

分析师： 黄振、李兴 021-63215451 huangzhen@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

船舶工业调整振兴规划点评

报告要点

■ 国务院原则通过船舶工业调整振兴规划

根据相关媒体披露：国务院总理温家宝 11 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过船舶工业调整振兴规划。

■ 国内造船行业所面临的现实困境——“新接订单下降”及“手持订单不保”

我们认为，国内造船企业目前面临着两大难题——“新船订单的大幅下滑”以及“手持订单面临着弃船的风险”。根据 Clarkson 的统计，2008 年全年新船订单同比下滑 36.24%，全球新船订单的大幅下滑主要是基于两方面的原因：1) 需求的急剧下滑；2) 供给的严重过剩。从需求来看，干散货船——“成也铁矿石，败也铁矿石”、集装箱船——全球集装箱海运贸易增速与全球 GDP 高度正相关、油轮——需求恢复取决于欧美经济的复苏，我们预计三大主力船型的新船订单需求将在 2009 年进一步下滑；从供给来看，油轮、干散货船及集装箱船新船订单占现有船队运力的比例约为 40.3%、70.3%及 43.6%，未来供给过剩的压力较大。尽管国内大型船企的手持订单已经安排到了 2012 年，但不可否认的是，目前造船企业的手持订单面临着弃船的风险，我们认为，弃船风险主要来自于两方面的原因：1) 新船造价的下跌；2) 船东盈利水平过低，基于对 Clarkson 历史新船造价的分析，我们预计新船造价指数仍有 20-30%的跌幅。

■ 本次船舶工业调整振兴规划的效果分析——政策效果仍然有待观察

本次船舶工业调整振兴规划的政策效果将取决于振兴规划是否能够解决上述两大难题，从规划的细则来看，尽管加快单壳油轮的淘汰、提供融资便利、鼓励购买弃船及延续财政政策补贴等措施将加强国内造船企业对抗风险的能力，但考虑到 1) 单壳油轮的替代需求空间有限（占现有运力比例约为 17%）；2) 购买弃船的后续处理将影响航运市场；3) 国内造船企业 60%以上的手持订单来自海外船东，我们认为本次船舶工业调整振兴规划的政策效果仍然有待观察。

■ 维持对行业“中性”的投资评级，建议投资者重点关注船厂产品结构

考虑到本次船舶工业调整振兴规划的效果仍然有待观察，我们延续在造船周报中提出的观点，2009 年上半年全球造船市场面临着“量价齐跌”的风险，其中新船造价的下跌将对弃船产生重大影响，维持对行业“中性”的投资评级，建议投资者重点关注造船企业的产品结构，运力供给压力较小以及新船造价涨幅较小的细分船型所面临的弃船风险较小，业绩增长的确性更强。

第一，国务院原则通过船舶工业调整振兴规划

根据相关媒体披露：国务院总理温家宝 11 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过船舶工业调整振兴规划，会议强调，**加快船舶工业调整和振兴，必须采取积极的支持措施，稳定造船订单，化解经营风险，确保产业平稳较快发展；控制新增造船能力，推进产业结构调整，提高大型企业综合实力，形成新的竞争优势；加快自主创新，开发高技术高附加值船舶，发展海洋工程装备，培育新的经济增长点**，相关内容如下：

- 一、要稳定船舶企业生产。加大信贷融资支持力度，支持大型船舶企业和航运企业按期履行造船合同，采取鼓励措施支持购买弃船。指导船舶企业合理安排生产计划，保持生产连续性。
- 二、要扩大船舶市场需求。加快老旧船舶报废更新和单壳油轮淘汰，积极发展远洋渔船、特种船、工程船、工作船等专用船舶。努力开拓国际市场，扩大高技术高附加值船舶、海洋工程装备国际市场份额。
- 三、要发展海洋工程装备。支持造船企业研究开发新型自升式钻井平台等海洋工程装备，鼓励开发海洋工程动力及传动系统等关键系统和配套设备。
- 四、要积极发展修船业务。鼓励造船企业利用现有造船设备开展修船业务，增强大型船舶、特种船舶、海洋工程装备修理和改装能力。规范发展拆船业。
- 五、要支持企业兼并重组。鼓励骨干船舶制造企业实施兼并重组，推动大型船舶企业与上下游企业组成战略联盟，引导中小船舶企业调整业务结构。
- 六、要加强技术改造，提高自主创新能力。对散货船、油船、集装箱船三大主流船型进行优化升级，提升高技术高附加值船舶设计开发能力，支持填补国内空白、节能环保效果显著及产能不能满足市场需求的船舶、海洋工程装备和配套产品研发。会议决定，鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放；将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年；抓紧研究出台鼓励老旧船舶报废更新和单壳油轮强制淘汰政策；今后 3 年暂停现有船舶生产企业新上船坞、船台扩建项目；在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，支持高技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发。

第二，国内造船行业所面临的现实困境——“新接订单下降”及“手持订单不保”

在分析本次船舶工业调整振兴规划的实际效果之前，我们需要明确的是国内造船企业到底面临着怎样的现实困境？

我们认为，国内造船企业目前面临着两大难题——“新船订单的大幅下滑”以及“手持订单面临着弃船的风险”。

● 新船订单的大幅下滑

根据 Clarkson 的统计，2008 年全年新船订单约为 1.53 亿载重吨，同比下滑 36.24%。从细分船型新船订单来看，和我们预期的一致，在三大主力船型中，仅仅只有油轮新船订单超过了 2007 年，根据 Clarkson 的统计，2008 年油轮新船订单约为 5190 万载重吨，同比上升 15.85%；干散货船方面，2008 年 1-12 月份累计新船订单约为 8210 万载重吨，同比回落 43.73%；集装箱船方面，2008 年 1-12 月份累计新船订单约为 1200 万载重吨，同比回落 71.22%（2008 年全球新船订单市场分析见 2009-02-02 造船周报）。

整体来看，2008 年全球新船订单的大幅下滑主要是基于两方面的原因：1）需求的急剧下滑；2）供给的严重过剩。

从需求的角度来看，三大主力船型中，干散货船“成也铁矿石，败也铁矿石”，干散货船 2007 年的超级大牛市正是得益于以中国为首的发展中国家对于铁矿石的旺盛需求，而随着美国次贷危机的深化，金融危机逐步传导到了实体经济领域，在国内钢铁企业纷纷减产的背景下，市场对于铁矿石的需求预期也发生了改变，从实际统计数据来看，全球 2008 年铁矿石海运贸易增速约为 7.81%，中国的进口增速约为 16%，均出现了下跌趋势，根据 Clarkson 的最新预测，2009

年全球铁矿石海运贸易约为-10.69%，中国的进口增速约为-8%，均出现了的大幅下滑，我们预计干散货新船订单在2009年的需求前景不容乐观。

图 1: 1999-2009 年全球铁矿石海运贸易增速

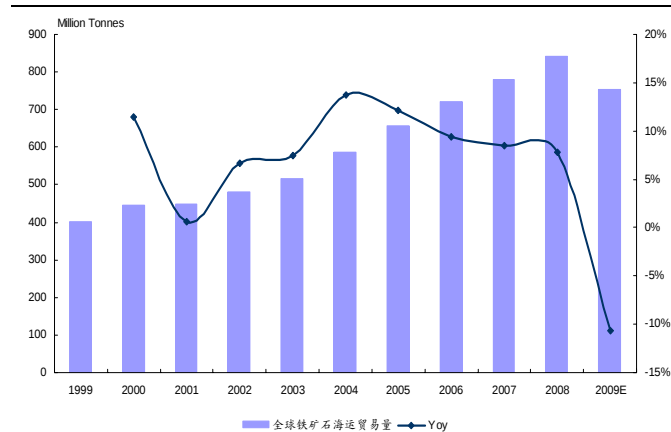
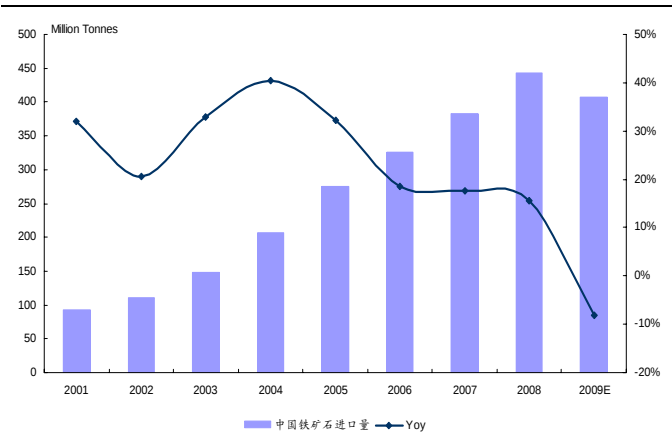


图 2: 2001-2009 年中国铁矿石进口增速



资料来源: Clarkson、长江证券研究部

集装箱船方面，全球集装箱海运贸易增速与全球 GDP 高度正相关，而在经济危机的影响之下，全球集装箱海运贸易增速也出现了较大幅度的下滑，根据 Clarkson 的统计，全球集装箱海运贸易增速由2007年的10.9%回落至2008年的6.1%，考虑到欧美经济的复苏最早也要等到2010年，Clarkson预计2009年全球集装箱海运贸易增速将进一步回落至5.3%。

图 3: 全球集装箱海运贸易与 GDP 高度正相关

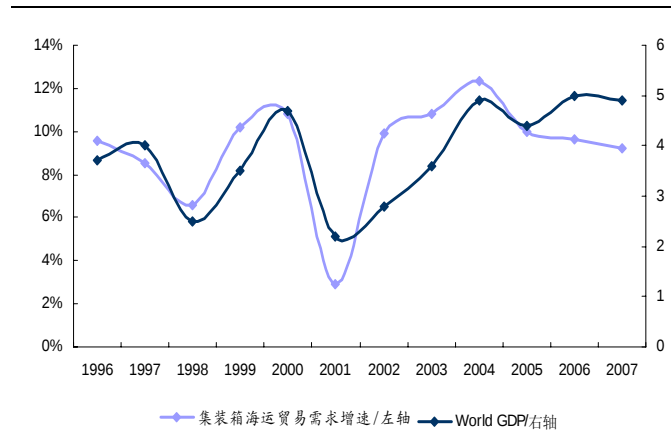
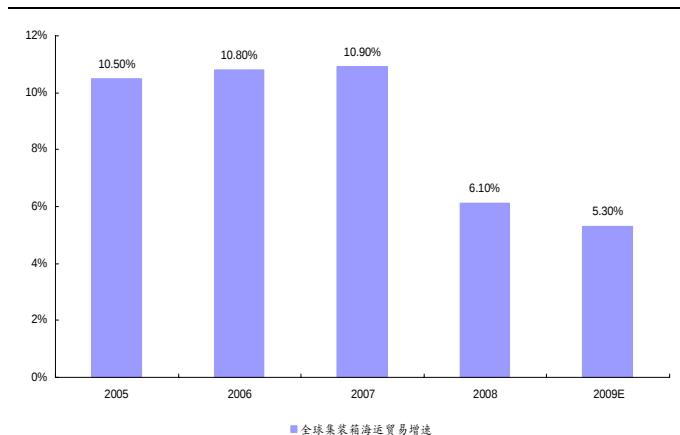


图 4: 2005-2009 年全球集装箱海运贸易增速



资料来源: Clarkson、长江证券研究部

油轮方面，尽管2008年的油轮新船订单呈现出一枝独秀的走势，但从新船订单的实际需求来看，更多的新船订单是基于海事公约中单壳油轮在2010年的淘汰大限，特别是2008年出韩国海域发生的单壳油轮泄漏事件则是进一步强化了市场对于双壳油轮的替换需求，从历史数据的分析来看，作为原油消耗及进口大国，美国及欧洲地区的原油进口增速与本国GDP高度正相关，根据Clarkson的最新统计，全球原油进口增速由2008年的3%下滑至1.4%，考虑到原油进口大国——美国及欧洲地区的经济复苏需等待之2010年，因此Clarkson预计2009年全球原油进口增速将进一步回落至0.5%。

综合来看，三大主力船型的新船订单需求将在2009年进一步下滑。

图 5: 欧盟地区原油进口增速与 GDP 高度正相关

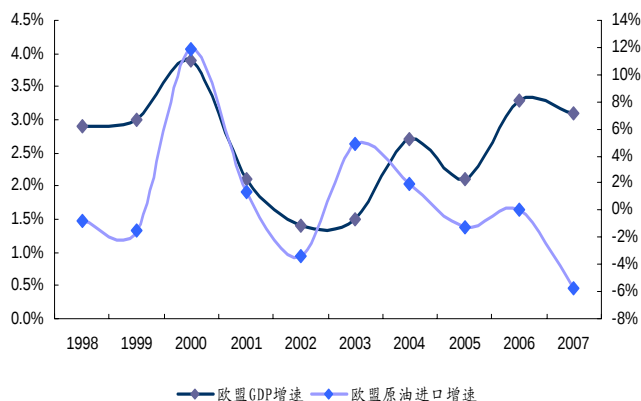
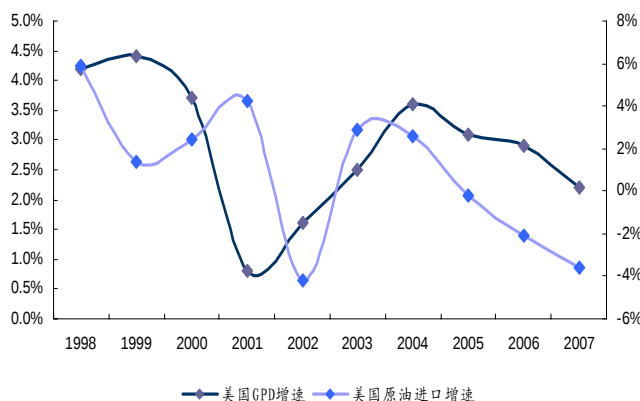


图 6: 美国原油进口增速与 GDP 高度正相关



资料来源: Clarkson、长江证券研究部

从供给的层面来看,截止至 2009 年 2 月 6 日止,油轮新船订单占现有船队运力的比例约为 40.3%,干散货新船订单的占比约为 70.3%,集装箱新船订单的占比约为 43.6%,结合细分船型的运力占比来看,油轮的供给压力相对较小,而干散货船及集装箱船,特别是 Capesize 及超巴拿马型集装箱船(8000Teu 以上)的供给压力更大。

图 7: 全球油轮新船订单占现有船队运力比例

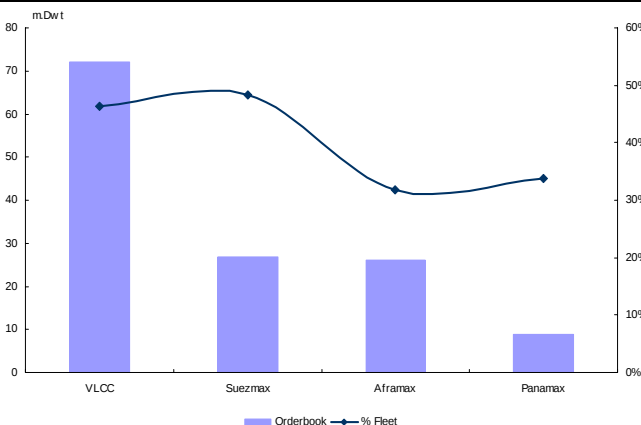


图 8: 全球干散货新船订单占现有船队运力比例

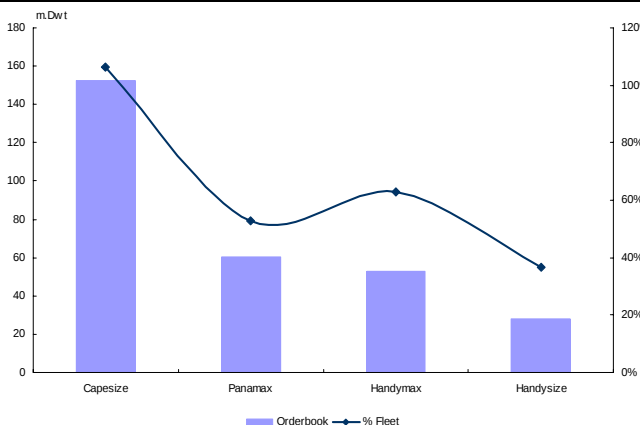


图 9: 全球集装箱新船订单占现有船队运力比例

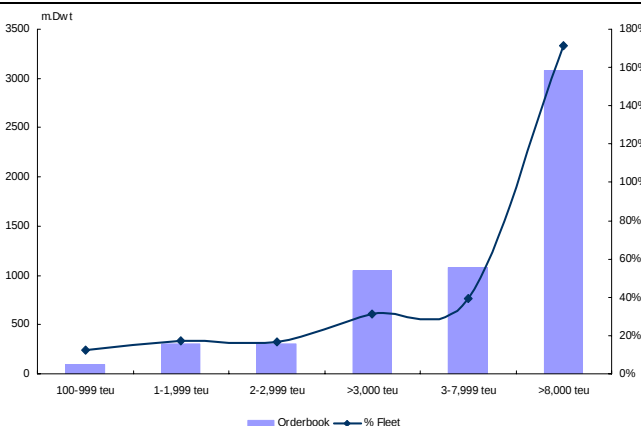
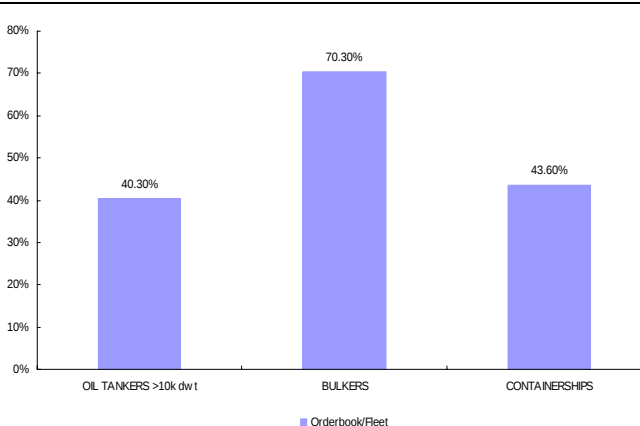


图 10: 全球三大船型新船订单占现有船队运力比例



资料来源: Clarkson、长江证券研究部

综合来看,全球三大主力船型在 2009-2010 年所面临的供给压力过大。

结论：结合我们对三大主力船型供给及需求的分析，我们认为在市场需求增速进一步回落以及供给压力无法减轻的背景下，2009 年全球新船订单将出现进一步的萎缩。

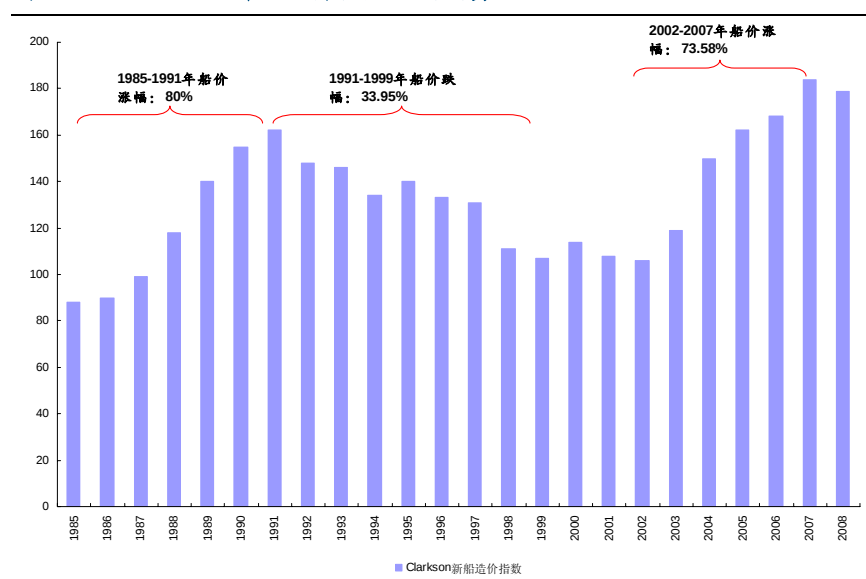
● 手持订单面临着弃船的风险

尽管国内大型船企的手持订单已经安排到了 2012 年，但不可否认的是，目前造船企业的手持订单面临着弃船的风险，我们认为，弃船风险主要来自于两方面的原因：1）新船造价的下跌；2）船东盈利水平过低。

从新船造价的角度来看，国内造船企业在 2009-2011 年的新船交付主要是 2007 年以后的高价船订单，尽管 2008 年下半年新船造价的跌幅不大，但我们认为这主要是由于造船企业的订单较为充足，新船市场处于“有价无市”的状态，而随着部分企业的陆续接单，将可能导致新船造价出现大幅回落（目前造船市场已由“卖方市场”转向“买方市场”），对于新船造价的可能回落幅度，我们更加倾向于分析历史经验数据。

从新船造价指数的历史数据来看，1985-1991 年 Clarkson 新船造价指数涨幅达到 80%，但在随后的下跌过程中，新船造价指数跌幅也达到了 34%，而最近一轮的新船造价上涨源于 2002 年，2002-2007 年新船造价指数涨幅达到 74%，截止至 2009 年 2 月 6 日，Clarkson 新船造价指数相对 2007 年的下跌幅度约为 9.78%，如果以历史数据作为借鉴，我们预计本轮新船造价跌幅极有可能达到 30%，以目前的跌幅来看，新船造价指数仍有 20% 的下跌空间。

图 11: Clarkson 新船造价指数历史走势



资料来源：Clarkson、长江证券研究部

目前，国内大型国有船企新船订单的首付比例约为 20-30%（平均计算），我们预计一旦新船造价跌幅超过 30%，则极有可能导致船东弃船或者迫使船厂压低新船造价。

除了新船造价之外，另外一个影响船东弃船的因素在于新船投资回报率，根据 Clarkson 的统计，截止至 2008 年 12 月底，VLCC、Product、Capesize 及 Panamax 的新船投资回报率均处于盈亏平衡点以下，尽管新船投资回报率的先行指标——期租运费毛利率已经出现了反弹，但这是基于新船造价的持续回落，考虑到船东所签的高价订单，船东当其实盈利水平仍然较低，未来的新船投资回报率仍然存在着不确定性。

结论：根据我们对新船造价历史数据的分析，我们预计当 2009 年船价跌幅超过 30% 时，极有可能导致船东的弃船或者迫使船厂压低新船造价，另外，运费的波动也将在一定程度上影响船东是否决定弃船。

第三，本次船舶工业调整振兴规划的效果分析——政策效果仍然有待观察

从规划的细则来看，主要从三方面来支持国内造船企业的发展：

- 1) 稳定造船订单、加快单壳油轮的淘汰以及发展海洋工程船舶等措施均能有效提高新船订单需求；
- 2) 加大信贷融资力度、鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放以及购买弃船等措施将在一定程度化解弃船的不利影响；
- 3) 产业升级、将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年以及新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项等措施将能有效的提升国内造船企业的综合竞争力。

但从船舶工业所面临的现实困境来看，“新船订单下滑”以及“手持订单不保”成为制约国内造船企业中短期发展的两大难题，本次振兴规划是否能够给国内造船企业带来新的发展动力将取决于振兴规划是否能够解决上述两个难题，从细则来看，基于以下三方面的原因，国内造船企业的受益程度仍然有待观察：

- 1) 截止至 2008 年底，全球单壳油轮的船队运力约为 7100 万载重吨，占比约为 17%，鉴于单壳油轮的淘汰进程已经反映在了油轮新船订单当中，我们预计未来单壳油轮的替代需求空间有限；
- 2) 调整振兴规划提出购买弃船的措施可以在短期内缓解运力供给过剩的压力，但船舶的后续处理也将对航运市场产生影响；
- 3) 由于国内造船企业 60%以上的手持订单来自海外船东，因此行业景气度的回升依然取决于全球经济的回暖。

基于以上的分析，我们预计本次船舶工业调整振兴规划的效果仍然有待观察。

第四，维持对行业“中性”的投资评级，建议投资者重点关注船厂产品结构

考虑到本次船舶工业调整振兴规划的效果仍然有待观察，我们延续在造船周报中提出的观点，2009 年上半年全球造船市场面临着“量价齐跌”的风险，其中新船造价的下跌将对弃船产生重大影响，维持对行业“中性”的投资评级，建议投资者重点关注造船企业的产品结构，运力供给压力较小以及新船造价涨幅较小的细分船型所面临的弃船风险较小，业绩增长的确定性更强。

分析师介绍

黄振，武汉大学金融学硕士，从事机械行业研究，重点覆盖公司包括：三一重工、中联重科、山河智能、柳工、中国船舶、广船国际、振华港机、天马股份、秦川发展、昆明机床、石油济柴。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。