



船舶行业专题Ⅱ：上一轮船舶 大周期深度复盘 有何异同？ 有何启示？



船舶行业历史上存在多轮周期，主要分为新增需求驱动和船队更新驱动。

2002~2008 年间，新增需求驱动占主流，船价、产能、订单齐增，这也使得波峰更陡峭，且在高点存在市场普遍的“非理性”，即误判增长趋势和低估调整时间。对比本轮到来的船舶周期，我们认为龙头扩产会更受限，且船队更新驱动下的需求增长相对缓和，因此收入增长不会一簇而就，但龙头公司的利润率会更有保证。继续对船舶板块保持“推荐”评级。

1960 年代到 2010 年代，全球船舶市场实际经历了三轮周期，其中包括两轮新增需求驱动为主的船市繁荣，以及一轮由替代需求驱动为主的船市“次繁荣”。新增需求驱动下的船市繁荣，顶点往往有大量投机行为，致使后续签单和船价双降，而替代需求驱动的船市景气度变化相对平缓。

2002~2008 年间的船市繁荣并非从头到尾保持高景气，新签订单和船价均会呈现结构性的上升与回落。导致船价和订单呈现波动的原因在于不同细分船型的景气节奏不同：油船的景气主要来自于双壳船对单壳船的替代更新；集装箱船的景气主要来自于集装箱化率的提升和全球商品贸易的快速发展；散货船的景气主要来自 06、07 年大宗原材料运价大幅上涨，且贸易格局、船队行程发生巨大变化。尽管都有各自的因素驱动，但三大主流船型均能大放异彩的关键在于一些共性因素：全球美元走弱+中国经济崛起+全球海运量增长持续领先船队增长+经济全球化逐步深化。此外，中国海军规模的扩大也助力了国内船企的发展壮大。

我们对上一轮船舶周期的泡沫成因做了梳理，发现 05 年以前的市场相对理性，06、07 年在高运价和租金价格的驱使下，船东误判后续增长趋势、或低估了后续船市底部调整的时间，因此大量下单，然而此时新造船价和船舶交期的增长并不明显，表明船厂产能实际上已经过剩。最终在 08 年次贷危机的冲击下，船东同时面临运价下行+信贷收缩的双重压力，船厂订单延期率和撤单率大幅增长。

细观本轮船舶周期，我们认为船舶龙头公司更值得关注。首先上轮船舶上行周期伴随我国船舶行业粗放式增长，龙头发力不足；其次 2002~2008 的市场景气由新增需求驱动，船队保有量大幅增长，而本轮周期多为船队更新驱动，会相对平滑，龙头公司风险较低；最后，船舶企业当下产能扩张途径有限，龙头面临外部产能扩张的竞争压力较小，且后续若有类比 06、07 年供需格局变动的催化，船价有望持续上涨。

对船舶板块继续维持“推荐”评级。市场的预期常常存在惯性，1980 年前后是如此，2010 年前后也是如此，从较为乐观的状态下落到过分悲观的状态，最后再回归平衡。当前仍处于船舶大周期的初始阶段，而较多的

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47737

