

证券研究报告

2024年05月24日

行业报告：行业深度研究

专用设备

船舶制造：油运淡季不淡，油轮征途再起！

作者：

分析师 朱晔 SAC执业证书编号：S1110522080001



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1) 量价视角：油轮主驱，散货可期

订单情况：油轮份额扩大，散货份额可期。2021-2022年新增订单占比均小于5%的油轮（>1万载重吨）市场出现急速复苏显现，2023年新增订单同比+410.5%，份额占比达22.1%；手持订单份额重回10.8%。

高频量价：油轮订单不断攀升，集装箱船进入交付周期。本轮主流船型船价从2021年初开始进入连续上涨趋势，2024年预计完成此前较低价格订单交付，逐步进入高价订单交付周期，船厂利润或将出现逐季连续改善。

2) 油轮视角：供需支撑，扰动加速

运价支撑：油轮市场依旧强劲，运价提供支撑：2024Q1运价保持高位较高水平，平均约47000美元/天（较2023年平均水平增长约15%）；克拉克森认为全球原油贸易量增长、红海事件、油轮船队运力增长有限等因子预计继续为油轮市场提供支撑。

原油油轮：根据克拉克森预测，在大西洋-亚洲长途贸易强增长推动下，2024/25年原油油轮需求预计增加2.5%/4.2%，而同期运力供给仅增加0.0%/0.9%；VLCC油轮2024/2025年DWT需求约为+2.7%/4.8%，而运力供给仅为-0.3%/0.2%。

产品油轮：根据克拉克森预测，2024/25年产品油油轮需求预计增加6.2%/1.2%；随着近期订单增加，2024/2025年运力供给预计分别为1.7%/4.7%，届时成品油油轮供需或将缓解，但运价预计保持历史稳定水平。

竞争格局：中国船厂为主要供给，希腊船东为主要需求。根据克拉克森数据，中国/韩国油轮手持订单占比分别为64%/21%；而希腊船东在23年减少油轮运力的同时增加了油轮新船订单，在手订单持续陡峭增长，截止2024M4，其占手持订单42%的份额。

建议关注：中国船舶、中国重工。

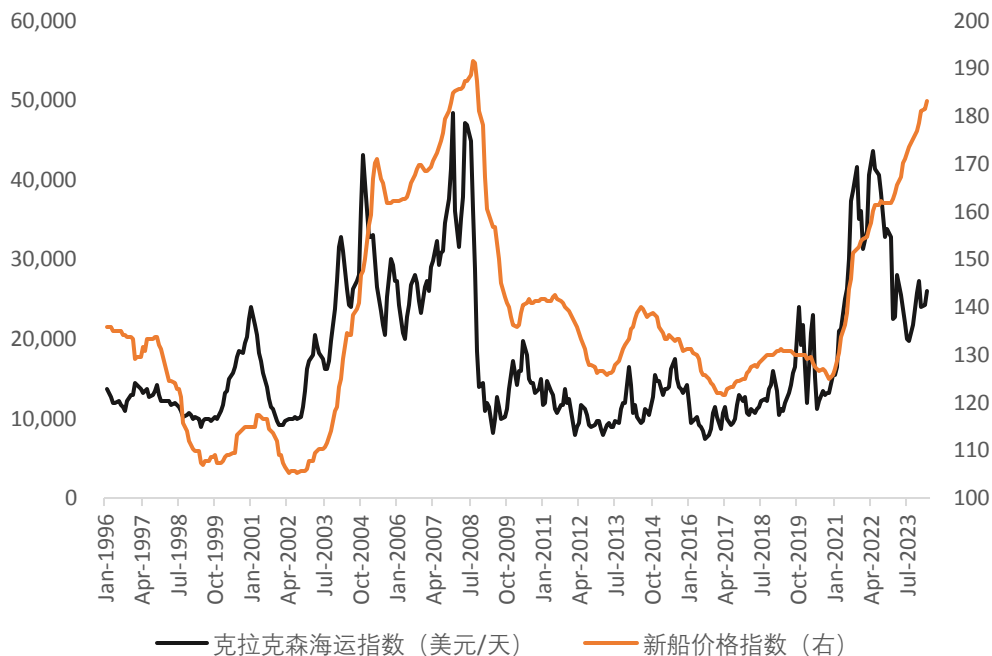
风险提示：市场环境风险、安全生产风险、成本上涨风险等。

1 量价视角：油轮主驱，散货可期

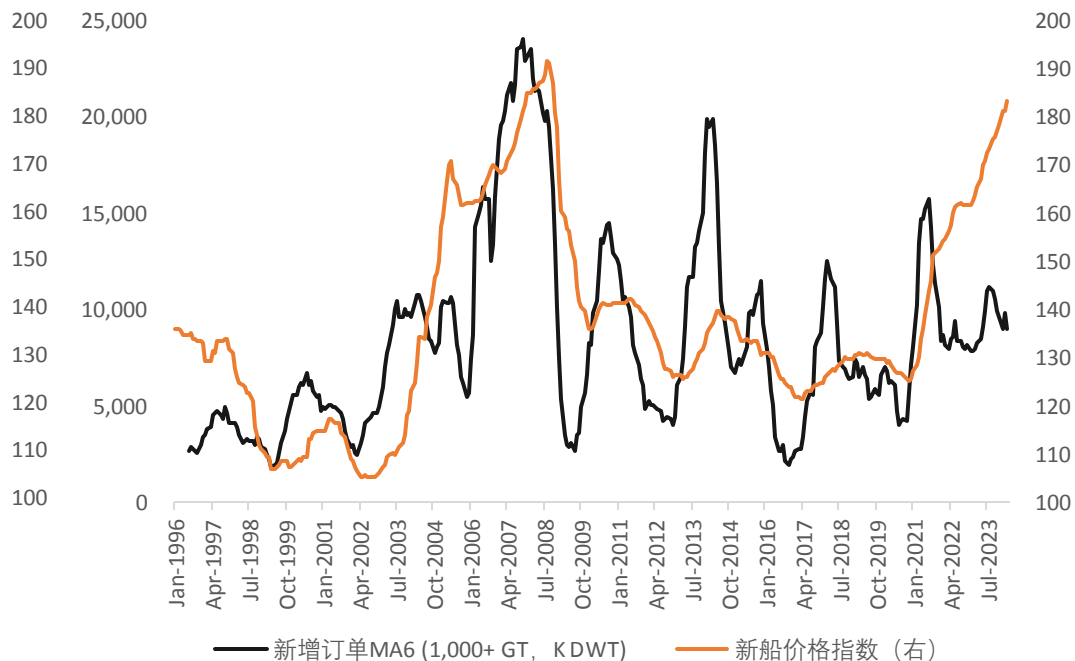
1.1 量价拟合：船价与运价相关性较强，在手订单趋势性显著

- **新船价格指数与海运价格指数：**通过复盘历史数据，克拉克森新船价格指数代表的船舶价格和海运指数代表的航运价格相关性较强，整体向着相同的方向变化，但本轮周期中从2022年5月份开始航运价格和船舶价格走势出现了背离。
- **新船价格指数与新增订单：**通过拟合历史新船价格指数和新增订单情况，我们发现新增订单多数时间波动方向围绕新船价格波动方向而波动，但新增订单短周期波动幅度大于新船价格指数，多表现为回调深度更深。

图：1996-2024年克拉克森海运指数和新船价格指数拟合情况



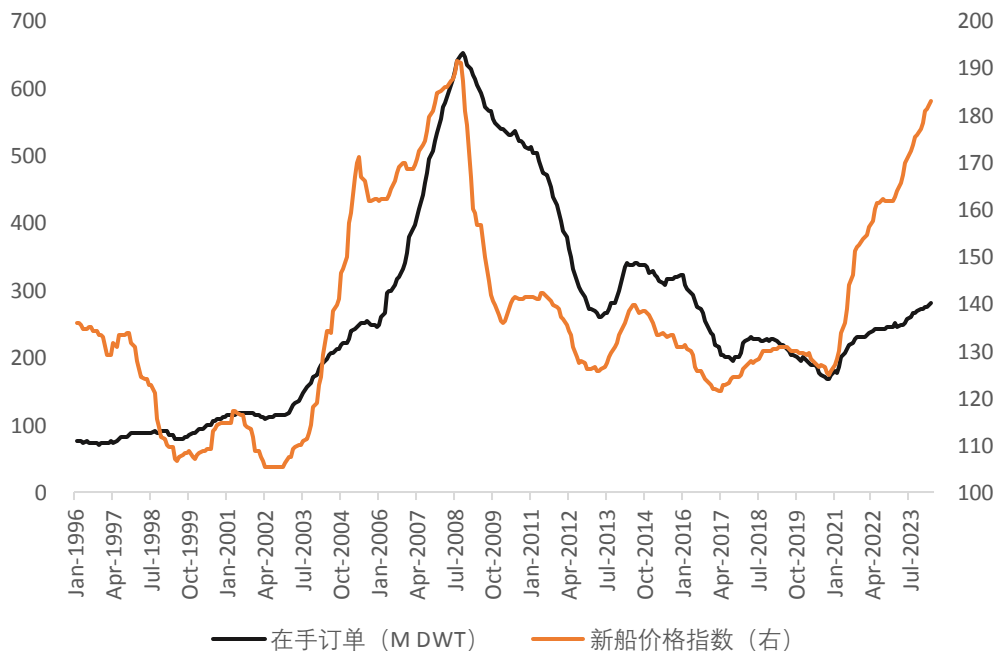
图：1996-2024年克拉克森新船价格指数和新增订单拟合情况



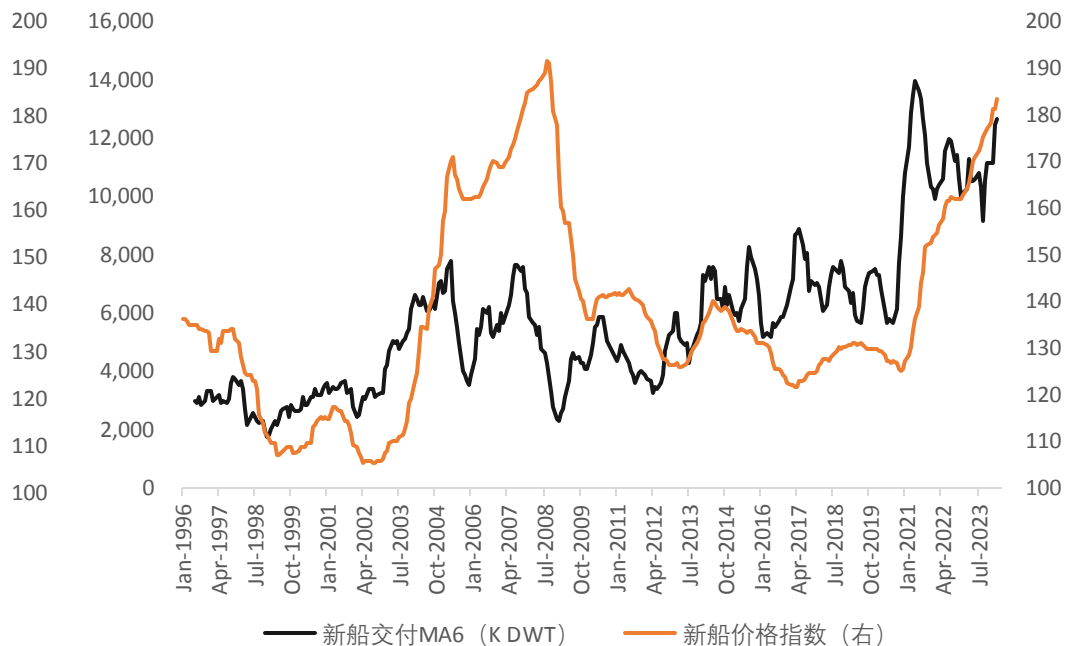
1.1 量价拟合：船价与运价相关性较强，在手订单趋势性显著

- **新船价格指数与手持订单：**不同与其他指标，手持订单因为其累计属性使得其短期波动较小，中长期方向性较为明确，可以发现自2002年以来在手订单和新船价格指数的拐点总是同步出现；2020M11-2024M3期间，新船价格指数上涨46.5%，在手订单上涨66.8%。
- **上轮船价上行周期从2002M4持续到2008M8，共计77个月；本轮船价上行周期从2020M11开始，截止2024M5已经进行43个月；24年5月3日，克拉克森新船价格指数为184.8，仍未突破2008年高点。**

图：1996-2024年克拉克森新船价格指数与在手订单情况



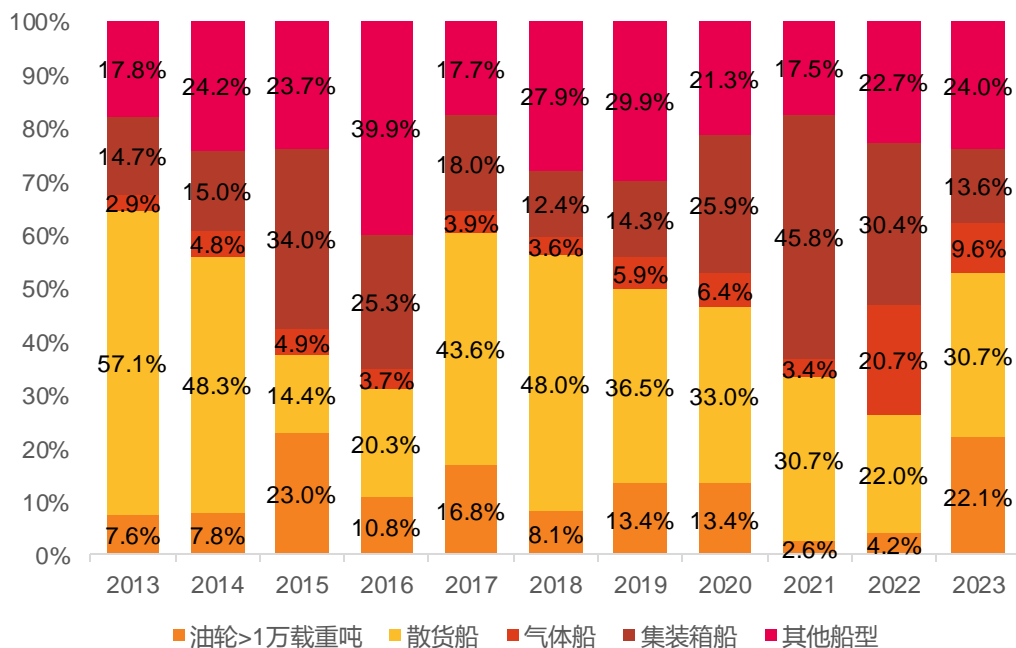
图：1996-2024年克拉克森新船价格指数和新船交付拟合情况



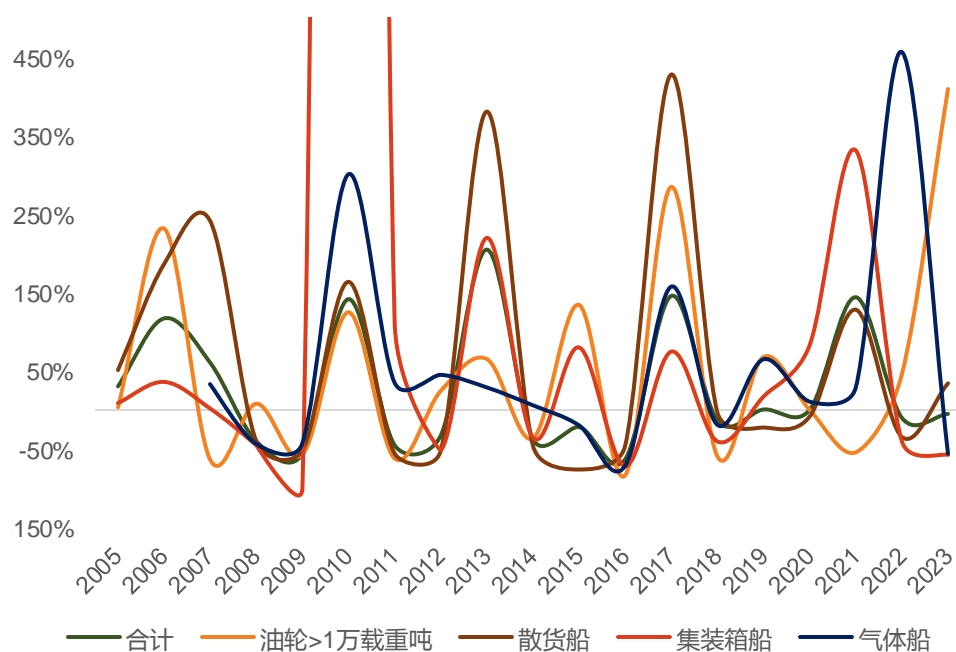
1.2 新增订单：轮动特点显著，油轮大幅增加

- **船型轮动复苏特点显著**：与以往造船短周期船型共振现象不同，本轮市场复苏以来船型轮动的特点明显；某种船型的集中下单又会对该船型的发展周期产生微妙变化，成为一轮新周期的起点。
- **油轮新增订单大幅增加**：2023年集装箱船订单在经历2021-2022年大量订单后份额缩小至13.6%；与此同时，2021-2022年新增订单占比均小于5%的油轮（>1万载重吨）市场出现急速复苏显现，2023年新增订单同比+410.5%，份额占比达22.1%。

图：2013-2023年新增订单船型分布情况（CGT口径）



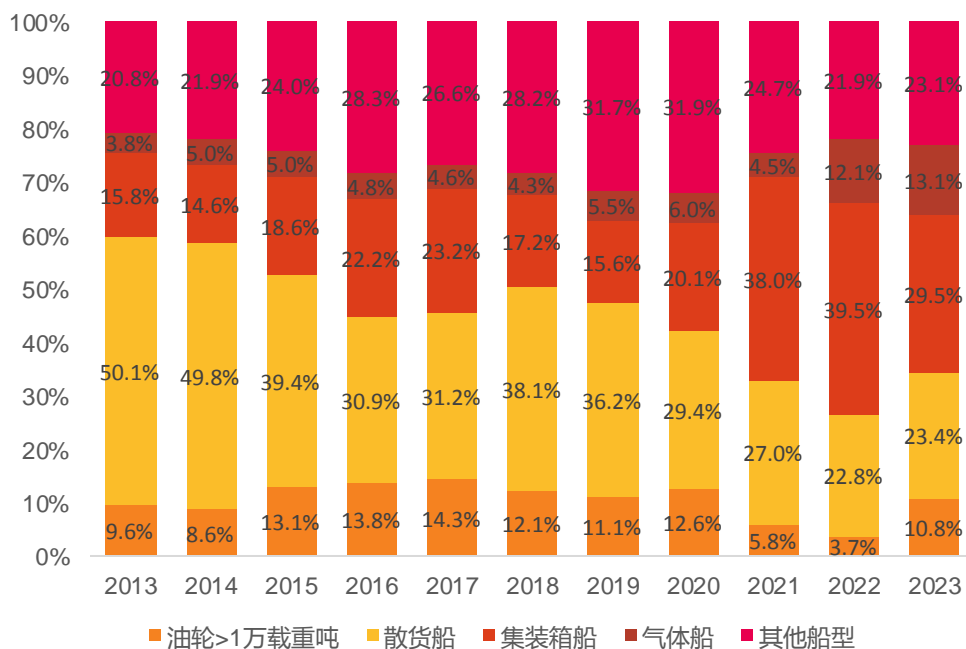
图：2005-2023年新增订单分船型同比增速（CGT口径）



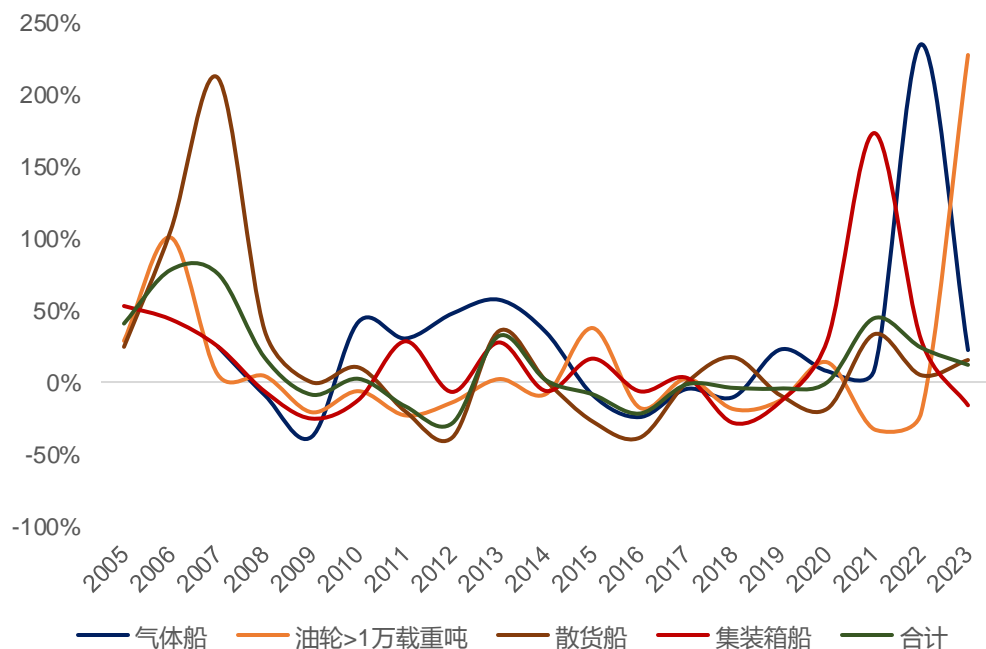
1.3 手持订单：油轮份额扩大，散货份额可期

- **散货船份额处于十年低位：**与上轮周期不同，本轮船舶周期中散货船在手订单份额呈下降趋势，从2013年50.1%减少至2023年23.4%；而且散货船在手订单本轮周期波动幅度小于集装箱船、气体船、油轮（>1万载重吨）。
- **油轮份额回升，气体船份额继续扩大：**气体船手持订单量2023年增幅为21.7%，没有延续2022年的高速增长，订单同比增速低于交付增速；油轮份额在经历了2021-2022年低份额后，2023年新增订单大幅增长，手持订单份额重回10.8%。

图：2013-2023年手持订单船型分布情况（CGT口径）



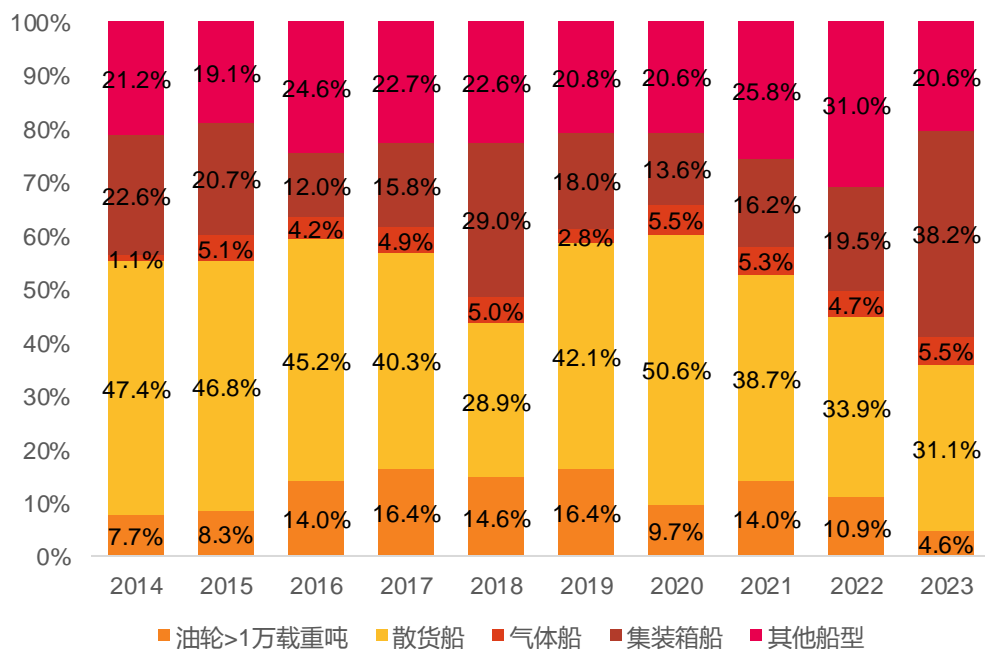
图：2005-2023年手持订单分船型同比增速（CGT口径）



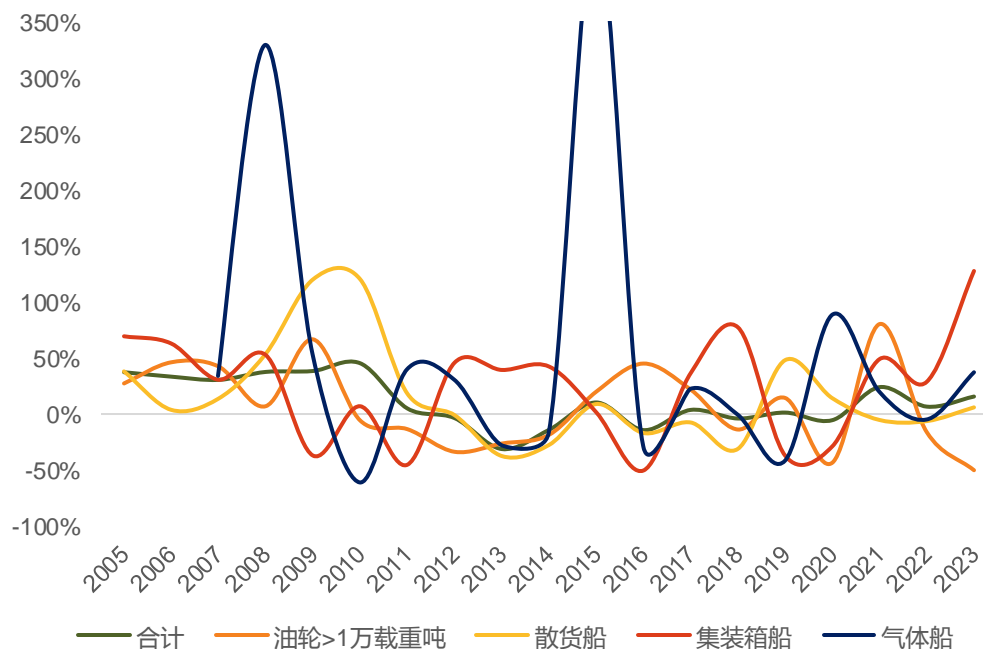
1.4 新船交付：交付能力持续提升，集装箱船加速交付

- **交付能力持续提升：**新船交付量自2021年以来连续三年增长，我们认为主流船厂在当前手持订单饱满的情况下，或将继续提升交付能力。
- **集装箱船加速交付，油轮交付量大幅下降：**随着前期订单逐步交付，集装箱船进入交付周期，2023年交付新船达670.8万修正总吨，同比+127.4%；相反油轮因2021-2022年订单大幅下降，2023年油轮（>1万载重吨）交付份额仅占4.6%，为2004-2023年最低水平。

图：2014-2023年交付新船船型分布情况（CGT口径）



图：2005-2023年交付新船分船型同比增速（CGT口径）



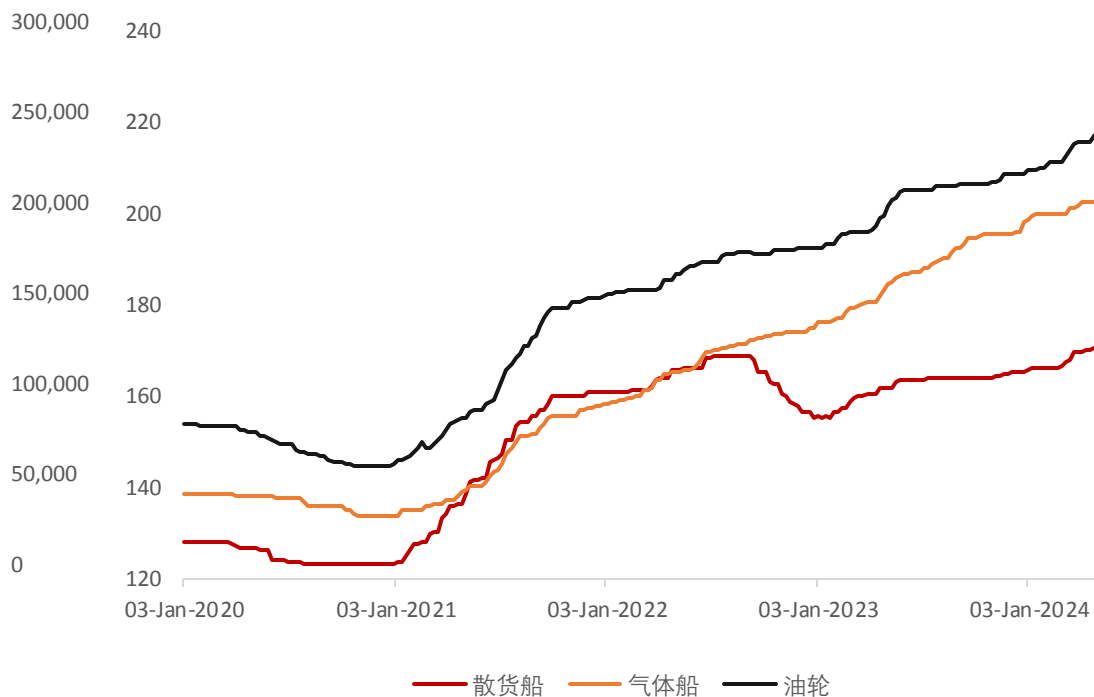
1.5 高频价格：运价回调不阻船价上行，即将进入高价订单交付周期

- 目前各船型运价都从2022年高位区间发生了不同程度的回调，但2024M5整体克拉克森海运指数仍处于2009年以来87.4%分位，持续高运价给船东带来的利润空间增加船东下单需求，在产能有限的情况下不断推高新船价格。
- 本轮主流船型船价从2021年初开始进入连续上涨趋势，我们认为2024年预计完成此前较低价格订单交付，逐步进入高价订单交付周期，船厂利润或将出现逐季连续改善。

图：各船型即期收益情况（美元/日）



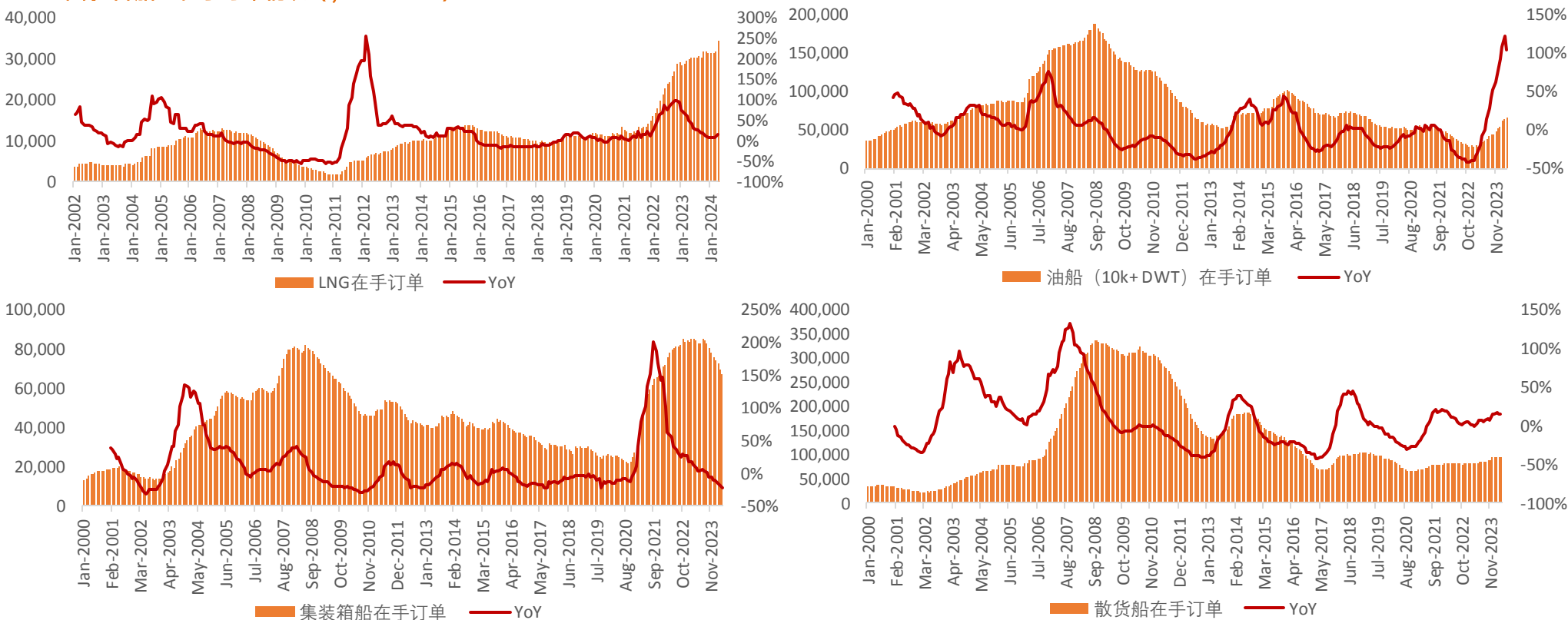
图：各船型新船价格（指数）情况



1.6 高频订单：油船订单不断攀升，集装箱船进入交付周期

- **集装箱船**：2024M4新签订单累计同比-57.48%，新船交付累计同比+103.54%，在手订单累计同比-20.95%，环比-4.17%；
- **油船**：2024M4新签订单累计同比+63.05%，新船交付累计同比-67.00%，在手订单累计同比+104.63%，环比+6.21%
- **散货船**：2024M4新签订单累计同比-21.40%，新船交付累计同比-9.84%，在手订单累计同比+15.19%，环比+6.49%；
- **LNG船**：2024M4新签订单累计同比+129.91%，新船交付累计同比+20.54%，在手订单累计同比+15.14%，环比+8.49%。

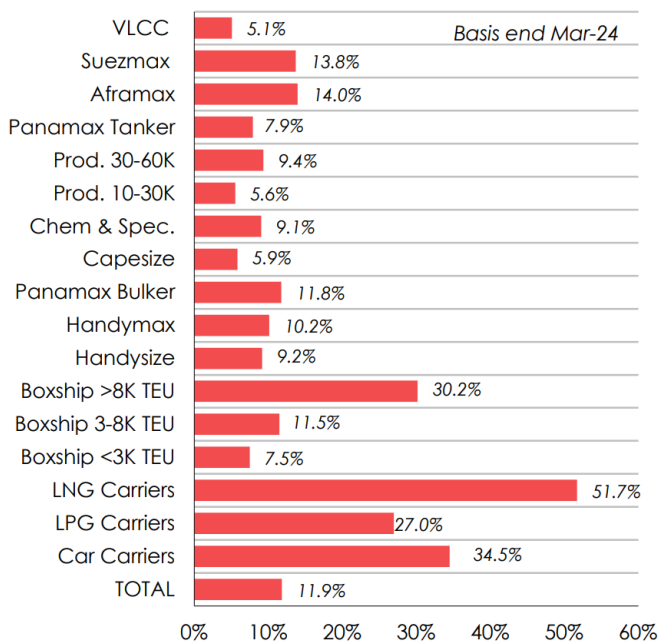
图：各船型在手订单情况 (,000 DWT)



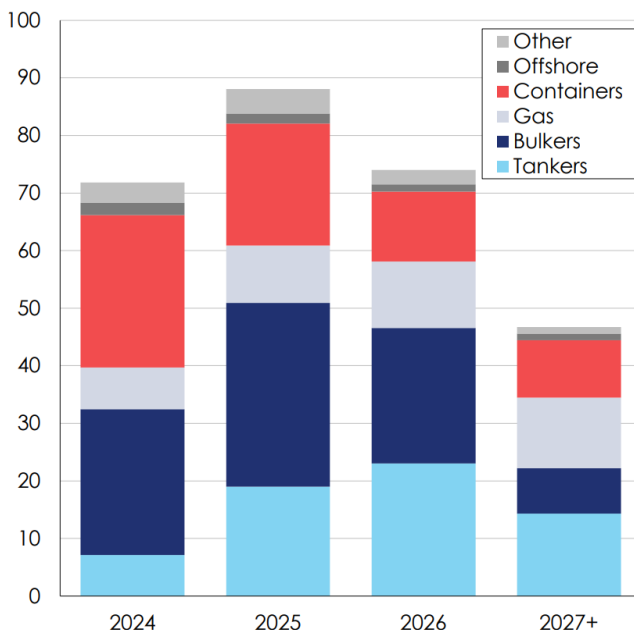
1.6 高频订单：油船订单不断攀升，集装箱船进入交付周期

- **各船型梯次进攻：**本轮周期需求特点表现为各船型梯次进攻，目前在手订单/运力仍较低的船型主要集中在原油油轮和散货船型中；而且根据在手订单展望交付进程，2024年油轮交付量依旧低迷，或将加速油轮正常补充运力需求兑现。
- **从拆船市场看：**无论是从DWT的绝对数量口径还是拆船量/运力的相对数量口径，从2022年到2024M3拆船量始终处于下降趋势，我们认为侧面说明近几年老旧船舶淘汰更新推迟而造成拆船市场低迷，随着积压老旧淘汰船舶需求进入更新周期，拆船量将与新船订单出现同步上升趋势。

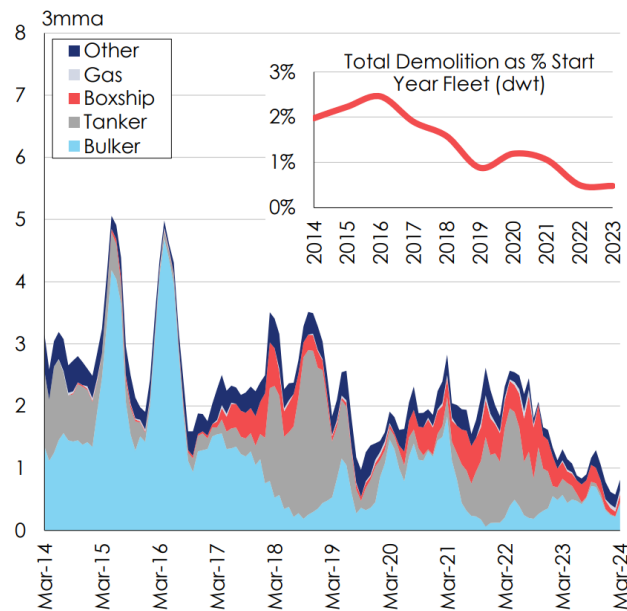
图：各船型在手订单/运力情况（DWT）



图：在手订单交付预期（M. DWT）



图：拆船量趋势（M. DWT）



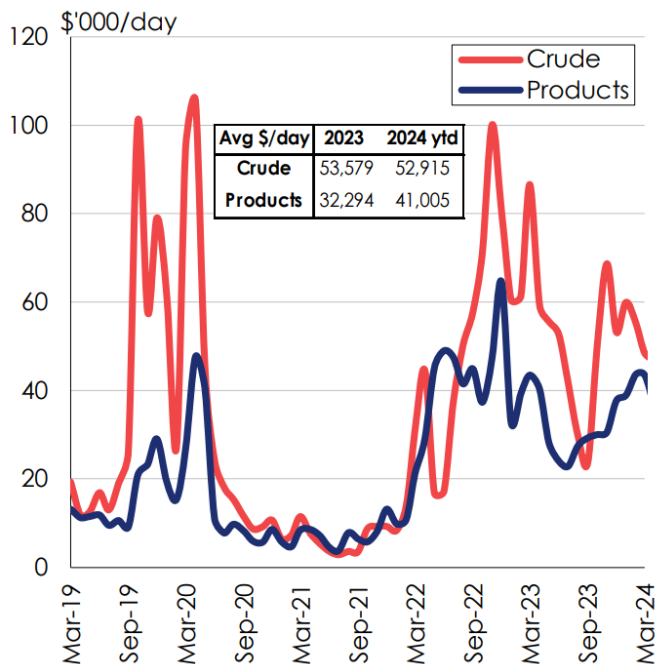
2

油轮视角：供需支撑，扰动加速

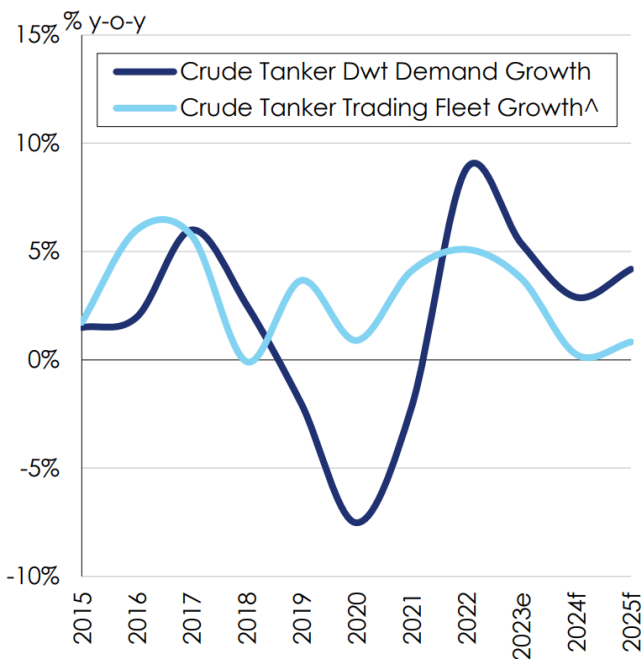
1.1 市场概况：需求预期增长，运价提供支持

- **油轮市场依旧强劲，运价提供支持：**2024Q1运价保持高位较高水平，平均约47000美元/天（较2023年平均水平增长约15%）；克拉克森认为，全球原油贸易量增长、红海事件、油轮船队运力增长有限等因子预计继续为油轮市场提供支持。
- **红海事件影响仍在继续：**根据克拉克森数据，以DWT口径计算，（2024年0413-0419）周苏伊士原油油轮过境量较23年平均水平低33%，成品油油轮较23年平均水平低41%；而达到好望角的原油油轮较23年平均水平增22%，产品油油轮增217%。
- **克拉克森预测2024/2025年油轮DWT需求增加约为3.4%/3.4%，而运力供给增加仅为0.5%/2.0%，供需情况或将继续紧张。**

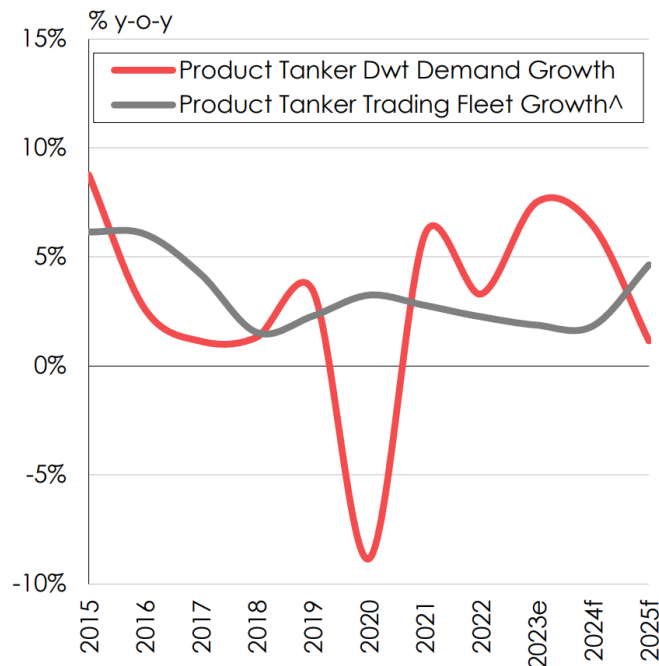
图：油轮收益情况



图：原油油轮市场供给情况



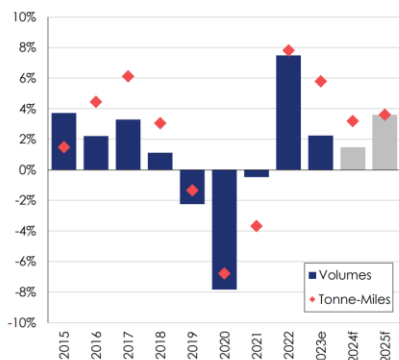
图：成品油轮市场供给情况



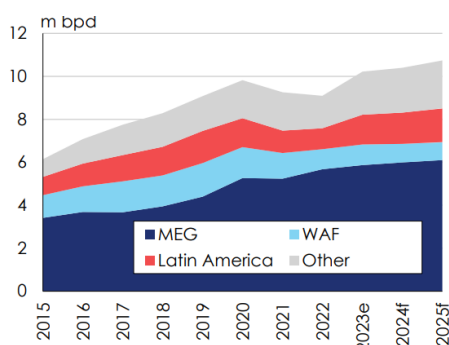
1.2 油运需求：原油需求持续增长，产品油增长或将放缓

- **原油海运需求持续增长**：根据克拉克森数据，无论是从量还是吨海里需求，原油海运24/25年都保持持续增长态势；从进口端看，中国和印度进口增长较多；从出口端看，西非出口量呈下降趋势，而北美呈现增长趋势。
- **产品油海运需求或将放缓**：而产品油量需求亦持续增长，但吨海里需求增长或将在2025年放缓。

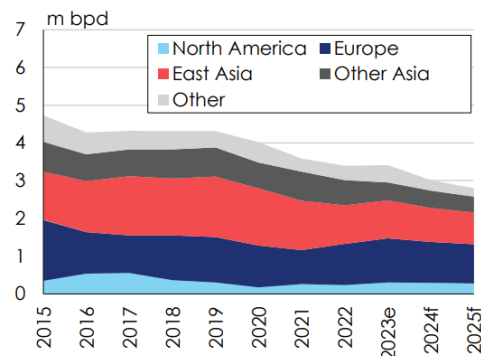
图：原油海运情况



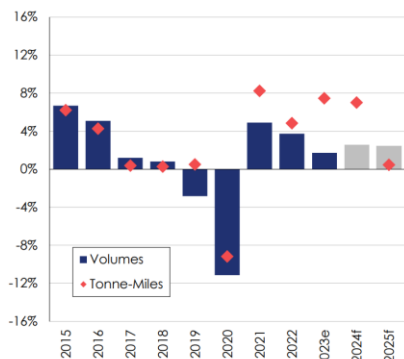
图：中国原油进口情况



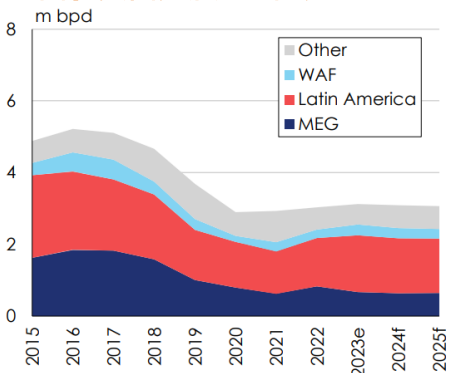
图：西非原油出口情况



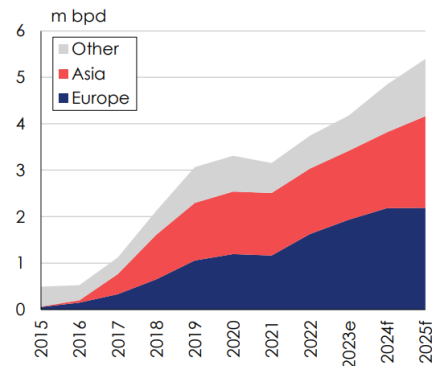
图：产品油海运情况



图：美国原油进口情况



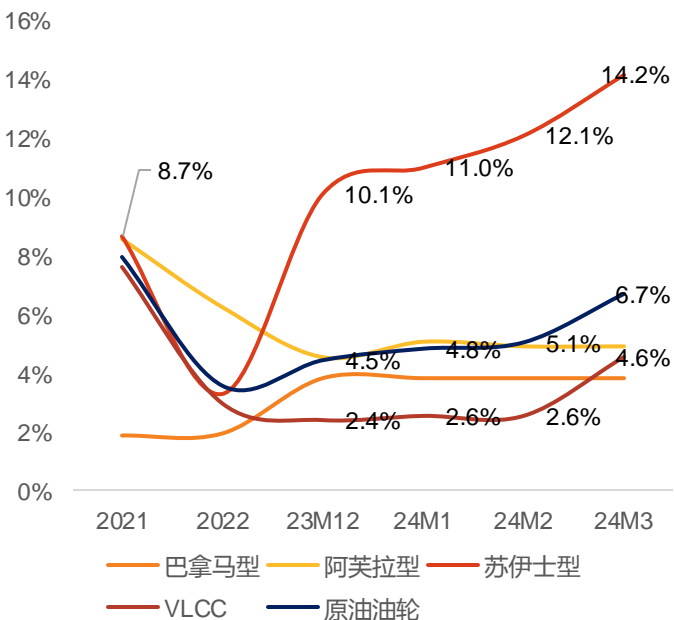
图：北美原油出口情况



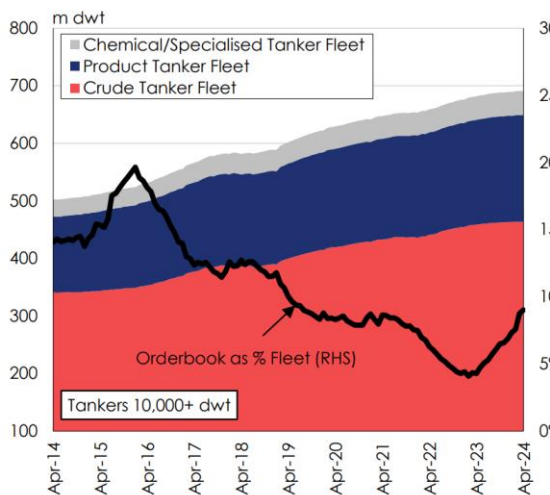
1.3 订单情况：在手订单回升，替换需求或将出现

- 订单情况：**根据克拉克森数据，虽然油轮在手订单/运力自2023年筑底回升，但仍处于低位区间；以DWT口径计算，原油和成品油在手订单/运力分别为7%和14%，2023年产品油油轮在手订单/运力率先爬升，其中LR2船型订单增长最为显著，而原油油轮中仅有苏伊士船型在手订单/运力出现较大爬升，VLCC船型正在逐步爬升，我们认为VLCC船型订单或将持续增加以补充运力。

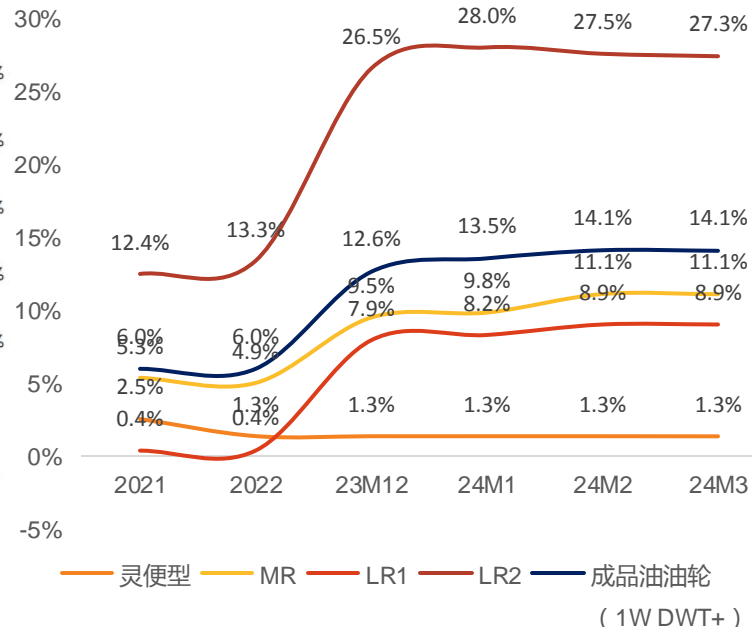
图：原油油轮在手订单/运力情况



图：油轮在手订单/运力情况



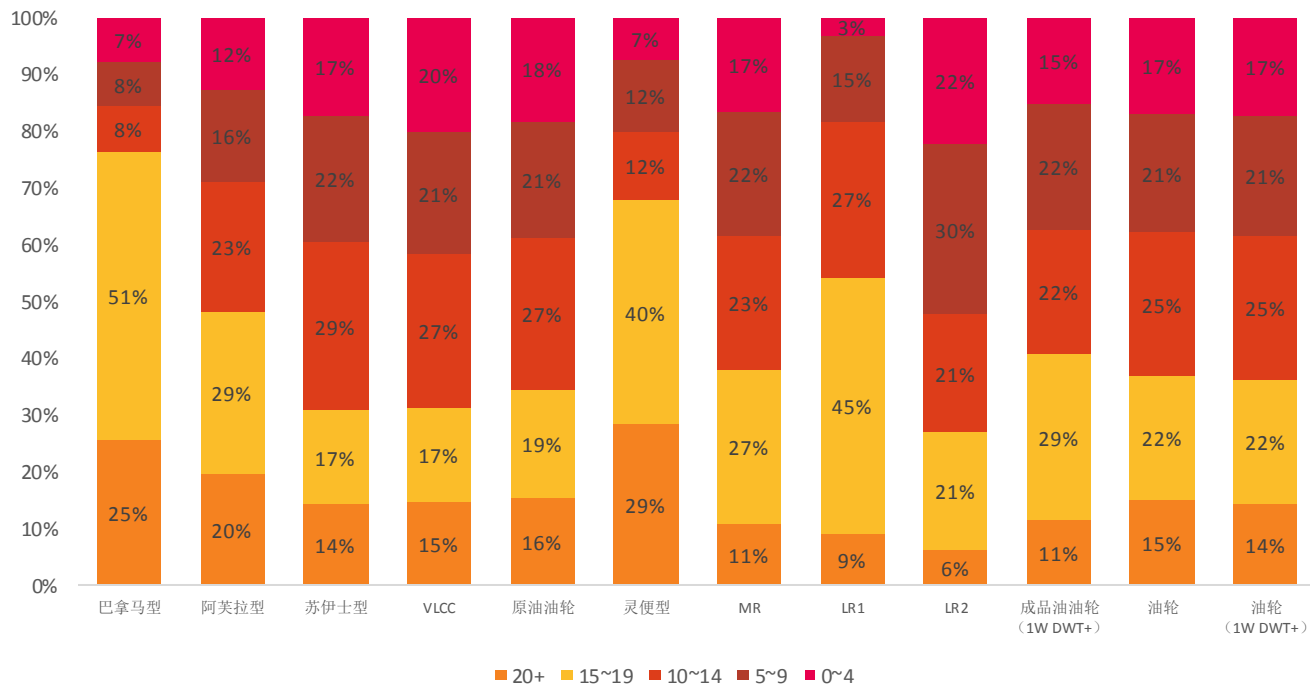
图：产品油油轮在手订单/运力情况



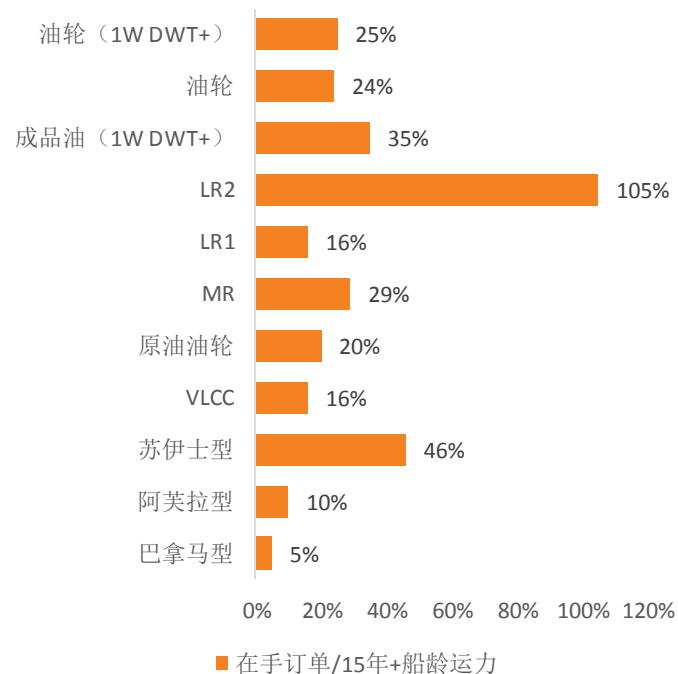
1.3 订单情况：在手订单回升，替换需求或将出现

- **老龄化情况：**根据克拉克森数据，整体油轮20+年船龄以上运力占比达15%，原油油轮老化程度大于成品油油轮；原油油轮中目前运力老龄化最严重的是巴拿马型。
- **从在手订单/15年+船龄运力看，**原油油轮比例显著低于成品油油轮，原油油轮中巴拿马型仅为5%，阿芙拉型/VLCC分别为10%/16%。

图：油轮船龄情况（年）



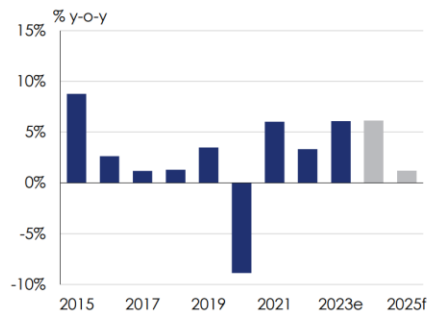
图：油轮在手订单/老龄化运力情况



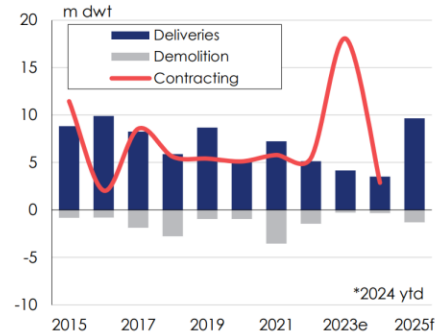
1.4 产品油轮：订单陆续兑现，供需或将缓解

- **成品油轮市场：**根据克拉克森预测，2024/25年产品油油轮需求预计增加6.2%/1.2%；随着近期订单增加，2024/2025年运力供给预计分别为1.7%/4.7%，届时成品油油轮供需或将缓解，但运价预计保持历史稳定水平。
- **订单情况：**根据克拉克森数据，全球2023年年底产品油油轮（2.5~5.5万dwt）在手订单/新增订单较2022年同期+96.2%/123.1%，而2024M3在手订单较2023年年底增加11.8%。

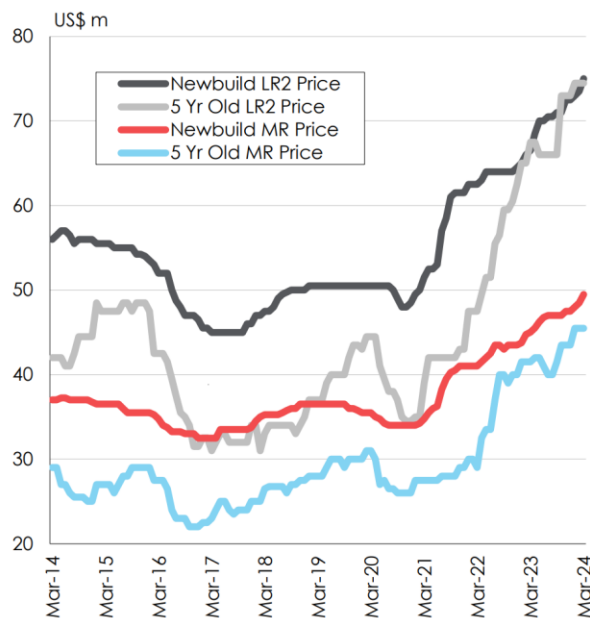
图：产品油油轮需求情况



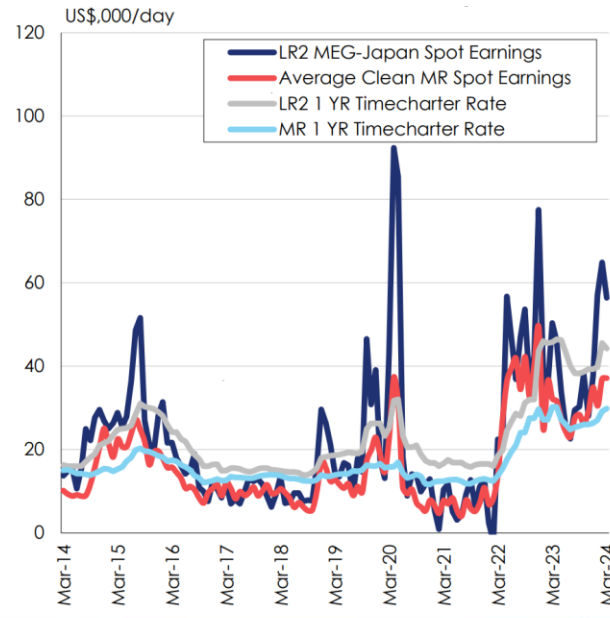
图：产品油油轮供给情况



图：产品油油轮价格情况



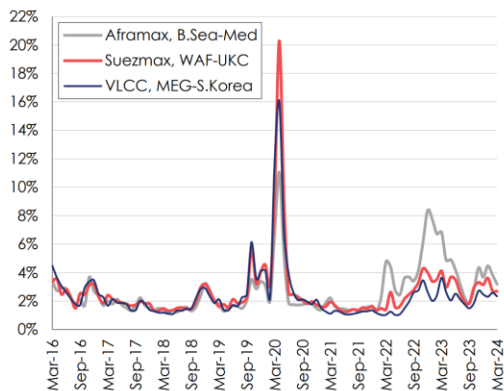
图：产品油油轮运价情况



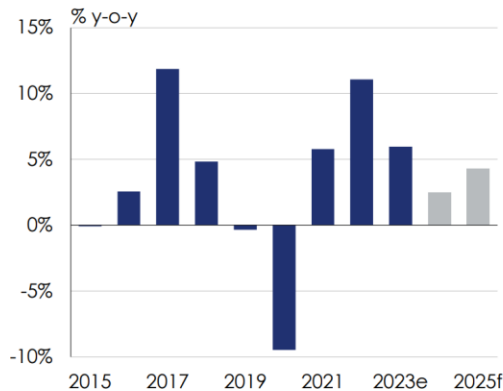
1.5 原油油轮：需求持续增加，供给补充迟缓

- 原油油轮市场：**根据克拉克森预测，在大西洋-亚洲长途贸易强增长推动下，2024/25年原油油轮需求预计增加2.5%/4.2%，而同期运力供给仅增加0.0%/0.9%；DWT口径下，全球2024M3苏伊士型/阿芙拉型油轮在手订单较2022年底+335.3%/61.7%，23年新增订单分别同比+435.3%/217.1%

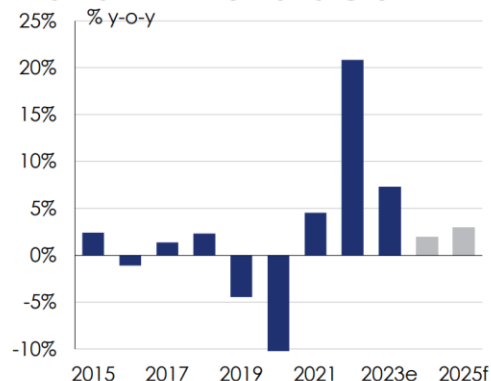
图：原油油轮运费/运输成本



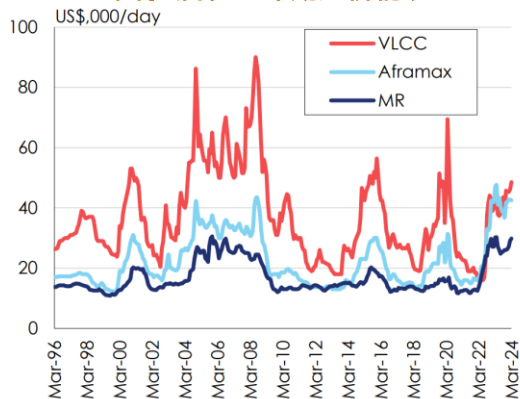
图：苏伊士型需求情况



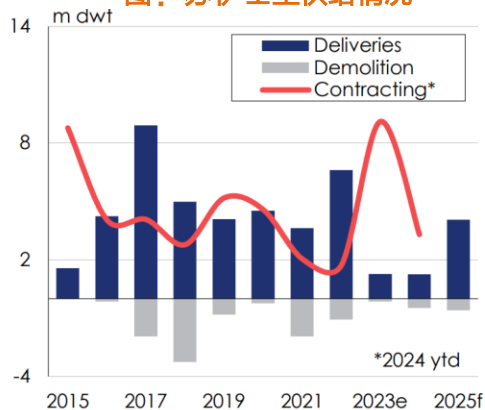
图：阿芙拉型需求情况



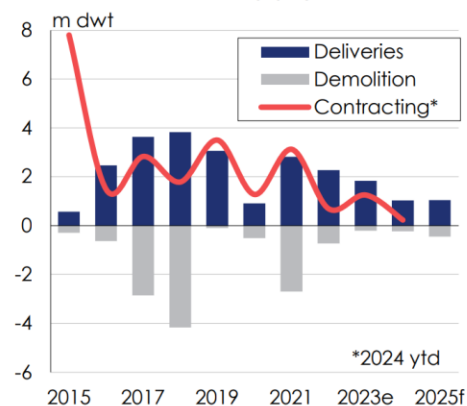
图：油轮一年期运价情况



图：苏伊士型供给情况



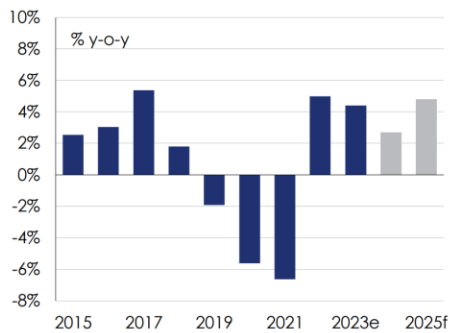
图：阿芙拉型供给情况



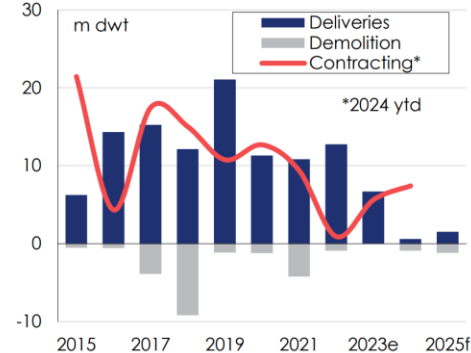
1.5 原油油轮：需求持续增加，供给补充迟缓

- VLCC油轮（20万DWT+）：**根据克拉克森数据（艘数口径），2023年底手持订单/运力仅为2.5%，截止2024M3该比例升至5.1%，2024Q1期间VLCC新增订单24艘，超过22+23年总和21艘；截止2024M3，全球手持订单共46艘，其中日本/韩国/中国船厂分别为4/8/34艘，大船集团独揽18艘。
- 供需或将紧张：**根据克拉克森预测，VLCC油轮2024/2025年DWT需求约为+2.7%/4.8%，而运力供给仅为-0.3%/0.2%。

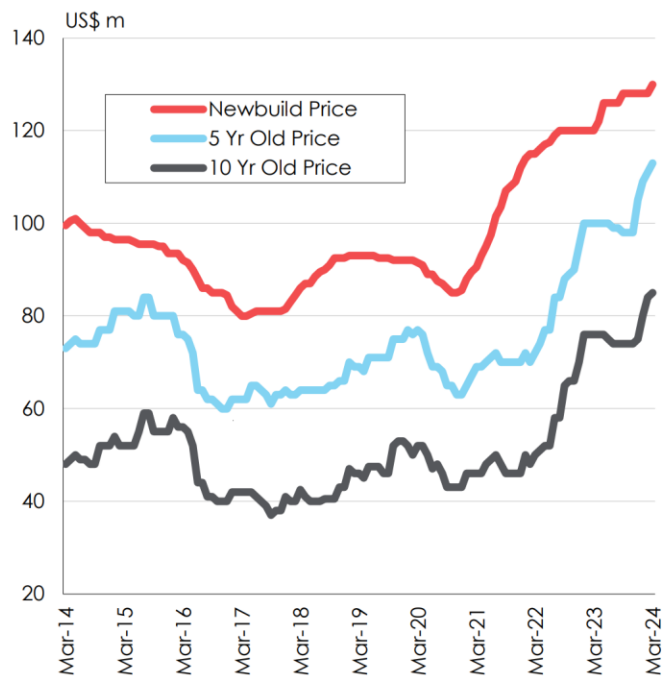
图：VLCC需求情况



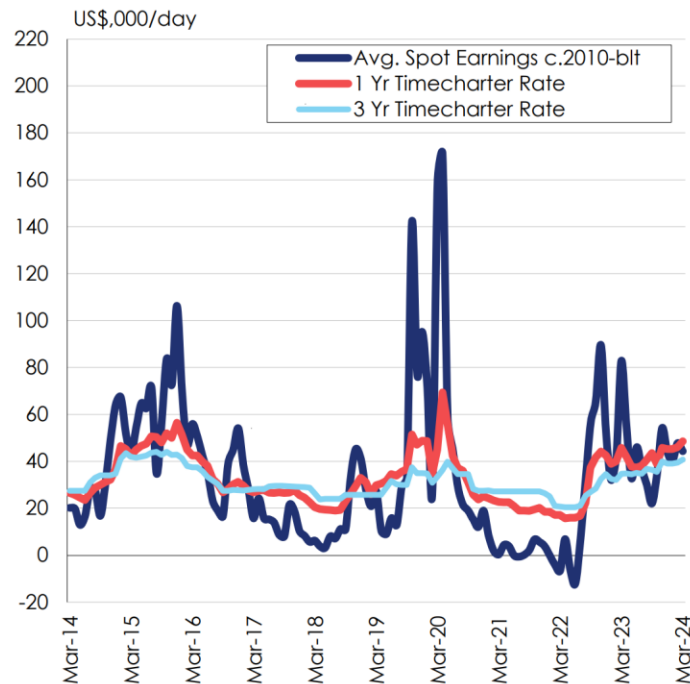
图：VLCC供给情况



图：VLCC油轮价格情况



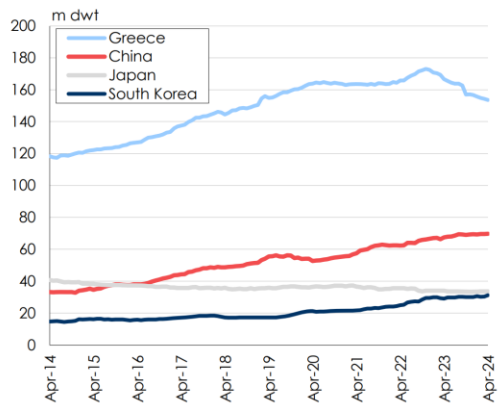
图：VLCC油轮运价情况



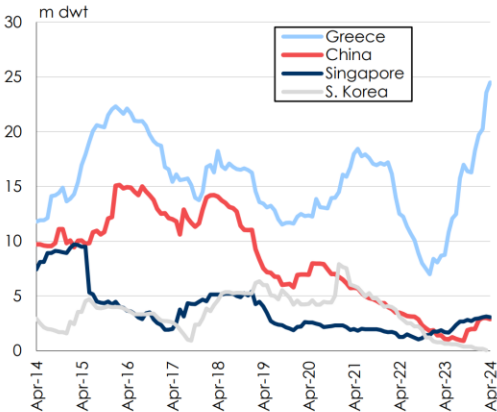
1.6 竞争格局：中国船厂为主要供给，希腊船东为主要需求

- 中国船厂为主要供给，希腊船东为主要需求：根据克拉克森数据，供给端，中国占油轮手持订单占比达64%，韩国为21%；而需求端数据可以发现，希腊船东在23年减少油轮运力的同时增加了油轮新船订单，在手订单持续陡峭增到至现在，截止2024M4，占手持订单42%的份额。

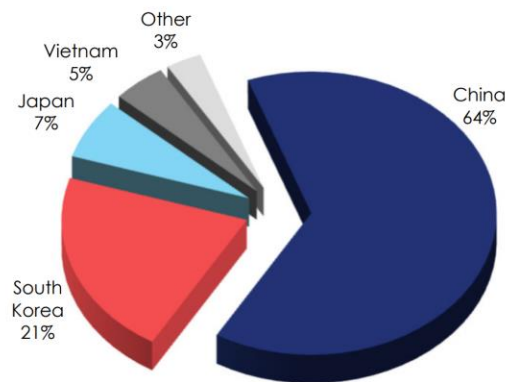
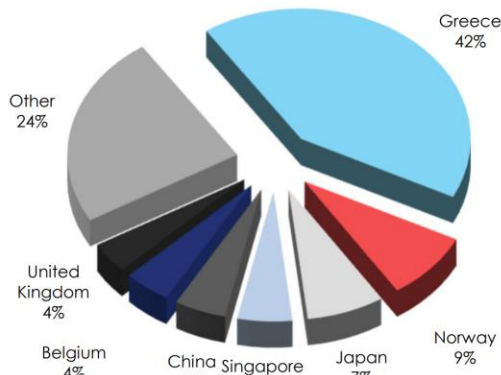
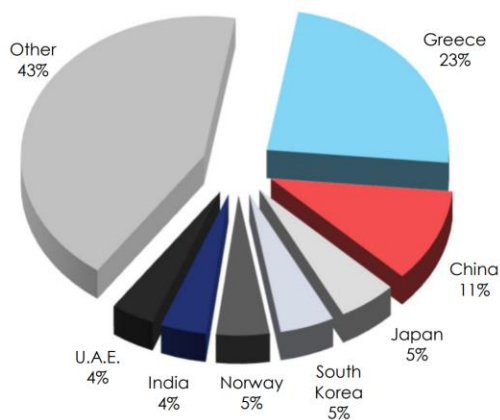
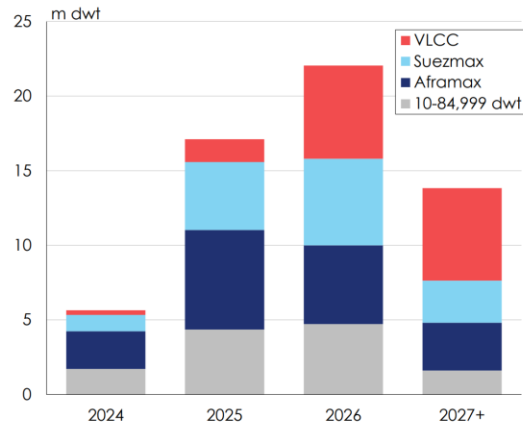
图：油轮运力供给情况



图：油轮在手订单情况（船东）



图：油轮在手订单情况（船厂）



3 建议关注

3.1 船厂订单：新增订单份额过半，中国船厂或将持续受益

- **中国占据多数新增油轮订单：**根据Veson Nautical数据，截止4月份，2024年新增油轮订单中，MR/VLCC/苏伊士型/LR2/阿芙拉型分别占37%/31%/19%/12%/1%；其中中国/韩国/越南/日本船厂占比分别为57%/36%/6%/1%。
- **中国船舶：**控股四大船厂中除江南造船外均有油轮手持订单，广船国际和中船澄西全部为成品油油轮订单，占手持订单比分别为48%/18%；上海外高桥手持订单中分别由产品油和原油油轮20/5艘。
- **中国重工：**根据国际船舶网，截止20240509，大连造船集团手持订单共计104艘1393万载重吨，其中包括大连造船2艘浮式生产储卸油船（FPSO）、14艘油船、2艘集装箱船和15艘17.5万方LNG船共33艘，大船天津9艘油船、3艘散货船和12艘集装箱船共24艘，以及大连造船山船重工21艘油船、2艘集装箱船、5艘敞口船和19艘散货船共47艘，交船期已经排至2028年。

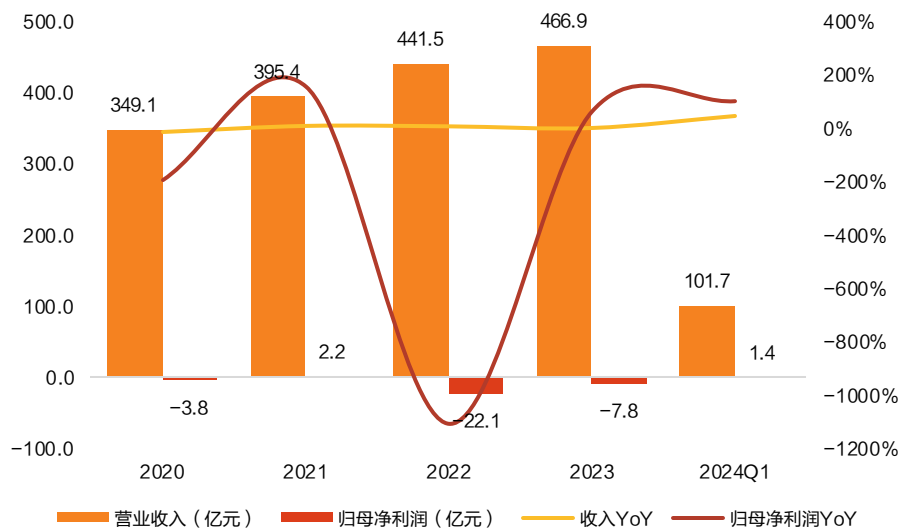
表：船厂油轮订单情况（截止202404）

分类	产品油			原油			油轮合计			
	口径	艘数	DWT ,000	占比	艘数	DWT ,000	占比	艘数	DWT ,000	占比
中国船舶										
广船国际	23	1615	48%					23	1615	48%
上海外高桥	20	2292	34%	5	790	12%		25	3082	46%
中船澄西	21	951	18%					21	951	18%
中国重工										
山海关造船	14	1610	41%	6	690	17%		20	2300	58%
大连造船	3	725	19%	6	1290	35%		9	2015	54%
青岛北海				5	1595	11%		5	1595	11%
天津（中船）				10	3042	57%		10	3042	57%

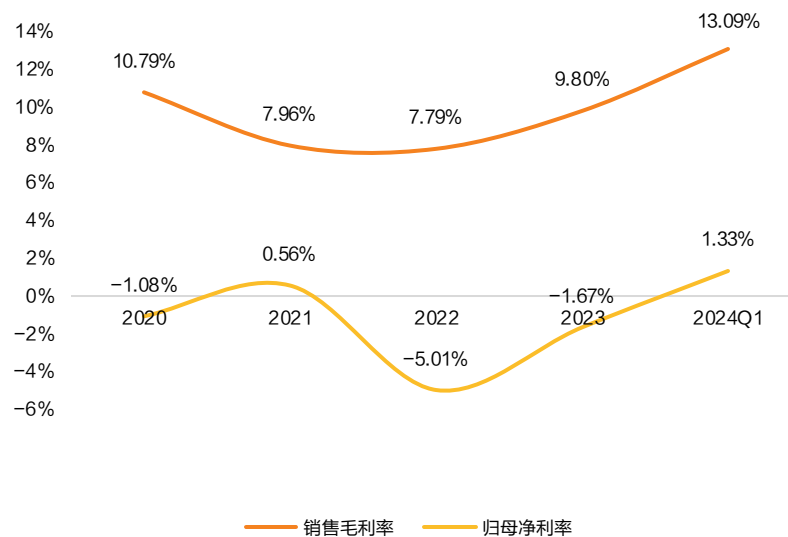
3.2 中国重工：净利率同比转正，油轮订单提振盈利

- 订单情况：**2023年共承接民船69艘、835.2万载重吨，其中油船30艘，占全年新接订单总量的43.5%，散货船21艘，占30.4%。大连造船全年新签11万吨油轮16艘，占全球新签11万吨油轮数量的17%；北海造船全年新签10艘21万吨散货船，该船型手持订单量稳居全球首位。截止2023年年底，手持订单累计1972.5万载重吨，中高端、绿色船型占比进一步提升，动力形式覆盖常规型、氨预留型、甲醇预留型、LNG双燃料型、甲醇双燃料型、氨双燃料型，初步形成了先进船型产品谱系。
- 经营情况：**2023年共实现民船交付45艘、483.9万载重吨；大连造船成功交付具有完全自主知识产权的全球最大级别动力定位穿梭油船“诺思先锋”号，实现了我国航运业和造船业的双重突破；8.5万吨散货船实现坞内和水下周期200天以内的目标。北海造船交付首艘21万吨LNG双燃料散货船，“HL FUTURE”轮，标志着北海造船在双燃料动力船型领域获得实质性突破。

图：公司营收和归母净利润情况



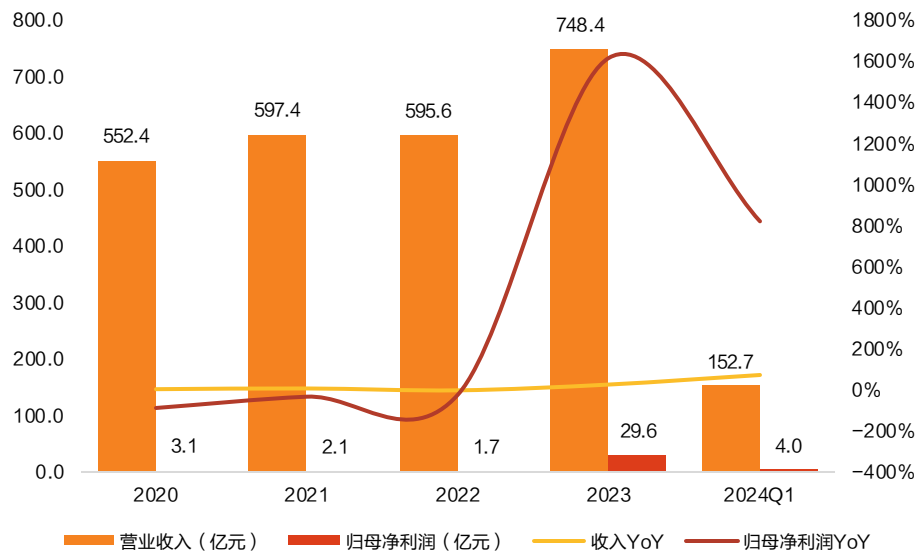
图：公司盈利率和毛利率情况



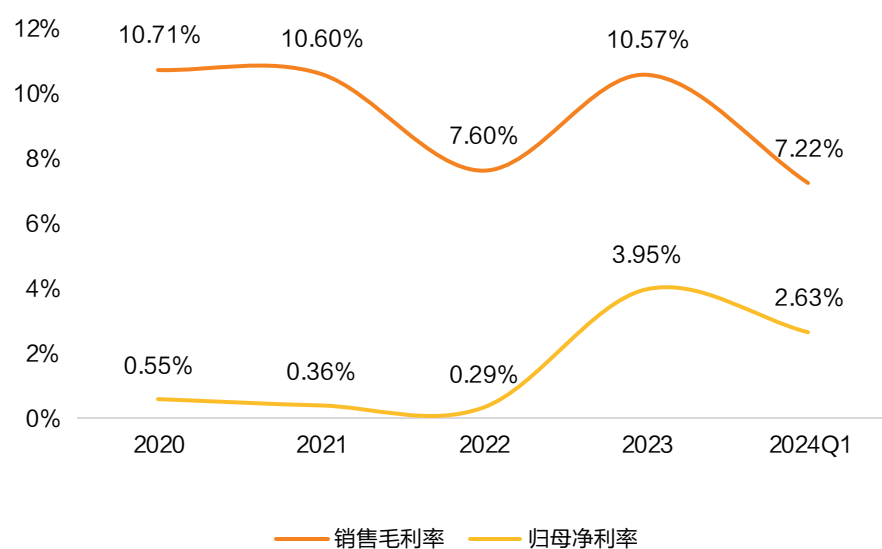
3.3 中国船舶：受益造船大周期，盈利改善空间可期

- **订单情况：**2023年共承接民品船舶订单 128艘/918.61 万载重吨/728.78 亿元（按2023年底汇率，下同）；修船业务全年承接 299 艘/20.58 亿元，应用产业全年承接合同金额24.29 亿元；截至 2023 年末，公司累计手持民品船舶订单 261 艘 /1943.78 万载重吨/1534.99 亿元；修船订单 77 艘/13.46 亿元，海工装备合同订单金额 23.79 亿元，应用产业合同订单金额 8.31 亿元。
- **经营情况：**2023年完工交付民品船舶 81 艘/753.49 万载重吨，吨位数完成年计划的 122.80%，同比增长 7.55%。公司全年修理完工船舶 275 艘/19.76 亿元，交付应用产业设备产值 23.68 亿元，海洋工程业务交付 1 艘 34 万吨 FPSO 和 6.5 万吨半潜船。广船国际交付的 2 艘豪华客滚船，内装材料实现了完全的国产化，最大程度带动了国内装修材料产业从陆上走向海洋。

图：公司营收和归母净利润情况



图：公司盈利率和毛利率情况



4 风险提示

4. 风险提示

□ 市场环境风险

- 船舶订单实行订单式生产且建造周期长,出口船舶订单多以美元计价,故始终面临钢材、汇率和航运等市场环境因素波动带来的扰动风险。全球地缘政治冲突加剧,国际航运市场宽幅波动,冲击全球产业链供应链安全稳定。

□ 安全生产风险

- 船舶行业作为现代工业的集大成者,生产环境复杂是其显著特征。随着船企生产任务量的快速增加,用工量提升、交叉作业增多,在动火作业、高空作业、吊装作业等关键环节中的安全管理要求加大。同时,根据中国船舶工业行业协会统计数据显示,船企新员工数量有所增加,重点监测船舶企业用工人数比上年增长 13.8%,新员工安全生产意识、安全生产能力需进一步提升。

□ 成本上涨风险

- 原材料与设备成本波动风险增加。截至 2023 年 12 月底,进口铁矿石和焦炭均价分别为 123 美元/吨和 2413 元/吨,比年中低点分别回涨 15.5%和 33.1%,原材料与设备成本存在波动空间。同时,新船订单量的大幅增长,对部分进口船舶配套产品需求大幅增加,但配套企业生产供应能力有限,难以满足造船需求,涨价现象频发。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS