



公司研究 | 深度报告 | 中远海特 (600428.SH)

中远海特：入窄门，行远路，见微光

报告要点

中远海特以件杂货船起家；2016 年转向特种船；2020 年后，紧跟中国产业出海，进一步聚焦“三核三链”战略。战略逐步兑现，公司营收和盈利能力提升，主力船型具有小市场大龙头特点，淡化了单一船型景气波动对公司经营的影响。着眼于公司战略相关性较高的半潜船、纸浆船和汽车船，其中，半潜船市场偏稳定，是公司利润稳定器；纸浆船是主力船型，以进口纸浆托底，受益于产业出海，高 COA 占比保障经营；汽车船未来两年集中交付，但行业格局较好且以长协货为主，平抑运费波动，船队扩张兑现业绩增长，重申“买入”评级。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

中远海特 (600428.SH)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

中远海特：入窄门，行远路，见微光

中远海特：以“特”之名，紧跟产业出海

中远海特直接控股股东为中国远洋运输有限公司，已成为特种船运输龙头。回顾其发展历程：1) 1997年，集团体制改革后，公司被定位为传统件杂货船船东，所属板块行业景气与集装箱船和干散货海运相关度高；2) 2016年，公司正式更名为中远海特，提出“特”字发展战略；3) 2020年后，紧跟中国产业出海趋势，公司进一步聚焦“三核三链”，寻求新的布局和突破。随着战略逐步兑现，公司营收随船队规模扩张而增长，2024年公司录得营收167.8亿，CAGR(2019-2024)为15.2%，与运力增长趋势一致(同期CAGR为16.9%)。盈利能力再提升，ROE从2020年前的个位数持续改善，2024年录得12.7%。公司战略相关性较高的三大船型对于公司经营的重要性各异：1) 半潜船市场偏成熟，是公司利润稳定器；2) 纸浆船是公司主力船型，利润占比两成；3) 汽车船将迎来新船集中交付期，是未来利润增长的核心动力之一。

半潜船：低集中度寡头垄断市场，受益于海工项目

半潜船海运市场主要服务海工运输需求，是低集中度寡头垄断市场，CR10为49.4%，但CR3约28.3%，是典型的小市场大龙头。公司优势在于：1) 船队船龄较低；2) 拥有多种船型，组合式服务能力可满足复杂多样的运输需求；3) 从运力引领迈向行业技术标准引领。展望未来，行业供给较为克制(在手订单占比仅6.5%)，且深海油气是未来油气开采主要增量，支撑板块稳定性。目前，公司拥有半潜船10艘，每年可为公司贡献约5亿毛利，是公司利润的稳定器。

纸浆船：纸浆进口打底，产业出海互补

纸浆船队为公司最主力板块，2024年占公司营收和毛利分别为26.3%和20.7%。传统海运来回的不平衡，以及中国对纸浆进口的高依存度让公司在纸浆船运营寻得突破。全球商品浆禀赋存在差异，产能主要分布在欧洲和南美，需求则以中国为主(占全球44.0%)。纸浆船基于纸浆防潮、防霉等运输需求对货舱进行专业化设计。商业模式上通常以COA模式进口纸浆作为回程货打底，出口货物更加多元，具备一定稳健性。以头部公司G2 Ocean为例：1) 纸浆占其运量约四成，其余主要为件杂货和项目货；2) 营收中COA占比约六成，经营有保障。

汽车船：运力集中交付期，利润空间可观

行业层面，2020年后中国汽车出口高景气，全球汽车海运结构性变化带来海运周转量大幅增长，供给极度紧张。随着新订单近两年集中交付，供给紧张的局面将逐步缓解。不过，竞争格局上，汽车船海运市场是一个集中度相对较高的寡断市场；商业模式上，船东和主机厂会以长协运输为主进行深度绑定(以头部船东为例，长协占比超80%)。2022年公司与上港集团、上汽安吉物流成立远海汽车船运输有限公司，资源上强势协同。公司24艘船订单于2024-2026年陆续交付，届时形成约30艘的汽车船队。经测算，预计每年给公司带来约7亿的利润增量。

投资建议

预计2025-2027年公司归母净利润分别为19.5亿、22.5亿和23.8亿元，对应PE为9.3、8.1、7.7倍。按照50%的分红比例假设，2025-2027年对应的股息率分别为5.4%、6.2%和6.5%，重申“买入”评级。

风险提示

- 1、出口景气度下滑；
- 2、海运景气度持续承压；
- 3、中国商品浆进口量下滑；
- 4、汽车船行业新签订单加速；
- 5、盈利假设不成立或不及预期。

公司基础数据

当前股价(元)	6.65
总股本(万股)	274,392
流通A股/B股(万股)	214,665/0
每股净资产(元)	5.98
近12月最高/最低价(元)	8.11/5.32

注：股价为2025年8月22日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

中远海特：以“特”之名，紧跟产业出海.....	6
入窄门：经营杂货船起家.....	6
行远路：紧跟出海产业，聚焦“特”字发展.....	7
见微光：战略兑现期，跨越式增长.....	10
半潜船：低集中度寡头垄断市场，受益于海工项目.....	11
纸浆船：纸浆进口打底，产业出海互补.....	13
汽车船：运力集中交付期，利润空间可观.....	16
投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

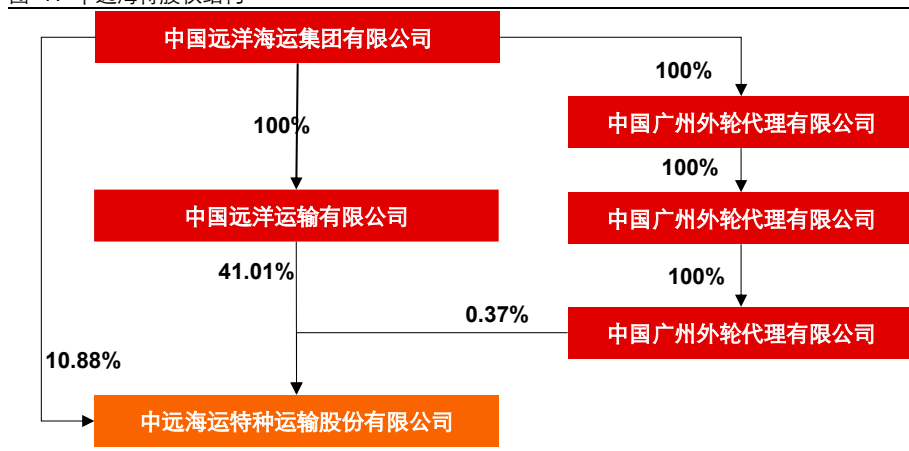
图 1：中远海特股权结构.....	6
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：远洋运输市场结构及需求占比.....	7
图 4：MPP 船市场景气度会受到集运和干散货市场外溢.....	7
图 5：特种船细分船型租金水平与 MPP 船相关度降低.....	7
图 6：中远海特营业收入结构.....	8
图 7：中远海特主要货种结构.....	8
图 8：中国对外承包工程新签合同中“一带一路”国家占比提升.....	8
图 9：“新三样”出口持续走强.....	8
图 10：公司纸浆船、汽车船等特种船队规模持续扩张.....	9
图 11：公司营业收入结构.....	9
图 12：中远海特营业收入.....	10
图 13：中远海特毛利.....	10
图 14：中远海特分船型毛利率.....	10
图 15：中远海特归母净利润.....	10
图 16：公司 ROE 持续改善.....	11
图 17：ROE 归因分析.....	11
图 18：半潜船头部船东船队规模及市场份额（2025 年 7 月）.....	11
图 19：中远海特半潜船平均船龄较低（前十大船东，2025 年 7 月）.....	11
图 20：中远海特半潜船队规模和营收.....	12
图 21：中远海特半潜船队毛利.....	12
图 22：半潜船运力规模：按交付年份（2025 年 7 月）.....	12
图 23：半潜船在手订单交付计划（2025 年 7 月）.....	12
图 24：未来全球原油产量增量主要来自于深海.....	13
图 25：未来全球天然气产量增量主要来自于海上.....	13
图 26：海上能源资本开支仍将保持增长.....	13
图 27：FSPO 未来仍保证稳定交付量.....	13

图 28: 纸浆船船队规模及营收.....	13
图 29: 纸浆船盈利情况.....	13
图 30: 中国贸易顺差不断扩大.....	14
图 31: 集装箱海运来回程装载率具有不平衡的特征.....	14
图 32: 中国占全球商品浆需求的 44% (2023 年).....	14
图 33: 阔叶&针叶商品浆产能主要分布在美洲及西欧 (2023 年).....	14
图 34: 中国纸浆进口量和增速.....	15
图 35: 中国纸浆消费量及进口依存度.....	15
图 36: 纸浆船船东 G2 OCEAN 运输货种结构.....	15
图 37: 纸浆船船东 G2 OCEAN 长协比例占比较高.....	15
图 38: 纸浆船头部船东船队规模及市场份额 (2025 年 7 月).....	16
图 39: 纸浆船在手订单交付计划 (2025 年 7 月).....	16
图 40: 广州远海汽车船运输有限公司股权结构.....	16
图 41: 中国汽车海运出口 5 年时间从 80 万增长至 528 万辆.....	17
图 42: 全球汽车出口海运量结构.....	17
图 43: 贸易结构的变化拉长平均运距支撑运输周转量的增长.....	17
图 44: 运距拉长贡献了周转量需求增长.....	17
图 45: 汽车船新造船订单交付计划 (2025 年 7 月).....	18
图 46: 汽车船船队规模及增速.....	18
图 47: 汽车运输船海运供需增速.....	18
图 48: 汽车运输船产能利用率.....	18
图 49: 汽车船运输市场集中度较高.....	19
图 50: 船东与主机厂深度绑定.....	19
图 51: 汽车船运输市场以长协货物为主.....	19
图 52: 华轮威尔森汽车船运费及 TCE 收入.....	19
表 1: 中远海特公司船队明细 (2024 年年报数据).....	9
表 2: 2025 年新船计划交付 (2024 年年报数据).....	9
表 3: 全球前十大汽车船运营商船队情况 (2024 年 12 月).....	19
表 4: 汽车运输船盈利弹性测算.....	20
表 5: 中远海特盈利预测.....	20
表 6: 公司收入和利润敏感性分析.....	21

中远海特：以“特”之名，紧跟产业出海 入窄门：经营杂货船起家

中远海运特种运输有限公司（“中远海特”）直接控股股东为中国远洋运输有限公司，持股比例为 41.01%；间接控股股东为中国远洋海运集团有限公司，通过直接/间接持有中远海特 52.26% 股权。经过数年的发展，中远海特正从一家经营杂货船运输的公司逐步转型为专业化程度更高的特种船龙头公司。

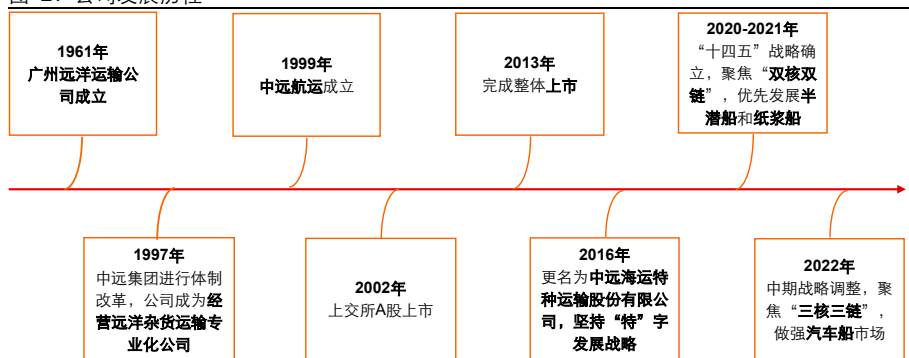
图 1：中远海特股权结构



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2025 年 4 月 22 日）

回顾历史，体制改革浪潮下公司被定位为经营远洋杂货运输公司。中远海特前身为广州远洋运输公司（“广远公司”），成立于 1961 年，系中远集团子公司。成立之初，公司经营包括集装箱船、干散货船和杂货船等多种船型。1997 年，中远集团对集团所属航运企业进行以专业化经营为目标的体制改革，广远公司将其运营的多艘散货船和集装箱船移交给集团内的其他公司，同时接入 90 余艘杂货船，定位为经营远洋杂货运输公司。

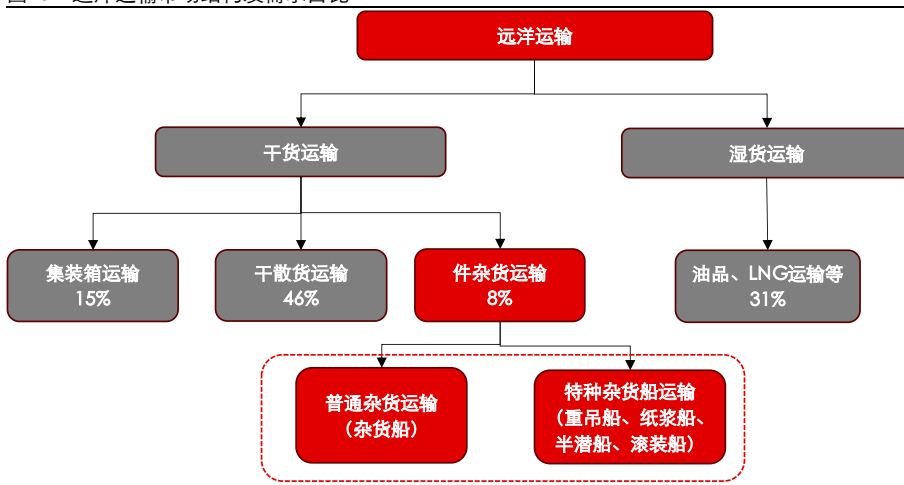
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

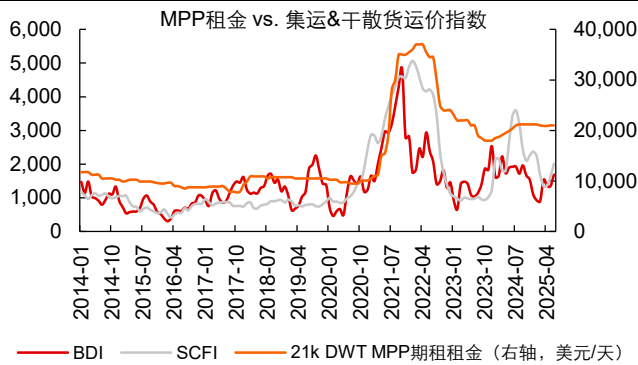
从公司早期定位而言，其所在的板块具有较为明显的优劣势。首先，件杂货海运需求占全球海运需求较小，因此件杂货船并不是目前海运行业的主力船型。件杂货船海运市场既包含了远洋运输专业化分工前的船舶，又包含了专业化分工后的特种杂货船。前者主要以批量小而不适宜干散货船承运的杂货为主要货源，或者作为集装箱运输的补充，因此杂货船以及传统多用途船通常会受到集运、散运的景气外溢。后者则主要以因尺寸重量大而不适箱的海上工程、工程项目设备以及重大件为主要货源，这类货物对船舶的承运能力、技术以及专业化提出了更高的要求，从而推动了特种杂货船市场的发展。早期，公司多用途船队运力规模较大，因此公司经营通常会受到集运和散运景气度影响。

图 3：远洋运输市场结构及需求占比



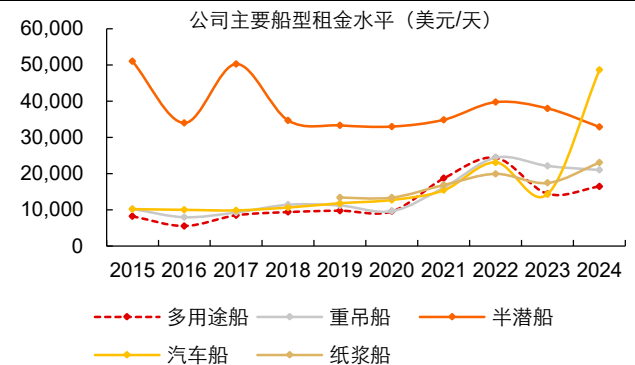
资料来源：公司公告，长江证券研究所（需求占比根据 2024 年全球海运量结构计算而得）

图 4：MPP 船市场景气度会受到集运和干散货市场外溢



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 5：特种船细分船型租金水平与 MPP 船相关度降低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

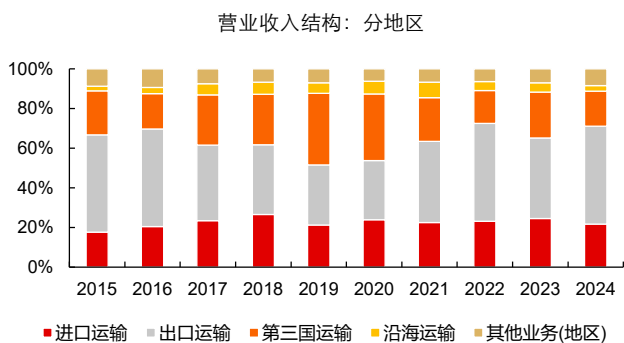
行远路：紧跟出海产业，聚焦“特”字发展

2016 年后，公司紧跟中国产业出海，聚焦“三核三链”，寻求新的布局和突破。2016 年，公司正式更名为中远海运特种运输股份有限公司，并提出“特”字发展战略，保持公司在全球特种船细分市场的领先地位。2021 年，公司进一步提出聚焦“双核双链”，优先发展半潜船和纸浆船，扩展纸浆物流和工程项目物流产业链。2022 年，公司应对汽车

出口趋势迅速将战略调整为聚焦“三核三链”。公司重点布局“三核”，即新能源产业、中国先进制造、战略性大宗商品三大核心业务主线；以“三链”为抓手，积极扩展纸浆物流产业链、工程项目物流产业链和汽车物流产业链。

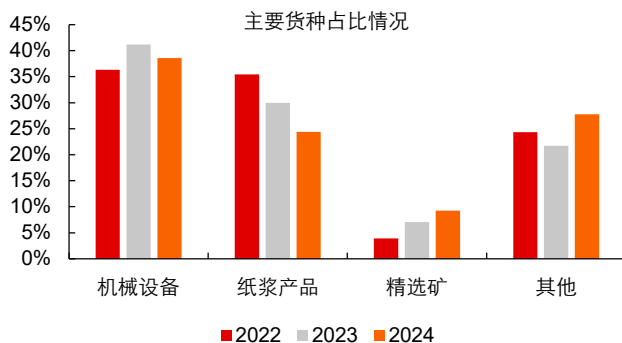
宏观层面，不论是内需修复的波折还是全球贸易环境的不稳定，从国内库存消化和新产能快速释放考虑，出海（包括出口）是拉动国内经济的关键。过去几年，出海在表现出韧性的同时也展现出了新的特点：1) 与“一带一路”沿线国家的合作加强。近年来，地缘政治波动频发，而我国与“一带一路”国家合作稳固，有利于打通我国出海渠道，对出口形成支撑；2) “新三样”出口持续走强。以“新三样”著称的电动载人汽车（新能源汽车）、锂电池、太阳能电池出口强劲，2024 年出口额约占我国出口总额 5.5%，反映了我国出口正从传统制造业向新兴产业发力。

图 6：中远海特营业收入结构



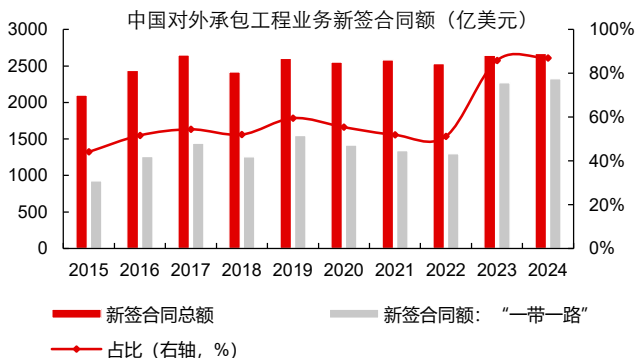
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：中远海特主要货种结构



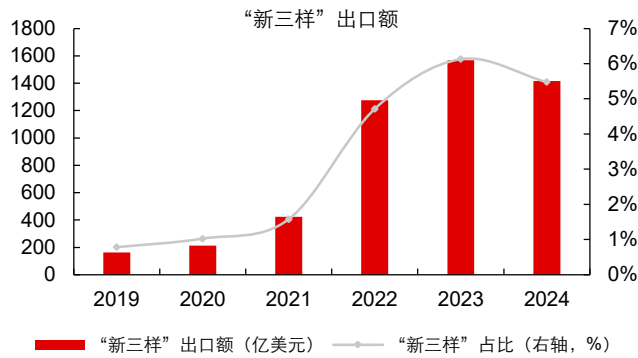
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：中国对外承包工程新签合同额中“一带一路”国家占比提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：“新三样”出口持续走强



资料来源：海关总署，长江证券研究所

经过过去几年战略转型，公司运营船队向多种专业特种船方向转变。截至 2024 年底，公司自有及经营性租赁船舶共 151 艘，共计 614.6 万 DWT，其中自有船 102 艘（316.5 万 DWT），经营性租赁船 49 艘（298.1 万 DWT）。此外，公司 2025 年计划新交付 53 艘船，共计 317.2 万 DWT，占现有运力比例约 51.6%，主要以纸浆船和汽车运输船为主。

表 1: 中远海特公司船队明细 (2024 年年报数据)

船舶类型	控制方式	艘数	载重吨 (万 DWT)	平均船龄
多用途船	自有	33	102.7	11.3
重吊船	自有	24	64.4	13.8
	经营性租赁	6	37.0	0.3
纸浆船	自有	8	49.6	5.2
	经营性租赁	36	247.6	2.2
半潜船	自有	10	51.7	10.8
汽车船	自有	5	6.9	21.2
	经营性租赁	7	13.5	0.3
木材船	自有	10	31.8	14.5
沥青船	自有	12	9.4	11.2
合计	自有	102	316.5	12.1
	经营性租赁	49	298.1	1.7

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

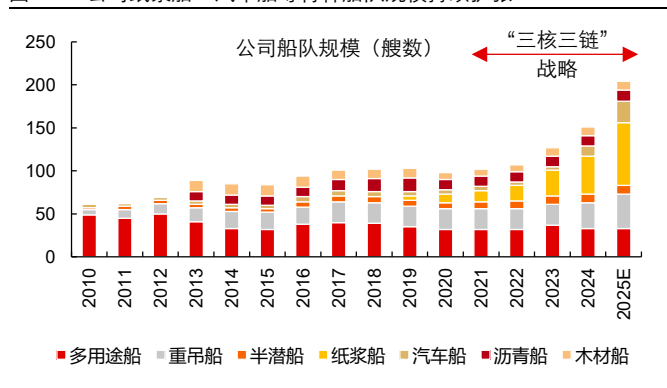
表 2: 2025 年新船计划交付 (2024 年年报数据)

2025 年交付计划	艘数	占比 (%)
数量 (艘数)	53	35.1%
载重吨 (万 DWT)	317.2	51.6%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

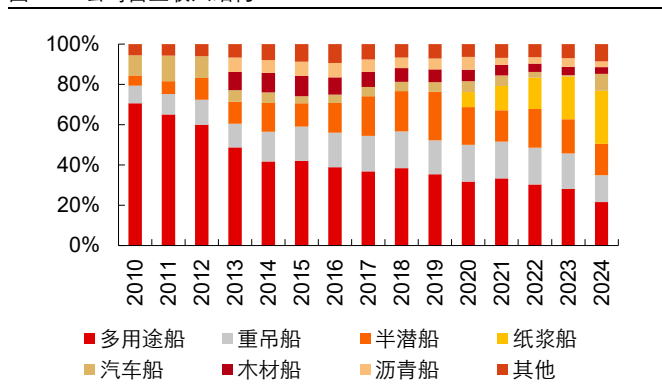
从船队规模和营收结构看, 和公司战略相关性较高的三大船型看点各异: 1) 半潜船船队规模和营收规模整体偏稳定, 是公司经营的稳定器; 2) 纸浆船以纸浆回程货托底, 受益于产业出海, 目前已经成为公司最主力的板块; 3) 汽车船受益于中国汽车出口, 船队扩张兑现业绩, 是公司未来两年利润增长的核心动力之一。

图 10: 公司纸浆船、汽车船等特种船队规模持续扩张



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 11: 公司营业收入结构

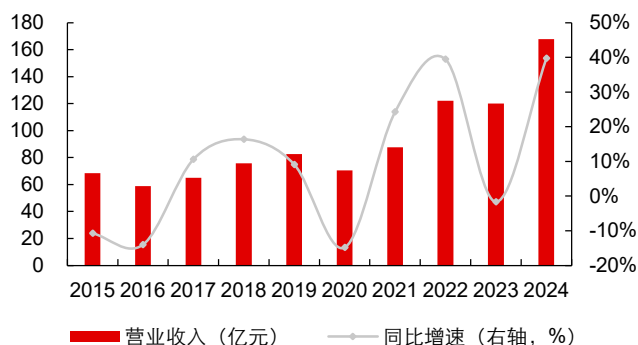


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

见微光：战略兑现期，跨越式增长

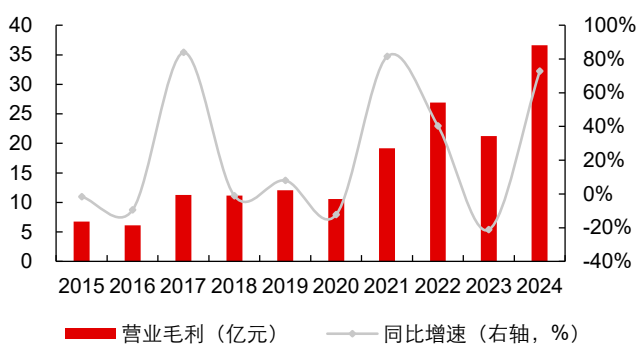
伴随着过去几年船队扩张，**公司营收规模持续扩大**。2024 年，公司营收录得 167.8 亿，过去 5 年（2019-2024）年复合增速为 15.2%，与船队运力规模增长趋势一致（同期船队运力年复合增速为 16.9%）。同时，**公司盈利更具有韧性**。以 2023 年为例，多用途船市场景气度受集运和干散货海运市场影响而承压，毛利率大幅下滑，但公司扣非归母净利润仅小幅下滑 4pct。原因在于，有别于过往，公司多用途船队运力及营收占比下降，且专业化程度更高的特种船队占比提升，对单一船型市场的依赖度降低。

图 12：中远海特营业收入



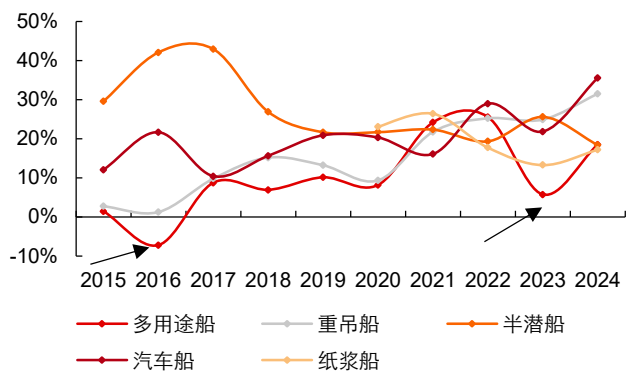
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：中远海特毛利



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：中远海特分船型毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

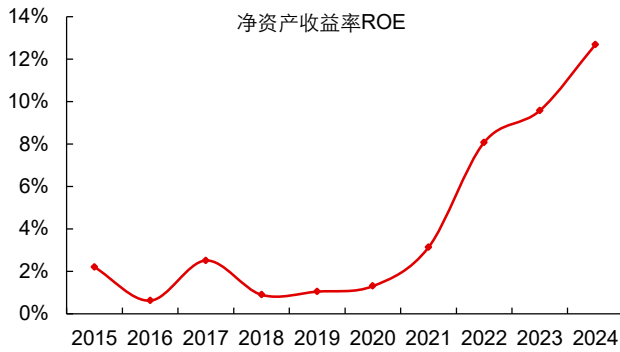
图 15：中远海特归母净利润



资料来源：Wind，长江证券研究所

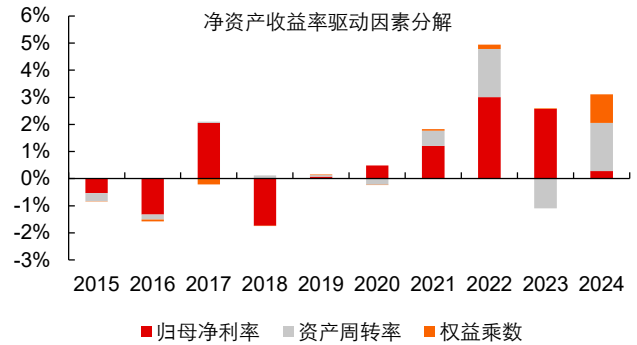
此外，**公司盈利能力明显提升**。2020 年之前，公司 ROE 一直低位徘徊。此后，公司 ROE 持续改善，2024 年录得 12.7%。一方面，过去几年海运整体景气度较高，特别是集运景气度在 2020 年之后经历了一轮大周期，公司受益于整体海运景气上行。但另一方面，即使在集运景气回调的 2023 年，公司盈利依旧提升。我们认为，公司过去两轮五年计划的战略转型和兑现至关重要。

图 16: 公司 ROE 持续改善



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: ROE 归因分析



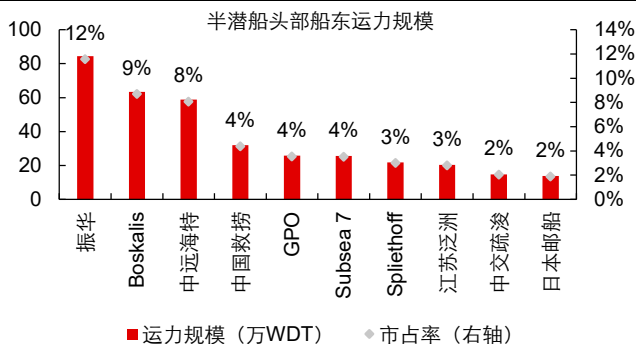
资料来源: Wind, 长江证券研究所

综上, 1997 年集团体制改革后, 公司被定位为传统件杂货船东。早期, 公司所属板块的行业景气度与集装箱船和干散货海运相关度高。2016 年, 公司正式更名为中远海特, 先后提出“特”字发展战略和“三核三链”发展战略, 公司紧跟中国产业出海趋势, 随着过去 5 年战略逐步兑现, 公司利润规模和盈利能力再上一个台阶。立足于公司战略, 我们认为与公司战略相关性较高的三大船型海运市场对于公司的经营作用各异: 1) 半潜船海运市场成熟稳定, 是公司利润的稳定器; 2) 纸浆船占公司营收和利润超过 20%, 是目前公司最主力的船型; 3) 汽车船新造船订单将迎来集中交付期, 是未来公司利润增长的核心动力之一。因此, 报告重点分析上述三大船型的行业特点以及未来展望。

半潜船: 低集中度寡头垄断市场, 受益于海工项目

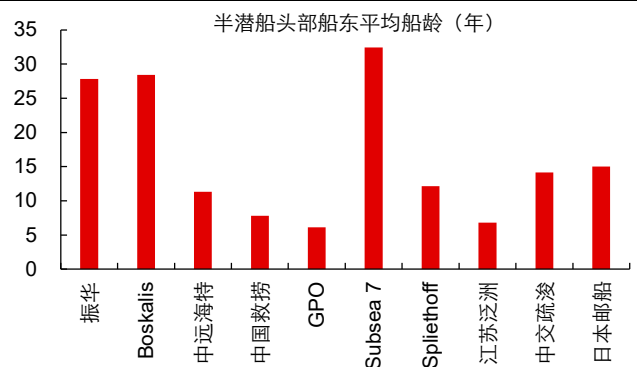
从行业看, 半潜船海运市场呈现低集中度寡头垄断市场的特点, 行业集中度并不高(截至 2025 年 7 月, CR10 为 49.4%), 但前三大船东集中度约为 28.3%, 具备典型的小市场大龙头的特点。但是 5 万 DWT 以上大吨位船型细分领域, 基本被头部船东垄断, CR5 达到 77%。公司半潜船队包括 2 万至 10 万 DWT 多种吨位船型, 货物承运能力实现了全覆盖。

图 18: 半潜船头部船东船队规模及市场份额 (2025 年 7 月)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

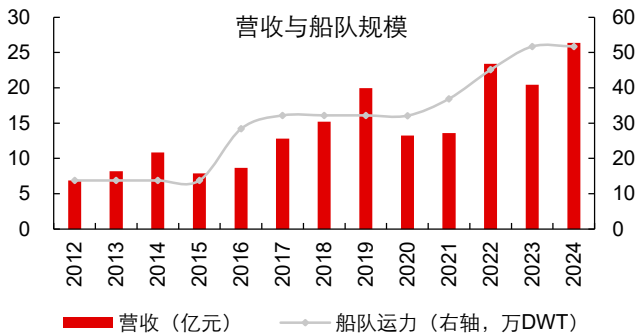
图 19: 中远海特半潜船平均船龄较低 (前十大船东, 2025 年 7 月)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

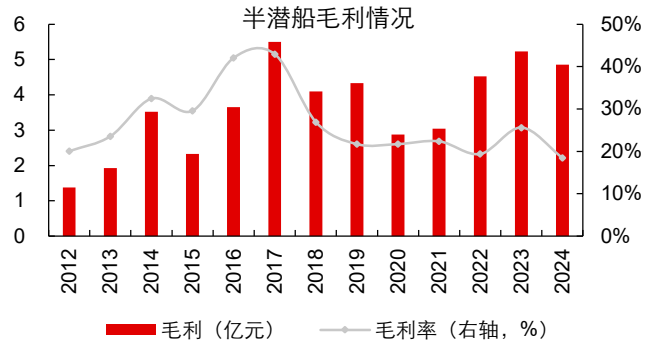
公司的优势主要在于：1) 船队船龄相较于头部更加小，意味着成本上具备优势；2) 拥有包括多用途船、重吊船等多种船型，组合式服务能力可满足海工项目对于运输需求的专业性和复杂性；3) 由船队运力引领迈向技术实力、行业标准引领，公司执行了全球超过 90% 的 DP 浮托安装项目，该项目是半潜船行业操作难度最大的运输项目。目前，**公司拥有半潜船 10 艘，每年可为公司贡献约 5 亿的毛利润，是公司利润的稳定器。**

图 20：中远海特半潜船队规模和营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：中远海特半潜船队毛利

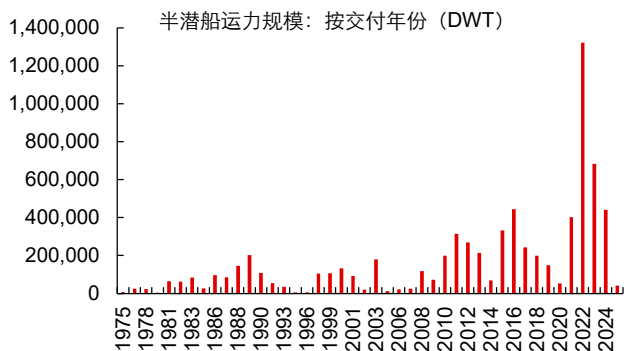


资料来源：Wind，长江证券研究所

展望未来，行业供给较为克制，且深海油气是未来油气开采主要增量，支撑板块稳定性。

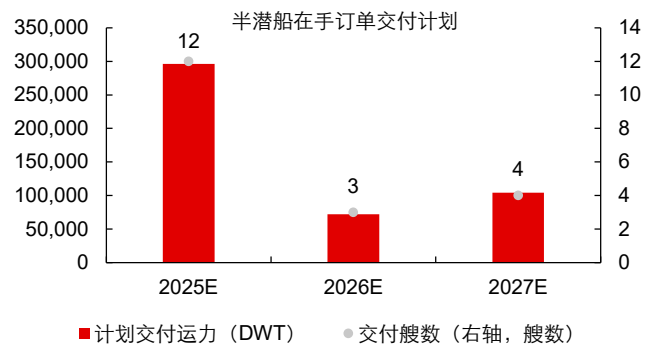
一方面，当前半潜船在手订单占比为 6.5%，未来潜在供给增速较低（2025-27 年名义供给增速为 4.7%、0.9%、1.4%）；另一方面，行业趋势看，全球海洋油气资源潜力巨大，深海开采是未来趋势。尽管陆地仍然贡献了相当比例油气储量和产量，但由于大型陆地油田勘探开发程度较高，而海上油气资源探明程度较低，加大海洋油气勘探开发力度势在必行。根据 IEA，预计到 2040 年，深海原油产量和天然气产量将分别较 2025 年增长 25.0% 和 109.5%，是全球油气产量增量的核心来源。

图 22：半潜船运力规模：按交付年份（2025 年 7 月）



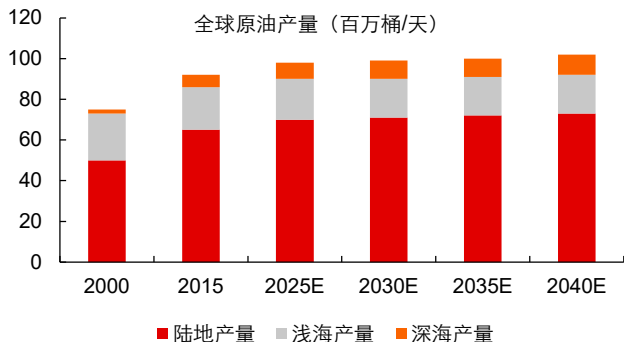
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 23：半潜船在手订单交付计划（2025 年 7 月）



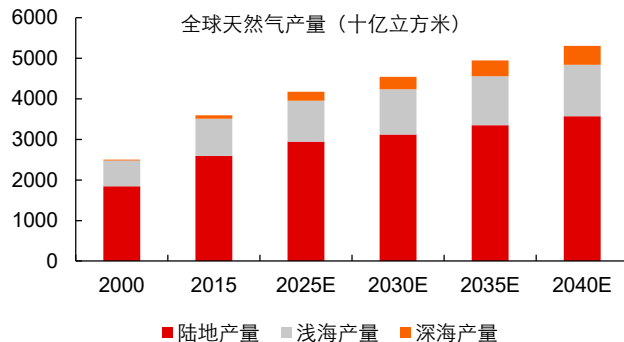
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 24：未来全球原油产量增量主要来自于深海



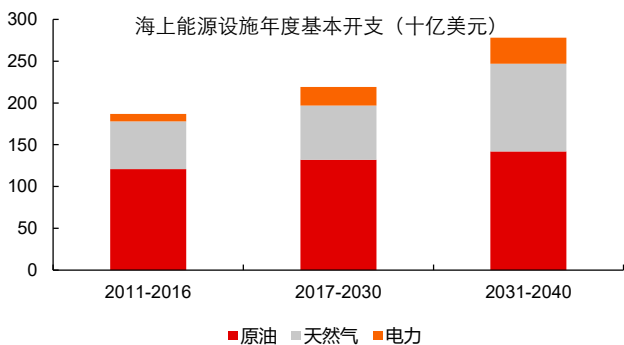
资料来源：IEA，长江证券研究所

图 25：未来全球天然气产量增量主要来自于海上



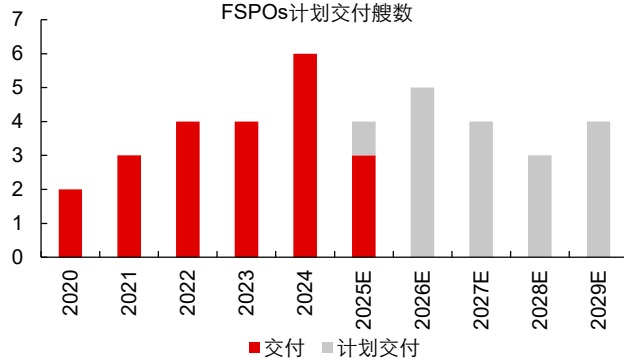
资料来源：IEA，长江证券研究所

图 26：海上能源资本开支仍将保持增长



资料来源：IEA，长江证券研究所

图 27：FSPO 未来仍保证稳定交付量

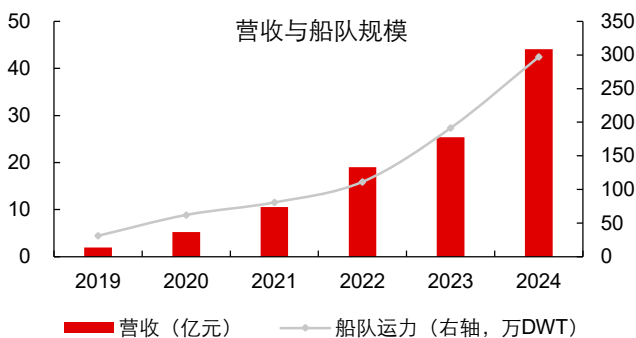


资料来源：Clarksons，长江证券研究所（FSPO 全称为海上浮式生产储油轮）

纸浆船：纸浆进口打底，产业出海互补

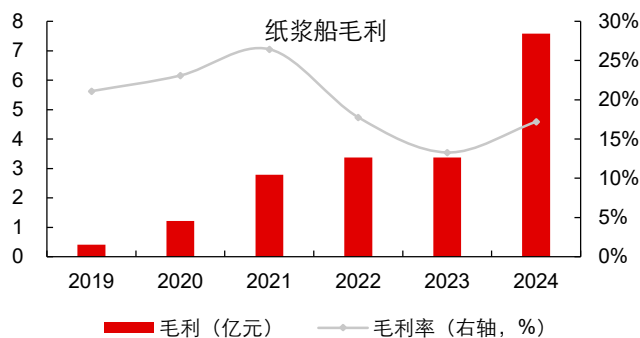
纸浆船队已经成为公司主力船型。经历过去 5 年发展，公司纸浆船队已经成为公司最主力的船队。截至 2024 年，公司运营纸浆船队 44 艘（合计 297.3 万 DWT），运力占公司船队运力 48.4%；营收和利润分别占公司 26.3%和 20.7%。

图 28：纸浆船船队规模及营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

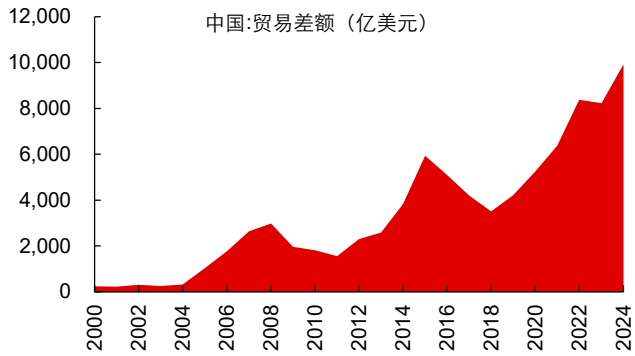
图 29：纸浆船盈利情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

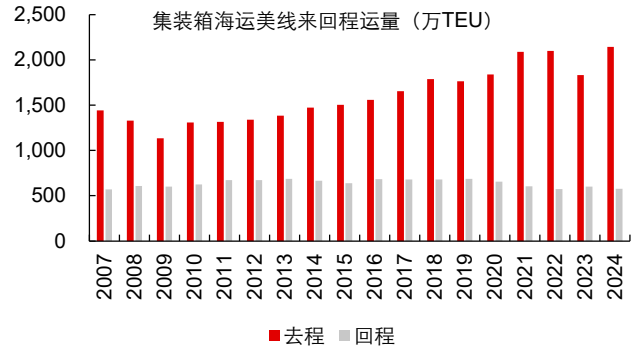
传统海运市场进出口的不平衡，以及中国对纸浆的高依存度让公司在纸浆船运营找到了突破口。中国等亚洲地区进出口贸易天然不平衡，以集装箱为例，亚洲-北美航线的集装箱货物主要以出口为主，而北美回程的货量相对较少，因此去回程货量有 3 倍以上的差距。同样的，干散货船主要用于大宗商品原材料的进口，而去程则以空载为主。因此，传统的集装箱和干散货运输天然具有来回程装载率不平衡的特征。

图 30：中国贸易顺差不断扩大



资料来源：Wind，长江证券研究所

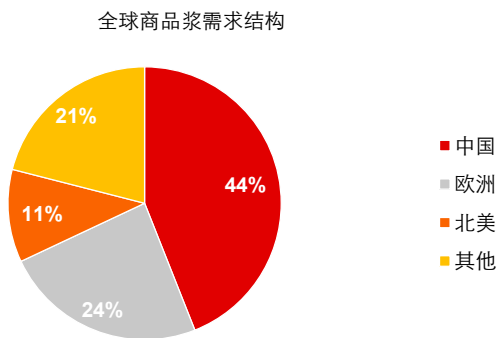
图 31：集装箱海运来回程装载率具有不平衡的特征



资料来源：日本海事，长江证券研究所

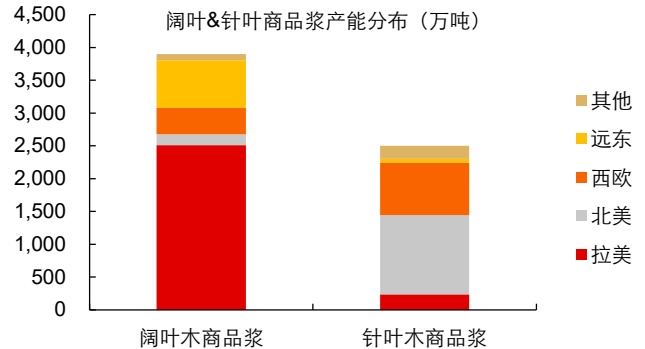
同样，全球商品浆禀赋差异导致供需不平衡，商品浆产能主要分布在美洲和欧洲，而需求则以中国为主（占全球商品浆需求 44.0%）。相较于传统的多用途船，纸浆船（或称为多用途纸浆船）主要是基于纸浆货物对于防潮、防霉等运输需求，对货舱进行了专业化的设计，因此纸浆船相较于其他船型在纸浆海运方面具有一定优势。

图 32：中国占全球商品浆需求的 44%（2023 年）



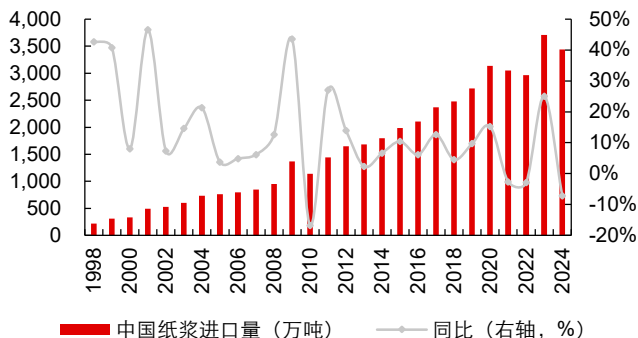
资料来源：TIG Analysis，长江证券研究所

图 33：阔叶&针叶商品浆产能主要分布在美洲及西欧（2023 年）



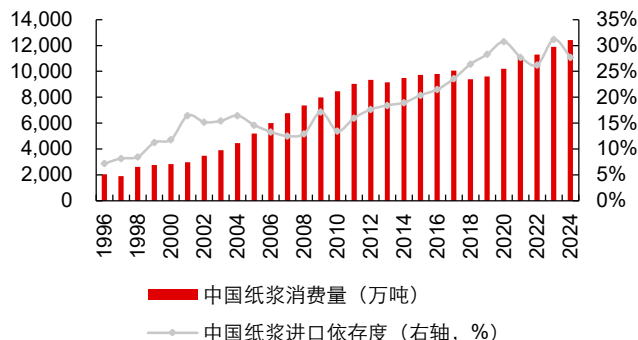
资料来源：TIG Analysis，长江证券研究所

图 34：中国纸浆进口量和增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

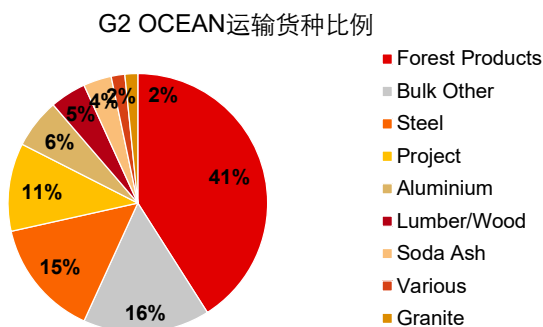
图 35：中国纸浆消费量及进口依存度



资料来源：Wind，长江证券研究所（纸浆进口依存度为进口量与消费量比值）

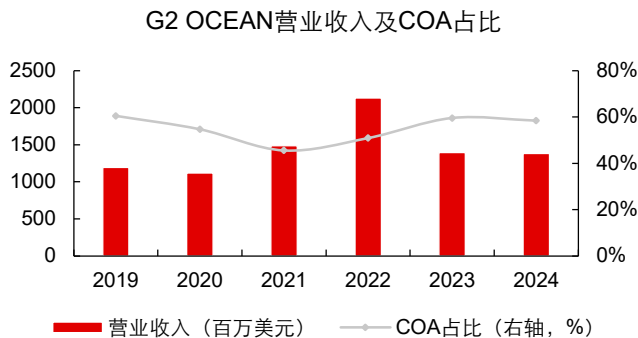
商业模式上，船东通常以纸浆进口需求托底，出口则以更加多元、灵活的方式运输包括新能源、汽车的多种货物，受益于出口。以全球最大的纸浆船船东 G2 OCEAN 为例，1) 运输货种结构较为多元，纸浆占比为 41.0%，其余为件杂货和项目货为主；2) 长协占比较高，过往看营收中约 55% 为 COA 收入，意味着经营有保障。

图 36：纸浆船船东 G2 OCEAN 运输货种结构



资料来源：G2 OCEAN，长江证券研究所

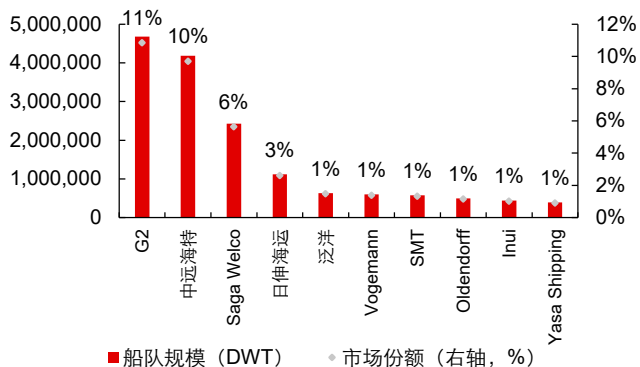
图 37：纸浆船船东 G2 OCEAN 长协比例占比较高



资料来源：G2 OCEAN，长江证券研究所

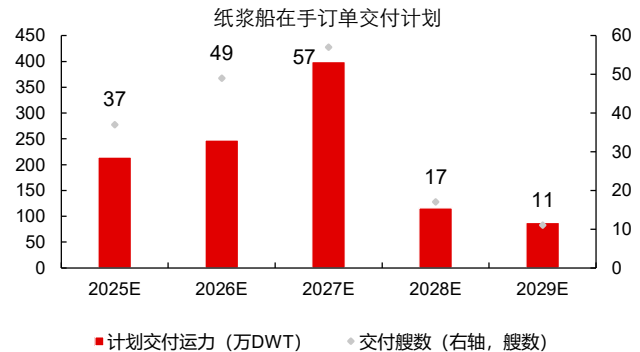
经过过去几年的发展，公司目前已发展成为全球纸浆船头部船东，自有运力规模仅次于 G2 OCEAN。展望未来，纸浆船在手订单占比为 24.7%，且订单中约六成成为中远海特和中远海散持有。截至 2024 年，公司纸浆年运输量占我国进口量约 13.1%，随着新船交付，份额有望进一步提升。

图 38：纸浆船头部船东船队规模及市场份额（2025 年 7 月）



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 39：纸浆船在手订单交付计划（2025 年 7 月）

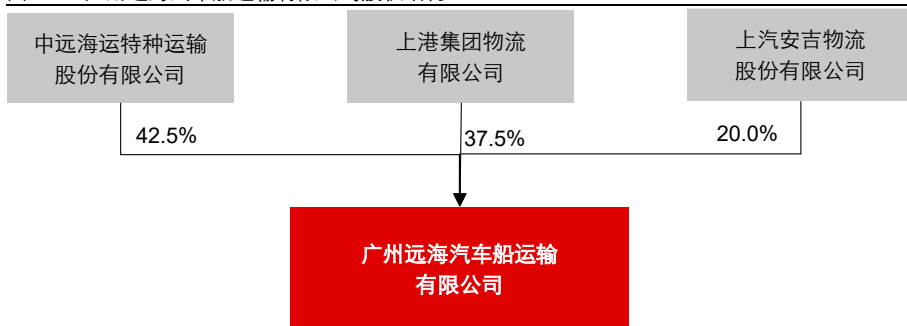


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

汽车船：运力集中交付期，利润空间可观

中远海特最早于 2003 年开始经营汽车船业务。2022 年，顺应中国汽车出海趋势，公司与上港物流、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，专业从事汽车船国际运输业务。其中，上港物流为上港集团全资子公司，上海港为全球最大汽车吞吐码头，2024 年汽车吞吐量达 363 万辆；上汽安吉物流为上汽集团专业从事物流业务全资子公司，同样具备多年汽车船运营经验。因此，**合资企业在资源上强势协同。**

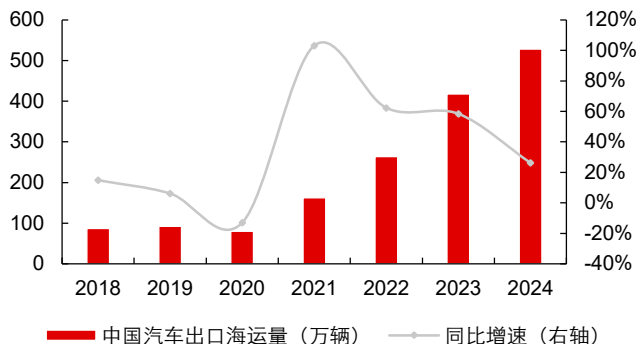
图 40：广州远海汽车船运输有限公司股权结构



资料来源：Wind, 长江证券研究所（截至 2025 年 8 月数据）

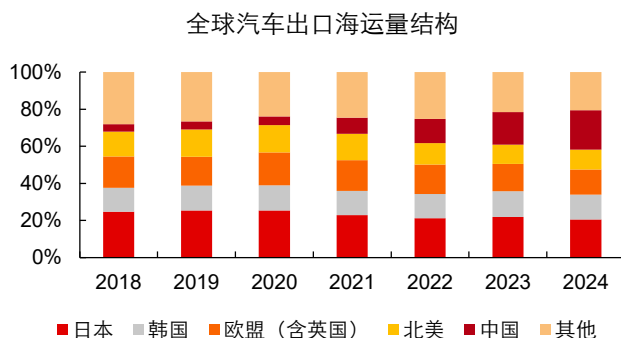
行业层面，中国汽车出口激增带来汽车海运需求结构性变化。汽车船海运市场过去数需求疲软。2020 年后，汽车全球贸易迅速恢复，特别是中国汽车出口量从 2020 年的 80.0 万辆增加至 2024 年的 527.9 万辆。一方面，**中国汽车出口持续高景气引起全球汽车海运需求发生结构性变化**，中国占比由 2020 年的 4.8% 提升至 2024 年的 21.4%；另一方面，**结构性变化导致汽车平均海运距离大幅提升，带动周转量需求增长**。2019-2024 年间，全球汽车海运周转量的年化增速约 6.1%，其中运距拉长带来的贡献率约 50.4%。

图 41: 中国汽车海运出口 5 年时间从 80 万增长至 528 万辆



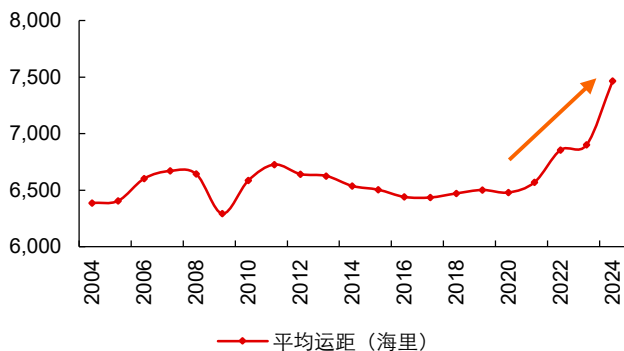
资料来源: Clarkson's, 长江证券研究所

图 42: 全球汽车出口海运量结构



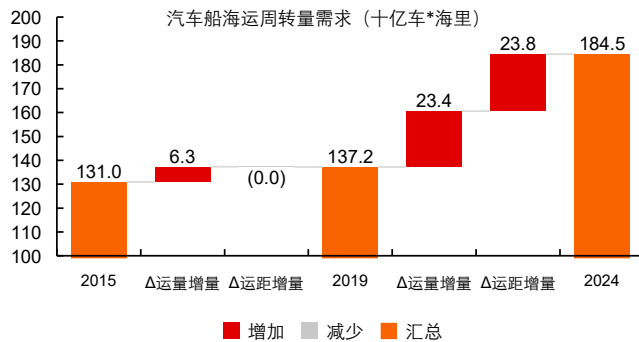
资料来源: Clarkson's, 长江证券研究所

图 43: 贸易结构的变化拉长平均运距支撑运输周转量的增长



资料来源: Clarkson's, 长江证券研究所

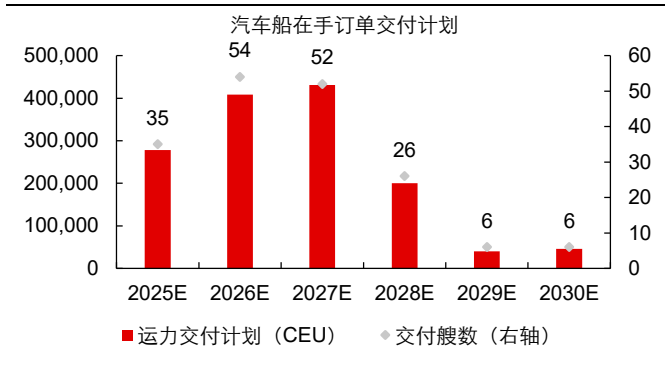
图 44: 运距拉长贡献了周转量需求增长



资料来源: Clarkson's, 长江证券研究所

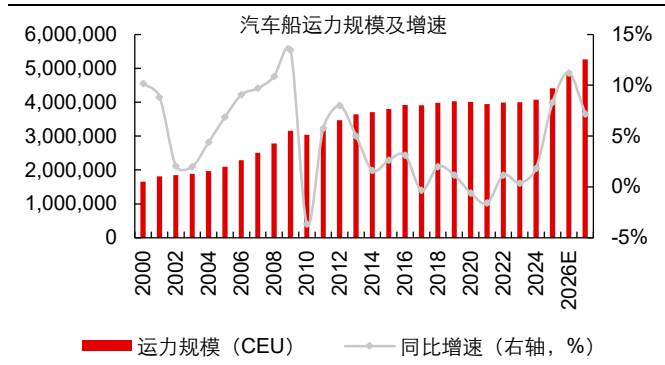
随着这几年新造船订单集中交付，供给紧张的局面将缓解。2020 年之前全球汽车海运需求疲软导致船东资本开支意愿不足，船队运力规模停滞。2020 年后，船东大幅增加新造船订单，新造船订单将于 2025-2027 年集中交付，汽车船运力增速保持相对高位。预计 2025 年开始，汽车船海运市场供需将逐步回归至正常水平，但产能利用率仍将保持相对平衡的状态。此外，作为一个竞争格局相对较优的市场，行业展现了一定的克制，2025 年至今新签订单仅 4 艘，远低于 2022-2024 年年均 78 艘的新造船订单。

图 45: 汽车船新造船订单交付计划 (2025 年 7 月)



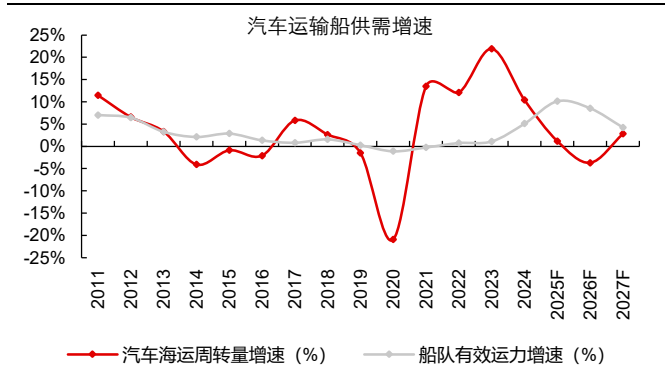
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 46: 汽车船船队规模及增速



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

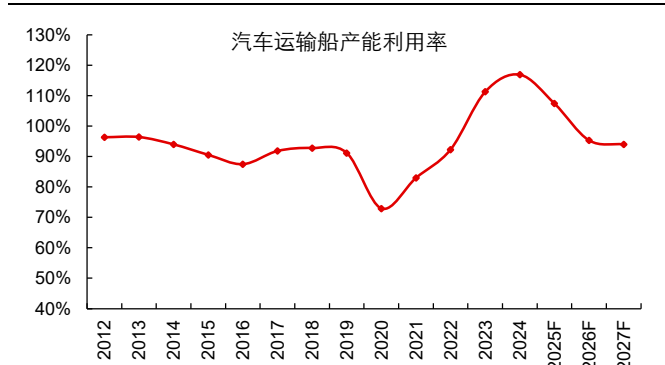
图 47: 汽车运输船海运供需增速



资料来源: Clarksons, OICA, Roland Berger, 长江证券研究所

注: 有效运力增速为年初年末平均运力增速

图 48: 汽车运输船产能利用率



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

注: 产能利用率为定基指数, 假设 2001=100%

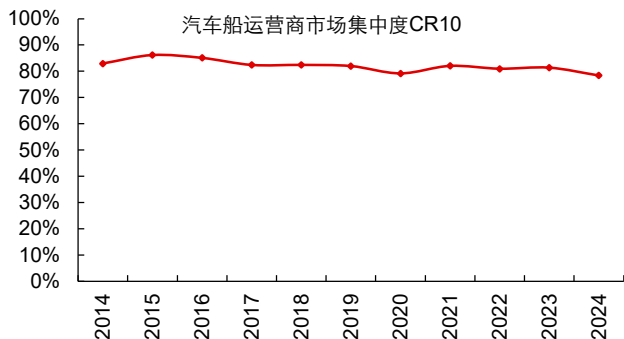
竞争格局上, 汽车船海运市场是一个集中度相对较高的寡断市场; 商业模式上, 船东和主机厂会以长协运输为主进行深度绑定。汽车船海运市场的运力相对集中, 主要体现在: 1) 前十大船东运力份额约 78.3%; 2) 按国别看, 日本、挪威和韩国船东运力份额约 71%。原因在于, 汽车船船东通常与当地主机厂深度绑定, 签订长期运输合同模式进行运输。以头部船东 Hoegh Autoliners 为例, 其长协占比超过 80%, 且长协锁定时间大于一年。从结果看, 高长协占比一定程度是平抑了运费的高波动。即使在过去几年汽车船供给紧张的情况下, 头部船东运费及 TCE 收入也没有明显上涨。因此, 未来在供给陆续交付, 供需关系趋于平衡的情形下, 运费仍将保持一定的韧性。

表 3: 全球前十大汽车船运营商船队情况 (2024 年 12 月)

前十大汽车船运营商	现有运力		在手订单	
	船队艘数	船队运力 (千 CEU)	船队艘数	船队运力 (千 CEU)
Nippon Yusen Kaisha	60	373.2	6	42
Mitsui OSK Lines	57	341.7	9	63
Wallenius Wilhelmsen	40	281.8	14	149
Hoegh Autoliners	32	230.9	10	91
Hyundai Glovis	32	222.5	6	64.8
Eukor Car Carriers	28	201.5		
K Line RoRo & Bulk	26	151.8		
K-Line	19	132.5	2	14
Grimaldi Group	20	121.7	17	153
Neptune Shipping	19	69.2	4	16.8
前十大运营商合计	333	2126.9	68	594.3
前十大运营商占比 (%)	66%	78%	59%	62%
运营商合计	508	2714.8	116	963.5

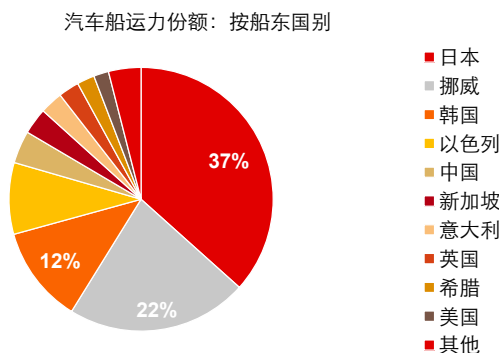
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 49: 汽车船运输市场集中度较高



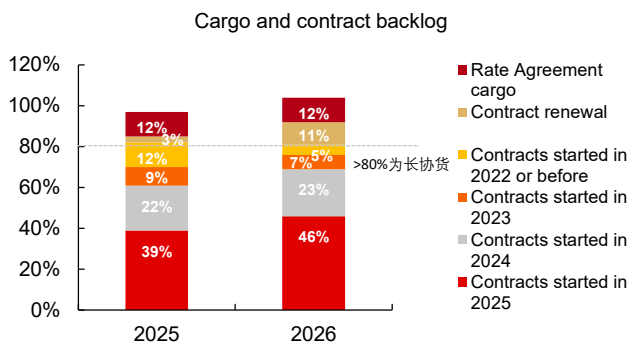
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (按汽车船运营商口径统计计算)

图 50: 船东与主机厂深度绑定



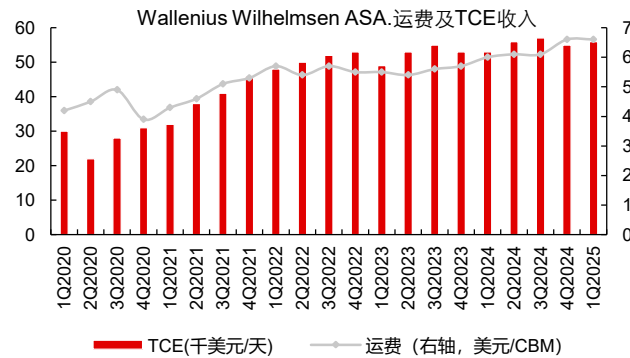
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (截至 2024 年 12 月数据)

图 51: 汽车船运输市场以长协货物为主



资料来源: Höegh Autoliners ASA, 长江证券研究所

图 52: 华轮威尔森汽车船运费及 TCE 收入



资料来源: Wallenius Wilhelmsen, 长江证券研究所

公司 24 艘汽车船新造船订单于 2024-2026 年陆续交付，届时将形成约 30 艘的专业汽车船队。未来两年，**汽车船将是公司利润增长的主要来源之一**。按照目前约 80 美元/CBM 的运费假设进行测算，一支 30 艘汽车船组成的船队年化净利润约 16.3 亿元（扣除少数股东权益约 6.9 亿净利润）。

表 4：汽车运输船盈利弹性测算

汽车运输船 利润弹性测算（亿元）		汽车船运费（美元/CBM）				
		60	70	80	90	100
汽车运输船 船队规模 (艘数)	1	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9
	5	0.9	1.8	2.7	3.7	4.6
	10	1.7	3.6	5.4	7.3	9.2
	15	2.6	5.4	8.2	11.0	13.8
	20	3.4	7.2	10.9	14.6	18.4
	25	4.3	8.9	13.6	18.3	23.0
	30	5.1	10.7	16.3	21.9	27.6

资料来源：Höegh Autoliners, Wallenius Wilhelmsen, Clarksons, 长江证券研究所

投资建议

我们认为：1) 公司经过战略转型，船队由传统的多用途和重吊船为主转变为半潜船、纸浆船和汽车船为主的特种船队，淡化了单一船型特别是多用途船对于经营的扰动，并且多用途船和特种船型上互补，能够提供组合式服务能力，更大地发挥船队效益；2) 小市场大龙头的半潜船市场是一个成熟稳健的市场，是公司利润的稳定器；3) 纸浆船和汽车船随着运力规模的持续扩张，仍有份额提升的空间并兑现业绩增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.5 亿、22.5 亿和 23.8 亿元，对应 PE 为 9.3、8.1、7.7 倍。按照 50% 的分红比例假设，2025-2027 年对应股息率为 5.4%、6.2% 和 6.5%。

表 5：中远海特盈利预测

单位/亿元	2025E	2026E	2027E
营业总收入	208.8	240.8	251.8
归母净利润	19.5	22.5	23.8
每股收益 EPS	0.71	0.82	0.87
市盈率 (P/E)	9.3	8.1	7.7
分红比例 (%)	50.0%	50.0%	50.0%
股息率 (%)	5.4%	6.2%	6.5%

资料来源：Wind, 长江证券研究所

风险提示

1、出口景气度下滑：公司船队主要受益于中国制造业和产业出海，若出口景气度下滑会导致公司各板块运输需求下滑，继而影响公司经营情况。

2、海运景气度持续承压：公司多用途船和重吊船市场景气度和集装箱、干散货等海运市场整体景气度相关性较高。若海运整体景气度持续承压，上述船队景气度或下滑。

3、中国商品浆进口量下滑：纸浆船是公司最主力的船型，对公司经营影响较大。目前，中国对于纸浆进口的依存度较高，若未来中国商品浆进口量下滑将导致纸浆船队承压。

4、汽车船行业新签订单加速：当前，汽车船海运市场供给紧张的情况有所缓解。年初至今，新签订单较少，行业相对克制。如果后续新签订单加速，会进一步加剧汽车船海运供给过剩的压力，导致运费出现下滑，拖累公司汽车船队经营情况。

5、盈利假设不成立或不及预期：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为：1) 公司战略逐步兑现，转型为半潜船、纸浆船和汽车船为主的特种船队船东，淡化了单一船型特别是多用途船对于经营的扰动，并且多种船型能够提供组合式服务能力，更大地发挥船队效益；2) 半潜船市场成熟稳健，是公司利润的稳定器；3) 纸浆船和汽车船随着运力规模的持续扩张逐步兑现业绩增长。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 208.8、240.8 和 251.8 亿元，增速分别为 24.4%、15.3% 和 4.6%，归母净利润分别为 19.5、22.5 和 23.8 亿元，增速分别为 27.5%、15.3% 和 5.7%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若宏观经济出现大幅下滑导致海运需求不及预期、特种船运价下行承压等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 200.4、221.1 和 231.2 亿元，增速分别为 19.4%、10.3% 和 4.6%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 18.7、20.8 和 22.0 亿元，同比增速分别为 22.5%、10.8% 和 5.7%。

表 6：公司收入和利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	167.8	208.8	240.8	251.8	167.8	200.4	221.1	231.2
——YOY	37.6%	24.4%	15.3%	4.6%	37.6%	19.4%	10.3%	4.6%
归母净利润	15.3	19.5	22.5	23.8	15.3	18.7	20.8	22.0
——YOY	43.8%	27.5%	15.3%	5.7%	43.8%	22.5%	10.8%	5.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。