



船舶行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002） 联系人：房灵聪

manzaipeng@gjzq.com.cn

fanglingcong@gjzq.com.cn

大周期景气上行，中国造船引领全球

投资逻辑

- 我们认为船舶长周期靠经济增长和制造业产能变迁驱动；中期受供需格局、更新周期驱动；短期受运输效率影响，而我们目前处在多重周期叠加的起点。
- 长周期看经济增长和制造业产能变迁，经济弱复苏下，本轮造船周期已于 2023 年开启。我们根据造船交付量将过去一百年船舶行业划分为四次周期：1916-1947 年经历了两轮周期，周期波动主要受战争和宏观经济波动的综合影响；1948-2022 年内的两轮周期，周期上行的时间跨度和幅度主要影响因素为经济波动。2021 年全球经济复苏，GDP 同比增长 6.2%。根据 IMF，预计 2021-2025 年全球 GDP 复合增速为 3.1%，相较上一轮船舶下行期，目前全球经济处于弱复苏态势，带动新一轮造船交付周期于 2023 年开启。此外，全球制造业产能再平衡是催生船舶长期需求的辅助因素，历史上几次大的船舶需求上升均和全球制造业产能变迁有较强的相关性。近年来越南、泰国、马来西亚、菲律宾等东南亚国家外商直接投资净流入呈稳步上升趋势，我们判断，新一轮产业转移到来，有望催化船舶长期需求上行。
- 中周期看供需格局和更新周期，供需错配下，本轮造船价持续上涨。受全球经济景气度影响，二战后两次船舶周期上行的时间跨度分别为 28 和 25 年，但两次下行期均为 11 年，因为当下行期达到一定时间后，供给出清、船队老龄化会推动新一波周期到来，而我们目前又来到这个时间关口：（1）需求端：上一轮周期中 2001-2004 年和 2009-2016 年存在两次船舶拆解高峰期，而船舶拆解周期约 25 年，因此预计 2026-2029 年又将迎来拆解高峰期。而新造船订单往往领先船舶拆解 4-6 年，因此 2026 年进入拆解高峰的船舶，对应的新船订单约从 2021 年进入更新需求释放的高峰期。（2）供给端：2008 年以来，全球活跃船厂数量从 1031 家下降至 2023 年 371 家，供给端大幅出清。供需错配下，造船价持续上涨，克拉克森新造船价格指数已由 2021 年的 153.6 提升至 2023 年的 178.4。同时，成本端造船板价格自 21 年 5 月持续下降，船价与钢价剪刀差拉大，利好船企盈利提升。
- 短周期看运输效率，船东运输效率下滑刺激造船需求上行。因为船舶行业的大周期和“刚需”特征，尤其是在运力相对供需平衡的阶段，运输效率的波动会直接影响运价、刺激船舶需求。复盘历史发现，地缘冲突、公共卫生事件等不和谐因素均会拖累船东运输效率下滑，船东为保持原有运输能力有望增强新船采购意愿。例如，历史上两次苏伊士运河“关闭”期间，船只绕行好望角，运距增加，均带动约两年后全球造船交付量显著增加。2023 年红海事件导致苏伊士运河再次“关闭”，预计仍将刺激船舶短期需求上行。此外，国际航运业环保政策趋严，船东为保持原有运输能力，有望刺激 LNG、甲醇等燃料船舶采购需求上行。
- 全球造船格局集中，中国造船引领全球。根据 Clarksons，全球造船中日韩“三足鼎立”，2008 年以来三国新接订单全球份额合计超 90%。近年来中国船厂接单份额稳步提升，2023 年中国造船新接订单量/造船交付量/在手订单量分别占全球 67.2%/52.1%/51.4%，均位居世界第一。2023 年中国交付 20 艘全球最大 24000 箱超大型集装箱船、6 艘 LNG 运输船，国产首艘大型邮轮“爱达·魔都号”交付运营，在高端船舶领域取得重要突破。在大型 LNG 船领域，2023 年中国新接订单全球份额 20%，与韩国（份额近 80%）相比，未来仍有进一步提升空间。

投资建议

- 在当前船舶大周期复苏背景下，我们建议重点关注两个方向：第一是受益于行业集中度提升、造船价持续上行的造船企业龙头中国船舶和中国重工；第二是受益于船舶大周期上行的船舶动力系统龙头中国动力。

风险提示

- 原材料价格波动风险、人民币汇率波动风险、环保政策执行程度不及预期风险、市场竞争加剧风险。



内容目录

1. 长周期：经济弱复苏下，本轮造船周期已于 2023 年开始.....	5
1.1 船舶制造处于产业链中游，造船交付周期较长.....	5
1.2 造船长周期核心靠经济增长驱动，本轮周期已于 2023 年开启.....	6
1.3 全球制造业产能变迁是催生船舶长期需求的辅助因素.....	8
2. 中周期：供需错配下，本轮周期造船价持续上行.....	9
2.1 需求端：船龄到期促进本轮船舶更换需求上行.....	10
2.2 供给端：全球造船供给出清，行业集中度大幅提升.....	12
2.3 供需错配带动本轮周期造船价持续上行.....	13
2.4 造船价-钢价剪刀差拉大，看好船企盈利持续提升.....	14
3. 短周期：船东运输效率下滑刺激船舶短期需求上行.....	15
3.1 地缘冲突等国际不和谐因素催化造船需求上行.....	15
3.2 环保政策趋严催化造船需求上行.....	17
4. 全球造船格局集中，中国造船引领全球.....	19
5. 投资建议.....	22
5.1 中国船舶：全球造船行业龙头，国企改革扩大龙头优势.....	23
5.2 中国重工：舰船及配套设备龙头，23 年业绩大幅减亏.....	26
5.3 中国动力：国内动力装备龙头，柴油动力业务收入高增.....	28
6. 风险提示.....	31

图表目录

图表 1： 船舶制造行业产业链示意图.....	5
图表 2： 船舶制造流程包括设计、采购、拼装，制造时间约 16-36 个月不等.....	5
图表 3： 全球造船周期复盘（根据交付量划分周期）.....	6
图表 4： 全球经济增速和造船交付量增速正相关，且经济波动拐点领先船舶交付拐点两年左右.....	6
图表 5： 近百年全球造船周期划分及原因.....	7
图表 6： 历史上几次全球制造业产业转移均对应船舶上行期.....	8
图表 7： 船舶需求上升和全球制造业产能变迁密切相关.....	9
图表 8： 近年来东南亚国家外商直接投资净流入稳步提升（单位：亿美元）.....	9
图表 9： 全球三大主流船型平均拆解年龄约在 25 年左右.....	10
图表 10： 上一轮船舶拆解量高峰期始于 2001 年.....	10
图表 11： 集装箱船新造船订单领先拆解时间约 6 年.....	11
图表 12： 散货船新造船订单领先拆解时间约 5 年.....	11
图表 13： 油船新造船订单领先拆解时间约 4 年.....	11
图表 14： 全球船队船龄自 2013 年开始持续提升.....	12
图表 15： 2008 年后，全球活跃船厂数量持续下降（个）.....	12
图表 16： 2008 年后，年内至少接获一艘 1000+GT 订单的船厂数量大幅下滑（个）.....	12
图表 17： 2008 年全球前 18 大造船集团占据 50% 订单份额.....	13
图表 18： 2023 年全球前 5 大造船集团占据 54% 订单份额.....	13



图表 19:	上一轮造船繁荣期量价表现分为四个阶段	13
图表 20:	当前造船周期处于“量降/平价升”阶段	14
图表 21:	钢材在船舶原材料成本中占比较高	14
图表 22:	2021 年以来, 造船价和钢价剪刀差拉大, 利好船企盈利提升	15
图表 23:	2020 和 2022 年船东运输效率下滑明显	16
图表 24:	2020 和 2022 年船舶平均航速有所下滑	16
图表 25:	苏伊士运河关闭推动造船需求短期上涨	17
图表 26:	远东-北欧航线绕航好望角后, 航程时间将从 31 天延长至 40 天	17
图表 27:	近年来全球航运领域环保法规接连出台	18
图表 28:	全球活跃船队中符合环保要求的比例较低	18
图表 29:	安装脱硫设备船数占比持续提升	19
图表 30:	2023 年全球使用替代燃料的新船订单占比 45%	19
图表 31:	2023 年新接订单中最常见的替代燃料是 LNG	19
图表 32:	2023 年中国新接船订单全球占比提升至 67.2%	20
图表 33:	2023 年中国交付船订单全球占比提升至 52.1%	20
图表 34:	2023 年中国在手船订单全球占比提升至 51.4%	20
图表 35:	2023 年全球在手订单前十造船集团中国占五位	21
图表 36:	中日韩三国接单船型各有所长 (数据截至 2023 年)	21
图表 37:	中国在大型 LNG 船建造领域仍有进一步提升空间	22
图表 38:	重点公司估值表	23
图表 39:	中国船舶主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备板块	23
图表 40:	1-3Q23 中国船舶营收同比增长 28.8%	24
图表 41:	1-3Q23 中国船舶归母净利润达 25.61 亿元	24
图表 42:	船舶造修及海洋工程业务贡献中国船舶主要营收	24
图表 43:	1-3Q23 中国船舶盈利能力显著改善	24
图表 44:	我国船舶行业头部集中度较为明显	24
图表 45:	2023 年我国造船完工量、新接订单量前 10 家	24
图表 46:	2018-1H23 中国船舶占全球、中国造船行业市场份额	25
图表 47:	2023 年以来国企改革政策频出	25
图表 48:	南北船联合重组新设中国船舶集团	26
图表 49:	“两船合并”采用集团层面与上市公司层面双行重组策略	26
图表 50:	中国重工五大业务板块介绍	27
图表 51:	海洋工程业务贡献中国重工主要营收	27
图表 52:	1H23 海洋工程业务收入占比 28.5%	27
图表 53:	2022 年以来深海装备及舰船修理业务增长迅速	27
图表 54:	1H23 中国重工毛利率提升至 10.27%	28
图表 55:	1-3Q23 中国重工收入增长 16.72%	28
图表 56:	1-3Q23 中国重工归母净利润大幅减亏	28
图表 57:	中国动力主营业务涵盖柴油动力、燃气动力、蒸汽动力、化学动力等	29
图表 58:	中国动力主要业务及产品介绍	29
图表 59:	柴油动力和化学动力贡献中国动力主要营收	30



图表 60: 中国动力近年来综合毛利率稳定在 12%左右.....	30
图表 61: 1-3Q23 中国动力营收同比增长 25%.....	30
图表 62: 1-3Q23 中国动力归母净利润同比增长 43%.....	30



1.长周期：经济弱复苏下，本轮造船周期已于 2023 年开始

本章要点：船舶制造处于航运产业链中游，制造时间较长，约 2-3 年。我们复盘过去一百年全球造船交付量、全球 GDP 和全球制造业产能变迁时点，发现经济增长是船舶长期需求的核心影响因素，全球制造业产能变迁是辅助因素。从 2021 年开始，全球经济相比上一轮船舶下行期呈现弱复苏态势，同时东南亚国家近年来的外商直接投资净流入稳步提升，因此我们判断新一轮的造船交付周期已于 2023 年开启。长期来看，本轮新造船周期演绎趋势预计仍与上一轮周期相似，船舶行业上行的时间跨度和幅度主要影响因素为经济波动，但是中短期还会受到供需格局、地缘政治、政策等因素影响，具有长周期、中周期、短周期三周期叠加的特点。

1.1 船舶制造处于产业链中游，造船交付周期较长

船舶制造属于航运产业链中游，其上游包括原材料及设备，如钢板、锚链、动力主机等。中游为中国船舶、中国重工、扬子江造船、中船防务等船舶总装制造厂商，包括船舶设计、船体建造、动力系统研发生产等。下游主要为船东，包括海运和船舶租赁公司。

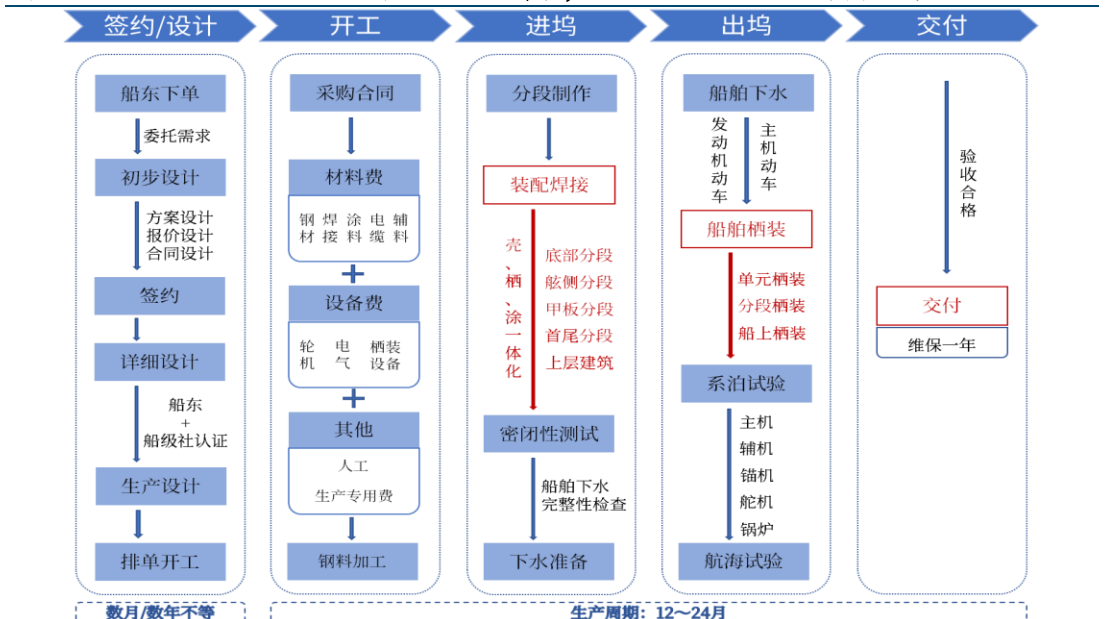
图表1：船舶制造行业产业链示意图



来源：各公司官网，国金证券研究所

船舶行业制造时间较长。船舶制造从订单签约到最后交船，时间跨度在 16 个月-36 个月不等，根据中国船舶公告，散货船一般船型从开工到交船大约 10-12 个月，集装箱船一般船型从开工到交货大约 14-20 个月，原油轮一般船型从开工到交船大约 12-14 个月时间，大型 LNG 运输船建造周期约为 2 年。合同款交付方式则根据市场行情变化在合同上做出约定。

图表2：船舶制造流程包括设计、采购、拼装，制造时间约 16-36 个月不等





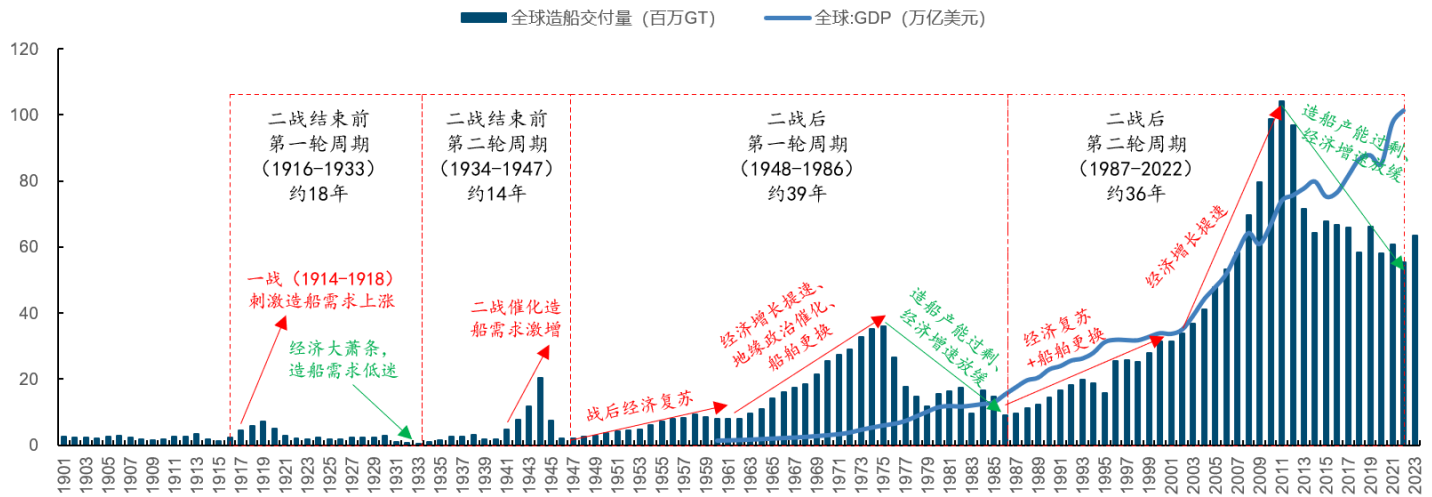
来源：船海人，国金证券研究所

1.2 造船长周期核心靠经济增长驱动，本轮周期已于2023年开启

复盘造船行业百年历史，船舶交付量具有明显的周期属性。船舶行业由于制造时间较长，整体供需较难实现平衡，同时受经济波动、更新替换、地缘政治、政策等因素影响，行业周期属性明显。我们根据造船交付量将过去一百年划分为四次周期：1916-1947年经历了两轮周期，每轮均在20年以内，周期波动主要受战争和宏观经济波动的综合影响。例如，两次世界大战催化造船需求上行，经济大萧条期间造船需求陷入低谷。1948-2022年内的两轮周期，每轮均在30年以上，周期波动核心影响因素为经济增速。

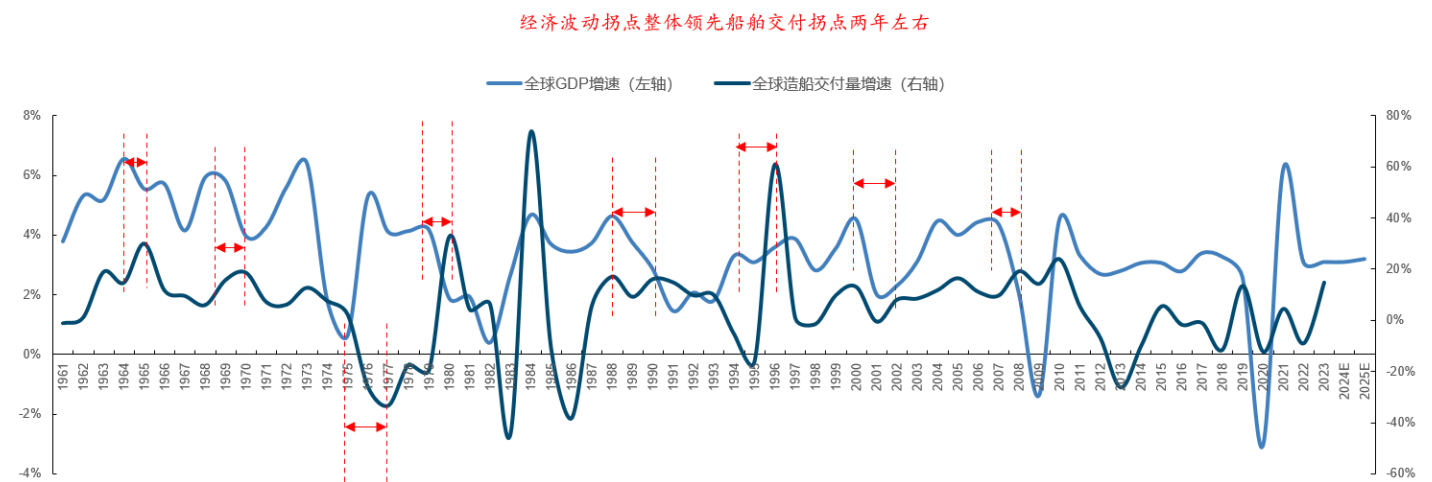
展望未来，我们认为新一轮造船周期从2023年开始（按照交付量划分），主要系2021年全球经济复苏，实际GDP同比增长6.2%，带动2023年造船交付量增速转正。2022年全球GDP增长3.1%，根据IMF，2023-2025年全球GDP增速预计分别为3.1%/3.1%/3.2%，相较于上一轮船舶下行期，2021-2025年全球经济整体处于弱复苏态势。（2010-2020年全球GDP复合增速2.4%）。长期来看，本轮新造船周期演绎趋势预计仍与上一轮周期相似，船舶行业上行的时间跨度和幅度主要影响因素为经济波动，但是中短期还会受到供需格局、地缘政治、政策等因素影响，具有长周期、中周期、短周期三周期叠加的特点。

图表3：全球造船周期复盘（根据交付量划分周期）



来源：Wind, 《Maritime Economics》, 国金证券研究所

图表4：全球经济增长和造船交付量增速正相关，且经济波动拐点领先船舶交付拐点两年左右



来源：Wind, 《Maritime Economics》, 国金证券研究所



图表5: 近百年全球造船周期划分及原因

周期	表现	时间范围	时间跨度	原因	全球经济相关指标情况
第一轮周期 (1916-1933)	上行期	1916-1919	4年	一战刺激造船需求上涨	1914-1918年英/法/德三国军费支出复合增速约为46%/54%/20%
	下行期	1920-1933	14年	一战结束、经济大萧条	1929-1933年大萧条期间, 美国GDP复合增速为-14.1%
第二轮周期 (1934-1947)	上行期	1934-1944	11年	经济复苏、船舶更换、二战刺激	1934-1944年美国GDP复合增速为12.8%
	下行期	1945-1947	3年	船舶更换结束、二战结束	1945-1947年美国GDP复合增速为4.6%
	复苏期	1948-1961	14年	战后经济复苏, 商品贸易增长	1948-1961年全球商品贸易额CAGR达6.7%
第三轮周期 (1948-1986)	繁荣期	1962-1975	14年	经济高速增长、船舶更换、地缘冲突	1960-1973年全球GDP复合增速约5.4%
	下行期	1976-1986	11年	韩国造船业崛起加速产能过剩、两次石油危机导致经济增长降速	1973年底第一次石油危机后, 74-75年全球GDP增速分别下滑4.6%/1.2pct至1.8%/0.6%; 1979年第二次石油危机后, 1980-1982年的GDP增速均降至2%以下
	复苏期	1987-2001	15年	经济复苏、船舶更换	1985-1999年全球GDP复合增速3.1%
第四轮周期 (1987-2022)	繁荣期	2002-2011	10年	经济高速增长	2000-2008年全球GDP复合增速3.4%, 其中2000年全球GDP增速达4.5%, 2004-2007年GDP增速也均在4%以上
	下行期	2012-2022	11年	行业产能过剩、经济增长降速	2010-2020年全球GDP复合增速降至2.4%
	上行期	2023-	约20年	经济弱复苏、船舶更换、地缘冲突、环保政策趋严	2021-2025E全球GDP复合增速预计为3.1%, 其中2021年全球GDP增速为6.2%

来源: iFind, IMF, 美国经济分析局, 剑桥大学数据库, 《Maritime Economics》, 国金证券研究所

注: 本文GDP及增速均采用实际GDP

■ 二战结束前第一轮周期 (1916-1933), 约 18 年

- 上行期 (1916-1919): 1914年一战爆发, 各国军备竞赛带来第一轮造船高峰, 由于船舶从建造到交付需要2-3年, 因此到1916年全球造船交付量出现明显增长, 全年交付225万GT, 同比提升约70%。
- 下行期 (1920-1933): 1918年一战结束, 对应造船交付量从1920年开始显著下滑, 1920年全年同比下滑31%。一战后, 凡尔赛—华盛顿体系构建, 国际环境相对稳定, 全球造船交付量整体保持平稳。1929年开始, 全球经济大萧条, 造船需求低迷, 对应1931年造船交付量大幅下滑63%, 全球造船业景气度陷入低谷。

■ 二战结束前第二轮周期 (1934-1947), 约 14 年

- 上行期 (1934-1944): 1933年美国推行罗斯福新政后, 全球经济大萧条开始出现好转, 1934年全球造船交付量同比增长95%, 开始走出低谷。1939年二战全面爆发, 各国军备竞赛刺激造船需求上行, 对应1941年造船交付量同比增长162%。此外, 船舶生命周期约25年, 一战(1914-1918)时所造船舶大约20-25年后更新替换, 上述因素综合带动造船业于1939-1944年出现增长高峰。
- 下行期 (1945-1947): 1945年开始, 一战时所造船舶已基本更换完毕, 叠加二战结束, 前期两大催化因素同时消去, 全球造船交付量陡降, 1945-1947年交付量分别同比下滑64%/71%/1%, 1947年仅交付209万GT, 交付量陷入低谷。

■ 二战后第一轮周期 (1948-1986), 约 39 年

- 复苏期 (1948-1961): 二战后全球经济逐步复苏, 商品贸易需求恢复, 1948-1961年全球商品贸易额复合增速达6.7%, 同时叠加前期供给端船舶交付量大幅下滑, 全球新造船需求复苏。
- 繁荣期 (1962-1975): 第一, 1960-1973年全球经济增长提速, GDP复合增速约5.4%。第二, 进入60年代后, 二战时所建造的船舶逐步老化, 船舶更换需求释放。第三, 1967年受地缘冲突影响, 苏伊士运河关闭8年, 船只绕行好望角, 运费上涨刺激航运景气上行, 对应1969和1970年造船交付量大幅增长16%和19%。
- 下行期 (1976-1986): 供给端, 前期10余年的造船高速增长导致船队规模迅速扩张。进入70年代后, 韩国造船业迅速崛起, 到1981年韩国造船能力已升至全球第二, 加剧了行业产能过剩。需求端, 1973年底第一次石油危机爆发, 油价暴涨, 导致



1974-1975 年出现全球经济增长降速，新造船需求低迷，对应 1976-1979 年造船交付量分别下滑 26%/33%/17%/20%。1979-1980 年第二次石油危机爆发，其后全球经济增长再次降速，1980、1981 年全球 GDP 增速分别由 1979 年的 4.18% 降至 1.88% 和 1.93%，对应 1983 年全球造船交付量大幅下滑 45%。

■ 二战后第二轮周期（1987-2022），约 34 年

- 复苏期（1987-2001）：受益中国经济增长、亚洲“四小龙”经济体以及 90 年代美国“新经济”出现，全球经济复苏，1985-1999 年全球 GDP 复合增速为 3.1%。此外，上一轮造船高峰期（1962-1973）所造船舶寿命即将到期，催化 90 年代船舶更新替换需求释放。
- 繁荣期（2002-2011）：2001 年中国加入 WTO，全球经济进入高速增长阶段，2000-2008 年全球 GDP 复合增速达 3.4%。其中 2000 年全球 GDP 增速提升至 4.5%，带动 2002 年船舶交付量增速转正，其后 2004-2007 年全球 GDP 增速也均在 4% 以上。2009 年受全球金融危机影响，新造船需求下滑，对应 2011 年造船交付量增速下滑 19pct 至 5.4%，但仍保持小幅增长，全年交付量达 1.04 亿 GT，为该轮周期最高点。
- 下行期（2012-2022）：供给端，前期 25 年的造船交付上行期导致船队规模迅速扩张，行业产能过剩。需求端，2009 年金融危机以来，全球经济增长降速，2010-2020 年全球 GDP 复合增速仅为 2.4%，全球造船业进入下行期。

1.3 全球制造业产能变迁是催生船舶长期需求的辅助因素

当制造业特别是劳动密集型等需要较多资源要素投入的制造业发展到一定程度后，便会面临国内资源要素不足、成本提升等发展“瓶颈”，比较优势逐渐消失。同时，随着生产率的提高，供给量的大幅度增加和国内市场需求有限导致的产能过剩矛盾突出，需要将产能转移出去寻求更大的市场，于是这部分制造业开始在全球范围内寻求新的“落脚点”。

因此我们认为，全球制造业的产能再平衡是催生船舶长期需求的辅助因素，历史上几次大的船舶需求上升均和全球制造业产能变迁有较强的相关性。例如：20 世纪 50 年代，美国将纺织、钢铁等劳动密集型产业向日本、德国转移，对应二战后全球造船业复苏。20 世纪 60-70 年代，日本、德国将密集型加工产业向亚洲“四小龙”和部分拉美国家转移，对应二战后第一轮船舶繁荣期。20 世纪 80-90 年代，欧美日等发达国家和亚洲“四小龙”等新兴工业化国家把劳动密集型产业和低技术高消耗产业向发展中国家转移，对应上一轮船舶复苏期。2001 年中国加入 WTO，制造业开始向中国转移，对应上一轮船舶繁荣期。

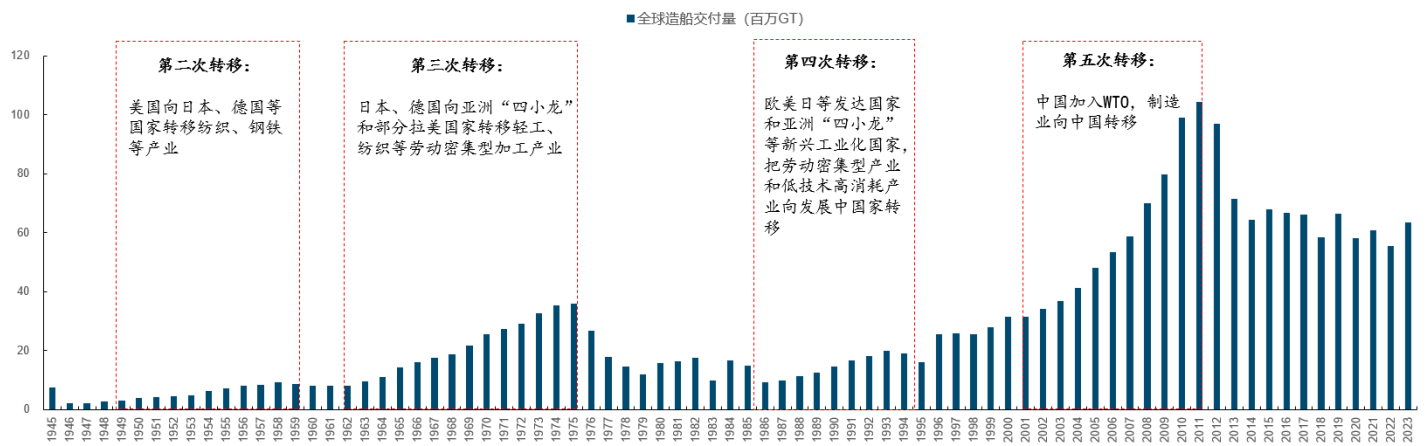
图表6：历史上几次全球制造业产业转移均对应船舶上行期

次数	时间	制造业转移方向	对应船舶周期
第一次	19 世纪 40 年代	英国把过剩的纺织、钢铁等劳动密集型产业转移到美国	——
第二次	20 世纪 50 年代	美国向日本、德国等国家转移纺织、钢铁等产业	二战后经济复苏，造船周期复苏
第三次	20 世纪 60-70 年代	日本、德国向亚洲“四小龙”和部分拉美国家转移轻工、纺织等劳动密集型加工产业	经济增长提速，二战后第一轮周期的繁荣期
第四次	20 世纪 80-90 年代	欧美日等发达国家和亚洲“四小龙”等新兴工业化国家，把劳动密集型产业和低技术高消耗产业向发展中国家转移	80 年代下旬，经济复苏，船舶进入新一轮上行期
第五次	21 世纪初	中国加入 WTO，制造业向中国转移	上一轮船舶繁荣期

来源：《全球制造业转移及其对国际竞争格局变动的影响》，国金证券研究所



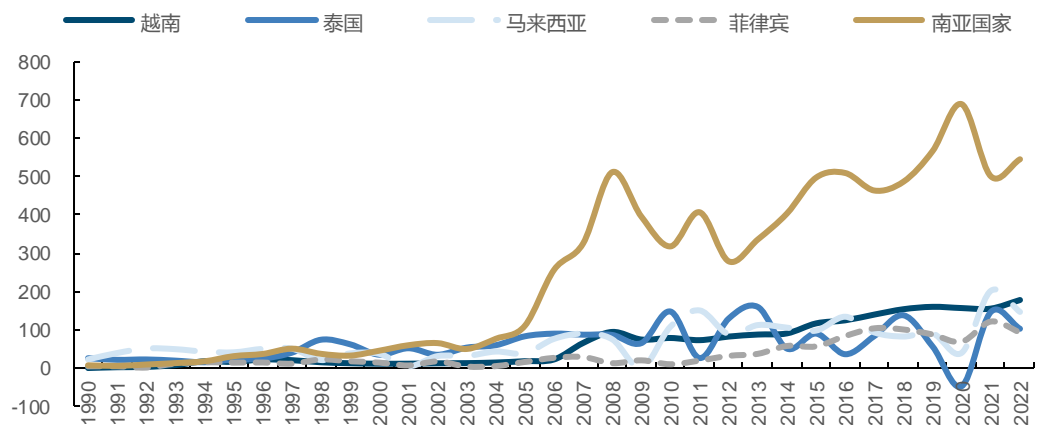
图7：船舶需求上升和全球制造业产能变迁密切相关



来源：《Maritime Economics》，国金证券研究所

新一轮产业转移到来，催化船舶长周期上行开启。根据 iFind，近年来越南、泰国、马来西亚、菲律宾等东南亚国家外商直接投资净流入呈稳步上升趋势，2022 年南亚国家整体外商直接投资净流入同比增长 8.9%，新一轮产业转移到来，有望催化船舶长周期需求上行。

图8：近年来东南亚国家外商直接投资净流入稳步提升（单位：亿美元）



来源：iFind，国金证券研究所

本章小结：本章复盘了过去一百年全球造船交付量，发现船舶长周期影响因素以经济增长为主，全球制造业产能变迁为辅。从 2021 年开始，全球经济相比上一轮船舶下行期呈现弱复苏态势对应新一轮的造船交付周期已于 2023 年开启。且近年来越南、泰国、马来西亚、菲律宾等东南亚国家外商直接投资净流入呈稳步上升趋势，我们判断，新一轮产业转移到来，有望催化船舶长期需求上行。长期来看，本轮新造船周期演绎趋势预计仍与上一轮周期相似，船舶行业上行的时间跨度和幅度主要影响因素为经济波动，但是中短期还会受到供需格局、地缘政治、政策等因素影响，具有长周期、中周期、短周期三期叠加的特点。

2.中周期：供需错配下，本轮周期造船价持续上行

本章要点：中周期来看，供需格局和更新周期是船舶行业景气度的重要影响因素。受全球经济景气度影响，二战后两次船舶周期上行的时间跨度分别为 28 和 25 年，但两次下行期均为 11 年，因为当下行期达到一定时间后，供给出清、船队老龄化会推动新一波周期到来，而我们目前又来到这个时间关口：

(1) 需求端：上一轮周期中 2001-2004 年和 2009-2016 年存在两次船舶拆解高峰期，而船舶拆解周期约 25 年，因此预计 2026-2029 年又将迎来拆解高峰期。而新造船订单往往领先船舶拆解 4-6 年，因此 2026 年进入拆解高峰的船舶，对应的新船订单约从 2021 年进入更新需求释放的高峰期。(2) 供给端：2008 年以来，全球活跃船厂数量从 1031 家下降至 2023 年 371 家，供给端大幅出清。供需错配下，造船价持续上涨，克拉克森新造船价格指数已由 2021 年的 153.6 提升至 2023 年的 178.4，同时成本端造船板价格自 21

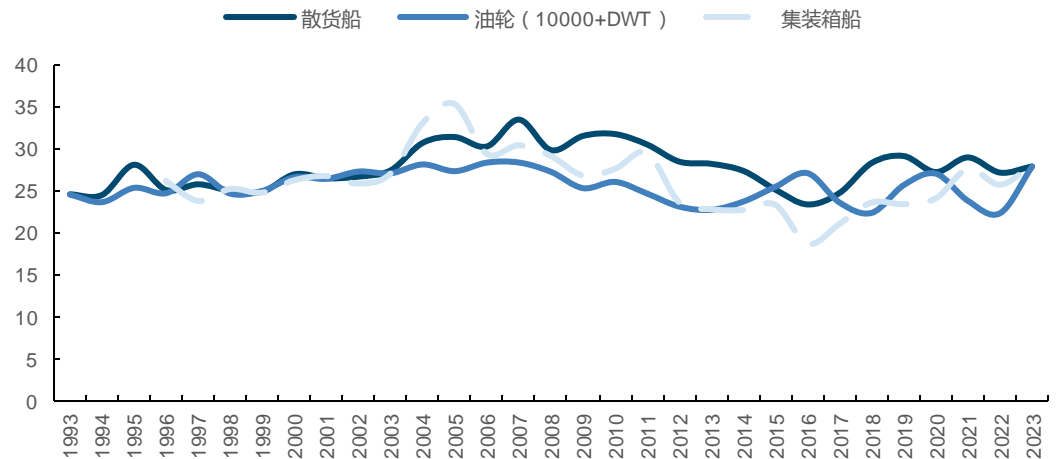


年5月持续下降，船价与钢价剪刀差拉大，利好船企盈利改善。

2.1 需求端：船龄到期促进本轮船舶更换需求上行

船舶平均拆解寿命在 25 年左右。根据 Clarksons，目前全球三大主流船型散货船、油轮、集装箱船的平均拆解船龄在 25 年左右，其中散货船平均拆解年龄约在 28 年左右，集装箱船平均拆解年龄在 26 年左右，油轮平均拆解年龄在 24 年左右。船舶更换主要系老旧船型使用经济性较弱，船龄大于 20 年以后其经济性将大幅降低，同时还面临油耗高、安全性差等问题。

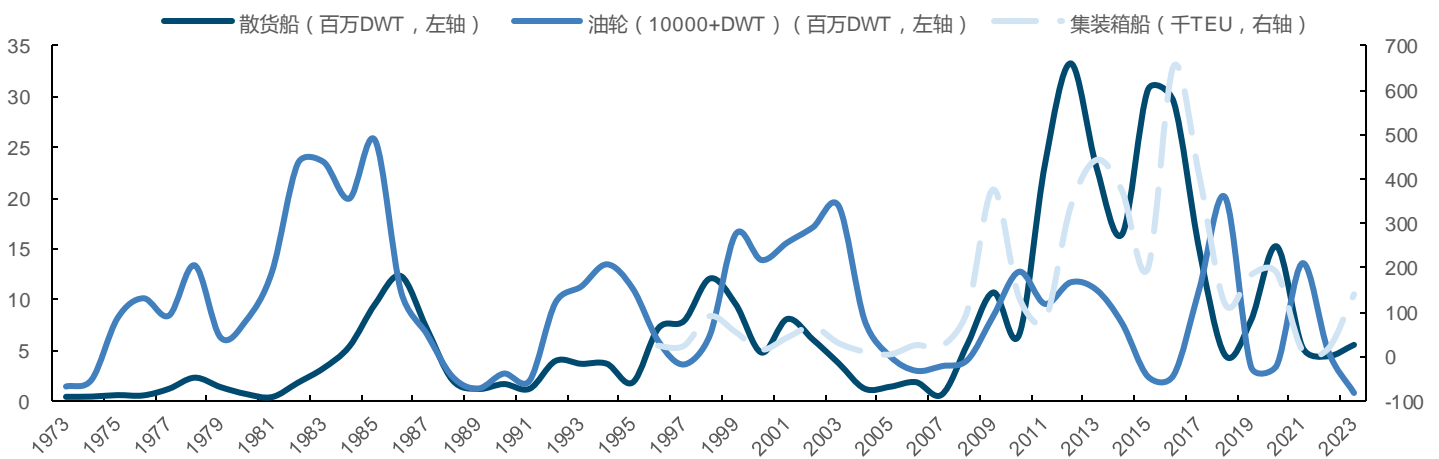
图表9：全球三大主流船型平均拆解年龄约在 25 年左右（单位：年）



来源：Clarksons，国金证券研究所

2026 年开始船舶将进入拆解高峰期。根据 Clarksons，在上一轮周期（1987-2022）中，约有两次拆解量高峰期。第一次集中在 2001-2004 年，第二次集中在 2009-2016 年。由于船舶平均拆解周期约 25 年，因此 2001-2004 年第一次拆解高峰期间所造新船，约在 2026-2029 年处于拆解高峰期。

图表10：上一轮船舶拆解量高峰期始于 2001 年



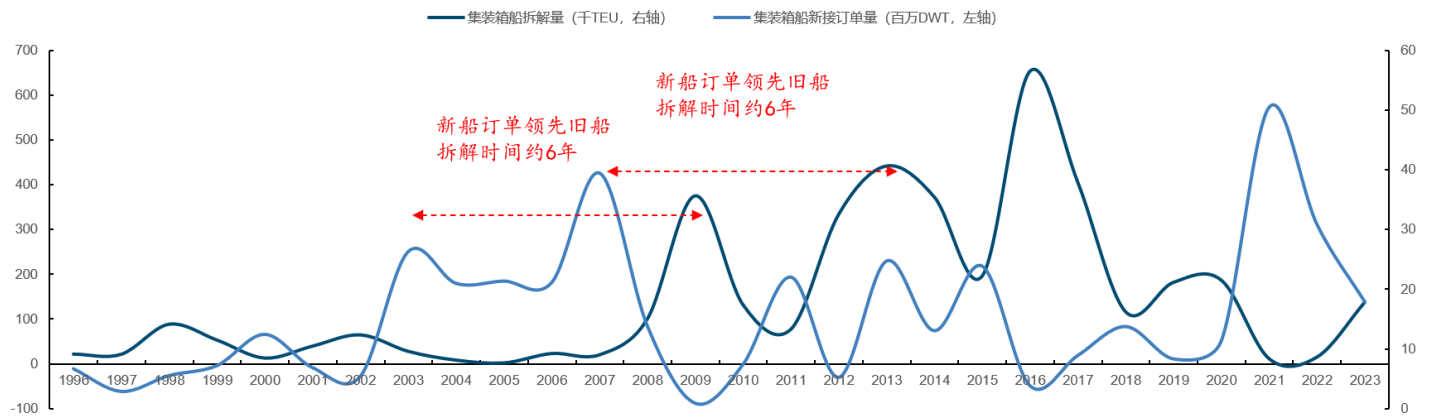
来源：Clarksons，国金证券研究所

新造船订单领先船舶拆解时间约 4-6 年。我们以上一轮周期中，2009 年开始的船舶拆解高峰期为例。根据 Clarksons，该轮集装箱船拆解量高峰集中在 2009-2016 年左右，对应集装箱船新接订单量高峰在 2003-2007 年，新造船订单领先拆解时间约 6 年。散货船拆解高峰集中在 2012-2015 年左右，对应散货船新接订单量集中在 2006-2008 年，新造船订单领先拆解时间约 5 年。大型油轮拆解高峰集中在 2010-2012 年左右，对应油轮新接订单量高峰集中在 2006-2008 年，新造船订单领先船舶拆解时间约 4 年。因此，新造船订单领先船舶拆解时间 4-6 年左右。

综上：2026 年进入拆解高峰期的船舶，对应的新船订单约在 4-6 年前，即从 2021 年左右进入更新需求释放的高峰期。

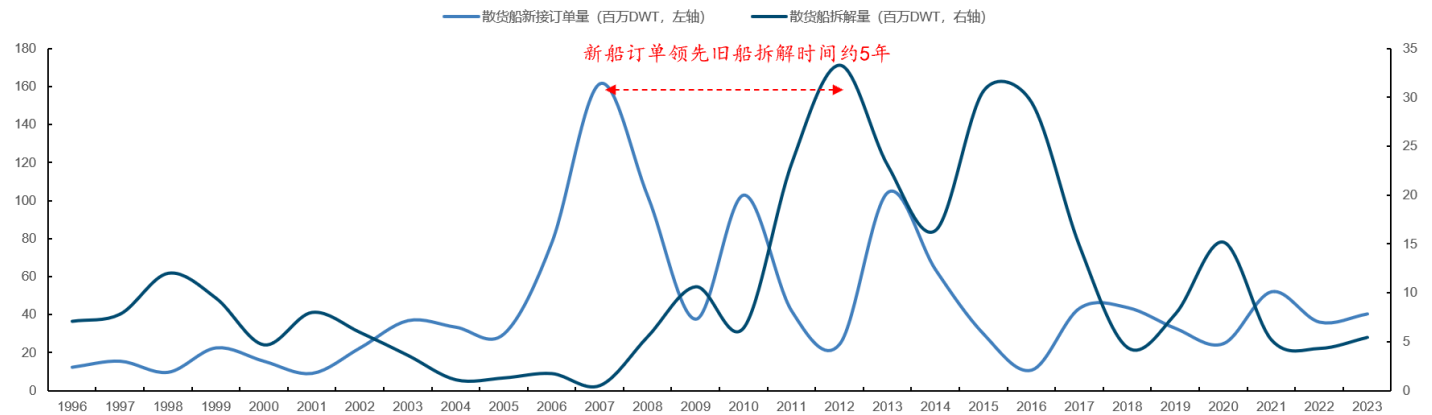


图表11: 集装箱船新造船订单领先拆解时间约6年



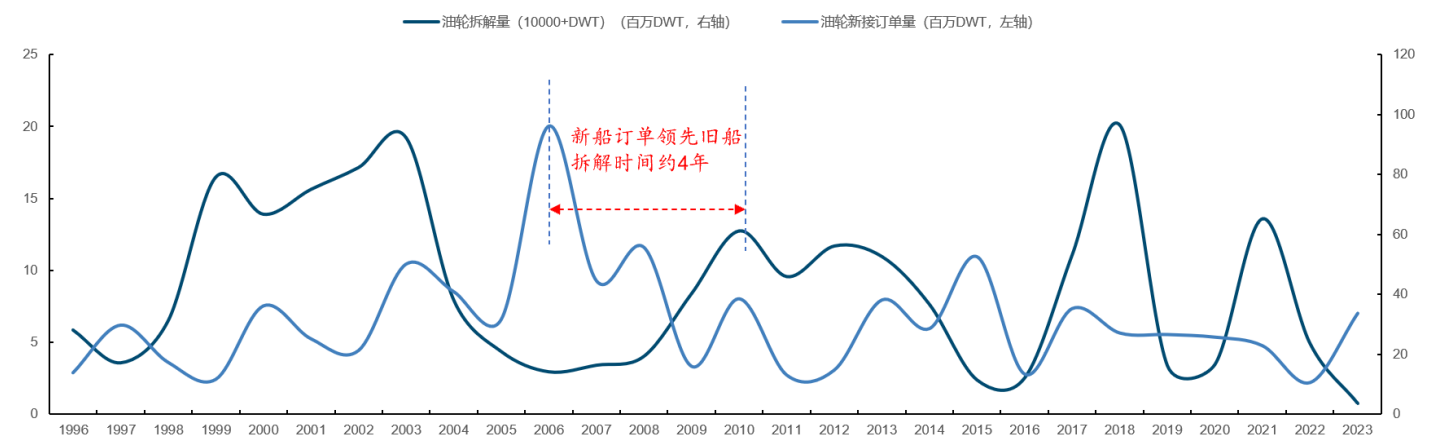
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表12: 散货船新造船订单领先拆解时间约5年



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表13: 油船新造船订单领先拆解时间约4年



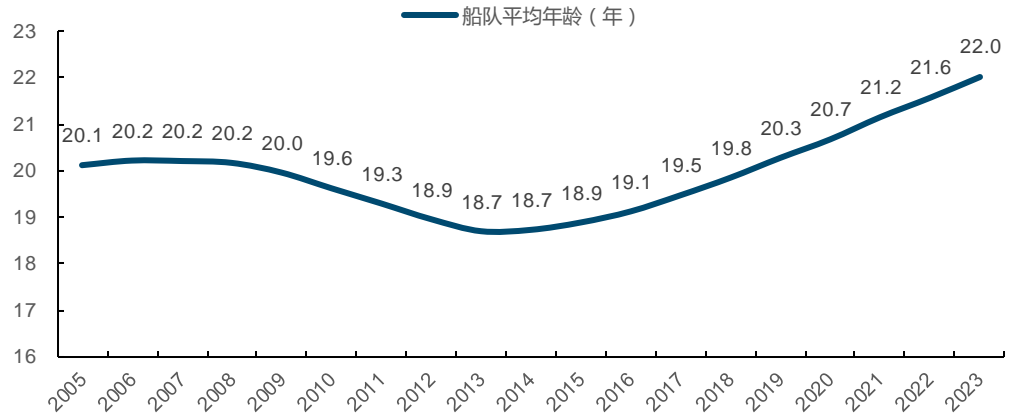
来源: Clarksons, 国金证券研究所

全球船队船龄即将到期，旧船更换需求持续释放。从全球船队船龄的角度看，根据前文分析，本轮船舶更换需求主要来自上一轮周期中，2001-2004年拆解高峰期所造新船的拆解，该批船舶目前寿命已达20年以上。根据Clarksons，全球船队船龄从2013年开始持续提升，至2023年全球总吨规模大于100吨的船舶平均船龄已达22年。而船舶平均拆解寿命在25年左右，我们预计未来旧船拆解量有望进一步增长，行业替换需求有望



持续。

图表14: 全球船队船龄自 2013 年开始持续提升



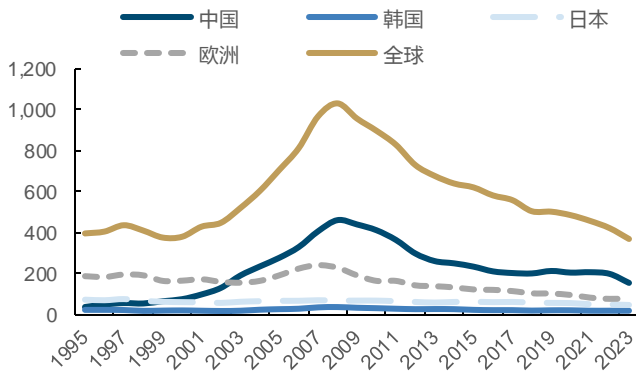
来源: Clarksons, 国金证券研究所

2.2 供给端: 全球造船供给出清, 行业集中度大幅提升

全球船厂加速整合, 活跃船厂数量逐步走低, 产能逐渐出清。

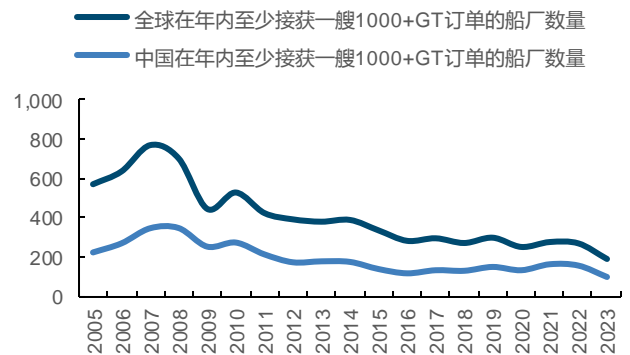
- 全球船厂加速整合: 根据前文分析, 2008-2009 年金融危机以来, 全球经济增长降速, 造船业进入下行期。这一阶段, 全球船厂加速整合, 逐步消化过剩产能。如 2016 年中远海运合并下属船厂设立中远海运重工有限公司, 2017 年招商局与中外运整合下属船厂合并, 2019 年中国南北船合并, 日本联合造船与今治造船合并成立新公司“日本造船”, 2021 年韩国现代重工与宇佐造船海洋重组等。
- 全球活跃船厂数量减少: 根据 Clarksons, 全球活跃船厂数量(至少有一艘 1000+GT 在手订单的船厂)从 2008 年的 1031 家, 下降至 2023 年 371 家。其中, 中国活跃船厂数量从 2008 年的 462 家, 下降至 2023 年 157 家。全球在年内至少接获一艘 1000+GT 订单的船厂数量从 2008 年的 702 家, 下降至 2023 年的 192 家。其中, 中国数量由 346 家下降至 93 家。

图表15: 2008 年后, 全球活跃船厂数量持续下降 (单位: 个)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表16: 2008 年后, 年内至少接获一艘 1000+GT 订单的船厂数量大幅下滑 (单位: 个)

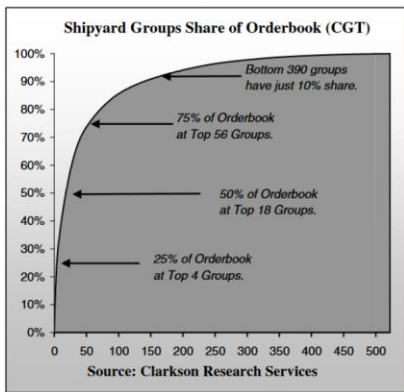


来源: Clarksons, 国金证券研究所

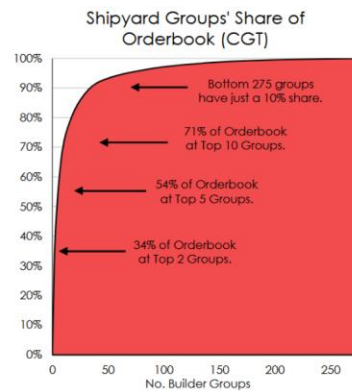
产能逐渐出清背景下, 全球造船行业集中度大幅提升。根据 Clarksons, 2008 年全球 TOP4 造船集团新接订单占全球的比例为 25%, TOP18 造船集团新接订单占全球的 50%。而截至 2023 年末, 全球 Top2 造船集团新接订单占全球的比例已达 34%, Top5 造船集团的订单占比已达 54%, Top10 造船集团的订单占比已达 71%, 全球造船行业集中度大幅提升。



图表17: 2008 年全球前 18 大造船集团占据 50% 订单份额



图表18: 2023 年全球前 5 大造船集团占据 54% 订单份额



来源: Clarksons, 国金证券研究所

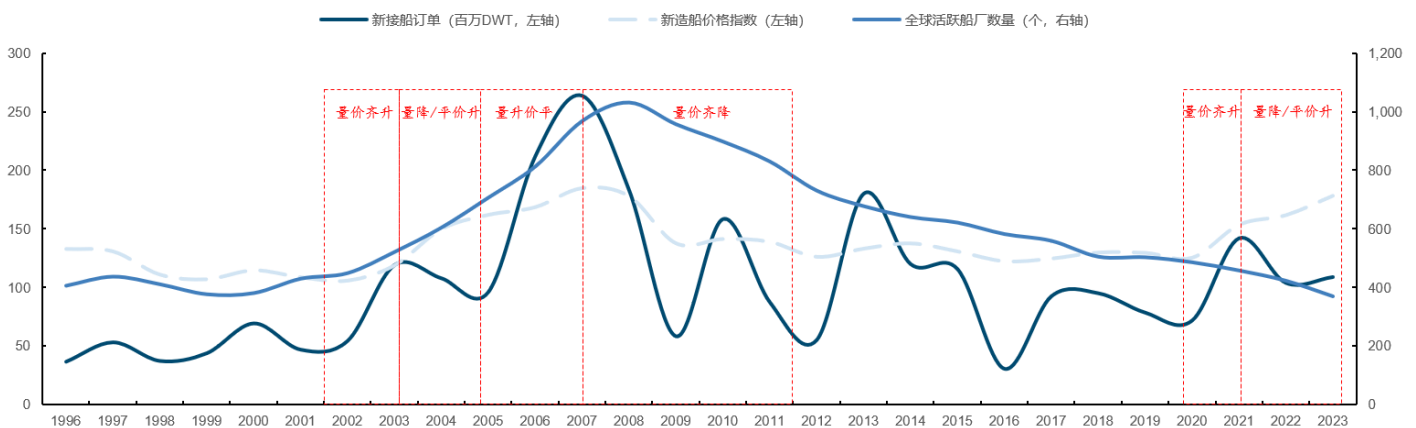
来源: Clarksons, 国金证券研究所

2.3 供需错配带动本轮周期造船价持续上行

我们分析上一轮造船繁荣期（2002-2011 年）新签订单和造船价格可以发现，造船行业会经历比较明显的 4 大阶段：量价齐升、量降/平价升、量升价平和量价齐降。

- 1) 阶段一（量价齐升）：2002 年是上轮船行业繁荣期起点，在进入繁荣期阶段的初期，造船厂商自身排产具备弹性，船厂可根据自身产能情况提高新接订单量，船舶订单出现量价齐升。
- 2) 阶段二（量降/平价升）：随着订单产能排期较满后，船厂在手订单相对饱满，造船厂商在没有明确扩产计划下接单较为谨慎，开始进入挑单阶段，此时虽然订单量增速开始有所下滑，接单量下降或保持稳定，但造船价格仍然保持向上态势。
- 3) 阶段三（量升价平）：第二阶段船厂扩张的产能开始释放，伴随下游需求上行，行业整体进入供需较为平衡的量升价稳阶段。同时如果该阶段仍出现需求端增速大幅高于供给端增速的情况，则对应新接订单也会出现小幅涨价。
- 4) 阶段四（量价齐降）：2008 年后船舶需求开始减弱，供给端产能仍在释放，行业进入订单量价齐降阶段。2010 年新接订单同比增长 172%，主要系 2009 年金融危机期间低基数影响，2010 年后接单量连续两年下滑。由于造船交付周期约 2-3 年，为与前文采用交付量划分周期方式保持一致，我们仍将 2008-2011 年划入上行期。

图表19: 上一轮造船繁荣期量价表现分为四个阶段



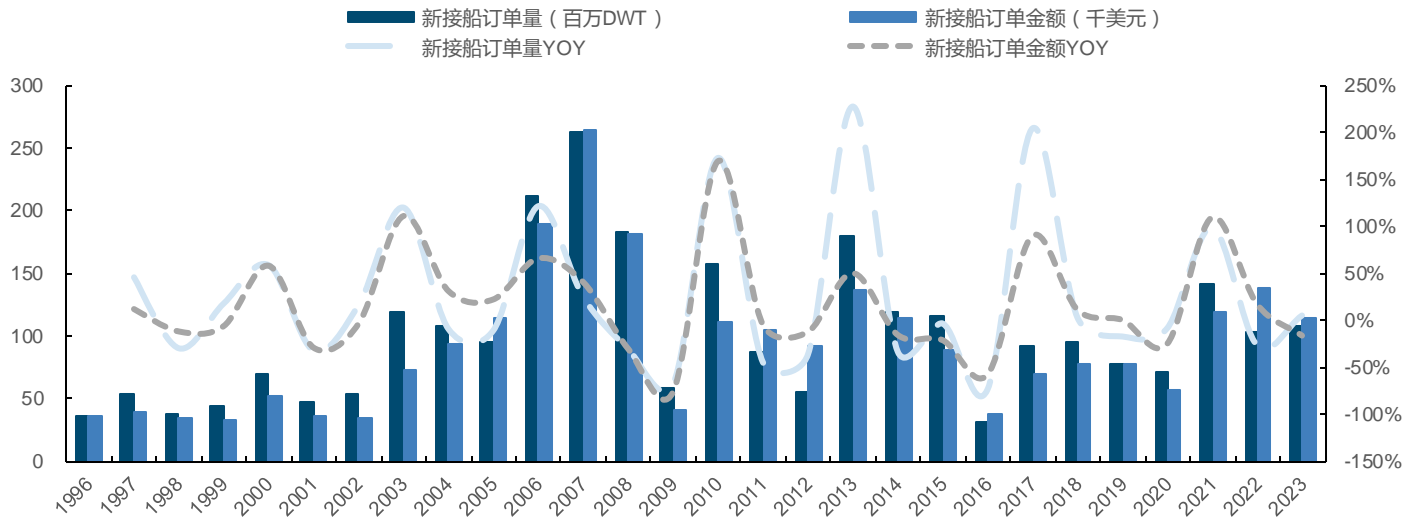
来源: Clarksons, 国金证券研究所

本轮造船周期约于 2021 年进入“量价齐升”阶段。前文分析，从交付量角度看，2022 年是上一轮周期末交付量的低点，2023 年开启新一轮造船周期。由于造船交付周期约 2-3 年，本轮周期新接单订单增长实际始于 2020 年下半年。2020 年下半年以及 2021 年，随着公共卫生事件短期得到控制，以及 2021 年全球经济复苏，同时叠加 2026 年拆解高峰期船舶对应新船订单的提前下达，2021 年全球造船新接订单量（按 DWT 口径统计）同比提升 98%。但是供给端产能受限，根据 Clarksons，2021 年全球活跃船厂数量（至少有一艘 1000+GT 在手订单的船厂）从 2008 年的 1031 家，下降至 2021 年的 459 家，供需错配下，克拉克森新造船价格指数从 1Q21 开始持续上涨，造船周期进入“量价齐升”阶段。



2022 年开始，造船周期进入“量降/平价升”阶段。2022 年全球新接船订单 1.04 亿载重吨，同比下滑 26.9%，供给端全球活跃船厂数量进一步下滑至 424 家，导致克拉克森新造船价格指数持续上涨，同时叠加 2022 年高价 LNG 船占比提升，新接订单金额在 2021 年高基数情况下，同比仍增长 16.5%。2023 年整体维持 2022 年趋势，供给端全球活跃船厂数量进一步下滑至 371 家，新接订单量与 2022 年接近，为 1.09 亿载重吨，小幅增长 4.8%，新造船价格指数截至 2023 年底已提升至 178.4，造船周期仍处于“量降/平价升”阶段。

图表20：当前造船周期处于“量降/平价升”阶段



来源：Clarksons，国金证券研究所

2.4 造船价-钢价剪刀差拉大，看好船企盈利持续提升

钢材在船舶原材料成本中占比较高，约 65%-70%。根据《国际船舶贸易》，船舶成本可分为设备、原材料和劳务费三大部分。其中，原材料成本占比在 26%-33%之间，主要由船体钢材构成（占原材料成本 65%-70%），因此钢材价格的波动对造船企业的成本及盈利水平有较大影响。

图表21：钢材在船舶原材料成本中占比较高

项目	占比	细项	占比		
原材料	26%-33%	主船体钢材（包括钢板和型材）	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（包括铸锻件）	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%				
劳务费	24%-26%	其他	7%-10%		

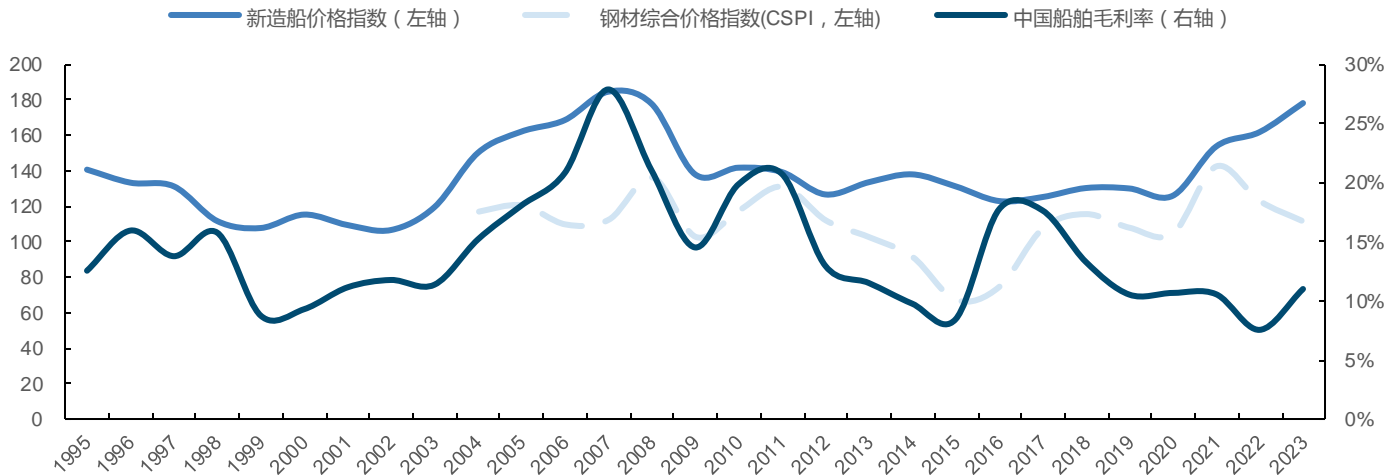
来源：《国际船舶贸易》，国金证券研究所

为了进一步体现钢价对造船厂盈利水平的影响，我们对历史上钢材价格、新船价格和中國船舶毛利率的走势进行复盘。为控制船价对毛利率的影响，我们重点观测 2012-2020



年新造船价格波动较小的年份：2012-2015 年钢价指数持续下滑，2015-2016 年该批船舶交付时中国船舶毛利率显著提升；2016-2018 年钢价上涨，2018-2020 年该批船舶交付时中国船舶毛利率显著下滑。根据 Clarksons，2021 年开始新造船价格持续上涨，同时钢材价格指数持续下滑，我们预计约从 2023 年开始将带动船舶企业盈利显著改善，根据中国船舶公告，公司 1-3Q23 毛利率已较 2022 年同期提升 1.01pct 至 11.04%。在造船价持续上行背景下，我们预计中国船舶未来业绩改善趋势有望持续。

图表22：2021 年以来，造船价和钢价剪刀差拉大，利好船企盈利提升



来源：Clarksons, iFind, 国金证券研究所 注：中国船舶 2023 年毛利率为前三季度数据

本章小结：中周期来看，供需格局和更新周期是船舶行业景气度的重要影响因素。二战后两次船舶周期上行的时间跨度分别为 28 和 25 年，但两次下行期均为 11 年，因为当下行期达到一定时间后，供给出清、船队老龄化会推动新一波周期到来，而我们目前又来到这个时间关口：需求端，受更新周期影响，2021 年船舶行业进入更新需求释放的高峰期。供给端，2008 年以来，全球活跃船厂数量从 1031 家下降至 2023 年 371 家，供给端大幅出清。供需错配下，本轮周期造船价持续上涨，克拉克森新造船价格指数已由 2021 年的 153.6 提升至 2023 年的 178.4，同时成本端造船板价格自 21 年 5 月持续下降，船价与钢价剪刀差拉大，利好船企盈利改善。

3、短周期：船东运输效率下滑刺激船舶短期需求上行

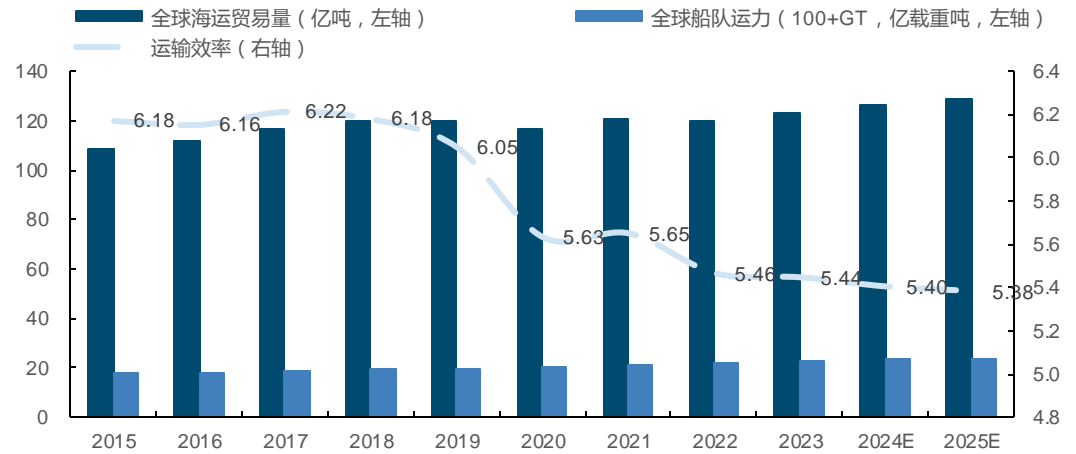
本章要点：由于船舶行业的大周期和“刚需”特征，尤其是在运力相对供需平衡的阶段，运输效率的波动会直接影响运价、刺激船舶需求。因此从下游船东的视角来看，地缘冲突、公共卫生事件等不和谐因素以及环保政策升级的要求将会使得船东运距增加或者环保达标的船队数量减少，导致船东运输效率下滑，船东为保持原有运输能力有望增强新船采购意愿，刺激新造船订单增长。

3.1 地缘冲突等国际不和谐因素催化造船需求上行

地缘冲突、公共卫生事件等不和谐因素拖累船东运输效率下滑。我们以全球海运贸易量与船队运力的比值作为船东的运输效率指标，根据 Clarksons，2015-2019 年全球运输效率相对稳定，指数维持在 6 以上，2020 年公共卫生事件爆发，运输效率由 2019 年的 6.05 下滑至 5.63。2021 年公共卫生事件相对得到控制，运输效率小幅提升到 5.63。2022 年，受公共卫生事件和俄乌冲突等事件影响，运输效率再次下滑到 5.46。此外，从船舶平均航速指数上看，在 2020 年集装箱船/散货船/油船平均航速指数分别较 2019 年下滑 0.18/0.07/0.05。2021 年平均航速小幅回升，2022 年航速再次下滑，集装箱船/散货船平均航速指数分别较 2021 年下滑 0.21/0.23，船东运输效率在 2020 和 2022 年公共卫生事件较为严重的年份存在明显的下滑。

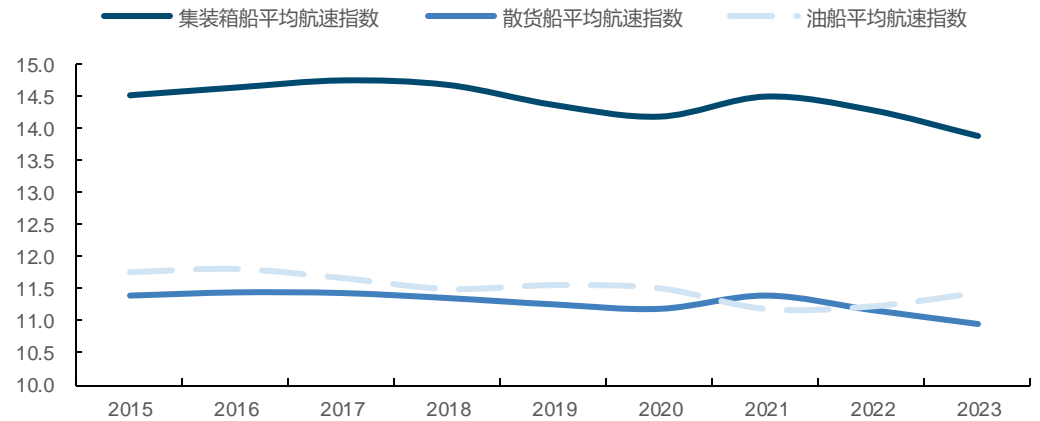


图表23: 2020 和 2022 年船东运输效率下滑明显



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表24: 2020 和 2022 年船舶平均航速有所下滑

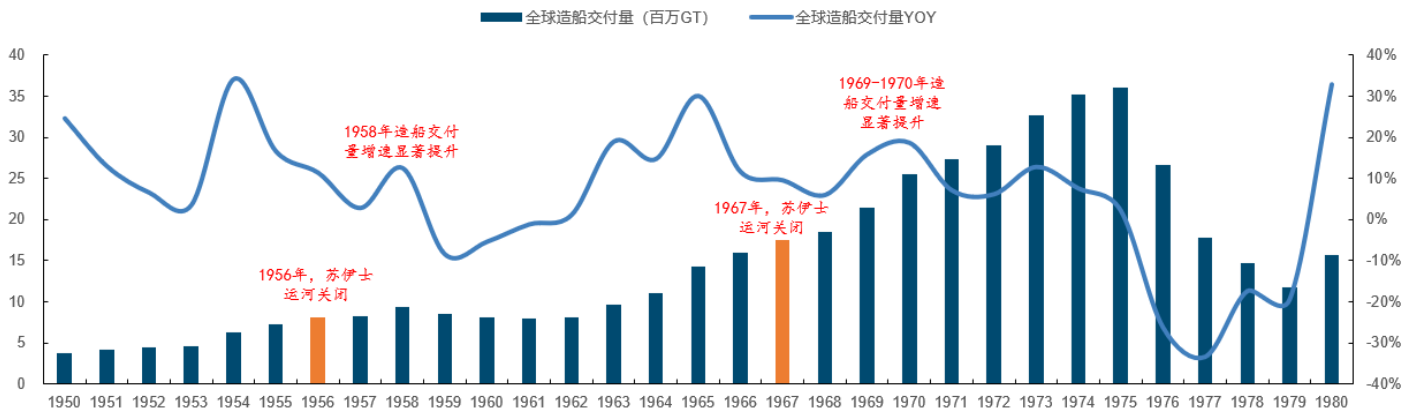


来源: Clarksons, 国金证券研究所

运输效率下滑，船东扩张船队规模意愿增强，推动船舶需求短期上行。我们以历史上两次苏伊士运河关闭为例，分析船东运输效率下滑对船舶需求的影响。苏伊士运河连通地中海与红海，是亚非与欧洲间最直接的水上通道。从亚洲途径苏伊士运河抵达欧洲，相比绕过非洲，旅程可以缩短 8000 公里以上。1956 年，埃及与以色列战争导致苏伊士运河断航约 5 个月，运河断航期间，船只绕行好望角，导致船东运输效率下滑，刺激新船订单增长，带动 1958 年全球造船交付量提升 12.5%。其后，1967 年，第三次中东战争期间，苏伊士运河再次关闭，此次共关闭 8 年，直至 1975 年再次开放。此次关闭期间，亚洲前往欧洲的船只再次绕道好望角，导致船东运输效率下滑，新船订单增长，带动 1969-1970 年全球造船交付量分别同比提升 15.9% 和 18.7%，增速较往年份显著提升。



图表25: 苏伊士运河关闭推动造船需求短期上涨

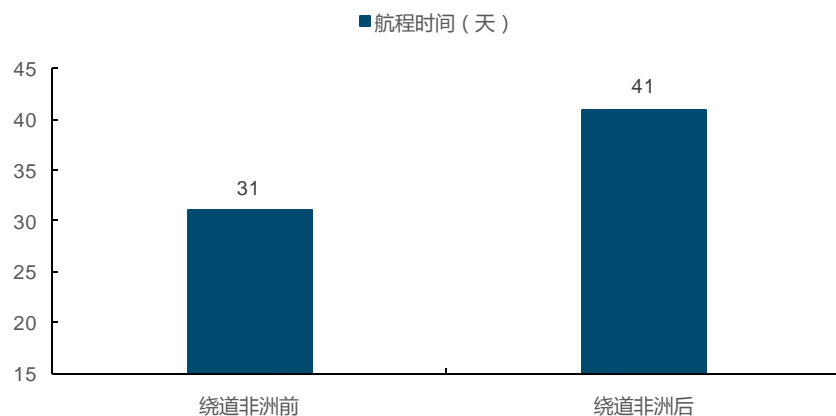


来源: Clarksons, 国金证券研究所

2023 年红海局势拉长运距, 推动船东船队扩张意愿上行。

- 苏伊士运河关闭导致主要船只选择绕行: 2023 年 12 月, 巴以冲突升级, 胡塞武装宣布禁止任何前往以色列的船舶在红海和阿拉伯海航行, 苏伊士运河航线再次“关闭”, 导致全球主要集装箱船班轮公司马士基、地中海、达飞、赫伯罗特等均暂停途经红海航运服务绕道好望角。根据 Clarksons, 2023 年 12 月 28 日-2024 年 1 月 1 日苏伊士运河总过境量为 270 万总吨, 较 12 月上半月平均值下降 38%, 其中北向过境量减少 45%, 南向下降 31%。
- 绕航好望角大幅增加航线运距和航行天数, 拖累船东运输效率下滑。根据 Clarksons, 从远东出发至北欧的航线绕航好望角后, 运距将额外增加 3200 海里 (或 30%)。按照标准运营航速计算, 航程时间将从 31 天延长至 40 天。根据克拉克森, 所有远东/中东/印度次大陆到欧洲间双向的集装箱贸易不通过苏伊士运河运输的情况下, 会推动全球集装箱“箱海里”贸易大幅上涨 9%。我们认为, 船东运输效率的下滑, 预计将增强船东船队扩张意愿, 刺激船舶短期需求上行。

图表26: 远东-北欧航线绕航好望角后, 航程时间将从 31 天延长至 40 天



来源: Clarksons, 国金证券研究所

3.2 环保政策趋严催化造船需求上行

全球减碳发展大背景下, 海运行业减碳排放要求日益严格, 全球航运领域环保法规接连出台:

- 国际海事组织 (IMO): 2023 年 7 月 IMO 提出: 2030 年国际航运温室气体年度排放总量要较 2008 年减少 20%以上, 2040 年减少 70%以上, 2050 年实现净零排放。
- 欧洲碳排放交易体系 (EU-ETS): 2024 年开始, 抵达/离开欧盟航线以及欧盟区域内航线的船东需要缴纳碳配额。一个碳配额代表可以排放一吨 CO₂ 等量物的权利, 当前欧盟碳配额的价格约为 100 欧元。2024-2026 年为过渡期, 分别需要缴纳 40%/70%/100%排放量的碳配额。



- 欧洲 FuelEU Maritime 法规：2025 年航运公司全年平均燃料温室气体强度要比 2020 年下降 2%，2030 年下降 6%；2035 年下降 14.5%；2040 年下降 31%；2045 年下降 62%；2050 年下降 80%，没有达到减排目标的船需要接受罚款。
- 中国《船舶制造业绿色发展行动纲要（2024-2030 年）》：2023 年 12 月，中国工信部等五部门提出：到 2025 年，液化天然气（LNG）、甲醇等绿色动力船舶国际市场份额超过 50%；骨干企业万元产值综合能耗较 2020 年下降 13.5%。

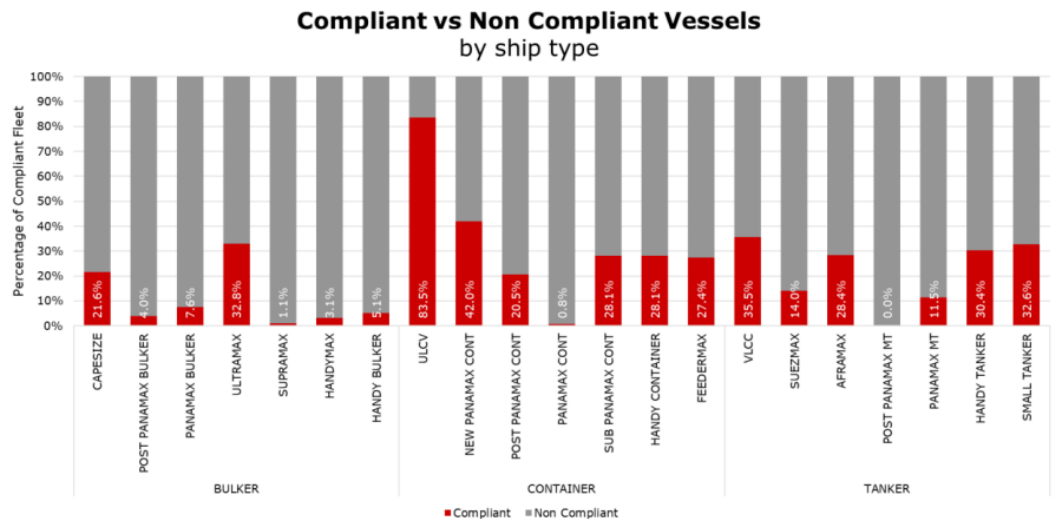
图表27：近年来全球航运领域环保法规接连出台

指标/法规	具体内容
船舶能效设计指数 EEDI	是根据船舶最大载货状态航行消耗的燃油计算出的 CO2 排放量。EEDI 从 2013 年开始执行，要求 2013 年 1 月 1 日以后新造 400GT 以上的船舶必须进行 EEDI 计算，2015 年开始新造船舶需要最少减排 10%。2020 年最少减排 20%，2025 年最少减排 30%
IMO 法规 现有船舶能效指数 EEXI	适用于所有 400GT 及以上的现有船舶，要求 2022 年 4 月 1 日前签订建造合同的船舶在 2023 年年检中一次性满足所要求 EEXI 值（EEDI2/3 阶段标准），并获得国际能效证书（IEE 证书）。不满足 EEXI 要求的船舶，可以通过限制主机功率、使用节能装置或切换至替代燃料等措施来达到要求的 EEXI 值
碳强度指标 CII	是衡量船舶 CO2 排放量的新方法，适用于所有 5000GT 以上船舶，2023 年 1 月 1 日开始生效。等级分为 A-E，获得 E 等级一年的船舶或连续三年获得 D 等级的船舶，将面临处罚并提出改善计划
欧洲碳排放交易体系 EU-ETS	自 2024 年 1 月 1 日，航运业被纳入欧盟碳排放交易体系，抵达/离开欧盟航线以及欧盟区域内航线的船舶（总吨位 5000 吨及以上），船东需要就特定船舶排放的二氧化碳等温室气体购买并缴纳碳配额。一个碳配额代表可以排放一吨二氧化碳等量物的权利，当前欧盟碳配额的价格约为 100 欧元。如果未能按时足额缴纳碳配额，除补交外，每排放一吨二氧化碳航运公司将面临 100 欧元的罚款
欧洲法规 FuelEU Maritime 法规	2025 年开始执行，航运公司全年平均燃料温室气体强度到 2025 年下降 2%（相较 2020 年），到 2030 年将达到 6%；到 2035 年将达到 14.5%；到 2040 年将达到 31%；到 2045 年将达到 62%；到 2050 年将达到 80%。没有达到这一减排目标的船则需要接受罚款
中国法规 《船舶制造业绿色发展行动纲要（2024—2030 年）》	到 2025 年，船舶制造业绿色发展体系初步构建。绿色船舶产品供应能力进一步提升，船用替代燃料和新能源技术应用与国际同步，液化天然气（LNG）、甲醇等绿色动力船舶国际市场份额超过 50%；骨干企业减污降碳工作取得明显成效，绿色制造水平有效提升，万元产值综合能耗较 2020 年下降 13.5%。到 2030 年，船舶制造业绿色发展体系基本建成

来源：IMO，金杜研究院，国金证券研究所

目前活跃船队中符合 IMO 要求的比例较低。根据 Vessels Value，截至 1M22，在全球现有活跃船队（集装箱船、散货船、油轮）中，只有 21.7% 的船舶符合 IMO 提出的 EEDI 和 EEXI 的环保规定。

图表28：全球活跃船队中符合环保要求的比例较低

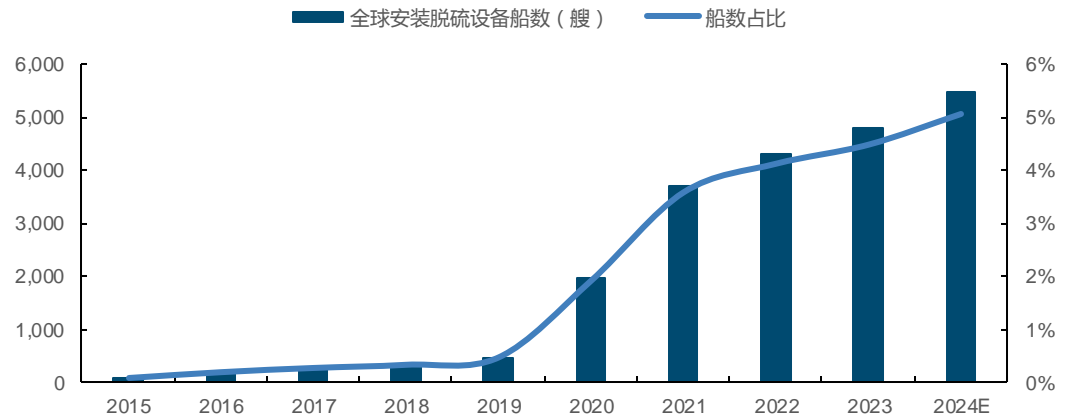


来源：Vessel Value，国金证券研究所

环保政策趋严拖累船东运输效率，催化新船需求上行。随着全球航运业环保政策的逐步趋严，下游船东主要的应对方法及影响包括：（1）调整能效要求不足的运力安排和班期，例如减少欧盟航线班次，导致船东运输效率下滑，刺激甲醇、LNG 船等符合欧盟减排标准的低碳绿色船舶采购需求上行；（2）老船加装节能装置，根据 Clarksons，截至 2023 年末，全球安装脱硫设备船共 4790 艘，占全球总船数的比例已提升至 4.5%。



图表29：安装脱硫设备船数占比持续提升

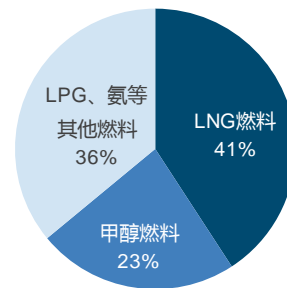
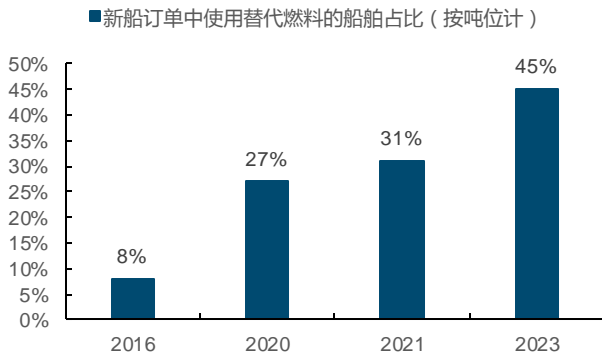


来源：Clarksons, 国金证券研究所

新燃料船替代传统燃料船大势所趋，未来低碳船型主要包括 LNG/LPG 燃料船与锂、氨、氢能源动力船等。根据克拉克森《绿色技术跟踪报告》，2023 年约有 539 艘涉及替代燃料船舶的新船订单，按吨位计占比达 45%。2023 年替代燃料新船订单中占比最大的仍然是 LNG 双燃料船，占比 41% (220 艘，其中 152 艘为非 LNG 运输船)，甲醇双燃料船订单 125 艘，占比 23%。此外，还有 55 份新订单涉及 LPG 作为燃料，有 4 份订单涉及氨燃料。

图表30：2023 年全球使用替代燃料的新船订单占比 45%

图表31：2023 年新接订单中最常见的替代燃料是 LNG



来源：克拉克森《绿色技术跟踪报告》，国金证券研究所

来源：克拉克森《绿色技术跟踪报告》，国金证券研究所

本章小结：我们认为地缘冲突、公共卫生事件等国际不和谐因素均会拖累船东运输效率下滑，船东为保持原有运输能力有望增强新船采购意愿。例如，历史上两次苏伊士运河“关闭”期间，船只绕行好望角，运距增加，均带动约两年后全球造船交付量显著增加。2023 年红海事件导致苏伊士运河再次“关闭”，预计仍将刺激船舶短期需求上行。此外，国际航运业环保政策趋严，船东为保持原有运输能力，有望刺激甲醇、LNG 等燃料船舶采购需求上行。

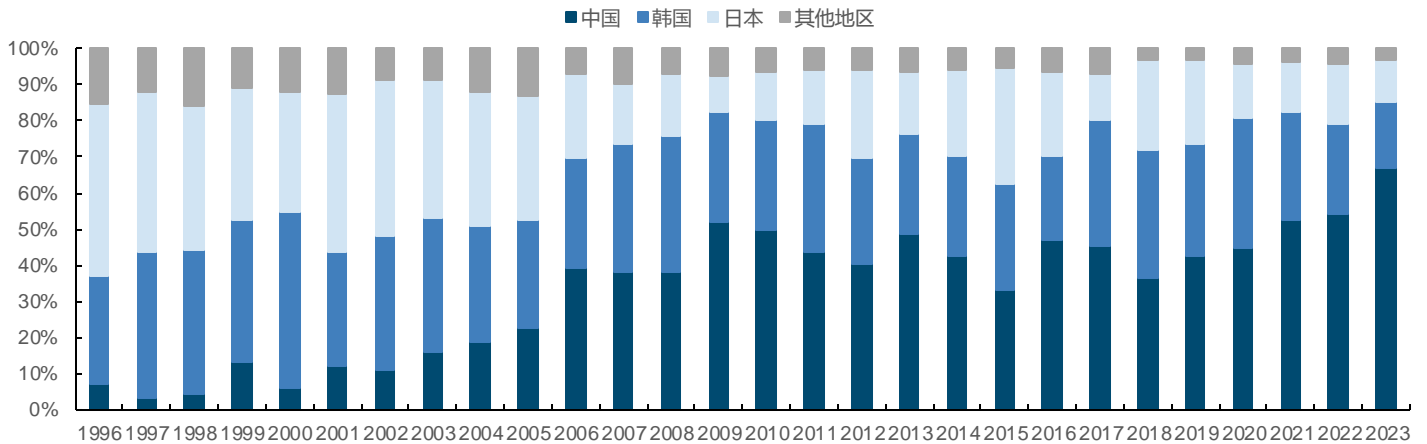
4、全球造船格局集中，中国造船引领全球

本章要点：目前全球造船行业呈现中日韩“三足鼎立”格局，且近年来中国船厂接单份额稳步提升，2023 年中国造船新接订单量/造船交付量/在手订单量分别占全球 67.2%/52.1%/51.4%，均位居世界第一。在高端船舶领域，2023 年中国交付 20 艘全球最大 24000 箱超大集装箱船、6 艘 LNG 运输船，国产首艘大型邮轮“爱达·魔都号”交付运营，在高附加值船领域取得重要突破。在大型 LNG 船领域，2023 年中国新接订单全球份额 20%，与韩国（份额近 80%）相比，未来仍有进一步提升空间。

当前全球造船中日韩“三足鼎立”格局，中国造船份额稳步提升。根据 Clarksons，2008 年以来，中日韩三国造船新接订单量、造船交付量、在手订单量全球占比均保持在 90% 以上，全球格局较为集中。2016 年以来，中国造船在上述三大指标方面整体呈稳步提升趋势。2023 年，中国造船新接订单量、造船交付量、在手订单量分别占全球总量的 67.2%、52.1% 和 51.4%，三大指标均位居世界第一。此外，从历史数据来看，全球新增订单整体呈现出中国大幅增长，日本逐渐收缩的趋势。1996-2023 年，日本新接船订单全球占比由 47.4% 下滑至 11.7%。

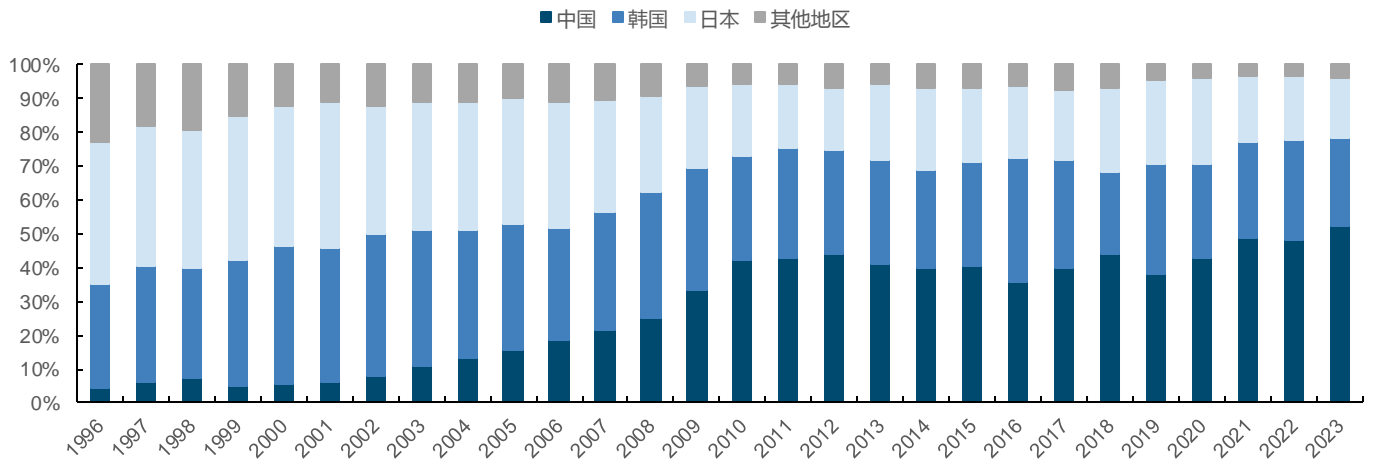


图表32：2023年中国新接船订单全球占比提升至67.2%



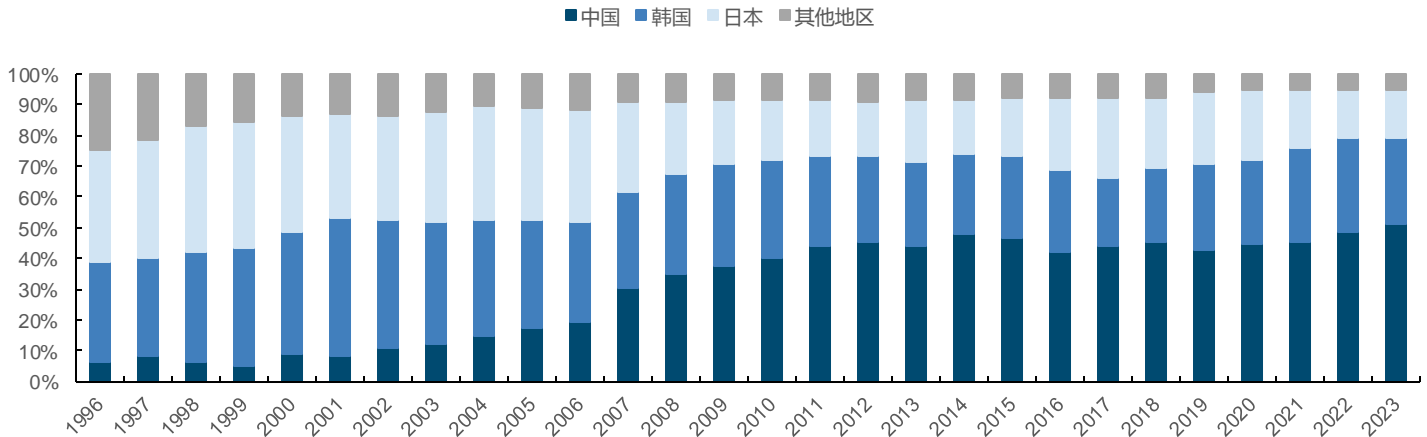
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表33：2023年中国交付船订单全球占比提升至52.1%



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表34：2023年中国在手船订单全球占比提升至51.4%



来源：Clarksons，国金证券研究所

中国头部造船厂商竞争力强，2023年在手订单前十集团中国占五位。根据 Clarksons，2023年中国船舶集团（CSSC）旗下共有17家造船厂，在手订单630艘船，共计2223.3



万 CGT，位列全球第一；扬子江船业集团旗下有 4 家造船厂，在手订单 193 艘船，共计 629.1 万 CGT，排名第五，是中国最大的民营造船企业。我国骨干船企保持较强国际竞争力，2023 年除上述两家集团外，还有中远海运重工 (COSCO)、招商局工业集团 (China Merchants)、新世纪造船 (New Century SB) 等共 5 家造船企业进入全球在手订单量前 10 强。

图表35: 2023 年全球在手订单前十造船集团中国占五位

ShipbuilderYards*	New Orders 2022			Orderbook Dec., 2023				Scheduled Delivery ('000 CGT):				
	No.	'000 dwt	'000 CGT	No.	'000 dwt	'000 CGT	Rank	2023	2024	2025	2026+	
CSSC	17	216	17,925	9,190	630	51,485	22,233	1	394	6,407	6,248	9,185
HD Hyundai	4	190	14,621	8,347	421	34,199	19,914	2	313	5,949	5,816	7,836
Samsung HI	1	52	5,221	3,905	145	16,803	10,569	3	0	4,627	2,472	3,470
Hanwha Group	1	48	5,018	3,995	108	12,471	8,144	4	239	3,226	2,575	2,103
Yangzijiang Holdings	4	58	4,698	1,829	193	16,519	6,291	5	119	2,205	1,486	2,482
COSCO Shipping HI	6	80	8,760	2,462	171	19,808	5,670	6	47	1,854	1,725	2,043
Imabari Shipbuilding	11	80	5,719	1,937	171	14,185	4,953	7	101	2,008	1,758	1,086
China Merchants	5	56	1,312	1,665	148	4,247	4,409	8	53	964	1,319	2,073
New Century SB Group	1	41	4,185	1,461	95	12,657	3,231	9	0	985	1,250	996
Fincantieri	10	12	36	284	51	131	2,703	10	0	995	651	1,056
Tsunishi Holdings	4	49	3,374	938	134	9,126	2,451	11	55	1,016	684	696
Japan Marine United	4	23	3,466	669	57	7,423	1,766	12	79	798	556	333
New Changjiang Group	1	16	1,673	630	49	5,013	1,744	13	30	355	417	942
KHI & Hantu & SG PE	2	32	2,933	1,014	54	5,093	1,449	14	34	808	509	98
Meyer Neptun	3	0	0	0	10	75	1,367	15	164	316	684	203
Oshima Shipbuilding	1	37	2,495	673	71	4,535	1,240	16	0	715	424	101
Fujian Shipbuilding	4	33	822	758	67	1,570	1,220	17	48	460	424	288
Hantong Group	1	0	0	0	61	4,802	1,173	18	19	366	515	273
CIMC	3	15	811	509	43	1,315	1,097	19	61	398	226	413
Chantiers Atlantique	1	2	0	98	9	54	1,042	20	0	557	49	436
Sinomach	1	20	1,267	357	56	3,268	950	21	10	458	280	202
Namura Zosenso	2	28	1,899	490	51	3,066	834	22	31	385	376	41
Xiamen Xiangyu Grp	1	23	1,461	405	47	2,940	819	23	0	417	402	0
Shin Kurushima Group	5	25	848	357	48	1,629	807	24	48	490	255	14
Zvezda Shipbuilding	1	0	0	0	27	1,890	769	25	27	462	64	217
Hengli Group	1	6	202	71	34	3,338	705	26	0	36	371	298
Taizhou Sanfu	1	11	439	202	40	1,235	627	27	66	231	186	144
Huanghai SB	1	18	409	269	43	836	623	28	98	402	91	31
Jiangmen Nanyang	1	38	1,539	537	42	1,701	593	29	14	212	296	70
Shanghai Zhenhua	3	7	109	237	20	193	552	30	0	303	195	54
Other (279 groups)									1,132	7,376	4,114	1,915
TOTAL (309 groups)		1,941	104,006	51,174	4,438	263,675	124,480		3,183	45,781	36,419	39,096

来源: Clarksons, 国金证券研究所

从接单船型来看，三国各有所长。韩国整体产业集中度较高，本土船配产品装船率更高，产品结构以高端船型为主，中国、日本以传统三大船型为主。

- 韩国船企高附加值船型占比较高，新船订单在民船和海工领域均具有较强的接单能力，在三大主力船型中，其集装箱船和油船的接单能力远高于散货船。且韩国船企较为注重客户关系的经营维护，和环保、节能等新技术在液货船上的应用。在海工领域，FLNG 船等高附加值海工装备多数由韩国船企垄断。
- 中国船企以散货船、集装箱船、化学品船、成品油船、杂货船、拖船为主要接单船型，船型变化不明显，平均吨位量出现了一定增长，三大主力船型等大型船舶建造能力有了较大提升，LNG 船、LPG 船等高端船型的接单能力仍有进一步提升空间。
- 日本船企接单船型以散货船、液货船、杂货船为主，客滚船目前也是其接单重点。近年来日本船企调整接单策略，船企尝试通过从中国台湾船东和本国船东接获订单，挽回其在集装箱船领域的市场份额。此外，日本船企曾两次尝试建造豪华邮轮，不过均以失败告终。

图表36: 中日韩三国接单船型各有所长 (数据截至 2023 年)

造船集团	在手订单量 (万 CGT)	产品结构
现代重工集团	1991.4	
韩国 三星重工	1056.9	
韩华海洋	814.4	



造船集团	在手订单量 (万 CGT)	产品结构	
中国	中国船舶集团	2223.3	
	扬子江造船	629.1	
	中远海运重工	567.0	
	招商局工业集团	440.9	
	新世纪造船	323.1	
	新长江集团	174.4	
日本	今治造船	495.3	
	常石集团	245.1	
	日本造船联合	176.6	
	大岛造船	124.0	

来源: Clarksons, 国金证券研究所

高价值量船舶取得重要突破, 大型 LNG 船建造能力仍有进一步提升空间。根据中国船舶工业协会统计, 2023 年中国交付 20 艘全球最大 24000 箱超大集装箱船, 年交付 6 艘 LNG 运输船创下中国造船业新纪录。国产首艘大型邮轮“爱达·魔都号”正式交付运营, 标志着我国已形成船海产品全谱系总装建造能力。根据 Clarksons, 在大型 LNG 船领域, 中国形成了以沪东中华、大船重工、江南造船、招商海门和江苏扬子江船业为主的多个大型 LNG 船建造企业集群。2023 年中国新接大型 LNG 船订单 13 艘, 全球份额为 20%, 与韩国相比仍有提升空间, 后续随着环保政策的执行, 中国大型 LNG 船接单量有望进一步提升。

图表37: 中国在大型 LNG 船建造领域仍有进一步提升空间

船型	全球订单 (艘)	韩国		中国		
		订单量 (艘)	占比	订单量 (艘)	占比	主要船厂
大型 LNG 船 (>40,000cum)	64	51	79.7%	13	20.0%	沪东中华、江南造船厂、大连重工
超大型 LPG 船 (>65,000cum)	69	36	52.2%	29	42.0%	江南造船厂
超大型集装箱船 (>17000TEU)	10	0	0	10	100%	扬子江船业
VLCC	18	0	0.0%	16	88.9%	青岛北海船舶重工、大连重工、新时代造船、中国船舶(天津)
>5000 车位 PCC	80	4	5%	66	82.5%	招商局重工、福船集团、烟台中集来福士、广船国际、上海外高桥

来源: Clarksons, 国金证券研究所

本章小结: 目前全球造船中日韩“三足鼎立”, 且近年来中国船厂接单份额稳步提升, 2023 年中国造船新接订单量/造船交付量/在手订单量分别占全球 67.2%/52.1%/51.4%, 均位居世界第一。从船型上看, 2023 年中国在高附加值船领域取得重要突破, 中国交付 20 艘全球最大 24000 箱超大集装箱船、6 艘 LNG 运输船, 国产首艘大型邮轮“爱达·魔都号”交付运营, 但在大型 LNG 船领域, 与韩国相比, 未来仍有进一步提升空间。

5、投资建议

长周期看, 全球经济处于弱复苏态势, 且新一轮制造业产业转移有望推动造船长周期上行。中周期看, 船龄到期推动船舶更新需求上行, 但全球造船产能受限, 供需错配下, 造船价格持续上行, 同时叠加钢材价格下滑, 利好船企盈利提升。短周期看, 地缘冲突、环保政策趋严降低了船东的运输效率, 船东为保持原有运输能力预计将增强新船采购意愿, 催化造船短期需求上行。长中短三周期共振, 综合带动本轮造船大周期景气上行。

在当前船舶大周期上行背景下, 我们建议重点关注两个方向: 第一是受益于造船价持续



上行、行业集中度提升的造船企业龙头中国船舶和中国重工；第二是受益于船舶大周期上行的船舶动力系统龙头中国动力。

图表38：重点公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600150.SH	中国船舶	1359.0	1485	1.7	30.6	68.9	94.3	863.4	48.5	21.5
601989.SH	中国重工	932.6	1031	-22.1	-1.8	18.2	31.4	N/A	N/A	56.6
600482.SH	中国动力	430.1	447	3.3	7.2	17.2	25.9	134.2	61.7	26.0

来源：Wind，国金证券研究所（估值日期为2024年2月28日，中国重工采用wind一致预期）

5.1 中国船舶：全球造船行业龙头，国企改革扩大龙头优势

公司为全球船舶制造龙头企业，主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程、机电设备四大板块。造船业务方面，公司涵盖了各式军用舰船、军辅船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮以及各类特种船等民船船型；修船业务主要包括各类船型的常规修理及船舶改装工作，承修船型涵盖散货船、集装箱船、油船、工程船、科考船、海洋工程装备等；海洋工程包括半潜船、FPSO、海洋石油钻井平台等产品；机电设备产品包括风塔、脱硫塔、地铁盾构等。

公司下属四大船厂业务各有侧重，子公司覆盖完整船舶行业产业链。江南造船主营军舰建造、超大型集装箱船、LNG船、特种船等；外高桥造船以民船产品（散货船、集装箱船和大型油轮）、大型邮轮和海工平台建造为主；广船国际及中船澄西主营船舶修理改装及机电业务，此外广船国际还负责军辅船、特殊船型的建造。

图表39：中国船舶主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备板块



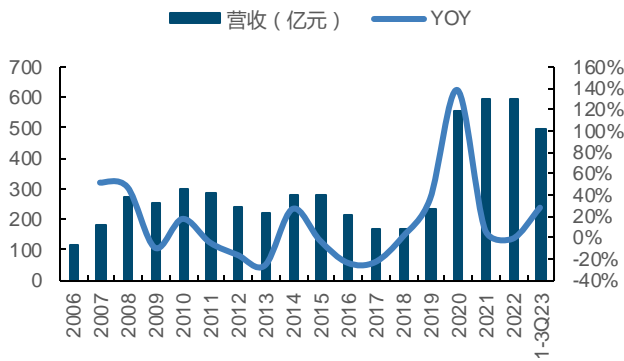
来源：中国船舶官网，中国船舶公告，国金证券研究所

历史业绩受周期影响较大，2023年业绩显著改善。

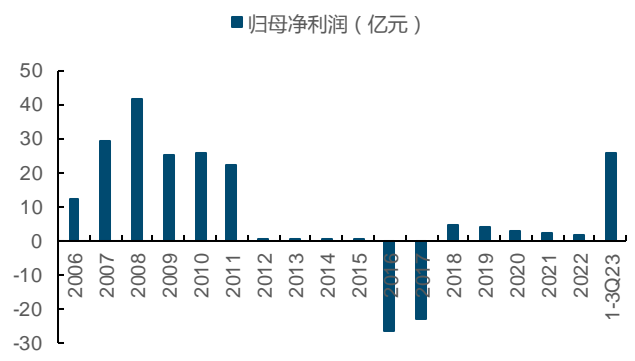
- 回顾历史，2006年公司完成重大资产重组后，伴随船舶行业景气度上行，业绩逐年增长，2008年归母净利润达到历史高点41.6亿元。其后，受船厂产能过剩、全球贸易需求下降等影响，船舶行业逐步进入下行期，公司依靠充足的在手订单，营收在2009-2011年仍维持在相对高位，但净利润下滑明显。2016-2017年由于对海工订单计提大额资产减值、新船市场成交低迷、价格下行，归母净利润分别亏损26.1、23.0亿元。
- 2019年公司收购江南造船、广船国际后，营收规模进入新台阶。2022年为解决柴油机同业竞争问题，公司向中国动力转让子公司中船动力控制权，实现投资收益约23亿元，增加归母净利润12亿元，中船动力不再纳入合并报表范围。根据2023年业绩预告，2023年公司实现归母净利润27-32亿元，同比增长1470.95%-1761.87%。全年处置海工平台和收到政府补助产生非经常性损益约32亿元，扣非后归母净利润为-5到0亿元，较22年减亏22.48-27.48亿元，业绩显著改善。



图表40: 1-3Q23 中国船舶营收同比增长 28.8%



图表41: 1-3Q23 中国船舶归母净利润达 25.61 亿元



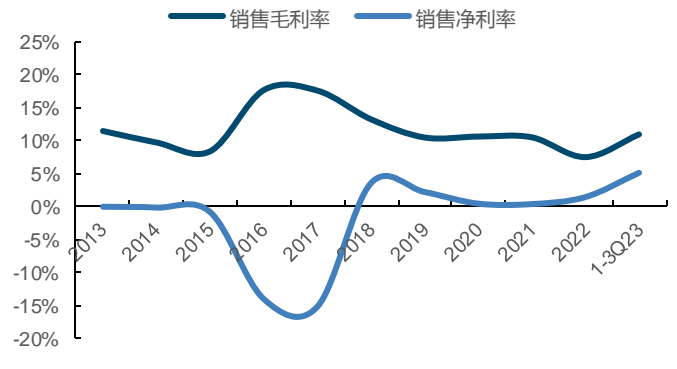
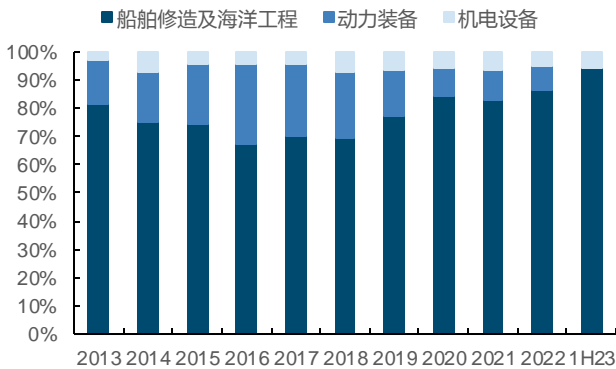
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

船舶造修及海洋工程贡献主要营收, 1-3Q23 盈利能力显著改善。根据中国船舶公告, 船舶造修及海洋工程业务贡献其主要营收, 2020 年以来收入占比稳定在 80%以上。2013 年以来, 公司毛利率保持在 10%左右。其中 2016-2017 年公司毛利率较高主要系美元汇率上升, 使得建造合同总收入增加; 同时叠加钢板价格下降, 完工船成本下降。同期净利率较低主要系借款增加, 利息支出增加, 以及人民币贬值, 汇兑损失增加导致费用率增加所致。1-3Q23 公司毛利率为 11.04%, 较 22 年同期提升 1.01pct; 净利率为 5.16%, 较 22 年同期提升 1.28pct, 盈利能力显著改善。未来随着高价船订单逐步交付和造船板价格持续下降, 公司盈利能力有望持续提升。

图表42: 船舶造修及海洋工程业务贡献中国船舶主要营收

图表43: 1-3Q23 中国船舶盈利能力显著改善



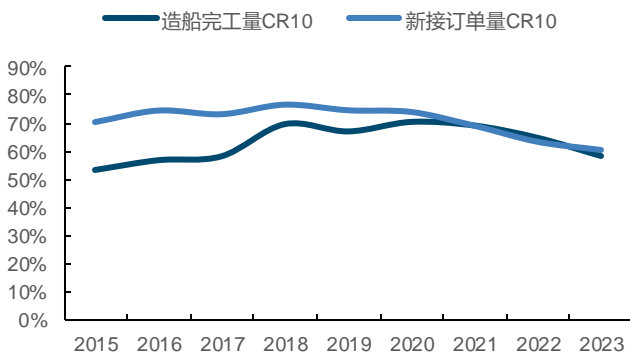
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

中国造船行业市场格局较为集中。根据中国船舶工业协会数据, 2023 年全国造船完工量前 10 家企业集中度为 58.4%, 新接订单量前 10 家企业集中度为 60.7%, 手持订单量前 10 家企业集中度为 65.8%。行业集中度近两年呈现小幅下滑趋势, 但整体仍保持在较高位置。

图表44: 我国船舶行业头部集中度较为明显

图表45: 2023 年我国造船完工量、新接订单量前 10 家



来源: 中国船舶工业行业协会, 国金证券研究所

造船完工量前10家

- 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

前10家集中度 58.4%

新接订单量前10家

- 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

前10家集中度 60.7%

来源: 中国船舶工业行业协会, 国金证券研究所

中国船舶为国内造船龙头, 1H23 新接订单全球份额超 10%。根据中国船舶工业行业协会, 2023 年中国造船完工前十家公司中, 中国船舶下属子公司外高桥造船、江南造船、广船



国际上榜；新接订单前十家中，下属子公司外高桥造船、中船澄西上榜。根据中国船舶公告，1H23 中国船舶承接民品船舶订单 88 艘/619.17 万载重吨，全球占比 10.67%，国内占比 16.38%；累计手持造船订单 264 艘/1933.78 万载重吨，全球占比 7.58%，国内占比 14.24%。

图表46：2018-1H23 中国船舶占全球、中国造船行业市场份额

	2018	2019	2020	2021	2022	1H23
新接订单量 (万载重吨)						
全球	9481	7829	7153	14168	10361	5801
中国	3448	3335	3222	7423	5612	3781
中国船舶	541.22	275.47	634.3	1211.17	450.77	619.17
中国船舶占全球份额 (%)	5.71%	3.52%	8.87%	8.55%	4.35%	10.67%
中国船舶占中国份额 (%)	15.70%	8.26%	19.69%	16.32%	8.03%	16.38%
手持订单量 (万载重吨)						
全球	22175	22823	20116	18094	23076	25518
中国	10124	9734	8941	8226	11259	13581
中国船舶	1311.86	938.35	1390.11	1993.43	1744.68	1933.78
中国船舶占全球份额 (%)	5.92%	4.11%	6.91%	11.02%	7.56%	7.58%
中国船舶占中国份额 (%)	12.96%	9.64%	15.55%	24.23%	15.50%	14.24%
造船完工量 (万载重吨)						
全球	8164	10022	8940	8704	8179	4642
中国	3584	3807	3825	4248	3960	2388
中国船舶	487.52	648.98	785.25	591.74	700.61	390.95
中国船舶占全球份额 (%)	5.97%	6.48%	8.78%	6.80%	8.57%	8.42%
中国船舶占中国份额 (%)	14.05%	17.59%	21.00%	14.27%	17.57%	16.37%

来源：Clarksons，中国船舶公告，国金证券研究所

国企改革带来催化，南北船合并扩大龙头优势。

➢ 新一轮国企改革开启，推动国企高质量发展。2023 年，新一轮国企改革开启，国资委提出“一利五率”，更注重央企的盈利能力和现金流能力。2024 年，国资委提出研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导央企负责人更重视所控股上市公司的市场表现；及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。本次国资委将市值管理纳入业绩考核后，有望进一步增强央企国企的经营质量、加大央企国企分红力度，央企的价值重估有望进入新阶段，公司有望充分受益。

图表47：2023 年以来国企改革政策频出

时间	部门	会议/文章	主要内容
23.01	国资委	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	央企考核指标“一增一稳四提升”：1)“一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速；2)“一稳”：资产负债率总体保持稳定；3)“四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。
23.02	国资委	《关于做好 2023 年中央企业投资管理 进一步扩大有效投资有关事项的通知》	要推动企业在培育壮大战略性新兴产业、加快传统产业改造升级、强化能源资源安全保障、形成“科技—产业—金融”良性循环等方面加大投资力度。
23.02	国新办	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	实施新一轮国企改革深化提升行动，主要考虑要抓好三个方面：一是加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；二是加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；三是加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业。
23.02	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	要针对工作中的突出问题和薄弱环节，科学谋划、周密组织，统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
23.03	国资委	国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动启动会议	1) 要突出效益效率，加快转变发展方式； 2) 突出创新驱动，提升基础研究能力； 3) 突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道； 4) 突出服务大局，积极对接区域重大战略和区域协调发展战略。
23.01	国资委	国务院新闻办公室发布会	国资委将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，来更好地回报投资者。



来源：中国政府网，国资委，国金证券研究所

- 国企改革倡导资产整合，“两船合并”助力集团高质量发展。2019 年经国务院批准，南北船实施联合重组新设中国船舶集团。联合重组后中国船舶集团将成为全球最大造船集团，注册资本 1100 亿元，资产总额 7900 亿元，拥有科研院所、企业单位和上市公司 147 家，员工 31 万人。南北船合并优化产能资源，减少无效竞争，进一步聚焦国家军民融合发展战略，提升集团全球竞争力。

图表48：南北船联合重组新设中国船舶集团



来源：中国船舶公告，国金证券研究所

- 集团承诺 5 年解决同业竞争问题，分板块推进内部整合。根据中国船舶公告，2021 年 6 月中国船舶集团承诺 5 年内解决南北船之间同业竞争问题。两船合并后，公司和中国动力在柴油机动力业务领域形成同业竞争，2022 年 8 月，公司和中国动力公告柴油机业务整合方案，公司将柴油机动力业务并入中国动力，进一步明确双方主业定位。此外，公司与中船防务、中国重工等在散货船、集装箱船及海工等产品仍存在同业竞争。公司作为船舶总装上市平台，未来有望受益于国企改革持续推进，龙头地位进一步增强。

图表49：“两船合并”采用集团层面与上市公司层面双行重组策略

时间	主要事件
2019 年 10 月	经国务院批准，国资委同意中船工业集团与中船重工集团实施联合重组，新设中国船舶集团
2019 年 11 月	中国船舶集团有限公司正式注册
2021 年 6 月	中国船舶集团做出承诺，5 年内解决南北船同业竞争问题
2021 年 8 月	两船重组境内外反垄断审查工作全面完成，两船重组各项工作进入实质性阶段
2021 年 10 月	中船工业集团与中船重工集团股权无偿划归中国船舶集团
2022 年 1 月	中船集团推动南北船动力业务整合，中国船舶、中船工业集团和中国动力拟以共计 100% 的中船动力的股权对中国动力新设立的中船柴油机增资，新设中船柴油机成为从事柴油机动力业务的合资公司
2022 年 8 月	中国动力全资子公司中船柴油机拟以自身股权及现金作为对价，分别向中国船舶、中船工业集团、中国动力、中船重工集团收购股权

来源：中国船舶公告，国金证券研究所

5.2 中国重工：舰船及配套设备龙头，23 年业绩大幅减亏

公司为舰船研发设计制造上市公司，主要业务涵盖海洋防务及海洋开发装备、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、战略新兴产业及其他等五大业务板块。从产品用途区分，公司核心业务包括海洋防务装备、海洋运输装备、海洋科考装备和海洋开发装备等；从领域区分，主要分为军品和民品两大领域，军品领域主要包括：航空母舰、潜艇、大中型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船等。民品领域包括散货船、集装箱船、油船、气船、海工船、科考船及其他装备等。



图表50：中国重工五大业务板块介绍

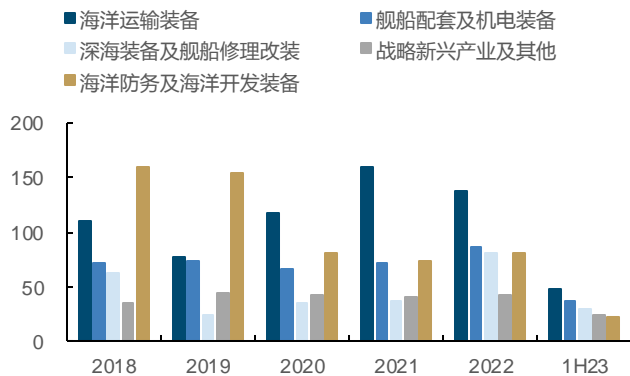
业务板块	介绍
海洋防务及海洋开发装备	海洋防务领域承担着我国航空母舰、各型驱逐舰、护卫舰、常规动力潜艇等各类海洋防务装备的研制生产任务；海洋开发装备领域，公司具备浮式生产储卸油船、特种工程船等海洋开发装备研制能力
海洋运输装备	拥有大连造船、武昌造船、北海造船等国际知名的现代化造船企业，业务覆盖整个船舶造修全周期产业链，形成了VLCC、万箱级集装箱船、超大型矿砂船、新能源运输船等多个优势船型
深海装备及舰船修理改装	深海装备产品包括载人潜水器支持母船、渔业综合体平台、大型智能化海洋牧场综合体平台、养殖工船、常规潜艇等；修理改装领域，公司积极承接油轮、集装箱船、挖泥船等高附加值船舶修理业务，承揽马士基、赫伯罗特等公司系列集装箱船绑扎桥加高改装项目
舰船配套及机电装备	船舶配套领域，公司大型船用螺旋桨、船用主轴、大型船用增压器、高压共轨系统等产品市场份额位居行业前列，旗下有大连船推、武汉重工、江增重工、重庆红江等多家核心配套单位。机电装备领域，公司产品涵盖石油石化等能源装备、交通装备及工程、水工装备等
战略新兴产业及其他	压载水处理系统、节能环保等领域，子公司青岛双瑞作为行业领军者，截至2022年，已在压载水处理领域已累计获订单超3500艘，交船超2500艘，在中大型船舶领域市场占有率全球第一；核电、智能装备领域，青岛双瑞连续中标中核田湾核电站、陆丰核电和三门核电等多个海水淡化项目

来源：中国重工公告，国金证券研究所

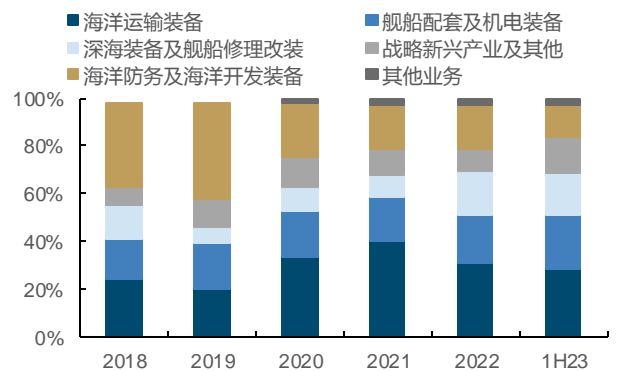
海洋运输装备贡献主要营收，深海装备及舰船修理业务增长迅速。公司收入以海洋运输装备为主，近年来收入占比在30%左右。2022年以来，深海装备及舰船修理业务增长迅速。其中2022年，公司在深海装备领域，子公司北海造船承担的全球首艘10万吨级智慧渔业大型养殖工船“国信1号”交付运营，创造了单船养殖规模最大等国内外记录。子公司大连造船积极承接油轮、集装箱船、挖泥船等高附加值船舶修理业务，修船完工量达396艘，创历史最高记录，综合带动2022年深海装备及舰船修理业务增长119.3%，收入占比由2021年的9.3%提升至18.2%。

图表51：海洋工程业务贡献中国重工主要营收（亿元）

图表52：1H23 海洋工程业务收入占比 28.5%

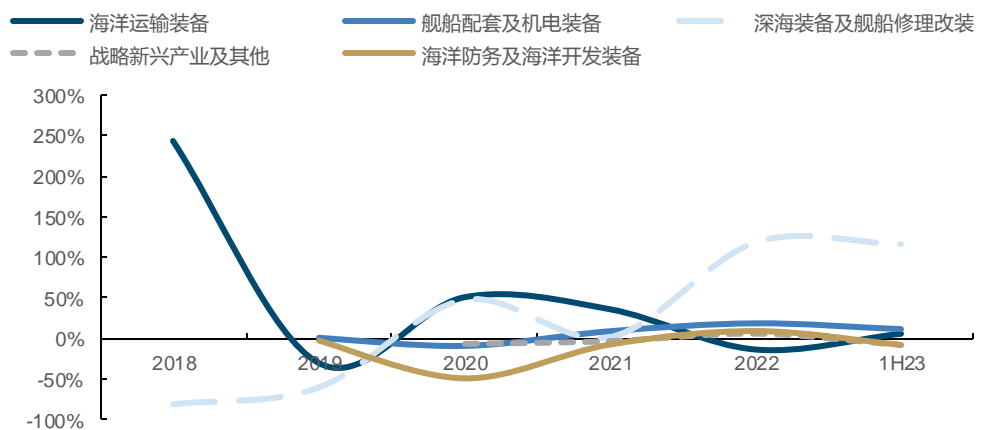


来源：iFind，国金证券研究所



来源：iFind，国金证券研究所

图表53：2022年以来深海装备及舰船修理业务增长迅速



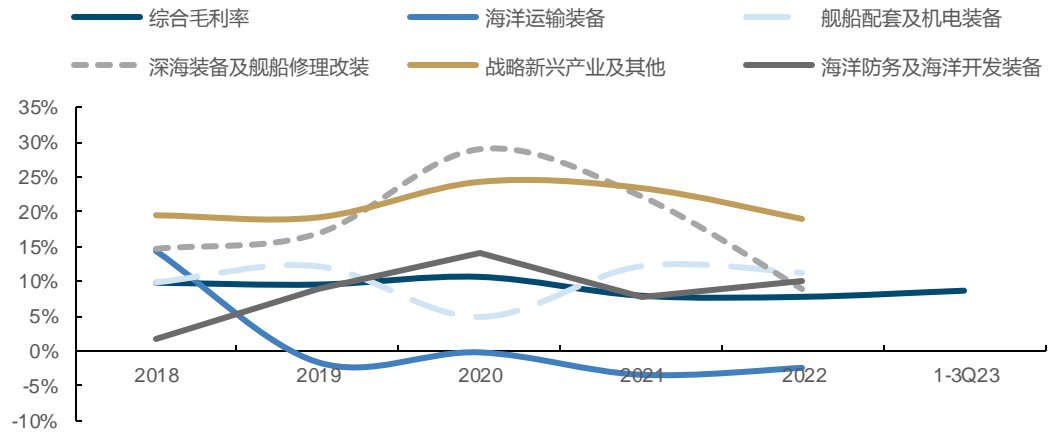
来源：iFind，国金证券研究所

公司毛利率相对稳定，1-3Q23 小幅提升至 8.71%。近年来，公司毛利率保持在 8% 左右，



2022 年为 7.79%，1-3Q23 提升至 8.71%，较 2022 年同期提升 3.22pct。1-3Q23 毛利率提升主要系海洋运输装备板块强化生产流程控制，不断缩短造船周期，以及公司持续推进成本工程，加强成本精细化管控，进一步推动提质增效。

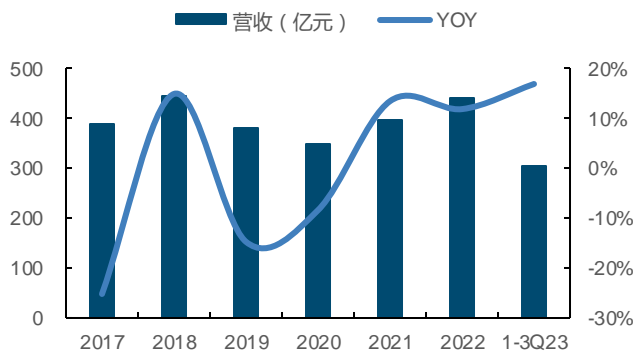
图表54：1H23 中国重工毛利率提升至 10.27%



来源：iFind，国金证券研究所

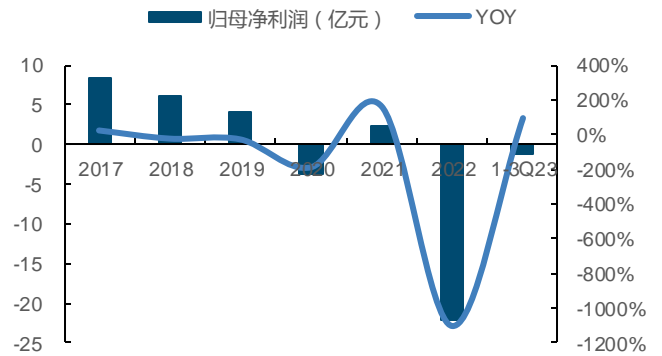
收入稳定增长，23 年业绩大幅减亏。2017-2022 年，公司营收由 387.76 亿元增长至 441.55 亿元，CAGR 为 2.63%，增长较为稳健。2022 年公司实现归母净利润-22.61 亿元，上年同期为 2.20 亿元，业绩显著下滑，主要系下属大连造船、武昌造船、北海造船等对部分民船建造合同及其他资产计提减值准备共-19.23 亿元所致。根据 2023 年业绩预告，2023 年由于公司以前年度承接的价格相对较低的民船建造订单陆续交付，产品毛利率有所改善；同时公司加强主建船型周期达标管理，生产效率提高；叠加公司推进“成本工程”，持续深化成本管控，全年预计实现归母净利润预计-8.8 亿元至-7.4 亿元，较 2022 年大幅减亏。

图表55：1-3Q23 中国重工收入增长 16.72%



来源：iFind，国金证券研究所

图表56：1-3Q23 中国重工归母净利润大幅减亏



来源：iFind，国金证券研究所

5.3 中国动力：国内动力装备龙头，柴油动力业务收入高增

布局八大业务，国内舰船动力及传动装备领军者。公司为国内舰船动力及传动装备主要生产商，业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电动力、柴油机动力、热气机动力、核动力设备等七大动力及相关辅机配套，主要产品包括燃气轮机，汽轮机，柴油机，电机、电控设备，蓄电池，热气机，核电特种设备，船用机械、港口机械，海工平台，齿轮箱等，主要应用于国防动力装备、陆上工业、船舶和海洋工程以及光伏、风电等新能源领域。



图表57：中国动力主营业务涵盖柴油动力、燃气动力、蒸汽动力、化学动力等



来源：中国动力公告，中国动力官网，国金证券研究所

图表58：中国动力主要业务及产品介绍

类别	相关应用	产品介绍
燃气动力	应用于船舶、工业驱动及发电、天然气、海上平台、移动/应急电源等领域。	民用领域，有 25MW 海上平台用双燃料燃气轮机发电机组、15-30MW 海上平台发电机组、30MW 级国产燃驱压缩机组、2.5MW-110MW 功率段产品供货能力；军用领域，有 6MW、25MW 燃机成型机组及涡轮增压机组等系列产品。
蒸汽动力	应用于舰船、电厂大机组、石油化工、煤炭化工、冶金等领域。	民用领域，公司有特种锅炉，中高背压汽轮机，光热再热汽轮机，低参数汽轮机等。军用领域，公司是我国唯一大型舰船用汽轮机装置总承单位。
柴油机动力	应用于各类船舶和各类电站、核应急装备、油田、特种车辆、工程机械等领域。	民用领域，有高、中、低速船用柴油机系列产品。军用领域，在海军中速、高速柴油机装备中占比超过 90%，是海军舰船主动力科研生产定点单位，承担大量海军装备制造任务。
综合电力	应用于多类船舶、风电安装平台等领域。	民用领域，有国内电力推进系统，有变频器、电动机、能量管理系统、推进操控系统等核心设备和系统。军用领域，公司承担了我国海军现役及在研的绝大部分电力推进装置的研制供货任务。
化学动力	应用于汽车电力、通讯、铁路、船舶、无人装备、储能、物流等领域。	民用领域，有铅蓄电池，起停蓄电池，大容量铅酸牵引电池，氢能与燃料电池。军用领域，有国内水面水下艇艇用电池、水中兵器动力电源及深海装备特种电源、装备用电池。
热气机动力	应用于分布式供能等发电领域。	有 50kW 燃气热气机发电机组、碟式太阳能发电机组、超临界二氧化碳布雷顿发电系统等产品。
核动力（设备）	均用于民用领域，主要包括核电工程设计、核电前后端工程和辐射监测。	有与中广核共建的核电站系统三维设计平台、国内核电站厂房辐射监测系统（KRT 系统）。
机电配套业务	应用于船舶动力配套、机械材料、能源、工程装备、海工、核电、环保等多个领域	有完整的船用齿轮箱产品系列，港口机械和焊接材料，锚绞机和舵机。

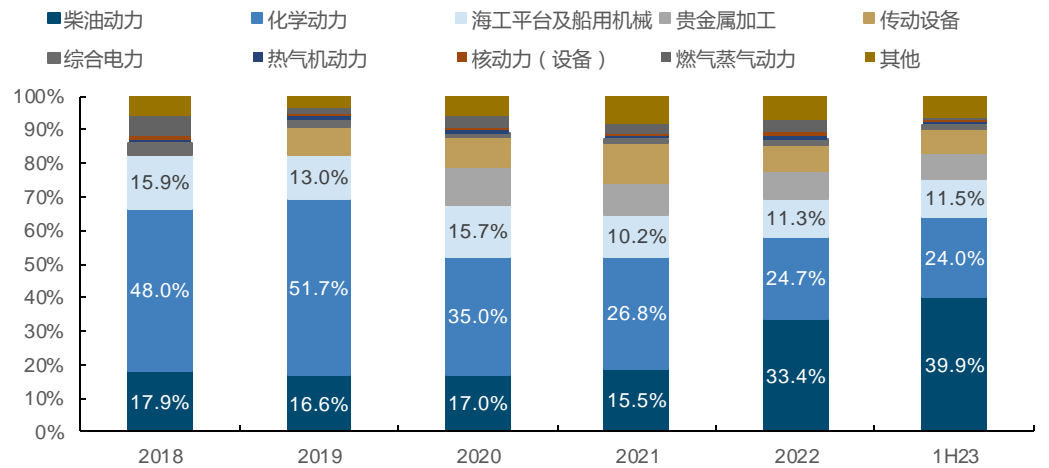
来源：中国动力公告，公司官网，国金证券研究所

柴油动力和化学动力贡献主要营收，综合毛利率稳定在 12% 左右。

- 2022 年公司完成柴油机动力业务重组，整体业务平稳发展，柴油动力实现营收 127.87 亿元，占比 33.76%，成为第一大业务。1H23 受益于船舶大周期向上，公司交付低速柴油机 188 台，完工订单 55.32 亿元，订单金额同比增长 88%，带动柴油动力业务实现收入 85 亿元，同比增长 218%，收入占比进一步提升至 40%。化学动力为第二大业务，1H23 公司获得一汽丰田、北京现代等多个项目定点，并在商用车市场实现了首批 500 套驻车空调锂电产品装车试运行，带动化学动力业务 1H23 实现收入 51.2 亿元，同比增长 25%，收入占比达 24%。
- 毛利率方面，2020 年以来公司毛利率稳定在 12% 左右。其中，热气动力毛利率相对较高，近年来稳定在 30% 左右。公司主要业务柴油动力和化学动力业务毛利率近年来均保持在 14% 左右，2022 年柴油动力和化学动力业务毛利率分别为 13.7% 和 14.1%。

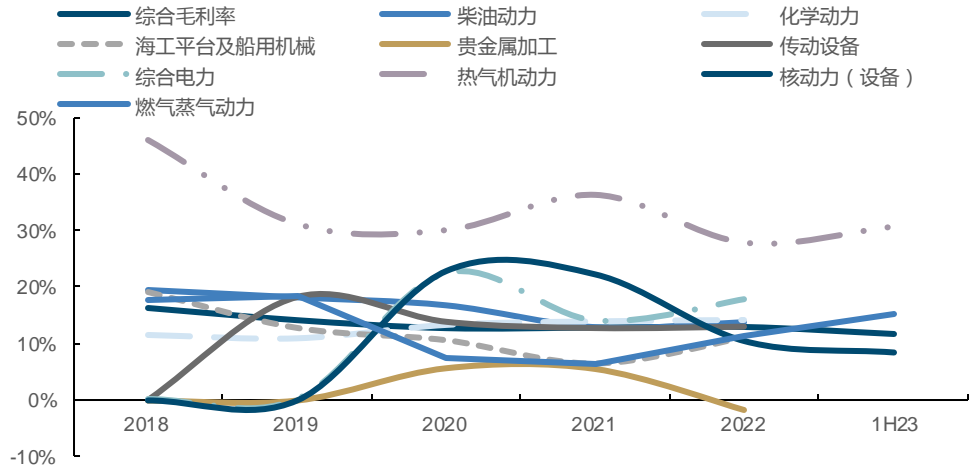


图表59: 柴油动力和化学动力贡献中国动力主要营收



来源: iFind, 国金证券研究所

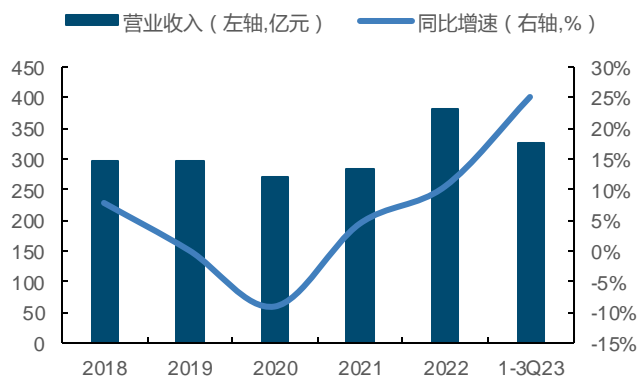
图表60: 中国动力近年来综合毛利率稳定在12%左右



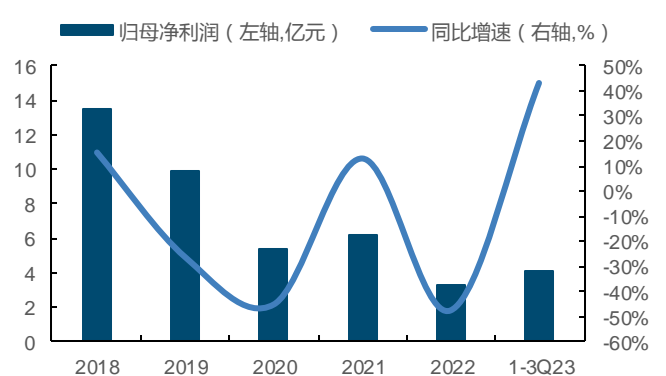
来源: iFind, 国金证券研究所

受益船舶周期上行, 23年业绩显著改善。2018-2022年, 公司营收从296.62亿元增长至382.98亿元, CAGR达6.6%。其中, 2022年由于柴油动力业务整合, 收入同比增长36%。23年前三季度, 受益船舶行业周期向上, 公司营收增长25%, 归母净利润增长43%。根据公司23年业绩预告, 23年由于船舶行业回暖, 柴油机订单大幅增长, 叠加船用低速发动机价格增长, 毛利率提升, 以及汇兑收益增长, 公司全年预计实现归母净利润6.5亿元到8.2亿元, 同比增长95.4%到146.5%, 业绩显著改善。

图表61: 1-3Q23 中国动力营收同比增长25%



图表62: 1-3Q23 中国动力归母净利润同比增长43%



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所



6、风险提示

- 原材料价格波动风险。钢材在船舶原材料成本中占比将近 70%，若未来钢材价格大幅波动则可能对船企经营业绩造成不利影响。
- 人民币汇率波动风险。船企建造合同多以外币结算，同时行业内主要公司中国船舶和中国重工海外收入占比均在 40%左右，如果未来汇率波动较大，可能影响船企经营业绩。
- 环保政策执行力度程度不及预期风险。若 IMO 和欧洲碳排放交易体系对环保政策的执行程度不够严格，那么环保法规对船东下单新船意愿的刺激作用将会减弱，拖累造船厂未来收入增速。
- 市场竞争加剧风险。中国整体新接船舶订单份额领先韩国，但在 LNG 船领域韩国具备领先优势，如果未来两国在 LNG 船领域竞争加剧，则会影响企业的盈利和现金流水平。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究