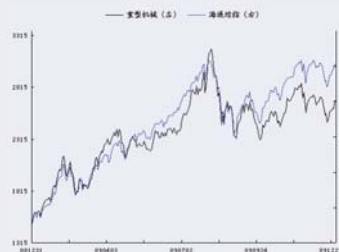


中性 维持

船舶行业

2010年1月25日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

中船股份调研简报-搬迁完毕，产能扩张步伐可能加快 2009.08.03

中国船舶半年报点评-下半年业绩有望回升 2009.08.10

中国船舶跟踪报告-半年无新船订单局面终打破，估值有吸引力 2009.08.20

广船国际半年报点评-行业深度调整，全年业绩难言乐观 2009.08.24

上海佳豪新股研究报告-船舶设计领域的民企龙头 2009.09.25

造船行业年度报告-最困难时期已经过去，但复苏尚需时日 2009.10.13

中国船舶三季报点评-毛利率略有回升，全年收入难达预期 2009.10.28

广船国际三季报点评-业绩略超预期，第三季度新船零订单 2009.10.28

中国重工新股研究报告-船配龙头，但业绩成长不确定性较大 2009.12.07

机械行业核心分析师

龙华

电话：021-23219411  
Email: longh@htsec.com

机械行业分析师

方维

电话：021-23219438  
Email: fangw@htsec.com

最困难时刻可能仍未到来

- **散货船市场，BDI走强支撑新船价格，但供需失衡仍将延续。**随着全球经济复苏的进一步确认，国际大宗干散货海运贸易将趋于活跃，2010年BDI的均值区间预计为3000-3500点，散货船市场有望在下游干散货贸易好转的情况下走稳。但供需失衡的格局短期内难以改善。受2006年-2008上半年新船订单量远超出供需平衡的影响，船厂在手订单将占船队现有运力比例过高将对散货船的需求形成较长时间的压制，进而影响船价的反弹。因此我们认为2010年散货船的新船价格将是一个止跌企稳甚至小幅反弹的走势，但受供需影响难以大幅回升。船厂新接订单量、造船完工量和手持订单这三大指标相对2009年也将更为平稳，出现大起大落的可能性不大。散货船市场的复苏可能需要等到2012年之后。
- **油轮市场，2010年供需趋于平衡，前景在三大船型中最好。**2010年国际油运市场将受益于经济复苏和高油价可能会有初步回暖的迹象，而现有油轮船只运力的船龄结构和大部分单壳油轮的到期强制拆解将为运力需求增量提供支持。因此我们认为2010年油轮的供需失衡程度将会有较大程度的改善，与2009年相比油轮市场前景要好于散货船市场。
- **集装箱船市场，现有运力的船龄结构不利，供需失衡程度最为严重。**集装箱船市场在2009年陷入了有史以来的最低点。由于现有运力的船龄结构决定了需求空间有限，且在手订单短期内难以消化，因此我们认为2010年三大船型中集装箱船的供需失衡程度最为严重，市场前景也最不乐观，新船价格和新船订单将继续低迷。
- **中国造船业，最困难时刻可能仍未到来。**本轮船市危机并未阻断全球造船业重心由韩、日向中国的转移，反而使得中国造船业相对于韩、日的优势加大，客观上提升了中国造船的全球地位。受益于政策扶持，中国造船业总体在2009年保持增长，部分地方和民营造船企业快速发展。但中国造船行业供过于求、产能过剩的局面已相当严重并将长期持续，造船企业手持订单中散货船占比过高因而面临的船东弃船风险加大，韩国造船企业降价接单对船价的止跌企稳可能产生负面影响，钢材等成本先于船价上涨的可能性较大，因此我们认为对于中国造船业而言2009年可能还不是最困难的时刻。由于行业洗牌不可避免，我们看好两大央企造船集团和部分地方民营骨干船企成为行业“去产能化”的赢家。
- **行业估值合理，个股存在阶段性机会。**船舶行业目前的估值水平合理，考虑到全球造船业按照乐观判断也要到2012年左右才能迎来真正的复苏，因此我们维持对船舶行业的“中性”评级。根据我们对2010年三大船型供需关系的判断，油轮市场的供需失衡状态好转可能性最大，这对以小型油轮为主要船型的广船国际和以VLCC为重要船型的中国船舶将构成利好。油轮订单可能好于预期将成为股价上涨的催化剂，给个股带来阶段性的机会。

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2008	2009E	2010E	上期	本期
600150	中国船舶	6.28	4.26	4.60	增持	增持
600685	广船国际	1.66	1.13	1.20	中性	增持
601989	中国重工	0.18	0.22	0.24	中性	中性

## 目 录

行业篇 .....	5
1. 散货船：BDI 走强支撑船价，供需失衡仍将延续 .....	5
1.1 2010 年 BDI 均值有望维持在 3000~3500 点区间内 .....	5
1.2 散货船市场趋于稳定，但供需失衡仍将延续 .....	6
2. 油轮：供需趋于平衡，前景好于散货船 .....	8
2.1 油运复苏有利于油轮新船价格止跌企稳 .....	8
2.2 运力需求增量和单壳油轮拆解将改善油轮供需平衡 .....	9
3. 集装箱船：船龄结构不利，供需失衡最为严重 .....	12
4. 中国船舶工业：最困难时刻可能仍未到来 .....	15
4.1 全球船市危机客观提升中国造船地位 .....	15
4.2 2009 年，中国船舶工业的最困难时刻可能仍未到来 .....	16
4.3 两大集团和部分骨干企业将受益于行业洗牌 .....	20
5. 船舶行业估值合理，个股存在阶段性机会 .....	23
5.1 中国船舶：在手订单充足且安全性高，油轮订单可能超预期 .....	24
5.2 广船国际：油轮市场回暖有助新接订单“解冻” .....	25
5.3 中国重工：船舶配套行业龙头 .....	26

## 图目录

图 1 2005-2009 年 BDI 走势.....	5
图 2 2005-2009 年散货船新造船月均价格走势（\$/DWT）.....	5
图 3 最近 24 个月散货船新船订单（百万 DWT）.....	6
图 4 最近 24 个月散货船新订单和交付量对比（百万 DWT）.....	6
图 5 全球船厂散货船在手订单还可支撑 5 年左右.....	6
图 6 全球船厂散货船在手订单与运力之比呈缓慢下降趋势.....	6
图 7 截至 2009 年 12 月 1 日散货船船龄分布.....	6
图 8 1970-2009 年散货船年度拆解量（百万 DWT）.....	6
图 9 1996-2009 年散货船年度新船订单（百万 DWT）.....	7
图 10 1970-2009 年散货船年度完工量（百万 DWT）.....	7
图 11 2005-2009 年 BCTI 走势.....	9
图 12 2005-2009 年 BDTI 走势.....	9
图 13 2005-2009 年 WTI 原油期货价格走势（\$/桶）.....	9
图 14 2005-2009 年万吨以上油轮新船月均价格走势（\$/DWT）.....	9
图 15 最近 24 个月万吨以上级油轮新船订单（万 DWT）.....	9
图 16 最近 24 个月万吨以上级油轮订单和交付（百万 DWT）.....	9
图 17 全球万吨以上级油轮在手订单还可支撑 4 年左右.....	10
图 18 全球万吨以上级油轮在手订单与运力之比持续下降.....	10
图 19 截至 2009 年 12 月 1 日万吨以上级单壳油轮船龄分布.....	11
图 20 截至 2009 年 12 月 1 日万吨以上级双壳油轮船龄分布.....	11
图 21 1985-2009 年单双壳油轮运力对比.....	11
图 22 1970-2009 年万吨以上级油轮拆解量（百万 DWT）.....	11
图 23 1996-2009 年万吨以上级油轮新船订单（百万 DWT）.....	12
图 24 1970-2009 年万吨以上级油轮完工量（百万 DWT）.....	12
图 25 全球集装箱船期租费率（\$/TEU）1993=100\$/TEU.....	13

图 26 2005-2009 年集装箱船新船月均价格走势 (\$/TEU)	13
图 27 1996 年 1 月-2009 年 12 月集装箱船新造船月均价格走势 (\$/TEU)	13
图 28 最近 48 个月集装箱船新船订单 (千 TEU)	13
图 29 最近 48 个月集装箱船订单和交付 (千 TEU)	13
图 30 全球船厂集装箱船在手订单还可支撑 6 年左右	14
图 31 集装箱船在手订单与运力之比呈急速下降趋势	14
图 32 1996-2009 年集装箱船新船订单 (千 TEU)	14
图 33 1996-2009 年集装箱船完工量 (千 TEU)	14
图 34 截至 2009 年 12 月 1 日集装箱船船龄分布	14
图 35 1996-2009 年集装箱船拆解量 (千 TEU)	14
图 36 1996-2009 年中国船厂新接订单及占全球比重	15
图 37 1985-2009 年中国船厂造船完工量及占全球比重	15
图 38 2009 年 3-11 月船舶行业月度生产和出口变化	17
图 39 2006-2009 年各季度船舶行业营业收入和利润变化	17
图 40 2009 年 3-11 月船舶制造业月度生产和出口变化	17
图 41 2006-2009 年各季度金属船舶制造业收入和利润变化	17
图 42 2009 年 3-11 月船舶配套业月度生产和出口变化	17
图 43 2006-2009 年各季度船舶配套业收入和利润变化	17
图 44 2009 年 3-11 月修船及拆船业月度生产和出口变化	18
图 45 2006-2009 年各季度修船及拆船业收入和利润变化	18
图 46 2009 年 2-11 月中国船厂完工量和新接订单 (百万 DWT)	18
图 47 中国船厂在手订单可支撑 5 年左右	18
图 48 2007 年 3 月-2009 年 12 月 20mm 中厚板月度均价 (元/吨)	19
图 49 2008 年中国船企造船完工量分布	20
图 50 2008 年末中国船企手持订单分布	20
图 51 2009 年中国船舶股价和大盘指数对比	24
图 52 2009 年中国船舶股价和行业指数对比	24
图 53 2009 年广船国际股价和大盘指数对比	24
图 54 2009 年广船国际股价和行业指数对比	24

---

## 表目录

---

表 1 2009 年 1-11 月世界造船三大指标市场份额 .....	16
表 2 钢材价格变化对钢质船舶制造毛利率的影响 .....	20
表 3 截至 2009 年 11 月末中国手持订单 100 万载重吨以上的造船企业 .....	21
表 4 上市公司和行业盈利能力及财务指标对比 .....	22
表 5 船舶行业主要上市公司 PE、PB 值（截至 2010 年 1 月 12 日） .....	23

---

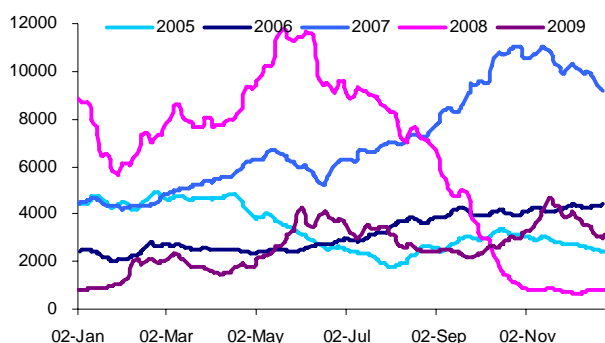
## 行业篇

### 1. 散货船：BDI 走强支撑船价，供需失衡仍将延续

根据 Clarkson 统计，2009 年第四季度散货船的船厂新接订单量为 947 万载重吨，占单季全球新船订单的 72.2%，同比增长 95.83%，环比增长 8.28%。散货船的新船月均价在 11 月也实现了自 2008 年 9 月以来的首次环比上升，11 月均价为 559.68\$/DWT，环比上涨了 0.68%。12 月份散货船的新船月均价为 559.09\$/DWT，基本保持不变。散货船新船价格能够在 11 月份止跌企稳，新船订单有所反弹，我们认为应归功于波罗的海干散货综合运价指数 BDI 在 11 月份的大幅走强。整个 11 月份，BDI 均值达到了 3941 点，当月涨幅为 25.27%，并创下了年内新高 4661 点，相对于 2008 年底的 774 点涨幅达到了 500% 以上。我们认为，随着全球经济复苏的进一步确认，国际大宗干散货海运贸易将趋于活跃，2010 年 BDI 的均值区间预计为 3000-3500 点，散货船市场有望在下游干散货贸易好转的情况下走稳，但供需失衡的格局短期内难以改善。

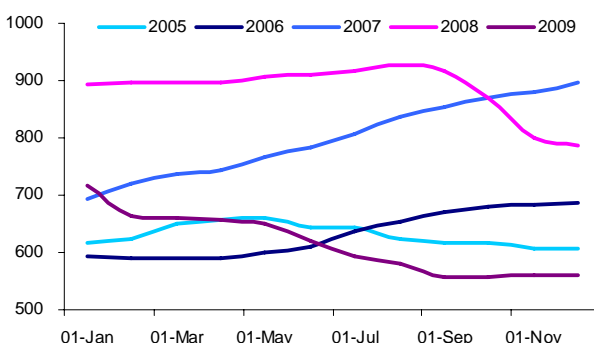
#### 1.1 2010 年 BDI 均值有望维持在 3000~3500 点区间内

图 1 2005-2009 年 BDI 走势



资料来源：Baltic Exchange，海通证券研究所

图 2 2005-2009 年散货船新造船月均价走势 (\$/DWT)



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

波罗的海干散货综合运价指数 BDI 在 2009 年末收于 3005 点，全年均值为 2617 点，较上年末的涨幅高达 288%。其中年内最高点 4661 点，较上年末涨幅高达 502%。BDI 在 2009 年共经历三次大涨，每次大涨后虽有所回调，但回调后的底部却逐次上升。BDI 今年的大幅上涨除了有 2008 年超跌反弹、流动性恢复等因素之外，全球经济复苏也是重要推动力。中国目前已成为全球最大铁矿石进口国，2009 年 1-10 月固定资产投资实际增速在 38% 以上，这为铁矿石、煤炭、谷物、铝矾土、磷等大宗干散货海运贸易的复苏提供了坚实的基础。随着新兴经济体和发达国家陆续走出经济衰退，全球干散货海运贸易复苏基础有望得到巩固，预计 2010 年 BDI 均值有望维持在 3000~3500 点的区间范围内，较 2009 年上涨 14.6%~33.7%，底部将明显抬高。

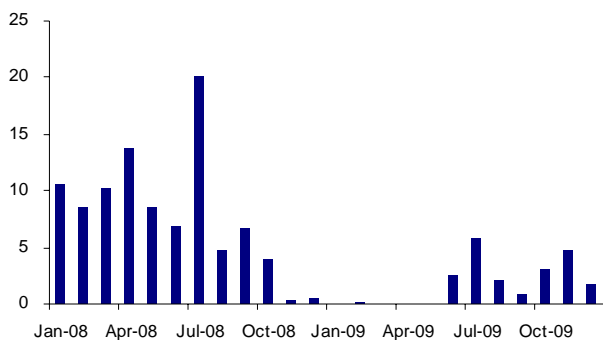
BDI 并非决定散货船新船价格的唯一因素，但 BDI 的走强无疑将有助于消退散货船市场的悲观预期，对船价形成心理支撑。与历史高点的 2008 年 8 月相比，散货船新船 2009 年 12 月均价已下跌了近 40%。考虑到船东订购新船首付一般为船价的 20%~30%，因此船东要求延期交付甚至撤单弃船的事件已多次出现。如果 BDI 能够在 2010 年维持在 3000 点（相当多散货船队的盈亏平衡点）以上，将大大改善船东的盈利状况，从而减轻船厂所面临的船东撤单压力，促使散货船新船价格触底回升。

截至 2010 年 1 月 22 日，BDI 均值为 3201 点，较 2009 年均值上涨了 22.3%，这也在部分程度上印证了我们的判断。散货船新船价格在 2009 年 11-12 月份已经结束了跌势并有微幅反弹，这一势头在 BDI 底部大幅抬高的情况下有望继续保持下去。



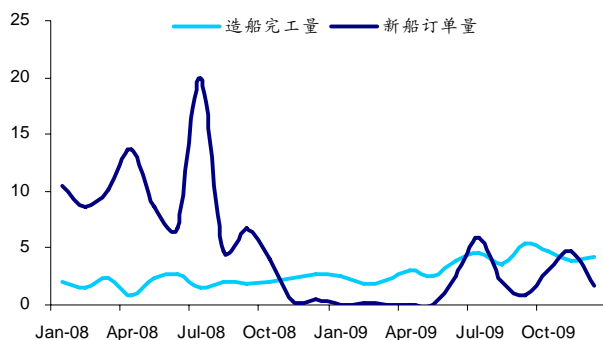
## 1.2 散货船市场趋于稳定，但供需失衡仍将延续

图3 最近24个月散货船新船订单（百万DWT）



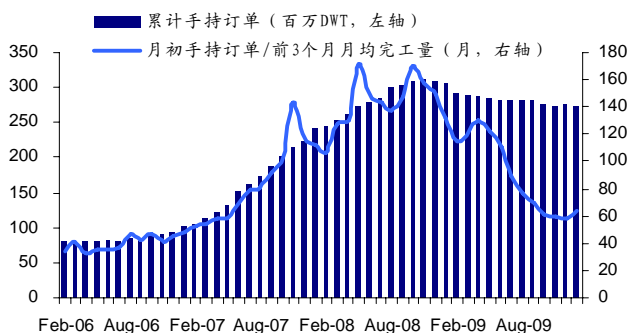
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图4 最近24个月散货船新订单和交付量对比（百万DWT）



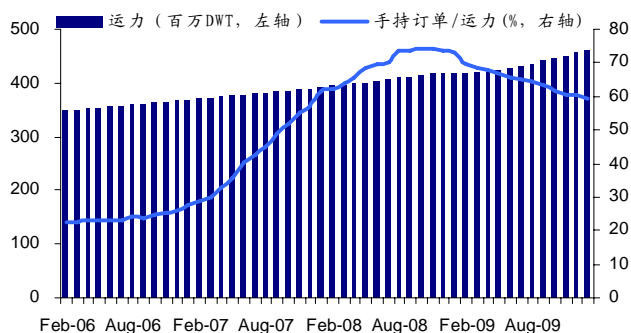
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图5 全球船厂散货船在手订单还可支撑5年左右



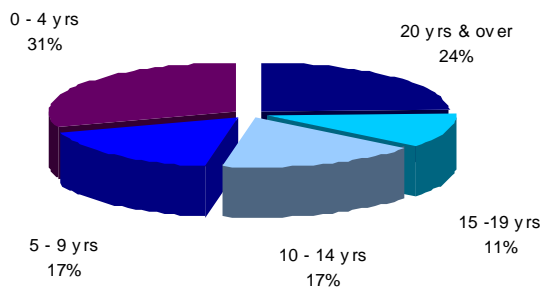
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图6 全球船厂散货船在手订单与运力之比呈缓慢下降趋势



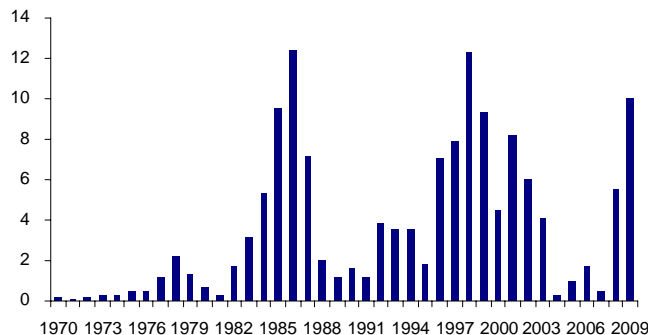
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图7 截至2009年12月1日散货船船龄分布



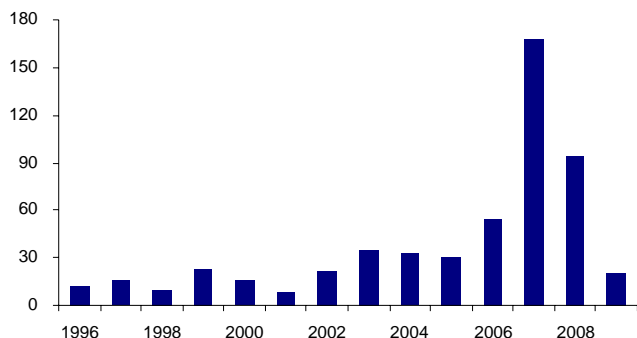
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图8 1970-2009年散货船年度拆解量（百万DWT）



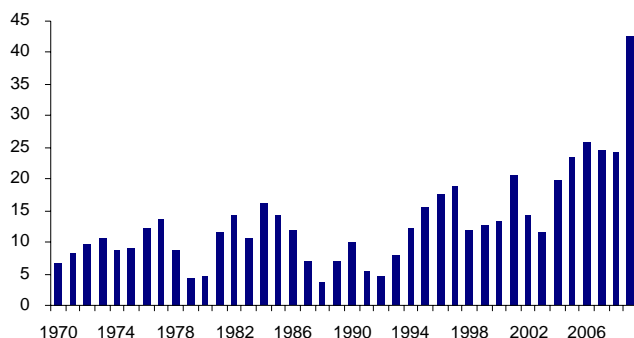
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 9 1996-2009 年散货船年度新船订单 (百万 DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

图 10 1970-2009 年散货船年度完工量 (百万 DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

除了干散货海运市场景气度以及市场预期之外, 决定散货船新船价格的主要因素还是散货船队的运力需求和船厂的造船完工量之间的关系。如果把船厂新接订单量和造船完工量作为简单的供需指标进行分析, 2009 年全球散货船新船订单 2081 万载重吨, 拆解量 999 万载重吨, 造船完工量 4250 万载重吨, 供给过剩 1170 万载重吨。但从 2009 年下半年开始供过于求的局面有所缓解, 7 月份散货船的新船订单和完工量分别为 585 万和 459 万载重吨, 11 月份散货船的新船订单和完工量分别为 474 万和 391 万载重吨, 这是 2008 年 10 月以后仅有的两个月出现船厂新接订单量在交付量之上的局面。从各季度的月均新船订单和造船完工量对比看, 一季度为 3 万和 220 万载重吨, 二季度为 87 万和 315 万载重吨, 三季度为 290 万和 451 万载重吨, 四季度为 314 万和 430 万载重吨, 可以说 2009 年散货船供需失衡的缺口正在逐季缩小。

**船厂散货船在手订单还可支撑 5 年左右。**我们以船厂手持订单与前 3 个月的月均交付量之比作为船厂在手订单可支撑时间长度的指标。受 2007-2008 年新船订单屡创新高影响, 船厂纷纷扩建了产能, 而 2008 年 10 月以后新增产能投产但新船订单却急剧萎缩, 因此船厂在手订单的可支撑时间长度也迅速缩短。但船厂造船完工量的增速从 2009 年 10 月开始明显放缓 (部分是受船东要求延期交船的影响, 但主要还是船厂主动抑制产能释放所致), 这一指标已趋于稳定。截至 2009 年末, 散货船的船厂在手订单达到了 2.72 亿载重吨, 而最近三个月的月均造船完工量为 430 万载重吨, 以目前的交付速度船厂的散货船在手订单还可支撑 63 个月。可以说如果不出现大规模的船东弃船撤单现象, 依靠 2006-2008 年大牛市期间积累的巨量在手订单, 以现在的造船完工速度, 船厂散货船在手订单的安全性还是有保障的。

**散货船供过于求的局面在 2010 年还将延续。**从年度趋势看, 散货船 2009 年的新船订单量仍然处于 2002 年以来的历史低位, 尽管拆解量处于 1999 年以来的高位, 但造船完工量也是历史最高。从船厂在手订单占船队散货船运力的比例看, 截至 2009 年末全球各船队的散货船运力为 4.59 亿载重吨, 船厂在手订单占船队运力比例为 59.3%, 而 2006 年这一比例仅为 20% 出头。这一指标目前尽管呈缓慢下降趋势, 但仍处于历史相对高位。具体到散货船现有运力船只的船龄结构看, 船龄 20 年以上 (含 20 年) 的有 1.1 亿载重吨, 占全部运力的 24.4%; 船龄 15-19 年的有 5128 万载重吨, 占全部运力的 11.3%, 船龄 10-14 年的有 7752 万载重吨, 占全部运力的 17.1%; 船龄 5-9 年的有 7817 万载重吨, 占全部运力的 17.2%; 船龄 5 年以下的有 1.37 亿载重吨, 占全部运力的 30.1%。高船龄的散货船占既有运力比例较高有利于散货船运力的增量需求, 同时也解释了 2008、2009 年散货船拆解量重返历史高位的现象。我们预计 2010 年拆解量可能会超过 1998 的 1226 万载重吨的历史高点, 这将为散货船的需求提供一定的空间。总结以上分析, 可以认为散货船供过于求的局面还将延续相当长一段时间。按照船厂 2010 年散货船新接订单 2000 万载重吨左右、造船完工量 4000 万载重吨左右、年度拆解 1200 万载重吨左右的假设, 乐观预计 2012 年之后散货船的供需才能达到平衡。



**2010 年散货船市场有望企稳，复苏仍需耐心等待。**根据我们对散货船目前供需关系的分析，应该说尽管 BDI 走势强劲，国际干散货航运市场开始复苏，但是受 2006 年-2008 上半年新船订单量远超出供需平衡的影响，船厂在手订单将占船队现有运力比例过高将对散货船的需求形成较长时间的压制，进而影响船价的反弹。因此我们认为 2010 年散货船的新船价格将是一个止跌企稳甚至小幅反弹的走势，但受供需影响难以大幅回升。船厂新接订单量、造船完工量和手持订单这三大指标相对 2009 年也将更为平稳，出现大起大落的可能性不大。散货船市场的复苏可能需要等到 2012 年之后。

## 2. 油轮：供需趋于平衡，前景好于散货船

从新船订单和新船价格看，油轮在 2009 年的表现要弱于散货船。油轮新船月均价格已连续下跌 16 个月，目前并无企稳迹象。船厂新接订单量只有 7 月、8 月、12 月三个月在 100 万载重吨之上，其余大部分月份都接近于零。从单月的新船订单量和造船完工量对比看，万吨以上级油轮也只有 8 月、12 月的新船订单超过交付量（8 月新船订单和交付量分别为 407 万和 252 万载重吨，12 月新船订单和交付量分别为 251 万和 202 万载重吨）。2009 年国际油运市场相对于干散货运输市场较为低迷主要是由于国际油价较长时间在相对低位运行，而作为主要进口国的美国、日本需求下降所致。但随着欧美主要经济体已明确走出衰退，复苏势头进一步强化，国际油价重返高位将成为大概率事件。经济复苏和油价走高将推动国际油运市场的回暖，从而企稳油轮船价。从供需的角度看，油轮的供需失衡程度在三大船型中最轻，大部分单壳油轮将在 2010 年到期淘汰也是推动油轮供需平衡的重要因素。因此和 2009 年相比，2010 年油轮市场的前景可能要好于散货船市场。

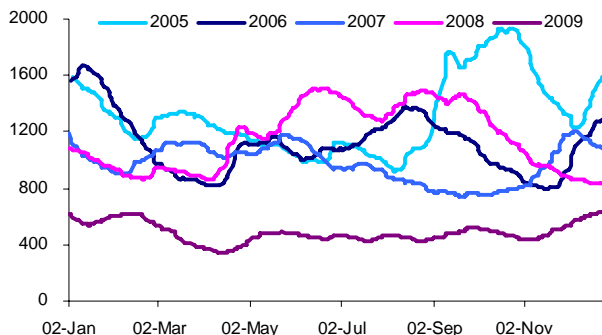
### 2.1 油运复苏有利于油轮新船价格止跌企稳

相对于波罗的海干散货综合运价指数 BDI 的大幅回升，波罗的海原油综合运价指数 BDTI 和波罗的海成品油综合运价指数 BCTI 在 2009 年表现相对平稳。BDTI 于 2009 年末收报 814 点，较年初微跌了 4.12%，但较年内最低点上涨了 79.69%；BCTI 于 2009 年末收报 634 点，较年初微涨了 1.77%，较年内最低点上涨了 83.77%。比较 WTI 原油期货价格和 BDTI、BCTI 的走势，可以说是基本趋同，国际原油期货价格 2009 年长时间在位于 60~80\$/桶的区间内波动，也是 BDTI 和 BCTI 较 BDI 波动幅度相对较小的原因之一。

随着欧美主要经济体已明确走出经济衰退，而以中国、印度、巴西、俄罗斯“金砖四国”为代表的新兴经济体复苏势头不减，实体经济对原油的需求将进一步加深。同时为确保世界经济不至于二次探底，各国央行在短期内大幅收紧流动性的可能微乎其微。在经济基本面好转、需求加大和流动性不减这两大因素的推动下，2010 年国际原油期货价格在 80~100\$/桶的区间内波动已成为大概率事件。全球经济复苏进程的深化、油价的走高、在客观上也为国际油运市场的回暖提供了驱动因素。2010 年第一个交易日，WTI 原油期货价格即攀升至 80\$/桶以上，而截至 2010 年 1 月 22 日，WTI 原油期货价格均值为 79.96\$/桶，较 2009 年的均值 61.99\$/桶上涨了 29%左右，BCTI 均值为 880 点，较 2009 年均值 485 点上涨了 81.54%，BDTI 均值为 1132 点，较 2009 年均值 581 点上涨了 94.74%。BDTI 和 BCTI 的大涨部分是由于运费基准调整，但在某种程度上还是印证了我们对油运市场的乐观看法。

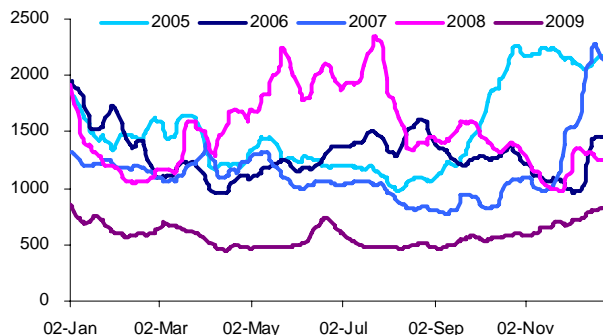
**国际油运市场的复苏将有利于油轮新船价格的止跌企稳。**2009 年 BDTI 均值为 581 点，BCTI 均值为 485 点。从经济复苏的程度和油价的走势分析，BDTI 和 BCTI 的 2010 年均值要恢复到 2008 年的 1510 点和 1155 点水平可能性不大，但接近 2007 年的 1124 点和 974 点水平则有较大可能。油轮新船 2009 年 12 月均价为 486.85\$/DWT，较历史最高点的 2008 年 8 月均价 770.10\$/DWT 已下跌了 36.78%，且连续下跌了 16 个月。国际油运的复苏将有助于消除油轮市场的悲观预期，使“跌跌不休”的油轮新船价格得到心理支撑后止跌企稳。

图 11 2005-2009 年 BCTI 走势



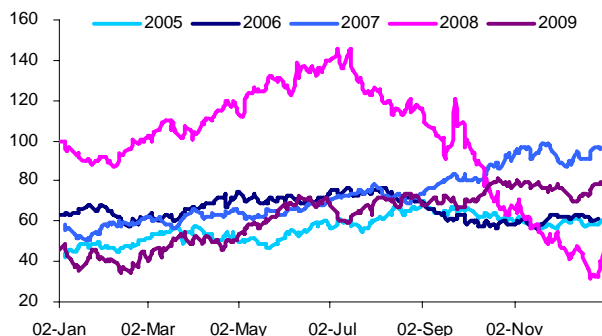
资料来源: Baltic Exchange, 海通证券研究所

图 12 2005-2009 年 BDTI 走势



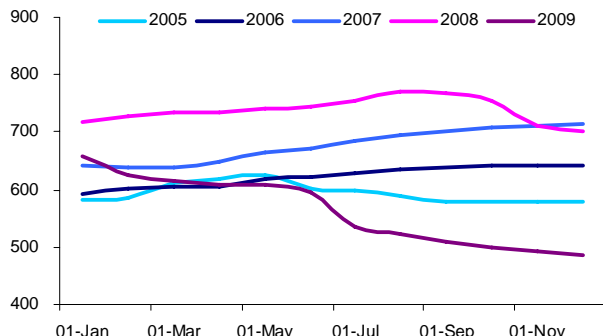
资料来源: Baltic Exchange, 海通证券研究所

图 13 2005-2009 年 WTI 原油期货价格走势 (\$/桶)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

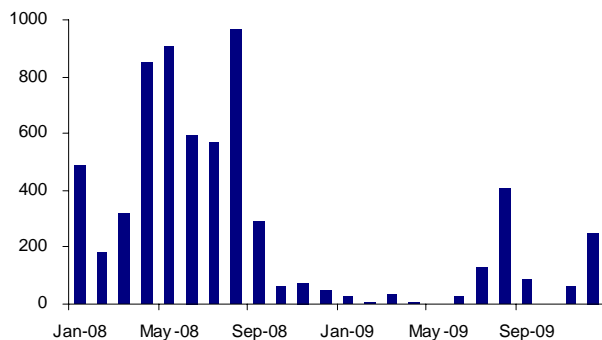
图 14 2005-2009 年万吨以上油轮新船月均价格走势 (\$/DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

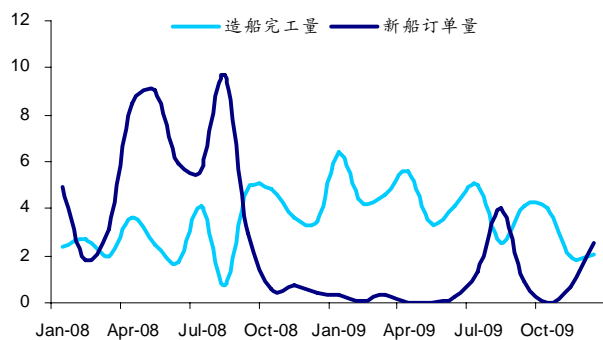
## 2.2 运力需求增量和单壳油轮拆解将改善油轮供需平衡

图 15 最近 24 个月万吨以上油轮新船订单 (万 DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

图 16 最近 24 个月万吨以上油轮订单和交付 (百万 DWT)



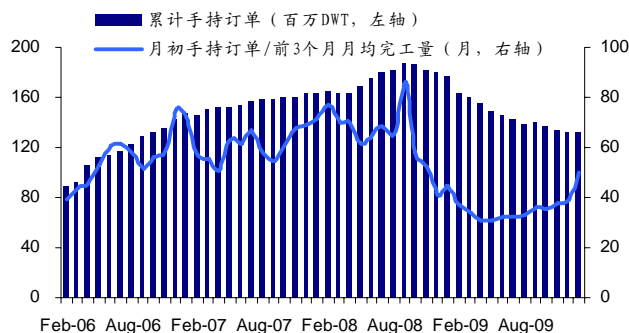
资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

**2010 年万吨级以上油轮供需失衡局面将得到改善。**2009 年万吨以上油轮的新船订单量仅为 1042 万载重吨, 万吨以上级原油油轮拆解量为 836 万载重吨, 万吨以上级成品油轮拆解量为 219 万载重吨, 而造船完工量却达到了创历史新高 4804 万载重吨。如果简单的以新船订单量、拆解量和完工量作为供需指标看, 2009 年万吨以上油轮目前的供给过剩局面要比散货船严重。自 2008 年 7、8 月份份船市见顶回落之后的 16 个月

内，除了 2009 年 8 月和 12 月之外，其余月份船厂新接订单均明显低于当月交船量。从年度趋势看，万吨以上级油轮 2009 年的新船订单量处于 1996 年以来的历史最低，而造船完工量则创下了 1970 年以来的历史新高。但如果从未来运力需求方面观察，2009 年油轮的交付量在船厂新接订单极度萎靡的情况下大幅攀升，除了有需要消化 2006、2007 年天量订单的内在因素之外，船队现有油轮运力尚存一定需求空间是最重要的推动力量。截至 2009 年末，万吨以上级油轮的船厂在手订单为 1.32 亿载重吨，船队运力为 4.35 亿载重吨，船厂在手订单占船队运力的比例已从阶段性高点 49.4% 回落到 30.4%，这一比例已经接近了 2006 年造船行业大牛市时期的数据。因此我们认为 2010 年油轮市场供需失衡的局面将得到改善。

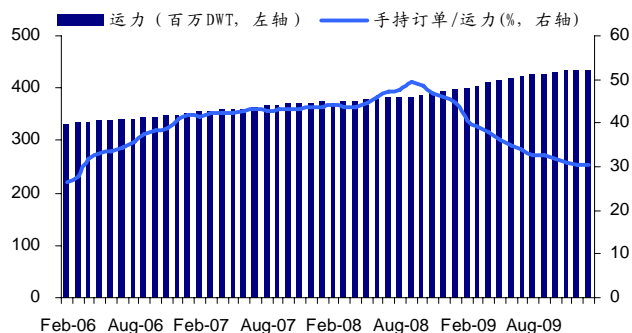
**船厂万吨以上级油轮在手订单还可支撑 4 年。**与散货船类似，船厂油轮在手订单的可支撑时间从 2008 年 9 月以后急剧缩短，但造船完工量在 2009 年第四季度明显下降，使得这一时间长度重新拉长。截至 2009 年末，万吨以上级油轮的船厂在手订单为 1.32 亿载重吨，最近三个月的月均交付量已下降至 266 万载重吨，按这一速度船厂的油轮在手订单可以支撑 50 个月。

图 17 全球万吨以上级油轮在手订单还可支撑 4 年左右



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 18 全球万吨以上级油轮在手订单与运力之比持续下降



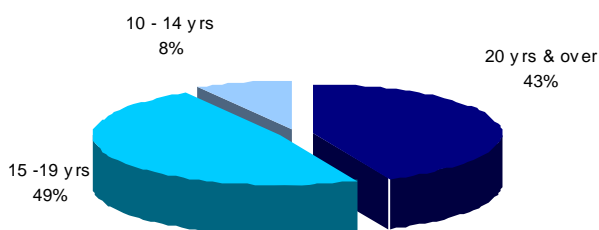
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

**现有油轮船只运力的船龄结构将为运力需求增量提供支持。**目前双壳油轮中船龄 20 年以上（含 20 年）的有 836 万载重吨，仅占全部运力的 2.2%；船龄 15-19 年的有 2675 万载重吨，占全部运力的 7.0%；船龄 10-14 年的有 5898 万载重吨，占全部运力的 15.5%；船龄 5-9 年的有 1.17 亿载重吨，占全部运力的 30.8%；船龄 5 年以下的有 1.69 亿载重吨，占全部运力的 44.5%。单壳油轮完全相反，其中船龄 20 年以上（含 20 年）的有 1718 万载重吨，占全部运力的 43.3%；船龄 15-19 年的有 1925 万载重吨，占全部运力的 48.5%；船龄 10-14 年的有 327 万载重吨，占 8.2%。（单、双壳油轮的船龄分布差异可以从图 23 得到解释，1985-1999 年双壳油轮在油轮运力中所占比例极低，2002 年双壳油轮数量才开始超过单壳油轮，至 2009 年末万吨以上级油轮运力中双壳比例已提升至 88.02%。）万吨以上级油轮运力的需求最终将体现在大量单壳油轮的到期淘汰。

**单壳油轮的淘汰与 MARPOL73/78 公约 2003 年修正案对单壳油轮限期强制拆解的要求密切相关。**为降低油船泄漏污染海洋的风险，2003 年国际海事组织（IMO）海洋环境保护委员会（MEPC）第 50 次会议通过了 MARPOL73/78 公约修正案，于 2005 年 4 月 5 日生效。该修正案规定，2010 年后将禁止单壳油轮运营，但如果满足船龄低于 25 年并得到船旗所在国的许可且装货和起运所在国接受 IMO 的船况评估方案，则可继续运营至 2015 年。整个单壳油轮的淘汰时间表为：C1 型油轮——对 1982 年 4 月 5 日或早些交付的船舶为 2005 年 4 月 5 日，对 1982 年 4 月 5 日后交付的为 2005 年；C2 和 C3 型油轮——对 1977 年 4 月 5 日或早些交付的船舶为 2005 年 4 月 5 日，对 1977 年 4 月 5 日后在 1978 年 1 月 1 日前交付的为 2005 年，对 1978 年和 1979 年交付的为 2006 年，对 1980 年和 1981 年交付的为 2007 年，对 1982 年交付的为 2008 年，对 1983 年交付的为 2009 年，对 1984 年或晚些交付的为 2010 年。美国与欧盟已禁止单壳油轮运

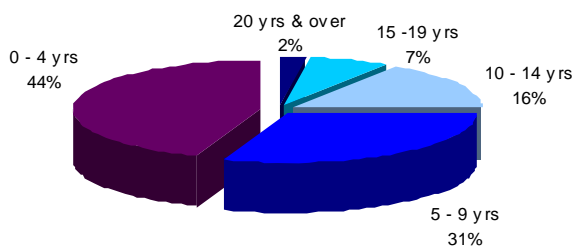
营，目前单壳油轮大多在中东至亚洲的航线上，主要集中于韩国、印度、中国、日本等几个国家。其中韩国已决定从 2010 年后开始禁止单壳油轮运营，而印度（目前全球最大的单壳油轮卸货国）和日本则允许部分单壳油轮运营至 2015 年甚至更晚。中国原定于 2015 年之前淘汰国内航行的单壳油轮，但出于单壳油轮和老旧船淘汰会导致船东对大、中型油轮的需求增加从而带动国内航运业和船舶业的复苏以及环保安全方面的考虑，交通部于 2009 年 12 月 18 日发布了提前淘汰国内航行单壳油轮实施方案，将 5000 载重吨以上的单壳油轮提前至 2010 年淘汰，自 2010 年 1 月 1 日起新造 600 载重吨以上国内航行油轮必须设置防污染双壳结构。

图 19 截至 2009 年 12 月 1 日万吨以上级单壳油轮船龄分布



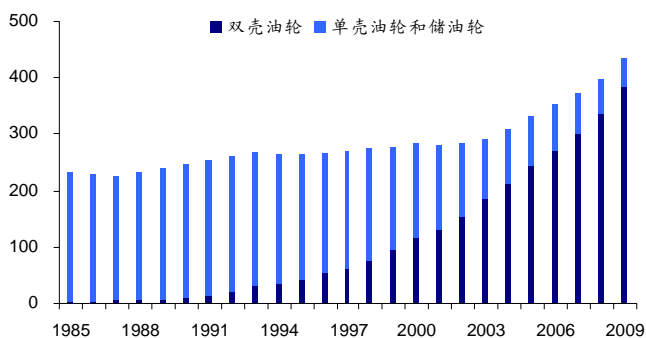
资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

图 20 截至 2009 年 12 月 1 日万吨以上级双壳油轮船龄分布



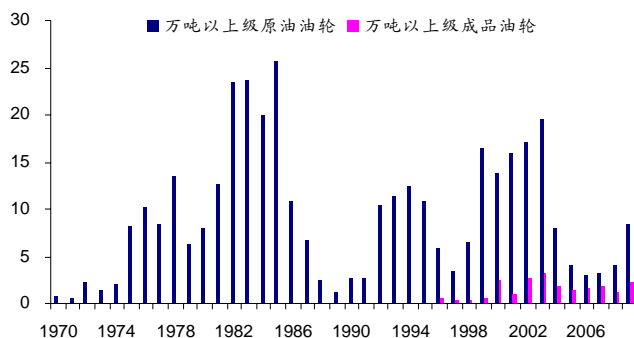
资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

图 21 1985-2009 年单双壳油轮运力对比



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

图 22 1970-2009 年万吨以上级油轮拆解量 (百万 DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

从年度趋势上看，2009 年的油轮拆解量处于历史低位，但考虑到 2010 年大部分单壳油轮的淘汰时限即将到来，目前单壳油轮还有 3969 万载重吨，因此 2010 年油轮拆解量可能出现阶跃式增长，达到 3000 万载重吨以上（Clarkson 预计油轮 2010 年将有 3630 万载重吨退出市场，其中主要为单壳油轮）。

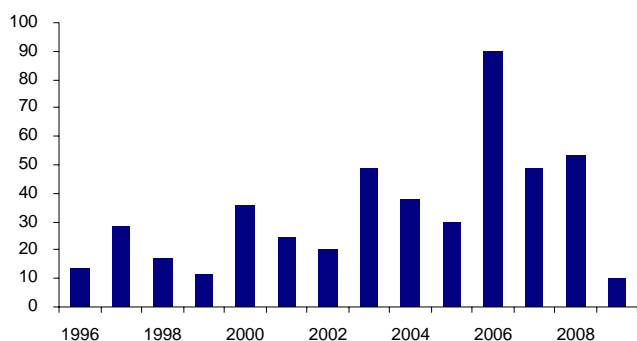
**油轮 2010 年供需将趋于平衡。**Clarkson 预计 2010 年船队油轮新增运力 1990 万载重吨，若考虑计划交付量中 10% 左右将被延迟交付或取消订单，则实际净增运力约 1430 万载重吨，运力同比增速为 2%，与需求（1.5%-2% 的增幅）基本平衡。油轮供需平衡的改善将有利于油轮新船价格摆脱连续 16 个月的下跌走势，企稳反弹。

因此结合之前我们作出的 2010 年国际油运市场将受益于经济复苏和高油价可能会有初步回暖的判断，2010 年油轮的供需失衡程度将会有较大程度的改善，与 2009 年相



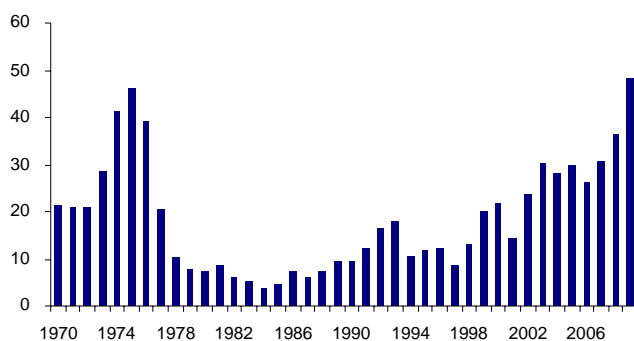
比油轮市场前景要好于散货船市场。

图 23 1996-2009 年万吨以上级油轮新船订单 (百万 DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

图 24 1970-2009 年万吨以上级油轮完工量 (百万 DWT)



资料来源: Clarkson, 海通证券研究所

### 3. 集装箱船: 船龄结构不利, 供需失衡最为严重

集装箱航运是对全球经济最敏感的航运子行业。经济危机抑制了各经济体的进口需求, 主要航线箱量持续下跌, 集装箱期租费率也自 2007 年 10 月份以来持续下降, 11 月末已跌至 32\$/TEU (标准箱)。由于集装箱运输主要目的地是美国和欧盟, 因此 2010 年欧美主要经济体的复苏程度将决定集装箱运价走势。

集装箱船市场在 2009 年陷入了有史以来的最低点。2008 年 6 月以后, 集装箱船每个月的船厂交付量都远超新接订单量, 集装箱船市场从 2008 年 11 月到 2009 年 12 月长达 14 个月的时间内有 12 个月出现了零订单现象。新船价格从 2008 年 9 月以后一路下滑, 在 2009 年的绝大部分时间里一直在 16000~17000\$/TEU 的区间徘徊, 而这一价格区间在历史上仅相当于 2003 年上半年的水平。集装箱船新船 2009 年 12 月均价与历史高点相比跌幅接近 40%。2009 年船厂新接订单只有可怜的 4.21 万标准箱, 尽管拆解量为 1996 年以来的历史最高的 33.44 万标准箱, 但造船完工量仍高达 110 万标准箱, 供给严重过剩。

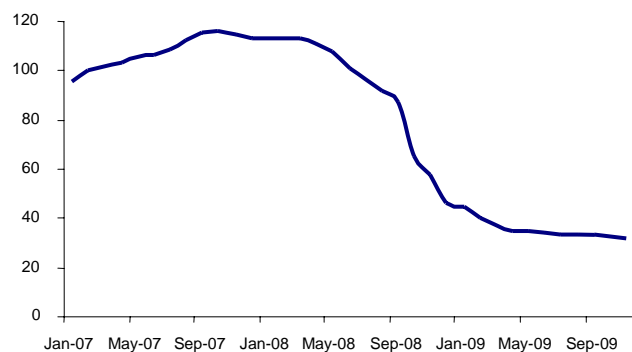
现有运力的船龄结构决定了需求空间有限。从年度趋势看, 集装箱船的新船订单量 2009 年是冰点, 而造船完工量在历史上仅低于 2006-2008 年大牛市的水平。从目前的供需关系看, 截至 2009 年末集装箱船的船厂在手订单为 465 万标准箱, 船队集装箱船运力为 1291 万标准箱, 船厂在手订单占船队运力的比例为 36.0%。这一指标从 2007 年末之后就呈急速下降之势, 从表面上看对供需失衡的改善有利。但从船龄结构上看, 集装箱船现有运力船只中船龄 20 年以上 (含 20 年) 的有 84.65 万标准箱, 仅占全部运力的 6.6%; 船龄 15-19 年的有 91.49 万标准箱, 占全部运力的 7.1%; 船龄 10-14 年的有 203.93 万标准箱, 占全部运力的 15.9%; 船龄 5-9 年的有 291.75 万标准箱, 占全部运力的 22.7%; 船龄 5 年以下的有 611.17 万标准箱, 占全部运力的 47.6%。因此集装箱船现有运力的船龄结构决定了运力需求空间将会非常有限。当然, 船龄 20 年以上的运力决定了 2010 年的拆解量还会继续增长, 但对改变集装箱船供过于求局面的作用微乎其微。

船厂的集装箱船在手订单可支撑 71 个月。由于集装箱船的造船完工量在 2009 年呈稳步下降趋势, 最近三个月的月均完工量为 6.59 万标准箱, 按这一速度船厂的在手订单还可以支撑 71 个月。船厂在手订单与前三个月月均交付量之比这一指标一直呈上升趋势, 使得集装箱船在手订单的保障性的提高。

综合以上分析, 我们认为 2010 年三大船型中, 集装箱船的供需失衡情况是最为严重的, 市场前景也最不乐观, 新船价格和新船订单将继续低迷。不过考虑到 2009 年对

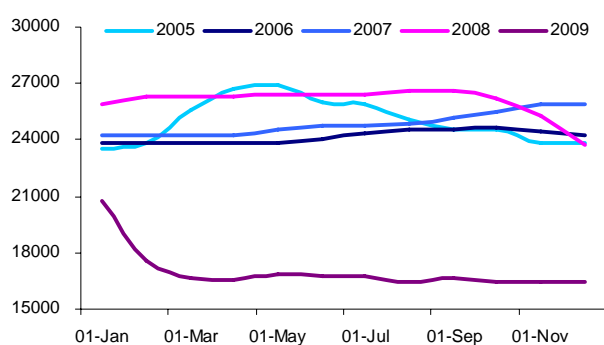
于集装箱船已经是历史最低点，目前属于“跌无可跌”的状况，因此集装箱船市场继续下行的空间不大，比较大的可能是在谷底持续徘徊，真正开始复苏需要等待 4-5 年的时间。

图 25 全球集装箱船期租费率（\$/TEU）1993=100\$/TEU



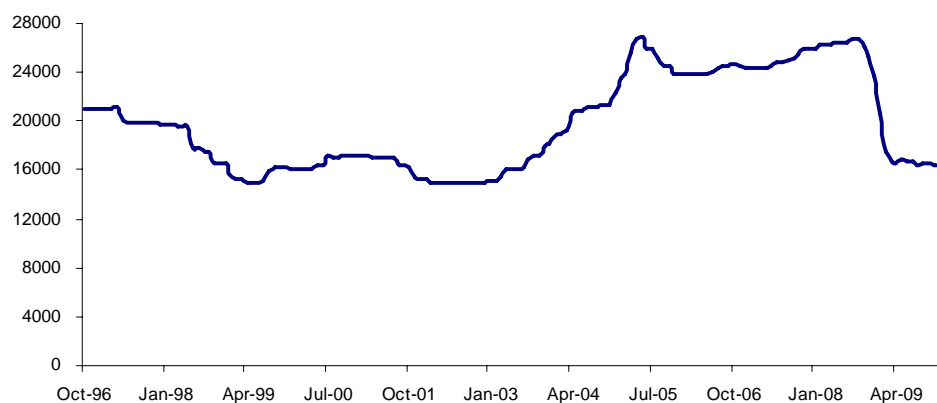
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 26 2005-2009 年集装箱船新船月均价格走势（\$/TEU）



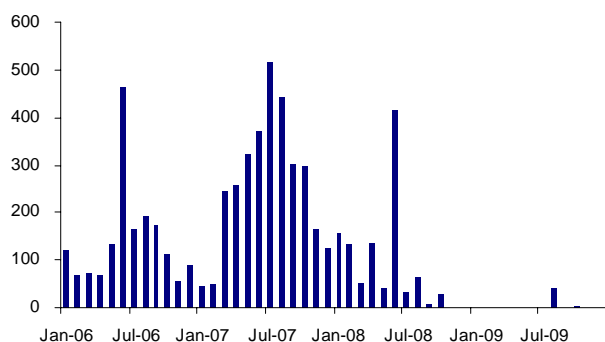
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 27 1996 年 1 月-2009 年 12 月集装箱船新造船月均价格走势（\$/TEU）



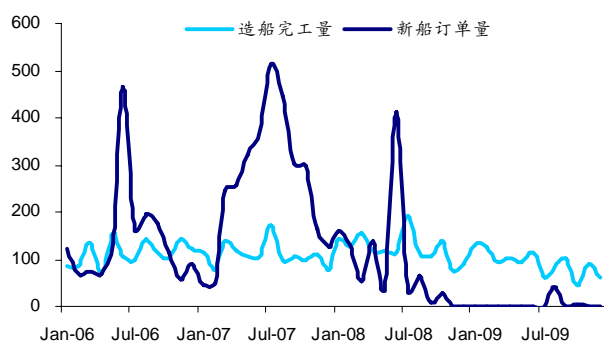
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 28 最近 48 个月集装箱船新船订单（千 TEU）



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

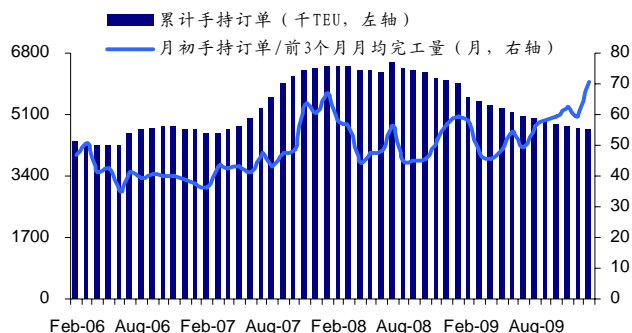
图 29 最近 48 个月集装箱船订单和交付（千 TEU）



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

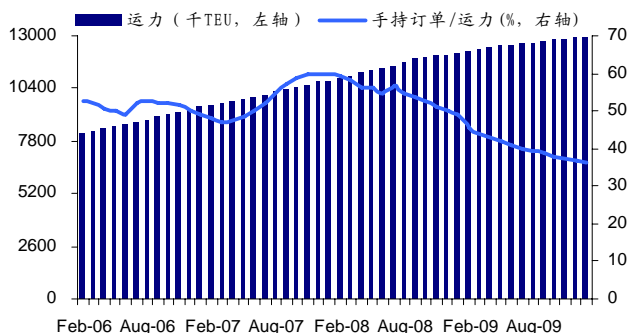


图 30 全球船厂集装箱船在手订单还可支撑 6 年左右



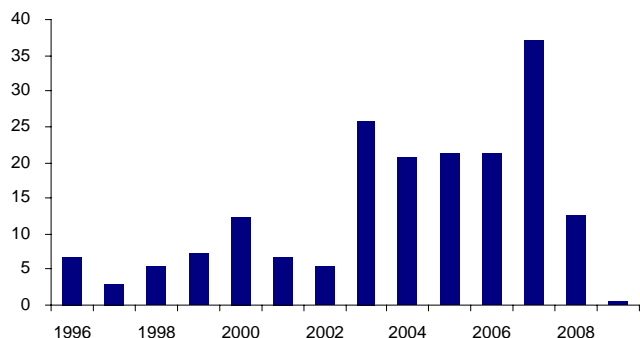
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 31 集装箱船在手订单与运力之比呈急速下降趋势



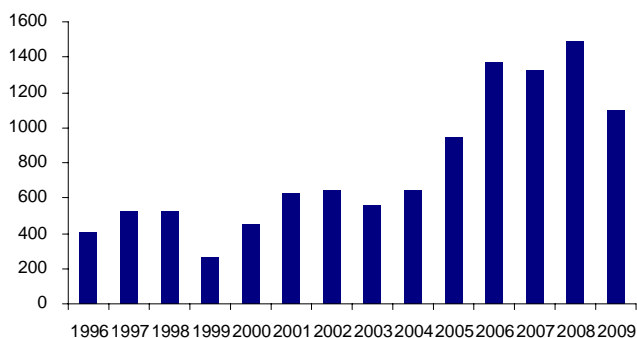
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 32 1996-2009 年集装箱船新船订单（千 TEU）



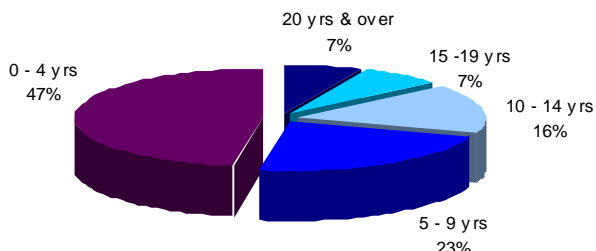
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 33 1996-2009 年集装箱船完工量（千 TEU）



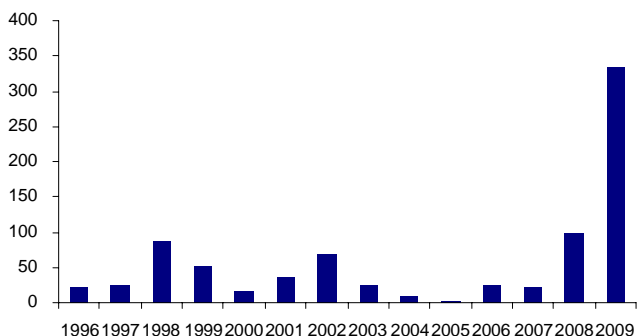
资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 34 截至 2009 年 12 月 1 日集装箱船船龄分布



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 35 1996-2009 年集装箱船拆解量（千 TEU）



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

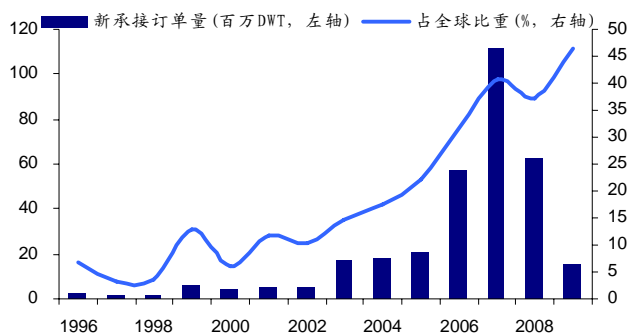
## 4. 中国船舶工业：最困难时刻可能仍未到来

### 4.1 全球船市危机客观提升中国造船地位

全球造船行业在 2009 年陷入了空前的危机，新船订单出现了多个月“零订单”的局面，新船价格更是“跌跌不休”。中国的造船行业在此次全球船市危机中虽然也难以幸免，但是在世界船舶工业中的相对地位却得到了提升。根据 Clarkson 统计，2007、2008、2009 年中国造船业新接订单占世界造船业的份额分别为 40.85%、36.97%和 46.51%，造船完工量占世界造船业的份额分别为 20.19%、23.11%和 30.20%。而按照中国船舶工业行业协会（CANSI）的统计口径，2009 年 1-11 月中国造船业造船完工量为 3654 万载重吨，占世界造船业的比重为 33%，仅次于韩国的 38.4%；新承接订单为 2294 万载重吨，占世界造船业的比重为 61.1%；截至 2009 年 12 月 1 日的手持订单为 1.89 亿载重吨，占世界造船业的比重为 38.3%，超过韩国居世界首位。

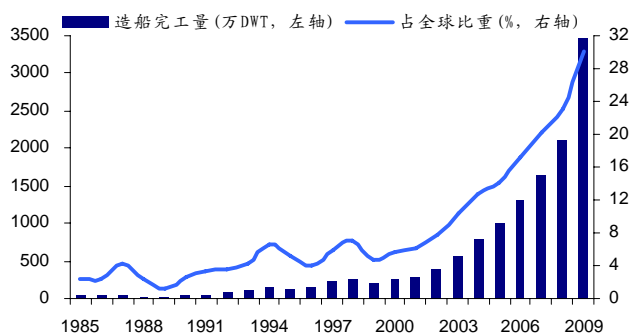
全球造船业重心从韩、日向中国转移的原因主要有三点：1）技术进步。中国造船业近 10 年来通过自主创新、技术创新缩小了与韩、日之间的差距，目前中国船舶工业技术方面与世界先进水平的差距为 5 年左右。2）成本优势。中国船企的人工成本只有韩、日的七分之一左右，而且与两国日趋凸显的人口老龄化相比，中国的人力资源依然比较充足。造船基础原材料供给方面中国也有优势。以钢材为例，从 2005 年开始，国内钢材供应充足。相比之下，日本从 2004 年开始，国内出现钢材供应短缺，而韩国的钢材一直以来都大量依靠进口。3）政策扶持力度。2006 年 9 月经国务院批准，国家发展改革委、原国防科学技术工业委员会联合发布了《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》，将造船工业作为国家发展的战略产业，重点支持。全球金融危机爆发后，国务院又于 2009 年 2 月发布了《船舶工业调整和振兴规划》，并于 6 月发布了《船舶工业调整和振兴规划实施细则》，进一步明确了船舶工业的战略地位，提出了船舶工业的战略目标，要求我国船舶工业尽快提高自主创新能力，强化核心竞争力，并对如何振兴我国船舶工业提出了相应的政策措施，在政策上给予重点扶持。因此，相较于韩、日两国的船企，中国造船业凭借其成本优势对船价下跌有更强的承受能力；造船业是资金密集型行业，依靠政策扶持，中国骨干船企在此次船市危机中获得了更为宽松的信贷环境，资金压力远小于韩、日同行，因此更容易获得国外船东的信任，2009 年 8 月伊朗船东向大连船舶重工和上海外高桥船厂订购 12 艘 VLCC 而放弃报价更低的韩国船厂就是基于这一考虑。

图 36 1996-2009 年中国船厂新接订单及占全球比重



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 37 1985-2009 年中国船厂造船完工量及占全球比重



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

表 1 2009 年 1-11 月世界造船三大指标市场份额

指标	世界	中国	日本	韩国
造船完工量(万载重吨)	11066	3654	2636	4013
比重(%)	100.0	33.0	25.2	38.4
新接订单量(万载重吨)	3756	2294	68	1231
比重(%)	100.0	61.1	2.4	42.8
手持订单量(万载重吨)	49055	18896	9112	17353
比重(%)	100.0	38.3	18.3	34.8

注：表中中国三大指标数据为我国统计数据，世界三大指标为克拉克松研究公司统计数据，计算中国所占份额时对数据作了同口径处理。

资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

## 4.2 2009 年，中国船舶工业的最困难时刻可能仍未到来

2009 年，尽管也受到了全球船市危机的冲击，但由于在 2006-2008 年积累了充足的订单，且在成本和信贷资金支持方面较韩、日的船企有一定优势，中国船舶行业在 2009 年仍然呈现了增长的态势，但增幅和盈利能力有所下降。

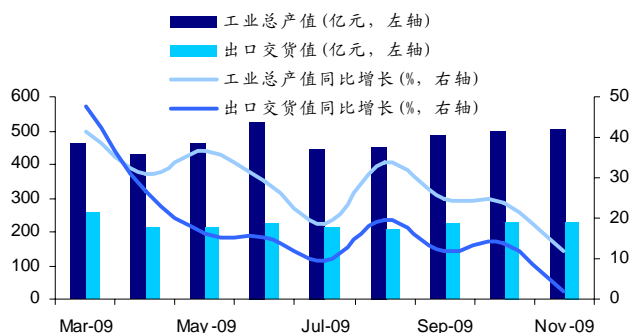
1-11 月，全国规模以上船舶工业企业 1859 家，完成工业总产值 4943 亿元，同比增长 29.2%，但增幅下降 34.4 个百分点。其中，船舶制造业 3769 亿元，同比增长 32.8%，增幅下降 29.8 个百分点；船舶配套业 556 亿元，同比增长 42.4%，增幅下降 45.1 个百分点；船舶修理及拆船业 607 亿元，同比增长 3.3%，增幅下降 52.9 个百分点。从月度看，工业总产值的增速前高后低，逐渐下降。

1-11 月，规模以上船舶工业企业完成出口交货值 2284 亿元，同比增长 17.2%，增幅下降 44.5 个百分点。其中，船舶制造业 1886 亿元，同比增长 24%，增幅下降 38.4 个百分点；船舶配套业 85 亿元，同比增长 32.1%，增幅下降 21.5 个百分点；船舶修理及拆船业 311 亿元，同比下降 13.8%，增幅下降 75 个百分点。从月度看，与工业总产值相似，出口交货值的增速也出现了前高后低的态势。

1-11 月，规模以上船舶工业企业实现主营业务收入 4080 亿元，同比增长 30.9%，增幅下降 25.5 个百分点。其中船舶制造业 3061 亿元，同比增长 37.8%，增幅下降 15.5 个百分点；船舶配套 490 亿元，同比增长 38.9%，增幅下降 39.7 个百分点；船舶修理及拆船业 520 亿元，同比下降 2.6%，增幅下降 58.5 个百分点。毛利率和税前利润率从 07-08 年的高点有所回落，金属船舶制造业、修船及拆船业在三季度跌落至最低点，四季度大幅回升，而船舶配套设备制造业作为造船业上游，由于危机传导的滞后性，其毛利率和税前利润率一直呈稳步上升态势。

2009 年中国船舶行业的增长与政府加大支持力度密切相关。《船舶工业调整和振兴规划》颁布以来，政府各部门又陆续出台《船舶工业技术进步和技术改造投资方向（2009-2011 年）》、《建造中船舶抵押登记暂行办法》、《船型开发科研项目指南》、《海洋工程装备科研项目指南（第一批）》、《提前淘汰国内航行单壳油船实施方案》、《关于加强船舶企业科研开发的若干意见》、《促进老旧运输船舶和单壳油轮报废更新实施方案》等配套措施，而江苏、浙江、山东、福建、辽宁等主要造船省份也都专门在财税、金融、兼并重组、产业投资、结构调整等方面制定措施，给予当地造船企业政策扶持，因此地方和民营造船企业的发展势头并未明显减缓。1-11 月份，江苏、山东、福建、安徽、湖北、重庆市等主要造船省市船舶工业主营业务收入、实现利润都保持了 30% 以上的增长，特别是江苏省 1-11 月份实现主营业务收入 1444 亿元、实现利润 165.6 亿元，同比分别增长 50.8% 和 51%，分别占到全国总量的 35.3% 和 52.3%。

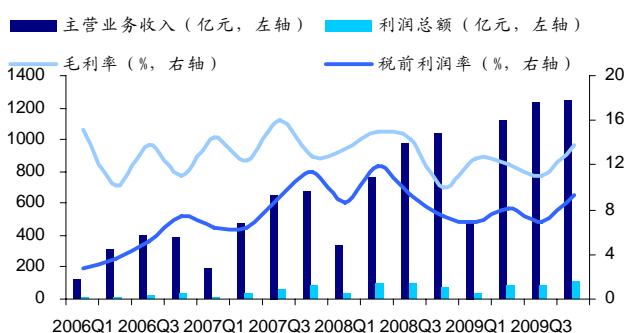
图 38 2009 年 3-11 月船舶行业月度生产和出口变化



注：统计样本为规模以上船舶工业企业，船舶行业分为船舶制造业、船舶配套业、修船及拆船业

资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

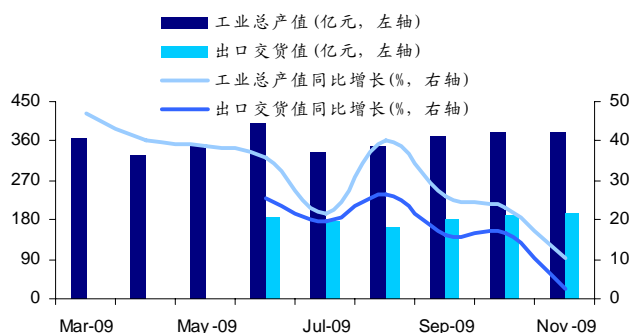
图 39 2006-2009 年各季度船舶行业营业收入和利润变化



注：统计样本为规模以上船舶工业企业，船舶行业分为船舶制造业、船舶配套业、修船及拆船业，以 2、5、8、11 月份为季末各月

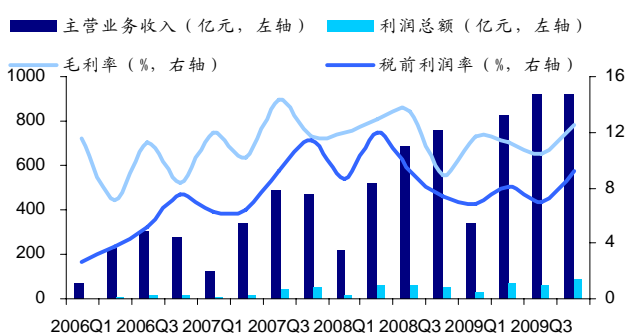
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 40 2009 年 3-11 月船舶制造业月度生产和出口变化



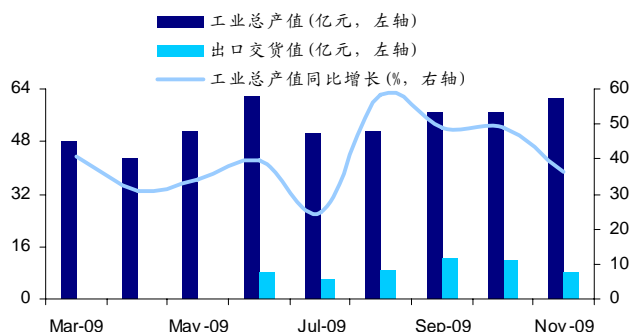
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 41 2006-2009 年各季度金属船舶制造业收入和利润变化



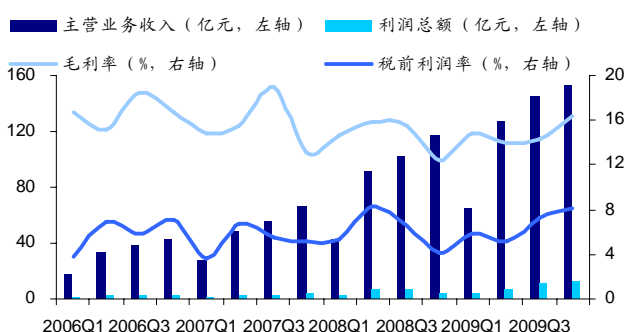
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 42 2009 年 3-11 月船舶配套业月度生产和出口变化



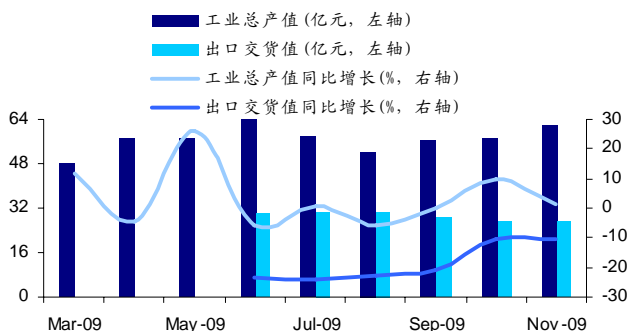
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 43 2006-2009 年各季度船舶配套业收入和利润变化



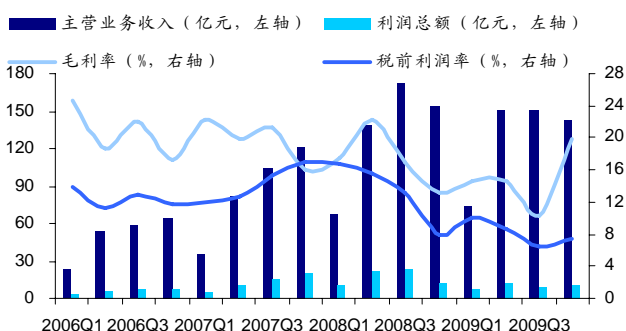
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 44 2009 年 3-11 月修船及拆船业月度生产和出口变化



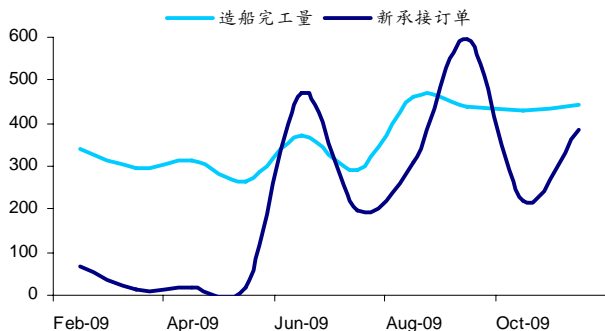
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 45 2006-2009 年各季度修船及拆船业收入和利润变化



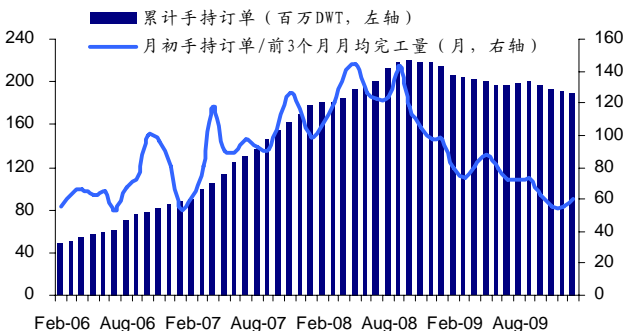
资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 46 2009 年 2-11 月中国船厂完工量和新接订单(百万 DWT)



资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 47 中国船厂在手订单可支撑 5 年左右



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

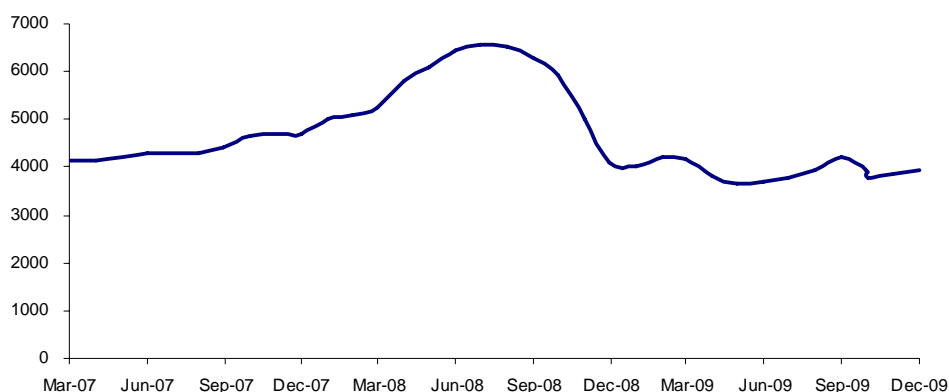
从月度造船产量及新承接船舶订单变化来看，受航运市场逐步回暖的影响，我国月度造船产量已连续 4 个月超过 400 万吨，保持了平稳快速增长态势。新承接船舶订单从 6 月份开始走出了去年 4 季度以来极度低迷的状态，成交量有所放大，其中 11 月份承接新船订单 383 万载重吨，占全球 11 月份新船订单的一半以上。截至 2009 年末，中国造船业累计在手订单为 1.9 亿载重吨，而 2009 年第四季度的月均造船完工量为 319 万载重吨。按照这一速度，中国船厂的在手订单还可支撑 60 个月的时间。

**中国造船业最困难的时刻可能仍未到来。**我们认为，中国船舶行业在 2009 年只是遭遇了阵痛，最困难时刻可能尚未到来，主要是基于以下理由：1) **供过于求、产能过剩的局面依然严重。**以船厂新接订单和造船完工量作为简单的供需指标进行分析，2009 年 1-11 月份中只有 7、9 两个月的需求大于供给。从年度趋势看，根据 Clarkson 统计 2009 年中国的新船订单为 1549 万载重吨，是 2003 年以来的最低，而造船完工量却是远超之前历史水平的 3476 万载重吨，供过于求的形势依然严峻。据工信部统计，中国目前的造船能力为 6600 万载重吨，占全球的 36%，但国内需求仅为 1000 万载重吨左右，70%依靠出口，因此造船行业已被国家列为产能过剩行业之一。2) **造船企业面临的船东弃船风险加大。**根据船舶工业行业协会统计，2008 年底中国船舶企业手持订单中，散货船所占比例达 60.3%，2010 年以后交船的远期订单超过 30%。相比于油轮市场，散货船市场的供需失衡持续时间可能更长，因此可以认为中国造船企业面临的船东弃船撤单风险将长时间存在。船东弃船的压力在 2009 年已经初露端倪。据船舶工业行业协会的不完全统计，1-10 月全国共撤消船舶订单 88 艘/470 万载重吨，约占 10 月底手持船舶订单总量的 2.5%，2008 年 10 月-2009 年 10 月一年时间内全国累计撤消船舶订单



量达 185 艘/677 万载重吨，约占 10 月底手持船舶订单总量的 3.6%。按 2008 年底手持船舶订单统计，初步估计 2009 年 1-11 月份中国有 30% 左右的手持船舶订单受金融危机影响被延期交付或撤销。3) **韩国造船企业降价接单，国际竞争更加激烈。**尽管目前散货船和油船的新船价格较历史最高水平已经下跌近 40% 左右，下跌空间看似不大，但导致新船价格继续下跌的逻辑依然存在——在全球造船业产能过剩的大背景下船厂可能被迫进行价格战来争夺订单，或者牺牲利润接单从而确保现金流的连续性，或者在船台利用率过低的情况下通过接下部分低价船订单来平衡生产以保持开工率。韩国船厂为摆脱韩元对美元升值导致新订单继续萎缩的局面，已从 2009 年四季度开始降价接单。江苏熔盛集团曾在 2008 年 7 月和 2009 年 6 月分别以 1.4 亿美元和 1.2 亿美元的价格签订了 40 万载重吨级的超大型矿砂船合同，而 2009 年 11 月韩国的 STX 与巴西的淡水河谷签订的同类型订单价格仅为 1.1 亿美元；2009 年 7 月韩国的三星重工曾以 8500 万美元的价格签订了 15.8 万载重吨级的 Suezmax 型油船合同，而 11 月大字造船签订的同类型船价格仅为 6100 万美元，下降 28.24%。韩国造船企业的降价接单直接导致了四季度韩国造船业的接单量占全球份额猛增至 71.1%，约为中国的三倍左右，这对以低成本、低船价作为主要竞争力、利润空间本已不大的中国船企非常不利。4) **钢材等成本先于船价上涨的可能性较大。**在造船行业的成本中，钢材成本约占 20% 左右，企业外购的船舶配套设备约占 40% 左右，人工费用约占 15% 左右，专项费用约占 15%~20% 左右，折旧约占 5%~10% 左右。从钢材价格来看，目前造船用中厚板的价格仍处于历史较低水平，对船厂的成本控制较为有利，造船行业毛利率能够在 2009 年四季度有较大幅度回升也主要是由于这一点。但是考虑到造船业是长周期行业，其行业趋势反转的时间点一般出现在经济景气上行周期的后期，而钢价、人工费用在经济景气上行周期的早期即经济复苏阶段就可能先于船价上涨，因此可能进一步侵蚀造船企业的盈利空间。目前 20mm 热轧中厚板的价格已经接近 4000 元/吨，预计 2010 年可能会有较大幅度的回升。对于钢价上涨可能对造船业毛利率造成的不利影响，我们进行了初步测算。我们假设的前提条件是：据船舶工业行业协会统计，截至 2009 年 11 月末钢质船舶的收入均值为 7755 元/载重吨，成本均值为 6866 元/载重吨，20mm 热轧中厚板价格为 3951 元/吨，按照钢材占成本 20% 估算每造 1 载重吨的钢质船舶需 20mm 热轧中厚板 0.35 吨。根据测算我们发现，20mm 热轧中厚板价格每变化 5%，钢质船舶造船业的毛利率下降 1 个百分点以上。

图 48 2007 年 3 月-2009 年 12 月 20mm 中厚板月度均价（元/吨）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所



表 2 钢材价格变化对钢质船舶制造毛利率的影响

总成本(元/载重吨)	钢材成本(元/载重吨)	钢材价格(元/吨)	钢价变化幅度(%)	毛利率(%)
6866	1373	3951	0	11.46
6935	1442	4149	5	10.57
7003	1511	4346	10	9.69
7072	1579	4544	15	8.80
7141	1648	4741	20	7.92
7209	1717	4939	25	7.03
7278	1785	5136	30	6.15
7347	1854	5334	35	5.26
7415	1922	5531	40	4.37
7484	1991	5729	45	3.49
7553	2060	5927	50	2.60

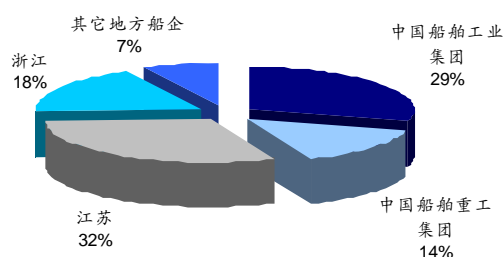
注：截至 2009 年 11 月末钢质船舶的收入均值为 7755 元/载重吨，成本均值为 6866 元/载重吨，20mm 热轧中厚板价格为 3951 元/吨，按照钢材占成本 20% 估算每造 1 载重吨的钢质船舶需 20mm 热轧中厚板 0.35 吨。同时假设船价、造船成本中钢材之外部分不变。

资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

### 4.3 两大集团和部分骨干企业将受益于行业洗牌

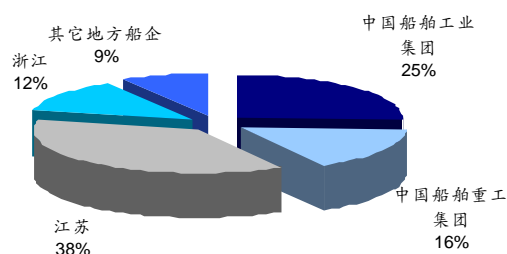
中国造船业目前的竞争格局是央企、地方造船企业、民营造船企业的“三足鼎立”。央企是中国船舶工业集团公司、中国船舶重工集团公司两大造船集团，地方造船企业和民营造船企业则主要集中分布在江苏、浙江两省，如江苏的镔盛重工、扬子江造船、新世纪造船、太平洋重工，浙江的金海湾船业。根据中国船舶工业行业协会统计，截至 2008 年底中国船企在手订单为 2.046 亿载重吨，其中中国船舶工业集团、中国船舶重工集团、江苏省和浙江省船舶工业企业的手持订单分别为 5196.7 万载重吨、3339.1 万载重吨、7621 万载重吨和 2553 万载重吨，所占比例分别为 25.40%、16.32%、37.25%和 12.48%，合计占全部中国船企手持订单的 91.45%；2008 年中国船企造船完工量为 2881 万载重吨，其中中船工业集团、中船重工集团、江苏省和浙江省地方船企造船完工船舶分别为 845.1 万载重吨、412.1 万载重吨、889.5 万载重吨和 520.6 万载重吨，所占比例分别为 29.33%、14.30%、30.87%和 18.07%，合计占中国造船完工量的 92.58%。2009 年 1-8 月，中船工业集团和中船重工集团造船完工量 886 万载重吨，占全国总量的 44.4%；江苏省造船完工量 899 万载重吨，占总量的 45%。

图 49 2008 年中国船企造船完工量分布



资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

图 50 2008 年末中国船企手持订单分布



资料来源：中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

表 3 截至 2009 年 11 月末中国手持订单 100 万载重吨以上的造船企业

造船企业	艘	万载重吨
扬州国裕船舶制造有限公司	19	103
黄海造船有限公司	47	109
广州文冲船厂有限责任公司	46	113
广东中远船务工程有限公司	19	118
南通明德重工有限公司	40	123
九江银星造船有限公司	24	127
广州中船黄埔造船有限公司	29	143
浙江造船有限公司	33	146
中海工业（江苏）有限公司	27	152
中船澄西船舶修造有限公司	35	158
泰州三福船舶工程有限公司	46	163
中国长航青山造船厂	40	178
山海关船舶重工有限责任公司	29	184
泰州口岸船舶有限公司	41	218
广州广船国际股份有限公司	52	230
江苏东方造船有限公司	38	245
大连中远川崎	38	259
浙江扬帆船舶集团有限公司	49	262
舟山中远船务工程有限公司	46	266
大连中远造船工业有限公司	12	280
江苏韩通船舶重工有限公司	52	292
常石集团（舟山）造船有限公司	40	295
青岛北海船舶重工有限责任公司	19	347
上海船厂船舶有限公司	57	352
扬州大洋造船有限公司	113	365
江苏新世纪造船有限公司	42	372
中国长航金陵船厂	65	384
广州中船龙穴造船有限公司	19	424
STX(大连)造船海洋技术有限公司	76	459
沪东中华造船（集团）有限公司	69	468
江苏新扬子造船业有限公司	78	522
南通中远川崎船舶工程有限公司	40	622
渤海船舶重工有限责任公司	55	661
江苏新时代造船有限公司	50	816
舟山金海湾船业有限公司	64	956
上海江南长兴重工有限责任公司	109	1272
上海外高桥造船有限公司	64	1379
江苏熔盛重工集团有限公司	81	1626
大连船舶重工集团有限公司	105	1892
合计	1908	17079

资料来源：Clarkson，海通证券研究所

目前新接订单和手持订单均呈现“冷热不均”现象。2009 年中国承接的新船订单主要集中在两大造船集团和江苏、浙江、福建、山东省的部分骨干造船企业，约有 65% 船舶企业没有接到订单，尤其是部分新兴船厂，由于金融危机侵袭时还处在建设期，订单储备较少，2009 年又没有接到订单，将面临船台空置，无船可造的困难局面。在手订单方面这一情况更为突出，截至 2009 年 11 月末，中国手持订单 100 万载重吨以上的造船企业（主要为两大造船集团下属船厂和地方大型骨干船企）的在手订单总计为 1.71 亿载重吨，约占全国船企在手订单的 90% 以上。

表 4 上市公司和行业盈利能力及财务指标对比

盈利能力和财务指标	中国船舶	广船国际	金属船舶制造行业	中国重工	船舶配套设备制造行业
毛利率(%)	13.98	13.23	11.41	16.86	14.29
营业利润率(%)	11.68	9.39	-	7.77	-
税前利润率(%)	11.91	9.15	7.68	9.89	5.40
净利润率(%)	9.51	7.71	-	8.16	-
销售费用率(%)	1.37	0.87	0.64	1.63	1.87
管理费用率(%)	3.76	5.23	3.40	6.94	4.97
财务费用率(%)	-3.22	-2.07	-0.36	0.38	0.94
资产收益率(ROA, %)	2.77	2.39	-	2.57	-
净资产收益率(ROE, %)	9.53	8.38	-	12.67	-
流动比率	1.21	1.16	-	1.27	-
速动比率	0.96	0.95	-	0.91	-
资产负债率(%)	67.15	70.19	82.30	80.05	64.33
应收账款周转率	23.51	9.71	5.48	3.31	3.43
存货周转率	2.42	2.08	-	1.18	-

注：上市公司为截至 2009 年 6 月 30 日数据（中国重工为上市前数据），行业为截至 2009 年 5 月末数据。

资料来源：公司资料，中国船舶工业行业协会，海通证券研究所

面临产能长期过剩的局面，必须通过市场充分竞争“去产能化”以重新回归供需平衡，因此中国造船业进行行业洗牌已成为必然，而目前地方政府对地方船厂的政策扶持只是延缓了这一过程的到来，长期看对中国造船行业的资源优化配置不利。由于造船业是典型的资金、技术和劳动力密集型行业，因此作为大型央企的中国船舶工业集团和中国船舶重工集团，以及部分地方和民营造船业中的大型骨干企业，凭借雄厚的资金、长期积累的技术和人才储备以及国家的支持，可能成为中国造船行业洗牌的受益者。两大造船集团目前手持订单占中国造船业的 40% 左右，造船完工量则占 45% 左右，且在 2006-2008 年造船业大牛市中积累了雄厚的家底。中国船舶工业集团在 2006 年即开始扩建产能，中船重工集团则在 2007 年布局，因此两大造船集团充分享受了上一波全球造船业大牛市的成果，而地方和民营造船企业则相对“后知后觉”，相当多的中小企业是在 2008 年初才开始加大固定资产投资。从抗风险的能力讲，中船工业集团和中船重工集团要求订单的首付比例不低于 30%，有的甚至高达 40%，远高于行业 20% 的水平，且客户多为信用资质较高的大船东，因此在此次船市“寒冬”中储备了充足的“过冬口粮”。而地方和民营造船企业在 2009 年虽然依靠政策扶持避免了大规模倒闭的现象，甚至部分企业还出现了扩张的势头，但全球航运和造船业产能过剩将是一个长期现象，因此地方和民营的大量中小造船企业将由于规模、融资、技术等困难难以度过造船业的严冬。

## 公司篇

### 5. 船舶行业估值合理，个股存在阶段性机会

A 股船舶行业三家重点上市公司中，广船国际（600685）以造船为主业，中国船舶业（600150）务以造船为主、修船和船舶配套为辅，中国重工（601989）以船舶配套为主业。与目前上交所平均 28.7 倍 PE 水平相比，中国船舶和广船国际的 PE 估值处于合理区间，中国重工估值偏高的主要原因有三点：1）船舶配套业作为造船业上游，对船市萧条期的反应有一定滞后性；2）中国重工主要是为其大股东中船重工集团提供船舶配套服务，市场空间较大，因此受船市危机的影响程度较造船企业轻，从业绩成长性来看也明显高于行业水平；3）新股上市有一定溢价。总体来说，船舶行业的估值水平合理，考虑到全球造船业按照乐观判断也要到 2012 年左右才能迎来真正的复苏，因此我们维持对船舶行业的“中性”评级。

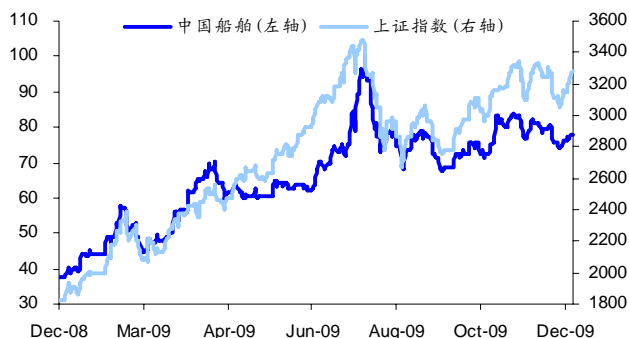
表 5 船舶行业主要上市公司 PE、PB 值（截至 2010 年 1 月 12 日）

简称	代码	市盈率（PE）			市净率（PB）
		2008	2009E	2010E	
A 股上市公司					
中国船舶	600150.CH	12.5	18.4	17.1	3.9
广船国际	600685.CH	16.0	23.5	22.1	4.4
中国重工	601989.CH	43.2	36.6	32.6	6.8
国际可比公司					
韩进重工	003480.KS	4.1	—	—	—
现代重工	009540.KS	4.9	—	—	1.5
三星重工	010140.KS	9.6	—	—	2.1
现代尾浦	010620.KS	4.7	6.1	6.0	1.0
大宇造船	042660.KS	14.4	—	—	1.4
STX	067250.KS	46.6	—	—	0.7
三井造船	7003.JP	18.6	13.7	13.7	1.4
日立造船	7004.JP	77.5	10.8	12.5	—
三菱重工	7011.JP	48.8	142.3	97.8	0.9
石川岛播磨重工	7013.JP	—	38.8	29.6	1.3
名村造船所	7014.JP	7.9	—	5.1	—
扬子造船	YZJ.SP	2.8	2.2	2.2	3.8

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

相对于行业而言，个股仍存在一定机会。2009 年全年，中国船舶股价上涨 106.75%，广船国际股价上涨 119.65%，同期上证综指上涨 79.98%，申万非汽车交运设备行业指数上涨 108.18%，个股跑赢大盘，涨幅与行业基本持平。根据我们对 2010 年三大船型供需关系的判断，油轮市场的供需失衡状态好转可能性最大，这对以小型油轮为主要船型的广船国际和以 VLCC 为重要船型的中国船舶将构成利好。中国船舶 2009 年只拿到了 6 艘/192 万载重吨的 VLCC 订单，广船国际前三季度承接了 4 艘特种船，而主营的小型油船处于零订单的状态，因此 2010 年油轮新船订单的“解冻”无疑将成为股价上涨的催化剂，给个股带来阶段性的机会。此外，这两家上市公司均在中国船舶工业集团旗下，如果 2010 年能够出现真正意义上的行业洗牌，将有助于消除目前市场对公司业绩成长性的悲观预期。中国重工作为中船重工集团的上市旗舰和国内船舶配套行业龙头，由于其面向集团的市场还有较大空间，因此对船市危机具有一定的“抗打击能力”。

图 51 2009 年中国船舶股价和大盘指数对比



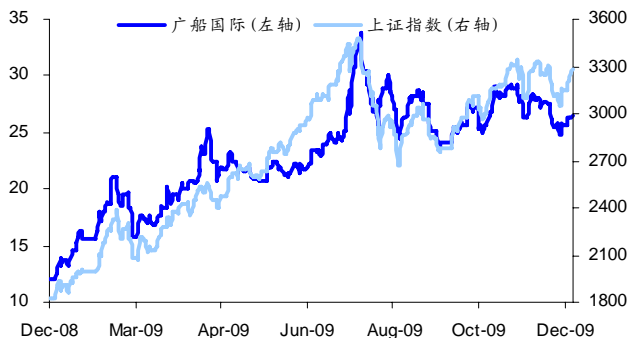
资料来源：海通证券研究所

图 52 2009 年中国船舶股价和行业指数对比



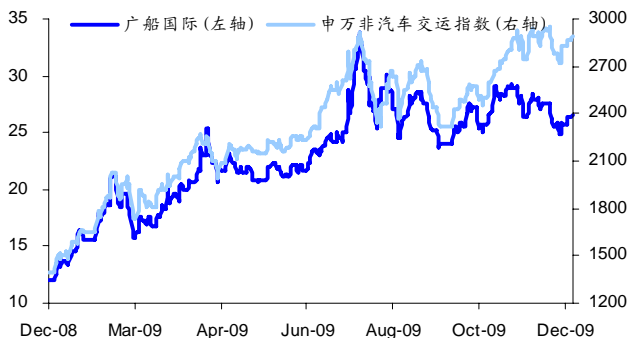
资料来源：海通证券研究所

图 53 2009 年广船国际股价和大盘指数对比



资料来源：海通证券研究所

图 54 2009 年广船国际股价和行业指数对比



资料来源：海通证券研究所

## 5.1 中国船舶：在手订单充足且安全性高，油轮订单可能超预期

公司是中国最大的造船企业，资产约占中国船舶工业集团的 40%-50%，下属三个造船厂——外高桥造船厂、江南长兴造船厂、澄西修造船厂。外高桥造船厂与江南长兴造船厂（外高桥造船厂控股 65%）年造船能力均在 350 万载重吨左右，船型以 7.6 万载重吨级的巴拿马型散货船、17 万载重吨级的好望角型散货船、11 万载重吨级的阿芙拉型原油油轮以及 VLCC 为主，2008 年完工 29 艘/466.11 万载重吨，2009 年 1-6 月完工 19 艘/304.59 万载重吨；澄西修造船厂年造船能力在 50 万载重吨左右，2008 年完工 10 艘/53 万载重吨，2009 年 1-6 月完工 4 艘/21.20 万载重吨。截至 2009 年 6 月 30 日，公司手持船舶订单 126 艘/2169.7 万载重吨，生产计划已排至 2012 年。

2009 年前三季度，公司实现营业收入 190.26 亿元，同比增长 3.5%；实现营业利润 23.62 亿元，同比下降 40.6%；归属于母公司所有者的净利润 19.68 亿元，同比下降 37.6%；摊薄每股收益 2.97 元。公司 2009 年经营目标为实现销售收入 295.14 亿元，其中造船 235.96 亿元，柴油机 26.48 亿元，修船 22 亿元。但是由于造船业从 2008 年 9 月到 2009 年 8 月经历了行业历史上最困难的时期，公司上半年新船订单为零，8 月份才承接了 6 艘 VLCC 的订单，因此预计公司 2009 年的销售收入在 270 亿元左右。

公司 2009 年前三季度的毛利率为 14.7%，同比下滑 8.3 个百分点，但第三季度毛利率为 16.2%，同比下滑 5.4 个百分点，环比上升 3.8 个百分点。毛利率开始回升的主要原因是公司造船用中厚板一般在开工前半年订购，随行就市，因此 2009 年上半年所



用造船板是在 2008 年钢价处于高位时订购，且由于公司和宝钢的合作关系在当时订购量较大，导致上半年原材料成本上升较快，拉低了毛利率。而钢价在 2009 年已大幅回落，因此公司下半年原材料成本方面的压力将有所减轻，同时前三季度已将高价钢库存消耗完毕，因此预计第四季度毛利率将进一步回升。此外，为了平滑业绩，防止交船时船价有可能重谈并有一定幅度的下降，公司上半年在确认阶段收入和利润时采取谨慎原则充分计提了未来在手订单船价下跌的潜在损失，这一做法有利于未来业绩的回升。

作为行业龙头，公司在 2006 年即开始扩建造船产能，在 2006~2008 年的造船业大牛市中赚的可谓盆满钵满，外高桥造船厂一年营业利润即在 30 亿元以上。尽管目前造船行业高峰期已过，产能过剩成为必然，但是公司凭借造船业牛市期间积累的雄厚家底和饱满的在手订单，“平稳过冬”应该问题不大。由于公司的合作对象均为资质较好、长期合作的大型航运公司，未来造船合同撤单可能性较小，且订单首付比例高达 30%~40%，远高于行业平均水平，因此尽管行业中船东要求修改船型、合同价格重新谈判、延期交付或推迟付款、撤销订单乃至弃船的情况时有发生，但公司在手订单的安全性却未受影响（2009 年前 10 个月发生在公司身上的船东撤单仅一艘）。

根据我们之前的分析，中国造船业的供过于求、产能过剩局面短期内难以改善，行业洗牌清理过剩产能是迟早的事，而造船业是典型的资金、技术和劳动力密集型行业，因此作为中国造船业霸主的船舶工业集团无疑将成为行业洗牌的最大受益者，公司作为集团的上市旗舰，不仅实力雄厚，而且对船市危机和行业洗牌有比较充分的准备，其行业龙头地位有望在接受造船业“去产能化”洗礼之后更趋稳固。

基于我们对 2010 年油轮市场供需趋于平衡作出的判断，由于阿芙拉型原油油轮以及 VLCC 是公司的重要船型，其订单可能有超出市场预期的表现，因此将给公司股价带来阶段性投资机会。我们预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 4.29 元、4.60 元、5.00 元，维持“增持”评级。

## 5.2 广船国际：油轮市场回暖有助新接订单“解冻”

公司造船业务以灵便型液货船为主，半潜船、客滚船等特种船为辅。公司的灵便型液货船 70% 订单为出口，市场份额 2007 年达到 14%，排名国内第一，全球第四，其船型以 3 万~6 万载重吨的原油船、成品油船和化学品船为主。公司现有 4 万吨船台一座、6 万吨船台两座、5 万吨船坞一座，船台周期已缩短至 70 天左右，按平均一座船台一年造船 5 艘估算，全年产能在 20 艘左右。

2009 年前三季度，公司实现营业收入 50.60 亿元，同比增长 5.0%；实现营业利润 4.88 亿元，同比下降 42.7%；归属于母公司所有者的净利润 4.05 亿元，同比下降 41.0%；摊薄每股收益 0.82 元。前三季度公司毛利率 12.7%，同比下滑 2.4 个百分点。由于公司造船板一般在开工前 3-6 个月采购，随行就市，而 2009 年钢价大幅回落，2008 年采购的高价钢库存已在上半年消耗完毕，因此第三季度如果不考虑半潜船未达建造进度的因素，实际毛利率已处于上升通道。

截至 2009 年 9 月 30 日，公司手持造船合同 57 艘/241.23 万载重吨，生产计划已排至 2012 年。由于公司在 2008 年之前签订的合同首付款比例一般都在 25% 以上，安全性高，因此目前尚无船东撤单现象发生。

公司原计划在 2009 年交船 18 艘，前三季度已完工交付 10 艘、下水 12 艘、开工 18 艘，由于 2009 年油轮新船价格持续下滑，已有船东通过提高节点报验条件的方式延迟公司的造船交付进度（此举并未延迟合同规定的交船时间），甚至有船东要求与公司重谈船价，因此公司按自己制订的交船计划交船出现了一定的困难，预计全年实现完工交付 18 艘船的目标难以实现。



公司 2009 年前三季度油船新增订单为零，只承接了 4 艘特种船，处于历史最差时期。根据我们对 2010 年油轮市场供需趋于平衡所作的判断，公司的灵便型油轮新接订单有望“解冻”，业绩可能高于市场预期。我们预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 1.13 元、1.20 元、1.23 元，调高投资评级至“增持”。

### 5.3 中国重工：船舶配套行业龙头

中国重工是中船重工集团的上市旗舰，业务分为船用动力及部件、船用辅机、运输设备和其他业务等三大块，是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业，同时也是国内海军舰船装备的主要研制和供应商。公司 2009 年上半年实现营业收入 84.32 亿元，营业利润 12.08 亿元，净利润 6.88 亿元。在 2008 年的营业收入中，船用动力及部件业务占 66.85%，船用辅机业务占 19.94%，运输设备及其他业务占 13.21%；在 2008 年的营业利润中，船用动力及部件业务占 57.07%，船用辅机业务占 28.14%，运输设备及其他业务占 14.79%。船舶配套设备作为造船行业上游，其费用一般占总船价的 30%~40%。公司在船用动力及部件领域的产品主要为船用柴油机和船用螺旋桨。

公司下属的大连船机和宜昌船柴，与中国船舶下属的沪东重机是国内低速柴油机的主要生产企业，公司占国内市场份额为 45.81%；中速柴油机，公司在 4000 马力以上的大功率中速柴油机方面占国内市场份额为 37.10%，主要竞争对手为广州柴油机厂、镇江船用柴油机厂、安庆船用柴油机厂和淄博柴油机厂等。

船用螺旋桨是我国船舶配套产品中的优势产品，国产设备装船率高达 90%。最能体现技术含量的超大型螺旋桨方面，目前世界上只有德国 MMG、韩国现代、荷兰 LIPS 和公司下属的大连船推等少数几个企业能够生产。公司是国内主要的大型螺旋桨供应商之一，配备在 5 万吨级以上船舶的螺旋桨占国内市场份额为 31.20%，主要竞争对手是镇江中船瓦锡兰螺旋桨有限公司。

我国船舶配套产业仍有较大发展空间。尽管我国即将成为全球第一造船国，但船舶配套设备的国产化率不到 50%，与日本的 90%以上、韩国的接近 80%仍有较大差距。根据《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》，国内生产的船用设备到 2010 年平均装船率将达到 60%以上，到 2015 年平均装船率将达到 80%以上。而根据《船舶配套业发展“十一五”规划纲要》要求，到 2010 年我国将新增船用低速柴油机年生产能力 500 万千瓦，新增船用中速柴油机年生产能力 1000 台，柴油机零部件国产化率将达到 80%以上。

公司主要为大股东中船重工集团提供船舶配套设备，该集团是国内规模第二大的造船及船舶配套集团。依托重工集团，在中国造船行业迅速崛起的大背景下，公司主营业务规模在 2006-2008 年保持了快速增长，营业收入复合增长率为 41.87%，营业利润复合增长率为 52.30%，净利润复合增长率为 63.51%。由于船舶配套业是造船业的上游，因此对船市危机的反应有一定滞后性，公司 2006-2008 年业绩高成长性可能难以持续，我们预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元、0.28 元，目前的 PE 已经过高，维持“中性”评级。

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、振华港机、徐工科技、中集集团、中联重科、柳工、山推股份、三一重工、上海机电

方维：机械行业分析师

重点研究上市公司：中国船舶、广船国际、中国重工、西飞国际、海特高新、哈飞股份、中国卫星、洪都航空、成发科技、中兵光电、航天电子、航空动力、宗申动力

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围内的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明  
所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德  
副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路 颖  
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

陈 露  
所长助理 宏观经济首席分析师  
(021) 23219435  
chenl@htsec.com

陈美凤  
计算机及通信行业首席分析师  
(021) 23219409  
chenmf@htsec.com

江孔亮  
建筑工程行业首席分析师  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

丁 频  
农业及食品饮料行业首席分析师  
(021) 23219405  
dingpin@htsec.com

詹文辉  
电力设备行业首席分析师  
(021) 23219412  
zhanwh@htsec.com

韩振国  
煤炭行业核心分析师  
(021) 23219400  
zghan@htsec.com

潘洪文  
保险行业核心分析师  
(021) 23219389  
panhw@htsec.com

邓 勇  
石化及基础化工行业核心分析师  
(021) 23219404  
dengyong@htsec.com

龙 华  
机械及公用事业行业核心分析师  
(021) 23219411  
longh@htsec.com

钮宇鸣  
港口及水运行业核心分析师  
(021) 23219420  
ymniu@htsec.com

刘 金  
基础化工及造纸印刷行业高级分析师  
(021) 23219421  
liujin@htsec.com

邱春城  
电子元器件行业高级分析师  
(021) 23219413  
qiucc@htsec.com

区志航  
纺织服装行业高级分析师  
(021) 23219407  
ouzh@htsec.com

谢 盐  
证券信托行业高级分析师  
(021) 23219436  
xiey@htsec.com

马 婴  
航空及机场行业分析师  
(021) 23219408  
maying@htsec.com

余闰华  
银行业分析师  
(021) 23219390  
shemh@htsec.com

杨红杰  
有色金属行业分析师  
(021) 23219406  
yanghj@htsec.com

范坤祥  
金融行业分析师  
(021) 23219382  
fankx@htsec.com

刘彦奇  
钢铁行业分析师  
(021) 23219391  
liuyq@htsec.com

赵 勇  
食品饮料行业分析师  
(021) 23219460  
zhaoyong@htsec.com

方 维  
机械行业分析师  
(021) 23219438  
fangw@htsec.com

江维娜  
医药行业分析师  
(021) 23219610  
jiangwn@htsec.com

李冠宇  
计算机行业分析师  
(021) 23219414  
ligy@htsec.com

帅 虎  
房地产行业分析师  
(021) 23219401  
shuaih@htsec.com

王茹远  
互联网及传媒行业分析师  
(021) 23219474  
wangry@htsec.com

赵晨曦  
汽车行业分析师  
(021) 23219473  
zhaocx@htsec.com

曹小飞  
化工小组助理分析师  
(021) 23219267  
caoxf@htsec.com

陈子仪  
TMT 小组助理分析师  
(021) 23219244  
chenzy@htsec.com

郭世凯  
消费小组助理分析师  
(021) 23219269  
guosk@htsec.com

李 畅  
机械小组助理分析师  
(021) 23219268  
lich@htsec.com

潘 鹤  
消费小组助理分析师  
(021) 23219423  
panh@htsec.com

蒲世林  
建筑建材及建筑工程小组助理分析师  
(021) 23219054  
pusl@htsec.com

钱列飞  
交通运输小组助理分析师  
(021) 23219104  
qianlf@htsec.com

舒 灏  
机械小组助理分析师  
(021) 23219171  
shuh@htsec.com

张 浩  
电力及电力设备小组助理分析师  
(021) 23219383  
zhangh@htsec.com

李明亮  
宏观经济核心分析师  
(021) 23219434  
lml@htsec.com

汪 辉  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219432  
wanghui@htsec.com

刘铁军  
产业经济高级分析师  
(021) 23219394  
liutj@htsec.com

熊伟  
宏观经济分析师  
(021) 23219396  
xiongwei@htsec.com

陈久红  
策略核心分析师  
(021) 23219393  
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍  
策略高级分析师  
(021) 23219387  
wuyiping@htsec.com

张冬云  
策略高级分析师  
(021) 23219442  
zhangdy@htsec.com

单 磊  
策略高级分析师  
(021) 23219428  
shanl@htsec.com

陈瑞明  
策略分析师  
(021) 23219197  
chenrm@htsec.com

娄 静  
金融工程首席分析师  
(021) 23219450  
loujing@htsec.com

胡 倩  
金融工程首席分析师  
(021) 23219472  
huqian@htsec.com

姜金香  
固定收益高级分析师  
(021) 23219445  
jiangjx@htsec.com

单开佳  
金融工程高级分析师  
(021) 23219448  
shankj@htsec.com

雍志强  
期货高级分析师  
(021) 23219424  
zyqiong@htsec.com

周 健  
金融工程分析师  
(021) 23219444  
zhouj@htsec.com

吴先兴  
金融工程分析师  
(021) 23219449  
wuxx@htsec.com

邱庆东  
固定收益分析师  
(021) 23219424  
qiuqd@htsec.com

丁鲁明  
金融工程助理分析师  
(021) 23219068  
dinglm@htsec.com

张峰  
金融工程助理分析师  
(021) 23219370  
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦  
金融工程助理分析师  
(021) 23219402  
fengzq@htsec.com

郑雅斌  
金融工程助理分析师  
(021) 23219395  
zhengyb@htsec.com

贺振华  
机构客户部经理 核心销售经理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

潘春晖  
核心销售经理  
(021) 23219374  
panch@htsec.com

高 溱  
高级销售经理  
(021) 23219386  
gaoqin@htsec.com

孙 俊  
高级销售经理  
(021) 23219454  
sunj@htsec.com

胡雪梅  
高级销售经理  
(021) 23219385  
huxm@htsec.com

季唯佳  
销售经理  
(021) 23219384  
jiwj@htsec.com

黄 毓  
销售经理  
(021) 23219410  
huangyu@htsec.com

毛艺龙  
销售经理  
(021) 23219373  
maoyl@htsec.com

申林英  
销售经理  
(021) 23219415  
shenly@htsec.com

殷怡琦  
销售经理  
(021) 23219397  
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
电话: (021) 23219381  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com