尝试LNGC产业链的国产化。然而由于其在LNGC制造技术上优势并不明显、研发费用较高、所需人力资源与设施众多，因此日本造船企业更倾向对使用新型燃料的船舶技术进行研发。
- **政府支持不足略有改善，推进重组整合谋求复兴**：日本造船业之所以在短时间内相继被中韩超越，与政府支持不足不无关系。面对如今艰难的局面，日本政府制定了相应的追赶计划，国土交通省发布《为确保国际海运发展提出的造船业及其基础设施发展支持措施》报告，同时政府对《海上运送法》等6部法律进行了部分修订，组成《海事产业强化法》一揽子方案并颁布实施。日本造船业还制定了较高的2025年发展目标——新接订单量占全球约30%。

日本主要造船企业数字化创新内容

造船企业	主要内容
浅川造船	开发数字化系统，通过对生产进度和持有的技术数据进行分析，计算最优生产计划。
川崎重工	开发3D信息共享平台，根据BOM/BOP信息，为生产现场工作人员提供大量工作所需的信息。
日本联合造船	开发信息系统，通过将设计、生产、技术等方面数据联系起来，提供船体建造所需信息。
新来岛造船	开发信息系统，集中采购管理、生产工作分配和进度安排等信息，并进行模拟优化。
住友重工	通过对风力推进船的相关大数据的搜集分析，为每艘船舶提供最佳的运营支持，并开发优化船舶性能的设计模拟系统。
三菱造船	推进设计上游(基础设计)到下游(生产设计)全过程3D化，并连接图纸信息，可同时实现技术开发和效果展示。

目 录

◆ **全球行业趋势向好，市场要素居高、成本渐稳**

◆ **世界船舶制造市场份额划分趋稳，中韩日优势劣势各有千秋**

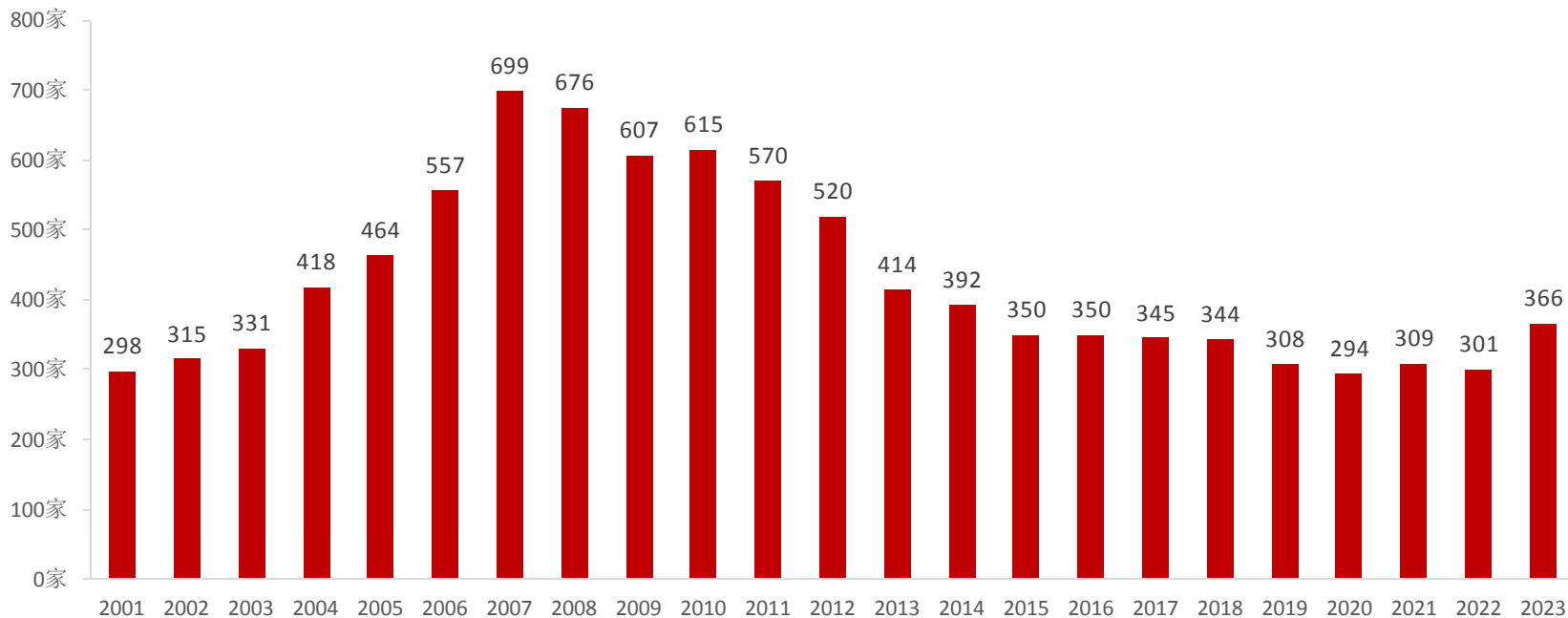
◆ **收购整合打造规模经济，降本增效将成核心考验**

◆ **风险提示**

降本增效思路——世界整合潮

- 造船业的定价问题对盈利影响很大，因此行业也一直在寻求应对定价过低的策略，其中被广泛施行的便是关闭与整合船厂来减少产能。2023年新造船市场显著复苏，新船订单量快速增长。行业与订单的集中度也不断提高，全球前十大造船集团揽获了近80%的新船订单，中国前5大造船集团揽获了78%新船订单，造船业的整合仍在加速。截至2023年，与2007年全球近700家活跃船厂相比，该数量已经下降一半，每年可建造与交付的数量也从约2000艘降低到1200-1300艘。经过重大整合滞后，如今全球前9大造船集团掌握了全球75%的造船产能。

全球活跃造船厂商数量变化



降本增效思路——世界整合潮

- 克拉克森数据显示，目前全球前十大造船集团依次为现代重工集团（4家船厂）、中国船舶集团（20家船厂）、三星重工（1家船厂）、韩华海洋（1家船厂）、扬子江船业集团（3家船厂）、中远海运重工集团（6家船厂）、Fincantieri集团（8家船厂）、今治造船（11家船厂）、招商工业集团（6家船厂）与Meyer Neptun（2家船厂）。
- 从造船国来看，中国、韩国与日本分别有约68%、92%与71%的产能掌握在各自最大的几个造船集团手中。韩国造船业整合程度最高。截止7月底，韩国三大船企（现代重工集团、大宇造船和三星重工）占据韩国手持订单量的95%。中国前五大造船集团（中国船舶集团、扬子江船业集团、中远海运重工、招商工业和新时代造船）手持订单占比达到78%，今年增长6个百分点。日本前五大造船集团手持订单占比77%，今年以来略有上升。

2023年全球造船企业手持订单量排名

排名	造船集团	艘数	百万CGT
1	中国船舶集团	639	22.4
2	HD现代集团	414	19.5
3	三星重工	145	10.5
4	韩华海洋	103	7.9
5	扬子江船业	189	6.2
6	中远海运重工	181	5.9
7	今治造船	162	4.5
8	招商工业集团	146	4.4
9	新时代造船	95	3.2
10	Fincantieri	55	2.8

降本增效思路——新兴技术的研发与应用

- 技术的发展必然会给造船业带来新的机遇，这将为造船企业降低成本、提高效率带来新的机遇。以信息技术和制造业深度融合为重要特征的新科技革命和产业变革正在孕育兴起，多领域技术群体突破和交叉融合推动制造业生产方式深刻变革，“制造业数字化网络化智能化”已成为未来技术变革的重要趋势。制造模式加快向数字化、网络化、智能化转变，柔性制造、智能制造等日益成为世界先进制造业发展的重要方向。船舶制造也正朝着设计智能化、产品智能化、管理精细化和信息集成化等方向发展。如今，制造自动化已成为造船厂的关键效率驱动因素，它们可以极大地帮助减少工作时间和成本，同时缩短上市时间、提高产品质量、安全性和遵守国际法规。
- **未来趋势**：展望未来，该行业有望实现进一步转型。自主船舶、数字化和海上可再生能源的扩展等新趋势有望重塑造船业的格局。能否在适应这些趋势的同时坚持行业的高标准，将决定各国造船业未来的成败。
 - ✓ **自动化船舶**：这些配备了先进传感器和人工智能系统的船舶有可能改善海上运输的安全性、降低运营成本并提高效率。
 - ✓ **用于生命周期管理的数字孪生技术**：数字孪生技术不仅将用于船舶设计，还将贯穿船舶的整个生命周期，从而实现更好的维护、性能优化和最终退役。
 - ✓ **数字化和工业 4.0**：造船业将继续进行数字化转型，融入工业 4.0 原则。这包括广泛使用物联网传感器、大数据分析 and 人工智能驱动预测性维护，以提高船舶性能并减少停机时间。
 - ✓ **绿色船厂**：造船厂在运营中将越来越注重环境的可持续发展，将可再生能源和环保措施融入船舶建造中。
 - ✓ **定制和模块化设计**：定制化将继续成为造船厂将提供模块化设计，以便更容易适应不同的角色和功能。
 - ✓ **全球供应链复原力**：从供应链中断（如 COVID-19 大流行病）中吸取的教训将促使造船商提高供应链的应变能力，可能通过增加区域化或双重采购战略。

韩国三大造船厂财务回升，建议谨慎看待多加考察

- **现代重工集团**：现代重工集团以旗下专门业务公司HD KSOE开展船舶造修业务。HD KSOE体量庞大，三家子公司中HD现代重工与现代三湖重工均在2023年实现盈利，现代尾浦造船预计录得亏损约6150万美元。由于2023年HD KSOE新接订单量偏高，手持订单量与订单周期进一步扩大，公司调低2024年商船接单目标。公司最近的目标在于筑牢LNG船等高附加值环保船只技术优势，对制造技术与设备进行升级。
- **韩华海洋**：原大宇造船本为集装箱船领域的龙头企业，在集装箱船订单被中国船企大量抢夺的背景下，明确开始转型到LNG船、液氨运输船与氢运输船等新型船只上。从财务状况看，在被收购前大宇造船就一直处于亏损状态，收购后在2023年第三季度对外宣告2020年第四季度来首次季度盈利。根据公司三季度报告，公司过去12个月的营业利润率为5.88%，但销售毛利率仅为-8.40%，基本面情况还需长期考察。
- **三星重工**：2023年三星重工加大了LNG等船只的销售比重，营业收入实现增长；此外，三星重工在FLNG技术上具有遥遥领先的优势，对高附加值业务更加驾轻就熟。根据第三季度报告，营业利润提升了接近30%达到758亿韩元，为三大船企之首；前三季度合计盈利1543亿韩元（约合1.14亿美元）。从财务指标来看，截至2023年第三季度，营业利润率（ttm）为3.75%，三星重工销售毛利率仍为-2.85%。

目 录

◆ **全球行业趋势向好，市场要素居高、成本渐稳**

◆ **世界船舶制造市场份额划分趋稳，中韩日优势劣势各有千秋**

◆ **收购整合打造规模经济，降本增效将成核心考验**

◆ **风险提示**

风险提示

- **宏观环境风险**：虽然全球经济整体呈复苏趋势，但复苏基础并不稳固、波动性大，我国经济发展也面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。此外，全球政治格局复杂多变，地缘政治局势紧。
- **市场竞争风险**：日本、韩国、欧洲等造船企业加快整合融合步伐，船舶产业集中度不断提升，大型优势企业加大对市场争夺力度，市场复苏导致部分船厂重启封存产能，也将进一步加剧市场竞争。
- **汇率风险**：汇率风险产生于以外币计价的资产（或债权）与负债（或债务），由于汇率的波动而引起价值涨跌的可能性。
- **客户风险**：受世界经济、航运贸易等因素影响，船东可能出现融资困难、资金紧张的情况，导致拖欠船款、延迟确认交付及修改合同甚至弃船情况的发生，造成造船公司存在在手订单违约的风险。
- **成本风险**：钢材等原材料价格波动及人工成本上涨，可能导致造船公司在建产品成本被动增长，控增降本难度较大，将对经营业绩产生一定影响。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡光怿
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hggyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	18616243268	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926				