

风口浪尖处，乘风破浪时

——船舶行业 2024 年报及 2025 年一季报总结与展望

行业点评

● 复盘：造船业长高景气带动船企业绩高增

营收端：2024 年船舶板块实现营收 2102.81 亿元，yoy +11.67%，创历史新高，主要受益于 2021 年来造船业量价齐升的高景气周期；在 2025Q1 实现营收 451.26 亿元，同比 +11.55%，环比 -31.83%。**利润端：**2024 年船舶板块实现归母净利润 72.03 亿元，yoy +103.00%，利润增速远超营收增速。我们判断主要是由于订单量、订单结构两方面同步优化，船舶板块或已进入盈利周期；2025Q1 实现归母净利润 23.10 亿元，同比 +224.58%，环比 -15.26%，自 2023Q4 的 3.63 亿元以来逐步增长了 536.36%。**利润率：**2024 年船舶板块销售毛利率 11.74%，yoy +0.44pct，呈现出稳中有进的趋势。销售净利率约为 4.16%，yoy +2.11pct，取得了较大幅度增长，我们认为主要系原材料成本不断走低、行业普遍推行降本增效、汇率波动增加汇兑净收益等因素所致；2025Q1 销售毛利率约为 14.05%，同比 +3.71pct，环比 +1.75pct，销售净利率约为 6.37%，同比 +4.34pct，环比 -1.01pct。**行情复盘：**从板块层面上来看，2024 年初至 2025/5/6，由我们选取的 6 只标的组成的船舶板块总市值加权平均涨幅为 4.44%，低于沪深 300 总市值加权平均涨幅（30.08%）。**持仓分析：**从 2025 年第一季度公募主动权益船舶行业重仓情况来看，受外部环境不确定性影响，船舶板块普遍遭到相关机构减持，持股总量平均环比下降 53.26%，持股总市值环比下降约 62.34%，持股总市值占比环比下降约 1.62pct。

● 行业分析：全球航运需求或继续上升，支撑造船业高景气

航运市场供需关系：从需求端来看，Clarksons 预测 2025 年全球按吨英里计海运贸易量或增长 0.41%，2026 年增长 0.40%。**从供给端来看，**Clarksons 预测 2025 年全球船队有望达到 25.16 亿 DWT，yoy +3.38%，2026 年有望增长 3.56%，持续填补船队规模空缺，供需缺口有望收窄，进而影响运价水平。从海运贸易量的增速周期波动上来看，Clarksons 预测的 2025-2026 年 0.4% 增速水平处于 2008 年全球金融危机后低位。同时联合国贸易和发展会议预测 2025-2029 年全球海运贸易量(吨)年均增速约为 2.4%，较 Clarksons 对 2025-2026 年的预测增速更高，说明随后几年（即 2027-2029 年）海运贸易量增速存在触底反弹的空间。考虑到造船业 3-4 年的交付周期，2025-2026 年全球新接订单水平仍有一定支撑。

造船市场供需关系：**新增需求方面，**2024 年全球新接订单量 1.81 亿 DWT，yoy +41.57%，折合 7061 万 CGT，yoy +42.83%。2025 年第一季度，受美国主导的对华海事、物流及造船业 301 调查、美国船舶法案、关税政策等一系列消极因素影响，全球新接订单量大幅下降。从产能覆盖率（保障倍数）来看，2024 年以 DWT 计产能覆盖率为 4.23，较 2023 年 3.28 增长了 0.95；以 CGT 计产能覆盖率为 3.90，较 2023 年 3.72 增长了 0.18，代表全球造船交付周期仍在拉长，未来数年船企收入及业绩有一定保障。**更新需求方面，**平均船龄仍处于上升期，较上一周期高点仍有空间，更新需求仍在持续释放。

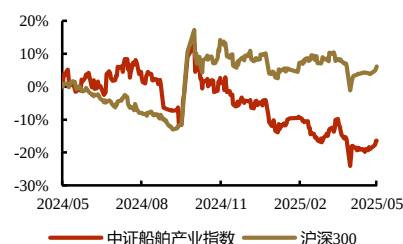
推荐（维持评级）

范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280524010001

行业指数一年走势



相关报告

《美国对华造船行业展开 301 调查对中国造船业影响几何？》2025-4-8

《中国船舶：合并中国重工交易方案通过股东大会，看好重组后协同增效》2025-2-18

《中国船舶：“巨舶”乘风起，“船越”大周期》2025-1-21

《诚通证券 2025 年船舶行业投资策略：不惧轻盈雾，扬帆赴远途》2025-1-10



价格关系：从运价角度来看，2024 年以来各类别货品运价呈现较大波动，集装箱运价表现强劲，干散货运价经历了高位回落，油运面临着一定压力。**从收益水平来看**，2024 年内 ClarkSea 指数在 25,000 美元/日附近小幅波动，总体相对稳定。2025 年 2 月以来，受春节后经济活动恢复、美国关税政策先紧后松、USTR 拟议措施力度减弱等政策面扰动，三大船型普遍走出小区间上升行情，收益水平得到一定程度改善。**从新船价格来看**，2024 年底全球新造船价格指数报 189.16 点，yoy+6.05%，较 2020 年底 125 点左右位置上升超 50%，名义数据几乎达到了 2008 年的历史最高水平，但按通胀调整后仍低约 30%。

● 展望：全球造船业高景气度有望延续

我们预测，在乐观假设下，2025-2029 年均新船需求为 1.43 亿 DWT；中性假设下，年均新船需求为 1.35 亿 DWT；悲观假设下，年均新船需求为 1.27 亿 DWT，仍然持平于 2023 年水平。2025 年 4 月 Clarksons 预测 2025 年全球新接订单量为约 1.27 亿 DWT（折合 0.49 亿 CGT），与我们的悲观预期相符。

分船型来看，2024 年全球三大船型 DWT 计新接订单量皆表现亮眼，集装箱船实现了 177% 的大幅增长；油船增长 61.38%，实现两连增；干散货船则基本延续了 2023 年较高的接单水平。展望 2025 年，细分船型接单趋势可能出现一定分化：**①集装箱船**：全球贸易不确定性及集装箱船队规模增加或影响 2025 年集装箱航运短期需求；**②散货船**：Clarksons 预计 2025 年干散货贸易量降约 1%、吨英里数降 0.4%，后续需密切关注中国需求恢复及刺激政策；**③油船**：受特朗普支持美传统化石能源、俄长距离贸易增长、美制裁俄石油限制全球原油油轮运力等因素使原油油轮市场仍具上行空间。

● 301 调查：不惧挑战，看好中国造船长期竞争力

2025 年 4 月，USTR 发布了新版 301 限制措施，相较于原方案中针对中国建造船舶的每航程高达数百万美元的重复收费，新方案做出了一系列改动：**①取消固定收费**、**②规定按程收费**、**③费用不可叠加**、**④设置收费次数上限**、**⑤取消根据在华新船订单比例收费等**。

长期来看，日韩产能扩张受限、造船工人短缺、钢铁成本过高，恐无力大范围承接中国外溢订单。**①产能方面**：日本产能早已收缩，同时韩国船厂本土扩产困难、海外扩产计划也频频受阻；**②成本方面**：2025 年 3 月日韩造船板价格分别比中国高出 22.84%/30.10%，钢铁成本大幅偏高，同时劳动力的短缺也推高了成本；**③保障倍数（在手订单覆盖率）**：2024 年底，中国造船业保障倍数约 4.28，韩国为 3.23，韩国潜在承接能力约可粗略对应韩国造船业 1 年产能水平，即 1150 万 CGT 左右。因此我们认为，短期内受政策和市场情绪影响，韩国或承接了部分来源于中国的转单；但从长期来看，在韩国产能扩张受限、劳动力和原材料成本高昂的情况下，随着韩国船企订单饱和度逐渐向中国靠拢，其吸引订单的能力将再度弱化。

● 相关标的：

相关标的主要涉及中国船舶集团旗下的国资船企（中国船舶、中国重工、中船防务及零部件企业中国动力、中国海防）、民营船厂黑马松发股份（恒力重工）、民营零部件企业亚星锚链等。

● 风险提示：全球贸易摩擦带来的风险；红海航道危机得到缓解，运距下滑导致船队需求下降；全球新造船价格水平维持历史高位，可能导致船东购船意愿减弱；新造船市场新接订单水平具有脉冲性，存在短期间内冲高或下降的可能性；运价被部分市场人士视为新造船订单的前瞻性指标，若出现大幅波动将给订单和市场情绪造成影响；美对华造船行业 301 调查限制措施对中国造船业的影响程度仍不明晰

重点公司财务及估值

证券代码	公司简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600150.SH	中国船舶*	1347.99	30.14	0.81	1.57	2.02	60	19	15
601989.SH	中国重工	989.61	4.34	0.06	0.16	0.32	418	27	14
600685.SH	中船防务	264.01	24.83	0.27	0.68	1.15	159	36	22
600482.SH	中国动力	490.65	21.78	0.62	0.98	1.39	50	22	16
600764.SH	中国海防	208.00	29.27	0.32	0.50	0.67	60	59	44
601890.SH	亚星锚链	89.13	9.29	0.29	0.32	0.38	29	29	24

（带*为诚通机械行业覆盖标的，其余公司均采用 Wind 一致预期，市值为报告日市值）

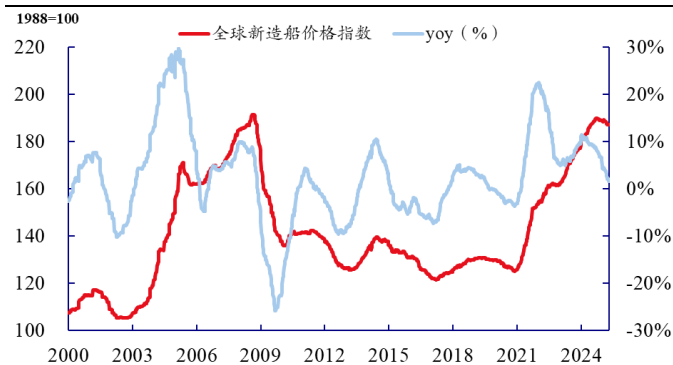
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1. 复盘：造船业长高景气带动船企业绩高增

1.1. 船价新高+订单放量+原料降价，共同造就 2024 年造船业高景气

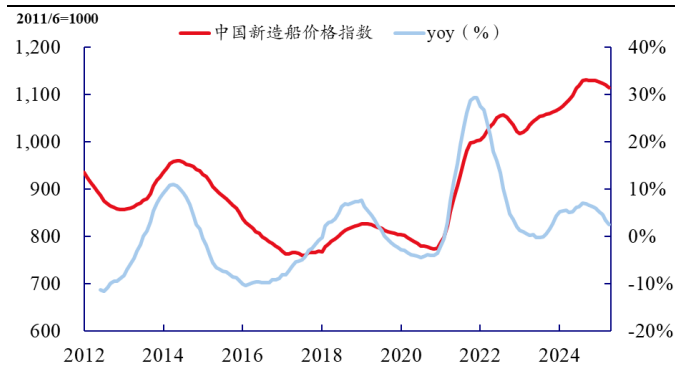
2021 年初以来，全球疫情有所缓和、需求回暖明显，同时地缘政治经济扰动不断，全球供应链面临巨大压力，推动全球新造船价格经历了一轮快速上升。截至 2025 年 4 月末，全球新造船价格指数报 187.11 点，yoy +1.7%，较 2020 年末低点上涨约 49.62%，与 2008 年高点持平。但据 Clarksons 分析，若考虑通货膨胀影响，当前新造船价格水平较 2008 年水平仍有约 30% 空间。

图1：全球新造船价格指数经历了一轮快速上升



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

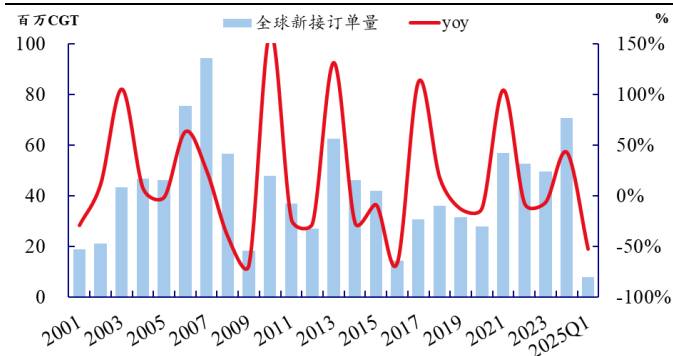
图2：中国新造船价格指数处于高位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

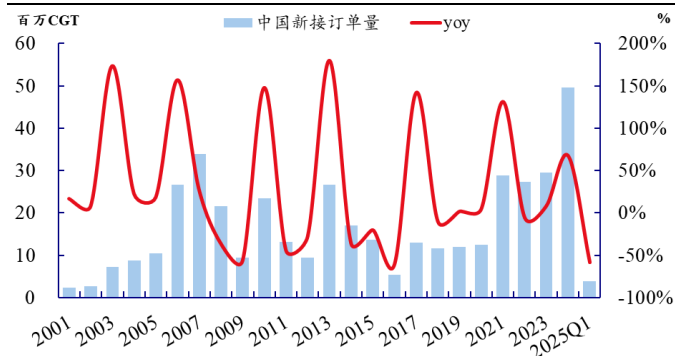
2024 年，全球新接订单量高达 1.81 亿 DWT，yoy +41.57%；折合 7060.74 万 CGT，yoy +42.83%。2025 年第一季度，国际地缘政治经济的不确定性大幅上升，全球新造船订单趋势有所放缓：①俄乌冲突波折起伏，俄对乌开出停战协议但双方分歧巨大，加之美国的影响，目前俄乌停战仍无明确时间点；②巴以冲突经历了多轮停战、再战，2025 年 1 月份最新达成的停战协议已经实质上失去效力；③2025 年 3 月，胡塞武装为声援加沙，再次启动了对红海、亚丁湾等处与以色列有关商船的袭击，美国随后对胡塞武装发动了多轮大规模空袭，航路仍然受阻；④特朗普正式就任美国总统以来不断提高关税，全球贸易面临严重挑战；⑤2025 年 1 月，美国贸易代表办公室发布对中国海事、物流和造船行业主导地位进行 301 调查报告，决定采取进一步行动并在 4 月发布了最新限制措施。以上事件从贸易量、货物结构、航运距离、运价等多方面影响了全球航运及新造船市场，船东处于观望状态，使得全球 2025Q1 新接订单量仅为 1712.60 万 DWT，yoy -61.27%；折合 779.46 万 CGT，yoy -52.24%，订单趋势暂时放缓。

图3：2024 年全球新接订单 7061 万 CGT，yoy+42.8%



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图4：2024 年中国新接订单 4953 万 CGT，yoy+67.5%

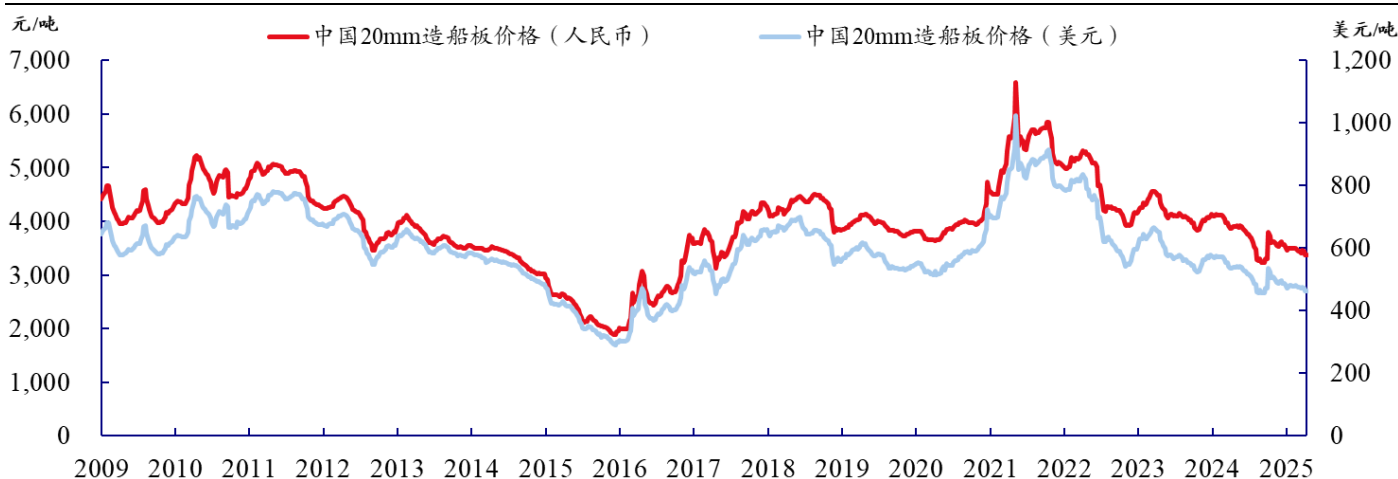


资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

造船板是造船业的重要原材料，历史数据显示 2009 年以来中国 20mm 造船板价格大致处在 2000-6500 元/吨的区间内，经历了“下跌—上涨—下跌”三个阶段。

- ① **第一阶段（2009-2015）**，“四万亿”经济刺激计划落地，钢铁行业的大规模投资导致造船板也出现了产能过剩的问题，造船板价格自 5000 元/吨水平不断下探，在 2015 年末达到约 2000 元/吨低点；
- ② **第二阶段（2016-2021）**，供给侧结构性改革号召下，落后产能逐步退出、供需格局快速重构，叠加“双碳”目标的提出严格限制了不合规的钢铁产能，造船板价格整体处于上行周期，在 2021 年 5 月一度高达 6590 元/吨；
- ③ **第三阶段（2021-至今）**，疫情因素、房地产走弱叠加钢铁合规产能阶段性释放等因素，钢铁价格在供强需弱的格局下进入漫长的单边下跌行情，造船板价格在 2025/4/18 报 3372 元/吨，处于历史价格中枢偏低位置。若参考第一阶段（7 年）、第二阶段（6 年）周期规律和 2015 年末低点水平，本轮下跌行情或仍有延续的时间与空间。

图5： 2021 年以来，造船板价格呈现显著下降趋势

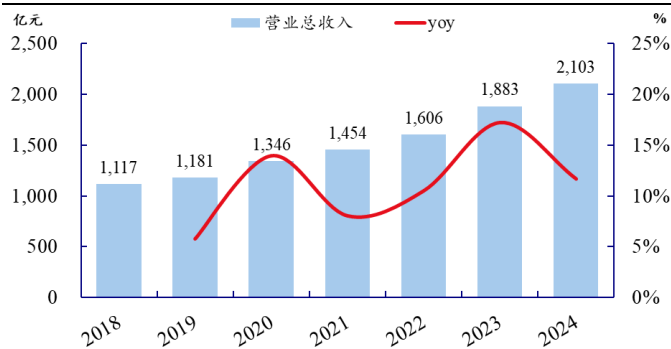


资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

1.2. 受益造船业量价齐升，2024 年船舶板块营收盈利创新高

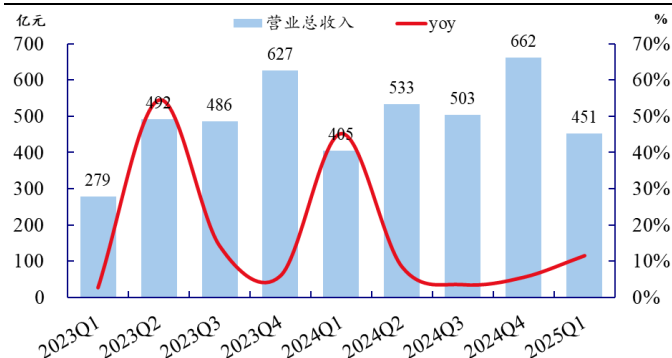
为分析船舶板块整体财务状况，我们选取了中国船舶集团旗下的国资船企中国船舶、中国重工、中船防务和零部件企业中国动力、中国海防，民营零部件企业亚星锚链作为成分标的。我们选取的船舶板块在 2024 年实现营收 2102.81 亿元，yoy +11.67%，创历史新高，主要受益于 2024 年造船业量价齐升的高景气周期；在 2025Q1 实现营收 451.26 亿元，同比 +11.55%，环比 -31.83%。

图6：船舶板块年度营收



资料来源：Wind，诚通证券研究所

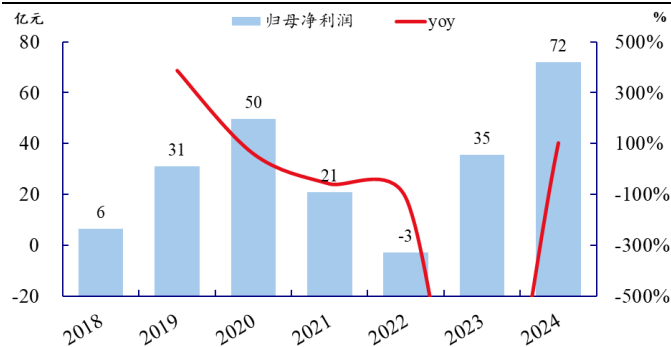
图7：船舶板块季度营收



资料来源：Wind，诚通证券研究所

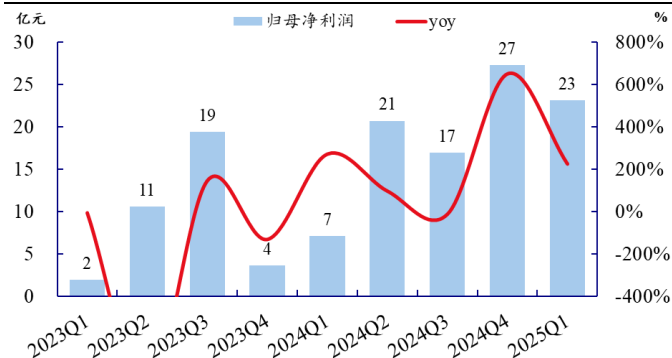
2024 年船舶板块实现归母净利润 72.03 亿元，yoy+103.00%，利润增速远超营收增速，连续两年实现了大幅增长。我们判断主要是由于订单结构及成本两方面同步优化，船舶板块或已进入盈利周期；2025Q1 实现归母净利润 23.10 亿元，同比 +224.58%，环比 -15.26%，自 2023Q4 的 3.63 亿元以来逐步增长了 536.36%。

图8：船舶板块年度归母净利润



资料来源：Wind，诚通证券研究所

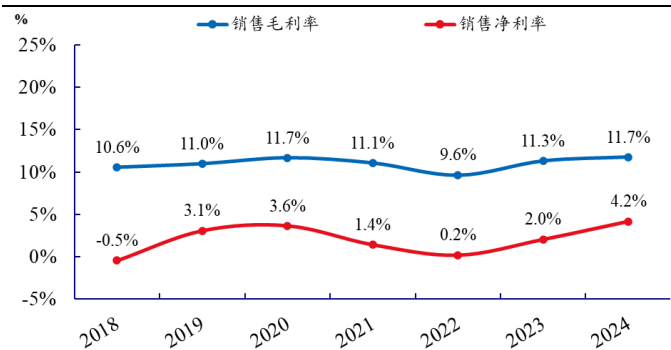
图9：船舶板块季度归母净利润



资料来源：Wind，诚通证券研究所

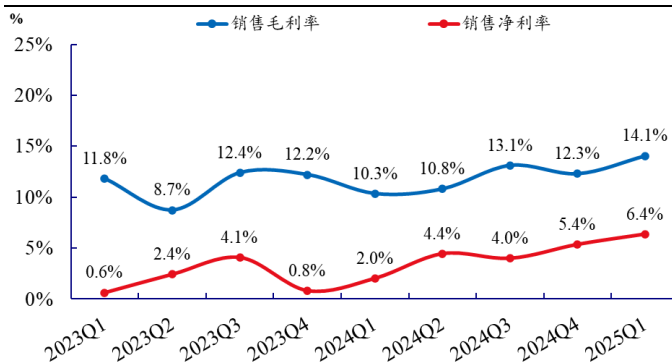
2024 年船舶板块销售毛利率约为 11.74%，yoy+0.44pct，呈现出稳中有进的趋势。销售净利率约为 4.16%，yoy+2.11pct，取得了较大幅度增长，我们认为主要系原材料成本不断走低、行业普遍推行降本增效、汇率波动增加汇兑净收益等因素所致；2025Q1 销售毛利率约为 14.05%，同比 +3.71pct，环比 +1.75pct，销售净利率约为 6.37%，同比 +4.34pct，环比 -1.01pct。

图10：船舶板块年度利润率



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：船舶板块季度利润率



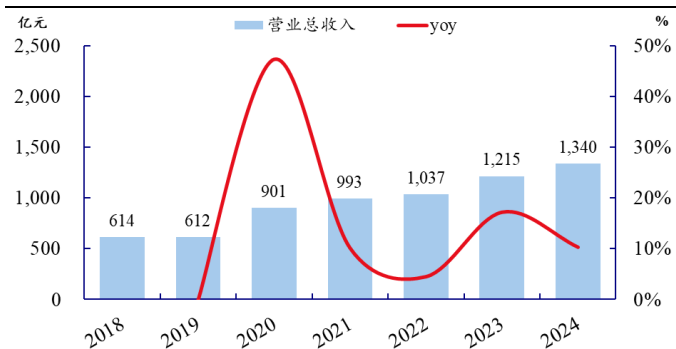
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.3. 利润增速远超收入增速，中国船舶+中国重工业绩进入兑现期

2024 年中国船舶实现营收 785.84 亿元，yoy +5.01%；中国重工实现营收 554.36 亿元，yoy +18.70%；考虑到中国船舶和中国重工的合并计划，我们将两者加总计算，中国船舶+中国重工合计实现营收 1340.21 亿元，yoy +10.28%，主要受益于公司完工交付船舶数量和单船平均价格同比增加。

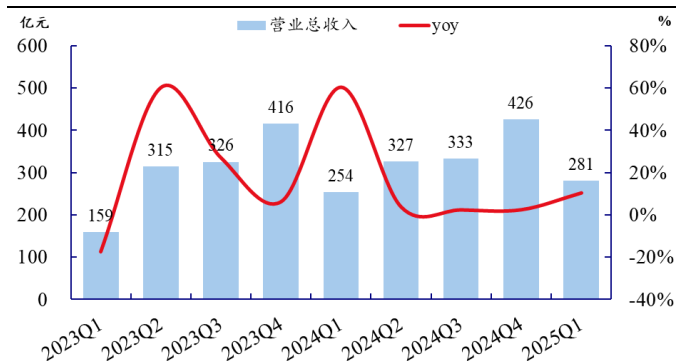
2025Q1 中国船舶实现营收 158.58 亿元，同比 +3.85%，环比 -29.26%；中国重工实现营收 122.16 亿元，同比 +20.12%，环比 -39.43%；中国船舶+中国重工合计实现营收 280.74 亿元，同比 +10.36%，环比 -34.07%。

图12： 中国船舶+中国重工年度营收



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 中国船舶+中国重工季度营收

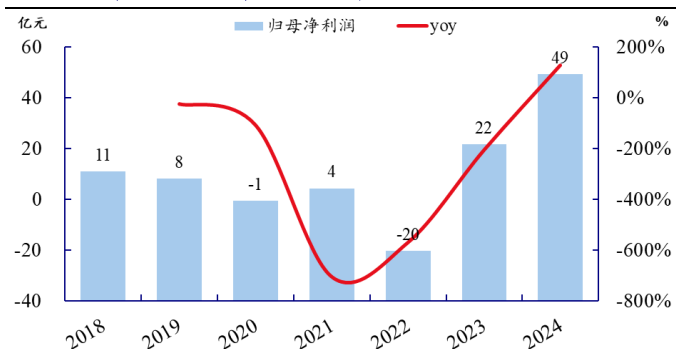


资料来源：Wind，诚通证券研究所

2024 年中国船舶实现归母净利润 36.14 亿元，yoy +22.21%；中国重工实现归母净利润 13.11 亿元，yoy +266.60%；中国船舶+中国重工合计实现归母净利润 49.25 亿元，yoy +126.37%。相较于板块，中国船舶+中国重工利润增速超过营收增速的幅度更大，表明其是拉动板块盈利改善的推动力来源之一。

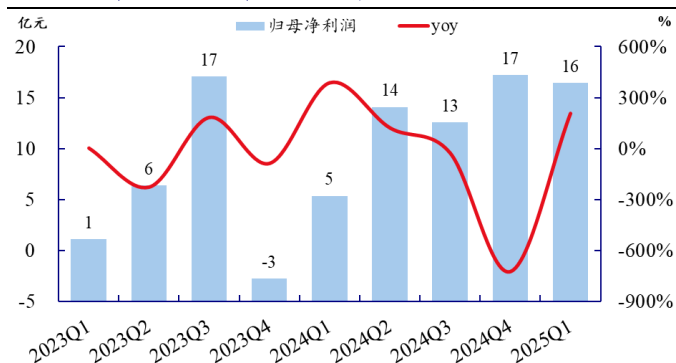
2025Q1 中国船舶实现归母净利润 11.27 亿元，同比 +180.99%，环比 -16.12%；中国重工实现归母净利润 5.19 亿元，同比 +281.99%，环比 +37.66%；中国船舶+中国重工合计实现归母净利润 16.46 亿元，同比 +206.93%，环比 -4.33%。

图14： 中国船舶+中国重工年度归母净利润



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15： 中国船舶+中国重工季度归母净利润



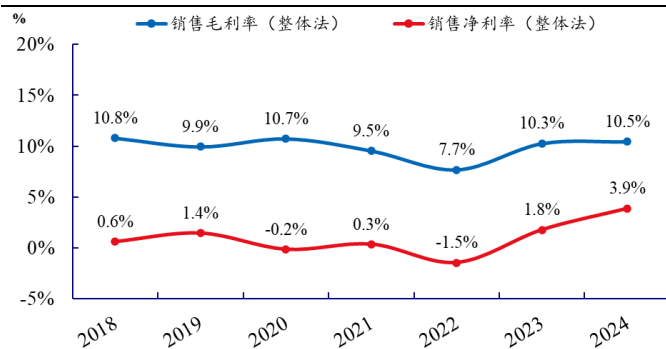
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2024 年中国船舶销售毛利率约为 10.20%，yoy -0.37pct，销售净利率约为 4.91%，yoy +0.96pct；中国重工销售毛利率约为 10.81%，yoy +1.01pct，销售净利率约为 2.40%，yoy +4.10pct；中国船舶+中国重工销售毛利率约为 10.45%，yoy +0.18pct，销售净利率约为 3.87%，yoy +2.09pct，主要受益于不断强化的费用控制能力、逐步下降的原材料价格等因素，印证了船舶市场高景气对公司盈利能力的推动作用

2025Q1 中国船舶销售毛利率约为 12.84%，同比 +5.62pct，环比 +0.64pct，销

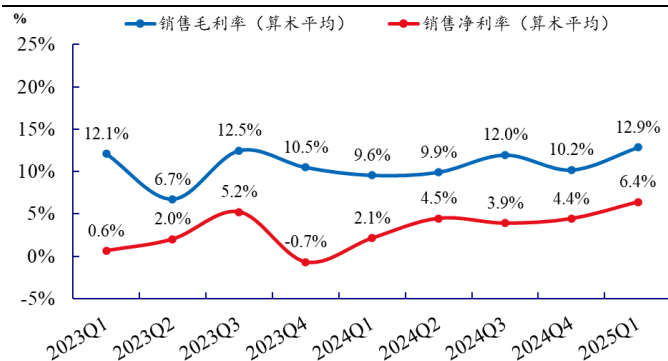
售净利率约为 8.05%，同比 +5.40pct，环比 +1.36pct；中国重工销售毛利率约为 12.88%，同比 -0.21pct，环比 +4.91pct，销售净利率约为 4.27%，同比 +2.95pct，环比 +2.35pct；中国船舶+中国重工销售毛利率约为 12.85%，同比 +3.28pct，环比 +2.65pct，销售净利率约为 6.41%，同比 +4.29pct，环比 +1.98pct。

图16： 中国船舶+中国重工年度利润率



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 中国船舶+中国重工季度利润率

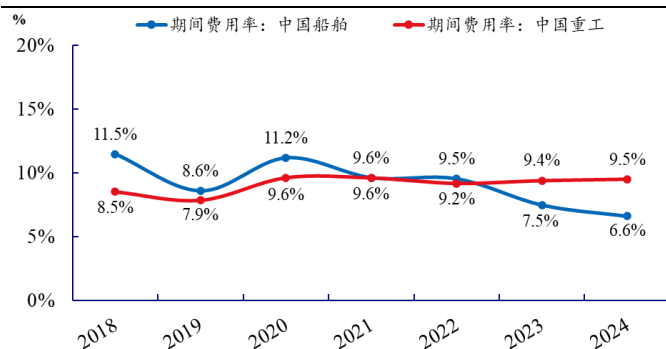


资料来源：Wind，诚通证券研究所

2024 年中国船舶期间费用率约为 6.61%，yoy -0.87pct，体现了公司围绕成本费用率压降目标持续开展降本增效工作的显著成效；中国重工期间费用率约为 9.51%，yoy +0.11pct，自 2020 年来基本维持稳定。

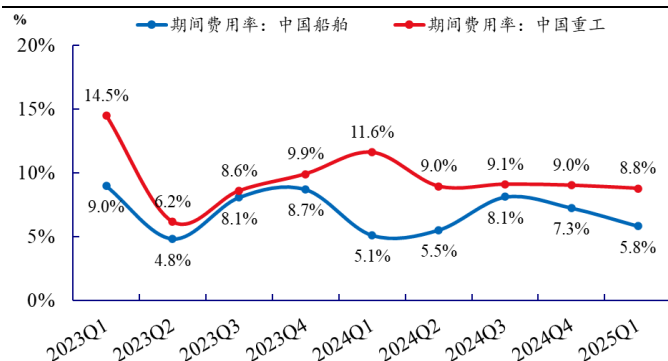
2025Q1 中国船舶期间费用率约为 5.83%，同比 +0.72pct，环比 -1.43pct；中国重工期间费用率约为 8.79%，同比 -2.82pct，环比 -0.24pct。

图18： 中国船舶+中国重工年度期间费用率



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 中国船舶+中国重工季度期间费用率



资料来源：Wind，诚通证券研究所

将中国船舶、中国重工与国内民营造船企业扬子江、韩国造船企业现代重工进行对比，2024 年中国船舶实现营收 785.84 亿元，yoy +5.01%；中国重工实现营收 554.36 亿元，yoy +18.70%；扬子江实现营收 267.87 亿元，yoy +12.19%；现代重工实现营收 715.34 亿元，yoy +8.44%。

表1：中国船舶、中国重工、扬子江、现代重工营业总收入对比

公司代码	公司简称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
600150.SH	中国船舶	169.10	231.36	552.44	597.40	595.58	748.39	785.84	158.58
	yoy (%)	1.31%	36.82%	4.91%	8.14%	-0.31%	25.81%	5.01%	3.85%
601989.SH	中国重工	444.84	380.57	349.06	395.39	441.55	466.94	554.36	122.16
	yoy (%)	14.72%	-15.02%	-8.66%	13.27%	11.67%	5.75%	18.70%	20.12%
BS6.SG	扬子江	232.6845	236.58	153.20	177.88	210.43	238.78	267.87	
	yoy (%)	20.79%	1.67%	-36.60%	18.15%	29.94%	13.47%	12.19%	
329180.KS	现代重工		329.15	498.47	445.48	499.58	659.69	715.34	
	yoy (%)			51.44%	-10.63%	12.14%	32.05%	8.44%	

(注：现代重工的同比增长率是基于历史汇率换算为人民币后进行计算的，非原始数据)

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2024 年中国船舶实现归母净利润 36.14 亿元，yoy +22.21%；中国重工实现归母净利润 13.11 亿元，yoy +266.60%；扬子江实现归母净利润 66.34 亿元，yoy +61.73%；现代重工实现归母净利润 30.69 亿元，yoy +2154.65%。

表2：中国船舶、中国重工、扬子江、现代重工归母净利润对比

公司代码	公司简称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
600150.SH	中国船舶	4.89	4.05	3.06	2.14	1.72	29.57	36.14	11.27
	yoy (%)	121.27%	-17.26%	-84.93%	-30.08%	-19.62%	1614.73%	22.21%	180.99%
601989.SH	中国重工	6.12	4.10	-3.77	2.20	-22.12	-7.82	13.11	5.19
	yoy (%)	-26.97%	-31.34%	-192.05%	158.25%	-1106.06%	64.64%	266.60%	281.99%
BS6.SG	扬子江	36.1404	31.05	25.16	36.99	28.07	41.02	66.34	
	yoy (%)	23.28%	-14.08%	-18.96%	46.98%	-24.09%	46.09%	61.73%	
329180.KS	现代重工		-5.37	-25.87	-43.64	-19.44	1.36	30.69	
	yoy (%)			382.26%	68.67%	-55.45%	-107.00%	2154.65%	

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2024 年中国船舶销售毛利率约为 10.20%，yoy -0.37pct，销售净利率约为 4.91%，yoy +0.96pct；中国重工销售毛利率约为 10.81%，yoy +1.01pct，销售净利率约为 2.40%，yoy +4.10pct；扬子江销售毛利率约为 28.66%，yoy +6.22pct，销售净利率约为 24.77%，yoy +7.73pct；现代重工销售毛利率约为 10.31%，yoy +4.84pct，销售净利率约为 4.29%，yoy +4.08pct。

表3：中国船舶、中国重工、扬子江、现代重工利润率对比

公司	利润率(%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
中国船舶	销售毛利率	13.32%	10.57%	10.71%	10.60%	7.60%	10.57%	10.20%	12.84%
600150.SH	销售净利率	3.59%	2.23%	0.46%	0.39%	1.46%	3.95%	4.91%	8.05%
中国重工	销售毛利率	9.85%	9.57%	10.79%	7.96%	7.79%	9.80%	10.81%	12.88%
601989.SH	销售净利率	-0.54%	0.96%	-1.15%	0.29%	-5.40%	-1.70%	2.40%	4.27%
扬子江	销售毛利率	17.69%	18.34%	28.45%	21.65%	15.44%	22.44%	28.66%	
BS6.SG	销售净利率	15.57%	13.93%	17.09%	20.95%	13.40%	17.04%	24.77%	
现代重工	销售毛利率		7.63%	5.70%	-2.52%	1.80%	5.47%	10.31%	
329180.KS	销售净利率		-1.63%	-5.19%	-9.80%	-3.89%	0.21%	4.29%	

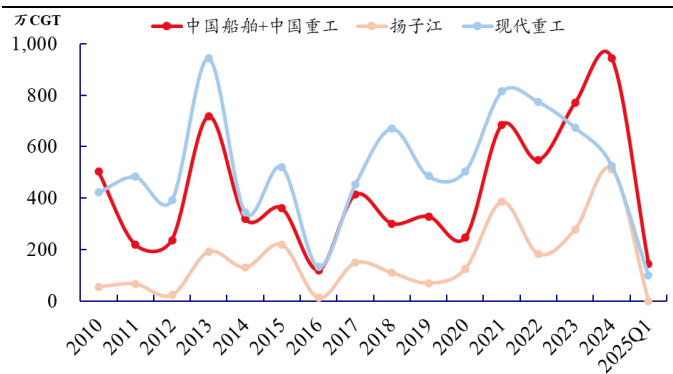
资料来源：Wind，诚通证券研究所

从新接订单量来看，2024 年中国船舶+中国重工合计新接订单 944.73 万 CGT，全球份额约为 13.38%；扬子江新接订单 512.67 万 CGT，全球份额约为 7.26%；现代重工新接订单 525.80 万 CGT，全球份额约为 7.45%。

据 Clarksons 数据显示，2025Q1 中国船舶+中国重工合计新接订单 143.97 万

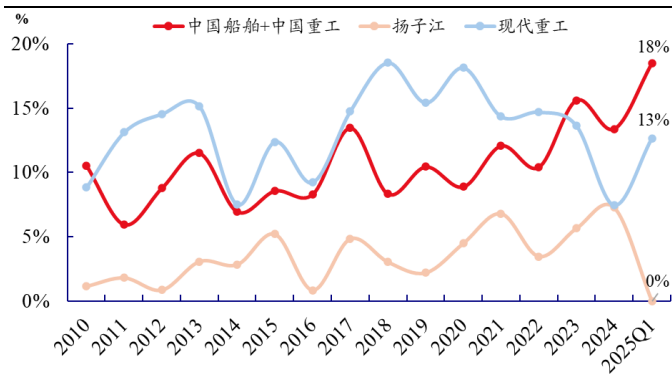
CGT, 全球份额约为 18.47%, 整体呈现波动上升的趋势; 扬子江未显示获得新接订单; 现代重工新接订单 98.62 万 CGT, 全球份额约为 12.65%, 较 2024 年全年 7.45% 水平高 5.20pct, 一定程度上系部分买家为规避美国对华造船业 301 调查的不确定性因素而转单至韩国所致, 体现了全球新造船市场受政治经济等因素影响具备脉冲性, 不同国家和地区的订单规模可能在短时间内呈现出较大波动性。

图20: 中国船舶+中国重工、扬子江、现代重工新接订单量对比



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图21: 中国船舶+中国重工、扬子江、现代重工新接订单量全球份额对比



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

1.4. 行情复盘: 2024 年初至 2025/5/6, 船舶板块涨幅 4.44%

从板块层面上来看, 2024 年初至 2025/5/6, 由我们选取的 6 只标的组成的船舶板块总市值加权平均涨幅为 4.44%, 低于沪深 300 总市值加权平均涨幅(30.08%)。其中分阶段来看, 2024 年全年船舶板块涨幅 19.72%, 低于沪深 300 (32.10%); 2025 年初至 2025/5/6 船舶板块涨幅-13.27%, 低于沪深 300 (-2.84%)。

从指数层面上来看, 2024 年初至 2025/5/6, 中证船舶产业指数涨幅-1.71%, 跑输沪深 300 指数涨幅 (12.47%)。分阶段来看:

- ① 2024 年初至 2024/7/31, 航运市场与新造船市场强劲表现支撑中证船舶产业指数大幅上涨 28.21%, 跑赢沪深 300 指数涨幅 (1.65%);
- ② 2024/8/1 至 2024/9/24, 受 7~9 月 PMI 回落至荣枯线下的影响, 内需不足的同时地缘政治因素扰动外需, 内外需求的双重不确定性使船舶板块跟随大盘持续回调, 中证船舶产业指数涨幅-17.75%, 跑输沪深 300 指数涨幅 (-6.66%);
- ③ 2024/9/24 至 2024/12/31, 在一系列利好政策刺激下, 流动性驱动大盘迎来一轮上涨行情, 船舶板块也同步受益、触底反弹, 中证船舶产业指数涨幅 6.94%, 但跑输沪深 300 指数涨幅 (22.48%);
- ④ 2025/1/1 至 2025/5/6, 受特朗普就任美国总统后主导推动的对华海事、物流及造船业 301 调查、美国船舶法案、关税政策等一系列消极因素影响, 中证船舶产业指数涨幅-12.85%, 跑输沪深 300 指数涨幅 (-3.21%)。

图22： 2024 年初至 2025/5/6 中证船舶产业指数涨幅落后于沪深 300 指数



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5. 持仓分析：外部环境不确定性上升，公募主动权益减持船舶板块

从 2025 年第一季度公募主动权益船舶行业重仓情况来看，受外部环境不确定性影响，船舶板块普遍遭到相关机构减持，持股总量平均环比下降 53.26%，持股总市值环比下降约 62.33%，持股总市值占比环比下降约 1.62pct。

表4： 2025Q1 公募主动权益船舶行业重仓情况

股票代码	公司简称	市值(亿元)	持股总量 (万股)				持股总市值 (亿元)			持股总市值占比 (%)		
		2025/5/6	2024Q4	2025Q1	环比		2024Q4	2025Q1	环比	2024Q4	2025Q1	环比(pct)
600150.SH	中国船舶	1,323.4	12,240	4,390	-64.13%		44.0	13.4	-69.58%	3.33%	1.01%	-2.31
600482.SH	中国动力	487.3	11,956	7,299	-38.95%		29.3	15.9	-45.67%	6.00%	3.26%	-2.74
601989.SH	中国重工	962.2	14,223	157	-98.90%		6.8	0.1	-99.03%	0.71%	0.01%	-0.70
600685.SH	中船防务	251.1	1,310	349	-73.34%		3.1	0.8	-74.10%	1.24%	0.32%	-0.92
600764.SH	中国海防	203.0	758	436	-42.43%		2.1	1.2	-43.07%	1.06%	0.60%	-0.46
601890.SH	亚星锚链	85.3	1,202	1,181	-1.80%		0.9	1.1	21.02%	1.10%	1.33%	0.23

公募主动权益选取标准：Wind 开放式基金分类（普通股票型、混合型）、Wind 封闭式基金分类（普通股票型、混合型）

资料来源：Wind，诚通证券研究所

表5： 2025Q1 公募主动权益船舶行业增减持情况

	公司	总流通股本 (万股)	季报持仓变动(万股)	变动股占比 (%)
1	亚星锚链	95,940	-22	-0.02%
2	中国海防	71,063	-322	-0.45%
3	中国重工	2,280,204	-14,066	-0.62%
4	中船防务	82,144	-961	-1.17%
5	中国船舶	447,243	-7,850	-1.76%
6	中国动力	225,276	-4,658	-2.07%

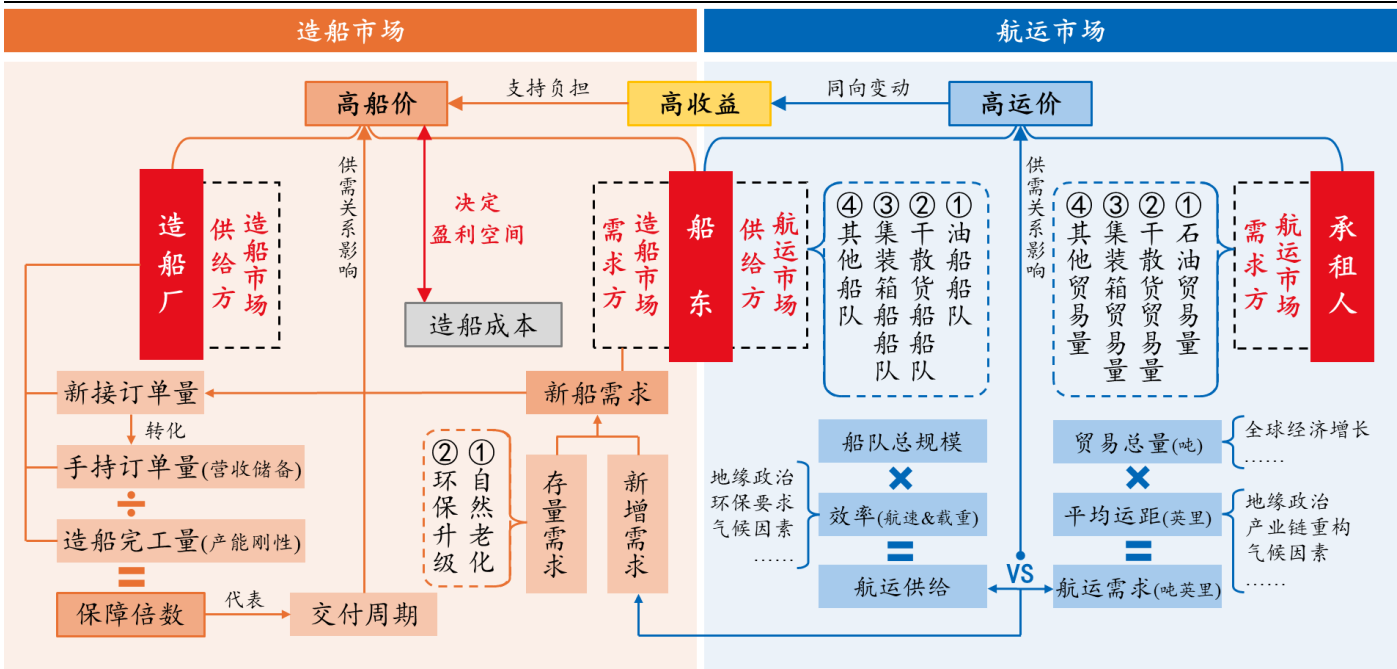
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2. 行业分析：全球航运需求或继续上升，支撑造船业高景气

2.1. 研究框架：通过供需关系串联造船与航运市场

我们的研究框架主要围绕“两个市场”、“三个角色”来展开。“两个市场”指的是航运市场、造船市场，“三个角色”指的是承租人（也称运营商/船公司）、船东、造船厂。在该框架中隐含了两条逻辑链条：供需关系、价格关系。

图23： 航运及船舶市场研究框架



资料来源：诚通证券研究所

从供需关系出发：承租人是航运市场的需求方，其贸易需求是石油、散货、集装箱和其他货物的贸易总量（吨），乘以航运平均运距（英里）得到航运需求（吨英里）；船东是航运市场的供给方，运营船只提供不同类型的运力，其运力不仅受船只规模的影响，还与平均航速、航行时长、载重利用率等因素有关：

$$\begin{aligned} \text{航运供给(吨英里)} &= \text{船队总规模(DWT)} \times \text{效率系数(英里)} \\ &= \text{船队总规模(DWT)} \times \text{年运行时间(小时)} \\ &\quad \times \text{航速(英里/时)} \times \text{利用率(\%)} \end{aligned}$$

航运需求与航运供给形成了一对供需关系，通过船东传递到了新造船市场，即新船的新增需求。新增需求与存量需求（如更新需求、环保升级需求）共同构成了新船需求，进而通过船东向造船厂下单而成为新接订单量。新接订单进入造船厂建造队列中，转化为手持订单量，这代表了造船厂的营收储备。在手持订单量充足的情况下，造船完工量基本代表了造船厂的产能水平，手持订单量除以造船完工量得到按年计算的保障倍数（或称覆盖率），代表了造船厂的交付周期。更长的交付周期意味着供不应求，全球造船市场活跃、进而使得船价上扬。

从价格关系出发：在航运市场中，航运需求与供给的测算隐含了大量不易量化的影响因素，如地缘政治、环保要求、气候因素，因此我们可以观察供需关系影响下运价的变化情况。航运供给紧张的时期，运价上涨，同步推动船东的租船收益上升、船东利润增厚。船东利润增厚又有利于支付供需关系紧张推升的高船价，从而保证了造船厂的盈利空间。因此船东作为航运市场和造船市场的中间人，将供需（数量）关系和价格关系紧密联系在了一起，形成了“航运市场供需紧张—造船市场量价齐升—造船厂盈利增厚”的逻辑闭环。同时，“运价—收益—船价”的传导链条有一定迟滞性，决定了运价往往是船价乃至造船厂盈利能力的前瞻性指标，这正是任何针对新造船市场的分析都需要紧密跟踪运价、收益及船价的原因。

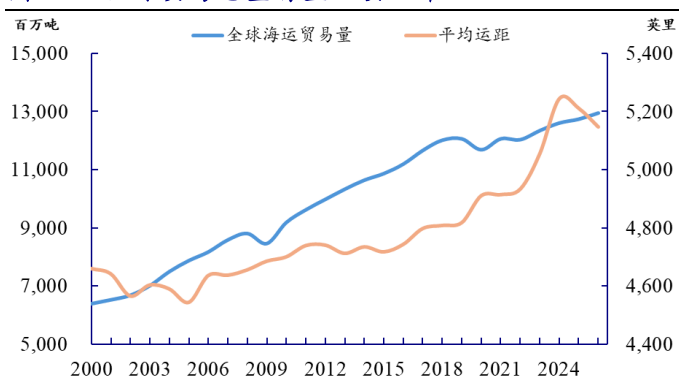
2.2. 供需关系：全球航运需求或继续上升，支撑新船订单维持较高水平

如我们的研究框架图所示，供需关系跨航运与造船两大市场。在航运市场中，存在“航运需求”与“航运供给”的供需关系，催生新增需求。新增需求叠加船队自然老化和环保升级带来的存量需求，共同组成新船需求。在造船市场中，新船需求直接影响新接订单量，且由于船舶下单到交付普遍耗时 3-4 年，存在时间差，因此要求新接订单量与市场对于未来数年后的航运需求挂钩。

2.2.1. 航运市场：2024 年全球航运需求增长 5.92%，未来有望继续上升

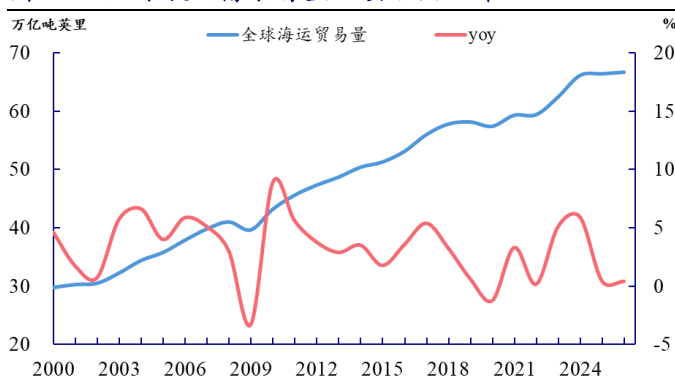
从航运市场需求端来看，Clarksons 数据显示，2024 年按吨计全球海运贸易量为 126.14 亿吨，yoy +2.11%，按吨英里计全球海运贸易量（即航运需求）为 66.15 万亿吨英里，yoy +5.92%，对应全球平均运距为 5244.2 英里，yoy +3.73%。Clarksons 同时给出 2025-2026 年全球海运贸易量预测，2025 年全球按吨计全球海运贸易量 127.48 亿吨，yoy +1.06%，2026 年全球按吨计全球海运贸易量 129.57 亿吨，yoy +1.64%，体现全球海运贸易量或进一步增长的预期。然而，红海危机推动全球平均运距大幅偏离正常水平，若红海局势缓和则运距将小幅回落，预计 2025 年全球平均运距 5210.5 英里，yoy -0.64%，2026 年全球平均运距 5146.9 英里，yoy -1.22%。两者综合计算，2025 年全球按吨英里计全球海运贸易量或达 66.42 万亿吨英里，yoy +0.41%，2026 年全球按吨英里计全球海运贸易量或达 66.69 万亿吨英里，yoy +0.40%。

图24： 全球贸易总量有望继续上升



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

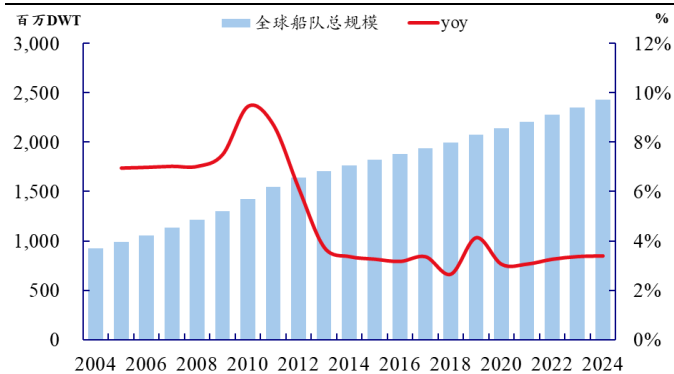
图25： 全球航运需求有望继续小幅上升



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

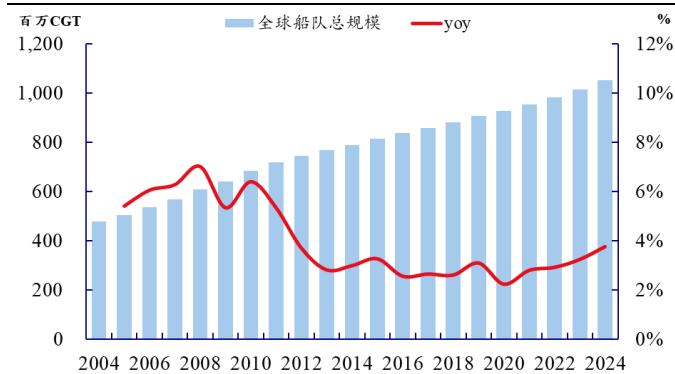
从航运市场供给端来看，2024 年末全球船队总规模达 24.33 亿 DWT，yoy +3.40%，折合 10.53 亿 CGT，yoy +3.77%，落后于 2024 年按吨英里计全球海运贸易量（即航运需求）5.92%的增幅，显示出船队规模与航运需求间存在缺口，一定程度上成为 2024 年内运价上升、造船业迎来量价齐升局面的原因。

图26: 全球船队总规模稳步上升 (DWT)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

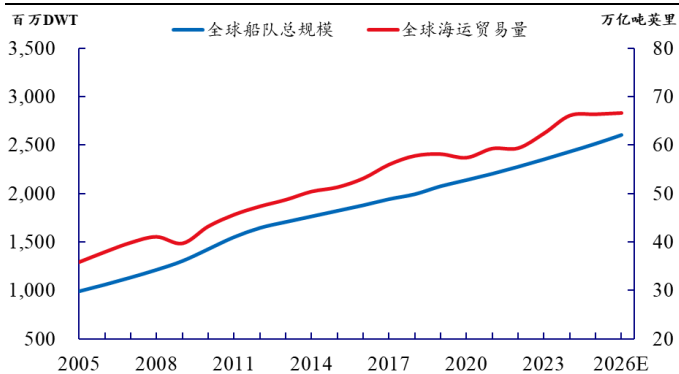
图27: 全球船队总规模稳步上升 (CGT)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

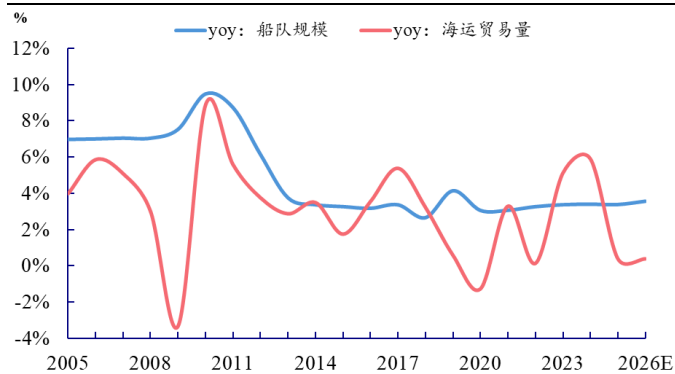
据 Clarksons 预测, 2025 年全球船队有望达到 25.16 亿 DWT, yoy +3.38%, 2026 年有望达到 26.05 亿 DWT, yoy +3.56%, 均高于前文中 Clarksons 对按吨英里计全球海运贸易量增速的预测 (2025 年+0.41%, 2026 年+0.40%), 表明船队规模持续上升, 供需缺口有望持续收窄。从海运贸易量的增速周期波动上来看, Clarksons 预测 2025-2026 年按吨英里计全球海运贸易量增速约为每年 0.40%, 处于 2008 年全球金融危机后海运贸易量增速低位, 存在触底反弹的空间。同时, 联合国贸易和发展会议在《2024 年海运回顾》中基于全球 GDP 增速与海运贸易量增速的强相关性, 预测 2025-2029 年全球海运贸易量 (吨) 年均增速约为 2.4%, 也较 Clarksons 对 2025-2026 年的预测增速更高, 说明随后几年 (约 2027-2029 年) 海运贸易量增速或加速回升。考虑到造船业 3-4 年的交付周期, 2025-2026 年全球新接订单水平有望得到一定支撑。

图28: 全球海运贸易量与船队总规模同步上升



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图29: 船队规模增长率较为稳定

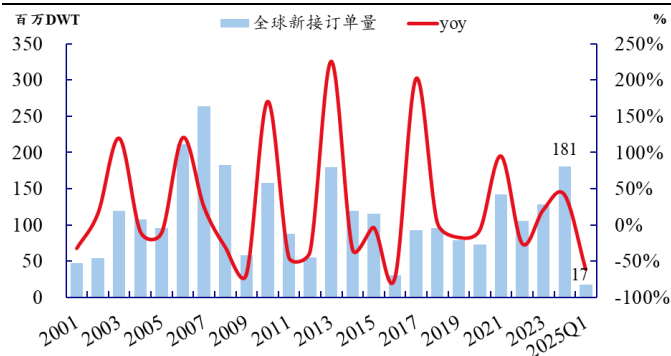


资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

2.2.2. 造船市场: 2024 三大指标表现强劲, 2025Q1 短期受外部因素扰动

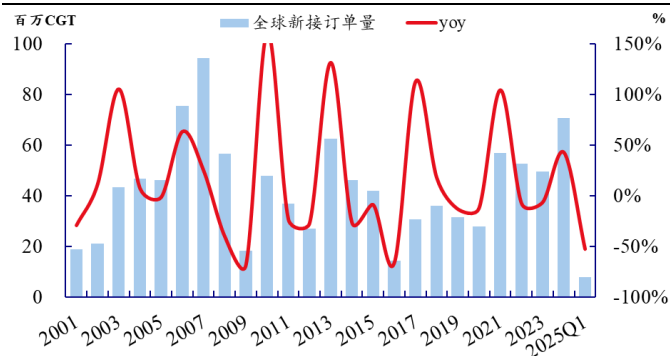
2024 年, 全球新接订单量 1.81 亿 DWT, yoy +41.57%, 折合 7061 万 CGT, yoy +42.83%。2025 年第一季度, 受特朗普就任美国总统后主导推动的对华海事、物流及造船业 301 调查、美国船舶法案、关税政策等一系列消极因素影响, 全球新接订单量大幅下降。以 DWT 计新接订单量为 1712.60 万 DWT, yoy -61.27%; 以 CGT 计新接订单量为 779.46 万 CGT, yoy -52.24%。

图30： 全球造船业新接订单量（DWT）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

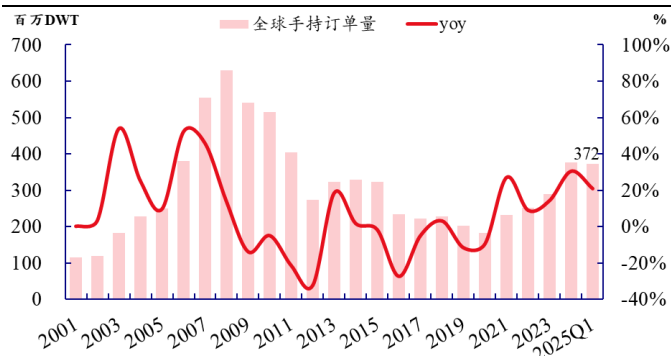
图31： 全球造船业新接订单量（CGT）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

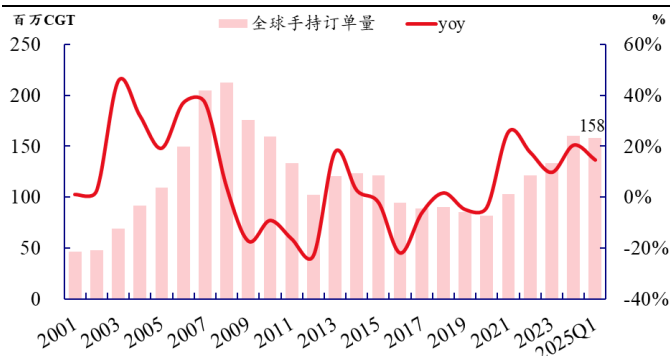
截至一季度末，全球手持订单量为 3.72 亿 DWT，yoy +20.79%，但较 2024 年末下降 1.37%；折算修正总吨为 1.58 亿 CGT，yoy +14.56%，较 2024 年末下降 1.29%。尽管手持订单量略微下降，但目前以 DWT 和 CGT 计的手持订单量均处于 2021 年以来本轮周期的高点。

图32： 全球造船业手持订单量（DWT）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

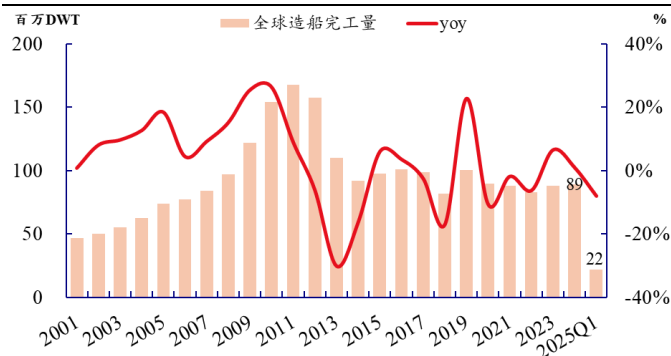
图33： 全球造船业手持订单量（CGT）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

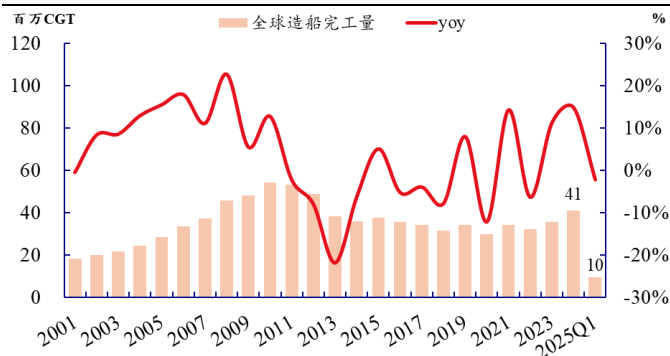
2024 年，全球造船完工量为 8904 万 DWT，yoy +0.94%，折合 4107 万 CGT，yoy +14.84%。2025 年第一季度全球造船完工量为 2196.51 万 DWT，yoy -8.00%；折算 963.03 万 CGT，yoy -2.19%，波动幅度远低于新接订单量，体现出全球船企产能具备一定刚性。

图34： 全球造船业造船完工量（DWT）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图35： 全球造船业造船完工量（CGT）

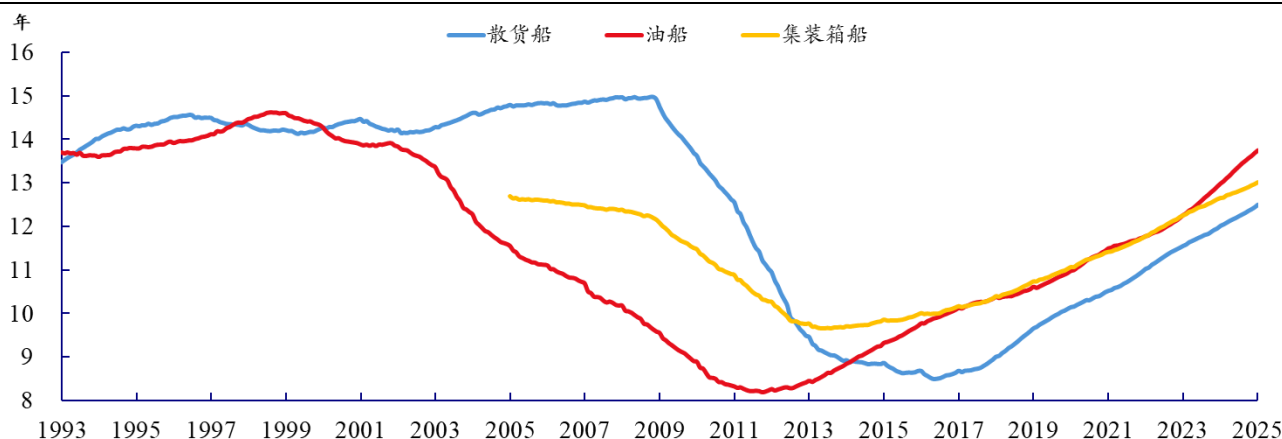


资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

从产能覆盖率（保障倍数）来看，2024 年以 DWT 计产能覆盖率为 4.23，较 2023 年 3.28 增长了 0.95；以 CGT 计产能覆盖率为 3.90，较 2023 年 3.72 增长了 0.18，代表全球造船交付周期仍在拉长，未来数年船企业务与业绩有一定保障。

更新需求方面，平均船龄仍处于上升期，截至 2024 年末全球总重 100 吨以上船队平均船龄 22.57 年，较上年增加 0.35 年。其中分船型来看：全球散货船平均船龄 12.44 年，较上年增加 0.48 年；全球油船平均船龄 13.69 年，较上年增加 0.77 年；全球集装箱船平均船龄 12.97 年，较上年增加 0.35 年。造船上行周期不可能在平均船龄高点时期结束，目前全球平均船龄较上一周期高点仍有空间，更新需求仍在持续释放。

图36： 全球平均船龄仍处于上升期



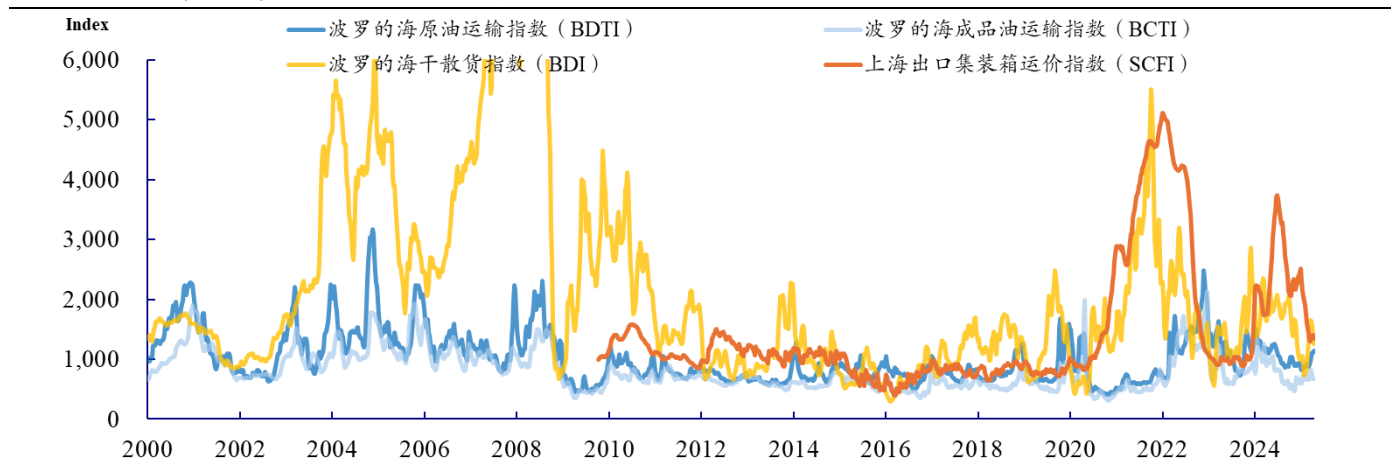
资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

2.3. 价格关系：全球新造船价格指数维持高位，较 2020 年末上升超 50%

价格是供需互相作用的直观呈现，在航运供给紧张的时期，运价上涨，同步推动船东的租船收益上升、船东利润增厚。船东利润增厚又有利于支付供需关系紧张推升的高船价，从而保证了造船厂的盈利空间。因此船东作为航运市场和造船市场的中间人，将供需（数量）关系和价格关系紧密联系在一起，形成了“航运市场供需紧张—造船市场量价齐升—造船厂盈利增厚”的逻辑闭环。同时，“运价—收益—船价”的传导链条有一定迟滞性，决定了运价往往是船价乃至造船厂盈利能力的前瞻性指标，这正是任何针对新造船市场的分析都需要紧密跟踪运价、收益及船价的原因。

从运价角度来看，2024 年以来各类别货品运价呈现较大波动。①集装箱运价表现强劲，受红海航道危机、船队供给偏紧等因素，2024 年底上海出口集装箱运价指数（SCFI）报 2460.34 点，虽在年内出现一定回落，但仍然实现了 96.04% 的年内涨幅；进入 2025 年，受一系列政策影响，运价快速回落，2025 年 4 月末报 1347.84 点，年内降幅 45.22%，但仍高于 2024 年年初水平；②干散货运价经历了高位回落，2024 年前三季度受大西洋地区长距离贸易出口增长利好，波罗的海干散货指数（BDI）围绕 2000 点附近波动，但第四季度起快速回落，2025 年 1 月末报 736.60 点，随后在市场情绪改善推动下触底反弹，2025 年 4 月末报 1304.67 点；③油运方面，受船队运力增长（尤其是原油油轮）、欧洲能源贸易结构变化、美洲石油出口持续增加等因素影响，2024 年上半年原油运输指数（BDTI）和成品油运输指数（BCTI）维持小高位，然而受 OPEC+ 加快解除减产计划和油价回落等因素的影响，油运价格面临着一定压力。

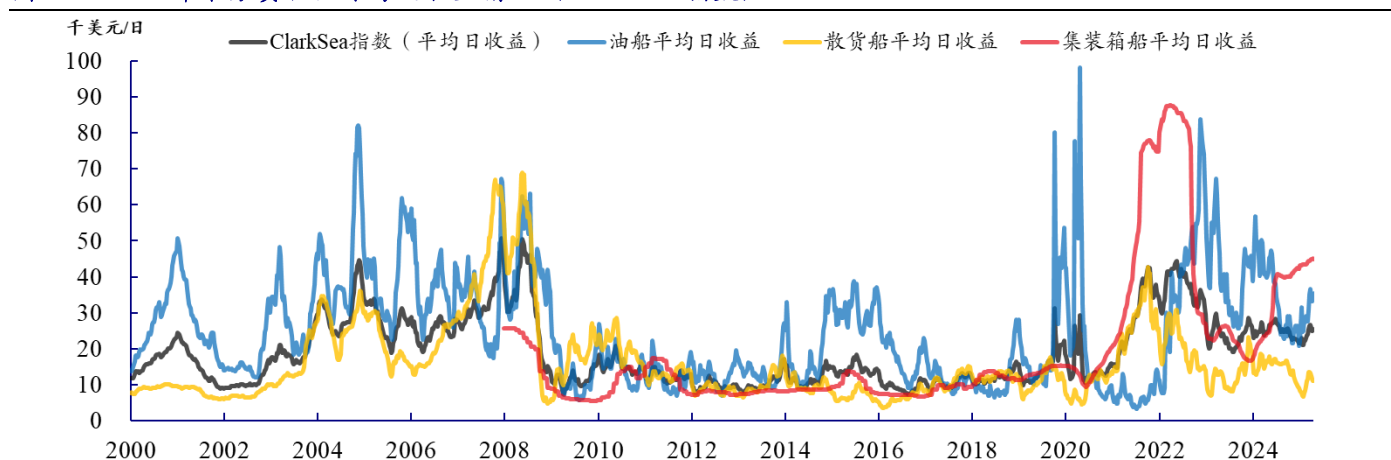
图37： 2000 年来分货物全球海运价格情况



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

从收益水平来看，2024 年内 ClarkSea 指数在 25,000 美元/日附近小幅波动，总体相对稳定。细分船型表现出现一定分化，油船和散货船在经历了上半年的高收益水平后，下半年有所下滑，2024 年 12 月油船报 26,017 美元/日，yoy-40.7%；散货船报 10,094 美元/日，yoy-51.9%；集装箱船收益表现强劲，报 42,219 美元/日，yoy+152.2%，创 2023 年以来新高。2025 年 2 月以来，受春节后经济活动恢复、美国关税政策先紧后松、USTR 拟议措施力度减弱等政策面扰动，三大船型普遍走出小区间上升行情，收益水平得到一定程度改善。

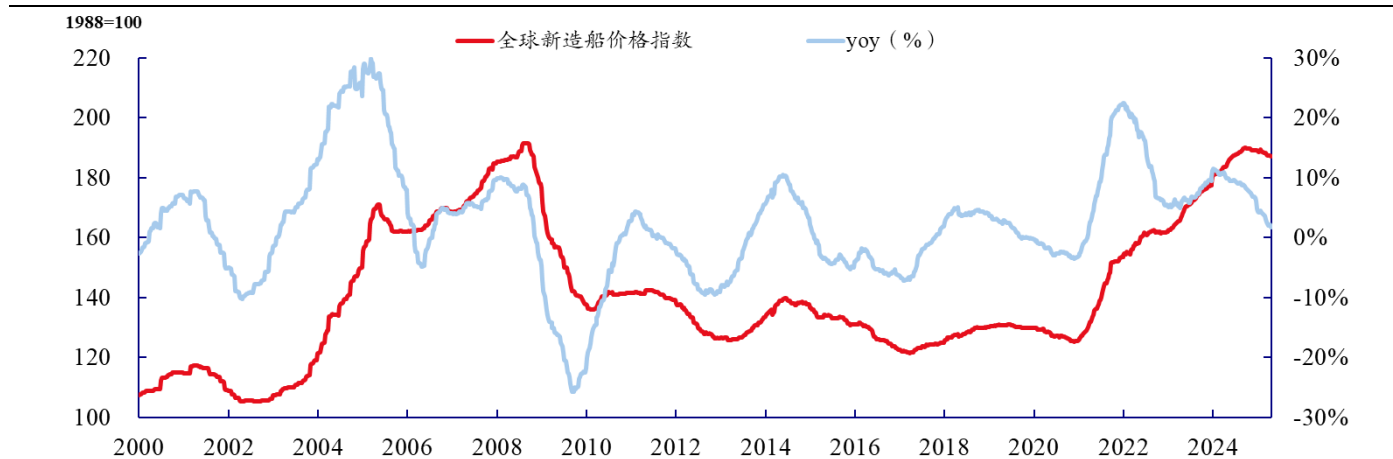
图38： 2000 年来分货物全球海运收益情况（ClarkSea 指数）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

全球吨英里海运量持续上升叠加全球造船产能规模相对稳定，造成了供紧需强的局面，大幅推高了全球新造船价格水平。2024 年底，全球新造船价格指数报 189.16 点，yoy+6.05%，较 2020 年底 125 点左右位置上升超 50%。自 2024 年 6 月以来，全球新造船价格指数已在近 50 周内维持 187 点高位水平，名义数据几乎达到了 2008 年的历史最高水平，但据 Clarksons 分析，按通胀调整后仍低约 30%。

图39： 2000 年来全球新造船价格指数情况



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

3. 展望：全球造船业高景气度有望延续

3.1. 新造船市场预测：我们预计中性情景下 2025-2029 年全球年均新接订单 1.35 亿 DWT

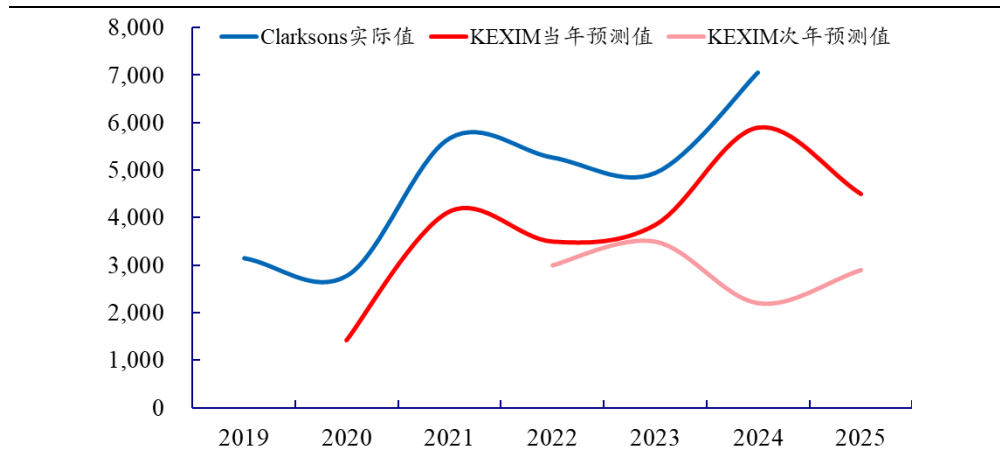
3.1.1. Clarksons：预计 2025 年全球新接订单量将较 2024 年下降约 30%

2025 年 4 月 Clarksons 发布预测，预计 2025 年全球新接订单量将较 2024 年下降约 30%，即约 1.27 亿 DWT（折合 0.49 亿 CGT），与我们在后文中给出的悲观预测相符。在 4 月 19 日，Clarksons 发布了对新限制措施的评论，认为“新限制措施背景下，受影响的船舶和靠港量范围大幅缩小”、“对新造船决策的直接影响有所减弱”。

3.1.2. 韩国进出口银行：历史数据显示其预测较为保守

2025 年 1 月，KEXIM 发布《2024 年航运与造船行业动向及 2025 年展望》，预测 2025 年全球新接订单量水平约 4500 万 CGT。然而，历史回测数据显示 KEXIM 的预测往往严重低于实际水平。

图40： KEXIM 预测 2025 年全球新接订单量为 4500 万 CGT



资料来源：Clarksons，KEXIM，诚通证券研究所

以 2023 年 10 月报告为例，其对 2024 年的预测为 2900 万 CGT，较实际水平偏低 58.93%；2024 年 10 月报告预测 2024 年当年全球新接订单水平约 5900 万 CGT，

较实际水平低约 16.44%。由此可见，2025 年 1 月发布报告中对 2025 年 4500 万 CGT 的预测或较为保守。

3.1.3. 我们的测算：中性情景下 2025-2029 年全球年均新接订单 1.35 亿 DWT

根据 UNCTAD 对 2025-2029 年全球海运贸易量年均增速 2.4% 的判断，我们测算了不同假设下新增船队需求规模。其中，需求侧变量在于运距：

航运需求(吨英里) = 贸易总量(吨) × 平均运距(英里)

乐观假设下，红海危机会保持数年，运距维持 2024 年的较高水平；中性假设下，苏伊士航道会部分恢复，平均运距下降 1%；悲观假设下，红海航道迅速恢复，平均运距下降 2%。

供给侧变量在于效率系数，其根据吨英里贸易量除以船队规模而得，隐含了年运行时间、航速、利用率等变量，简化了计算。效率系数高，意味着相同船队规模下提供了更多运力。

航运供给(吨英里) = 船队总规模(DWT) × 效率系数(英里)
= 船队总规模(DWT) × 年运行时间(小时)
× 航速(英里/时) × 利用率(%)

乐观假设下，效率系数持平；中性假设下，效率系数上升 0.50%；悲观假设下，效率系数上升 1.00%，意味着全球船队航速上升、船舱利用率上升、运行时间上升等多种可能，从而不利于船队新增需求。

表6： 基于 UNCTAD 的海运量预测，我们保守测算中性假设下每年新增船队需求为 5309 万 DWT

	航运需求			航运供给		
	贸易量 (百万吨)	平均运距 (英里)	贸易量 (百万吨英里)	船队规模 (百万 DWT)	效率系数 (英里)	新增规模 (百万 DWT)
2021	12,071	4,915	59,320,702	2,205	26,909	
2022	12,041	4,934	59,409,480	2,277	26,097	
2023	12,353	5,056	62,453,804	2,353	26,538	
2024	12,614	5,244	66,150,650	2,433	27,185	
乐观假设	假设运距	持平		假设系数	持平	
2025E	12,917	5,244	67,738,266	2,492	27,185	58.40
2026E	13,227	5,244	69,363,984	2,552	27,185	59.80
2027E	13,544	5,244	71,028,720	2,613	27,185	61.24
2028E	13,869	5,244	72,733,409	2,676	27,185	62.71
2029E	14,202	5,244	74,479,011	2,740	27,185	64.21
				平均		61.27
中性假设	假设运距	-1.00%		假设系数	+0.50%	
2025E	12,917	5,192	67,060,883	2,455	27,321	21.21
2026E	13,227	5,192	68,670,344	2,514	27,321	58.91
2027E	13,544	5,192	70,318,433	2,574	27,321	60.32
2028E	13,869	5,192	72,006,075	2,636	27,321	61.77
2029E	14,202	5,192	73,734,221	2,699	27,321	63.25
				平均		53.09
悲观假设	假设运距	-2.00%		假设系数	+0.10%	
2025E	12,917	5,140	66,390,274	2,418	27,457	-15.37
2026E	13,227	5,140	67,983,641	2,476	27,457	58.03
2027E	13,544	5,140	69,615,248	2,535	27,457	59.43
2028E	13,869	5,140	71,286,014	2,596	27,457	60.85
2029E	14,202	5,140	72,996,879	2,659	27,457	62.31
				平均		45.05

资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

根据我们的预测，在乐观假设下，2025-2029 年全球海运贸易量维持 2.4% 年均增速将在未来 5 年内创造年均 6127 万 DWT 的新增船队需求；中性假设下年均需

求为 5309 万 DWT，悲观假设下年均需求为 4505 万 DWT。

参考 2025 年 1 月 21 日中国船舶首次覆盖深度报告中对更新需求的测算，我们发现在主力船型的更新节奏上，油船将在 2025-2034 年主导更新需求，随后散货船将在 2035-2049 年主导更新需求。结合我们对新增需求的三种假设，计算出 2025-2029 年间三种情景下合计新船需求水平：乐观假设下，年均新船需求为 1.43 亿 DWT；中性假设下，年均新船需求为 1.35 亿 DWT；悲观假设下，年均新船需求为 1.27 亿 DWT。2023 年全球新接订单量为 1.28 亿 DWT，说明即使在最悲观的假设下，全球新船需求规模仍然至少可以维持 2023 年水平。

表7： 根据船龄结构测算更新需求

单位： 百万 DWT	2024 年 船队量	更新需求（年均）				
		2025~2029 年	2030~2034 年	2035~2039 年	2040~2044 年	2045~2049 年
油船	694.86	25.22	33.41	30.25	31.32	18.76
占比	28.59%	30.97%	36.29%	23.70%	32.82%	20.99%
散货船	1,034.21	20.42	30.36	78.93	40.46	36.67
占比	42.56%	25.06%	32.99%	61.82%	42.39%	41.03%
集装箱船	363.51	8.59	15.04	16.58	14.16	18.34
占比	14.96%	10.54%	16.34%	12.99%	14.83%	20.51%
其他	337.44	19.80	12.77	10.95	11.63	12.34
占比	13.89%	24.31%	13.87%	8.57%	12.18%	13.81%
合计	2,430.02	81.45	92.05	127.67	95.45	89.38

资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

表8： 结合前文三种假设下的新增需求计算合计新船需求

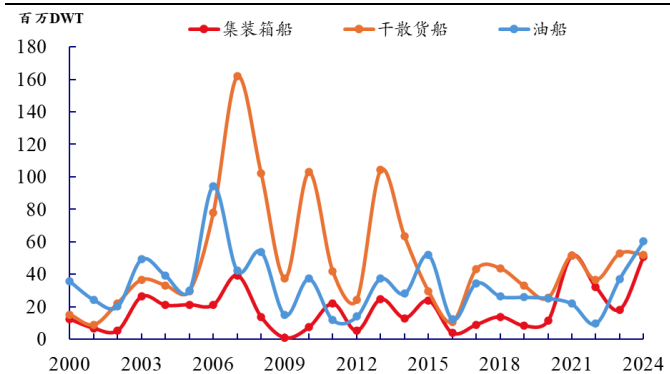
单位： 百万 DWT	2025~2029 年	2025~2029 年（年均，乐观）		2025~2029 年（年均，中性）		2025~2029 年（年均，悲观）	
	年均更新需求	+自然扩张需求	=合计新船需求	+自然扩张需求	=合计新船需求	+自然扩张需求	=合计新船需求
油船	25.22	18.97	44.20	18.97	44.20	20.13	45.35
占比	30.97%	30.97%	30.97%	35.74%	32.85%	44.68%	35.85%
散货船	20.42	15.36	35.77	15.36	35.77	16.29	36.71
占比	25.06%	25.06%	25.06%	28.93%	26.59%	36.16%	29.02%
集装箱船	8.59	6.46	15.04	6.46	15.04	6.85	15.44
占比	10.54%	10.54%	10.54%	12.17%	11.18%	15.21%	12.20%
其他	19.80	14.89	34.70	14.89	34.70	15.80	35.60
占比	24.31%	24.31%	24.31%	28.05%	25.79%	35.07%	28.14%
合计	81.45	61.27	142.72	53.09	134.54	45.05	126.50

资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

3.2. 分船型展望：细分船型可能出现一定分化

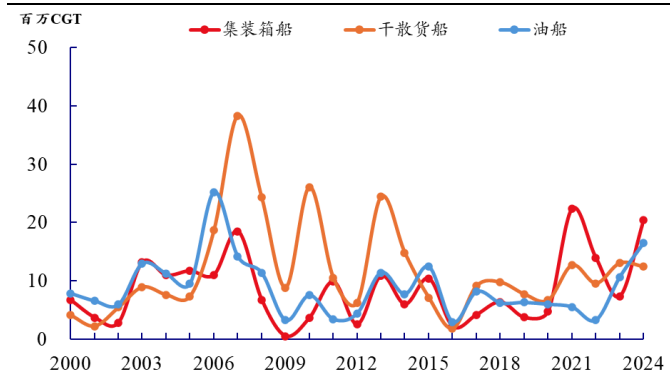
2024 年，全球新接集装箱船 5089 万 DWT, yoy+177.41%，折合 20.40 万 CGT，yoy+177.36%；干散货船 5217 万 DWT, yoy-1.45%，折合 1244 万 CGT, yoy-4.67%；油船 6021 万 DWT, yoy+61.38%，折合 1649 万 CGT, yoy+54.62%。总体上来看，三大船型皆呈现积极表现，集装箱船实现了 177%的大幅增长；油船增长 61.38%，实现两连增；干散货船则基本延续了 2023 年较高的接单水平。展望 2025 年，细分船型接单趋势可能出现一定分化。

图41: 全球分船型新接订单量 (DWT)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图42: 全球分船型新接订单量 (CGT)



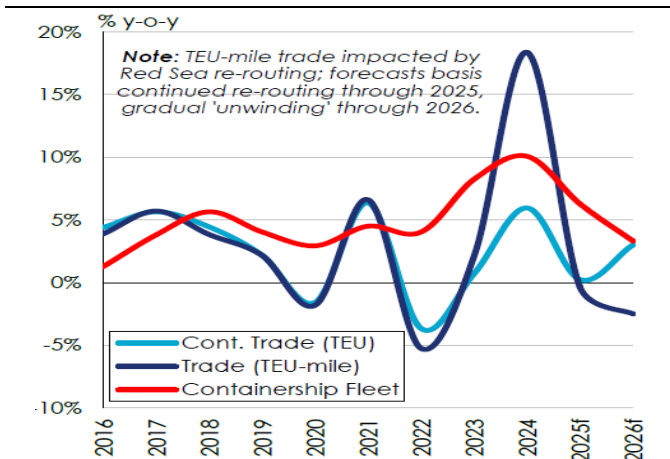
资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

3.2.1. 集装箱船: 关注美国政策变动和红海航道通行改善情况

在红海地区通行持续中断的背景下, 集装箱船市场租金和即期运价走势分化。美国贸易政策和不断累积的经济风险显然已成为影响集装箱航运市场短期前景的主要因素。Clarksons 表示, 截至 4 月, 中国对美国的出口 (约占跨太平洋东行航线的 50%, 占全球贸易量的 6%) 大幅下降, 多家航运公司削减了跨太平洋航线的运力。悲观来看, 若贸易战持续升级, 中美集装箱贸易量将断崖式下降; 中性来看, 为避免特朗普提议的关税措施, 集装箱海运需求可能短期内有抢运需求, 支撑景气度小幅上升; 但乐观来看, 随着美国关税政策有松口迹象, 与中国达成贸易谈判的可能性正在上升, 集装箱船运面临的不确定性有望得到缓解。

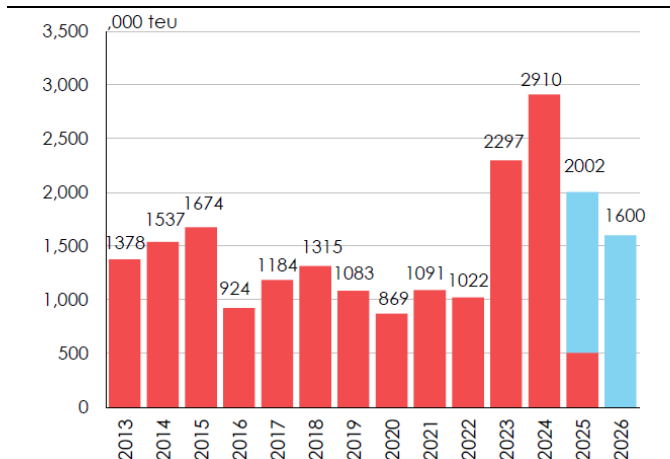
Clarksons 预计 2025 年船队规模将增长 6%, 假设红海危机延续, 2025 年全年标准箱英里需求可能持平或略降。更长远地展望 2026 年, 贸易增长可能反弹约 3%, 船队规模同样预计增长 3%。但 Delphis 和 ONE 等主要班轮公司指出, 随着红海航线一旦恢复正常, 市场将面临新增运力集中交付的冲击: 2026 年集装箱船船队规模或比 2023 年大 23%, 超过同期约 10% 的贸易量增长。

图43: 全球集装箱船供需指标增速预测



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图44: 全球集装箱船交付量排期表



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

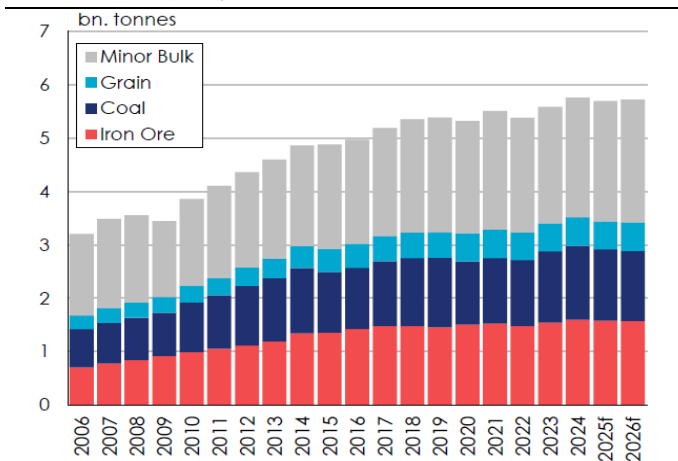
3.2.2. 散货船: 关注需求恢复情况和潜在的刺激政策

进入 2025 年以来, 海运干散货贸易走弱, 主要系中国干散货需求季节性承压, 进口量同比下降约 7%, 其他主要进口国也面临困境。Clarksons 预计 2025 年

海运干散货贸易量全年下降约 1%，吨英里数预计下降 0.4%，但 NYK 和 KLine 等干散船东普遍认为，2025 年铁矿石、煤炭与谷物等大宗商品需求将保持稳定，特别是中国与印度的建筑与基建需求仍将支撑长航程运输的活跃度，同时几内亚铝土矿贸易增长等因素也有望提供一定支撑。美国方面，301 调查和关税政策对干散货贸易直接影响有限，且修订后的港口费用措施对行业挑战有所减弱。中国方面，未来市场前景需密切关注中国需求恢复情况及潜在出台的新刺激政策。

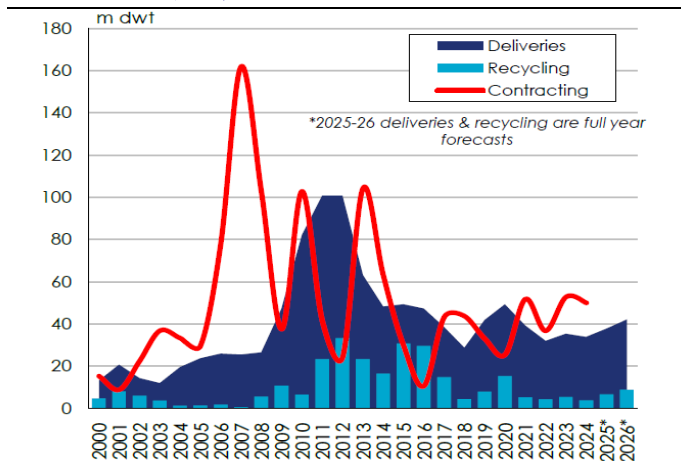
红海航线改道 2025 年可能持续，2026 年或逐渐恢复。Clarksons 预计 2025 年船队规模或增长约 3%，但航速降低、停租时间增加和港口拥堵等因素或限制市场下行空间。展望 2026 年，散货船船队规模预计增长约 3%，贸易量和吨英里数增长或因宏观经济改善而反弹。

图45： 全球干散货运量增长趋势放缓



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图46： 全球干散货船交付量上行



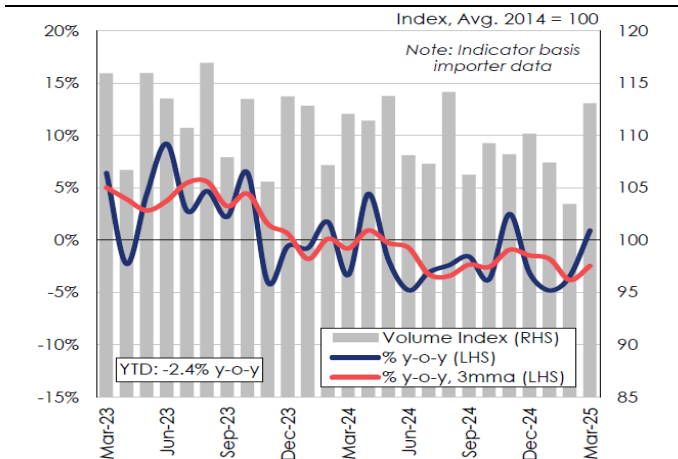
资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

3.2.3. 油船：油轮市场仍存在上行空间

油轮市场整体收益相对强劲，年初至今平均收益为 27000 美元/天，不过较 2022-24 年平均水平有所回落；4 月下旬平均加权收益约 35000 美元/日，高于 10 年平均水平 45%。

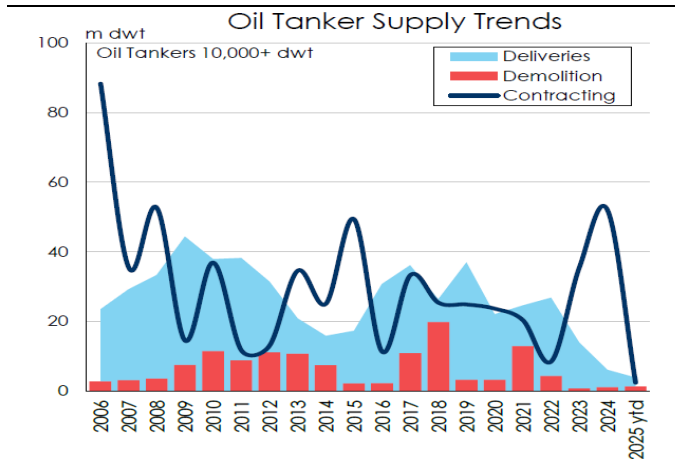
油轮市场前景复杂，贸易紧张局势间接影响石油贸易增长，地缘政治因素也增加了不确定性。但在特朗普大力支持美国本土传统化石能源产业、俄罗斯相关长距离贸易增长、美国制裁俄罗斯石油出口限制了全球原油油轮运力（目前被制裁原油油轮运力约占全球原油油轮船队的 14%，若计入更广义的“影子”船队，该比例将升至 24%）等一系列因素影响下，油轮市场尤其是原油油轮市场仍存在上行空间。Clarksons 预计 2025 年海运石油贸易量预计增长 0.5%，同时 VLCC 船队全年运力增速不足 1.5%，叠加老龄船淘汰与环保法规限制进一步压缩有效供给。整体来看，油轮市场供需紧平衡，若地缘风险延续，可能进一步推升运价。远期来看，受 2023 年以来油船订单大幅上升影响，根据 3 年交付周期计算，2026 年起油船造船完工量或逐渐增加，需要进一步观察。

图47: 全球海上油运量呈现下滑趋势



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图48: 全球油运能力供给或出现上行趋势



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

4. 301 调查：不惧挑战，看好中国造船长期竞争力

4.1. 新限制措施对中国造船业影响程度显著减弱

图49: 美国对华海事、物流和造船业 301 调查发展脉络



资料来源: Wind, USTR, 第一财经, 诚通证券研究所

2024年3月12日，包含美国钢铁工人联合会在内的五个美国全国性工会提交了一份请愿书，指控中国通过“非市场政策”主导全球海事、物流及造船业，威胁美国国家安全与商业利益，要求针对中国在海运、物流和造船行业寻求支配地位的行为、政策和做法进行调查。随后，美国贸易代表办公室（USTR）正式启动调查并开始征求公众意见，于2025年1月16日发布了一份调查报告，认定中国行为“不合理且限制美国贸易”，并在2月提出了包含加征港口费用、强制使用美国船舶等一系列拟议限制措施。3月24日和26日，USTR就拟议限制措施举办了公开

听证会，随后于4月17日推出了修改版限制措施，将于2025年10月14日起分阶段实施。

新版301限制措施是原方案的缩减版，将于2025年10月14日起开始实施。

第一阶段，①USTR将根据每次美国航程的净吨位，对中国船东和运营商征收费用，起始费用为每净吨50美元，逐年递增至每净吨140美元（2028年4月），且每船每年最多收取5次该费用；②根据净吨位或集装箱数量（取较高者）向运营中国建造船舶的船公司收取费用，起始费用为每净吨18美元或每TEU 120美元，逐年递增至每净吨33美元或每TEU 250美元（2028年4月），且每艘船舶每年最多收取5次该费用；③外国建造的汽车运输船将按汽车当量单位（CEU）评估，每CEU 150美元。第二阶段将从2028年4月开始，要求使用美国建造且运营的美国旗船舶运输一定比例的液化天然气（LNG）出口货物，到2047年4月将提高到15%，为行业留出适应时间。此外，USTR正在考虑对岸边起重机、中国制造集装箱等货物装卸设备加收特定关税。

表9： 美国对华海事 301 调查新旧限制措施对比

	类别	新措施	原措施
第一阶段 2025 年 10 月 14 日 起	①对中国船东和运营商收费	根据每次美国航程的净吨位收取： 每净吨 50 美元（2025/10/14） 每净吨 80 美元（2026/4/17） 每净吨 110 美元（2027/4/17） 每净吨 140 美元（2028/4/17） 每年最多收取 5 次	(a)其任何一艘船舶每次进入美国港口，最高收费 100 万美元； 或：(b)其任何一艘船舶每次进入美国港口，每净吨最高收费 1000 美元
	②对中国建造船舶收费	根据净吨位或集装箱数量（取较高者）： 每净吨 18 美元/每箱 120 美元（2025/10/14） 每净吨 23 美元/每箱 153 美元（2026/4/17） 每净吨 28 美元/每箱 195 美元（2027/4/17） 每净吨 33 美元/每箱 250 美元（2028/4/17） 每年最多收取 5 次	(a)每次最高收费 150 万美元； (b)根据运营商船队中中国造船船舶的占比收费： 若占比≥50%，每艘船舶每次进入美国港口收取 100 万美元；占比超过 25%但低于 50%的，每次每艘船最高收费 75 万美元；占比超过 0 但低于 25%的，每次每艘船最高收费 50 万美元； 或：(c)若运营商船队中中国造船船舶的占比≥25%，每艘船舶每次进入美国港口，运营商将被额外收取最高 100 万美元费用
	③对外国建造的汽车运输船收费	按船舶的汽车当量单位（CEU）收取： 每 CEU 150 美元（2025/10/14）	/
第二阶段 2028 年 4 月 17 日起	④要求用美国建造且运营的美国旗船运输一定比例的出口 LNG	由美国运营的美国旗船舶运输： 从 2028 年 4 月 17 日至 2029 年 4 月 16 日：1% 由美国建造且运营的美国旗船舶运输： 从 2029 年 4 月 17 日至 2031 年 4 月 16 日：1% 从 2031 年 4 月 17 日至 2032 年 4 月 16 日：2% 从 2032 年 4 月 17 日至 2034 年 4 月 16 日：3% 从 2034 年 4 月 17 日至 2036 年 4 月 16 日：4% 从 2036 年 4 月 17 日至 2038 年 4 月 16 日：6% 从 2038 年 4 月 17 日至 2041 年 4 月 16 日：7% 从 2041 年 4 月 17 日至 2043 年 4 月 16 日：9% 从 2043 年 4 月 17 日至 2045 年 4 月 16 日：11% 从 2045 年 4 月 17 日至 2047 年 4 月 16 日：13% 从 2047 年 4 月 17 日起：15%	自行动生效之日起，所有美国货物必须遵循以下规定： (a)每年通过船舶出口的美国产品中，至少 1%的货物须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输； (b)2 年后，每年通过船舶出口的美国产品中，至少 3%的货物须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输； (c)3 年后，每年通过船舶出口的美国货物中，至少 5%须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输，其中 3%必须由美国运营商使用美国建造且悬挂美国国旗的船舶运输； (d)7 年后，每年通过船舶出口的美国货物中，至少 15%须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输，其中 5%必须由美国运营商使用美国建造且悬挂美国国旗的船舶运输

资料来源：USTR，诚通证券研究所

我们认为，新限制措施方案避免了过激措施对产业的严重冲击。从受影响船只范围来看，据 Clarksons 测算，新限制措施仅影响所有国际航行船舶在美国港口停靠艘次的 9%，相较于原提案影响 43%的艘次大幅降低，其中集装箱船受影响比例从 83%大幅降低至 7%。从收费力度来看，相较于原方案中针对中国建造船舶的

每航程高达数百万美元的重复收费，新方案通过取消固定收费、规定按程收费、费用不可叠加、设置收费次数上限、取消根据在华新船订单比例收费、保护近海和小型航运等措施，力度大幅减弱。

根据我们的测算，以往返于上海—美西/美东的中国建造 1 万 TEU 集装箱船为例，2028 年 4 月费用达到最高水平（每 TEU 收费 250 美元）后：①假设上海—美西运价为 1000 美元/TEU，每年航行 10 个往返（双向贸易），一年收入为 1 万 TEU×1000 美元/TEU×20 航次=2 亿美元，每年最高交费 5 次即 5 次×1 万 TEU×250 美元/TEU=1250 万美元，费用占比约 6.25%；②假设上海—美东运价为 1500 美元/TEU，每年航行 6 个往返（双向贸易），一年收入为 1 万 TEU×1500 美元/TEU×12 航次=1.8 亿美元，每年最高交费 5 次即 5 次×1 万 TEU×250 美元/TEU=1250 万美元，费用占比约 6.94%。新措施相关收费约占该船总收入的 6-7%，而根据旧方案的测算可能高达 20-30%，新方案费用对相关船舶收入利润的挤压程度明显降低。

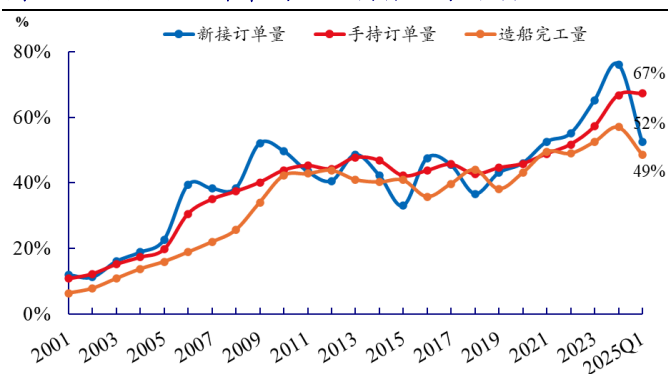
同时我们预计，新方案实施后，船舶运营商或可通过将中国建造船舶分配至非美航线、利用“5 次收费上限”通过规模效应分散费用、利用“近海豁免”条款开展近海转运等方式规避或减轻受到的负面影响。综合以上分析，我们认为就中国造船业而言，新版 301 措施针对性和冲击性明显减弱，中国造船业面临的不确定性有望得到一定缓解。

4.2. 竞争格局：中国造船业份额保持全球首位

以 DWT 来计，2025 年第一季度中国新接订单量占全球份额为 52.48%，较 2024 年全年 76.17%的水平下滑 23.69pct；在手订单量份额为 67.25%，较 2024 年末 66.81%水平略微上升 0.44pct；造船完工量份额为 48.69%，较 2024 年全年 57.02%水平下降 8.33pct。

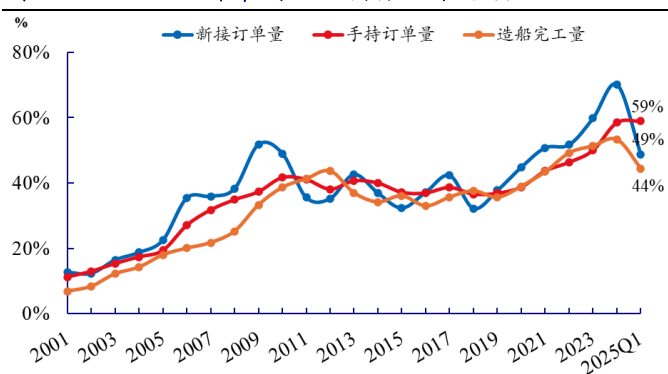
以 CGT 来计，新接订单量占全球份额为 48.81%，较 2024 年全年 70.15%的水平下滑 21.34pct；在手订单量份额为 58.96%，较 2024 年末 58.54%水平略微上升 0.42pct；造船完工量份额为 44.45%，较 2024 年全年 53.31%水平下降 8.86pct。

图50：按 DWT 计中国三大指标全球份额



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

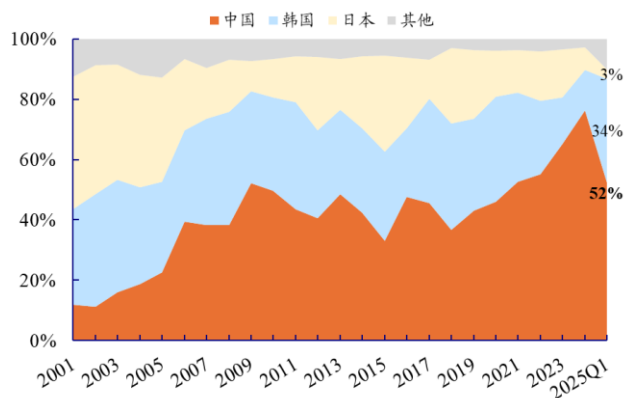
图51：按 CGT 计中国三大指标全球份额



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

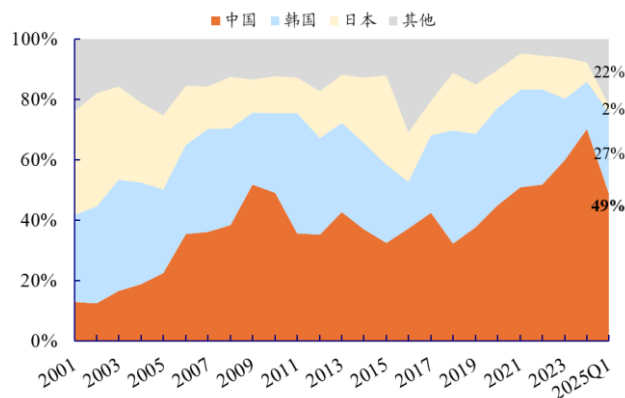
分国别来看，2025 年第一季度韩国新接订单量份额有所上升，按 DWT 计份额达 34.16%，较 2024 年 13.58%水平上升 20.58pct；按 CGT 计份额为 26.84%，较 2024 年 15.76%水平上升 11.08pct。2025 年第一季度韩国造船业新接订单份额增长显著，我们判断部分原因是某些船东为规避美国对华造船行业 301 调查的不确定性，将部分订单向韩国船企转单所致。

图52：按 DWT 计中国新船订单份额居全球第一



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图53：按 CGT 计中国新船订单份额居全球第一



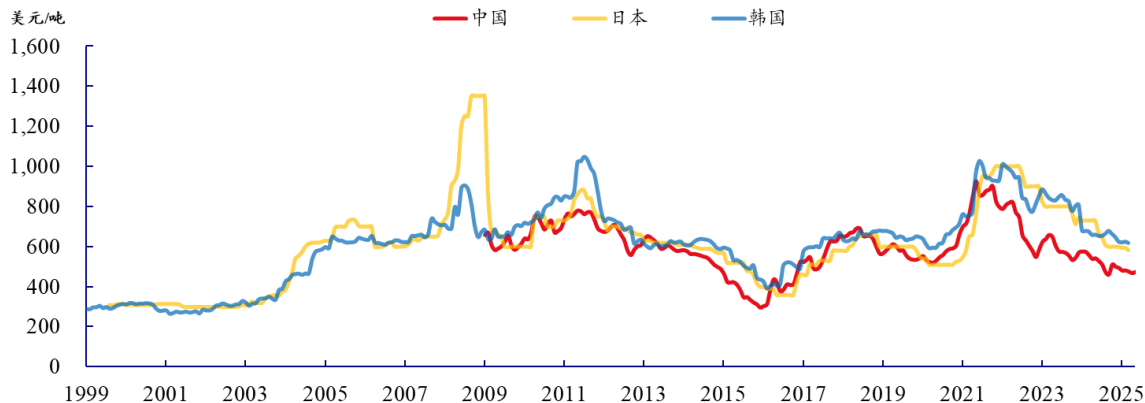
资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

4.3. 日韩等国无力大范围承接中国外溢订单，看好中国造船长期竞争力

分国家来看，日韩产能扩张受限，难以大范围承接中国外溢订单。从产能角度来看，日本船厂的产能已经整体收缩，2024 年以 CGT 计交付量约占全球 11.78%，航运巨头日本邮船首席执行官 Takaya Soga 称“日本造船业已接近满负荷运转，交船期已排至 2028 年”；韩国方面，由于本土土地空间局限、劳动力短缺等问题，HD 现代等船企将目光投向了海外，但相关项目却频繁受阻。自 2018 年动工以来，沙特阿美与 HD 现代联合投资 56 亿美元的全球最大单体船厂 International Maritime Industries (IMI) 以及 Makeen 船用发动机工厂建设项目建成投产时间已多次延期，其中预计于 2020 年年底启动主要生产业务的船厂至今仍未完成、2024 年 9 月发动机工厂建设工程完成率仅约为 40%，充分暴露了韩国船企海外扩产计划常常面临的当地建设企业工程进度滞后、材料供应不及时等问题。

不仅如此，从成本角度来看，日韩船厂普遍面临造船工人短缺、钢铁成本远高于中国等压力，这些均显现出两国船厂发展的局限性。以美元计，2025 年 3 月中国 20mm 造船板价格为 474.20 美元/吨。日本造船板价格为 582.50 美元/吨，韩国造船板价格为 616.95 美元/吨，日韩造船板价格分别比中国高出 22.84%/30.10%，钢铁成本明显处于劣势。为扩产能，HD 现代于 2022 年 10 月决定重启早已关闭的群山造船厂，但截至 2023 年底仍未实现“第一年年产船舶分段 10 万吨”的目标，雇佣人数也不到 1000 人，远远低于整船建造所需的最少人力 3000 人，劳动力短缺现象显著。

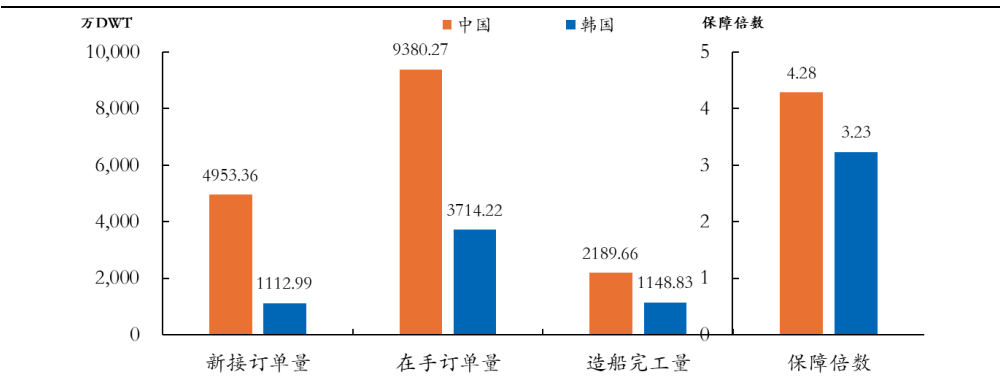
图54：中日韩造船板价格对比



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

从保障倍数（在手订单覆盖率，即在手订单量除以上年度造船完工量）来看，日韩保障倍数较中国偏低、仍有一定承接新订单的能力。Clarksons 数据显示，2024 年中国新接订单量 4953.36 万 CGT，在手订单量 9380.27 万 CGT，造船完工量 2189.66 万 CGT，保障倍数约 4.28；韩国新接订单量 1112.99 万 CGT，在手订单量 3714.22 万 CGT，造船完工量 1148.83 万 CGT，保障倍数约 3.23。从保障倍数差异来看，韩国保障倍数较中国低约 1 年，潜在承接能力约可粗略对应韩国造船业 1 年产能水平，即 1150 万 CGT 左右。因此我们认为，短期内受政策和市场情绪影响，韩国或承接了部分来源于中国的转单；但从长期来看，在韩国产能扩张受限、劳动力和原材料成本高昂的情况下，随着韩国船企保障倍数逐步上升，其吸引订单的能力将再度弱化，理论上无力填补中国占全球超 50% 的产能空白。

图55： 中韩造船业三大指标及保障倍数对比



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

美国造船产能则更加有限，且大部分产能被用于军船建造。自 20 世纪 80 年代起，美国逐步将造船业定位为“非战略产业”，导致其商船建造能力大幅萎缩。大西洋集装箱航运公司（ACL）在写给 USTR 的信中提到，其在 2012 年试图向美国的造船厂订购新一代货船时被告知“由于产能已被美国海军订单排满，至少 7 年内无法开始建造 ACL 的船只”，可见美国极度缺乏商船产能。

5. 相关标的

鉴于本轮船舶朱格拉周期还在上行的早期阶段，存量船队老龄化程度仍在高位，绿色船型发展趋势确定，船舶行业长景气周期仍在延续。主要涉及标的有：中国船舶集团旗下的国资船企（中国船舶、中国重工、中船防务、及零部件企业中国动力、中国海防）、民营船厂黑马松发股份（恒力重工）、民营零部件企业亚星锚链等。

表10： 重点公司财务及估值

证券代码	公司简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600150.SH	中国船舶*	1347.99	30.14	0.81	1.57	2.02	60	19	15
601989.SH	中国重工	989.61	4.34	0.06	0.16	0.32	418	27	14
600685.SH	中船防务	264.01	24.83	0.27	0.68	1.15	159	36	22
600482.SH	中国动力	490.65	21.78	0.62	0.98	1.39	50	22	16
600764.SH	中国海防	208.00	29.27	0.32	0.50	0.67	60	59	44
601890.SH	亚星锚链	89.13	9.29	0.29	0.32	0.38	29	29	24

（带*为诚通机械行业覆盖标的，其余公司均采用 Wind 一致预期，市值为报告日市值）

资料来源：Wind，诚通证券研究所

6. 风险分析

1. **全球贸易摩擦带来的风险。**一方面，全球贸易摩擦可能在短期内影响海运贸易量，另一方面，全球贸易摩擦可能带来深层次产业重构，若逆全球化趋势加强且发达国家都追求制造业回流与再工业化，则对部分商品的长距离运输构成负面影响；
2. **红海航道危机得到缓解，运距下滑导致船队需求下降。**自 2023 年下半年起，红海航道危机导致商船大量绕行南非好望角，平均运距大幅增加推升海运需求。若红海航道通行量得到恢复，则可能降低海运需求；
3. **全球新造船价格水平维持历史高位，可能导致船东购船意愿减弱。**全球主力船型的价格水平已连续 6 个月处于 2008 年以来历史高位，且价格进一步大幅上行的空间有限，使得船东可能产生观望心态、减弱购船意愿；
4. **新造船市场新接订单水平具有脉冲性，存在短期间内冲高或下降的可能性。**我们对造船周期的判断主要基于历史造船完工量，本质上是对新接订单的平滑处理，因此未能准确考虑新接订单的波动性；
5. **运价被部分市场人士视为新造船订单的前瞻性指标，若出现大幅波动将给订单和市场情绪造成影响；**
6. **美对华造船行业 301 调查限制措施对中国造船业的影响程度仍不明晰。**

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>