

2025 年 08 月 12 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 11 日
收盘价（元）	6.72
一年内最高/最低（元）	8.11/5.32
总市值（百万元）	18,439.15
流通市值（百万元）	14,425.49
总股本（百万股）	2,743.92
资产负债率（%）	55.87
每股净资产（元/股）	5.98

资料来源：聚源数据

中远海特(600428.SH)

——特种船龙头底盘稳，船队扩张重视成长+红利

投资要点：

- **全球特种运输船龙头，新增运力助力业绩成长。**中远海特作为中远海运集团战略产业集群之一，拥有载重吨位和船型最全、货物吨位覆盖最广、装卸方式最多样的特种运输船队，综合实力世界一流。2024 年，公司累计接入 27 艘船舶，船队规模总计达 151 艘，合计 614.60 万载重吨。2025-2026 年，公司新船交付总量预计达 65 艘（总计运力 375 万 DWT，相当于 2024 年底公司船队运力的 61%），船队规模将迅速扩大，支撑业绩成长。
- **多用途重吊船稳定业绩基本盘，纸浆船队增长迅速。**整个大多用途船舶板块是公司的业绩基本盘，包括多用途船、重吊船和纸浆船，贡献了公司 61.1% 的营收（2024 年）。多用途船和重吊船作为公司传统优势业务，2024 年分别实现营收 36.15 亿元和 22.31 亿元，为公司业绩提供稳定支撑，而纸浆船作为发展中业务，2024 年实现营收 44.08 亿元。当前红海改道及集装箱船溢出效应叠加中国制造业出海提速，多用途重吊船市场需求稳中有增。公司纸浆船业务受益于船队快速扩张、国内纸浆消费量稳定增长及海外浆厂的扩产计划，预计将成为主要业绩增量之一。供给侧，受制于船龄老化与环保合规要求，运力紧张格局预计在中短期内仍将持续。
- **汽车船船队扩张迎增量，基本面稳健。**2024 年，公司汽车船业务实现营收 14.04 亿元（同比增长 1680%）。公司汽车船船队是此次船队扩张的重点，预计至 2026 年或将扩张至 30 艘，将为汽车船业务带来较为可观的增量。汽车船市场基本面稳健，短期内供给端趋松，但老旧非环保船舶的更新或为运费水平提供支撑。
- **高壁垒稳固盈利能力，半潜船市场或存政策红利。**半潜船作为特种运输船型，技术壁垒高，市场集中度高，竞争风险小。公司半潜船期租水平和单吨毛利长期高于其他大部分船队，业务盈利能力较强。在海工市场景气 and "深海经济"政策红利驱动下，半潜船业务有望迎来新增长极。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.84/21.62/22.81 亿元，同比增速分别为 23.06%/14.78%/5.53%，当前股价对应的 PE 分别为 9.79/8.53/8.08 倍。鉴于公司船队规模快速扩张，未来业绩增量可观，且假设在未来三年维持 50%分红率的情况下，公司兼具 5-6% 股息率，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**汽车出口不及预期风险；航运市场运价大幅波动风险；宏观经济下滑风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,007	16,780	21,875	27,053	28,183
同比增长率（%）	-1.64%	39.76%	30.36%	23.67%	4.18%
归母净利润（百万元）	1,064	1,531	1,884	2,162	2,281
同比增长率（%）	29.67%	43.82%	23.06%	14.78%	5.53%
每股收益（元/股）	0.39	0.56	0.69	0.79	0.83
ROE（%）	9.22%	12.16%	11.06%	11.94%	11.85%
市盈率（P/E）	17.33	12.05	9.79	8.53	8.08

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

中远海特作为特种船经营的龙头公司，拥有载重吨位和船型最全、货物吨位覆盖最广、装卸方式最多样的特种船队。近年，公司船队加速扩张，公司业绩或因此受益。在新增运力逐渐投产的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 18.84/21.62/22.81 亿元，同比增速分别为 23.06%/14.78%/5.53%，当前股价对应的 PE 分别为 9.79/8.53/8.08 倍。鉴于公司船队规模快速扩张，未来业绩增量可观，且假设在未来三年维持 50%分红率的情况下，公司兼具 5–6%股息率，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 航运业务板块：我们预计 2025–2027 年航运业务板块营收分别同比 +32.63%/+24.99%/+4.06%，为 203.61/254.48/264.82 亿元。
- 2) 非航运业务板块：我们预计 2025–2027 年非航运业务板块营收分别同比 +6.00%/+6.00%/+6.00%，为 15.14/16.05/17.01 亿元。

投资逻辑要点

中远海特作为特种船经营的龙头公司，拥有载重吨位和船型最全、货物吨位覆盖最广、装卸方式最多样的特种船队。我们预计在公司船队加速扩张的背景下，公司业绩或将快速增长。同时，假设在维持未来三年维持 50%分红率的情况下，公司兼具 5–6%股息率。

核心风险提示

汽车出口不及预期风险；航运市场运价大幅波动风险；宏观经济下滑风险

内容目录

1. 全球特种船龙头，船队快速扩张.....	6
1.1. 世界一流的特种船队，“三核三链”助力战略转型.....	6
1.2. 新增运力助力未来增量，航线网络布局全球.....	8
1.3. 传统业务稳定基本盘，新兴业务贡献重要增量.....	10
1.4. 财务费用增长温和，分红比例稳中有增.....	12
2. 多用途船：需求稳中有增，运力紧张支撑运价.....	13
2.1. 需求端：需求稳中有增.....	14
2.2. 供给端：运力增长有限，运力紧张支撑运价.....	16
3. 汽车船：我国出口带动需求，供给趋松但有支撑.....	18
3.1. 需求端：我国汽车出口提速，需求侧仍存缺口.....	19
3.2. 供给端：供给趋松，老旧非环保船队将提供部分支撑.....	20
4. 半潜船：高壁垒稳固盈利能力，或享政策红利.....	21
4.1. 需求端：海工景气和深海热点拉动需求.....	22
4.2. 供给端：高壁垒叠加船队老龄化，供给趋紧.....	23
5. 盈利预测与评级.....	24
5.1. 核心假设.....	24
5.2. 盈利预测和投资评级.....	24
6. 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 公司重要历史事件	6
图表 2: 公司股权结构图（截至 2025 年 4 月 29 日）	6
图表 3: 2021-2023 年运输货种结构	7
图表 4: 2024 年运输货种结构	7
图表 5: 公司聚焦“三核三链”战略	8
图表 6: 2021-2024 年，纸浆船船队规模实现翻倍增长，其他船队规模相对稳定	8
图表 7: 公司 2025-2026 年汽车船、纸浆船、多用途重吊船队迎来新船集中交付（艘）	9
图表 8: 公司航线网络覆盖全球	9
图表 9: 2024 年，公司业绩表现亮眼，营收增速达 37.57%	10
图表 10: 多用途与重吊船稳固营收（亿元）基础，纸浆与汽车船业务持续拓展	11
图表 11: 公司成本结构刚性较强，燃油成本和港口使费稳定贡献主要成本	11
图表 12: 多用途船、重吊船、纸浆船和半潜船贡献主要毛利，汽车船毛利增量明显但体量较小（亿元）	12
图表 13: 2020-2024 年各船型毛利率（%）变化情况，重吊船、半潜船、纸浆船、汽车船为公司毛利提供稳定支撑	12
图表 12: 因规模扩张，2024 年费用增长较快	13
图表 13: 2020-2024 年，公司股利支付率稳中有增	13
图表 14: 多用途船一般都配有船吊，具有自装卸能力	13
图表 15: 重吊船配有起吊能力更强的吊机，可装卸重量更大的货物	14
图表 16: 多用途船市场明显较集装箱和散运市场更稳定（单位：美元/天）	14
图表 17: 集装箱船定期租船费率指数再次走高	15
图表 18: 多用途船市场定期费率同样有所回升	15
图表 19: 世界海运钢铁产品贸易稳中有升	16
图表 20: 世界海运纸浆和纸张贸易整体上行	16
图表 21: 中国纸浆生产量持续低于消费量	16
图表 22: 截至 2025 年 2 月，船龄 20 年及以上多用途船占比达 44%	17
图表 23: IMO 在不同阶段制定了目标和法规措施，逐步推动航运脱碳	17
图表 24: 造船产能紧张叠加高船价下回本时间变长，新造船订单增长乏力	18
图表 25: 2024 年后，多用途船运力增速趋缓	18

图表 26: 多用途船新造船价格仍居历史高位	18
图表 27: 近 2 年多用途船交付量和拆解量差距缩小, 船队数量进出基本持平	18
图表 28: 2024 年美国稳居全球最大汽车海运进口国	19
图表 29: 中国超越日本成为世界最大的汽车海运出口国	19
图表 30: 2024 年后, 预计世界海运汽车贸易量增速明显趋缓	19
图表 31: 1 年期汽车船租金有所回落	19
图表 32: 2024 年以来, 汽车船船队规模扩张速度显著提高	20
图表 33: LNG 动力船舶和甲醇动力船舶的订单占据主导地位, 传统船舶的订单量相对较 少	20
图表 34: 汽车船 D、E 级船舶所占比例逐年提高	21
图表 35: 船体可通过压载水下沉, 以方便设备装卸、运输与安装	22
图表 36: 2024 年全国海洋生产总值达 10.54 万亿元, 比上年增长 5.9%, 占 GDP 比重 7.8%	23
图表 37: 2024 年海洋产业增加值构成图	23
图表 38: Top6 公司半潜船队数量占总量比重超 70%, 市场集中度高 (截至 2025 年 5 月)	23
图表 39: 半潜船队老龄化严重 (截至 2025 年 5 月)	23
图表 40: 中远海特估值模型核心假设	24

1. 全球特种船龙头，船队快速扩张

1.1. 世界一流的特种船队，“三核三链”助力战略转型

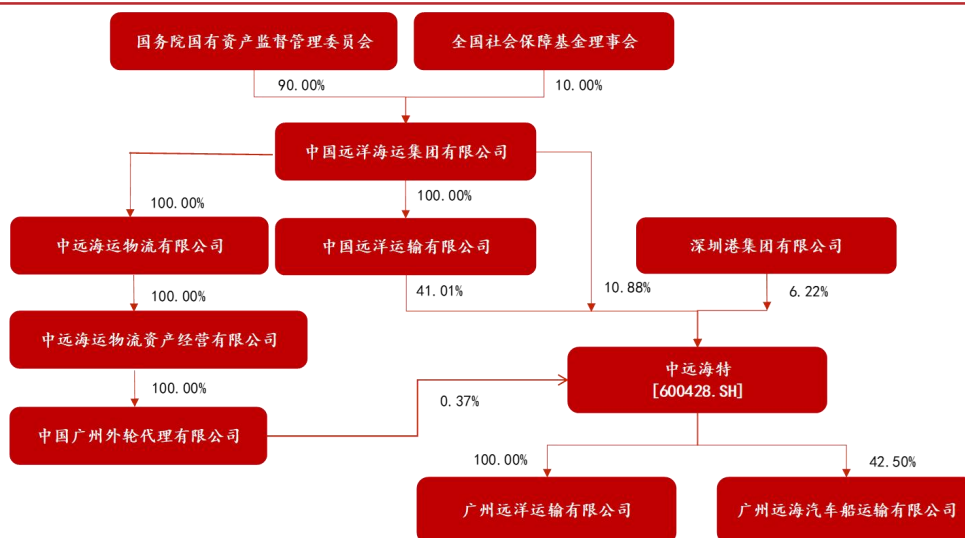
中远海特是中国远洋海运集团的战略产业集群之一，前身为新中国第一家国有远洋运输企业——广州远洋运输公司。公司成立于 1999 年 12 月 8 日，2002 年 4 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市。截至 2025 年 4 月 29 日，中国远洋运输有限公司直接持有公司股份的 41.01%，是公司的直接控股股东；中国远洋海运集团有限公司合计持有公司股份的 52.27%，是公司的间接控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

图表 1：公司重要历史事件

时间	事件
1961	中远海运特运前身——中国远洋运输公司广州分公司成立
1999	整合优质资源，中远航运股份有限公司成立
2002	公司于 2002 年 4 月 18 日在上海证券交易所上市
2005	公司在香港设立全资子公司中远航运（香港）投资发展有限公司
2013	公司收购广州远洋运输有限公司 100% 股权
2016	正式更名为“中远海运特种运输股份有限公司”
2020	公司在海南洋浦经济开发区设立洋浦中远海运特种运输有限公司
2022.8	公司与上港集团、上汽集团下属子公司共同投资成立广州远海汽车船运输有限公司
2022.12	公司在广州南沙成立全资子公司，主营国际航运业务
2024.4	公司对广州远海汽车船运输有限公司完成了非同一控制下的企业合并

资料来源：中远海运特运公众号，信德海事公众号、ifind 等，华源证券研究所

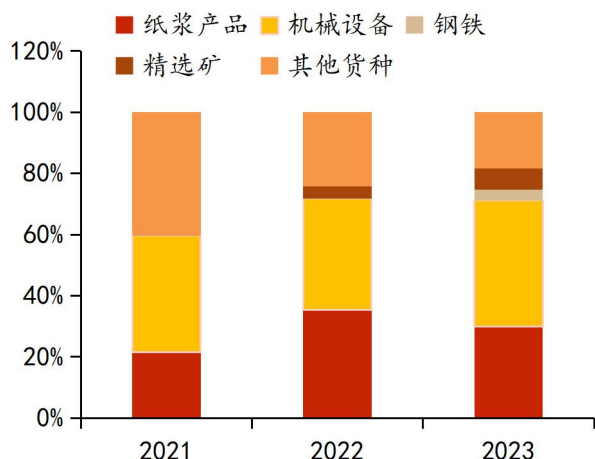
图表 2：公司股权结构图（截至 2025 年 4 月 29 日）



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

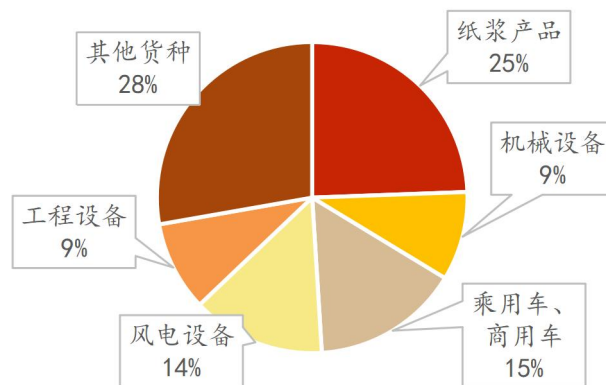
主营特种船海上运输业务，致力打造世界一流特种船队。公司目前经营管理船队类型包括多用途船、重吊船、半潜船、汽车船、纸浆船、沥青船、木材船，拥有载重吨位和船型最全、货物吨位覆盖最广、装卸方式最多样的特种船队，综合实力居世界前列。公司主营特种船海上运输业务，长期从事包括风电设备、纸浆、乘用车、工程车辆、港口机械、钻井平台等远洋运输市场中超长、超重、超大件以及有特殊运载、装卸要求的货载运输。

图表 3：2021-2023 年运输货种结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2024 年运输货种结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

聚焦“三核三链”，寻求新的布局和突破。公司聚焦“三核三链”，围绕产业化经营、产业链经营、效益专精三大战略主题，寻求新的布局和突破，以促进特种船转型升级。在“三核”方面，公司凭借船队优势重点布局，聚焦新能源产业、中国先进制造业、战略性大宗商品三大核心业务主线；在“三链”方面，公司以纸浆物流、工程项目物流、汽车物流三大核心产业链为抓手，积极拓展纸浆物流产业链上下游及配套服务，为工程项目物流产业链提供整体解决方案，实现汽车物流产业链全程服务覆盖。

图表 5：公司聚焦“三核三链”战略

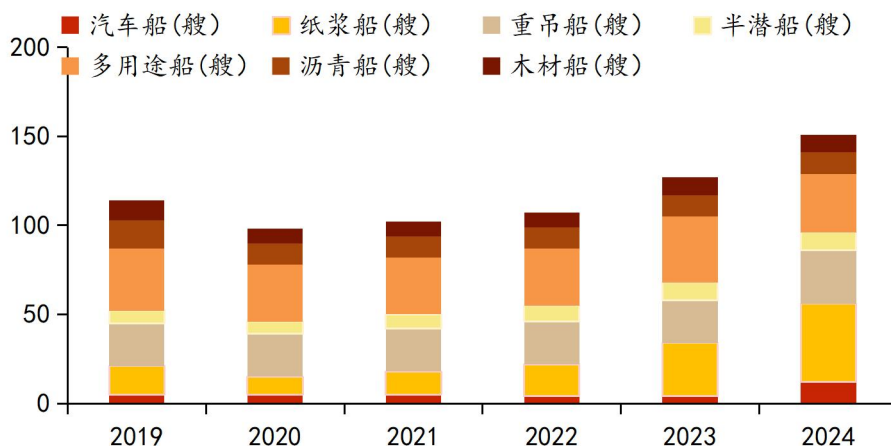


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 新增运力助力未来增量，航线网络布局全球

中远海特种船队规模加速扩张，特种船队综合实力稳居全球第一。2024 年，公司累计接入 27 艘船舶，船队规模总计达 151 艘，合计 614.60 万载重吨，运力规模创历史新高。其中半潜船队、重吊船队持续领跑全球，纸浆船队跃居世界第二，汽车船队加速迈向第一梯队。2025 年，公司预计接收新船 53 艘，新增运力预计达 317.2 万载重吨。随着公司船队规模加速扩张，新增运力逐渐投产，公司未来业绩或将因此受益。2025 年，公司计划至少完成总货运量 2150 万吨，总货运量增速预计达 16.25%。

图表 6：2021-2024 年，纸浆船船队规模实现翻倍增长，其他船队规模相对稳定

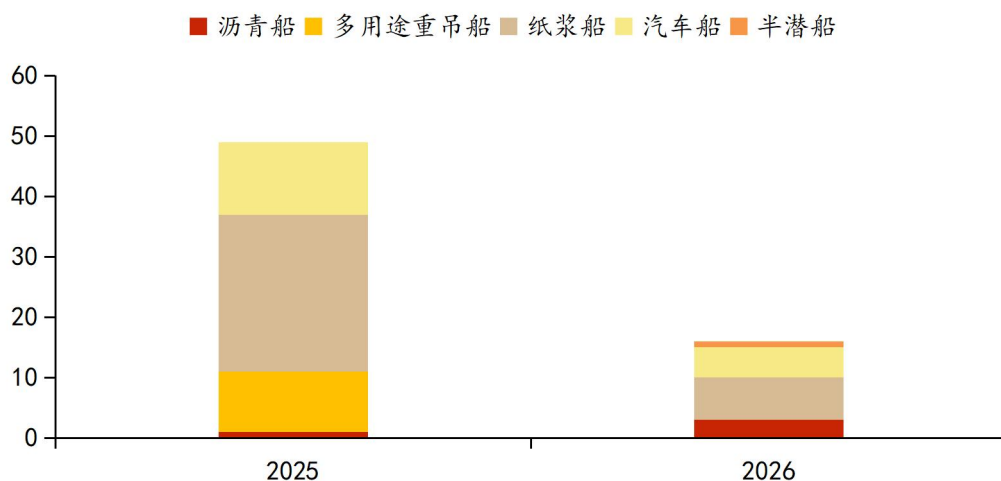


资料来源：公司年报，华源证券研究所

新造船订单迎来交付高潮。2025-2026 年，公司新船交付总量预计达 65 艘（总计运力 375 万 DWT，相当于 2024 年底公司船队运力的 61%），船队规模将迅速扩大。分船型来看，

此次交付重心放在了纸浆船和汽车船上（分别占新船交付总量的 50.77%和 26.15%），与之相关的业务或将受益于运力增长，迎来新增量。

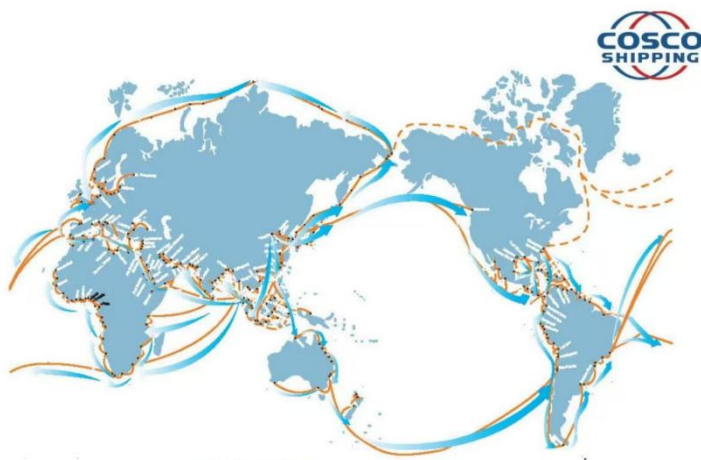
图表 7：公司 2025-2026 年汽车船、纸浆船、多用途重吊船队迎来新船集中交付（艘）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

航线网络辐射全球。依托中国远洋海运集团完善的全球化服务，中远海特铸就了网络服务优势与品牌优势，形成了覆盖全球六大洲的航线网络。截至 2024 年 12 月 31 日，以远东为依托，公司在欧洲航线、美洲航线、非洲航线、泛印度洋航线、泛太平洋航线上已经形成了较强的规模优势。公司积极开拓了大西洋航线、澳新航线等新航线，靠泊于 160 多个国家和地区的 1600 多个港口。同时,公司是全球唯一具备北极和南极两个极地航线成功运营经验的航运公司。

图表 8：公司航线网络覆盖全球



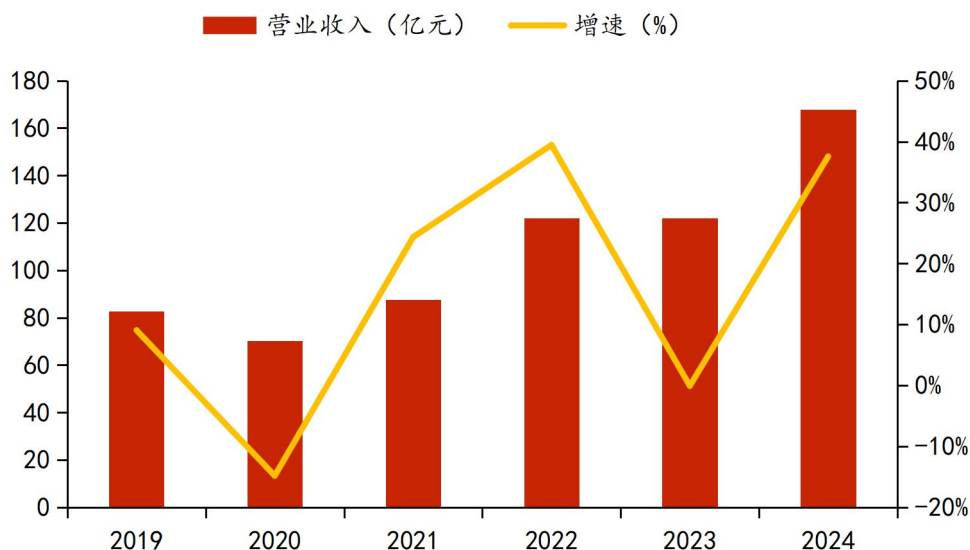
资料来源：中远海特特运公众号，华源证券研究所

1.3. 传统业务稳定基本盘，新兴业务贡献重要增量

公司传统优势业务稳定业绩基本盘。2024 年，公司实现营业收入 167.8 亿元，同比增长 37.57%。分船型来看，公司传统优势船型多用途船、重吊船和半潜船业务营收稳中有进。受益于风电设备和先进制造出口货运量的增量，公司多用途船业务实现营收 36.15 亿元（同比增长 6.89%），重吊船业务实现营收 22.31 亿元（同比增长 5.83%）。此外，公司半潜船业务实现营收 26.36 亿元（同比增长 29.09%）。

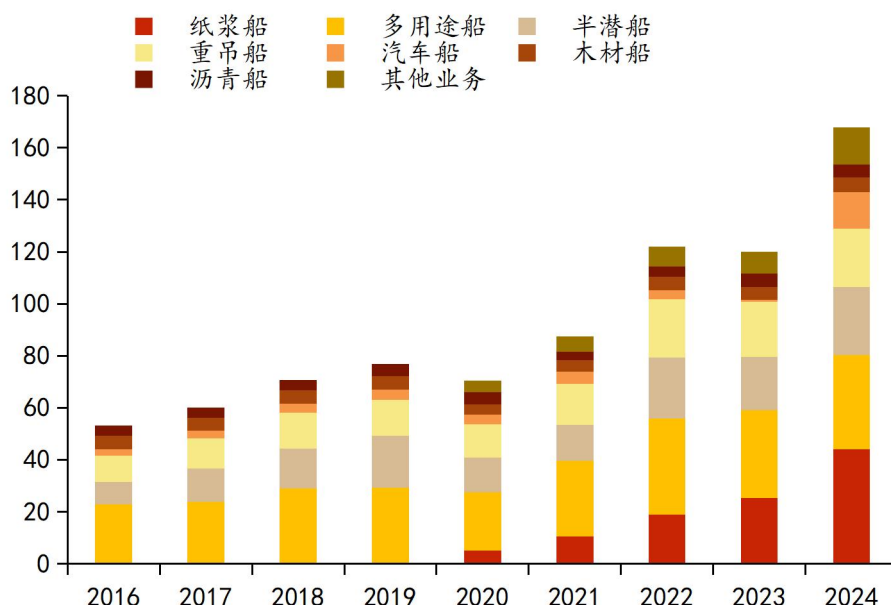
纸浆船和汽车船业务贡献重要增量。2024 年，纸浆船业务实现营收 44.08 亿元，同比增长 73.61%，营收规模已超越多用途船业务；汽车船业务实现营收 14.04 亿元，同比增长 1680.47%。这一显著增长主要归因于运力重点投放与运价水平提升。运力投放方面，公司船队扩张聚焦于纸浆船和汽车船。2024 年新增船舶中，纸浆船占比达 58.33%，汽车船占比达 33.33%；运价水平方面，纸浆船和汽车船船队的期租水平同比显著上涨，增幅分别达到 32.25%和 238.56%。

图表 9：2024 年，公司业绩表现亮眼，营收增速达 37.57%



资料来源：中远海特特运公众号，华源证券研究所

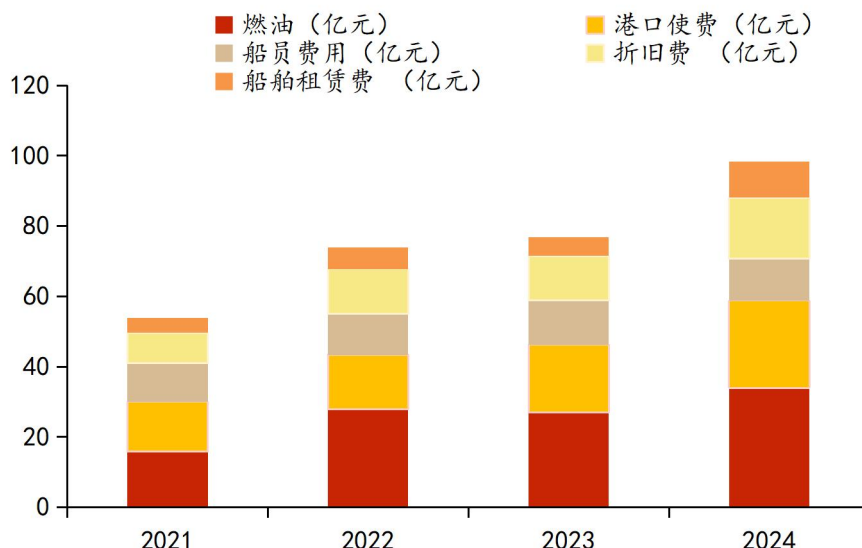
图表 10：多用途与重吊船稳固营收（亿元）基础，纸浆与汽车船业务持续拓展



资料来源：ifind，华源证券研究所

成本增速小于营收增速，利润空间得以保证。2024 年，因公司船队规模和货运量增加导致公司航次运行费用、船舶折旧费等成本增加，公司实现营业成本 131.16 亿元，同比增长 30.42%。公司营业成本增速与整体业务量增速相一致，且低于营业收入增速（37.57%），增速相对温和，保证一定的利润空间。

图表 11：公司成本结构刚性较强，燃油成本和港口使费稳定贡献主要成本

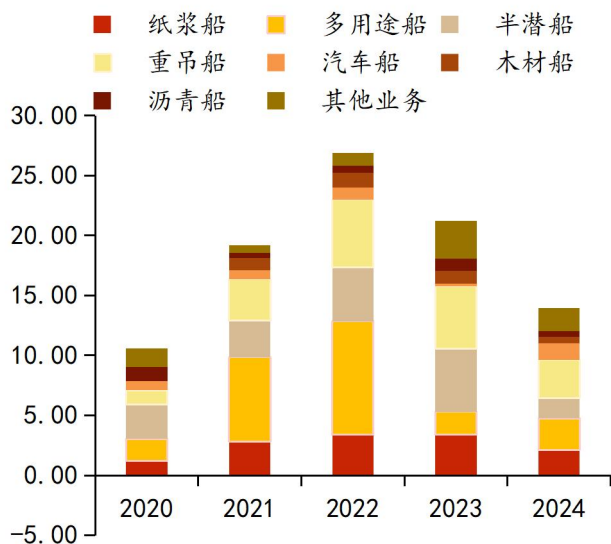


资料来源：ifind，华源证券研究所

各船型盈利能力有所差异。2024 年公司航运主业实现毛利 33 亿元（同比增长 82.66%），占毛利总额的 90.17%，仍是公司毛利的主要来源。非航运主业毛利为 4 亿元（同比增长

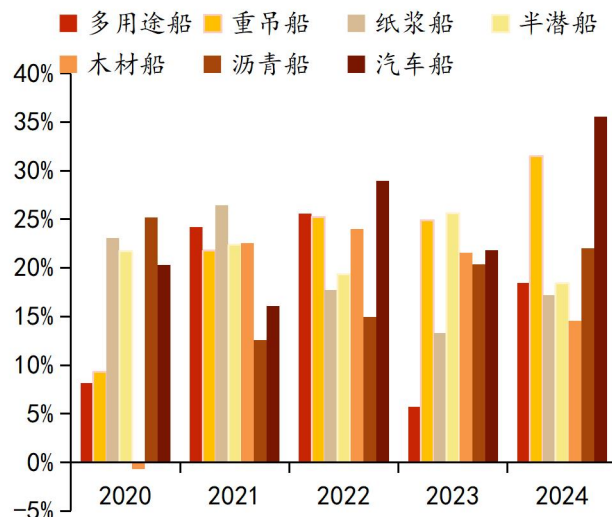
15.28%)，整体贡献有限。分船型来看，多用途船、重吊船、纸浆船是毛利贡献的主力。从毛利率角度来看，汽车船、纸浆船、半潜船、沥青船的毛利率相对稳定，而多用途船、重吊船、木材船毛利率波动较大，为公司整体毛利带来一定不确定性。近年来，汽车船、重吊船的毛利率提升明显，其中汽车船毛利率在 2024 年达到 36%，成为各船型之首。

图表 12：多用途船、重吊船、纸浆船和半潜船贡献主要毛利，汽车船毛利增量明显但体量较小（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 13：2020-2024 年各船型毛利率（%）变化情况，重吊船、半潜船、纸浆船、汽车船为公司毛利提供稳定支撑



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

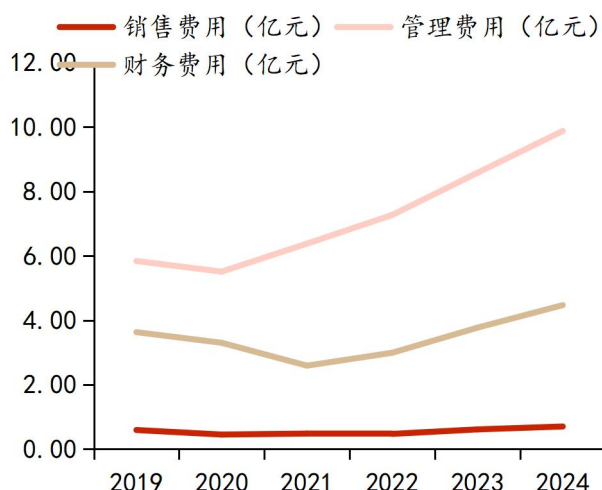
1.4. 财务费用增长温和，分红比例稳中有增

2024 年，因公司船队规模、经营规模扩张，公司销售费用和管理费用增长较快，分别同比增长 14.75%和 15.15%，但总量均被控制在 10 亿元以下，费用控制表现良好。

分红率过去两位稳定在 50%。公司在 2020 年开始稳定分红，其中，2020-2021 年的分红率维持在 35%左右，2022 年提升至约 42%，并出台公司未来三年股东分红回报规划（2023-2025 年）；2023 年公司分红率提至 50%，并在 2024 年维持。

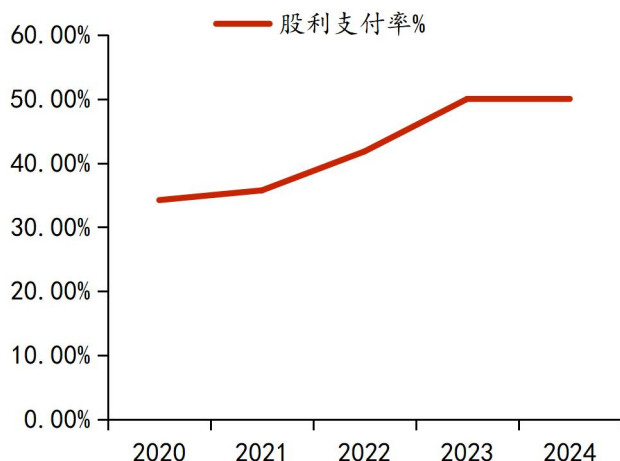
定增项目耗时 2 年终落地。2023 年 3 月，公司发布定增项目预案，该项目预计募集 35 亿元用于租赁 29 艘纸浆船，建造 1 艘 6.5w 吨半潜船以及补充流动资金。2024 年 12 月，该项目获中国证监会批准。2025 年 3 月，公司公告宣布已完成 35 亿元募资。定增项目落地后，公司运力规模有望持续扩张，为业绩带来新增量，且现金流情况或有所改善，进一步支撑分红水平。

图表 12：因规模扩张，2024 年费用增长较快



资料来源：iFind、公司年报、华源证券研究所

图表 13：2020-2024 年，公司股利支付率稳中有增



资料来源：iFind、华源证券研究所

2. 多用途船：需求稳中有增，运力紧张支撑运价

多用途船通常配有一定起货能力的船吊，既能装载一般件杂货、机械设备、散货，又能装载集装箱。历史上多用途市场周期与集装箱和散货市场保持一定的联动性，周期波动幅度显著小于集装箱市场。重吊船本质上属于多用途船的一种，不同之处在于，重吊船更强调起货能力，一般配备起吊能力达几百吨的重吊，适合装载和运输大型机械、设备和大型项目货载。

图表 14：多用途船一般都配有船吊，具有自装卸能力



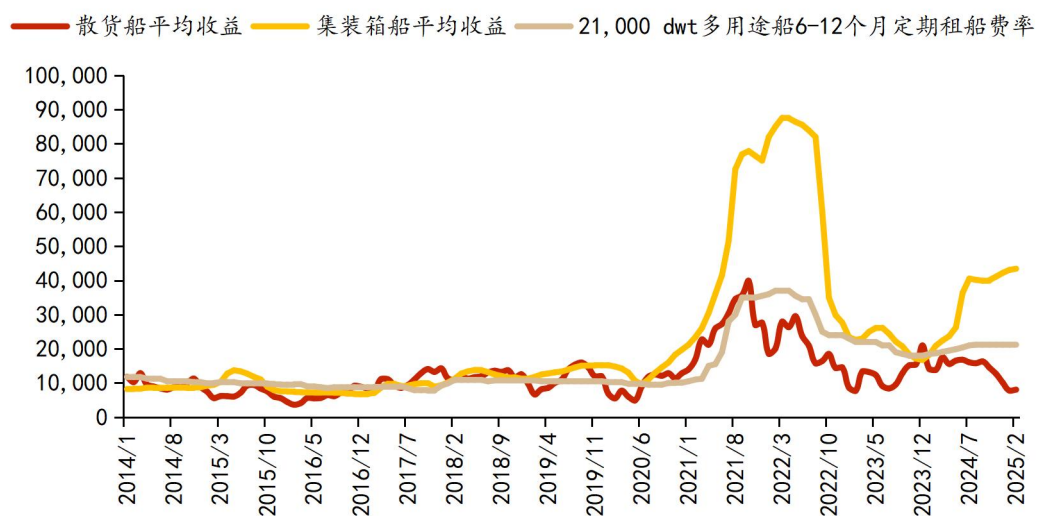
资料来源：中远海运特运公众号，华源证券研究所

图表 15：重吊船配有起吊能力更强的吊机，可装卸重量更大的货物



资料来源：中国航务周刊，华源证券研究所

图表 16：多用途船市场明显较集装箱和散运市场更稳定（单位：美元/天）

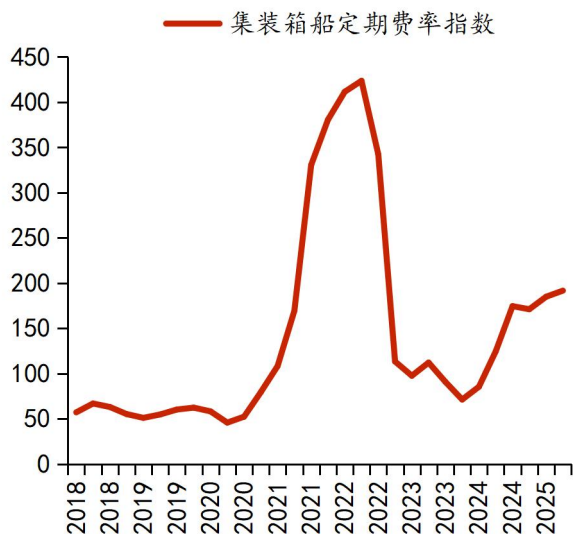


资料来源：克拉克森，华源证券研究所

2.1. 需求端：需求稳中有增

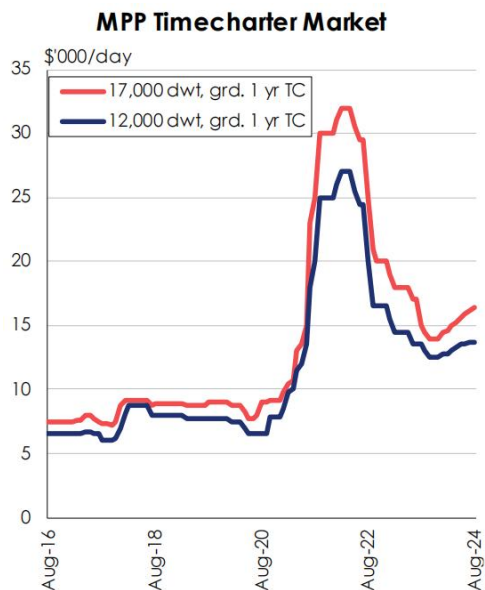
短期内，由于红海航线改道及集装箱船需求增加，多用途市场预计将继续保持坚挺。2024年以来，由于红海运输中断以及来自其他航运板块的“溢出”需求，多用途船市场形势趋紧。红海运输中断导致可用运力大幅减少并对其他板块产生连锁反应，同时集装箱船需求增加叠加集装箱船运价再次走高，促使一些班轮公司转向多用途船市场。

图表 17：集装箱船定期租船费率指数再次走高



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 18：多用途船市场定期费率同样有所回升

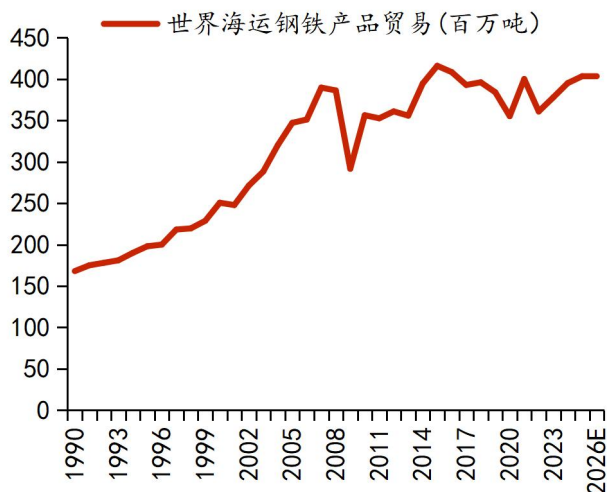


资料来源：克拉克森，华源证券研究所

对于重吊船和纸浆船市场，两者需求稳中有增。世界海运钢铁产品贸易及纸浆和纸张贸易持续兴旺，支撑重吊船和纸浆船市场需求。根据克拉克森数据，2024 年世界海运钢铁产品贸易同比上升 4.58%，2026 年预计达到 403.4 百万吨规模。且在全球经济复苏的带动下，能源转型以及基础设施建设等工程项目明显增加，推动中国先进制造产品出海持续提速，有望为多用途重吊船带来一定设备运输的增量需求。

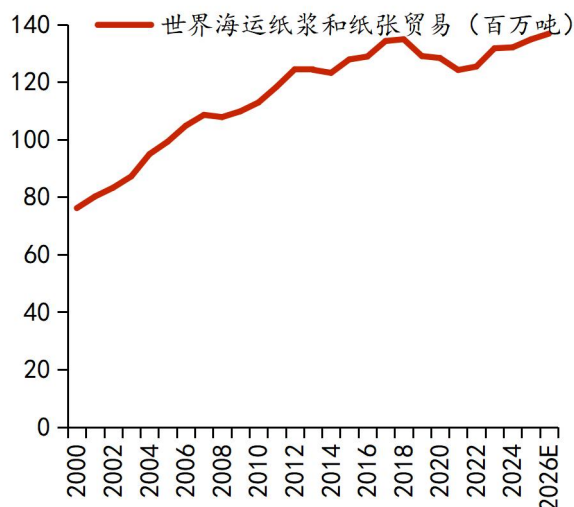
2024 年，世界海运纸浆和纸张贸易同比上升 0.24%，2026 年预计达到 136.8 百万吨规模。中国纸浆产量持续低于消费量，在促销费与降息降准等系列政策支持力度增强的带动下，隆众资讯预计 2025 年国内纸浆消费总量将增长 7%，达到 4741 万吨，叠加多家海外浆厂仍有扩产计划，预计对进口纸浆带来支撑，利好纸浆船市场。

图表 19：世界海运钢铁产品贸易稳中有升



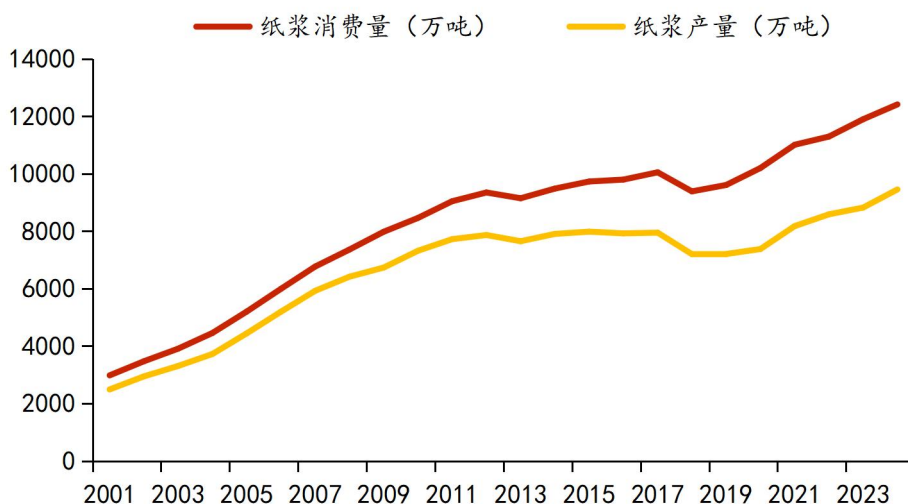
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 20：世界海运纸浆和纸张贸易整体上行



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 21：中国纸浆生产量持续低于消费量



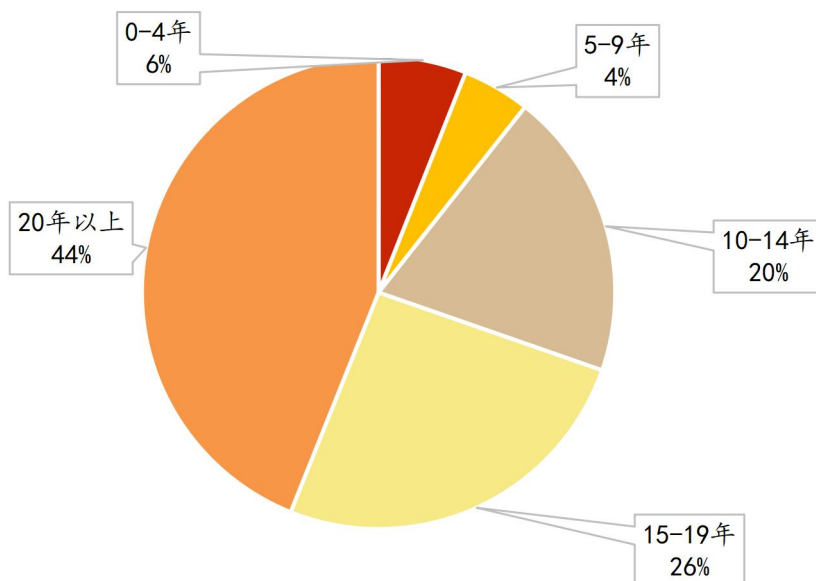
资料来源：ifind，华源证券研究所

2.2. 供给端：运力增长有限，运力紧张支撑运价

当前，多用途船市场正处于运力新老替换期，老船加速出清。一方面，距离上一个多用途船订单高峰已过去约 20 年，致使多用途船队的船龄存在严重的长尾现象，船队平均船龄达 20.7 年。其中，船龄大于 25 年的达到了 946 艘，占比达 28.7%，大量老旧运力等待出清。另一方面，随着气候危机的紧迫性不断升级，转向净零排放已成为实现《巴黎协定》设定目标的当务之急。在此背景下，IMO 脱碳标准不断收紧，传统的船用重油和 LNG 燃料或将分别从 2028 年和 2033 年起无法满足基础目标，船东承担的燃料合规成本或越来越高。又由于老

旧船舶难以通过改装使用替代燃料，这将迫使大量船东面对船舶绿色更新压力，加速老船淘汰。

图表 22：截至 2025 年 2 月，船龄 20 年及以上多用途船占比达 44%



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 23：IMO 在不同阶段制定了目标和法规措施，逐步推动航运脱碳

2018年IMO船舶温室气体减排初步战略（MEPC72）

- 温室气体排放（TtW）：2050年前至少减少50%；
- 零碳燃料：无要求；
- 碳强度：2030年前至少减少40%；2050年前至少减少70%；
- 短期措施：现有船舶能效指数（EEXI），船舶营运碳强度指标（CII）。

2023年IMO船舶温室气体减排战略（MEPC80）

- 温室气体排放（WtW）：2030年前至少减少20%（力争30%）；2040年前至少减少70%（力争80%）；2050年前后实现净零排放；
- 零碳燃料：2030年前至少占比5%（力争占比10%）；
- 碳强度：2030年前至少减少40%；
- 计划实施一揽子中期措施：包括“技术要素（基于目标的船用燃料标准）”与“经济要素（船舶GHG排放定价机制）”。

• 2025年IMO净零框架（MEPC83）

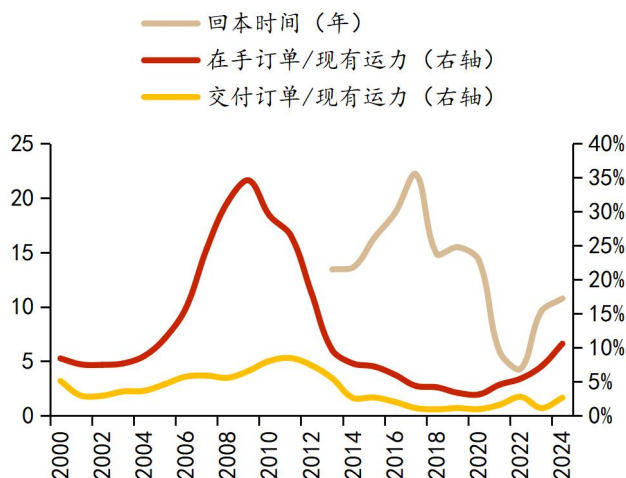
- 以2008年的GFI参考值93.3 gCO₂eq/MJ（WtW）为基准，对所有船舶设定两级减排目标（基础目标/直接合规目标）。
- 在2028年至2030年的报告期内，一级补救单位（SU）的初始价格为每吨二氧化碳当量100美元（WtW）；二级补救单位（SU）的初始价格应为每吨二氧化碳当量380美元（WtW）。
- 在2034年12月31日之前，ZNZs的GFI阈值设置为不大于19.0g CO₂eq/MJ，2035年后为低于14.0 gCO₂eq/MJ。船舶使用ZNZs有资格在IMO净零基金中获得净零奖励（Reward），激励金额将由IMO委员会每5年重新定义一次。

注：以上减排目标均以 2008 年为基准。

资料来源：UN，ABS，中国船级社，CR Class，华源证券研究所

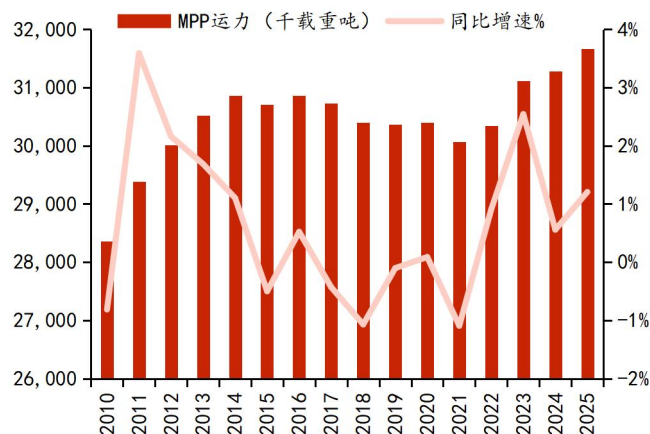
新增运力方面，根据克拉克森数据，截至 2024 年底，全球多用途船在手订单船舶 176 艘，运力规模约 3.3 百万载重吨，订单运力占比 10.6%，达近年内最高水平。但造船行业目前景气上行，新造船价格居高不下，仍处于历史高位，一定程度上降低了船东的购船意愿。因此，预计短期内多用途船市场运力增长有限。

图表 24：造船产能紧张叠加高船价下回本时间变长，新造船订单增长乏力



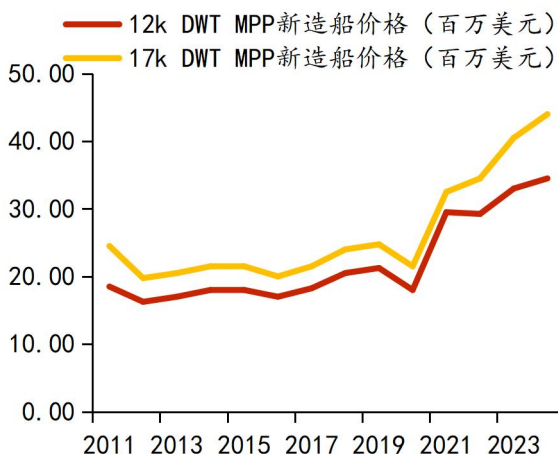
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 25：2024 年后，多用途船运力增速趋缓



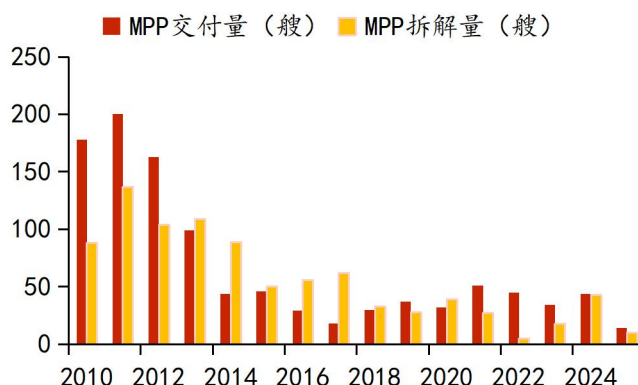
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 26：多用途船新造船价格仍居历史高位



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 27：近 2 年多用途船交付量和拆解量差距缩小，船队数量进出基本持平



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

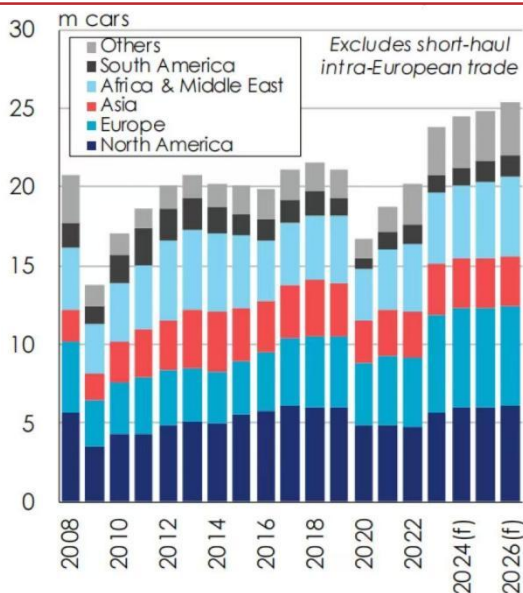
3. 汽车船：我国出口带动需求，供给趋松但有支撑

汽车船是专门设计用以装运汽车、卡车或滚装货物的专用船舶，其特点是装卸的高效性、安全性和良好的适货性。2022 年，公司与上港物流及上汽安吉物流共同出资成立广州远海汽车船运输有限公司，并于 2024 年取得远海汽车船公司的控制权，于 2024 年 4 月将其收益纳入合并报表进行统计。自 2024 年起，旗下的汽车运输船陆续交付。截至 2024 年 12 月 31 日，中远海特拥有 13 艘汽车船，并预计到 2026 年，中远海特汽车船队规模将扩张至 30 艘，汽车船业务或将迎来可观增量。

3.1. 需求端：我国汽车出口提速，需求侧仍存缺口

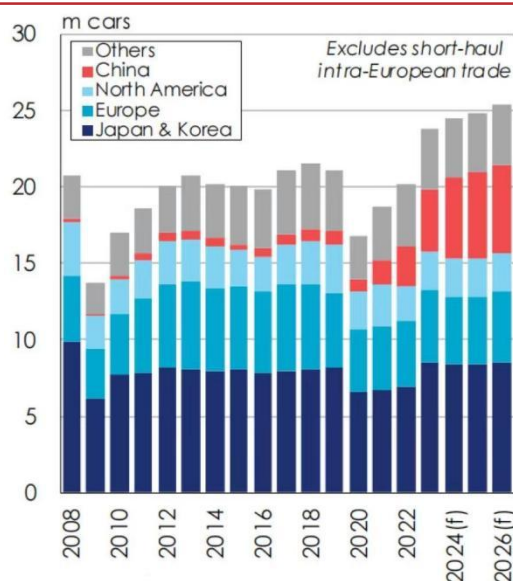
2024 年，中国超越日本成为全球最大汽车海运出口国。据中国汽车工业协会数据显示，2024 年中国汽车出口 586 万辆，同比增长 19%，连续两年登顶全球第一，中国在全球汽车出口中的地位增强，尤其在俄罗斯市场显著。同时，因 PCC/PCTC 供应不足，全球汽车运输需求未能被全部满足，部分出口商转向其他运输方式，需求侧仍存在缺口。

图表 28：2024 年美国稳居全球最大汽车海运进口国



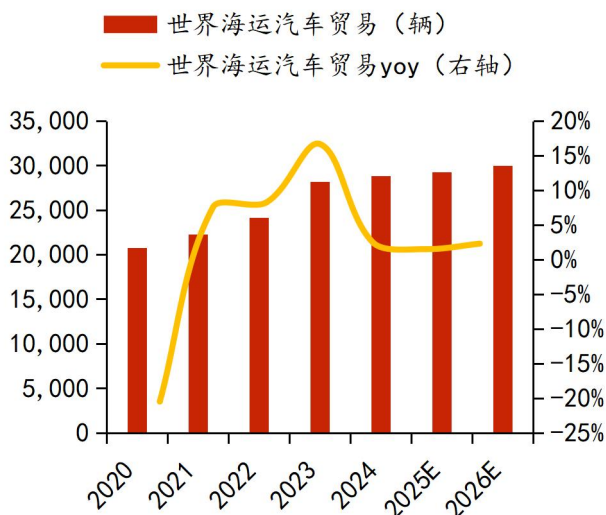
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 29：中国超越日本成为世界最大的汽车海运出口国



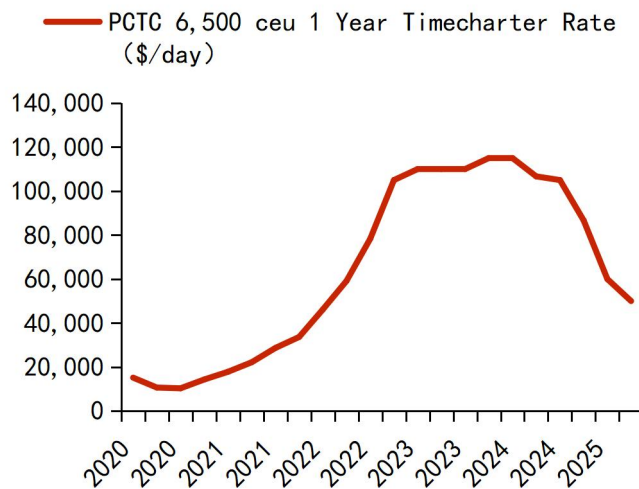
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 30：2024 年后，预计世界海运汽车贸易量增速明显趋缓



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 31：1 年期汽车船租金有所回落



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

3.2. 供给端：供给趋松，老旧非环保船队将提供部分支撑

2000 年到 2026 年，汽车船整体船队容量呈现出逐渐上升的趋势。特别是在 2024 年之后，随着市场需求的增加，船队增长加速，船队增长率在 2024 年达到一个显著的上升点，并预计在未来几年将进一步加速。根据克拉克森初步预测，2025–2026 年全球汽车船队增长高达 12% 和 8%，在短期内或将缓解汽车运输船供需基本面的紧张局势。

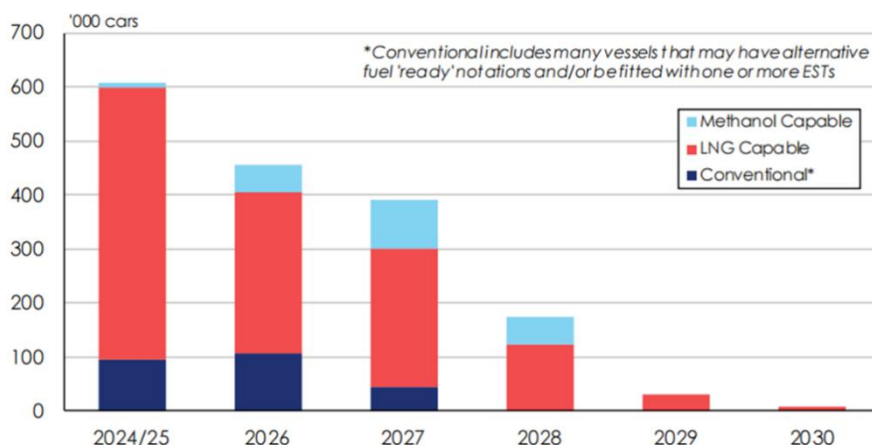
图表 32：2024 年以来，汽车船船队规模扩张速度显著提高



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

在环保合规的压力下，2024 年到 2027 年，LNG 动力船舶和甲醇动力船舶的订单占据主导地位，市场需求显著增加，传统船舶的订单量相对较少。

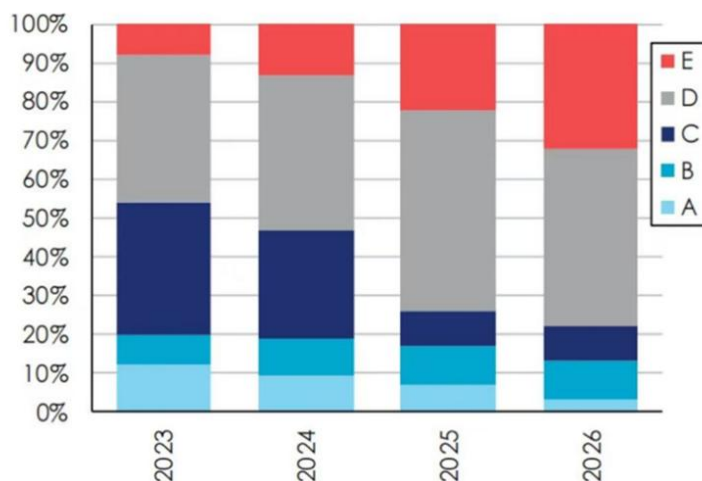
图表 33：LNG 动力船舶和甲醇动力船舶的订单占据主导地位，传统船舶的订单量相对较少



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

此外，当前市场仍有大量船龄较大的汽车船队，这些老旧非环保船型将逐步面临出清压力。根据克拉克森研究，随着 CII 要求的逐年提高，船队中 D、E 评级船舶的占比从 2023 年持续提升，预计 2025/26 年将有 70% 以上船舶处于 D、E 评级，面临环保压力。在环保政策的推动下，这些老旧船舶预计将加速被淘汰并进入拆解市场，老旧非环保船队的更替所带来的运力短缺或为运费市场提供部分支撑。

图表 34：汽车船 D、E 级船舶所占比例逐年提高



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

4. 半潜船：高壁垒稳固盈利能力，或享政策红利

半潜船是一种专门设计用于运输大型、超重或特殊形状货物的船舶，其特点是船体可以通过压载水下沉，使货物能够直接浮上船体，然后再将船体恢复到正常航行状态。这种船型广泛应用于海洋工程设备运输、钻井平台运输、军用设备运输等领域。公司的半潜船队的运输货物主要为海洋油气工程设施和海上风电设备，长期服务于半潜船业务领域的高端市场。由于高端市场对于运输的安全性和技术性要求高，公司半潜船队期租水平和单吨毛利均长期高于其他大部分船队。

图表 35：船体可通过压载水下沉，以方便设备装卸、运输与安装



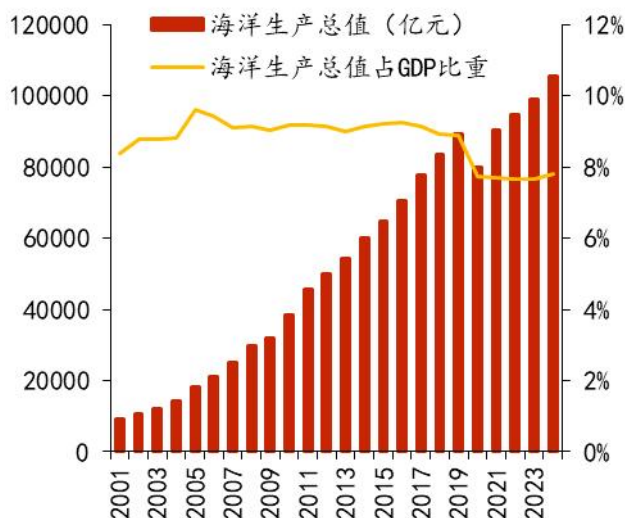
资料来源：央视新闻，华源证券研究所

4.1. 需求端：海工景气和深海热点拉动需求

在油气价格高位、政策性利好以及船队供应端持续受限的情况下，海工市场的景气度正处于高位。根据克拉克森数据，截至 2024 年底，克拉克森海工指数已达 122 点，较过去十年均值上涨 87%，创下历史新高。2024 年底自升式钻井平台利用率为 88%，海工市场的高景气支撑半潜船运输市场持续升温。传统海工市场的景气上行一定程度上也带动了海上风电等产业装备市场的发展，或为半潜船市场提供稳定的需求支撑。根据 GWEC 的预测，2025-2030 年平均每年风电新增装机将达到 164GW，实现 8.8% 的复合增长率。

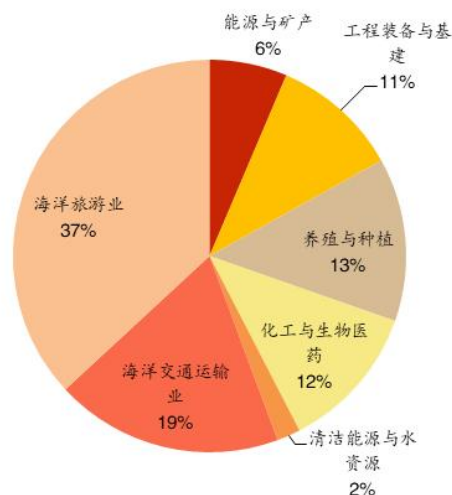
2025 年 3 月 12 日政府工作报告首次提及“深海经济”，将其正式纳入国家未来产业发展重点。深海经济作为海洋经济的重要组成部分，涵盖了深海资源开发、装备制造、新能源及信息技术等多个领域。随着政策逐渐深化，深海科技正从科研探索加速转向产业驱动，推动深海矿产、油气、石油等资源勘测和开发产业发展。半潜船作为海上重器，在海上设备的运输与安装的过程中发挥不可或缺的作用。在“深海经济”热点以及相关政策红利的驱动下，相关海上设备的运输与安装需求有望持续提升，为公司半潜船业务带来新的增长极。

图表 36：2024 年全国海洋生产总值达 10.54 万亿元，比上年增长 5.9%，占 GDP 比重 7.8%



资料来源：ifind，自然资源部海洋战略规划与经济司等，华源证券研究所

图表 37：2024 年海洋产业增加值构成图



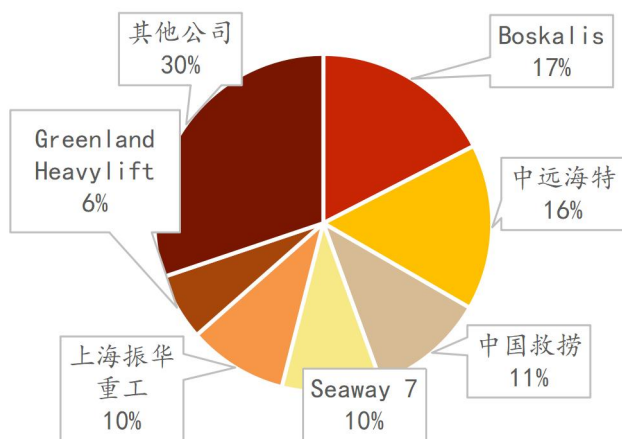
资料来源：自然资源部海洋战略规划与经济司、华源证券研究所

4.2. 供给端：高壁垒叠加船队老龄化，供给趋紧

半潜船作为特种运输船型，技术壁垒高，全球运营商和制造商数量有限。截至 2025 年 5 月，前六大船商的半潜船船队数量占市场总量的 69.84%，市场集中度高。但目前全球仅有半潜船 63 艘，远低于其他种类船型，且市场集中度高的特征会进一步限制潜在供给，新增运力有限。此外，半潜船的船只老化严重，据克拉克森的统计，当前半潜船船龄超过 20 年的船舶占比为 44%。新船难以填补老船空缺，半潜船市场短期内供给预计进一步趋紧。

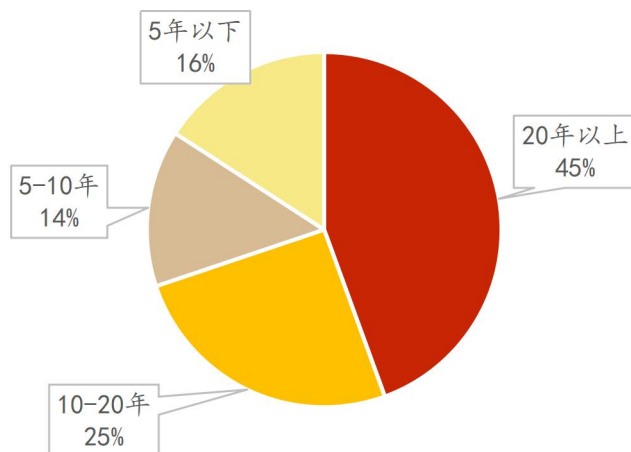
据公司披露的 2024 年年报，公司目前旗下拥有 10 艘半潜船，第 11 艘半潜船也于近日下单建造，船队规模继续领跑全球。此外，公司半潜船队平均年龄为 10.8 年，相较于其他船队更为年轻，有望在未来进一步扩充市场份额，提升竞争力。

图表 38：Top6 公司半潜船队数量占总量比重超 70%，市场集中度高（截至 2025 年 5 月）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 39：半潜船队老龄化严重（截至 2025 年 5 月）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 核心假设

1) 航运业务板块：我们预计 2025–2027 年航运业务板块营收分别同比 +32.63%/+24.99%/+4.06%，为 203.61/254.48/264.82 亿元。

2) 非航运业务板块：我们预计 2025–2027 年非航运业务板块营收分别同比 +6.00%/+6.00%/+6.00%，为 15.14/16.05/17.01 亿元。

图表 40：中远海特估值模型核心假设

亿元	2025E	2026E	2027E
营业收入	218.75	270.53	281.83
Yoy	30.36%	23.67%	4.18%
航运业务	203.61	254.48	264.82
Yoy	32.63%	24.99%	4.06%
非航运业务	15.14	16.05	17.01
Yoy	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：ifind，华源证券研究所

5.2. 盈利预测和投资评级

中远海特作为特种船经营的龙头公司，拥有载重吨位和船型最全、货物吨位覆盖最广、装卸方式最多样的特种船队。近年，公司船队加速扩张，公司业绩或因此受益。在新增运力逐渐投产的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 18.84/21.62/22.81 亿元，同比增速分别为 23.06%/14.78%/5.53%，当前股价对应的 PE 分别为 9.79/8.53/8.08 倍。鉴于公司船队规模快速扩张，未来业绩增量可观，且假设在未来三年维持 50% 分红率的情况下，公司兼具 5–6% 股息率，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

1) 汽车出口不及预期风险：汽车船业务是公司未来主要增量板块，若汽车出口不及预期，可能直接影响公司业绩。

2) 航运市场运价大幅波动风险：运价是影响航运公司利润的主要变量，若航运市场运价大幅波动，可能直接影响公司业绩。

3) 宏观经济下滑风险：若宏观经济发展不及预期，公司业绩或不及预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,881	7,768	10,328	11,890
应收票据及账款	1,556	2,034	2,516	2,621
预付账款	920	1,199	1,483	1,545
其他应收款	197	256	317	330
存货	873	1,207	1,509	1,572
其他流动资产	367	479	592	617
流动资产总计	6,794	12,944	16,745	18,575
长期股权投资	996	1,326	1,357	1,387
固定资产	23,298	22,214	21,467	20,744
在建工程	613	1,307	1,300	1,200
无形资产	98	105	110	110
长期待摊费用	221	192	152	102
其他非流动资产	2,909	2,963	2,935	2,907
非流动资产合计	28,135	28,107	27,321	26,450
资产总计	34,929	41,051	44,066	45,025
短期借款	265	65	65	15
应付票据及账款	2,438	3,478	4,279	4,448
其他流动负债	5,337	7,287	9,116	9,506
流动负债合计	8,040	10,830	13,460	13,969
长期借款	10,935	9,735	8,935	8,135
其他非流动负债	2,164	2,164	2,164	2,164
非流动负债合计	13,099	11,899	11,099	10,299
负债合计	21,139	22,729	24,558	24,268
股本	2,147	2,744	2,744	2,744
资本公积	4,287	7,190	7,190	7,190
留存收益	6,149	7,090	8,171	9,312
归属母公司权益	12,582	17,024	18,105	19,246
少数股东权益	1,208	1,298	1,402	1,512
股东权益合计	13,790	18,322	19,507	20,758
负债和股东权益合计	34,929	41,051	44,066	45,025

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,734	1,816	2,108	2,233
折旧与摊销	1,859	2,000	2,075	2,155
财务费用	447	487	422	375
投资损失	-179	-31	-31	-31
营运资金变动	-394	1,727	1,388	291
其他经营现金流	149	35	117	117
经营性现金净流量	3,616	6,035	6,080	5,140
投资性现金净流量	104	-1,818	-1,218	-1,213
筹资性现金净流量	-2,396	671	-2,303	-2,365
现金流量净额	1,378	4,888	2,559	1,562

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,780	21,875	27,053	28,183
营业成本	13,116	17,740	22,316	23,266
税金及附加	48	63	77	81
销售费用	70	101	118	126
管理费用	988	1,225	1,488	1,550
研发费用	146	182	224	234
财务费用	447	487	422	375
资产减值损失	-377	0	0	0
信用减值损失	-1	-6	-4	-6
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	179	31	31	31
公允价值变动损益	46	0	0	0
资产处置收益	63	63	63	63
其他收益	23	13	13	13
营业利润	1,898	2,177	2,510	2,653
营业外收入	87	99	99	99
营业外支出	7	25	25	25
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,977	2,251	2,584	2,727
所得税	244	277	318	336
净利润	1,734	1,974	2,266	2,391
少数股东损益	203	91	104	110
归属母公司股东净利润	1,531	1,884	2,162	2,281
EPS(元)	0.56	0.69	0.79	0.83

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	39.76%	30.36%	23.67%	4.18%
营业利润增长率	85.96%	14.73%	15.28%	5.69%
归母净利润增长率	43.82%	23.06%	14.78%	5.53%
经营现金流增长率	21.85%	66.90%	0.75%	-15.45%
盈利能力				
毛利率	21.84%	18.90%	17.51%	17.45%
净利率	10.33%	9.02%	8.38%	8.48%
ROE	12.16%	11.06%	11.94%	11.85%
ROA	4.38%	4.59%	4.91%	5.07%
ROIC	9.95%	10.31%	12.05%	13.53%
估值倍数				
P/E	12.05	9.79	8.53	8.08
P/S	1.10	0.84	0.68	0.65
P/B	1.47	1.08	1.02	0.96
股息率	4.15%	5.11%	5.86%	6.19%
EV/EBITDA	6	5	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。