

- **恒力重工的三大稀缺性：集团产业链协同能力、区位+产能禀赋、一体化体系能力，共同支撑其在本轮造船周期中获取超额订单与业绩弹性。**我们认为：当前市场研究普遍聚焦于“公司订单充沛、在手订单规模领先”，但**忽视了一个更关键的问题——公司为什么能够在短时间内获取如此大规模、高质量订单？**本质上，订单并非结果变量，而是能力的体现。恒力重工订单优势的背后，是三大具备长期稀缺性的核心能力，这也是公司区别于传统船厂、具备持续 α 的根本来源。
- **稀缺的集团协同能力：从炼化龙头到造船新贵，“恒力速度”重塑行业效率：**公司依托恒力集团产业链优势协同，从炼化行业切入造船领域，通过收购 STX（大连）资产，实现“存量产能+成熟体系”的快速接入，在极短时间内完成产能恢复与释放。不同于传统船厂“从 0 建设、长周期爬坡”的路径，公司复刻炼化行业的高效建设与运营体系，实现 150 天完成老厂盘活，二期未来工厂项目 5 个月建成投产。**我们认为：恒力本质上不是一家“新船厂”，而是将成熟工业体系迁移至造船行业的“效率型重构者”。在行业产能刚性背景下，效率优势本身就是最稀缺的产能。**
- **稀缺的优质区位+产能禀赋：大连不冻港+超大型船坞，构筑全球级制造底盘：**公司位于大连长兴岛，具备天然不冻深水港优势，可全年稳定生产与交付，显著优于部分受气候制约的船厂。同时，公司拥有中国北方最大的单体船厂资源，并已形成以超大型船坞为核心的产能体系，公司已经拥有 10 个可同时生产 20 万 DWT 以下吨位船舶的船位和 8 个可同时生产 20 万 DWT 以上吨位船舶的船位，公司三期在建项目投产后可新增 4 个同时建造 20 万 DWT 以上吨位船舶的船位，该船位预计将于 2026 年下半年投入使用，届时公司将拥有同时建造 10 个 20 万 DWT 以下吨位船舶的船位和同时建造 12 个 20 万 DWT 以上吨位船舶的船位，共计 22 个船位。**我们认为：船坞资源本质是造船行业最核心的“不可复制资产”，决定长期接单能力上限。**
- **稀缺的造船+发动机一体化能力：订单、结构与配套能力同步升级：**公司不仅订单规模领先，更重要的是订单结构持续优化+产业链配套完善，截至 2026 年 3 月，手持订单 276 艘、5061 万 DWT，交付排期至 2030 年。此外，公司订单中中端、高端船型（VLCC、超大型集装箱船等）占比持续提升，有望提升公司盈利水平。与此同时，公司布局船用发动机，实现核心动力系统自主配套。这一体系为公司带来长周期锁定收入的订单稳定性、高端船型抬升单船价值量的盈利弹性与关键设备自主化降低外部依赖的成本控制。**我们认为：造船行业正在从“量的竞争”转向“结构+体系竞争”，公司已提前卡位。**
- **供给刚性+需求升级，造船业进入盈利兑现阶段：**过去十年行业经历深度出清，全球活跃船厂数量显著下降，叠加资金、环保及优质岸线资源约束，新增产能释放受限，供给端弹性明显不足；同时，船队老龄化与绿色转型驱动更新需求持续释放，推动行业景气维持高位。在此背景下，行业运行逻辑已由“订单驱动”逐步切换至“交付与盈利兑现”，表现为新造船价格中枢维持高位、船厂排期普遍延长至 3-5 年、利润逐步向报表端传导。我们认为，在行业进入盈利兑现阶段后，具备产能禀赋、订单储备及产业链协同优势的头部船企将率先实现业绩释放，行业分化有望进一步加剧。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为公司有望兑现其高增长的业绩，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 70 亿元、136 亿元、176 亿元，对应 EPS 分别为 7.19 元、13.97 元、18.10 元，对应 PE 分别为 21X、11X、8X。公司兼具行业景气 β 与自身成长 α ，业绩弹性与确定性兼备，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）行业景气回落风险；（2）项目建设及产能释放不及预期风险；（3）订单交付及执行风险；（4）原材料价格波动风险；（5）高端船型拓展及技术风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	21,639	48,218	75,871	90,751
增长率（%）	275.0	122.8	57.4	19.6
归属母公司股东净利润（百万元）	2,655	6,982	13,562	17,572
增长率（%）	1083.1	163.0	94.3	29.6
每股收益（元）	2.73	7.19	13.97	18.10
PE (X)	55	21	11	8
PB (X)	15.4	8.8	4.8	3.1

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

149.50 元



分析师 许隽逸

执业证书：S0590524060003

邮箱：xujy@glms.com.cn

分析师 张玮航

执业证书：S0590524090003

邮箱：whzhang@glms.com.cn

分析师 陈律楼

执业证书：S0590524080002

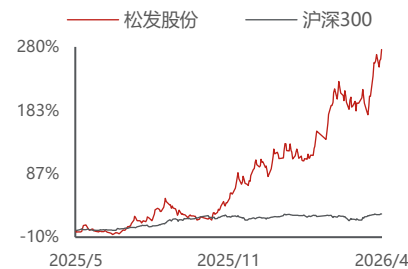
邮箱：llchen@glms.com.cn

研究助理 陈康迪

执业证书：S0590124070044

邮箱：chenkd@glms.com.cn

相对走势



投资聚焦

区别于市场的观点/方法

本报告从“产能兑现节奏+订单结构变化”出发，判断公司或已进入业绩加速释放阶段，市场尚未充分定价其盈利弹性。

与市场侧重“行业景气上行”的普遍认知不同，本报告进一步从**供给约束与产能兑现节奏匹配**的角度出发，认为当前造船行业已由“订单驱动”进入“利润兑现阶段”，核心变量由接单能力转向交付能力与产能利用率提升。在此框架下，恒力重工的核心优势不在于简单的订单规模，而在于其**超大型船坞资源+快速产能爬坡能力**，使其能够在本轮周期中更快兑现业绩。

同时，本报告重点强调公司**订单结构向高附加值船型升级**带来的盈利弹性。市场普遍将造船企业视为“量驱动”行业，但我们认为，在供需偏紧背景下，**产品结构变化（VLCC、超大型集装箱船占比提升）对利润的边际贡献更为关键**，将显著抬升单船盈利水平。

此外，本报告将恒力集团的产业链协同纳入分析框架，认为公司不仅具备制造能力，还具备“资金+原材料+下游需求”的一体化优势，这一点区别于传统造船企业，是公司中长期竞争力的重要来源。

核心假设

1) 行业层面：造船景气维持高位

假设未来2-3年全球造船行业维持高景气，供给端受制于产能约束难以快速扩张，在手订单支撑行业维持较高开工率，新造船价格中枢维持高位。

2) 产能层面：产能持续爬坡并保持高利用率

假设三期项目稳步推进，整体产能利用率逐步提升，带动交付量持续增长，成为收入增长的核心驱动。

3) 结构层面：高附加值船型占比持续提升

假设公司订单结构持续向VLCC、超大型集装箱船等高端船型倾斜，单船价值量与盈利能力提升，推动整体毛利率逐年上行。

4) 盈利层面：规模效应与成本优势逐步体现

假设随着产能释放与交付规模扩大，公司固定成本摊薄，同时依托集团供应链优势控制原材料成本，推动毛利率由2026年的20%提升至2028年的27%。

近期催化

短期多重催化共振，有望驱动公司基本面与估值同步提升。

- 1) 产能释放催化：二期项目全面投产及三期项目推进，产能扩张进度有望持续超预期；
- 2) 订单催化：高附加值船型新签订单及订单结构优化，提升市场对盈利能力的预期；
- 3) 交付催化：重点船型（如 VLCC）交付节奏加快，推动业绩逐步兑现；
- 4) 行业催化：新造船价格维持高位或进一步上涨，强化行业盈利上行预期；
- 5) 资本市场催化：重大资产重组完成后，公司基本面重塑，市场认知逐步修复。

核心假设对应的风险

核心假设若出现偏离，将对公司盈利兑现节奏产生扰动。

- 1) 行业景气不及预期：若全球贸易需求走弱或航运景气回落，新船订单与船价可能承压，影响行业盈利中枢；
- 2) 产能释放不及预期：若公司三期项目建设或产能爬坡进度低于预期，将影响交付节奏与收入确认；
- 3) 结构升级不及预期：若高附加值船型订单占比提升不及预期，可能导致毛利率改善幅度低于预期；
- 4) 成本波动风险：若钢材等原材料价格大幅上涨且传导不畅，将阶段性压制公司盈利能力；
- 5) 集团协同不及预期：若产业链协同效应未能充分体现，公司成本优势及资源获取能力可能弱化。

目录

1 发展沿革与产业布局	5
1.1 收购 STX (大连) 资产, 快速切入造船赛道	5
1.2 “恒力速度”驱动产能快速落地	6
1.3 股权结构稳固, 集团赋能成长	7
2 行业分析: 造船周期上行, 供需格局优化	9
2.1 长周期属性显著, 供需错配驱动波动	9
2.2 景气上行: 订单高位锁定, 供给刚性收缩	16
3 核心竞争力: 产能+订单+体系全面领先	31
3.1 硬件领先: 超大型船坞构筑产能优势	31
3.2 在手订单充足, 高端船型占比提升	32
3.3 区位+供应链协同, 构筑成本与效率优势	37
3.4 产能扩张驱动盈利跃升, 三期打开成长空间	39
4 盈利预测与投资建议	41
4.1 盈利预测	41
4.2 估值分析	41
4.3 投资建议	42
5 风险提示	44
插图目录	46
表格目录	47

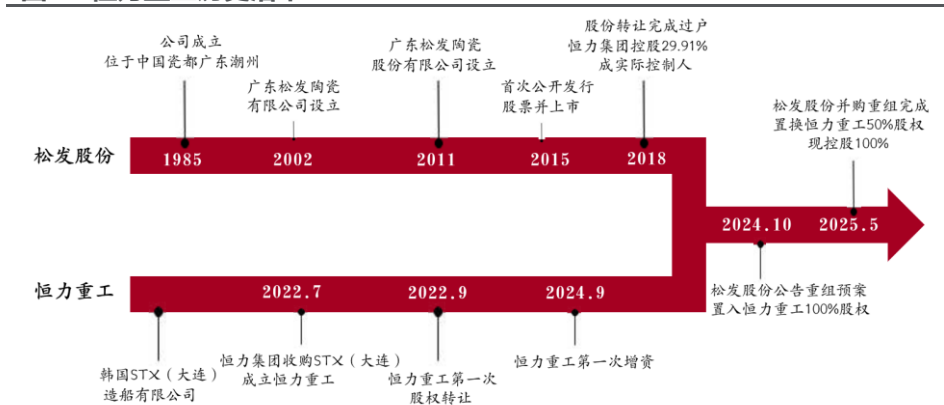
1 发展沿革与产业布局

1.1 收购 STX（大连）资产，快速切入造船赛道

广东松发陶瓷股份有限公司（简称“松发股份”）成立于 1985 年，位于中国瓷都广东潮州，2002 年设立广东松发陶瓷有限公司，2015 年在上交所主板挂牌上市。2018 年，恒力集团斥资 8.2 亿元取得松发股份控制权；2024 年 10 月 17 日，松发股份对外披露重组预案，拟通过重大资产置换置入恒力重工 100% 股权；2025 年 5 月 22 日，本次重组完成资产交割，松发股份主营业务由日用陶瓷制造正式变更为船舶及高端装备制造，恒力重工正式登陆资本市场。

恒力重工集团有限公司（简称“恒力重工”、“公司”）成立于 2022 年，是世界 500 强恒力集团布局高端船舶建造的核心战略板块。2022 年 7 月，恒力集团斥资 21.1 亿元竞拍收购原韩国 STX（大连）资产，成功盘活这一闲置近十年的存量资产。STX（大连）曾是中国最大的外资船厂，拥有中国北方最大的单体船厂，2006 年落地大连长兴岛，后受行业周期波动影响于 2015 年进入破产清算程序。此次收购使恒力重工快速获得了完整的造船产能和配套能力，实现了在船舶制造赛道的高效切入。

图1：恒力重工历史沿革



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

在全球造船行业迎来绿色转型与产能老龄化更新的景气上行周期背景下，恒力重工凭借母公司恒力集团的全产业链布局与深厚的资源整合能力实现快速扩张。恒力集团始建于 1994 年，自化纤行业起步，其产业链逐步向外拓展，现已构建起涵盖石油化工、船舶重工、薄膜与新材料、聚酯化纤、纺织品，并协同发展工业互联网、基础建设、旅游度假、金融、发电、酿酒等业务的全面发展型国际化企业版图。在核心资产与产业协同方面，集团现拥有全球单体产能最大的炼化一体化装置、全球产能最大的 PTA 工厂之一，以及全球最大的功能性纤维生产基地和织造企业之一；旗下恒力海运运营 10 艘同型号 PTA 吨袋散货船，主营大连至上海、南通、乍浦等沿江及沿海港口航线，主要负责恒力石化体系内 PTA、聚酯产品及煤炭等

原材料或品的运输。2025 年集团总营收达 8990 亿元，现位列世界 500 强第 81 位、中国民营企业 500 强第 3 位，专利授权总数突破 2200 件。集团深厚的实体产业运营经验、丰富的内部协同场景以及雄厚的财务实力，共同为恒力重工在船舶行业的快速扩张提供了坚实后盾。

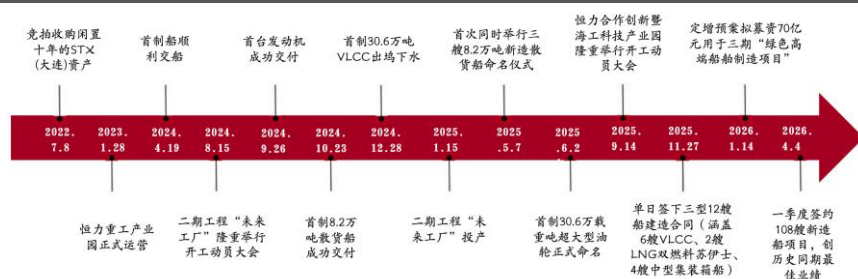
1.2 “恒力速度”驱动产能快速落地

面对供需偏紧的高端造船市场，恒力重工承袭并复刻高效的“恒力速度”，从产线建设到首制船舶、首台发动机交付均实现高效推进。自 2022 年 7 月公司设立，同年 9 月完成资产交割，仅耗时 150 天盘活荒废十余年的厂区资产，于 2023 年 1 月 28 日恒力重工产业园一期项目“海洋工厂”正式投用。2023 年 3 月 30 日公司首制船正式开工，2024 年 4 月 18 日提前交付首艘 6.1 万载重吨散货船，标志着公司从资产整合阶段迈入实质性生产运营阶段。

借助集团庞大的内部产业协同优势，恒力重工大幅缩减了传统新建船厂的产能爬坡期，公司 2024 年 7 月开工建设二期项目“未来工厂”，仅历时 5 个月实现投产，并接连达成首台发动机交付、首制 30.6 万吨 VLCC 交付等重要里程碑。“未来工厂”主要聚焦超大型油船、超大型液化气运输船、超大型集装箱船、海上浮式生产储油轮、海上浮式风电、钻井平台等高附加值绿色船舶和高端海工装备制造业务。克拉克森的数据显示，截至 2026 年 3 月底，恒力重工手持订单共计 276 艘 5057 万载重吨 1024 万 CGT，按 CGT 计算在全球单体船厂中排名第一，其中油船 122 艘、散货船 93 艘、集装箱船 56 艘、LPG 船 4 艘，交船期排至 2030 年。

未来公司产能结构持续向高端化升级。2025 年 9 月，“恒力合作创新暨海工科技产业园”开工，预计项目建成后将累计实现年产值 1500 亿元，助力大连打造全球单体规模最大、配套最完备的造船基地。2026 年 2 月 14 日最新定增报告披露，拟投资三期工程“绿色智能高端船舶制造一体化项目”等项目，项目总投资约 135 亿元。

图2：恒力重工大事件



资料来源：ifind，恒力重工官网，国联民生证券研究所

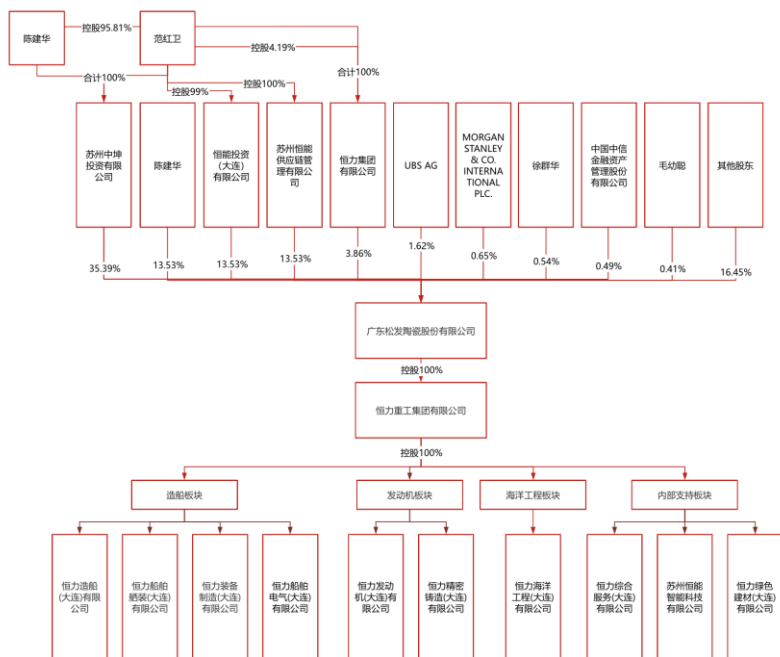
单位：万元

序号	募集资金用途	总投资金额	拟投入募集资金金额
1	绿色智能高端船舶制造一体化项目	1,006,497.68	500,000
1.1	恒力造船（大连）有限公司绿色智能装备制造项目	728,590.80	500,000
1.2	恒力造船（大连）有限公司绿色高端船舶建造项目配套设施	277,906.88	
2	恒力造船（大连）有限公司绿色船舶制造曲组配套升级项目	212,615.30	150,000
3	绿色高端船舶制造项目配套3-6码头项目	131,752.98	50,000
合计		1,350,865.96	700,000

1.3 股权结构稳固，集团赋能成长

股权高度集中、控制权架构清晰，治理结构稳固。公司控股股东为苏州中坤投资有限公司，实际控制人为陈建华、范红卫夫妇。截至 2026 年 3 月 31 日，陈建华、范红卫夫妇通过直接持股，以及通过苏州中坤、恒能投资、苏州恒能、恒力集团等一致行动人主体，合计持有公司约 79.84% 的股份，利于公司在强周期的造船行业中保持战略定力与决策效率。

图4：截至 2026 年 3 月 31 日恒力重工股权结构图



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

公司全资控股多家子公司, 构建主要业务覆盖船舶研发、发动机制造、零部件配套的产业链体系。其船舶产品涵盖散货船、集装箱船、油船等主流船型, 全面达产后年钢材加工能力 230 万吨, 单厂产能全球最大, 并逐步向具备 VCC、VOC、VLGC、超大型集装箱船、LNG 气体运输船、FLNG、FPSO、半潜式钻井平台等高附加值船舶及高端装备生产能力的制造产业基地发展。旗下恒力造船 2025 年 11 月获恒力重工增资 20 亿元, 承担核心船舶建造业务, 是公司产能释放的核心载体。公司子公司恒力发动机聚焦船用发动机研发制造, 具备自主生产能力。恒力船舶舾装、恒力船舶电气提供船舶舾装件、电气系统等核心零部件, 保障产业链自主可控与成本优势。

2 行业分析：造船周期上行，供需格局优化

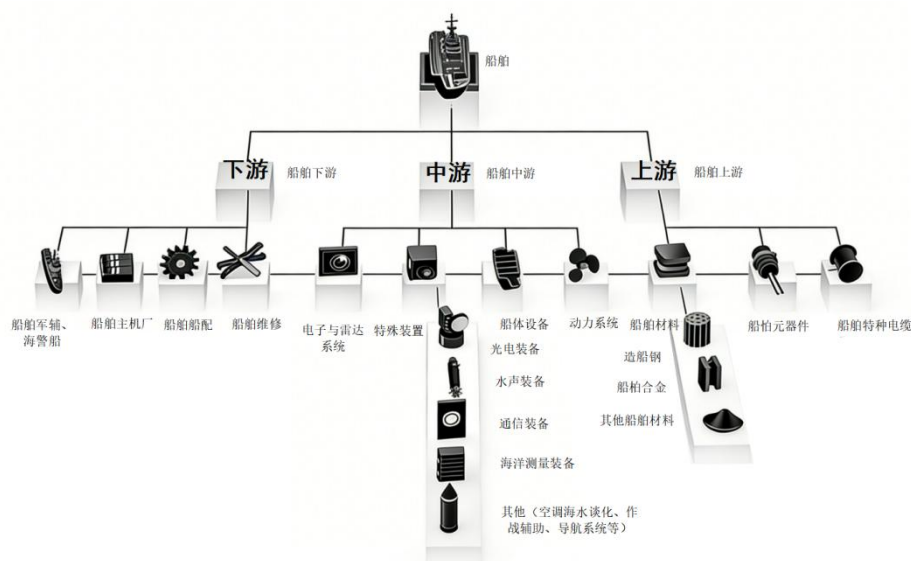
2.1 长周期属性显著，供需错配驱动波动

2.1.1 行业概览：全球造船产能向中国转移，三大主力商船主导市场

船舶制造属于资金密集、技术密集、劳动力密集产业，具备显著长周期属性，是现代海洋开发、交通运输及国防建设的装备基石。当前，全球造船重心已完成向东亚的战略转移。2025 年，中国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占全球总量的 56.1%、69.0%和 66.8%，连续 16 年保持全球领先，确立了其全球供应链核心枢纽地位。基于此产业基础，国家“十五五”规划建议提出推动重点产业提质升级，巩固提升船舶等产业在全球产业分工中的地位和竞争力，做强做优高端船舶和海洋工程装备基地，推进机械装备等全产业链创新。

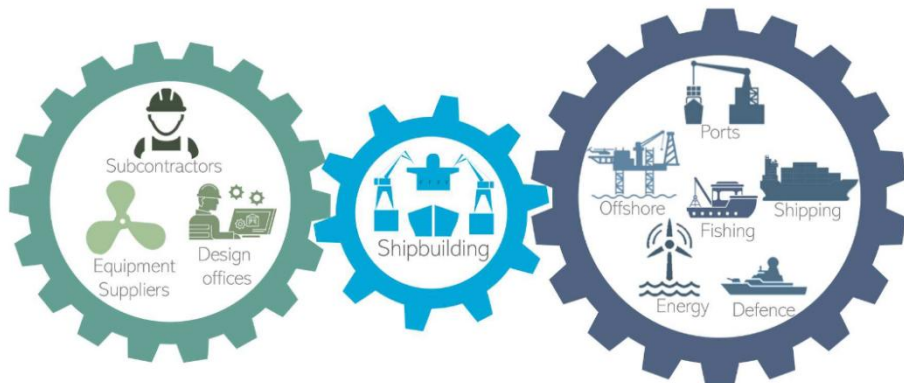
船舶制造产业链的完整性通过影响船用设备配套、原材料供应和分段外包，直接决定船厂的生产交付效率与成本控制能力，是决定盈利中枢的核心变量。产业链划分来看，上游端涵盖船体材料、动力系统及核心设备、设计与设备配套，其中核心动力设备等高端配件的技术国产化和本土供应，可大幅缩短供应链周期、降低物流成本；中游端船舶制造以各大船厂为核心，由于船舶建造周期通常为 2-3 年，船厂的产能排期与交付效率是价值转换的核心；下游端，海运公司、国防军工及租赁机构等构成多元需求，是行业景气度的核心驱动力，具备军民结合属性，其运力扩张或舰队更新计划直接转化为新船订单。目前，产业链已进一步向海洋工程及船舶维修等增值领域延伸。

图5：船舶产业链图谱



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图6：船舶建造与其他行业的关系



资料来源：《导航船舶制造 4.0:分析及分类该行业数字化转型的技术》Miguel Calvache 等，SHIP TECHNOLOGY RESEARCH (SCHIFFSTECHNIK)，国联民生证券研究所

上游降本与下游溢价形成宏观剪刀差红利,大幅拓宽国内优质船企毛利空间。从成本结构传导来看,船舶制造属于高耗材重型工业,原材料成本占总建造成本的比重大,其中钢材占原材料总成本的 65%-70%,因此船用中厚板等核心大宗商品的价格波动,是影响单船毛利率的核心变量。近年来受国内宏观周期波动影响,国内钢材价格呈现显著的震荡下行趋势,2024 年船用中厚板价格整体从高位震荡回落,2025 年至 2026 年初价格延续疲软态势,处于近三年低位。与此同时,下游受环保换代与运力紧缺驱动,新船造价指数持续上涨,利润传导效应显著。

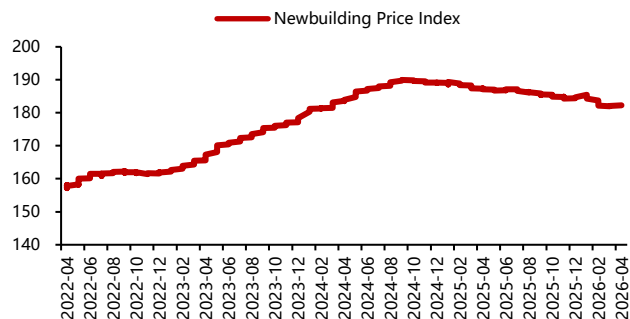
产业链一体化优势传导隐性二次降本。中国具有全球最为完备的钢铁及重型机械配套产业链,供应链自给率高,船厂能够实现从基础钢板到核心配套件的深度本土化采购,规避原材料进口的汇率风险与国际物流运费波动,同时压缩供应链采购节点,降低存货周转资金占用。

图7：截至 2026 年 4 月船用中厚板市场价格



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图8：截至 2026 年 4 月新造船价格指数

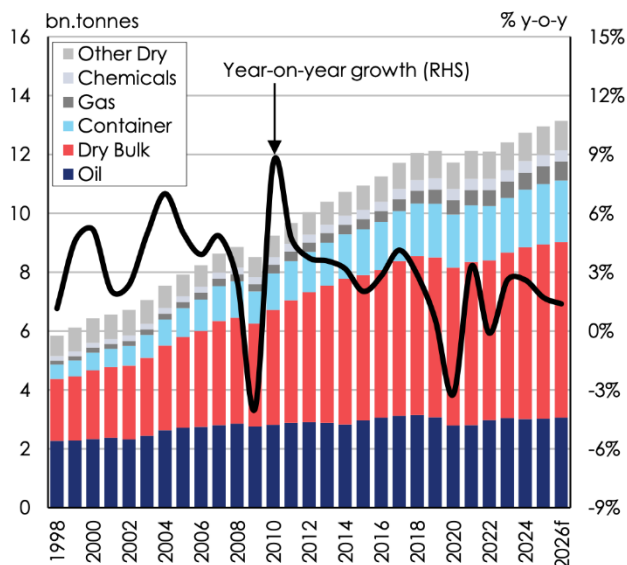


资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

从产品结构看,商用船舶按用途主要分为货船、客船、海洋工程船及辅助船等。其中,货运市场高度依赖于核心大宗商品的贸易流向。近二十年来,全球海运市场总贸易量实现跨越式增长。从增量结构拆解来看,以 2025 年预期海运贸易量计

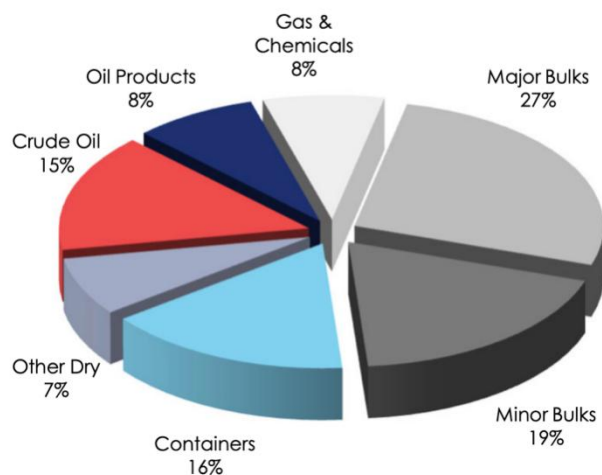
算，散货（46%）、油品（23%）和集装箱（16%）构成了贸易主力，其所对应的散货船、油轮和集装箱船三大主力船型，承载了全球约 85% 的海运贸易份额；此外，气体及化学品运输也占据了约 8% 的重要份额。

图9：1998 年-2026 年全球海运贸易量



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

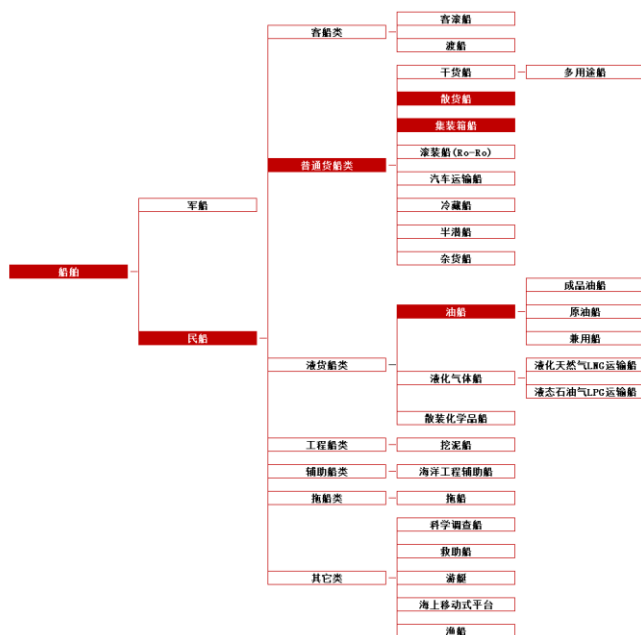
图10：2025 年全球海运贸易份额（按货物类型划分）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

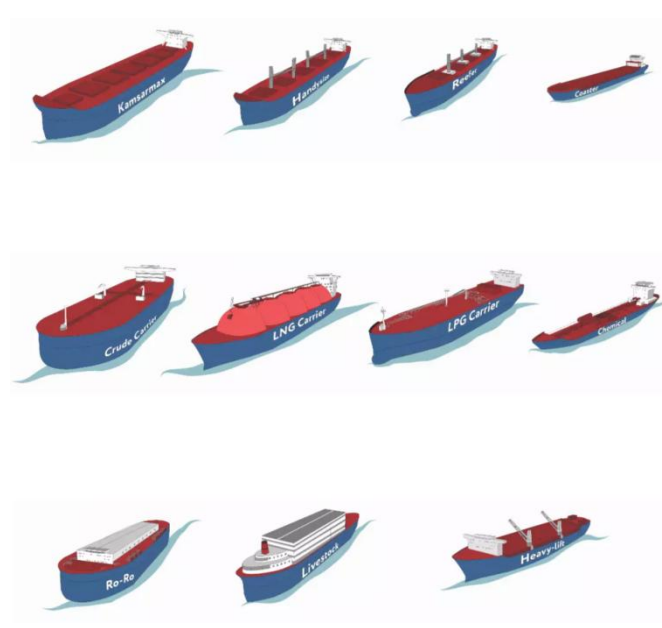
为了适配各类货种的运输经济性、港口吃水及国际运河航道限制，三大主力船型可依据吨位量级与规格划分。干散货船按载重吨（DWT）划分为：负责铁矿石、煤炭长跨洋干线运输的巨型/超大型矿砂船（VLOC，20-40 万 DWT）及好望角型（Capesize，16-21 万 DWT）；以及吃水较浅、主要运输煤炭、粮食、铝土矿等物资的巴拿马型（Panamax，7-8.2 万 DWT）、大灵便型和灵便型。油船分为原油轮与成品油轮。原油长途贸易高度依赖巨型/超大型原油船（ULCC/VLCC，20 万 DWT 以上）和苏伊士型（Suezmax）；而成品油及部分化工品的运输，则多由阿芙拉型（Aframax/LR2，8.5-12.5 万 DWT）、巴拿马型（LR1）及中型/灵便型（MR/SR）承担。干线集装箱船大型化趋势显著，主要以超巴拿马型（>1.5 万 TEU）和新巴拿马型（1.2-1.5 万 TEU）为主；同时配以各吨位的次巴拿马型及灵便型作为区域性支线接驳。

图11：主要船舶种类示意图



资料来源：交通运输部海事局，国联民生证券研究所

图12：各船舶型大小分类



资料来源：信德海事网，国联民生证券研究所

表1：干散货船、油轮和集装箱船主要船舶类型

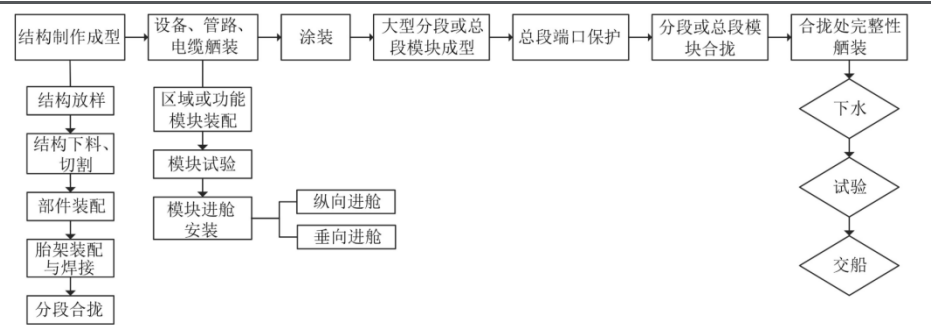
船型 量级	散货船	吨位范围(万 DWT)	货物类型	油船	吨位范围(万 DWT)	货物类型	集装箱船	标准箱(万 TEU)	货物类型
巨型 / 超大型	超大型矿砂船 (VLOC)	20-40	矿砂，煤炭	巨型原油船 (ULCC)	≥32	原油	超巴拿马型	≥1.5	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货
大型 / 好望角 型	濑户内海型 纽卡斯尔型 敦刻尔克型 好望角型	20.3-20.5 20.5-21.5 17.5-18 16-21	钢材 煤炭 铁矿石、煤炭 铁矿石、煤炭	超大型原油船 (VLCC)	20-32	原油	新巴拿马型	1.2-1.5	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货
中大型 / 阿芙 拉型	超巴拿马型	8.5-11	煤炭、粮食和 化肥贸易	阿芙拉型	8.5-12.5	原油为主	巴拿马型	>0.3	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货
中型 / 巴拿马 型	卡姆萨尔型 巴拿马型	8-8.5 7-8.2	铝矾土 煤炭、粮食和 化肥贸易	LR2 型 巴拿马型	10-12 5.5-8.5	成品油 原油为主	次巴拿马型	0.2-0.3	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货
大灵便 型 / MR 型	极灵便型 超灵便型 大灵便型	6-6.49 5-6 4-5	谷物、煤炭、 磷肥、铝矾土 等大宗散货	MR 型	4-5.5	成品油为主	灵便型	0.1-0.2	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货
灵便型 / SR 型	灵便型	1.5-4	粮食、化肥、 矿石，原木运 输	SR 型/灵便型	2.5-4	成品油	大支线集装箱	0.05-0.1	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货
迷你型 / 支线 型	迷你散货船	≤1.5	煤炭、建材、 谷物				支线集装箱	<0.05	消费品、建筑 用品、工业 品、小宗散货

资料来源：信德海事网，国联民生证券研究所

2.1.2 船舶制造长周期特征：“急跌慢涨”、高波动性、强分化性

造船行业属于典型长周期业务。船舶从订单到交付存在数年时差，通常需要 2-3 年以上，建造完成后服务寿命可达 25-30 年。船舶制造遵循“钢材预处理-构件加工-分段装配-总组搭载-船坞合拢-设备舾装-涂装工程-试航交付”的工艺流程，当前造船工业采用区域模块化建造模式，推行“壳舾涂一体化”并行作业，相比传统的先壳体后舾装的串行建造模式，可使船台劳动生产率提高约 2 倍、船台周期缩短约 2/3、船台工人数量减少约 50%、船舶整体建造费用降低约 10%。

图13：船舶制造工艺流程



资料来源：《船舶模块化建造关键技术研究》周海波等，舰船科学技术，国联民生证券研究所

船舶制造周期呈现非对称性、高波动性、强分化性特征。基于近现代核心历史阶段（1902-至今）来看，可拆分为七个长周期，十三个短周期。完整周期平均时长为 10.3 年，跨度 5-29 年不等，无固定规律，周期节奏完全受宏观大事件和贸易趋势主导，分化较大。涨跌周期高度非对称，属于典型的“急跌慢涨”：下行周期平均仅 3.8 年，下行速度快、时间集中，平均跌幅达 51%，和平时期极端跌幅达 83%，行业风险集中爆发；上行周期平均长达 6.8 年，标准差达 6.6 年，平均涨幅达 383%，极端涨幅超 1500%，行业盈利弹性极强。波动绝对值持续放大，从 1901 年峰值 261.7 万吨至 2025 年峰值 9218 万吨，百年间峰值规模增长超 35 倍，周期的波动幅度随全球贸易规模的扩张持续放大。

表2：1901 年以来造船周期复盘（按短周期拆分）

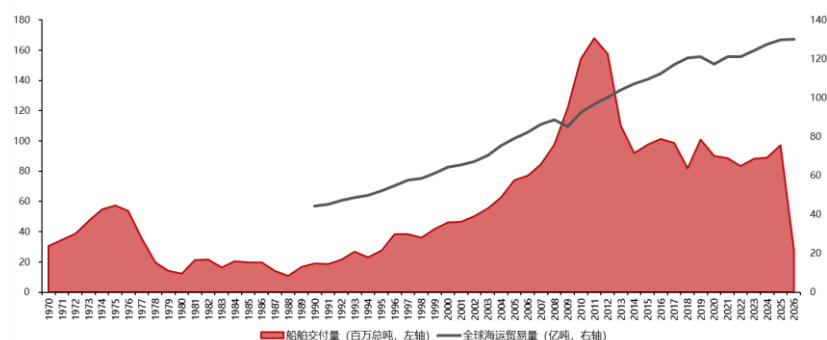
周期编号	周期峰值及下行阶段				周期谷底及上行阶段				完整周期（年）
	年份	峰值（万载重吨）	间隔（年）	降幅（%）	年份	谷底（万载重吨）	间隔（年）	涨幅（%）	
1	1901	261.7	3	-24%	1904	198.7	2	47%	5
2	1906	291.9	3	-45%	1909	160.2	4	108%	7
3	1913	333.2	2	-59%	1915	135.8	4	426%	6
4	1919	714.4	4	-77%	1923	164.3	1	37%	5
5	1924	224.7	2	-26%	1926	167.4	4	73%	6
6	1932	288.9	6	-83%	1933	48.9	5	520%	8
7	1938	303.3	2	-42%	1940	175.4	4	1057%	6
8	1944	2,030.0	3	-90%	1947	209.2	11	343%	14
9	1958	926.9	3	-14%	1961	794.0	14	352%	17
10	1975	3,589.7	4	-67%	1979	1,178.7	3	47%	7
11	1982	1,728.90	5	-43%	1987	977	24	1555%	29
12	2011	12,538	9	-44%	2020	7038.8	5	31%	14
13	2025	9218.0	—	—					

周期分析

平均长度	3.8	-51%	6.8	383%	10.3
标准差	2.0	24%	6.6	476%	7.1

资料来源：Maritime Economics 3E, Clarksons, 国联民生证券研究所

图14：1970 以来全球船舶制造业历史周期复盘（按长周期拆分）



资料来源：Clarksons, 国联民生证券研究所

历史周期的核心驱动因素主要源于宏观贸易扩张、重大技术迭代、地缘冲突扰动以及存量运力集中替换。周期运行规律往往表现为伴随海运贸易需求的高速扩张，船舶规模和运营效率持续提升，因极端事件等扰动产能失衡诱发行业结构性衰退，以及尾部阶段价格战与落后产能出清。

伴随历次周期起伏，全球造船产能呈现显著的东移趋势。产业主导权自 19 世纪末起，由英国逐步向二战后的日本、1980 年代的韩国及 2000 年后的中国转移。至 2008 年上一轮周期高点，欧洲的市场份额从 66%降至 10%，亚洲的市场份额则从 22%上升至 84%，韩国和中国实现快速增长，日、韩两国合计生产了全球超

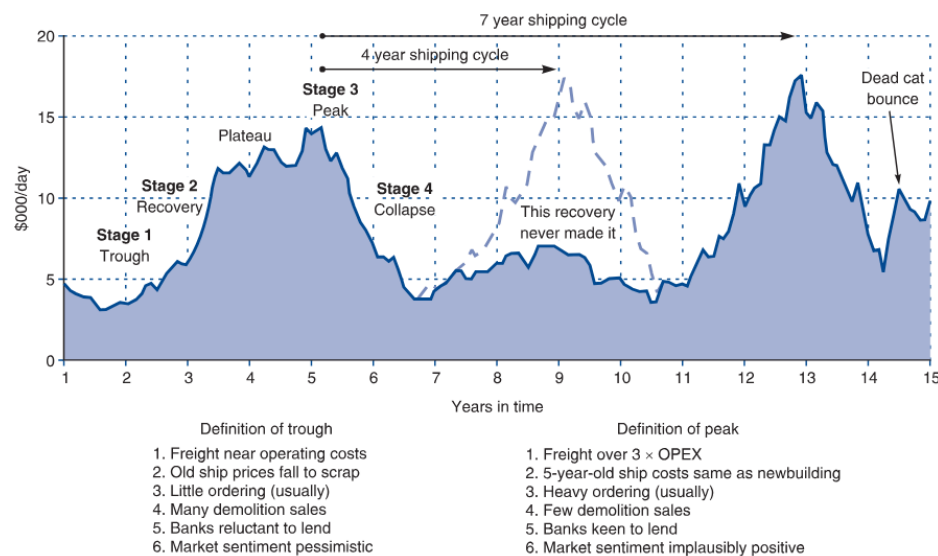
过三分之二的船舶，越南、菲律宾和印度等新兴国家于 21 世纪初新造船泊位短缺时期涌现出一批新的亚洲造船厂，完成造船业产能格局的实质性重构。

2.1.3 周期驱动拆解：航运需求派生、产能滞后错配与竞争扰动

船舶制造行业周期波动，本质是全球海运贸易需求、船舶供给产能、行业竞争格局三者的动态错配与再平衡，并非无规律的随机波动。需求端是周期的源头。船舶制造作为下游航运等应用行业的派生需求，受全球经济增长、战争冲击、能源危机、地缘事件等直接影响，作为周期启动的核心驱动力。供给端是周期的放大器，造船业属于重资产、长交付周期行业，产能扩张或收缩存在明显的滞后性。船舶的使用寿命较长，从建造交付到报废拆解的周期通常可达 20-30 年，商船船队的运力更新速度缓慢。繁荣期订单显著增加带动产能大规模扩建，而产能落地时往往需求已经回落，引发行业供需失衡，推动周期转向低迷，易导致“订单峰值即周期转冷”的错位现象，这种产能过剩是周期波动被持续放大的核心原因。竞争端是周期的长期变量。全球造船产业的区域转移，新入局者通过低价竞争、产能扩张争夺市场份额，会持续加剧行业供需失衡，拉长衰退周期，放大波动幅度。

船舶制造下游航运行业本身也具有明显的周期属性。短期航运周期的作用是协调航运市场的供需关系，分为四个连贯阶段：低谷期运力过剩，运价跌至低效船舶运营成本致船舶闲置，企业现金流承压引发财务困境，极端情况下银行止赎、企业船舶折价出售、老旧船舶拆解，最终市场进入蛰伏修正；步入复苏期，供需趋于平衡，运价回升、闲置船舶减少，市场信心逐步重建但仍存不确定性，且可能出现虚假复苏，流动性改善进一步二手船价格上涨，市场回暖；至峰值/平台期，运力过剩被消化，供需紧张促使船队满负荷运营、运价大幅飙升，高盈利带来充裕流动性、银行放贷积极、企业上市活跃，引发过度交易，新造船订单显著增加至船台排队紧张，为后续供需失衡埋下隐患；崩盘期运力供给超过需求，叠加经济下行、峰值期船舶集中交付等因素（极端情况伴经济冲击），运价断崖式下跌，核心港口即期船舶积压、交易量骤减，最终逐步回归低谷，开启新一轮周期循环。

图15：航运市场周期示意图



资料来源：Maritime Economics 3E，国联民生证券研究所

2.2 景气上行：订单高位锁定，供给刚性收缩

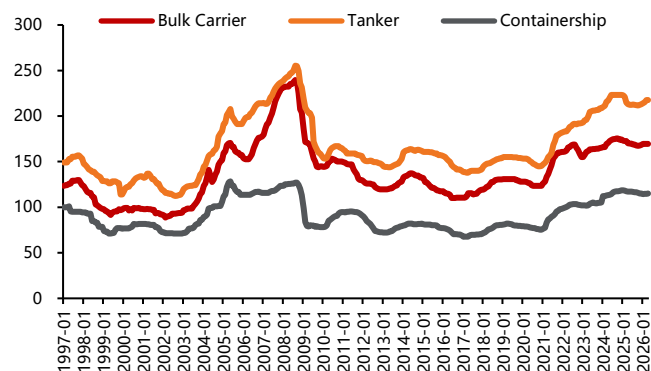
2.2.1 核心市场指标：行业进入理性回调期

本轮造船上行周期自 2021 年全面启动。伴随全球经贸复苏，2023 至 2024 年船舶制造行业呈现强劲增长态势。财务表现方面，2024 年行业资产与负债规模较 2020 年分别扩张 10.18% 与 12.04%，净利润达 42.44 亿美元，ROA 升至 3.64%。本轮周期在需求端呈现显著的轮动特征，集装箱船、LNG 船、滚装船及成品油轮接力下单。当前主流船厂的排期已延宕至 2027-2030 年，制造产能进一步向亚洲头部船企集中。

新造船市场自 2024 年起转入盘整期，近两年未出现实质性回调，进入高位平台期。上一轮历史高位出现在 2008 年中期，随后行业经历了长周期的产能出清，新造船价随海运需求收缩出现深度回调。本轮周期内，各船型新造价格指数自 2021 年上行以来，未出现明显回撤并持续企稳，表明当前的资产定价不仅受下游宏观贸易需求拉动，更受到船舶环保脱碳新规、建造成本中枢抬升以及头部船企接单门槛提高等刚性约束。从细分船型来看，2026 年初油轮新造价格指数持续企稳于 210 上方，散货船与集装箱船新造指数则分别维持在 169 与 115 附近。

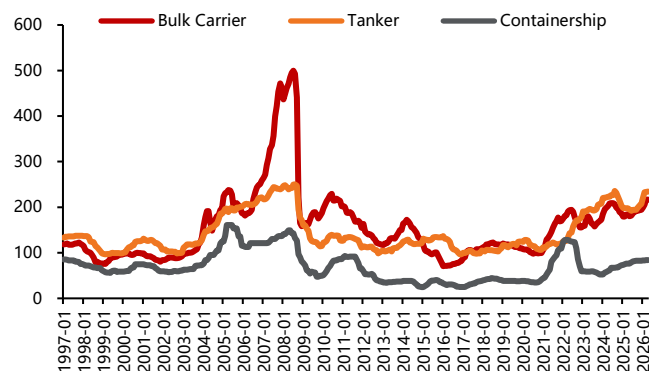
资产价格结构的倒挂特征印证当前行业供需错配，即期有效运力紧缺。克拉克森数据显示，2025 年末至 2026 年初二手船价格指数经历新一轮攀升，截至 2026 年 4 月，散货船及油轮的二手船价格指数已分别冲高至 216.54 与 234.47，反超同期的新造船价格指数。在常规周期中，二手船受折旧因素影响，定价应低于同类新造船。本次散货船与油轮的结构性价倒挂现象表明，现阶段远期船台排期饱和，造船产能供给缺乏弹性，而市场急于补充即期有效运力，供需格局失衡，核心定价权已进一步向上游制造端集中。

图16：全球新船价格指数（按船型划分）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

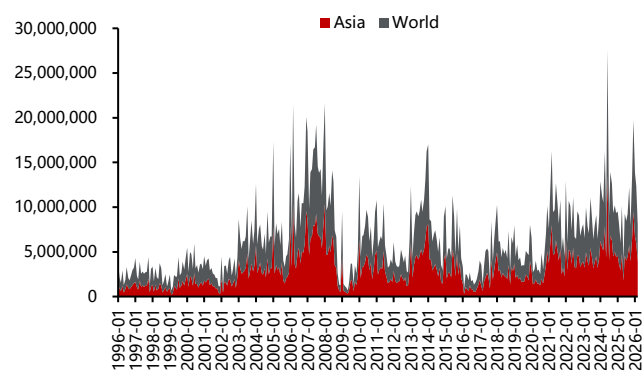
图17：全球二手船价格指数（按船型划分）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

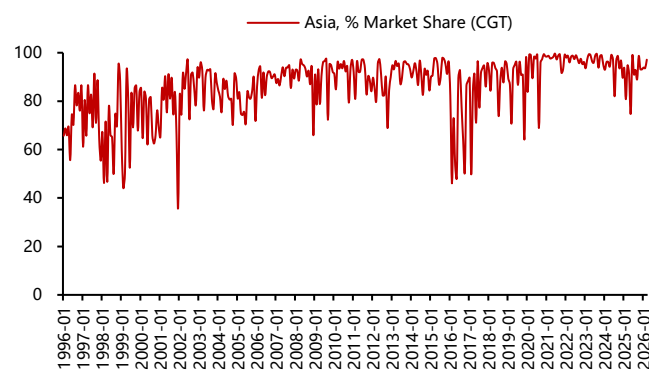
订单端作为行业景气度的先导指标，在经历 2021 至 2024 年的集中释放后，当前新造船市场在总量上呈现高位盘整与边际回落特征，但资产价值依然维持历史高位。数据显示，2025 年全球新船订单成交量为 2036 艘，合计 5643 万 CGT，较 2024 年下降约 27%。然而，受益于新造船价格中枢的整体抬升以及高附加值船型占比增加，2025 年全球新船订单总金额高达 1813 亿美元，较 2024 年的历史峰值有所回调，为自 2008 年以来的历史次高纪录。从全球造船产能接单与交付格局看，产业进一步向亚洲头部集中。近三年来，亚洲地区新接订单的全球市占率稳固在 90%左右，截至 2026 年 3 月高达 97.12%，全球常规及高附加值船型新增订单已实质性被亚洲船企垄断，中韩两极格局持续稳固。

图18：全球与亚洲地区新接订单量历史走势（CGT）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图19：亚洲地区新接订单全球市场份额占比（%）



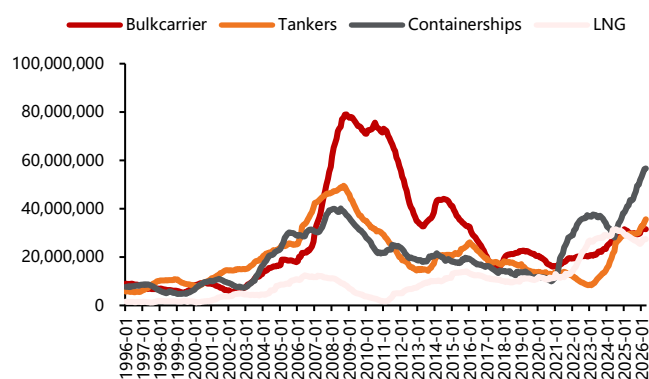
资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

排期深度延伸，手持订单高位锁定，交付量稳步攀升，造船产能全面进入密集兑现期。在全球需求推动下，全球手持订单量 2024 年、2025 年总量分别达 1.5 亿、1.78 亿 CGT，同比增长 22.9%、6.8%，创下 2010 年以来新高。未来待交付的船队结构持续向大型化、高价值化演进，细分船型呈现结构性分化特征。根据克拉克森数据，截至 2026 年 4 月，集装箱船与 LNG 船等高附加值船型构筑了本轮产能周期的基本盘。其中，集装箱船手持订单量 5666 万 CGT，手持订单占现有运

力比重升至 36.58%，稳居各船型之首；LNG 船订单持续锁定在 2745 万 CGT 高位。同时，油轮板块接力发力，手持订单快速升至 3568 万 CGT，运力占比突破 20%。相比之下，散货船订单量修复至 3147 万 CGT，其运力占比仅为 12.91%，处于相对低位，远期有效供给依然受限。

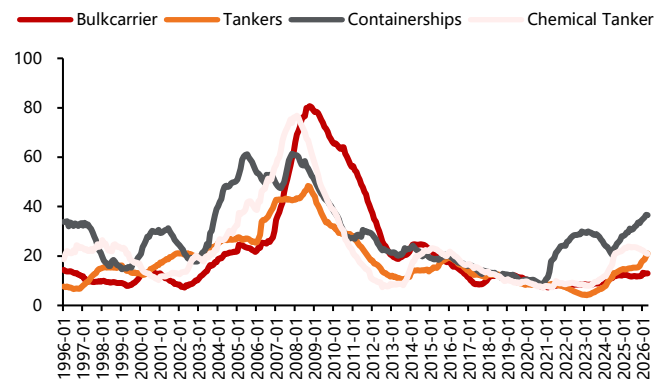
交付端，全球船厂造船完工量稳步上行，行业核心产能已被深度绑定。目前多数优质头部船厂的排期已满载至 2028 年，部分核心船型甚至延宕至 2030 年。长达 3 至 4 年的超长交付等待期，构筑高行业壁垒，抑制中小买家的短期扩产需求及投机意向。

图20：全球手持订单量（按船型划分，CGT）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图21：全球手持订单占比（按船型划分，%）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

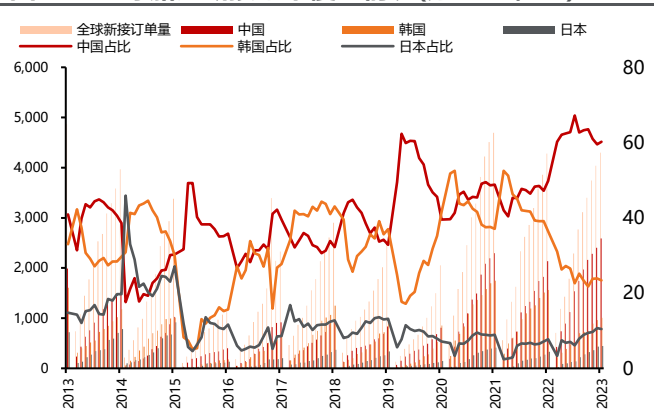
全球核心造船资产定价权已被中韩两国深度锁定，中国造船业的全面领先优势持续扩大。2025 年，中国造船三大指标数据均保持全球首位，造船完工量、新接订单量与手持订单量分别达 5369 万载重吨、10782 万载重吨、27442 万载重吨，同比增长 11.4%、-4.6%、31.5%，全球市占率分别达到 56.1%、69.0%和 66.8%，持续巩固领导地位。相比之下，韩国船企凭借在特定高价值船型的存量优势，新接订单市占率维持在 21.6%；日本产能进一步边缘化，新接订单按 CGT 计仅占 5.5%。

图22：2025 年造船三大指标市场份额占比

指标/国家		世界	韩国	日本	中国
造船完工量	万载重吨/占比	9575	2263	1561	5369
		100.0%	23.6%	16.3%	56.1%
新接订单量	万修正总吨/占比	4574	1222	527	2301
		100.0%	26.7%	11.5%	50.3%
手持订单量	万载重吨/占比	15634	3372	974	10782
		100.0%	21.6%	6.2%	69.0%
手持订单量	万修正总吨/占比	6014	1178	330	3787
		100.0%	19.6%	5.5%	63.0%
手持订单量	万载重吨/占比	41112	7809	4166	27442
		100.0%	19.0%	10.1%	66.8%
手持订单量	万修正总吨/占比	17251	3618	1346	10239
		100.0%	21.0%	7.8%	59.4%

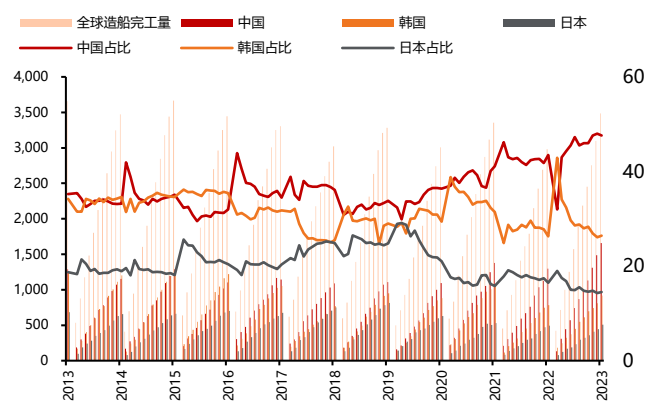
资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图23：全球船厂新接订单覆盖情况(万 CGT；%)



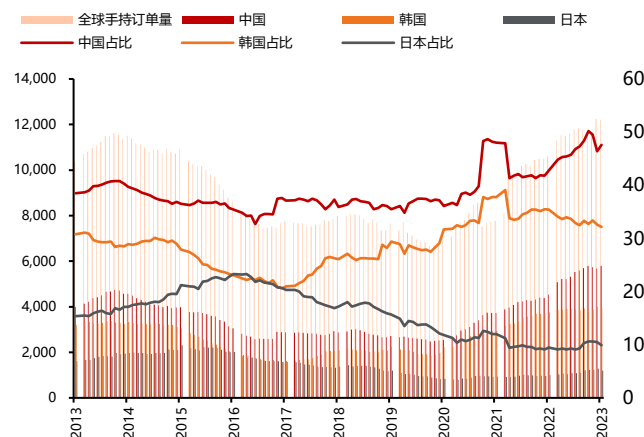
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图24：全球船厂造船完工量情况(万 CGT；%)



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图25：全球船厂手持订单情况(万 CGT；%)

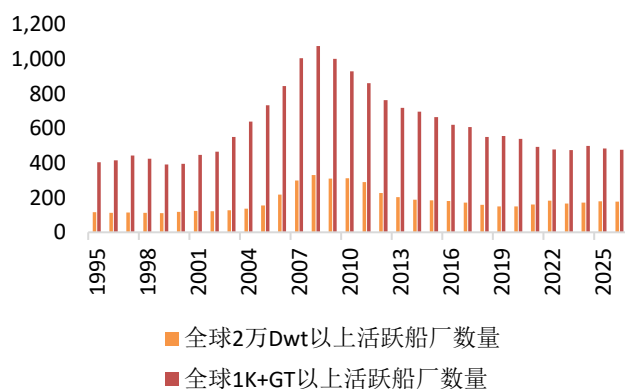


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

2.2.2 供给侧产能出清，行业壁垒制约有效产能扩张

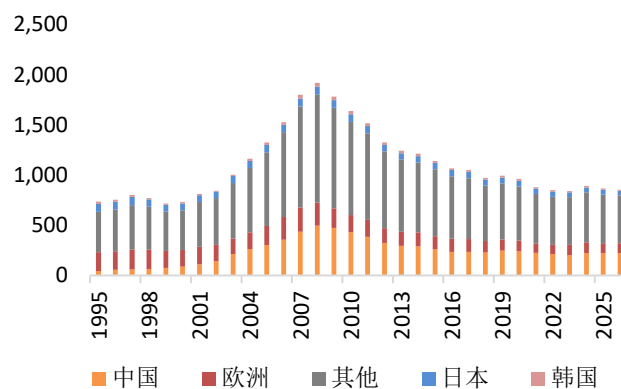
受前期长周期下行影响，造船产业产能深度出清。全球活跃船厂数量大幅减少，从2008年高峰期的1076家大幅缩减至476家，降幅达56%，其中具备建造大型船舶能力（2万DWT以上）的活跃船厂仅剩177家，较峰值下降46%。分区域看，中、韩、欧活跃船厂数量较峰值分别大幅出清55%、73%和57%。在当前订单显著增加的高景气阶段，受制于多重严苛的行业壁垒，供给侧缺乏弹性，全球有效产能难以实现快速扩张，优质船坞资源具备极强稀缺性。

图26：截至2026年全球活跃船厂数量趋势变化(个)



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图27：截至2026年各国接单船厂数量趋势变化（个）

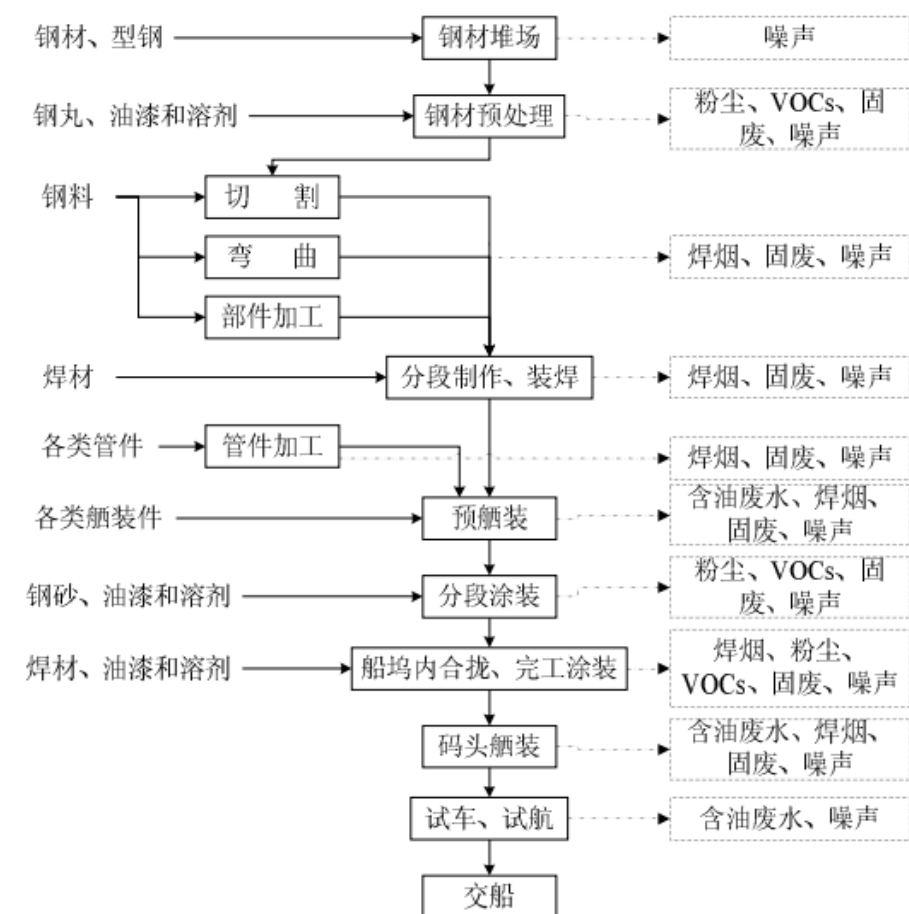


资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

新增产能面临刚性约束。现代船舶制造作为中游供给端，准入门槛高，且受多重因素制约，供给弹性偏低。其中，劳动力成本、气候条件、地理位置以及环保政策是重要的限制因素。其一，船舶制造属于庞杂的重型机械工业，具备典型的劳动密集型属性，对熟练技术工人的需求量大，而技术工人的培养周期长、门槛高，劳动力成本的刚性上涨将压缩船厂利润空间。其二，船舶制造露天作业占比高，对气候环境有着严格要求，不宜布局在炎热酷暑、严寒酷暑、多雨频繁或湿度超标的区

域，否则会严重影响施工效率、施工质量，甚至增加安全隐患。其三，造船厂需紧邻具备一定水深条件、周边航道畅通的水域，满足船舶试航调试及后续交付的需求，而当前核心造船国的优质深水岸线已基本开发殆尽；且造船属于资金密集型产业，建造大型商船需配备 300 米以上超大型干船坞、千吨级龙门吊等重资产底盘，从建厂、接单到试运营需经历长达数年的现金流净流出期，沉没成本及对资金链要求高。其四，由于船舶制造工艺涂料、打砂喷漆等流程会额外产出环境污染物，随着全球“双碳”目标约束，环保管控力度加大，新建传统造船产能的审批通道实质性收紧；大量传统燃料存量船舶被迫采用“主机限功率”模式降速航行，这在物理层面上直接折损了全球船队的整体周转效率与运力供给。

图28：船舶制造各工艺环节的输入物料与污染物排放类别

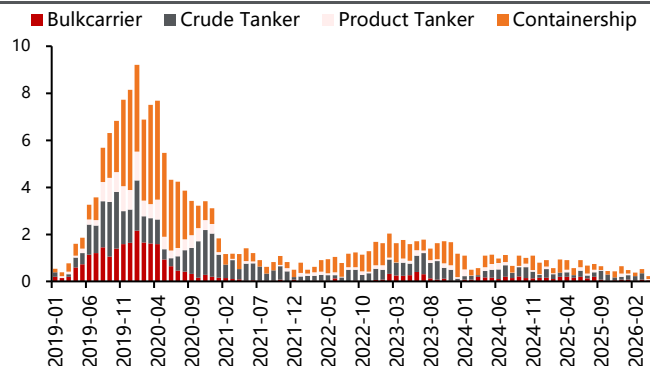


资料来源：中国船舶标准化，国联民生证券研究所

环保法规与地缘博弈双重约束，合规运力收缩。为满足 EEXI 能效要求，大量传统燃料存量船舶采用限制主机最大功率输出方法，直接限制了船队的整体周转效率。同时，2019 至 2020 年限硫令履约高峰期，脱硫塔进厂改造的单船平均耗时高达 30 至 80 天，一度导致全球超过 10% 的部分主力运力处于离线检修状态。此外，随着欧美等区域对特定地缘贸易制裁力度的持续收紧，全球大量被配置于灰色贸易链条的“影子船队”，其可用航线、港口挂靠及商业保险支持被大幅压缩，正

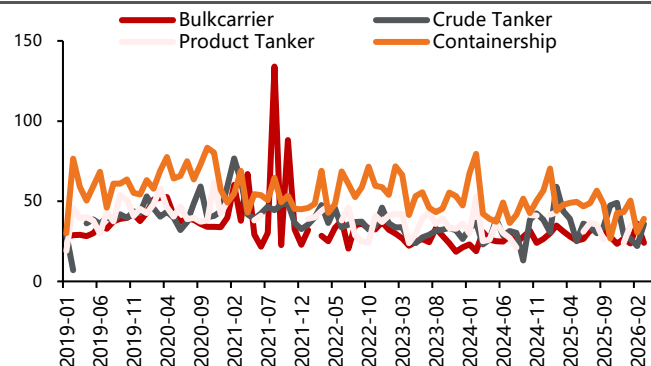
加速被挤出合规市场，甚至被迫面临直接拆解。

图29：全球进行脱硫塔改造的船舶运力占比 (%)



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

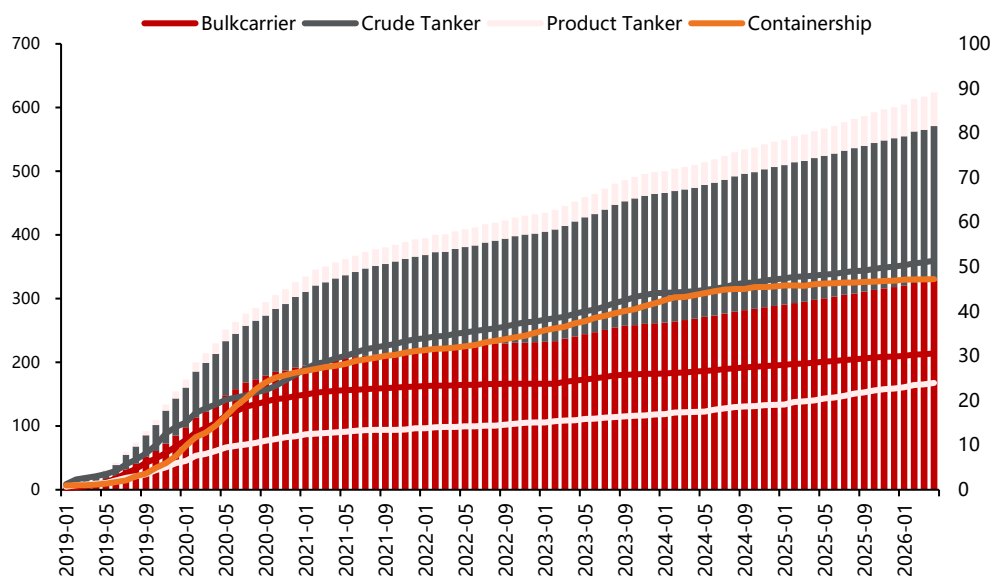
图30：脱硫塔进厂改造平均耗时跟踪 (天)



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

从技术路线与运力结构来看，行业正经历存量改造与增量替代并行的“双轨合规”阶段。在存量市场中，安装脱硫塔以应对限硫令仍是部分主力船型的过渡性选择。克拉克森数据显示，截至2026年4月，原油轮与干线集装箱船的脱硫塔运力渗透率分别达到51.39%和47.23%，而散货船与成品油轮的渗透率则相对克制，仅为30.58%和23.96%。与之相对，增量市场替代燃料预留船舶数量不断增加。整体而言，按总吨计，目前在运营船队中能够使用替代燃料或推进装置船舶的比例已经提高到了9.4%，高于2017年的2.7%和2025年年初的7.7%；而手持订单中，替代燃料船舶占比更是达到了47.0%，显著高于2017年的11.1%。

图31：全球主力船队脱硫塔渗透率走势 (百万载重吨；%)

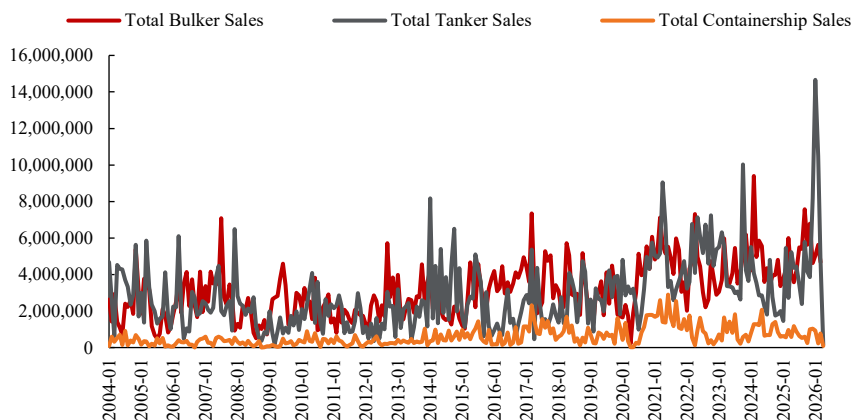


资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

存量二手船市场的交投活跃。克拉克森数据显示，2024年至2026年初，原油轮运力同比增速长期滞留在0.2%至1.3%的极低区间，散货船运力增速亦维持

在 3.0%左右的相对低位。在远期船台排期饱和、新船交付偏少，叠加地缘因素拉长运距的背景下，船东为获取即期有效运力，转向二手船市场，2025 年末至 2026 年初油轮与散货船二手交易的显著放量。截至 2026 年 1 月，二手油轮单月成交量突破 1460 万载重吨，散货船单月成交量亦达到 500 万载重吨的较高水平。另一方面，集装箱船正处于前期大规模订单的集中交付期。2024 年下半年，全球集装箱船运力同比增速近 11%，至 2026 年一季度仍保持在 6%以上的较高水平，大量新造运力的下水，有效缓解了集装箱运输市场的供给压力。2025 年以来，二手集装箱船交投逐步遇冷，单月成交规模多数回落至 100 万载重吨以下的低位区间，增量运力的获取已基本由新船交付主导。

图32：分船型销量趋势（载重吨）



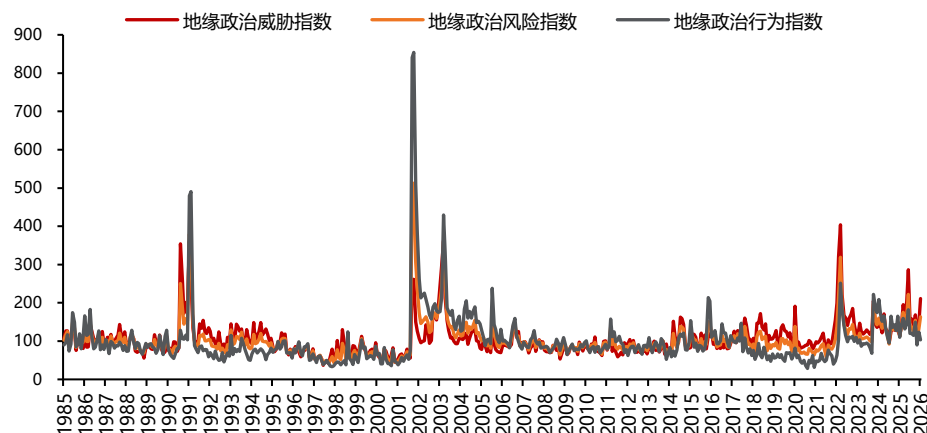
资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

2.2.3 需求端：接单总量理性回落，绿色动力引领结构性繁荣

需求端是启动造船周期的引擎，受前期需求集中透支、地缘风险扰动、IMO 环保法规技术路线尚存不确定性以及宏观经济复苏动能偏弱等多重因素影响，船舶制造市场 2025 年新船总接单量有所回调，但行业订单深度与质量大幅改善。2025 年上半年新船订单中超 55.5%的替代燃料船舶订单占比，以及集运巨头持续的船队更新计划，为具备成熟双燃料建造体系与高端产能的头部船企构建了极具韧性的盈利基本盘。

航运市场地缘政治风险指数看，当前全球地缘冲突不断，全球贸易与海运活动在 2025-2026 年将保持增长，但短期增幅明显放缓。以红海危机为代表的地缘冲突导致商船大面积绕行，叠加港口拥堵等因素，显著拉长了单次航程。运距拉长与货量增长，使运力供需平衡持续趋紧，高位运价为船东持续投放新造船订单，尤其是集装箱船及随后的高附加值船型，提供了充裕的现金流支撑。全球海运贸易已告别高速增长时代，未来将步入一个受地缘政治和绿色转型深刻塑造、增速放缓、结构性调整并存的新阶段。

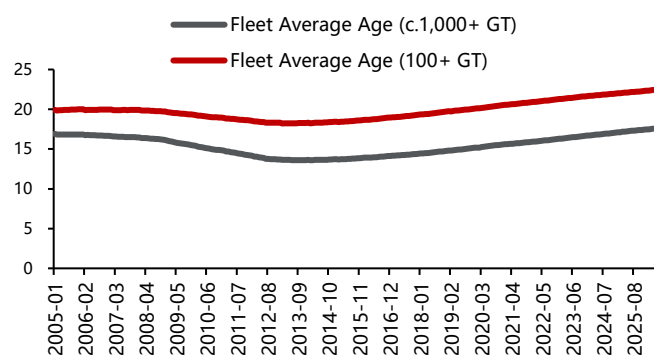
图33：航运市场地缘政治风险指数



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

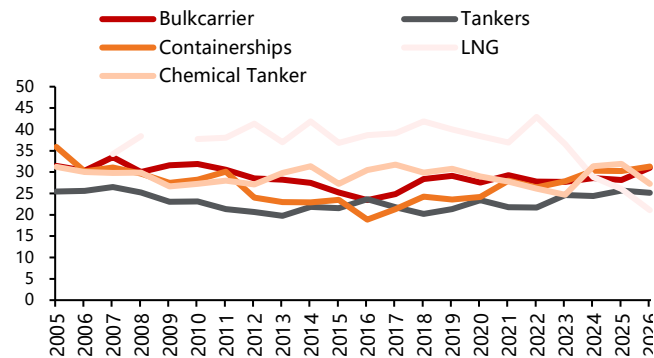
全球航运船队平均船龄上升，船队老旧化的结构性特征显著，带动船舶更替需求稳步释放。克拉克森数据显示，全球商船队平均船龄已进入长达十余年的上行通道。截至 2026 年 4 月，全球船队（100+ GT）平均船龄已攀升至 22.43 年的历史高位，主力商船队（1,000+ GT）平均船龄也达到 17.56 年，已大面积逼近历史高位。从船舶拆解规律看，船龄超 20 年的船舶普遍面临油耗高、维护成本攀升及安全性能下降等问题，运营经济性大幅降低。然而，近年来受地缘政治冲突与疫情长尾效应带来的高运价效应影响，船东倾向于维持现有运力获取即期利润，导致大量本该退役的老旧船舶“超期服役”。实际拆船数据来看，主力船型的淘汰节点普遍延后，散货船与集装箱船的平均拆解船龄已分别达到 31 年左右的高位；油轮与化学品船的拆解船龄中枢集中在 25 至 27 年；LNG 船受新能源技术快速迭代影响，拆解船龄相对较低，约 21 年。随着国际海事组织（IMO）环保新规的深入执行，依靠限功率降速航行的老旧船舶将面临难以承受的合规成本，长期积压的落后产能已到达加速出清的临界点。

图34：全球船队船龄分布结构（年）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图35：分船型全球拆船市场平均船龄（年）

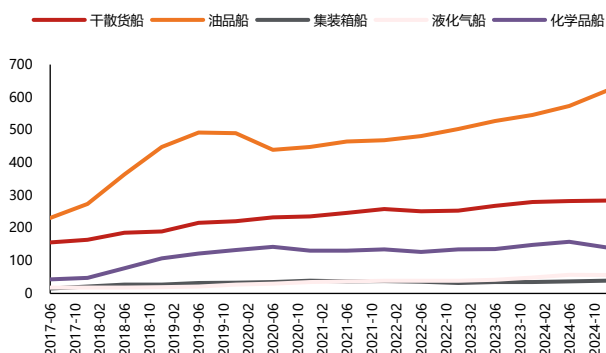


资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

与全球船队老龄化趋势共振，中国沿海老旧船舶数量庞大，出清压力凸显，平均船龄持续攀升，存量运力面临集中更新临界点。据交通运输部数据统计，近年来

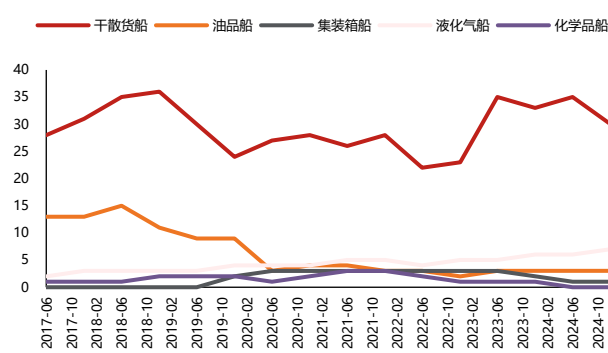
中国沿海省际运输船队中, 老旧船舶及特检船舶数量维持高位, 干散货船老旧船舶数量稳定在 250-280 艘的高位区间, 液货危险品船及集装箱船呈现震荡攀升态势。从平均船龄结构来看, 干散货船从 2017 年 8.59 年上涨至 2024 年 11 年; 集装箱船的平均船龄从 9.04 年升至 9.30 年左右; 液货危险品船及化学品船的平均船龄长期维持在 11-13 年的较高水平, 表明中国主力沿海船队正处于逐步老化的通道中, 未来几年将迎来刚性的替换节点。

图36: 中国主要海运船型老旧船舶数量 (艘)



资料来源: 交通运输部, 国联民生证券研究所

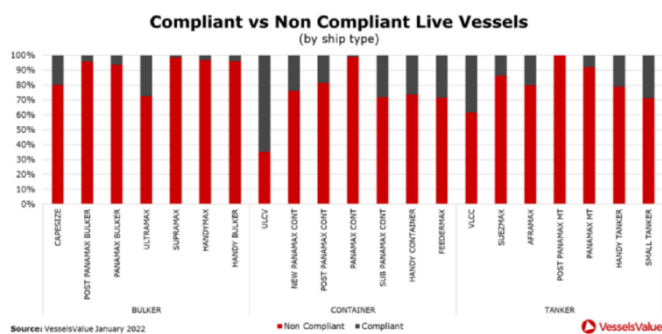
图37: 中国主要海运船型特检船舶数量 (艘)



资料来源: 交通运输部, 国联民生证券研究所

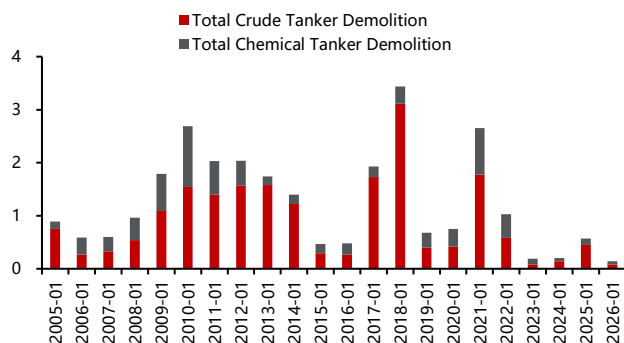
存量船队的环保改造加速兑现, 催生拆船与新造船绿色动力转型需求。在现役船队三大主流船型中, 仅 21.7%符合 EEDI 和 EEXI 法规, 其中散货船合规率仅为 10.0%。不合规老旧船舶经济性丧失, 促使拆船市场在短暂低迷后迎来放量。当前拆船市场受关税扰动, 拆船商利润受挤压, 全球拆船活跃度处于 2022 年以来的历史极低水平。根据 Forture Business Insights 预计, 未来十年全球将有超过 15,000 艘老旧船舶被强制回收, 按载重吨计算总淘汰规模将突破 6 亿吨, 三大主流船型成为拆解主力。

图38: 2022 年现役船队的合规百分比(按船型划分)



资料来源: VesselsValue, 国联民生证券研究所

图39: 分船型拆船市场规模 (CGT million)

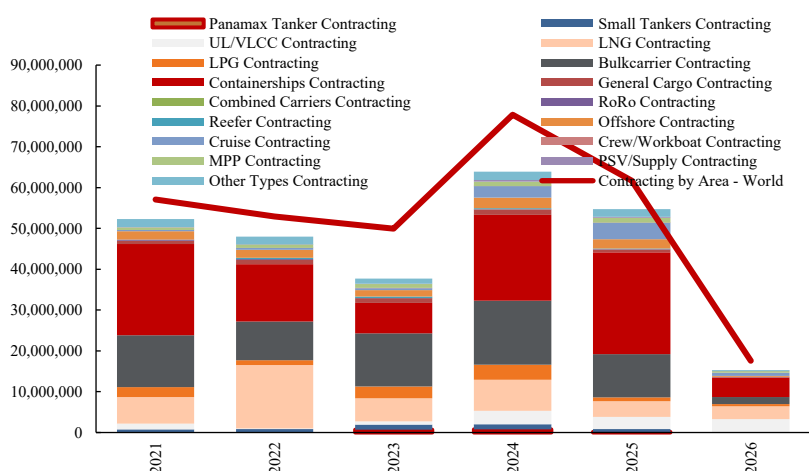


资料来源: Clarksons, 国联民生证券研究所

在替换需求推动下, 2025 年新船接单总量理性回调, 订单深度与质量大幅改善。2025 年全年全球新船订单共计 2493 艘, 较 2024 年下滑 37.81%; 累计交

付新船 3210 艘，总载重吨计较 2024 年增长 8.84%。订单涵盖多种船型，散货船与油轮订单多聚焦甲醇/氨燃料 Ready 等前沿环保预留技术，双燃料气体运输船持续高景气。全球集运巨头密集启动双燃料船队更新，中国船企斩获颇丰，2025 年，地中海航运在中国船企订造 39 艘 LNG 双燃料集装箱船。

图40：2021 年-2026 年（截至 4 月）新造船市场多种船型对比



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

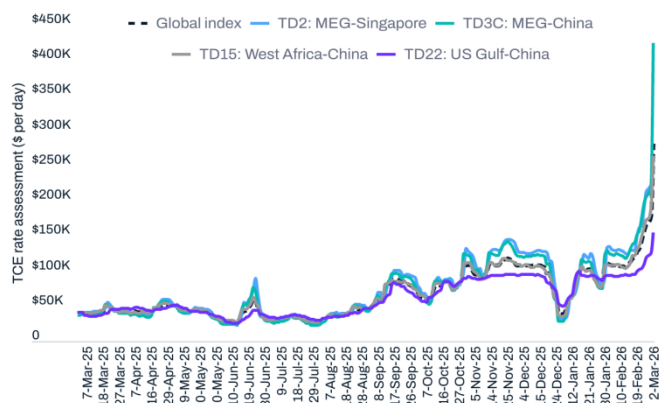
造船产业的出清导致全球活跃船厂数量大幅减少，而船龄的普遍上升导致船队效率下降与大量的淘汰，全球有效运力持续实质性收紧，绿色环保新船订单需求将流入造船端。这为处于全球造船产业链核心地位的中国船企及恒力重工等具备高端绿色产能的新锐船厂提供了相对充沛的订单池。

2.2.4 VLCC 市场表现分析：地缘冲击叠加有效运力收缩，开启高波动上行格局

在全球造船市场整体轮动上行背景下，VLCC 细分板块表现尤为亮眼。自 2025 年四季度起，全球 VLCC 行业景气度持续攀升，于 2026 年 2 月农历春节期间迎来首轮上涨高点，目前市场仍延续向好运行态势。核心驱动力在于有效运力的系统性收缩，叠加吨海里需求扩张与资本端的高度集中，VLCC 市场在现货、期租及资产价格维度均呈现中枢抬升与波动放大的显著特征。

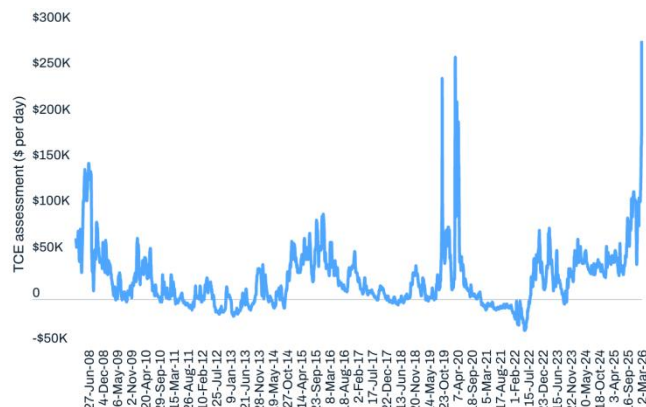
运价端，定价中枢显著抬升，地缘冲击现货运价呈现较大弹性。有效运力的相对紧缺使得市场供需缓冲空间进一步收窄，对边际事件的价格敏感度大幅提升。即使在 2026 年 2 月的传统春节淡季期间，全球原油油轮市场运费价格仍维持在这一周期的非常规历史强势水平。从贸易流向看，近期受相关油轮在霍尔木兹海峡遇险以及战争风险保险政策撤销影响，该关键航道的有效通行能力受到实质性限制。美伊冲突地缘扰动进一步推升运费，核心主干线 TD3C（中东湾至中国）VLCC 指数呈现快速的非线性上行，2026 年 3 月 2 日单日报价突破 42.37 万美元/天的相对高位（较前一交易日上涨约 94%），现货 TCE 同步大幅走高，实现层级式跳跃。

图41：按贸易航线划分的 VLCC TCE 指数



资料来源：波罗的海交易所，国联民生证券研究所

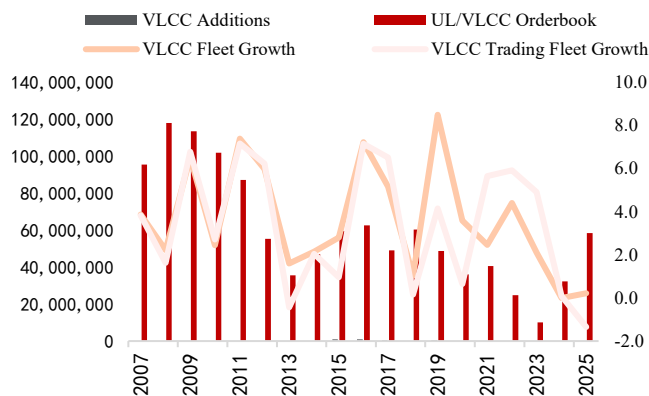
图42：自 2008 年以来的全球平均 VLCC TCE 指数



资料来源：波罗的海交易所，国联民生证券研究所

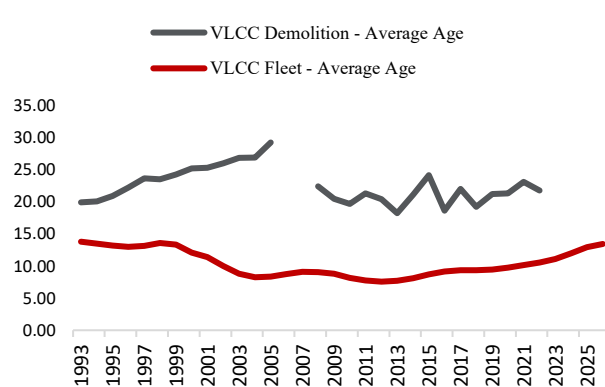
供给端，当前 VLCC 市场面临显著供给不足矛盾。从名义供给看，2024 年全球新船交付量有限，2025 年预计新增交付依然处于极低水平，运力同比增速从 2022 年 4.4%大幅下滑至 0.2%。截至 2026 年初，VLCC 现役船队平均船龄已突破 13 年。尽管手持订单自 2025 年起温和回升，但受制于全球主流船厂坞位排期饱和，新船交付周期拉长，短期内无法转化为实际有效运力。从有效供给来看，全球 VLCC 运力约 16%被配置于非合规灰色体系的船舶，扣除合规受限、检修、扣押及航线拉长导致的周转损失后，主流合规市场的有效运力大幅缩水。据航运经纪机构 SYR 统计，截至 2025 年 10 月末，全球 883 艘现役 VLCC 中，被明确列入 OFAC 名单，或通过关闭 AIS、频繁变更船舶信息等方式参与受制裁贸易的“影子船队”达 144 艘，此类船舶普遍老龄化严重，合规转换成本较高，较难重新回归主流合规市场。2025 年 12 月至 2026 年 1 月，相关机构在委内瑞拉及北大西洋海域接连开展实质性扣押行动，针对非合规运力的执法力度呈现边际收紧态势。

图43：全球 VLCC 订单量及运力同比增速（CGT，%）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图44：全球 VLCC 平均船龄（年）

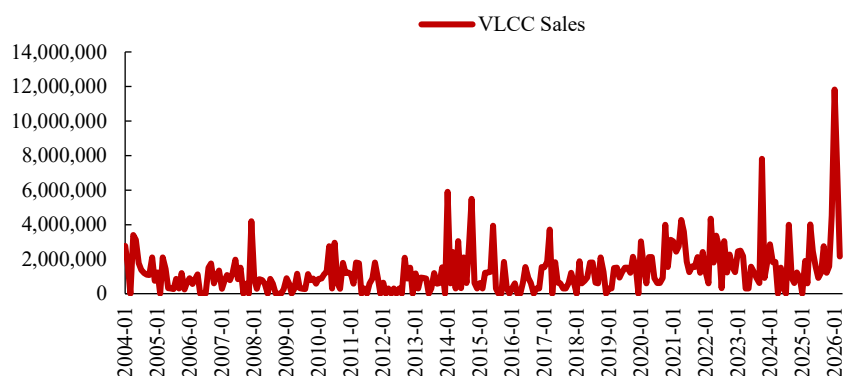


资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

需求端，存量交易市场出现较大规模运力整合，现货市场对有效运力需求迫切。克拉克森数据显示，VLCC 二手船交投活跃度呈现阶段性抬升走势：上一轮高峰出

现在 2014-2015 年，单月成交量峰值达约 590 万载重吨；此后至 2022 年，市场整体活跃度回落，单月成交量大多维持在 0-400 万载重吨区间波动。自 2023 年 10 月起，二手船交投活跃度显著提升，市场成交多次迎来阶段性放量；2025 年 12 月至 2026 年 2 月，市场迎来新一轮放量，其中 2026 年 1 月单月成交量创下 1995 年以来历史新高，较 2025 年 12 月增幅超 160%，交投热度持续走高。其中，韩国长锦商船近期在二手市场进行了较大规模的 VLCC 收购，2026 年 1-2 月期间累计买入及租入的 VLCC 规模 40 余艘，占据了近期二手市场的大部分交易份额，进一步导致市场为获取即期运营运力支付较高溢价。

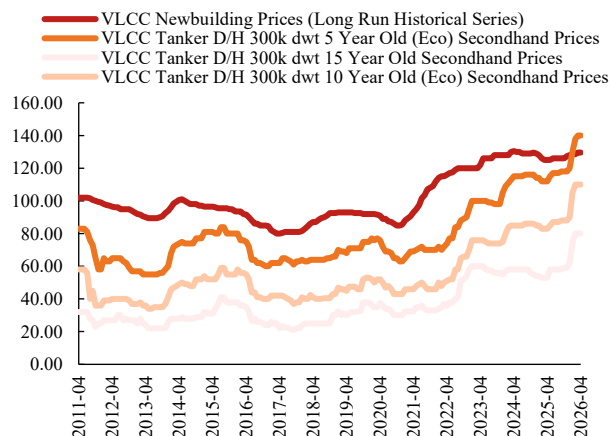
图45：VLCC 二手船单月成交量历史走势（万 DWT）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

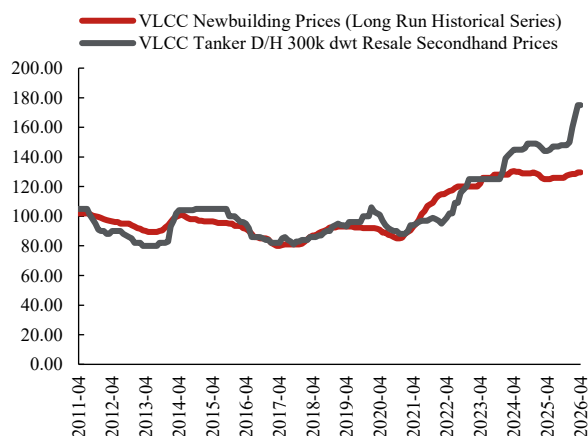
价格端，资产价格高位运行，二手船价出现结构性倒挂。一方面，新造船价格中枢持续抬升，常规燃料 VLCC 新造价从 2023 年初的 1.2 亿美元稳步攀升至 2026 年 4 月的 1.295 亿美元。另一方面，由于二手船能提供即期运力，其资产溢价幅度远超远期新船。截至 2026 年 4 月，5 年船龄的环保型 VLCC 价格已高达 1.4 亿美元，完全覆盖了新船造价，10 年、15 年船龄 VLCC 报价分别达到 11000、8000 万美元，较 2025 年末上涨 22%、29%。可立即投入运营的转售船价格冲高至 1.75 亿美元，较新造船产生高 4500 万美元的流动性溢价。

图46：VLCC 新造船与各船龄二手船价格（百万美元）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图47：VLCC 新造船与转售船价格倒挂差额（百万美元）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

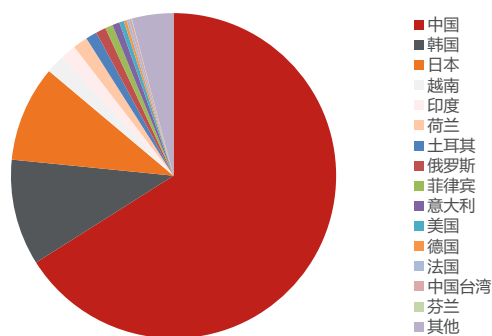
2.2.5 竞争端格局重塑与集中度提升，兑现盈利弹性

活跃船厂大幅缩减，订单集中度显著提升。据克拉克森统计，2008年至2020年间，全球约40%的造船产能退出市场。截至2026年4月全球活跃船厂数量从2008年高峰期的1076家锐减至476家，降幅56%；具备大型船舶建造能力的船厂剩余177家，较峰值下降46%。中、韩、欧活跃船厂数量较峰值均大幅出清超55%。

中、韩、日三国手持订单占比超85%，行业处于寡头竞争阶段。中国造船规模优势持续扩大，截至2026年4月手持订单4616艘，接近韩国的6倍、日本的7倍，全球市占率约66%。韩国位列第二，手持订单737艘，以技术优势巩固其在LNG船、氨燃料船等高附加值船舶领域核心竞争力。日本位居第三，手持订单667艘，保持稳健竞争地位。越南、印度、荷兰等国家订单规模有限，全球市场份额不足2%。

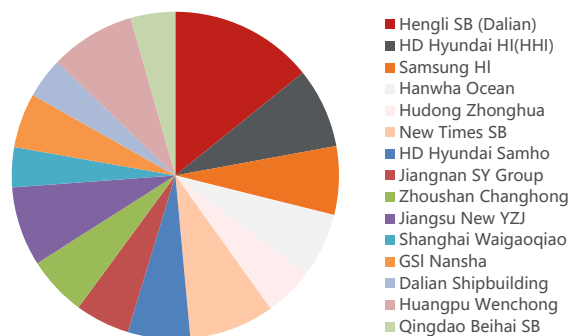
民营船厂实现跨越式突破。全球单体船厂手持订单排名中，恒力重工以277艘、10.3百万CGT位居全球第一，打破传统国企与韩系船厂的垄断格局。韩国三大船企HD现代重工、三星重工、韩华海洋分别位列全球第2-4位，订单规模均超8.4百万CGT。中国头部船厂表现突出，沪东中华、新时代造船、江南造船等进入全球前十，覆盖全船型建造能力。

图48：截至2026年3月各国手持订单量占比（按艘计，%）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

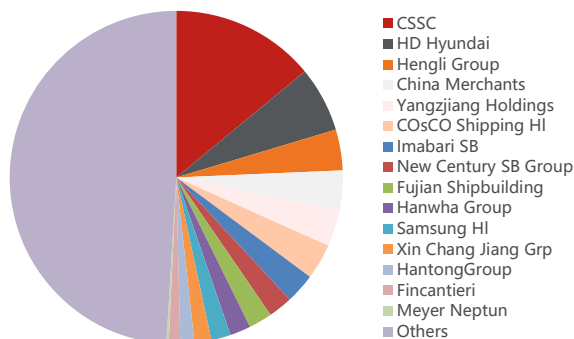
图49：截至2026年3月Top 15船厂手持订单量占比（按艘计，%）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

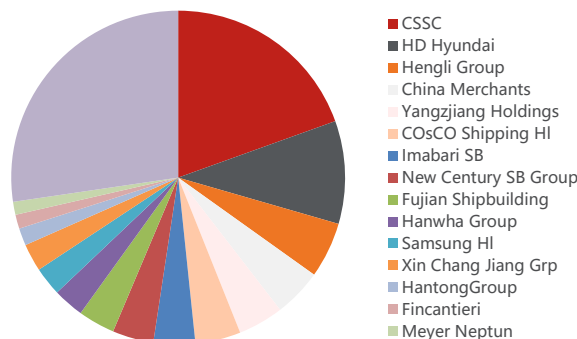
行业集中度加速向头部集团聚拢，中小船厂市场份额持续被挤压。截至2026年4月，全球TOP 15集团手持订单量达3562艘，138.6百万CGT，按艘计占全球总量比重超50%，按百万CGT计约73%。该数据差异表明头部集团承接的订单平均单船规模、技术含量和经济价值远超行业平均水平，几乎垄断了所有大型、高附加值的船舶订单。同时，庞大的订单意味着这些船厂的船位已排至数年后，形成了极高的行业壁垒，新进入者或小型船厂难以挑战其地位。

图50: 截至 2026 年 3 月 TOP 15 集团手持订单量占比 (按艘计, %)



资料来源: Clarksons, 国联民生证券研究所

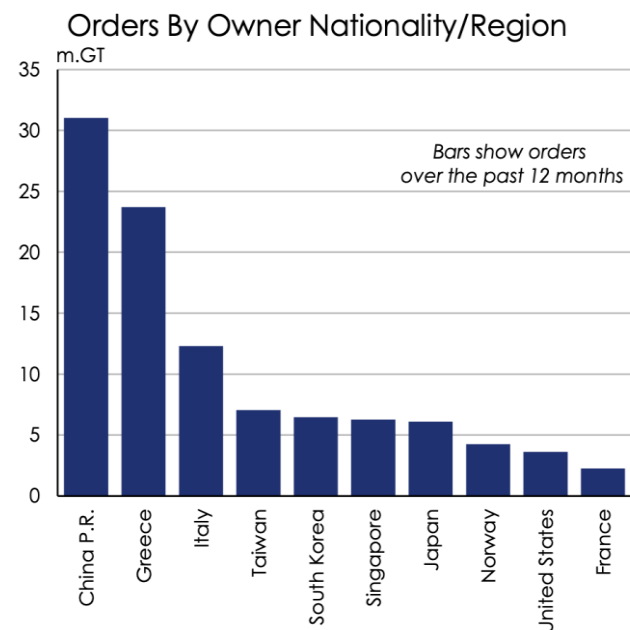
图51: 截至 2026 年 3 月 Top 15 集团手持订单量占比 (按百万 CGT 计, %)



资料来源: Clarksons, 国联民生证券研究所

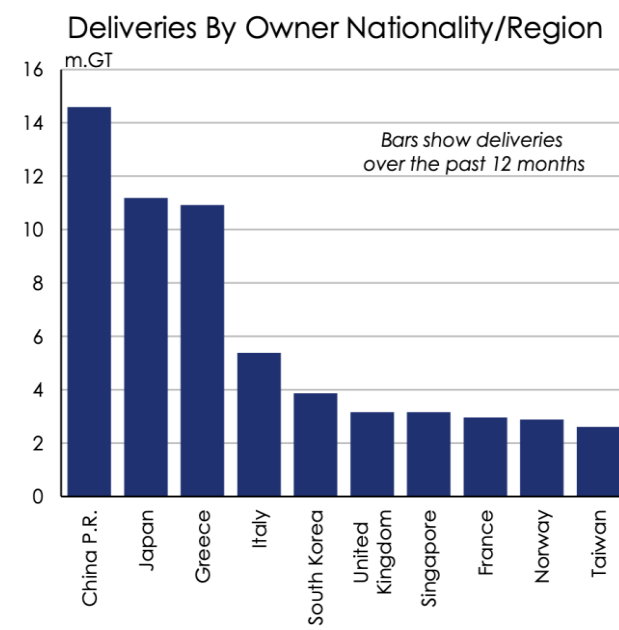
新签订单与交付量来看, 全球造船产能与订单交付高度集中于亚太地区, 中国、日本、韩国船厂承接全球绝大多数订单。新签订单高度集中于头部船东, 2026 年一季度希腊、中国船东订单量领先, 欧洲与亚太船东合计占据订单总量的七成以上。

图52: 2025 年 3 月至 2026 年 3 月按船东地区划分的船舶订单规模 (百万总吨)



资料来源: Clarksons, 国联民生证券研究所

图53: 2025 年 3 月至 2026 年 3 月按船东国籍 / 地区划分的船舶交付规模 (百万总吨)



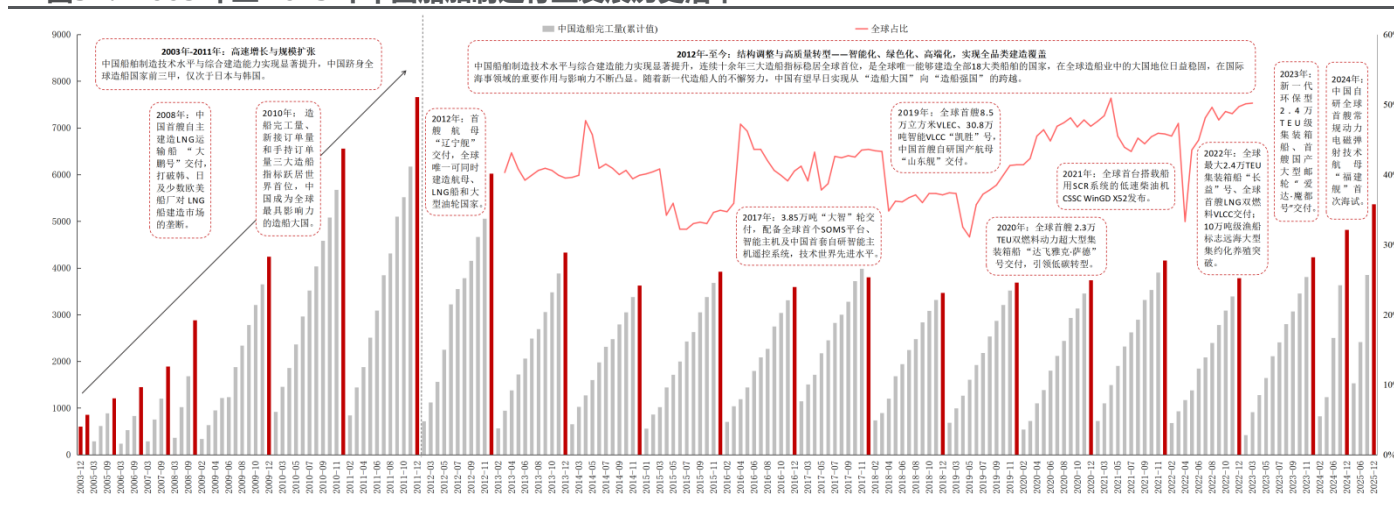
资料来源: Clarksons, 国联民生证券研究所

主力船型细分来看, 油船领域, 恒力重工油轮建造竞争力行业领先, 截至 2026 年 4 月, 手持油轮订单 123 艘、4.7 百万 CGT, 位居全球第一; 第二至五名为新时代造船、大连造船、广船国际南沙、韩华海洋, 中外船厂在油轮赛道形成直接竞争。散货船方面, 青岛北海造船、恒力重工 (大连)、日本大岛造船位列全球前三, 中国船厂占据规模优势。集装箱船方面, 舟山长宏、新时代造船、江苏新扬子造船

位居全球前三，中国船厂主导集装箱船订单市场。

中国船企在高端智能化方面取得显著成效，绿色低碳化加速推进。2025 年，在全球 18 种主要船型中，中国有 16 种船型新接订单量位居全球首位；散货船、货滚船、客滚船、多用途船等国际份额占比超 80%。集装箱船、化学品船、成品油船、普通货船等国际份额占比超 70%。新接绿色船舶订单国际市场份额达到 69.2%。双燃料客滚船、大型 LNG 双燃料汽车运输船、超大型乙烷运输船等高端化、智能化新装备实现批量交付。此外，骨干船企的集聚效应显著增强，6 家企业跻身全球造船三大指标的前十强。

图54：2003 年至 2025 年中国船舶制造行业发展历史沿革



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

3 核心竞争力：产能+订单+体系全面领先

3.1 硬件领先：超大型船坞构筑产能优势

恒力重工拥有行业领先的单体船厂规模、大型现代化船坞船台，基础设施优势为船舶订单交付提供坚实基础。目前，公司具备4座大型水平船台、3个世界级船坞，可实现多艘大型船舶的并联铺底建造。如果后续恒力重工三期项目全部投产后，将有望成为全球单体规模最大、配套最完备的造船基地。

船舶合拢为船舶建造核心工序，船位数量是衡量造船企业产能的关键指标之一。因为船舶属于定制化产品，企业年度建造量一方面由船舶类型、规格决定，另一方面受制于可用空余船位规模。目前，公司主要生产和销售的船型为8.2万-32.5万DWT的散货船、11.4万DWT-30.6万DWT的油轮和2700TEU-24000TEU的集装箱船。基于公司现有生产设施以及在建生产项目来看，公司将拥有同时建造20万DWT以下船舶的船位10个，同时建造20万DWT以上船舶的船位12个，共计22个船位，基于行业通常船位使用3-4个月的建造周期来测算，预计每年可生产约66-88艘船舶。其中，现有10个可同时生产20万DWT以下吨位船舶的船位和8个可同时生产20万DWT以上吨位船舶的船位，在建项目预计2026年下半年投产后可新增4个同时建造20万DWT以上吨位船舶的船位。公司业务规模快速发展，批量化建造、节拍化交付能力显著增强，根据公司船位的使用情况来看，截至2025年末公司产能利用率为满负荷生产状态。截至2025年12月31日，公司已签约生效的在手订单为190艘，全年共交付船舶17艘，船舶制造业务板块产生的收入为205.47亿元；2026年一季度，公司实现交付船舶达14艘，同比大幅增长。

大型化硬件设施升级提升造船效率。2023年1月，公司一期项目“海洋工厂”仅用时150天实现投产，目前1号船坞已扩展至长741米、宽135米、坞深14.5米，具备同时建造4艘30万吨级VLCC/VLOC的底座条件。2025年1月，二期项目“未来工厂”仅5个月实现投产，占地超200万平方米，配套17个超大型车间；其中，3号船坞长860米、宽80米，为全球规模最大船坞，可同时容纳2艘2.4万箱集装箱船。厂区配备2台2000吨级和1台600吨级吊机，起吊能力全球领先，可使总组单元大型化，减少搭载钩数，大幅缩短坞内建造周期。依托高效产能支撑，2026年1月4日，1号船坞4艘30.6万吨VLCC同日出坞，其复杂性和难度行业罕见，创造了全球造船新纪录。同年1月6日，由3号船坞建造的6艘8.2万载重吨散货船同步出坞，该吨级散货船同坞建造、同日出坞再度刷新全球造船行业纪录。上述6艘船舶建造期间，单船仅用五钩便实现主船体搭载成型，建造效率和品质达到世界领先水平。

图55：恒力重工 1 号船坞 4 艘 VLCC 同日出坞



资料来源：恒力重工官网，国联民生证券研究所

图56：3 号船坞 6 艘 8.2 万吨散货船同日出坞



资料来源：恒力重工官网，国联民生证券研究所

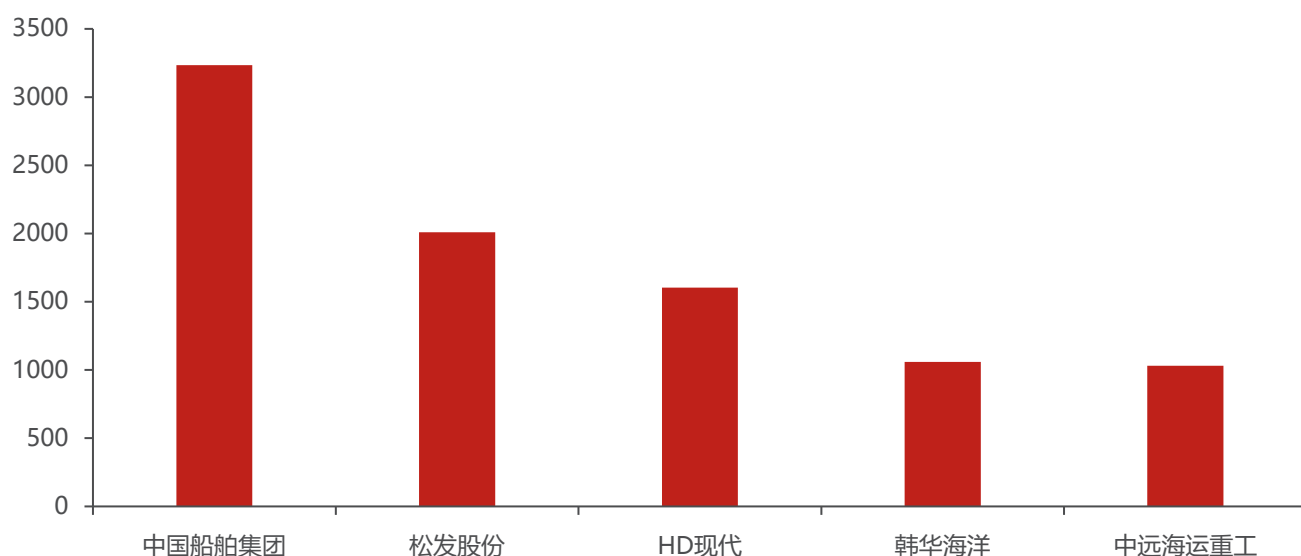
恒力重工配套喷涂车间、涂装车间、钢加厂房、曲组厂房及平组厂房等基础设施完备，智能化水平业内领先。公司大规模应用自动焊接机器人、自动切割、钢板动态自动化印字等先进装备与技术，实现船舶生产批量流水化作业，前序船舶下水不影响后续建造节奏。起重装备方面配套 900 吨、1,000 吨、1,500 吨、2,000 吨级龙门吊组成的重型起重装备群，联吊最大起重能力达 3,200 吨，为巨型船体分段快速搭载、空中翻身及总段合拢提供强劲支撑，大幅提升总装效率。

3.2 在手订单充足，高端船型占比提升

船舶制造市场景气上行背景下，订单规模跨越式增长，新船交付排期已延伸至 2030 年及以后。2021 年，由旧船更新需求推动本轮造船景气周期启动，多家头部船厂积极接单，手持订单覆盖年限从 2.5 年左右迅速增加至 3.5 年以上，部分甚至接近 4 年。产能扩张过快、市场饱和为恒力重工创造市场空档，并承接大量溢出订单。

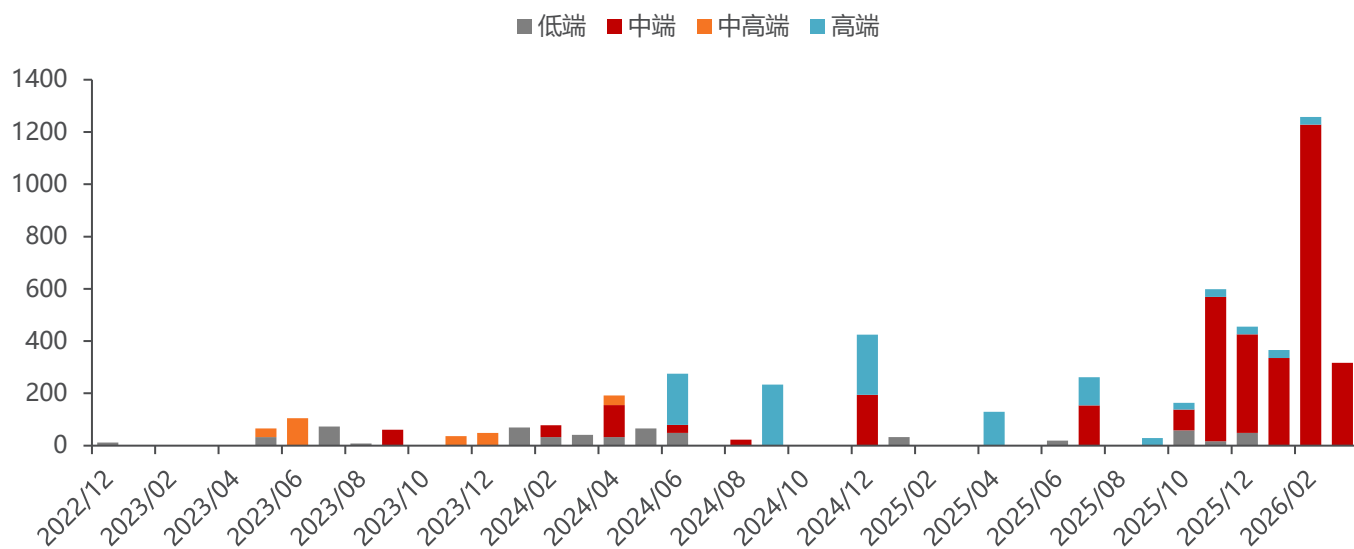
2022 年，恒力重工以 21.1 亿元完成对中国最大外资船厂 STX 大连造船的收购，两个月后正式启动生产。依托原有资产及后续修缮投入形成的基础设施优势、国内领先的造船厂面积、坐落于大连的天然地理位置优势，及后续发动机自主生产建造能力等优势，新接订单量快速提升，展现出强劲获单能力。恒力重工在全球造船市场的订单量排名显著提升。2023 年上半年，恒力重工逐步开始承接船舶订单，截至 2023 年末，恒力重工承接船舶订单 39 艘；2024 年全年，恒力重工新接船舶订单 73 艘；2025 年新接订单量已位居中国第二、全球第二，仅次于中国船舶集团。

图57：2025 年同业公司新接订单量对比（万吨）



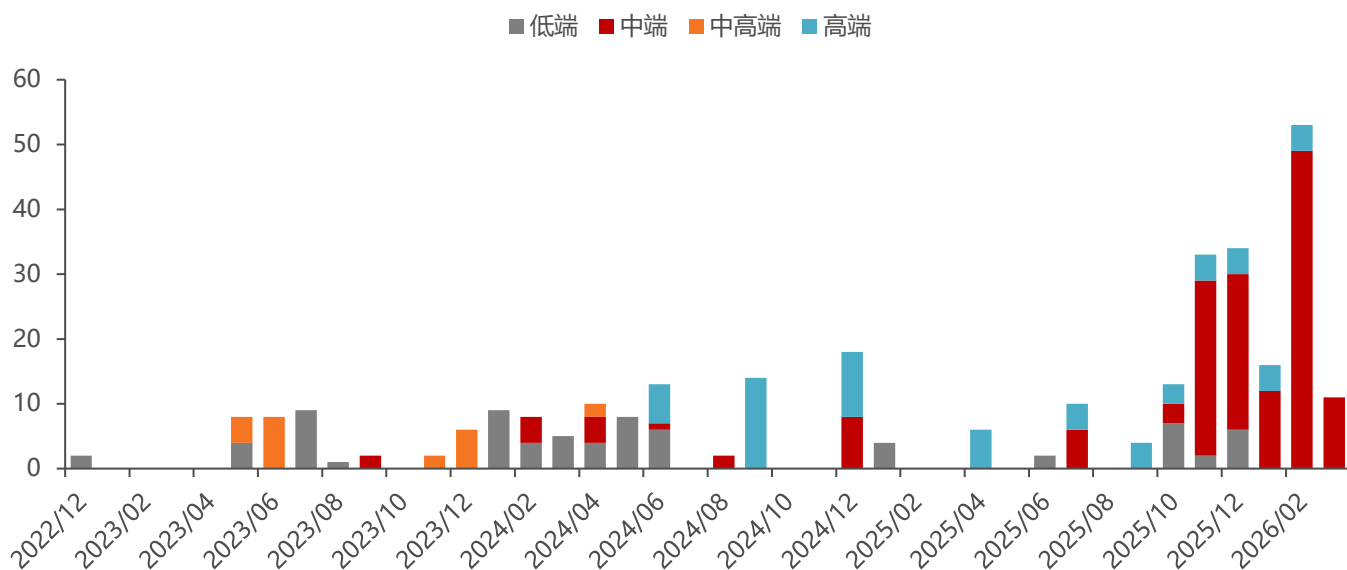
资料来源：Clarksons，国际船舶网，国联民生证券研究所

图58：恒力重工新接造船订单量（载重吨）



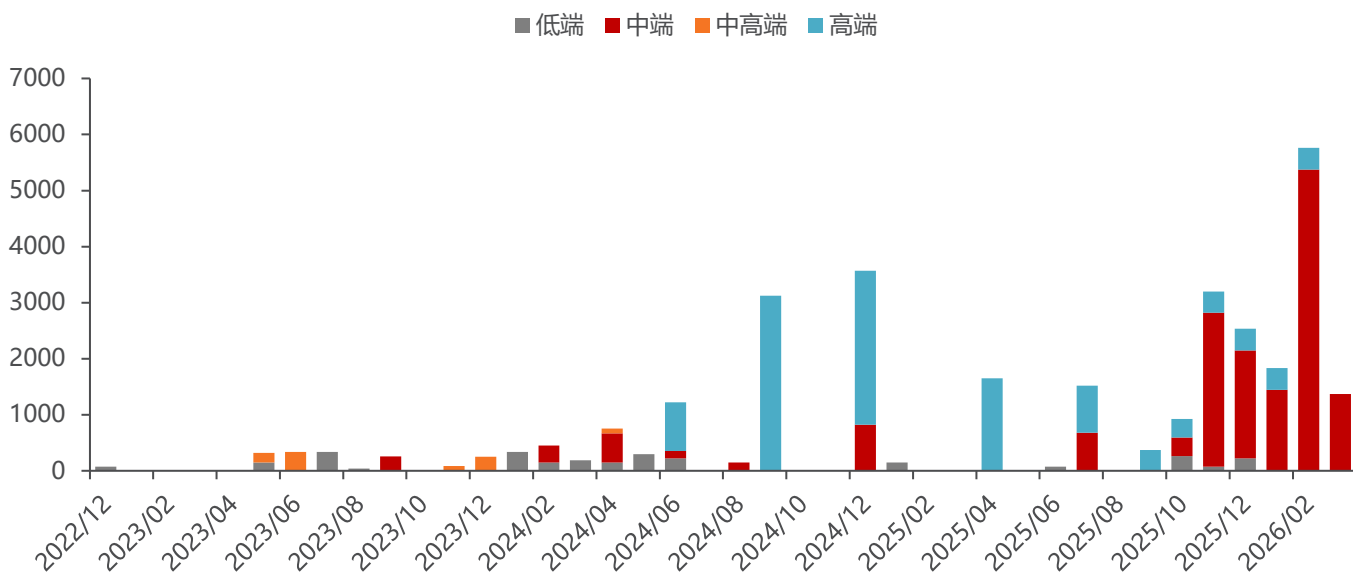
资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图59：恒力重工新接造船订单数量（艘）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所

图60：恒力重工新接造船订单金额（百万美元）



资料来源：Clarksons，国联民生证券研究所测算

高附加值船舶与自产主机的批量组合交付。截至 2025 年末，公司待交付船舶数量大幅提升。2025 年全年，公司共交付船舶 17 艘，而 2026 年一季度，公司实现交付船舶达 14 艘，同比大幅增长。

船舶类型不断拓展，具备多种主流船型建造能力。随新接订单量提升，公司持续优化产品结构 with 单船价值量。从订单结构看，2023 年，恒力重工主要船舶类型为较低价值量的散货船，至 2024 年主要类型拓展至集装箱船、油轮等。2025 年，

公司手持订单结构均衡，覆盖集装箱船、散货船、油船三大主流船型，承接 VLCC、超大型集装箱船等超大型船舶订单增多。2026 年一季度，公司累计签约新船订单 108 艘，包括 76 艘油船（54 艘 VLCC、18 艘苏伊士型油船、4 艘 LR2 型成品油船），12 艘集装箱船，16 艘散货船以及 4 艘低温船；手持订单共计 276 艘、5060 万载重吨、1024 万 CGT，按 CGT 计算在全球单体船厂中排名第一，其中油船 123 艘、散货船 93 艘、集装箱船 56 艘、LPG 船 4 艘，交船期排至 2030 年。

VLCC 是恒力重工最主要的接单船型。作为全球原油运输的重要船型，VLCC 建造技术复杂、标准高，是衡量船厂实力的重要标志。截至 2026 年 1 月，恒力重工 VLCC 手持订单共计 32 艘 979.2 万载重吨，力压韩国韩华海洋（26 艘 816 万载重吨）和大连造船（25 艘 766.7 万载重吨），在全球单体船厂中排名第一。2023 年 9 月，恒力集团在恒力重工首次下单 2 艘 30.6 万载重吨 VLCC；2024 年 4 月和 9 月，恒力集团再次追加 6 艘 VLCC 订单，进一步巩固恒力重工在 VLCC 建造市场的份额。2025 年 6 月，首制 30.6 万吨 VLCC “ALIAKMON 1” 号正式交付，性能与环保指标均达到行业领先水平；同年 9 月，恒力重工与欧洲知名船东签署 2+2 艘 VLCC 新单，得到国际市场广泛认可；2026 年 1 月 4 日，恒力重工 1 号船坞建造的 4 艘 VLCC 同日出坞，创造了全球造船行业新纪录。

散货船等主流船型稳定量产。截至 2026 年 3 月，超巴拿马型散货船是恒力重工第三大主力船型，占其整体接单量的 12%。客群高度国际化，多为希腊、德国船东。2025 年，公司与希腊 Capital 签下 4 艘散货船订单，2026 年 2 月，与希腊 Angelicoussis 航运集团旗下干散货航运公司 MARAN DRY 签署 4+2 艘 18 万吨级好望角型散货船订单，这也是 MARAN DRY 自 2021 年以来时隔多年后的首笔散货船订单，标志着恒力重工在国际顶级航运公司的品牌认可度实现新的突破。

集装箱船建造难度主要体现在横隔舱的建造、艏部结构的设计、导轨装载系统精度控制等方面。2023 年上半年，恒力重工承接了 Samsung 的船用钢制结构体订单，该船用钢制结构体系用于 15000TEU 集装箱船，并于 2024 年底向 Samsung 交付第一个船用钢制结构体，积累集装箱船的建造经验。截至 2026 年一季度，公司手持集装箱船 56 艘。全球最大集运公司地中海航运（MSC）在恒力订造总数达到了 28 艘，包括从 21000TEU 到最大 24,000 TEU LNG 双燃料超大型集装箱船在内的多批次集装箱船。

表3：恒力重工订单结构-截至 2026 年 3 月

船型	数量（艘）	手持订单占比（%）	主要船公司	订单数
油轮	97	35%	Dynacom Tankers Mgmt	21
			Eastern Pacific Shpg	14
			Capital Ship Mngt	13
			Frontline	5
			Cardiff Marine	4
			Minerva Marine	2
			Seatankers Mgmt	2

			未知	36
干散货船	85	31%	Centrofin Management	8
			Efnav	6
			Capital Ship Mngt	5
			Laskaridis Mrtm	5
			Reederei H. Vogemann	5
			Aegean Bulk Co. Inc.	4
			Ciner Shipping	4
			Doun Kisen	4
			Eastern Pacific Shpg	4
			Fortune Ocean Shpg	4
			Maran Dry Mngt	4
			Sea Traders	4
			Eastmed	3
			Oceanbulk Maritime	3
			SPG Shipping	3
			Star Bulk Carriers	3
			Cosmoship Management	2
			Hengli Shipping	2
			Seanergy Maritime	2
			U-Ming Marine	2
			未知	8
集装箱船	56	20%	MSC	28
			Eastern Pacific Shpg	11
			XT Shipping	5
			Zhenghe Mainline	5
			Zhonggu Logistics	4
			未知	3
成品油船	26	9%	Emarat Maritime	6
			Minerva Marine	6
			Quis Holding	4
			Capital Ship Mngt	2
			Laskaridis Mrtm	2
			Monte Nero Mngt	2
			Unknown European	2
			Carlova Maritime	1
			Wah Kwong Maritime	1
VLOC	8	3%	Winning Intl	8
LPG	4	1%	Hengli Group	4

资料来源: Clarksons, 国联民生证券研究所

3.3 区位+供应链协同，构筑成本与效率优势

船舶行业属于重资产、长流程、劳动密集型行业，生产模式以场地作业、人工装配为主。恒力重工造船业务生产基地位于辽宁省大连长兴岛，属于中国三大造船基地之一，也处于全球最适合造船的地理位置之一。2022 年 7 月，公司通过拍卖取得该部分资产，后经修缮改造、新增投资，逐步恢复生产能力。截至 2025 年末公司预计总投资约为 211 亿元，占地面积约为 1.38 万亩，主要配备各种规格型号的龙起重机、座式起重机、自动焊接机、卷板机、分段流水线、钢板预处理流水线等生产设备。

区位因素来看，恒力重工造船基地地理资源得天独厚。船舶制造对水域条件、地质条件、水运交通条件、气候适宜性等要求极高。大连长兴岛厂区占地面积广阔，具备天然深水岸线与防波堤保护的避风港湾，适合建造和停靠大型船舶，现代化码头及泊位充足。该区域气候及水文条件优异，全年不冻、少雨，无极端高温及低温天气，适应船舶建造周期长、生产过程复杂、露天作业时间长的特点，避免因恶劣天气导致的生产延误和质量问题。优越的地理位置保障了基地较高的年有效开工天数，有利于提升船舶建造效率，缩短造船周期。此外，大连造船业历史悠久，技术实力雄厚，多年来在船舶制造领域积累了丰富的经验和技術储备，能够应对各种复杂和高端的造船需求。

图61：恒力重工大连长兴岛基地示意图



资料来源：恒力集团官网，国联民生证券研究所

产业链垂直整合来看，在上游领域，公司与供应商建立良好合作关系，保证船用板材等原材料稳定供应；同时，公司积极研发和改进产品，持续满足下游客户需求，提高企业整体盈利水平，获得国际主流船东及国内大型航运企业深度信赖。公司储备优质客户资源与充足的在手订单，在激烈的行业竞争中稳定发展。船舶行业因其具有单船造价高昂、建造周期漫长的行业特性，客户对船厂的技术实力、履约能力、基础设施水平等核心资质要求高，以确保船舶按期高质量交付。技术方面，公司已取得中国船级社 CCS、挪威船级社 DNV、日本船级社 NK、英国劳氏船级社 LR、法国船级社 BV、意大利船级社 RINA 等世界知名船级社认证，船舶性能效率指标均处于行业领先水平。研发方面，构建“大连+上海”双研发基地格局，

在发动机及高附加值船舶领域持续突破，与法国 GTT 公司合作全面落地，已正式成为国内第二家具备大型 LNG 船薄膜维护系统资质及实船建造能力的民营船企。公司与下游知名客户建立良好的合作关系，已与来自希腊、瑞士、德国、挪威、新加坡等地区的国际知名航运公司建立合作关系。公司品牌效应日益凸显，在手订单显著增长，订单结构持续优化。公司已成为希腊航运巨头 DYNACOM 核心建造合作伙伴，该公司为全球最大的私营油轮船东之一，目前在恒力重工在建及手持订单达 43 艘；另一希腊航运巨头 CAPITAL 在恒力重工接船后持续加码，新造船项目数量达 30 艘。

公司拥有船用发动机自主供应能力。船用发动机作为船舶核心动力设备，是船舶采购周期最长的原材料之一，且交期长期受制于外部供应链，其供应稳定性直接影响整船交期。绝大多数船舶制造企业需向外部发动机厂采购发动机，全球仅有少数的船舶制造企业拥有自己的发动机厂，少数则通过向集团下的发动机厂采购。恒力重工通过采用 MAN 专利授权生产模式，具备发动机的自主生产能力，灵活承接不同类型的船舶订单，保证发动机的稳定供应与船舶的交付及时性。此外，发动机业务单体毛利率约在 11%-15%，高于 2023、2024 年公司主营造船业务毛利率 6.61%、11.9%。依托发动机自主供应能力，公司能够有效优化整船成本结构，增强综合竞争力与盈利水平，并缓解“船等机”的供应链滞后风险。

目前，公司发动机总装车间可年产 180 台的大型船用发动机，成功交付的发动机满足 IMO 最新排放标准，核心部件高端船用发动机总装项目已入选国家“两重”建设项目，可建造 G95 主机及以下机型，掌握传统主机及 LNG、LPG、甲醇、氨四种低碳零碳双燃料发动机的生产能力，在船舶产品向绿色高端发展趋势转变中，占据先发优势。公司是中国单体最大的船用发动机制造企业之一，目前配套能力达 50%以上，当前在建的所有超大型集装箱船，都采用 LNG 发动机，均由恒力发动机自主制造。

2023 年 7 月，恒力重工全资子公司恒力发动机获得德国 MAN Energy Solutions 集团专利许可，正式启动造机业务。目前，全球低速机的研发设计专利市场被三大品牌 MAN、WinGD、J-Eng 垄断，其中 MAN 为全球最大的船用发动机研发设计专利商，市场份额位居全球第一。MAN 授予恒力发动机的发动机及部件的生产权为船用低速机的生产权，主要用于各种散货船、油轮、集装箱船等民用大型船舶，授权期至 2033 年底。2024 年 9 月，恒力重工产业园自主生产的第一台发动机成功交付，是行业首批符合最新环保标准的先进产品，满足国际海事组织 TierI 排放标准。2025 年，恒力重工新建发动机总装二期车间投用，恒力发动机成为国内单体最大的船用发动机制造企业。同年 10 月，首台 LPG 双燃料发动机交付。2026 年 4 月，首台 8G95 型 LNG 双燃料发动机成功交付，该机型最大功率达 74725 马力，是目前国内功率最大的高压天然气双燃料发动机，首批将装配于恒力重工为地中海航运（MSC）建造的超大型集装箱船。公司打破了少数海外企业对这类大型双燃料发动机核心技术的长期垄断，攻克了高压天然气缸内直喷、高压废气再循环、动态气缸控制等关键技术难题，提升了中国造船业的自主配套能力

与安全水平。

图62：2025 年 10 月恒力首台 LPG 双燃料发动机成功交付



资料来源：恒力重工官网，国联民生证券研究所

图63：2026 年 4 月恒力首台 8G95 型 LNG 双燃料发动机成功交付



资料来源：恒力重工官网，国联民生证券研究所

3.4 产能扩张驱动盈利跃升，三期打开成长空间

公司造船业务毛利率及净利率增长。2025 年公司造船业务毛利率同比+6.62pct，净利率同比+8.38pct。一方面，行业景气周期带动各船型盈利能力普遍提升；另一方面，公司产品结构持续优化，高附加值船型的销售占比提高，规模效应进一步增强盈利能力。

规模效应逐步显现。随着公司在手订单的规模不断增加，公司批量化建造、节拍化交付能力显著增强，生产规模扩大摊薄固定成本，单位产品固定费用下降，带动毛利率、净利率同步提升。

收入结构优化，订单价值跃升。船舶定价来看，随着各主力船型的首制船顺利交付，恒力重工新接订单的单船价值从约 3500-3800 万美元的 82000 吨散货船，向大型 VLCC、LNG 双燃料船等高附加值市场渗透，新造船价格提升至 1.13 亿-2.74 亿美元。毛利率来看，通常情况下，油轮和集装箱船的平均毛利率高于散货船。2025 年，公司高毛利率船型的收入占比提高。其中，油轮收入占比由 2024 年的 21.39%提升至 44.54%；集装箱船业务实现突破，收入占比达到 2.55%。相比之下，毛利率相对较低的散货船收入占比由 74.74%下降至 50.69%。

表4：2025 年年度公司分船型的收入占比情况如下

船型	2025 年度 收入占比	2024 年度 收入占比
散货船	50.69%	74.74%
集装箱船	2.55%	-
油轮	44.54%	21.39%
其他	2.23%	3.87%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

公司有望复刻、超越行业标杆的成长曲线，释放盈利弹性。对标扬子江船业的历史盈利演进逻辑，其毛利率提升主要得益于新造船订单价格提升，以及大型双燃料集装箱船的按期交付。恒力重工订单结构呈现多元化、高端化特征，且在超大型集装箱船建造领域持续保持行业领先地位。2026 年一季度，恒力重工新造船订单签约 108 艘，其中油轮共计 76 艘，包括超大型油轮 VLCC 共 54 艘、苏伊士型油轮 18 艘和 LRII 型成品油轮 4 艘。已交付的多艘 VLCC 中，全部配置公司自主研发的船用发电机。在其他船型领域，集装箱船 12 艘、散货船 16 艘、低温船 4 艘。目前，公司正处于快速发展阶段，2025 年度实现营业收入 216.39 亿元，同比增 274.95%，实现归属于上市公司股东的净利润 26.55 亿元，较上年同期增加 1083.05%，公司营业收入和利润规模基数相对较小，增速较快。而同行业公司已经过多年发展，营收规模和利润规模增速相对稳定。

三期项目加速扩产，打开中长期业绩成长曲线。根据 2026 年 1 月上市主体（*ST 松发）最新公布的重组及定增预案，公司拟向特定对象发行股票募集不超过 70 亿元资金，用于造船产能扩增项目。总投资额达 135.1 亿元，为近 20 年来国内最大的造船业单体投资，建设地点位于辽宁省大连长兴岛葫芦山湾北岸的船舶和海洋工程产业园区。其中，100.65 亿元用于投入建设绿色智能高端船舶制造一体化项目，主要为船厂的陆域生产设施以及船坞等相关配套设施；另外约 35 亿元用于建设曲面分段车间、预先舾装车间、动能区配套堆场等陆域生产设施和配套 4 座舾装码头，可靠泊船舶吨级涵盖 10 万吨级-40 万吨级。项目建设期共 2 年，第 3 年起陆续投产。本项目建成达产后，预计实现年均营业收入约 143.66 亿元。三期工程的全面推进，将系统性增强恒力重工的产能吞吐量与交船履约保障能力，确保规模化订单的高质量、快节奏交付。



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

营业收入预测: 当前全球造船行业正处于新一轮景气上行周期, 供给侧产能深度出清叠加环保政策驱动船队更新, 行业呈现“有效产能紧缺+订单高位锁定”的结构性特征。一方面, 全球活跃船厂数量较历史高点显著下降, 新增产能受制于资金、环保及岸线资源等多重约束, 供给弹性有限; 另一方面, 船队老龄化与绿色转型驱动更新需求释放, 叠加地缘因素拉长运输链条, 带动新船需求维持高位。当前主流船厂排期普遍已延续至 2028-2030 年, 行业进入“长订单周期+高价订单锁定利润”的盈利兑现阶段。

在此背景下, 公司作为新进入行业的高端产能代表, 具备显著的产能与订单优势。一方面, 公司通过收购 STX (大连) 资产快速获取完整造船体系, 并依托“恒力速度”实现产能快速爬坡, 一、二期项目已形成大规模建造能力; 另一方面, 公司船坞、船台及起吊设备规格领先, 单厂产能位居全球前列, 具备同时建造多艘大型船舶的能力, 叠加三期项目持续推进, 产能仍具备进一步扩张空间。此外, 公司当前手持订单充沛、排期已延续至 2030 年, 订单结构向 VLCC、超大型集装箱船等高附加值船型升级, 为未来数年订单释放提供了较强确定性。我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入 482 亿元、759 亿元、908 亿元, 分别同比增长 122.8%、57.4%、19.6%。

盈利能力预测: 公司毛利率有望在未来三年持续提升, 核心驱动来自于产品结构优化与规模效应的双重释放。一方面, 随着公司订单结构持续向 VLCC、超大型集装箱船及其他高附加值船型倾斜, 高价值量船舶占比提升将显著抬升单船盈利水平, 高端船型在定价能力、附加值及盈利弹性方面均明显优于传统船型, 推动整体毛利率中枢上移。另一方面, 公司一、二期产能逐步爬坡并加速释放, 叠加三期项目推进, 整体产能规模持续扩大, 产能利用率提升将有效摊薄固定成本, 带动单位制造成本下降。同时, 依托集团产业链协同与供应链整合能力, 公司在原材料采购、生产组织及配套环节具备较强成本控制优势, 规模化生产带来的效率提升与费用摊薄效应将进一步强化盈利能力。综合来看, 在“高端化+规模化”双轮驱动下, 公司毛利率具备持续提升的坚实基础。我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 21%、25%、27%。

4.2 估值分析

我们认为公司业绩高增长具备坚实基础, 造船行业处于景气上行周期, 供需偏紧格局下公司手持订单充沛、交付排期明确; 公司具备全球领先的船坞与产能规模, 产能释放节奏清晰; 此外, 依托恒力集团完整产业链体系, 公司在资金、原材料及内部协同方面具备显著优势, 支撑盈利能力持续提升。

我们预计公司 2026–2028 年实现归母净利润分别为 70 亿元、136 亿元、176 亿元，对应 EPS 分别为 7.19 元、13.97 元、18.10 元，对应 PE 分别为 21X、11X、8X

在可比公司选择方面，我们选取中国船舶、中国动力、中船防务作为对标标的，上述公司均深度布局船舶制造及相关产业链，涵盖整船建造、动力系统及配套装备等核心环节，与恒力重工在业务结构、盈利模式及行业周期属性上具有较强可比性。2026-2028 年 PE 中位数分别为 28.87X、21.21X、13.53X，PE 平均数为 25.97X、18.58X、13.20X。

考虑到公司正处于产能快速释放与订单集中兑现阶段，业绩具备较强成长弹性，同时受益于造船行业景气上行周期，公司盈利确定性与持续性较强。相较可比公司，恒力重工在产能扩张速度、高端船型布局及集团协同赋能方面具备投资价值。

表5：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (人民币)	EPS (人民币)			PE (X)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600150.SH	中国船舶	41.76	2.31	3.14	4.18	18.12	13.31	10.00
600482.SH	中国动力	38.57	1.34	1.82	2.40	28.87	21.21	16.07
600685.SH	中船防务	32.15	1.04	1.51	2.38	30.93	21.23	13.53
	中位数					28.87	21.21	13.53
	平均数					25.97	18.58	13.20
603268.SH	松发股份	149.50	7.19	13.97	18.10	20.79	10.70	8.26

资料来源：Wind，彭博，国联民生证券研究所；

注：A 股可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2026 年 4 月 30 日

4.3 投资建议

我们认为公司有望兑现其高增长的业绩，我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 70 亿元、136 亿元、176 亿元，对应 EPS 分别为 7.19 元、13.97 元、18.10 元，对应 PE 分别为 21X、11X、8X。公司兼具行业景气 β 与自身成长 α ，业绩弹性与确定性兼备，首次覆盖，给予“推荐”评级。

从核心逻辑看，公司稀缺的投资价值主要体现在以下几点：

(1) 稀缺的集团协同能力：从炼化龙头到造船新贵，“恒力速度”重塑行业效率：公司依托恒力集团产业链优势协同，从炼化行业切入造船领域，通过收购 STX（大连）资产，实现“存量产能+成熟体系”的快速接入，在极短时间内完成产能恢复与释放。不同于传统船厂“从 0 建设、长周期爬坡”的路径，公司复刻炼化行业的高效建设与运营体系，实现 150 天完成老厂盘活，二期未来工厂项目 5 个月建成投产。我们认为：恒力本质上不是一家“新船厂”，而是将成熟工业体系迁移至造船行业的“效率型重构者”。在行业产能刚性背景下，效率优势本身就是最稀缺的产能。

(2) 稀缺的优质区位+产能禀赋：大连不冻港+超大型船坞，构筑全球级制造底盘：公司位于大连长兴岛，具备天然不冻深水港优势，可全年稳定生产与交付，显著优于部分受气候制约的船厂。同时，公司拥有中国北方最大的单体船厂资源，并已形成以超大型船坞为核心的产能体系，公司已经拥有 10 个可同时生产 20 万 DWT 以下吨位船舶的船位和 8 个可同时生产 20 万 DWT 以上吨位船舶的船位，公司三期在建项目投产后可新增 4 个同时建造 20 万 DWT 以上吨位船舶的船位，该船位预计将于 2026 年下半年投入使用，届时公司将拥有同时建造 10 个 20 万 DWT 以下吨位船舶的船位和同时建造 12 个 20 万 DWT 以上吨位船舶的船位，共计 22 个船位。我们认为：船坞资源本质是造船行业最核心的“不可复制资产”，决定长期接单能力上限。

(3) 稀缺的造船+发动机一体化能力：订单、结构与配套能力同步升级：公司不仅订单规模领先，更重要的是订单结构持续优化+产业链配套完善，截至 2026 年 3 月，手持订单 276 艘、5061 万 DWT，交付排期至 2030 年。此外，公司订单中中端、高端船型（VLCC、超大型集装箱船等）占比持续提升，有望提升公司盈利水平。与此同时，公司布局船用发动机，实现核心动力系统自主配套。这一体系为公司带来长周期锁定收入的订单稳定性、高端船型抬升单船价值量的盈利弹性与关键设备自主化降低外部依赖的成本控制。我们认为：造船行业正在从“量的竞争”转向“结构+体系竞争”，公司已提前卡位。

(4) 供给刚性+需求升级，造船业进入盈利兑现阶段：过去十年行业经历深度出清，全球活跃船厂数量显著下降，叠加资金、环保及优质岸线资源约束，新增产能释放受限，供给端弹性明显不足；同时，船队老龄化与绿色转型驱动更新需求持续释放，推动行业景气维持高位。在此背景下，行业运行逻辑已由“订单驱动”逐步切换至“交付与盈利兑现”，表现为新造船价格中枢维持高位、船厂排期普遍延长至 3-5 年、利润逐步向报表端传导。我们认为，在行业进入盈利兑现阶段后，具备产能禀赋、订单储备及产业链协同优势的头部船企将率先实现业绩释放，行业分化有望进一步加剧。

综合来看，公司兼具“行业 β +公司 α ”，在造船景气上行周期中具备较强业绩弹性与成长确定性，具备投资价值。

5 风险提示

1) 行业景气回落风险：造船行业具有显著周期属性，若全球贸易需求不及预期、航运景气下行或运价回落，可能导致新船订单减少或价格承压，从而影响公司未来接单节奏及盈利水平。

2) 项目建设及产能释放不及预期风险：公司三期项目仍在推进过程中，若建设进度、设备调试或人员配备不及预期，可能导致产能爬坡节奏延后，从而影响收入确认与业绩释放。

3) 订单交付及执行风险：船舶建造周期较长，若在建订单在执行过程中出现延期、客户违约或交付节奏波动，可能对公司阶段性收入与现金流产生扰动。

4) 原材料价格波动风险：船舶制造成本中钢材等原材料占比较高，若未来钢价出现大幅上涨，而新接订单价格传导存在滞后，可能对公司毛利率造成阶段性压制。

5) 高端船型拓展及技术风险：公司正加速向 VLCC、超大型集装箱船等高附加值船型升级，若相关技术能力、生产组织或良品率不及预期，可能影响高端订单获取及盈利能力提升。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	21,639	48,218	75,871	90,751
营业总收入增长率	275.0%	122.8%	57.4%	19.6%
营业成本	17,224	37,936	56,740	66,185
毛利	4,415	10,282	19,131	24,566
毛利率	20.4%	21.3%	25.2%	27.1%
营业税金及附加	100	241	379	454
销售费用	27	96	152	272
管理费用	518	964	1,517	1,815
研发费用	166	482	759	908
财务费用	585	651	946	1,135
投资收益	15	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收益	165	367	577	691
资产处置收益	-17	0	0	0
营业利润	3,176	8,214	15,955	20,673
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	3,181	8,214	15,955	20,673
所得税	527	1,232	2,393	3,101
净利润	2,655	6,982	13,562	17,572
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2,655	6,982	13,562	17,572
归母净利润率	12.3%	14.5%	17.9%	19.4%
归母净利润增长率	1,083.1%	163.0%	94.3%	29.6%
EBIT	3,765	8,865	16,901	21,808
EBITDA	4,264	9,477	17,824	23,034
EBITDA 增长率	556.1%	122.3%	88.1%	29.2%
每股收益 (元)	2.73	7.19	13.97	18.10

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,655	6,982	13,562	17,572
折旧和摊销	499	612	923	1,226
营运资金变动	-5,218	-2,667	-5,453	-2,986
经营活动现金流	-1,458	5,607	10,060	17,043
资本开支	-9,615	-13,578	-15,887	-9,690
投资	21	-6	0	0
投资活动现金流	-9,600	-13,841	-15,887	-9,690
股权募资	3,935	0	0	0
债务募资	10,172	11,798	8,544	4,424
支付股利和利息	-315	-709	-1,029	-1,231
筹资活动现金流	16,406	11,362	7,482	3,159
现金净流量	5,308	3,128	1,655	10,513

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,215	10,344	11,999	22,512
应收账款及票据	118	228	358	429
存货	5,175	10,538	15,761	18,385
其他流动资产	16,524	32,242	48,895	57,754
流动资产合计	29,032	53,351	77,013	99,079
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15,065	23,574	38,829	46,706
使用权资产	1,553	1,553	1,553	1,553
无形资产	1,840	2,340	2,840	3,340
在建工程	1,519	5,509	4,755	4,877
其他非流动资产	383	668	665	662
非流动资产合计	20,360	33,644	48,642	57,139
资产合计	49,392	86,996	125,655	156,218
短期借款	5,887	8,887	10,887	11,887
应付账款及票据	7,443	18,968	28,370	33,093
其他流动负债	18,510	27,904	37,600	42,869
流动负债合计	31,840	55,759	76,857	87,848
长期借款及应付债券	3,644	9,644	13,644	15,644
其他长期负债	4,457	5,159	5,159	5,159
非流动负债合计	8,100	14,803	18,803	20,803
负债合计	39,940	70,562	95,660	108,651
股本	971	971	971	971
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,452	16,433	29,995	47,567
负债和股东权益合计	49,392	86,996	125,655	156,218

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率 (%)				
总资产收益率 ROA	7.71	10.24	12.75	12.47
净资产收益率 ROE	28.08	42.48	45.21	36.94
偿债能力 (%)				
付息债务率	32.03	30.84	27.72	24.86
资产负债率	80.86	81.11	76.13	69.55
经营效率				
应收账款周转天数	2.67	1.29	1.39	1.56
存货周转天数	73.44	74.56	83.43	92.86
应付账款周转天数	64.83	70.19	83.43	92.86
总资产周转率	0.63	0.71	0.71	0.64
估值分析 (倍)				
P/E	55	21	11	8
P/S	6.7	3.0	1.9	1.6
P/B	15.4	8.8	4.8	3.1
EV/EBITDA	36	16	9	7
分红水平				
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
股利支付率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

插图目录

图 1: 恒力重工历史沿革	5
图 2: 恒力重工大事件	6
图 3: 恒力重工三期项目“绿色智能高端船舶制造一体化项目”	7
图 4: 截至 2026 年 3 月 31 日恒力重工股权结构图	7
图 5: 船舶产业链图谱	9
图 6: 船舶建造与其他行业的关系	10
图 7: 截至 2026 年 4 月船用中厚板市场价格	10
图 8: 截至 2026 年 4 月新造船价格指数	10
图 9: 1998 年-2026 年全球海运贸易量	11
图 10: 2025 年全球海运贸易份额（按货物类型划分）	11
图 11: 主要船舶种类示意图	12
图 12: 各船舶型大小分类	12
图 13: 船舶制造工艺流程	13
图 14: 1970 以来全球船舶制造业历史周期复盘（按长周期拆分）	14
图 15: 航运市场周期示意图	16
图 16: 全球新船价格指数（按船型划分）	17
图 17: 全球二手船价格指数（按船型划分）	17
图 18: 全球与亚洲地区新接订单量历史走势（CGT）	17
图 19: 亚洲地区新接订单全球市场份额占比（%）	17
图 20: 全球手持订单量（按船型划分，CGT）	18
图 21: 全球手持订单占比（按船型划分，%）	18
图 22: 2025 年造船三大指标市场份额占比	18
图 23: 全球船厂新接订单覆盖情况(万 CGT; %)	18
图 24: 全球船厂造船完工量情况(万 CGT; %)	19
图 25: 全球船厂手持订单情况(万 CGT; %)	19
图 26: 截至 2026 年全球活跃船厂数量趋势变化(个)	19
图 27: 截至 2026 年各国接单船厂数量趋势变化（个）	19
图 28: 船舶制造各环节的输入物料与污染物排放类别	20
图 29: 全球进行脱硫塔改造的船舶运力占比（%）	21
图 30: 脱硫塔进厂改造平均耗时跟踪（天）	21
图 31: 全球主力船队脱硫塔渗透率走势（百万载重吨; %）	21
图 32: 分船型销量趋势（载重吨）	22
图 33: 航运市场地缘政治风险指数	23
图 34: 全球船队船龄分布结构（年）	23
图 35: 分船型全球拆船市场平均船龄（年）	23
图 36: 中国主要海运船型老旧船舶数量（艘）	24
图 37: 中国主要海运船型特检船舶数量（艘）	24
图 38: 2022 年现役船队的合规百分比(按船型划分)	24
图 39: 分船型拆船市场规模（CGT million）	24
图 40: 2021 年-2026 年（截至 4 月）新造船市场多种船型对比	25
图 41: 按贸易航线划分的 VLCC TCE 指数	26
图 42: 自 2008 年以来的全球平均 VLCC TCE 指数	26
图 43: 全球 VLCC 订单量及运力同比增速（CGT, %）	26
图 44: 全球 VLCC 平均船龄（年）	26
图 45: VLCC 二手船单月成交量历史走势（万 DWT）	27
图 46: VLCC 新造船与各船龄二手船价格（百万美元）	27
图 47: VLCC 新造船与转售船价格倒挂差额（百万美元）	27
图 48: 截至 2026 年 3 月各国手持订单量占比（按艘计，%）	28
图 49: 截至 2026 年 3 月 Top 15 船厂手持订单量占比（按艘计，%）	28
图 50: 截至 2026 年 3 月 TOP 15 集团手持订单量占比（按艘计，%）	29
图 51: 截至 2026 年 3 月 Top 15 集团手持订单量占比（按百万 CGT 计，%）	29
图 52: 2025 年 3 月至 2026 年 3 月按船东地区划分的船舶订单规模（百万总吨）	29
图 53: 2025 年 3 月至 2026 年 3 月按船东国籍 / 地区划分的船舶交付规模（百万总吨）	29
图 54: 2003 年至 2025 年中国船舶制造行业发展历史沿革	30

图 55: 恒力重工 1 号船坞 4 艘 VLCC 同日出坞	32
图 56: 3 号船坞 6 艘 8.2 万吨散货船同日出坞	32
图 57: 2025 年同业公司新接订单量对比 (万吨)	33
图 58: 恒力重工新接造船订单量 (载重吨)	33
图 59: 恒力重工新接造船订单数量 (艘)	34
图 60: 恒力重工新接造船订单金额 (百万美元)	34
图 61: 恒力重工大连长兴岛基地示意图	37
图 62: 2025 年 10 月恒力首台 LPG 双燃料发动机成功交付	39
图 63: 2026 年 4 月恒力首台 8G95 型 LNG 双燃料发动机成功交付	39

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 干散货船、油轮和集装箱船主要船舶类型	12
表 2: 1901 年以来造船周期复盘 (按短周期拆分)	14
表 3: 恒力重工订单结构-截至 2026 年 3 月	35
表 4: 2025 年年度公司分船型的收入占比情况如下	39
表 5: 可比公司 PE 数据对比	42
公司财务报表数据预测汇总	45

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **深圳** 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室

