

| 证券研究报告 |

周期向上，景气可期

——船舶行业研究框架（一）

2024.10.22

冯胜

中泰中游制造负责人&先进产业研究首席

执业证书编号：S0740519050004

杨帅

中泰先进产业研究 分析师

执业证书编号：S0740524040002

核心观点

□ 船舶-航运产业链：下游航运需求驱动中游船舶制造

- 1) 上游：船舶-航运产业链上游主要由直接原材料（占20%-30%造船成本）、船舶零部件（占45%-50%造船成本）和船舶设计（占5%造船成本）三大板块组成。
- 2) 中游：船舶-航运产业链中游是船舶制造环节，整体造船周期从订单签约到交付一般为16-36个月，具体因船型而异。船舶建造及支付节点包括开工（支付20%合同价款）、切钢板（支付20%价款）、铺龙骨（支付20%价款）、下水和交付（支付40%价款）。
- 3) 下游：船舶-航运产业链下游以海运为主，市场空间广阔。2023年全球海运贸易量达到123亿吨。全球海运货种以干散货、油品和集装箱为主，2023年占全球船舶运力的比例分别约为45%、30%和15%。

□ 大周期：船舶周期与经济周期共振，步入上行阶段

- 1) 大周期下视角下，经济上行带动船舶-航运产业链景气度上行。复盘实际GDP增速、波罗的海干散货指数、新接订单量、新船造价指数的走势，我们发现经济上行对船舶-航运产业链牵引作用明显：①2001-2007年经济快速发展期内，海运贸易需求快速增长，航运市场繁荣，带动造船市场“量价齐升”；此时期，全球造船厂快速扩张产能以适配激增的造船需求；2008年全球金融危机后，海运贸易需求大幅减少，航运市场表现低迷，造船需求明显减少；全球过剩的造船产能使新船造价在2008-2009年间大幅回撤，上一轮造船市场的繁荣逐渐落幕。②2021年至今的新一轮上行周期，经济整体呈现弱复苏迹象但增速有所波动，在此背景下航运市场供需关系也呈现出一定波动性，波罗的海干散货指数在此阶段显现出“波动上行”的特点，新船订单量对应地呈现出“波动上行”特点；在此阶段内，全球造船产能有限，供给相对紧缺，从而带动新船造价上行，接近于上轮周期高点。
- 2) 经济环境、航运市场和造船市场之间存在经典的“经济增长→航运市场繁荣→造船市场繁荣”的产业律动规律，而随着经济周期进入下行期，造船市场进入繁荣末期。该产业周期律动规律在经济上升期或弱复苏时期表现明显，在经济低迷期表现不显著。我们认为经济发展对航运及造船业的具体传导逻辑如下：①全球经济增长带动海运需求增加，使航运市场供给相对紧缺；②航运价格上涨提升船东盈利，其扩张船队的能力和意愿随之增强，新船订单量增加；③新增订单迅速增加时，造船厂产能变得相对紧缺，推动新船造价上涨。④造船市场的“量价齐升”吸引造船厂扩张产能；而随着经济周期进入下行期，造船订单需求减少，过剩的产能将导致新船造价回落，造船市场因此进入繁荣末期。

核心观点

□ 中周期：船舶老化、新环保政策推动船舶更新需求；行业产能出清下，造船价格维持高位

1) **需求端：船舶老化推动船舶更新。**①全球船舶“老龄化”严重，平均船龄在2023年达到13.7年，以数量计41.8%船舶船龄超过20年；我们认为在有海运贸易需求及运价为支撑的前提下，未来几年会迎来大量船舶拆解并催生船舶更换需求；②我们以存量替换的逻辑预测，以载重吨为单位的造船完工量作为预测指标，并假设散货船、油船、集装箱船平均寿命分别为28年、25年、27年，并假设其他船型平均寿命为27年，则2040年预计将迎来船舶拆解的峰值，2025、2029、2034年分别迎来拆解的小高峰。

2) **政策端：新环保政策进一步推动船舶更新。**大量船舶为满足IMO新规提出的EEDI及EEXI等能效指标要求，须通过限制主机功率、使用低碳燃料、安装节能装置等方式进行改造；老旧船舶改造的不经济性促使船东更新船舶。

3) **供给端：行业产能出清下，造船价格维持高位。**2008年金融危机后，全球船厂经历了大量破产和资产重组，产能快速出清，行业集中度显著上升。全球活跃船厂数量从2008年的1033家下降至2024年8月的376家；其中，中国活跃船厂数量从2008年的464家下降至2024年8月的161家；从当前主要造船国中国的产能利用监测指数看，当前造船市场处于供不应求的状态，新船造价在未来一段时间内维持高位。

□ 小周期：地缘冲突及公共卫生事件短期扰动船舶需求

1) **新冠疫情冲击下，集装箱航运运力紧缺、运价高位，集装箱船新增订单显著增加：**2020年新冠疫情初期，部分航运公司缩减集装箱船运力，叠加人力因素、港口封锁等因素导致集装箱船运力明显降低；在此背景下，随着2021年新冠疫情中期海运贸易回暖，集装箱船运需求增加，但彼时集装箱船运力紧缺而难以适配需求；“一箱难求”的格局推升集运运价，2021年集装箱船新船订单量显著增加。

2) **俄乌冲突催生LNG运输船需求：**俄乌冲突背景下欧洲能源紧缺，叠加2022年9月北溪管道事件的影响，欧洲45%的天然气管道运输转为海运，进而快速提升了对LNG船的需求。在此背景下，2022年LNG船订单增幅高达147.0%，俄乌冲突推动了LNG船需求的增长和船价的上升。

3) **红海危机推动集装箱船订单短期起量：**红海-苏伊士河航道承载了全球近45%（2022年数据）的集装箱船运力；2023年“红海危机”迫使部分船只绕行好望角，导致航线耗时增加和运输成本上升。短期内，船东运力紧缺推升2024年集装箱航运运价，推动集装箱船订单量显著增长；2024年1-9月新增订单量达到290.0万TEU，远超2023全年水平。

核心观点

□ 投资建议：

我们认为新一轮船舶上行周期已于2021年开启：①自2021年起，全球经济复苏提振了海运贸易需求，为船舶产业链的上行周期奠定了基础；②未来几年全球经济或将继续保持复苏态势，海运贸易需求或将持续稳步增长，为本轮船舶上行周期的持续提供条件：根据国际货币基金组织预测，2024年至2026年GDP增长率分别为3.20%、3.30%和3.16%；Clarkson预计2024年和2025年的海运贸易量将分别增长2.2%和1.8%；在此预测背景下，我们看好未来3-5年船舶产业链企业的业绩确定性和盈利增长空间。

1) 下游航运环节：①2021年至今，在经济弱复苏的带动下，海运贸易量回暖，航运运价指数呈现出“波动上行”的趋势；②我们认为未来两年航运市场在经济复苏和海运贸易量增长的牵引下，或将继续保持景气上行；受益于航运市场的景气，船东业绩、盈利或将保持增长趋势。

2) 中游造船环节：①2021至今，在下游航运市场带动下，全球造船厂新接订单量明显增加，造船市场转变为“卖方市场”，新船造价高增；从成本端看，中国造船板价格自2021年起出现高位回落，利好造船厂；②我们预计航运公司盈利将促使其扩张船队运力；叠加现阶段船舶老化、环保法规收紧等促进船舶更新的因素，未来新船订单量或维持在较高水平，造船厂将保持充足在手订单；并且在造船厂完成产能扩张前，市场或将继续以“卖方”的造船厂为主导，新船造价将保持高位。

3) 上游零部件环节：①船用零部件企业的产品需求源于造船厂的新船订单；截至2024年上半年，全国造船厂合计在手订单为17155万载重吨；②我们预计中游造船厂在未来几年或将保持饱满的订单，为船舶零部件企业未来几年的业绩提供保障；并且我们认为船舶零部件产业将显著受益于零部件国产化大趋势；综合以上因素，考虑到船舶更新需求将在2029年左右迎来本轮高峰，我们认为零部件企业未来3-5年的业绩将具备较强的成长确定性。

基于上述产业链推荐逻辑，建议关注标的：

1) 上游：【潍柴重机】内河航运动力设备龙头企业，内河船舶以旧换新核心受益标的；【纽威股份】门阀产品受多家船级社批准，船舶景气上行扩展公司成长空间；2) 中游：【中国船舶】国内最大的综合性造船龙头，资产重组打造世界级船企；3) 下游：【国航远洋】国内干散货航运龙头之一，“10+10”造船计划扩张运力；【海通发展】运力规模具行业前列，积极拓展远洋干散货运输；【兴通股份】化学品航运龙头，运力充沛、客户优质稳定。

□ 风险提示：

宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；环保政策执行程度不及预期风险；人民币汇率波动风险；航运行业景气不及预期；地缘政治风险；研报使用的信息存在更新不及时风险；市场规模测算不及预期的风险等。

目录

CONTENTS

- ① **船舶-航运产业链：下游航运需求驱动中游船舶制造**
- ② **大周期：船舶周期与经济周期共振，步入上行阶段**
- ③ **中周期：船舶老化、新环保政策推动船舶更新需求；行业产能出清下，造船价格维持高位**
- ④ **小周期：地缘冲突及公共卫生事件扰动船舶需求**
- ⑤ **投资建议**



1

船舶-航运产业链：下游航运需求驱动中游船舶制造

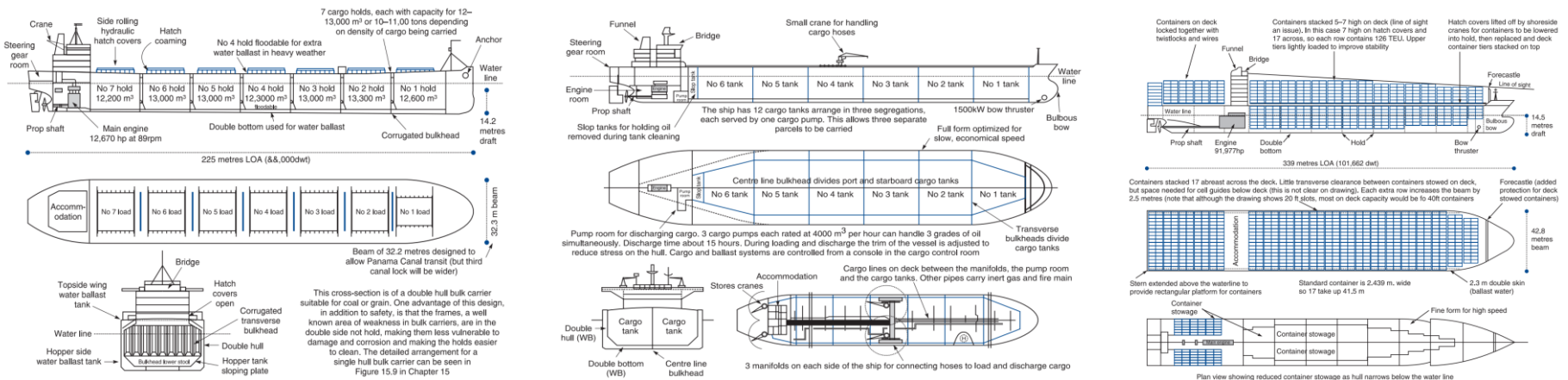
领先 | 深度

1.1 主要船型介绍

□ 商船三大船型为干散货船、油船、集装箱船，液化气船近年来备受关注：

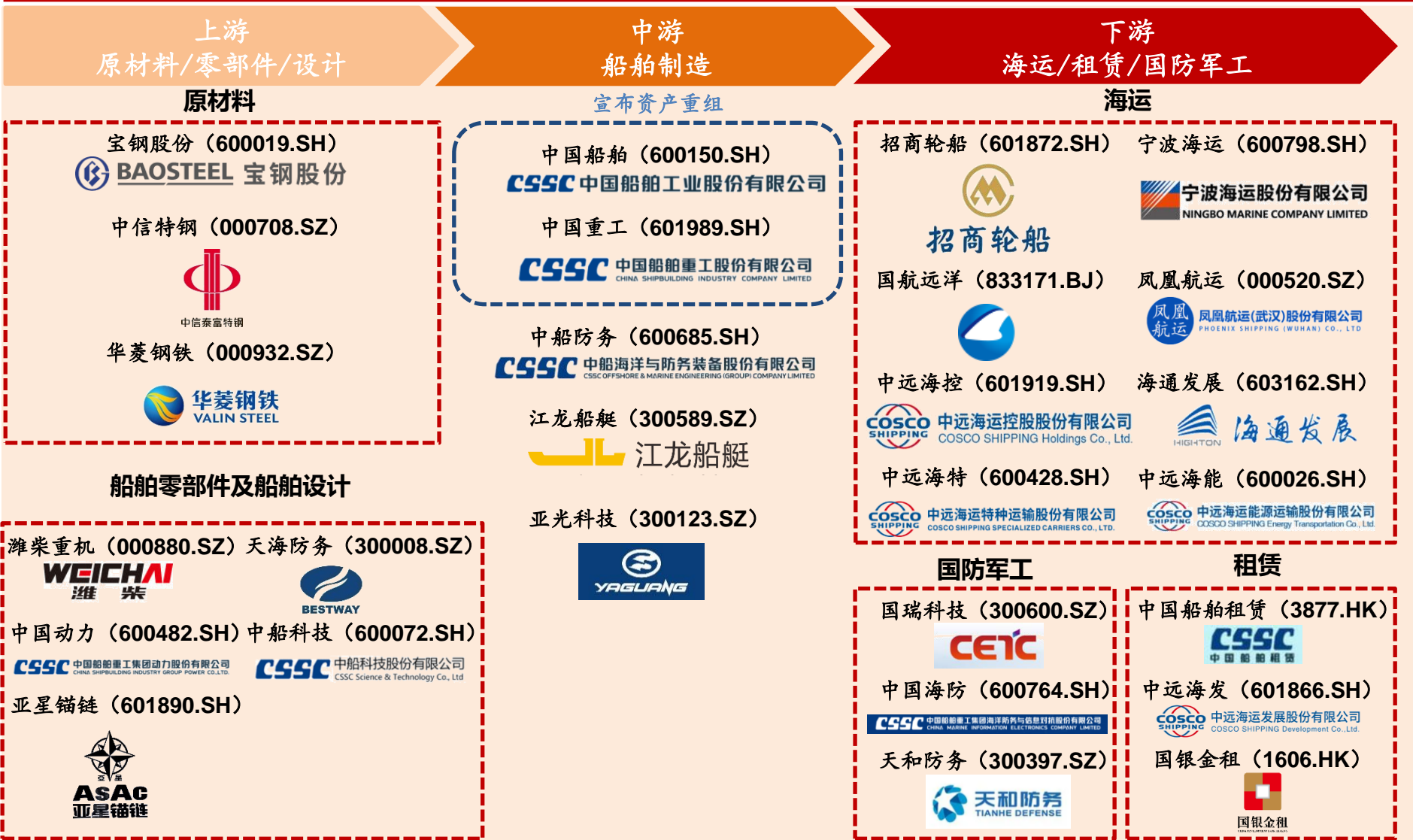
- (1) 干散货船是主要运输谷物、矿砂、煤炭、水泥等大宗干散货物的船舶。①按船舶所装货物的种类不同划分，干散货船又可分为普通、专用、特种、大舱门干散货船等；②根据运载能力（载重吨DWT）分，散货船可划分为灵便型（1-4万DWT）、大灵便型（4-6万DWT）、巴拿马型（6-10万DWT）、好望角型（10万DWT以上）等4种散货船型。
- (2) 油船是运载石油及石油产品（如柴油、汽油、重油等）的船舶。①按照油船的船体结构划分，油船可分为双壳油船和单壳油船两种；②根据运载能力（载重吨DWT）分，油船可划分为小型（1万DWT以下）、灵便型（1-6万DWT）、巴拿马型（6-8万DWT）、阿芙拉型（8-12万DWT）、苏伊士型（12-20万DWT）、超大型（20万DWT以上）等6种油船船型。
- (3) 集装箱船是用于装载国际标准集装箱的船舶。①按装运集装箱情况分，集装箱船可分为部分集装箱船、全集装箱船和可变换集装箱船3种；②根据运载能力（标准集装箱单元TEU）分，集装箱船可划分为支线船（0-1千TEU）、灵便型（1-2千TEU）、次巴拿马型（2-3千TEU）、巴拿马型（3-4千TEU）、超巴拿马型（4-6千TEU）、超大型（6千-1.2万TEU）集装箱船。
- (4) 液化气船是专门运输液化天然气（LNG）、液化石油气（LPG）、乙烯等液化气体的船舶；其中，LNG运输船因极高的建造难度被誉为“皇冠上的明珠”，具有高技术性、高可靠性、高附加值等特点。液仓是LNG船的核心装备，可按液仓种类将LNG船分为薄膜型和自撑型（球罐型、棱柱型）；由于薄膜型技术复杂、造价高，因此多用于大型而非中小型LNG船。

图表：散货船（左）、油船（中）、集装箱船（右）结构示意图



1.2 船舶产业链

图表：船舶行业产业链及公司



1.2 船舶产业链

- (1) 上游：船舶-航运产业链上游主要包括直接原材料、船舶零部件和船舶设计三大板块。在造船成本中，直接原材料占20%-30%，船舶配套设备占40%，设计成本约占5%；其中，船舶设计正朝着绿色和低碳方向发展。
- (2) 中游：船舶-航运产业链中游是船舶制造环节。
 - ①造船周期：根据中国船舶数据，散货船一般船型从开工到交船大约10-12个月；原油轮一般船型从开工到交船大约12-14个月；集装箱船一般船型从开工到交船大约14-20个月；汽车滚装船从开工到交船大约18个月；大型LNG运输船从开工到交船大约24个月。从订单签约到最后交船，时间跨度一般在16-36个月。
 - ②建造及支付节点：船舶的建造和支付节点主要包括开工（支付20%合同价款）、切钢板（支付20%合同价款）、铺龙骨（支付20%合同价款）、下水和交付（支付40%合同价款）。
- (3) 下游：船舶-航运产业链下游主要包括海运、租赁及国防军工。
 - ①海运为主要应用，市场空间广阔：2023年全球海运贸易量达到123亿吨。全球海运货种以干散货、油品和集装箱为主，其占全球船舶运力的比例分别约为45%、30%和15%，因此海运行业运行与国际干散货、油品和集装箱贸易形势及相关船舶运力息息相关。
 - ②海运市场集中度：截至2024年9月，全球前十大集装箱班轮公司市场份额占比达84.5%；干散货及油品运输承运人相对分散，其市场集中度低于集装箱航运。截至2023年，全球前十大拥有干散货船的航运公司干散货船运力占全球比重约为43%，前十大拥有油轮船的航运公司油轮船运力占全球比重约为47%。



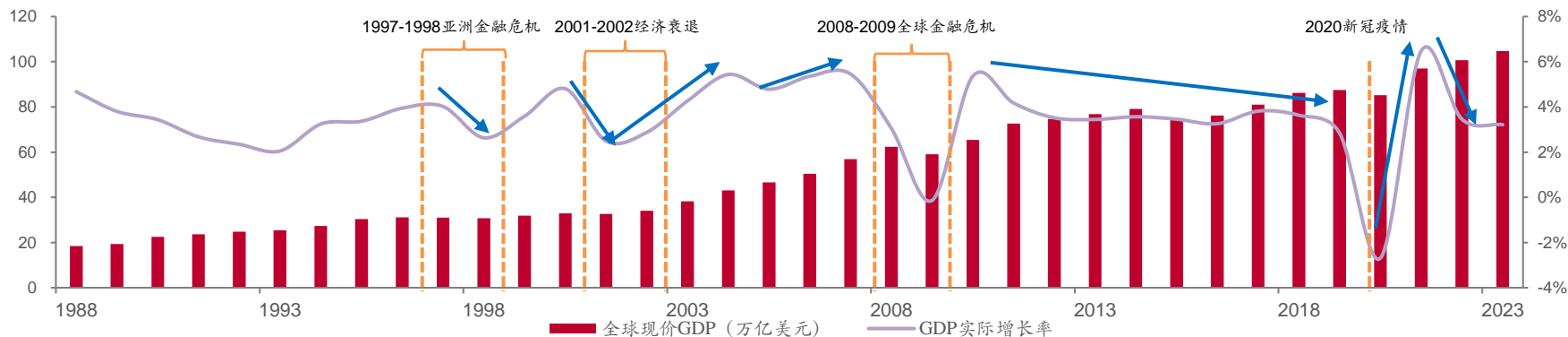
2

大周期：船舶周期与经济周期共振，步入上行阶段

领先 | 深度

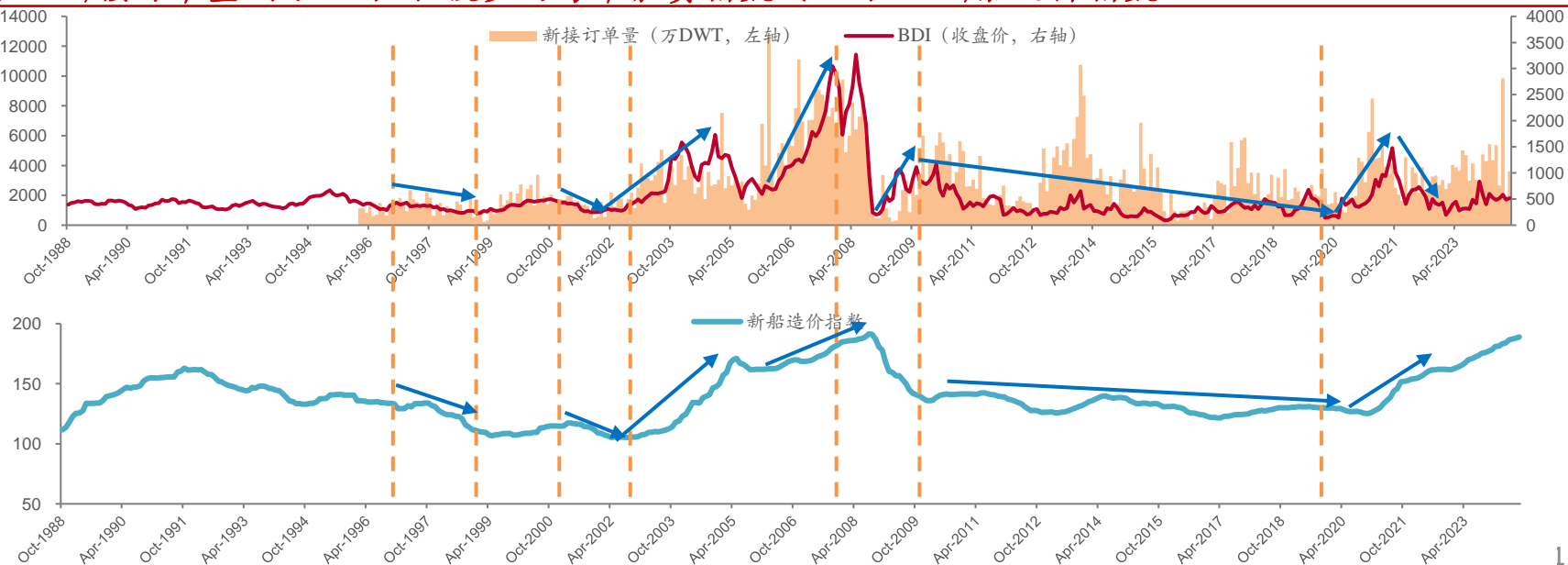
2 船舶周期与经济共振，步入上行阶段

图表：全球现价GDP（万亿美元，左轴）及GDP实际增速（右轴）



来源：wind，中泰证券研究所

图表：新接订单量（万DWT）、波罗的海干散货指数（BDI）及新船造价指数



来源：wind，克拉克森，中泰证券研究所

2 船舶周期与经济共振，步入上行阶段

□ 我们选取以下四个指标复盘、跟踪航运产业链景气度：①**实际GDP增速**：该指标是经通货膨胀调整后的GDP增长率，能够帮助识别经济周期的不同阶段；②**波罗的海干散货指数**：该指数是散装原物料的运费指数，能反映下游航运业的繁荣程度；③**新接订单量**：该指标是某时间段内造船厂新接的船舶订单数量，用以从“量”的角度跟踪中游造船业景气度；④**克拉克森新船造价指数**：该指标是由克拉克森编制的新船价格指标，从“价”的角度跟踪造船业景气度；自1988年起，航运景气度可随经济发展周期划分为4大阶段：

□ **(1) 复苏期：1988-1998年，持续约11年：在此阶段内经济恢复对航运市场的牵引作用较弱，造船业市场表现平缓。**

①**经济增速**：1988-1992年，经济增速从4.7%下滑至2.3%；1993-1997年增速有所回升，1997-1998受亚洲金融危机影响，经济增速下滑明显。

②**波罗的海干散货指数**：波罗的海干散货指数在该阶段基本企稳，1997-1998年间波罗的海干散货指数有所下滑；

③**新接订单量**：1997-1998年，全年新接订单量从5301万载重吨下滑至3709载重吨；

④**新船造价指数**：1988-1992年，新船造价指数表现为逆经济周期的原因是：彼时世界第一造船国日本发生金融危机，产能快速下滑，导致新船价格高增；1992-1998年呈现下行趋势。

□ **(2) 繁荣期：1999-2008（金融危机爆发前），持续约10年：该阶段内经济增长推动航运市场高度繁荣，催生大量造船订单，进而推升造价指数；造船业在此阶段实现量价齐升。**

①**经济增速**：1999-2000年经济增速快速修复；2001-2002年，美国“新经济”泡沫破灭叠加恐怖袭击影响，对世界经济造成较大冲击；2003-2008年，实际经济增速回暖并出现两大高峰，分别为2004年的5.4%及2007年的5.5%；

②**波罗的海干散货指数**：同步于经济增速，波罗的海干散货指数在2004-2005及2007-2008期间均分别出现两个尖峰：即2004年1月的5551点、2004年11月的6051点，以及2007年10月的10656点、2008年5月的11440点；

③**新接订单量**：同步于波罗的海干散货指数，新接订单量主要集中于2003-2005以及2006-2008期间的BDI指数上升期；2007年全年新接订单量处于历史高位，为2.63亿载重吨。

④**新船造价指数**：基本同步于新增订单量，2001-2002年造价指数回落至105.5点左右；2003-2008年间，造价指数出现两个高峰，分别为2005年5月的171.08点和2008年8月的191.51点。

2 船舶周期与经济共振，步入上行阶段

□ (3) 低迷期：2009-2020年，持续约12年：2010年经济增速反弹对航运市场、造船市场带动明显；而在后续经济增速的下滑期内牵引作用并不明显。

①经济增速：2009年经济增速跌落至-0.1%，2010年反弹至5.4%；2010-2019年间，经济增速整体呈现下行趋势；2020年受新冠疫情冲击，增速大幅下跌至-2.7%；

②波罗的海干散货指数：同步于经济增速，2009年底至2010H1，波罗的海干散货指数有所反弹，两大峰值分别为2009年11月的3887点和2010年5月的4078点；此后呈现下降趋势（2013年12月出现小高峰2277点），2020H1保持650点以下。

③新接订单量：同步于波罗的海干散货指数走势，新船订单量在2010及2013年前后出现小高峰，最大值分别为2010年6月的1777万载重吨和2013年12月的3072万载重吨；2020年1-10月新接订单量均低于750万载重吨，降幅明显。

④新船造价指数：略滞后于新增订单量，2009年新船造价指数持续下滑，2010年、2014年及2019年新船造价指数有轻微反弹；2020年11月跌落至125.06点。

□ (4) 新一轮上行期：2021至今：该阶段内经济增长对航运市场牵引作用明显，并进而导致新接订单量、新船造价的波动。

①经济增速：2021年经济增速显著上升至6.5%；2022年多国为应对通胀而加息，增速回落至3.5%；2023年经济基本保持弱复苏态势。

②波罗的海干散货指数：同步于经济增速，2021年波罗的海干散货指数较2020年低谷期实现大幅反弹，最高达5167点，2022年有所回落；2023年以来整体呈现上涨趋势，2024年8月，波罗的海干散货指数收盘价为1814点。

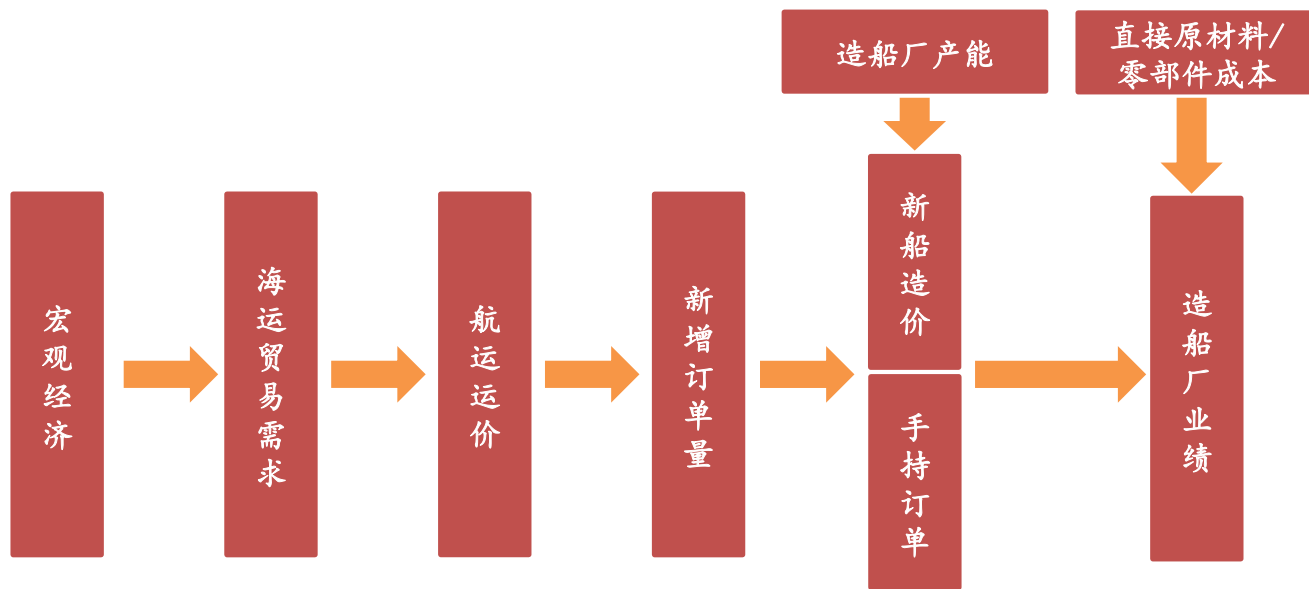
③新接订单量：同步于波罗的海干散货指数走势，2021年新增订单量较2020年明显回升，阅读新增订单量最高达2421万载重吨，2022年有所回落；2023年起基本整体保持增长趋势，2024年8月，全球新接订单量达1035.08万载重吨，同比增长21.2%，环比增长113.9%；相较于本轮周期低点2021年12月，增长122.3%；

④新船造价：本轮新船造价提升势头强劲。略滞后于新增订单量快速起量时期，2020年末起新船造价指数保持上升态势。2024年8月，新船造价指数达188.82点，同比增长8.8%，接近于上轮周期最高点，相较于2020年11月增长51.0%。

2 船舶周期与经济共振，步入上行阶段

- 通过复盘船舶产业链周期，我们认为经济环境、航运市场及造船市场间存在“经济增长→航运市场繁荣→造船市场繁荣”的产业律动规律，而该律动规律在经济上升期及弱复苏时期表现明显，在低迷期则表现不显著；我们总结出经济增长对造船业景气度提升的传导逻辑如下：①**经济发展对船运价格指数影响**：当全球经济处于快速发展阶段时，市场对商品的需求增加，在运力未能及时扩充情况下，航运市场的供不应求将推升船运价格指数上涨。②**航运价格指数对船舶新增订单量的影响**：在船运价格提升、下游航运景气度回暖的情况下，船东在既有成本不变的情况下实现更多盈利；盈利的增加使船东有意愿且有经济能力去扩张船队运力，从而增加新船订单量。③**新增订单对新船造价的影响**：当累积新增订单量快速增加时，造船厂产能紧缺，造船市场供不应求的市场格局将推升新船造价。④**造船市场繁荣末期**：造船市场的“量价齐升”使造船厂扩张产能；而随着经济周期进入下行期，造船订单需求减少，过剩的产能将导致新船造价回落，造船市场因此进入繁荣末期。

图表：前瞻性指标及逻辑关联

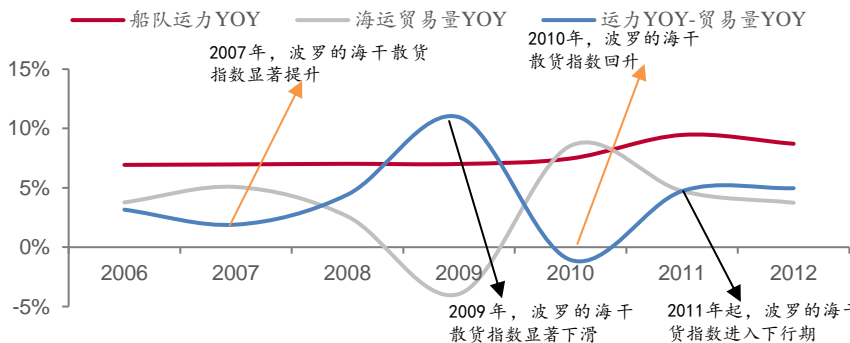


2 船舶周期与经济共振，步入上行阶段

□ 波罗的海干散货指数在2006-2010及2021至今的两段时间中表现出明显波动，其主要原因在于航运市场供需关系的变动：

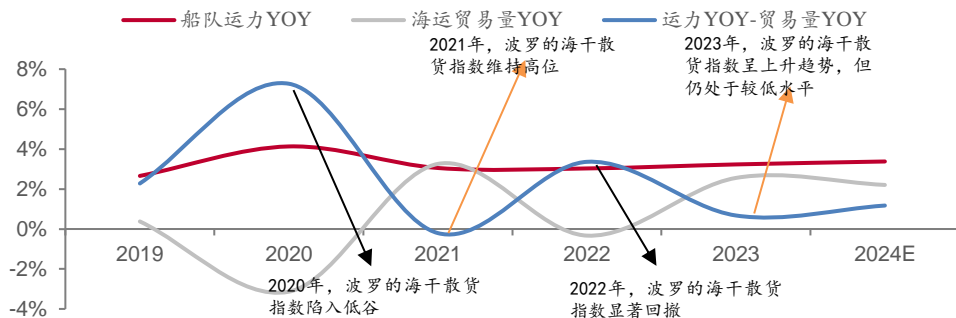
- 2006-2008年金融危机发生前，波罗的海干散货指数快速爬升，而2009-2010年出现明显震荡：①2006-2007年，全球经济保持高速增长态势，海运贸易增速上升；此阶段海运贸易增速与运力增速差距缩小，波罗的海干散货指数快速爬升。②2008-2009年受全球金融危机的影响，经济增速放缓，海运贸易需求降低；而此时运力仍保持高速增长，航运市场上运力供给相对过剩，波罗的海干散货指数明显回落。③2010年，全球经济回暖，海运贸易需求明显修复，船队运力增速不及海运贸易增速，海运市场供给相对紧缺，波罗的海指数出现明显回升。
- 2021年至今的新一轮上行周期内，经济呈现弱复苏迹象，波罗的海干散货指数、新接订单量呈现“波动上行”趋势，带动新船造价指数呈现“波动上行”趋势：①2021年运价上升：2021年受益于经济复苏以及全球主要国家宽松的货币政策，全球海运贸易复苏，海运贸易量为120.7亿吨，同比增长3.3%；同时，2021年全球运力增速放缓至3.1%，叠加港口拥堵因素，全球海运市场供给相对紧缺，运价大幅提升。②2022年运价回落：2022年全球经济放缓，全球贸易量下降至120.3亿吨，同比增速回撤至-0.3%，而船队运力增长3.0%，市场上的新增运力供给过剩，航运价格下降。③2023年运价回升：2023年海运贸易量修复至123.3亿吨，同比增长2.6%，船队运力增长3.2%；航运市场上新增供给基本匹配新增需求，相较于2022年供过于求的格局有所缓和，2023年运价指数呈上升趋势，于11月末回升至2937点。④2024年运价平稳，且维持在较高水平：2024年预期贸易量增速及全球预期运力增速分别为2.2%、3.4%，运力增速稍高于贸易需求增速，2024年运价基本平稳在较高水平：2024年1-8月波罗的海干散货指数平均值为1833点，较2023年同期平均值增长60.6%。

图表：2006-2012船队运力增速及海运贸易量增速



来源：克拉克森，中泰证券研究所

图表：2019-2024E船队运力增速及海运贸易量增速



来源：克拉克森，中泰证券研究所



3

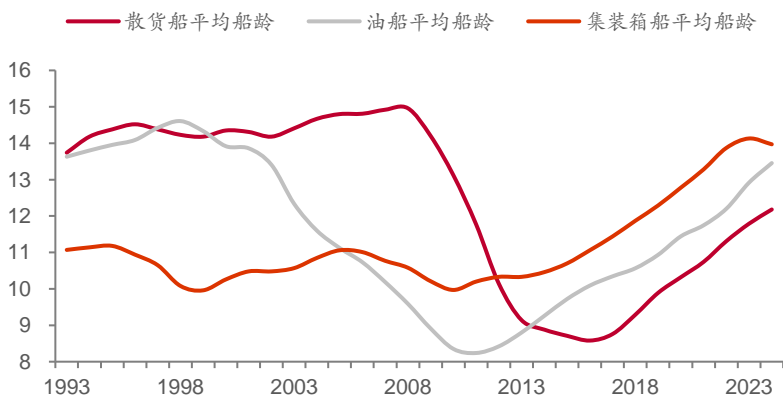
中周期：船舶老化、新环保政策
推动船舶更新需求；行业产能出
清下，造船价格维持高位

领先于深度

3.1 需求端：海运贸易回暖背景下，船舶拆解带来更新需求

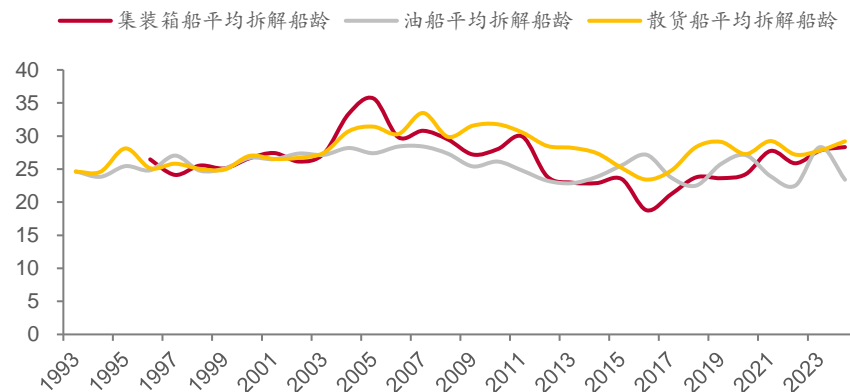
- 海运贸易增长是船舶更新的前提，老龄船舶的不经济性促使船东更换新船。①海运贸易稳步增长：2023年，海运贸易量增长2.6%；以吨英里计增长了4.4%。根据Clarkson预计，2024年全球海运贸易将增长2.2%；以吨英里计将增长6.0%；②老船的“不经济性”促使拆解：随着船舶使用时间增长，船舶的维护费用也不断增加，当维护船舶所投入的费用与精力与其创造的价值不匹配时，船东会考虑将船舶拆解，以便将常规费用投入其他方面，如港口费、燃油费和船员工资等。拆解不意味着更新，但我们认为在有贸易需求、运价作为支撑的上行周期内，船舶的拆解带来了更新需求。
- 在海运贸易回暖背景下，船舶“老龄化”现象催生中短期更新需求；2010年前后的完工高峰或将推动更新需求在中长期内爬升至高点：
- (1) 全球船队平均船龄处于近15年最高值，老旧船舶更新需求有望推动订单增长。根据Clarkson数据，我们可以分析出如下信息：①全球船舶“老龄化”严重：2023年12月份全球航运船队的平均船龄达到13.7年，是自2009年以来的最大值。2023年全球船舶以数量计船龄，41.8%船舶船龄超过20年；②全球船舶平均拆解年龄在25年左右：截至2024年8月，散货船平均拆解船龄为29.2年，集装箱船平均拆解船龄为28.3年，10000+载重吨的油船平均拆解船龄为23.4年。结合“老龄化”及25年拆解船龄两点因素，我们认为有大量老旧船舶将在未来5年左右迎来拆解，催生中短期更新需求。

图表：集装箱船、油船、散货船平均船龄（年）



来源：克拉克森，中泰证券研究所

图表：集装箱船、油船、散货船平均拆解船龄（年）



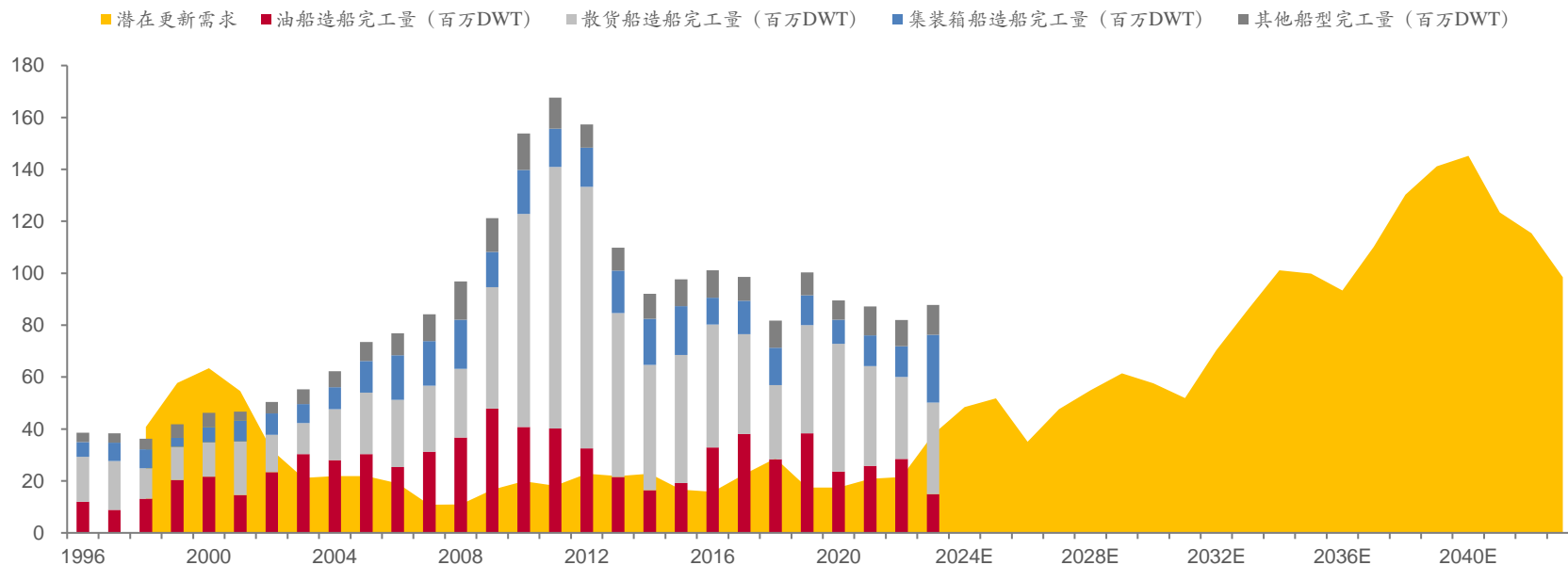
来源：克拉克森，中泰证券研究所

3.1 需求端：海运贸易回暖背景下，船舶拆解带来更新需求

□ (2) 2011年前后的完工高峰期或将推动更新需求在2040年后前达到峰值。

- ①造船完工量高峰期复盘：2009-2012年，全球造船完工量达到峰值，该时间段各年完工量分别为12120、15379、16759、15730万载重吨；彼时造船市场无法及时消化2008年前后的大量新订单，使得2013至今完工量仍处在高位。
- ②上轮完工量高峰或将推动本轮更新高峰：以存量替换的逻辑预测，以载重吨为单位的造船完工量作为预测指标：根据2021-2023年散货船、油船、集装箱船的平均拆解船龄，假设散货船、油船、集装箱船平均寿命分别为28年、25年、27年，并假设其他船型平均寿命为27年，则2040年预计将迎来船舶拆解的峰值，2025、2029、2034年分别迎来拆解的小高峰。

图表：2011年前后的完工高峰期或将推动更新需求在2040年前后达到峰值

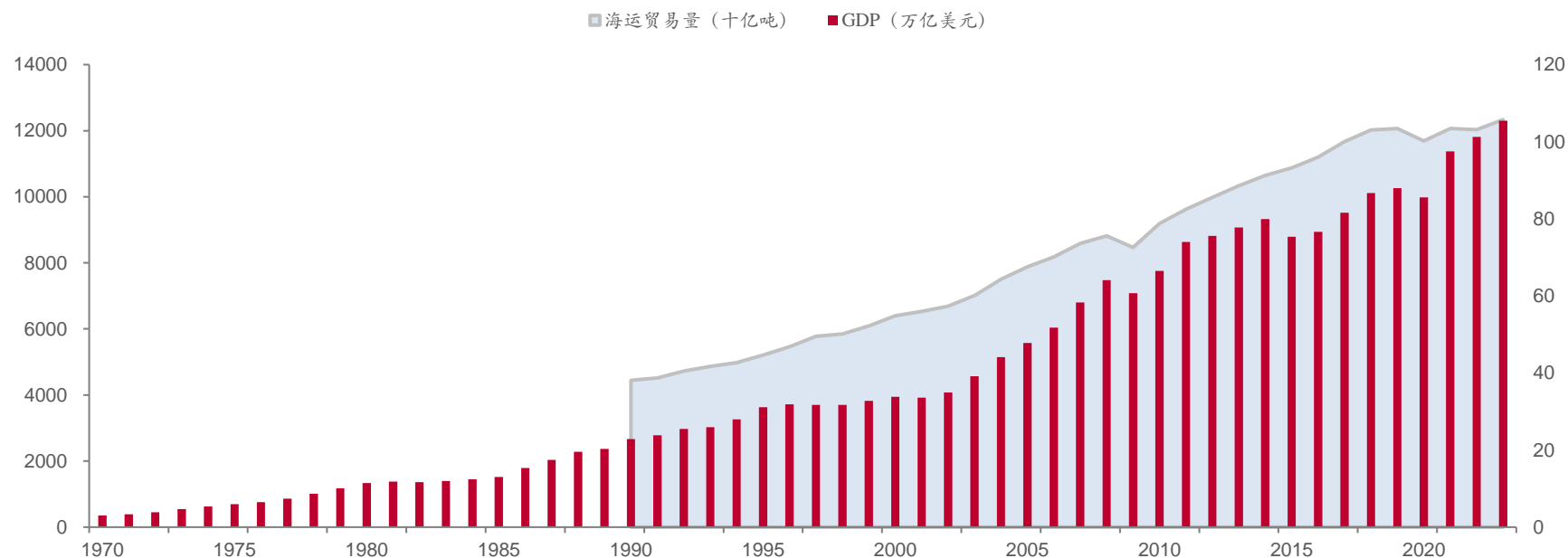


3.1 需求端：海运贸易回暖背景下，船舶拆解带来更新需求

□ (3) 从上页预测结果看，2004-2023年潜在更新需求与实际完工量差距较大，主要原因在于：

- ①GDP总量以及海运贸易量整体呈现上升态势，该时期内两项指标体量远高于老旧船舶的建造时期；而老旧船舶的建造是为了满足彼时的运力需求，在海运贸易需求较大的阶段，过去建造的船舶运力明显紧缺。船东在面对市场需求激增的情况下，不仅需要更新老旧船舶释放运力，还需要新增运力以满足当下的市场需求，从而导致了实际完工量与潜在更新需求间的明显差距。
- ②根据潜在更新需求和完工量的对比可知，更新需求仅是全部需求的一部分，而实际总运力需求会在贸易需求繁荣时显著增加。

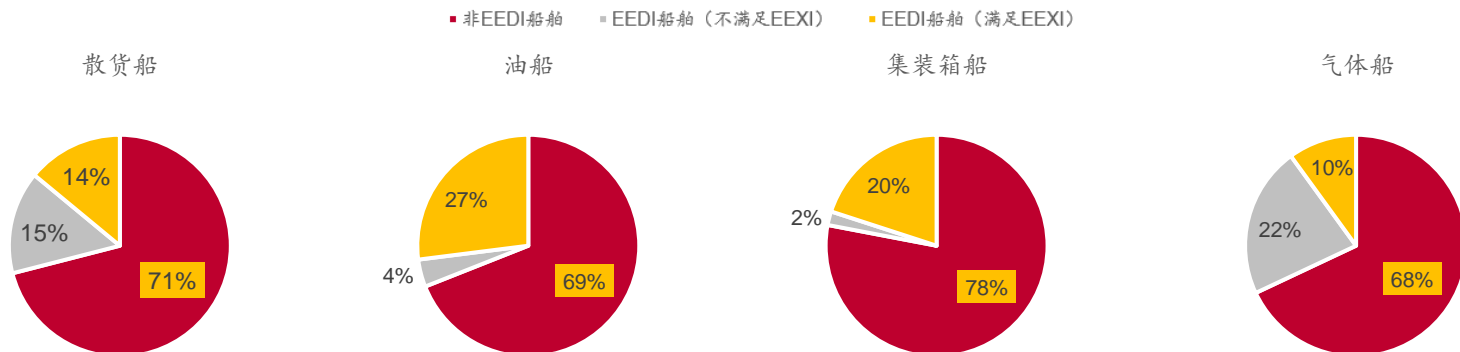
图表：全球GDP（万亿美元，右轴）及海运贸易量（十亿吨，左轴）



3.2 政策端：IMO新规催生船只更新需求

- **IMO阶段性目标的提出有望催生传统燃料船的更新需求：**为实现国际航运温室气体净零排放，IMO制定阶段性目标：①与2008年相比，2030年国际航运的年度温室气体排放总量至少减少20%，力争减少30%；②到2030年，零/近零温室气体排放技术、燃料和/或能源使用占比至少达到5%，并力争达到10%；③与2008年相比，2040年国际航运的年度温室气体排放总量至少减少70%，力争减少80%。
- **IMO指标为船舶能效评价提供指引：**①2011年引入能源效率设计指数（EEDI），于2013年生效；EEDI指数是船舶在设计和建造阶段固有CO2排放水平的衡量指标，EEDI值越低，船舶能效越高；②2021年引入现有船舶能源效率指数（EEXI）、操作性碳强度指标（CII）和增强型船舶能源效率管理计划（SEEMP），并于2023年生效。EEXI是EEDI的演进版本，是对现有船舶的能效以及每吨英里的二氧化碳排放量的要求，EEXI指数越低，船舶能效越高；CII则是衡量船舶营运CO2排放量的新方法。
- **大量船只需要改造以满足EEXI要求，环保新规催生新船需求：**根据Class NK 2022年8月发布的数据，其适用于EEXI的船舶中近84%的比例需要采取行动满足EEXI要求，散货船/油船/集装箱船/气体船分别有86%/73%/80%/90%的比重需要采取行动以满足要求。为使船舶满足EEXI要求，主要有几种方法：①限制船舶主机功率，降低航速；②使用低碳或零碳替代燃料，例如生物液化天然气、氨和氢；③安装节能装置或使用替代的附加推进技术。然而，方案①一定程度上降低船舶运力，船东需要更多船只以满足运力需要；方案②及方案③对于老旧船舶来说不具经济性，促使船东拆解旧船，购买新船。

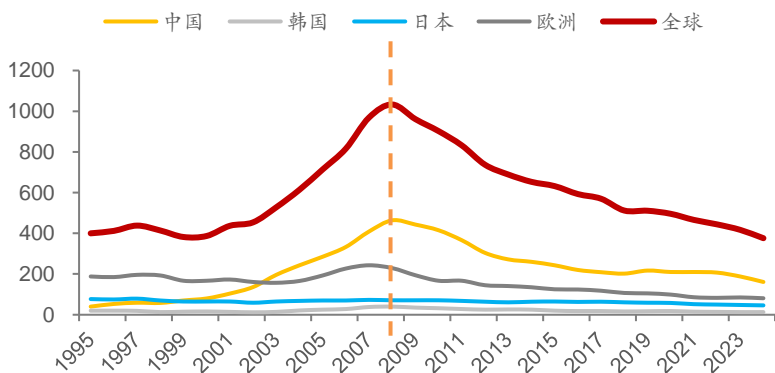
图表：Class NK船舶情况（截至2022年8月）



3.3 供给端：市场供不应求将维持高位船价

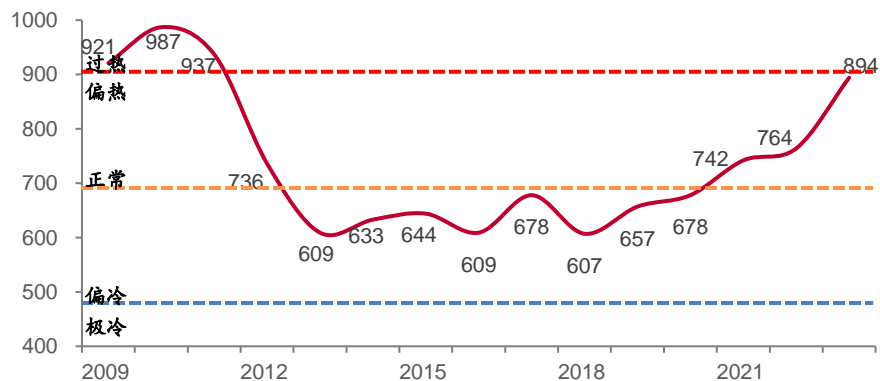
- **2008年后，全球船舶供给端快速出清。**2008年金融危机后，由于订单量大幅度减少以及新船造价持续低迷，全球船厂经历了多起破产清算和资产重组，产能快速出清，行业集中度急剧提升：
 - **①活跃船厂数持续下滑：**根据Clarksons数据，全球活跃船厂数量从2008年峰值的1033家，下降至2024年8月的376家；其中，中国活跃船厂数量从2008年的464家，下降至2024年8月的161家。
 - **②行业集中度提升：**截至2024年8月，全球Top2造船集团的手持订单量全球占比34%，全球Top5造船集团的订单占比51%，全球Top10造船集团的订单占比68%。
- **当前船舶市场处于供不应求状态，市场格局转变为“卖方市场”。**全球船舶供给主要集中于中、日、韩三国，我们可以从中国产能利用检测指数看到世界供需格局的缩影：
 - **①中国为主要造船国，具有代表性：**2024年上半年，中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界份额的55.0%、74.7%、58.9%；
 - **②中国产能利用监测指数反映船舶市场供不应求：**中国造船产能利用监测指数是中国船舶工业发布的首个指数，是反映中国造船产能利用程度的综合指数。2018-2023年，该指数从607点增长至894点，已接近产能利用过热状态，表明当前船舶市场处于供不应求的格局，该格局将助力新船价格在未来一段时间内维持高位。

图表：主要地区及全球船厂数量变化



来源：克拉克森，中泰证券研究所

图表：中国造船产能利用监测指数



来源：中国船舶工业协会，中泰证券研究所



4

小周期：地缘冲突及公共卫生事件扰动船舶需求

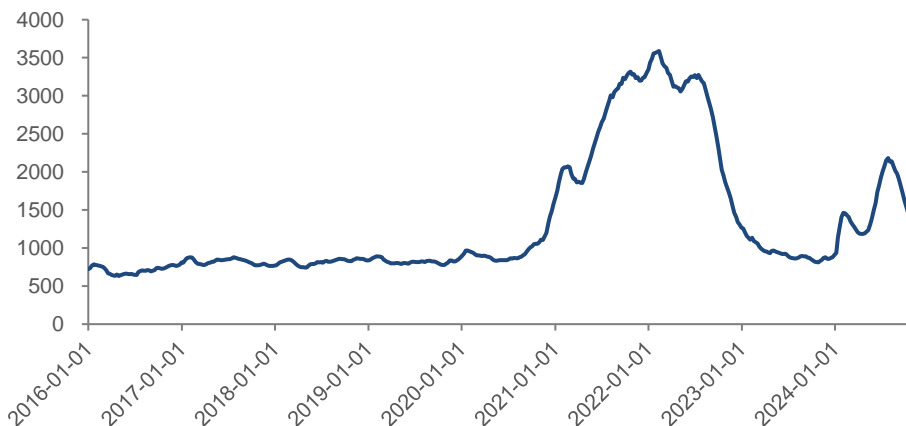
领先 | 深度

4.1 新冠疫情冲击后“一箱难求”，催生2021年集装箱需求

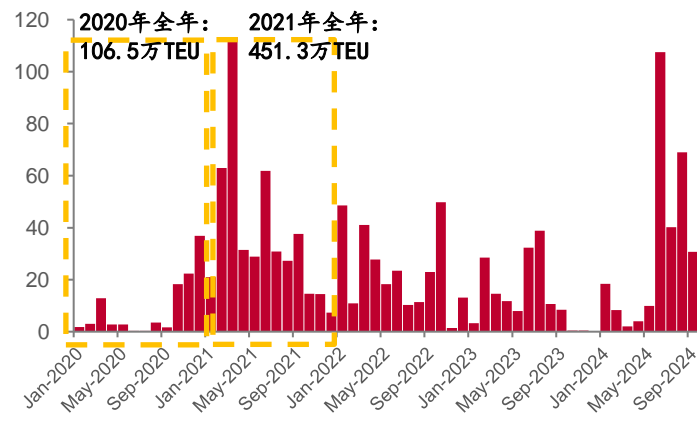
□ 2020年新冠疫情初期，部分航运公司缩减集装箱船运力，叠加人力因素、港口封锁等因素导致集装箱船运力明显降低；在此背景下，随着2021年新冠疫情中期海运贸易回暖，集装箱船运需求增加，集装箱航运市场供不应求；“一箱难求”的格局推升集运运价，2021年集装箱船新船订单量显著增加：

- ① 新冠疫情初期带来的悲观预期使运力削减。2020年，许多航运公司因对国际航运形势持悲观预期而缩减运力，不仅减少了出口集装箱的航次，还大幅拆解了闲置的集装箱船。受此悲观预期影响，2020年集装箱船市场低迷，全年集装箱船新增订单量仅为106.5万TEU。
- ② 新冠疫情下人力及港口拥堵因素导致集装箱船的货物周转率下降。以美国港口为典型案例，疫情期间美国洛杉矶港及长滩港出现集装箱堆积如山、集装箱船拥堵的现象。导致该现象的主要原因是港口的实际运作受到了集装箱底盘、搬运工人及卡车司机的短缺的影响；根据美国卡车运输业协会的数据，疫情期间美国卡车司机缺口数量比新冠疫情前激增了30%。港口集装箱船的拥堵及集装箱的滞留明显降低了货物周转率，导致海运贸易对集装箱船运力需求进一步扩大。
- ③ “一箱难求”的格局下，2021年集运运价快速爬升，集装箱船新增订单量急剧增长。以CCFI指数为例，2020年四季度起集装箱运价保持快速爬升态势。在此背景下，自2020年四季度起，集装箱航运公司开始增加新增订单；2021年新增订单量达到高峰，全年共计新增订单量451.3万TEU，同比增长323.6%。

图表：中国出口集装箱运价指数（CCFI）综合指数



图表：集装箱船新增订单量（万TEU）



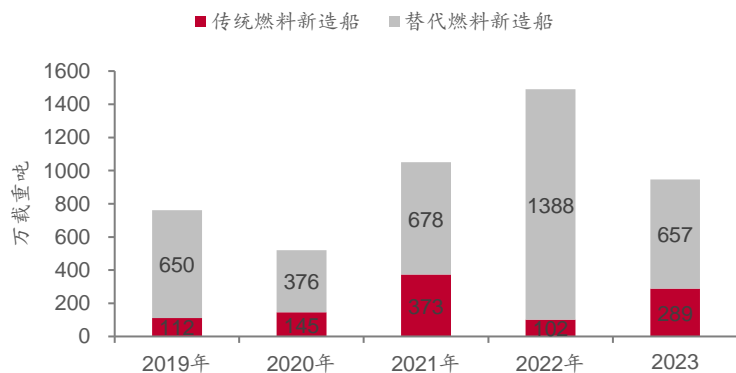
4.2 LNG船的优良特性&地缘冲突因素催生LNG运输船需求

□ 在碳中和背景下，LNG燃料及运输船的环保属性催生LNG新船需求：

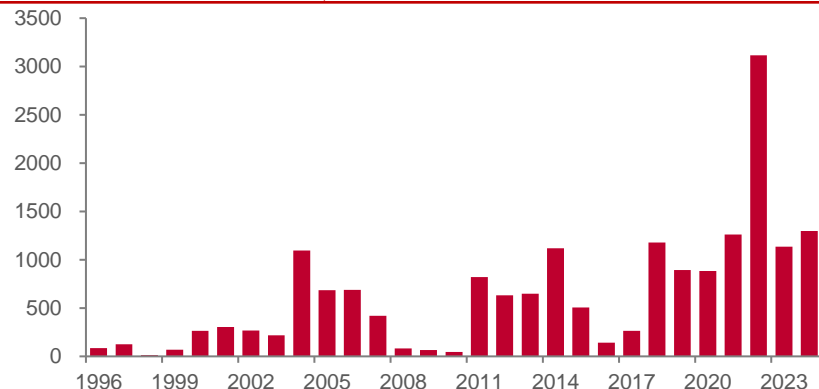
- **（1）LNG燃料需求持续增长：**随着全球对清洁能源和低碳经济的追求，天然气作为一种相对清洁的化石能源，其需求持续增长。从海运需求看，2023年全球LNG海运贸易量达4.11亿吨，增幅为3%。
- **（2）LNG运输船替代燃料使用率高，且具有经济性：**①2022-2023年，中日韩新增LNG船订单中，分别有93.2%和69.5%采用替代燃料。LNG船很早就应用于航运业，成为最广泛使用的环保船舶，并被认为是目前实现海运“双碳”目标的最佳过渡船舶；②LNG船装载的货物本身可以作为燃料，无需在航行过程中频繁加注，具有较高经济性。

□ 俄乌冲突促使欧洲新增LNG船订单以缓解管道运输受阻问题，从而催生新船需求。LNG船市场在2021年已经明显好转，新增订单量1262万立方米，同比增长42.7%，而推动2022年同比增长147.0%的新因素是俄乌冲突。俄乌冲突对LNG船的短期催化因素主要有两个：①2022年俄乌冲突爆发初期，欧洲国家与俄罗斯关系紧张，能源短缺问题日益凸显；②2022年9月，“北溪”天然气管道被炸毁，管道运输受阻。以上两个催化因素导致：①俄罗斯天然气供应受阻，欧洲国家纷纷增加对卡塔尔及其他地区的LNG采购量；②欧洲国家需要通过LNG船运输缓解问题，从而推升新船需求：欧洲45%的天然气管道运输改为海运或以其他能源替代天然气，海上LNG运输需求大幅增加；现有LNG船无法满足运输需求，迫使欧洲各国下单新造LNG船，推动了造船市场的繁荣。

图表：2019-2023中日韩LNG新船订单按燃料分布



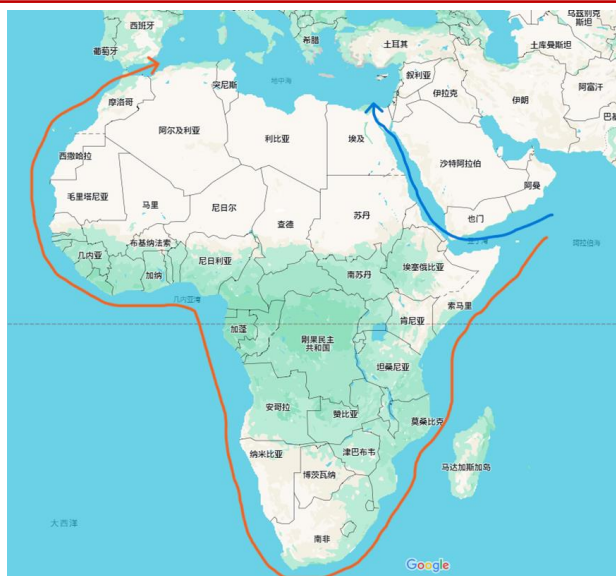
图表：LNG船新增订单量（万立方米）



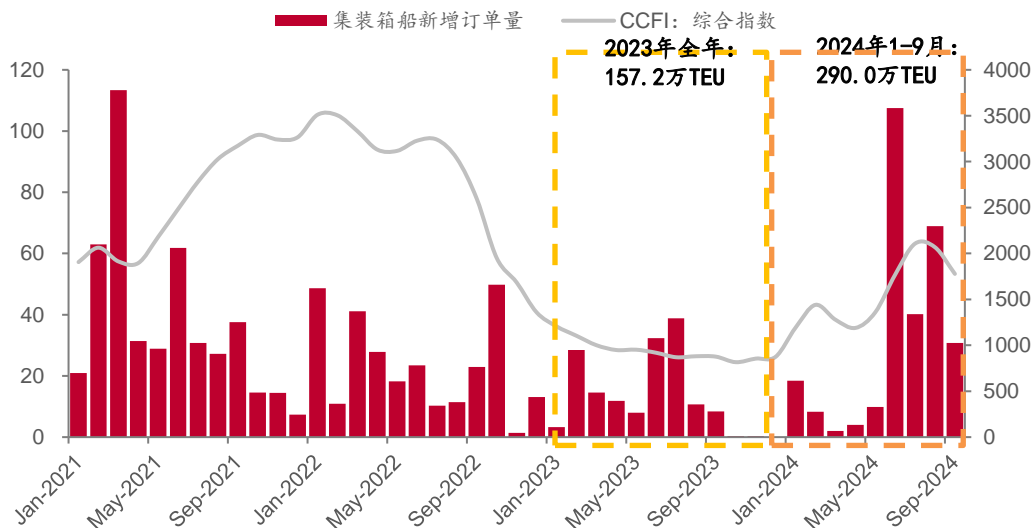
4.3 红海危机推动集装箱船订单短期起量

- 红海具有重要战略地位，红海危机迫使诸多航线耗时大幅增加。**红海是通过苏伊士运河的必经之路，承载了大量船舶运力：2022年，以船舶吨位计算，有45%的集装箱运力、10%的LNG运输船、9%的油轮，7%的液化石油气（LPG）运输船，以及4%的散货船通过了红海-苏伊士运河。2023年11月红海爆发冲突，迫使部分船只改道绕行好望角：①中国制造商品运往西欧的航程延长1-2周，成本增加约30%；②从中东到欧洲以及从印度到欧洲的主要航线的航行时间将增加58%至129%；其中，货物到达目的地所需时间增幅最大的是中东海湾至地中海航线，增幅为129%，从17天增加到39天。红海危机导致全球商船航行周期延长、周转率下降和运输成本上升，其中受影响最大的船只为集装箱船。
- 红海危机导致运力短缺并推升集装箱航运运价，刺激集装箱船订单增长。**红海危机导致的紧缺运力使得欧洲航线的集装箱运价在2024年呈现波动上升态势；2024年5月-8月运价分别同比增长42.7%、92.6%、142.3%、134.8%；航运运价上升带动集装箱船订单量的增长。2024年1-9月新增订单量达到290.0万TEU，已远超2023年全年新增订单量157.2万TEU，增长明显。

图表：红海危机对航线的影响



图表：集装箱船新增订单量（万TEU）及中国出口集装箱运价指数（CCFI）综合指数





5

投资建议

领先 | 深度

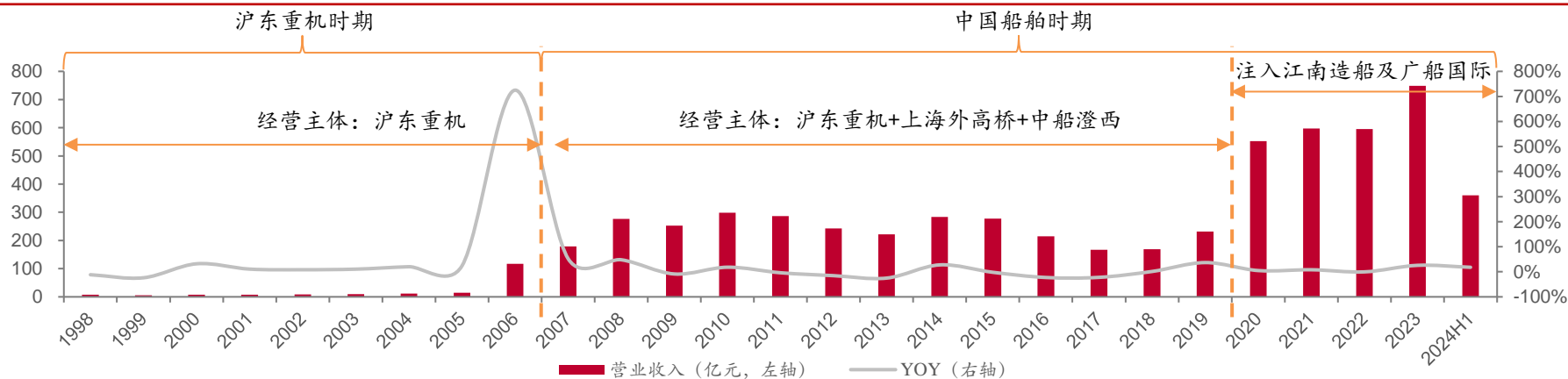
5.1 中国船舶：基本情况

□ **历史沿革：**公司发展可大致划分为沪东重机时期及中国船舶时期：

- **(1) 沪东重机时期（1998-2007年）：**公司前身沪东重机成立于1998年，是由沪东造船厂和上海船厂两家企业联合发起并以募集方式设立的股份有限公司，同年于上交所上市。2006年，控股股东沪东中华及上船澄西将股份无偿划给中国船舶工业集团公司（下文简称：中船集团），中船集团成为沪东重机控股股东，持股53.27%。
- **(2) 中国船舶时期（2007-至今）：**2007年，沪东重机通过非公开发行股票收购上海外高桥、中船澄西、广州远航文冲等公司。2007年8月，沪东重机更名为中国船舶工业股份有限公司，证券简称变更为中国船舶。2007年12月，中国船舶新设全资子公司沪东重机股份有限公司并完成工商登记。2019年中船集团与中国船舶重工集团有限公司进行重大资产重组，公司为中船集团的上市平台；同年，公司注入江南造船及广船国际等资产，公司旗下并表船厂由两家增至四家。2024年9月，公司筹划与中国重工（601989.SH）进行重大资产重组。

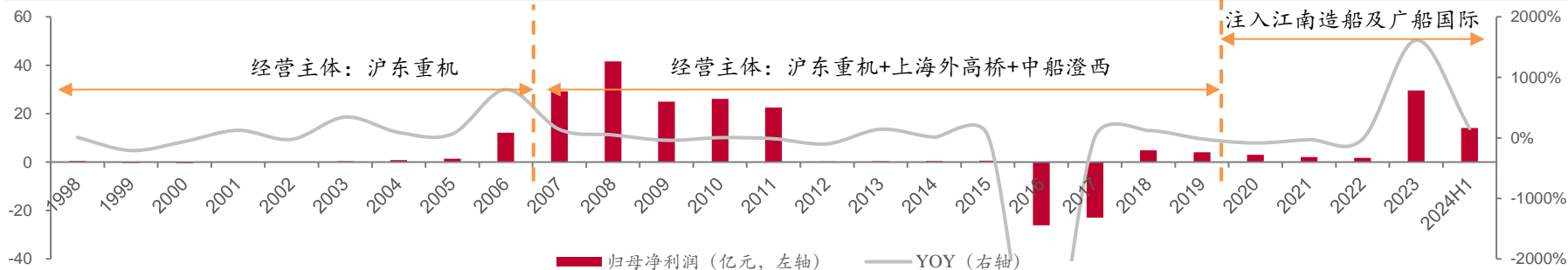
- **公司业绩表现：**①**2023-2024H1公司业绩表现亮眼。**2023年，公司实现营收748.4亿元，同比增长25.8%；实现归母净利润29.6亿元，同比增长1614.7%。2024H1，公司实现营收360.2亿元，同比增长18.0%；实现归母净利润14.12亿元，同比增长155.3%
- ②**公司近年现金流情况明显改善，营运情况良好。**2017-2023年，公司经营性现金流量净额基本为正，2023年为182.1亿元。

图表：中国船舶营业收入及增速



5.1 中国船舶：基本情况

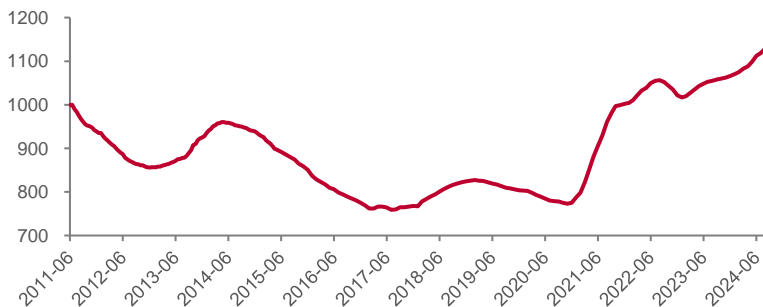
图表：中国船舶归母净利润及增速



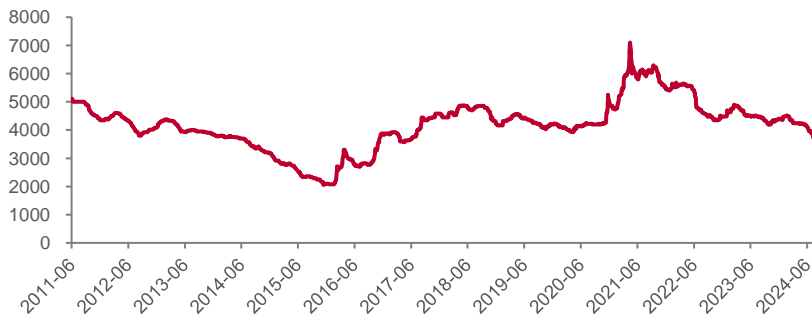
来源：wind，中泰证券研究所

- 公司三大指标情况：**
 - 在手订单量：**2024H1，公司累计手持民品船舶订单 322 艘/2362.18 万载重吨/1996.39 亿元；修船订单 98 艘/11.61 亿元。
 - 新接订单量：**2024H1，公司承接民品船舶订单 109 艘/855.77 万载重吨/684.25 亿元，吨位数同比增长 38.21%；修船业务承接 190 艘/11.74 亿元；新接船舶订单中，绿色船型占比超 50%，中高端船型占比超 70%。
 - 造船完工量：**公司完工交付民品船舶 48 艘/403.45 万载重吨，较上年同期多交付 10 艘，吨位数完成年计划的 59.87%，同比增长 3.20%；修理完工船舶 149 艘/11.12 亿元，金额完成年度计划的 54.24%。
- 中国造船价格及造船板价格“剪刀差”效应明显，利好公司盈利能力提升。**
 - 收入端：**截至2024年8月底，中国造船价格指数增长至1129点，较2020年11月的773点增长46.1%；
 - 成本端：**截至2024年9月6日，上海造船板价格跌落至3500元/吨。

图表：中国造船价格指数



图表：上海造船板（20mm）价格（元/吨）



来源：wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

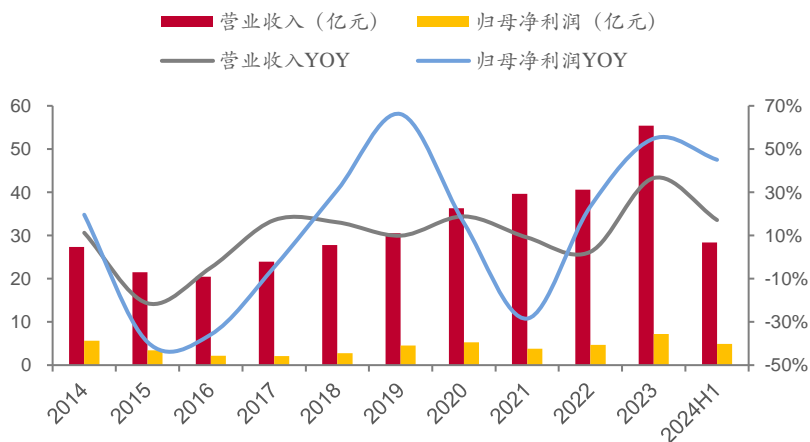
5.1 中国船舶：重大资产重组

- **重大资产重组目标及情况：**①**重组目标：**为进一步聚焦国家重大战略和兴装强军主责主业、加快船舶总装业务高质量发展、规范同业竞争、提升上市公司经营质量；②**重组对象及情况：**中国船舶与中国重工筹划由中国船舶通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工。
- **中国重工深耕军民船舶领域，旗下造船企业实力强劲，形成多种优势船型：**
 - (1) 中国重工业务按领域分可分为军品和民品：①**军品业务领域**的主要产品包括航空母舰、水面舰艇、常规动力潜艇、军辅船、公务执法装备等。②**民品业务领域**主要产品包括散货船、集装箱船、油船、气体船、海工船、科考船及其他装备等。
 - (2) 中国重工旗下拥有大连造船、武昌造船、北海造船等国际知名的现代化造船企业，业务覆盖船舶造修领域，形成了好望角型散货船、超大型矿砂船、超大型集装箱船、LR2 成品油船、VLCC、大型LNG运输船等多个优势船型。
- **中国重工业绩表现：** 2024H1 营业收入延续增长态势，归母净利润显著增长。2023年，公司实现营收466.9亿元，同比增长5.75%；实现归母净利润-7.82亿元，同比增长64.64%。2024H1，公司实现营收221.0亿元，同比增长31.05%；实现归母净利润5.32亿元，同比增长177.13%
- **中国重工三大指标情况：**①**在手订单量：**截至2024年6月底，公司手持订单 216 艘、2878.3 万载重吨，手持订单中，中高端、绿色船型占比持续提升；②**新接订单量：**2024H1，公司共承接民船订单 68 艘/1167.1万载重吨/436 亿元，分别同比增长83.8%、230.6%、130.2%；③**造船完工量：**2024H1，中国重工共完工民船26艘/277.3万载重吨（同比下降7.1%）/84.3万修正总吨（同比上涨10.5%）。
- **本次重组将打造具有显著市占率的世界级船企。**①**在手订单量占有率：**截至2024年6月底，中国船舶与中国重工共计持有5240.48万载重吨，约占世界份额的17.3%；②**新接订单量占有率：** 2024H1，中国船舶与中国重工共新接2022.87万载重吨的造船订单，约占世界份额的22.2%。③**造船完工量占有率：**中国船舶与中国重工共完工680.75万载重吨的船舶，约占世界份额的14.3%。

5.2 纽威股份

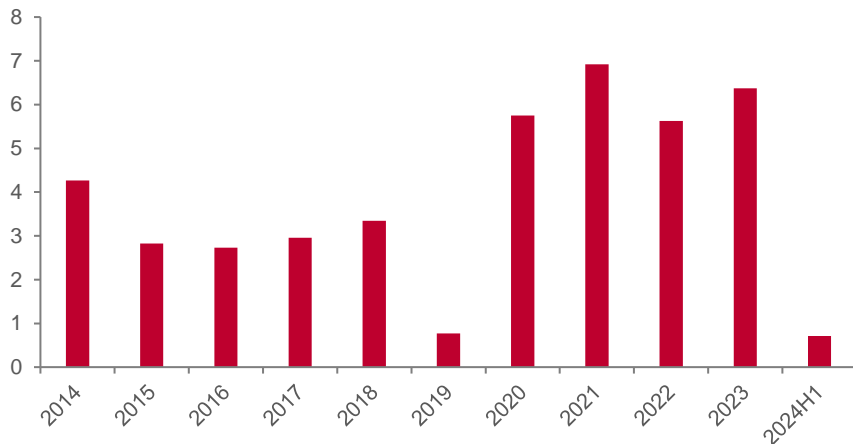
- 公司情况：**公司是国产工业门阀领域龙头企业，成立于2002年，上市于2014年。公司的产品品种覆盖球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀、调节阀、API6A 阀及管汇撬装、水下阀、安全阀和核电阀等十大系列，产品应用领域主要包括电力、海工、造船、精细化工、核电、新能源等。
- 公司业绩表现：**①**2024H1公司业绩表现良好，延续高速增长态势。** 2019-2023年公司业绩呈现高速增长态势，其营业收入CAGR及归母净利润CAGR分别为16.1%、12.2%；2023年公司营收55.4亿元，同比增加36.6%；归母净利润7.2亿元，同比增加54.9%。2024年上半年，公司营收28.4亿元，同比上升17.1%，归母净利润4.9亿元，同比上升45.0%。②**公司经营情况良好，经营性现金流量净额常年为正。** 2014-2024H1，公司经营性现金净流量始终为正，2023年及2024年上半年分别为6.37亿元和0.71亿元。③**公司盈利能力明显提升。** 2024H1公司毛利率及归母净利率分别为35.48%和17.20%，同比增加5.8、3.3个百分点。
- 公司阀门产品受到国际广泛认可。** 公司为我国少数几家同时获得民用核安全机械设备设计/制造许可证及ASME认证的阀门制造企业。2023年韩国现代工程授予了公司战略合作伙伴称号，公司成为了唯一一家获此称号的中国阀门供应商。在船舶制造领域，公司铸件被CCS、ABS、DNV、LR、BV等多家船级社批准。

图表：公司营业收入、归母净利润及增速



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表：公司经营性现金流量净额（亿元）

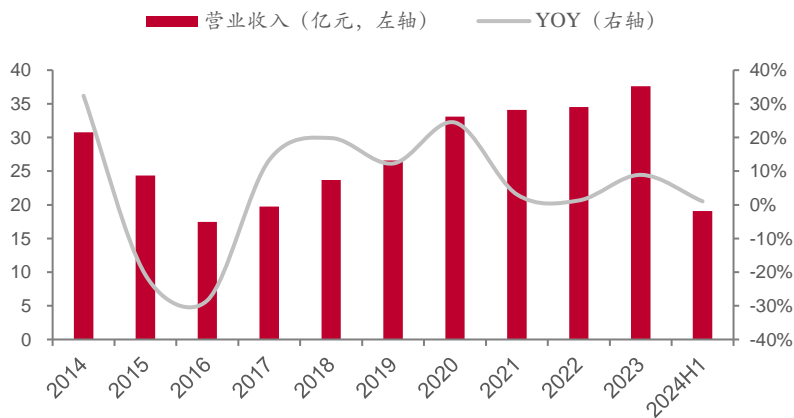


来源：iFinD，中泰证券研究所

5.3 潍柴重机

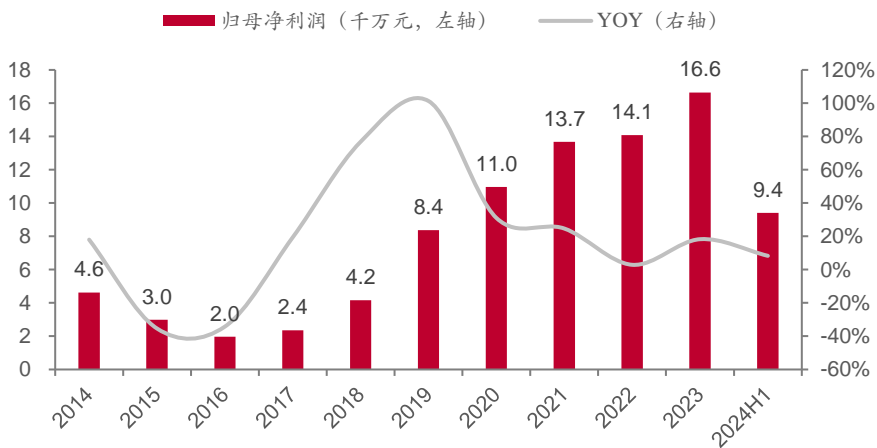
- 公司情况：公司是内河航运动力设备龙头企业。**公司主要产品包括船舶动力发动机、发电机组、以及各类动力集成系统。其中，公司船舶动力发动机主要是柴油机，其用于内河、近海运输船和渔船上，在渔船和内河运输船等行业具有领先优势，在国内内河航运市场的份额超过50%。在沿海航运市场，2023年公司发布WH20重油机产品，并成功打开出口市场。
- 公司业绩表现：①公司整体业绩稳健，营收、净利润稳中有增。**2023年公司营收37.62亿元，同比增加8.9%；归母净利润1.66亿元，同比增加18.28%。2024年上半年，公司营收19.08亿元，同比上升1.02%，归母净利润9413.53万元，同比上升8.29%。2024Q2单季度，公司营收10.3亿元，同比上升1.53%，归母净利润7025.48万元，同比上升7.05%。**②公司经营情况良好，现金流强劲。**2007年-2024H1，公司经营性现金流量净额基本为正，2023年及2024年上半年分别为4.61亿元和0.50亿元。
- 国家大规模设备更新政策利好公司发展。**2024年7月24日，国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》指出“支持内河客船10年以上、货船15年以上以及沿海客船15年以上、货船20年以上船龄的老旧船舶报废更新。”截至2023年末，中国内河船舶数量达10.66万艘，以干散货船为主，平均船龄约12.6年，预计替换需求较大；并且考虑到内河船舶多采用柴油发动机，我们认为此次设备更新政策将加快内河船舶更换，带动公司业绩增长。

图表：公司营业收入及增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表：公司归母净利润及增速

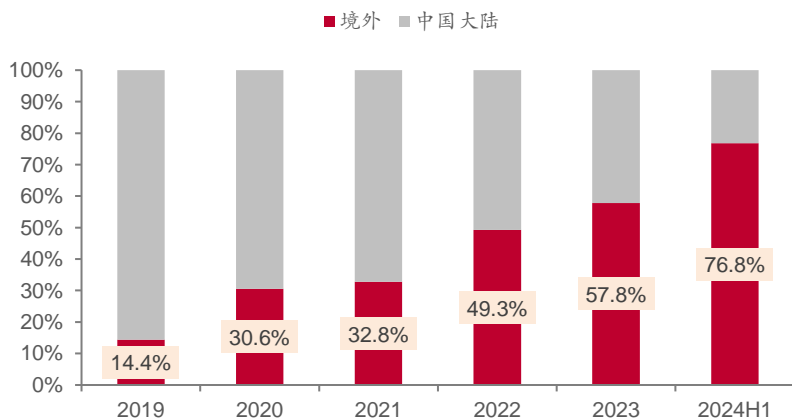


来源：wind，中泰证券研究所

5.4 国航远洋

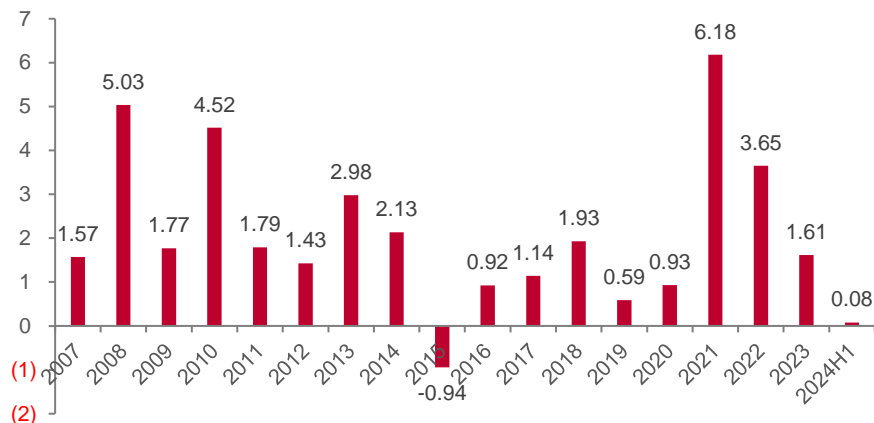
- 公司情况：**公司是北交所航运第一股，主要从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，是国内干散货运输的大型航运企业之一。自2019年至2022年，公司经营船队规模连续4年国内排名行业第四，经营的国际航运船队规模连续4年国内排名行业前十。
- 公司业绩表现：**①公司业绩随波罗的海干散货指数呈现出一定波动性：公司2021-2024H1分别实现营收14.39、11.58、8.91、4.61亿元，实现归母净利润3.68、1.88、0.02、0.67亿元。②公司近年以境外业务为主，境外毛利率显著高于境内。公司境外营收占比从2019年的14.4%持续上升至2024H1的76.8%；从毛利率来看，2022-2024H1境外业务毛利率分别为24.22%、11.35%、31.21%，2022-2023中国大陆毛利率分别为10.73%、3.48%，境外毛利率显著高于境内毛利率水平。③公司业绩虽短期承压但现金流始终充沛，经营情况良好。2007-2024H1期间，除2015年外，公司经营现金流量均保持净流入；2021-2024H1经营性现金流量分别为6.18、3.65、1.61、0.08亿元。
- 公司上市以来开启“10+10”艘新造船计划，将显著提升公司运力。**截至2024年9月，公司已签署14艘新建船协议，同时根据合同约定公司拥有后续6艘8.9万吨散货船的建造选择权。2024上半年，船厂已交付2艘新船投入运营，预计下半年将交付4艘新船，其余新建船舶预计将会在2026年前陆续交付。

图表：公司分地区营收占比



来源：wind，中泰证券研究所

图表：经营性现金流量净额（亿元）

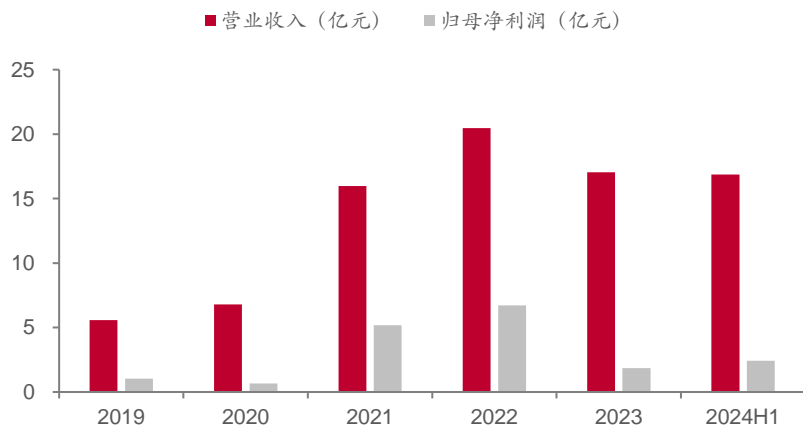


来源：wind，中泰证券研究所

5.5 海通发展

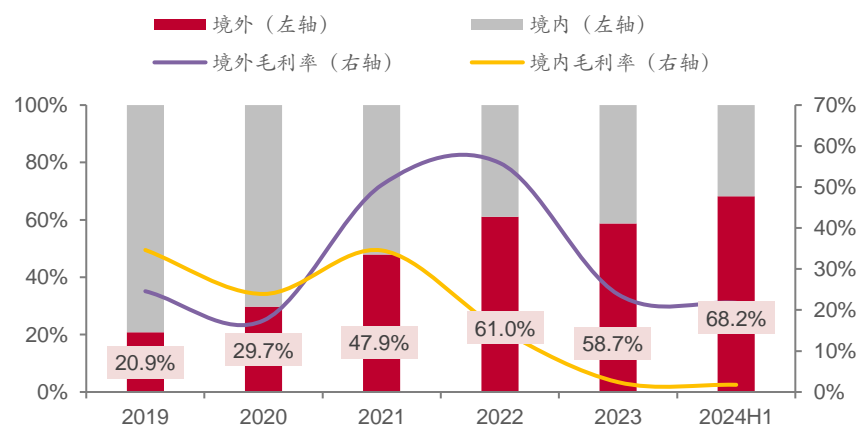
- 公司情况：**公司主要从事国内沿海以及国际远洋的干散货运输业务，是民营干散货航运领域的龙头企业之一。
 - 境内沿海运输方面：**公司为环渤海湾到长江口岸的进江航线中煤炭运输货运量最大的民营航运企业之一，目前积极拓展矿石、水渣等其他干散货物的运输业务；
 - 国际远洋运输方面：**公司运营的航线遍布 80 余个国家和地区的 300 余个港口，提供矿石、煤炭、粮食、化肥、件杂等多种货物的海上运输服务。
- 公司业绩表现：**
 - 2024H1公司业绩强势反弹：**2019-2023年，公司营业收入及归母净利润CAGR分别为32.2%、15.8%；2024H1，公司实现营业收入16.9亿元，实现归母净利润2.42亿元，分别同比增长129.0%和81.2%。
 - 境内航运毛利率快速收缩，公司业务转向远洋运输。**2024H1公司境外、境内毛利率分别为21.75%、1.75%，毛利率差额为20%；公司境外业务营收为11.5亿，营收占比达到68.2%。
- 公司运力规模在国内从事干散货运输的企业中排名前列。**公司组建了以51000载重吨和57000载重吨超灵便型干散货船舶为主的船队。2024年H1，公司新购超灵便型干散货船10艘，截至2024年6月末已交接船舶8艘；待全部船舶交接完成，公司长租干散货船舶21艘，自营干散货船舶41艘，油船3艘，合计散货船控制运力339万载重吨；公司控制的干散货船舶数量和运力分别占全球总量的0.45%和0.33%。

图表：营业收入（亿元）及归母净利润（亿元）



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表：按地区分类营收占比（左轴）及毛利率（右轴）

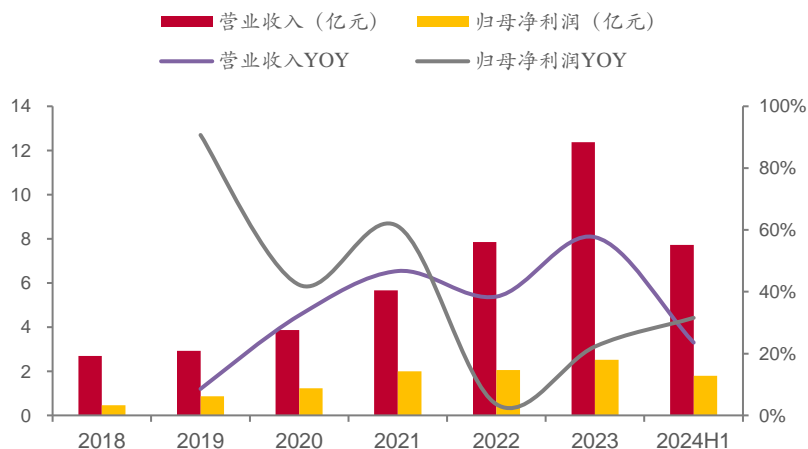


来源：iFinD，中泰证券研究所

5.6 兴通股份

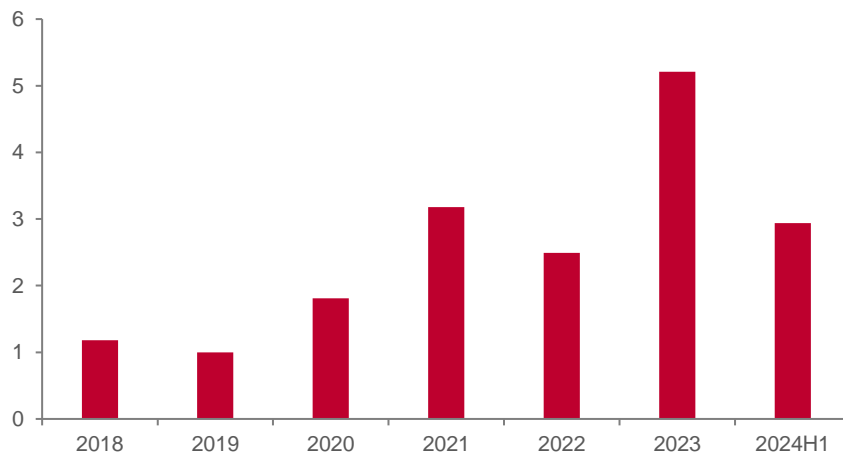
- 公司情况：**公司主要从事全球散装液体危险货物的水上运输业务，包括液体化学品、成品油、液化石油气的海上运输。公司已形成覆盖全球的运输网络，内贸运输航线通达全国沿海及长江、珠江中下游水系，外贸运输航线覆盖中东、地中海、欧洲、美洲、东南亚等地区。
- 公司业绩表现：**①**2018-2024H1公司业绩保持增长态势：**2018-2023年，公司营业收入及归母净利润CAGR分别为35.7%、40.5%，呈现高速增长态势；2024H1，公司实现营业收入7.72亿元，实现归母净利润1.80亿元，分别同比增长23.6%和31.6%。②**公司现金流量常年为正，营运情况良好。**2023及2024H1，公司经营性现金流量净额分别为5.21亿元、2.94亿元。
- 公司运力充沛，合作客户优质且稳定。**①**运力方面：**截至2024年6月末，公司共有各类散装液体危险货物船舶35艘，运力规模达41.00万载重吨；②**客户合作方面：**公司与浙江石化、中国海油、中国石化、福建联合石化、中国中化、中海壳牌、中国航油、万华化学、Petroleo Brasileiro S.A. – Petrobras、Cargill International S.A.等多家大型国内外优质客户建立了长期稳定的战略合作关系。

图表：公司营业收入、归母净利润及增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表：经营性现金流量净额 (亿元)



来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 原材料价格波动风险；
- 环保政策执行程度不及预期风险；
- 人民币汇率波动风险；
- 航运行业景气不及预期；
- 地缘政治风险；
- 研报使用的信息存在更新不及时风险；
- 市场规模测算不及预期的风险等。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。