



松发股份 (603268.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

订单交付双高增，民营造船龙头加速

崛起

投资逻辑：

船舶主业进入业绩兑现期，员工持股强化长期激励。2025年5月公司完成重组，置入恒力重工100%股权，主营业务转向船舶及高端装备制造。依托原STX（大连）资产及持续扩建，公司形成大型船舶批量建造能力。2026H1实现收入235.0亿元、归母净利润36.1亿元，同比增长251.9%、457.7%，毛利率达23.7%。2026年10月公司披露约8.5亿元员工持股计划草案，董事、高管公司层面全额归属门槛为2027年考核净利润150亿元，强化激励、彰显信心。更新需求与供给约束支撑长景气，VLCC量价表现突出。老旧船舶更新、地缘冲突及环保政策支撑新船需求。按25年更新周期及提前4-6年订船推算，更新需求自2021年前后释放。供给端，截至2026年10月初，全球在手订单静态保障约4.7年，船厂排期饱满。VLCC受益于贸易改道与周转放缓，量价齐升。中国新接订单全球份额2025年达69.0%、2026M1-M9达81.7%（DWT口径），接单优势持续扩大。

VLCC龙头+稀缺坞位+恒力赋能，扩产提效释放盈利弹性。（1）民营机制高效，资本支持扩张。快速建设与交付体现“恒力速度”，2026年7月公司完成70.0亿元定增，发行价格146.02元/股，投向船舶制造一体化、曲组升级及码头配套。（2）大型船坞充足，产能释放加快。公司有4座主力船坞，5号、6号在建，前三季度交付61艘，为2025年的3.6倍。（3）订单规模大，船型结构优。2026M1-M9公司新接订单905.5万CGT，位列第二，新接VLCC订单62艘，占全球份额36.0%，集装箱船与油轮占在手订单CGT的77.5%。（4）发动机自主制造，保障交付，优化成本。发动机总装年产能180台，订单排至2030年，双燃料产品拓展配套空间。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026/2027/2028年公司实现归母净利润90.3亿/158.9亿/219.8亿元，同比+240.1%/+76.0%/+38.4%，对应EPS为8.86/15.59/21.58元。公司作为民营造船龙头，有望受益于造船行业长景气延续及新增产能释放，给予2027年15倍PE，目标价233.85元，给予“买入”评级。

风险提示

行业景气不及预期；产能扩张及船舶交付不及预期；原材料价格和汇率波动；海外贸易政策变化；资本开支及现金流风险。

机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：房灵聪（执业S1130525070003）

fanglingcong@gjzq.com.cn

联系人：郑秀秀

zhengxiuxiu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：176.89元

目标价（人民币）：233.85元



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	275	21,639	51,006	86,166	114,995
营业收入增长率	33.34%	7774.10%	135.71%	68.93%	33.46%
归母净利润(百万元)	-77	2,655	9,027	15,886	21,979
归母净利润增长率	-34.49%	N/A	240.05%	75.98%	38.36%
摊薄每股收益(元)	-0.617	2.735	8.861	15.594	21.576
每股经营性现金流净额	-0.39	-1.50	14.53	21.23	28.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	-	28.08%	35.51%	38.46%	34.73%
P/E	-64.25	30.49	19.96	11.34	8.20
P/B	3,254.86	8.56	7.09	4.36	2.85

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：恒力入主造船，船舶主业进入业绩兑现期	5
1.1 恒力重工注入上市公司，恒力系造船平台正式成型	5
1.2 船舶主业快速放量，盈利能力与经营质量同步改善	7
二、船舶行业：长景气延续，中国船企份额提升，VLCC 量价表现突出	8
2.1 更新需求与供给约束支撑船价，看好船企盈利能力提升	8
2.2 主流船型需求分化，VLCC 订单与船价表现突出	16
2.3 中国船企份额持续提升，行业长景气打开成长空间	21
三、未来成长性：订单饱满交付提效，恒力赋能释放盈利弹性	24
3.1 民营机制提升产能效率，集团协同与资本运作支持扩张	24
3.2 大型船坞资源稀缺，扩产与提效推动交付增长	26
3.3 订单规模位居前列，VLCC 与高价值船型支撑盈利增长	28
3.4 发动机自主制造保障整船交付，双燃料升级拓展增长空间	31
四、公司投资建议与盈利预测	32
4.1 盈利预测	32
4.2 投资建议与估值	33
风险提示	33

图表目录

图表 1：恒力重工注入推动主业切换至船舶制造	5
图表 2：恒力重工快速复产进入规模化交付阶段	5
图表 3：整船、发动机、海工构建多元产品矩阵	6
图表 4：恒力系保持较高持股比例	6
图表 5：公司 2026 年员工持股计划主要安排（草案）	7
图表 6：2026H1 公司收入同比+251.9%	7
图表 7：2026H1 公司归母净利润同比+457.7%	7
图表 8：公司盈利能力持续提升	8
图表 9：公司经营现金流显著改善	8
图表 10：公司合同负债快速增长	8
图表 11：全球造船行业呈现长周期与小周期交替特征	9
图表 12：全球船队平均船龄持续上升	9
图表 13：主流船型平均拆解年龄多在 25—30 年	10
图表 14：集装箱船订单高点领先拆解高点约 6 年	10
图表 15：散货船订单高点领先拆解高点约 5 年	11



图表 16:	油轮订单高点领先拆解高点约 4 年	11
图表 17:	全球造船交付量于 2011 年达到上一轮周期高峰	12
图表 18:	2021 年以来全球新接船订单维持较高水平	12
图表 19:	苏伊士运河关闭与全球造船交付量变化	13
图表 20:	全球海运贸易平均运输航距持续拉长	13
图表 21:	全球海运贸易量保持温和增长	13
图表 22:	替代燃料船舶已成为新造船的重要组成部分	14
图表 23:	全球造船交付量占船队运力比例明显低于上一轮周期高点	14
图表 24:	全球活跃船厂数量大幅减少	15
图表 25:	当前船厂在手订单充裕	15
图表 26:	2021 年以来全球新接船订单维持较高水平	15
图表 27:	全球新造船价格指数维持历史高位	15
图表 28:	2021 年以来全球新造船价格与中国 20mm 钢板价格呈现剪刀差	16
图表 29:	主流商船四大船型及需求驱动	16
图表 30:	全球主要船型 16 年以上船龄吨位占比情况	17
图表 31:	全球新接船订单呈现船型轮动, 2026 年油轮订单占比明显提升	17
图表 32:	2026 年油轮平均日收益显著回升	18
图表 33:	全球主要船型新造船价格指数维持较高水平	18
图表 34:	集装箱船交付较前期高位回落	19
图表 35:	散货船近期交付同比保持增长	19
图表 36:	LNG 船 8-9 月交付同比下降	19
图表 37:	油轮交付保持高速增长	19
图表 38:	全球在手订单运力比持续回升, 各船型订单储备呈现分化	19
图表 39:	霍尔木兹海峡通行船次大幅下降	20
图表 40:	布伦特原油期货结算价大幅上行	20
图表 41:	VLCC 运价创新高	20
图表 42:	26 年以来 VLCC 订单大幅增加	21
图表 43:	2026 年 VLCC 新造船价格上行	21
图表 44:	中国造船三大指标全面上行, 在手订单创历史新高	21
图表 45:	中国新接订单全球份额持续提升	22
图表 46:	中国在手订单全球份额稳步扩大	22
图表 47:	中国造船交付量全球份额持续提升	23
图表 48:	中国三大指标全球份额均超 65%, 全面领先日韩	23
图表 49:	2026H1 油轮新接订单同比+1363%	24
图表 50:	油船占新接订单总量的 52.0%	24



图表 51:	中国主要上市船企收入保持增长	24
图表 52:	中国主要上市船企归母净利润较快增长	24
图表 53:	四船同日出坞, 坞内周期仅 88 天	25
图表 54:	恒力重工合作创新暨海工科技产业园在大连长兴岛开工	25
图表 55:	2025 年配套融资募投项目	26
图表 56:	2026 年定增募投项目	26
图表 57:	2025 年末公司分业务固定资产构成	26
图表 58:	公司 1-6 号船坞尺寸及建造能力	27
图表 59:	公司交付艘数快速增长	28
图表 60:	公司交付总吨快速增长	28
图表 61:	2026M1-M9 新接订单较 2025 年全年增长 147.0%	28
图表 62:	2026M1-M9 在手订单较 2025 年末增长 75.6%	28
图表 63:	公司新接订单规模位居行业前列	29
图表 64:	公司在手订单规模居国内前列	29
图表 65:	新接订单向集装箱船与油轮集中	29
图表 66:	集装箱船与油轮占在手订单的 77.5%	29
图表 67:	VLCC 单船金额较高	29
图表 68:	公司 VLCC 接单份额持续提升	30
图表 69:	公司在手 VLCC 计划于 2028—2029 年集中交付	30
图表 70:	公司主要 VLCC 交付及合作进展	30
图表 71:	公司毛利率高于多数可比船企	31
图表 72:	公司净利率高于多数可比船企	31
图表 73:	恒力重工发动机业务发展历程	31
图表 74:	公司首台 LPG 双燃料发动机	31
图表 75:	公司首台 8G95 LNG 双燃料发动机	31
图表 76:	发动机自供对造船成本及毛利率的影响 (情景测算)	32
图表 77:	公司分业务预测	33
图表 78:	可比公司估值比较	33

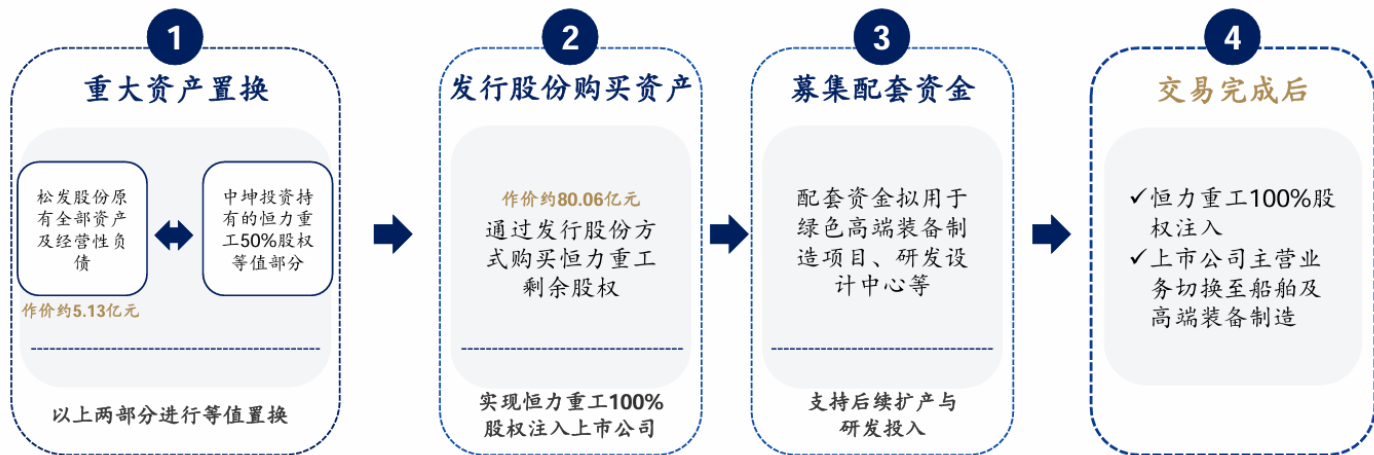


一、公司概况：恒力入主造船，船舶主业进入业绩兑现期

1.1 恒力重工注入上市公司，恒力系造船平台正式成型

松发股份为恒力重工上市经营平台，核心业务聚焦船舶及高端装备制造。2025 年 5 月，公司通过重大资产置换及发行股份购买资产，取得恒力重工 100% 股权，交易作价 80.1 亿元。公司以原有全部资产及经营性负债进行等值置换，剩余 74.9 亿元对价通过发行股份支付，发行价格 10.16 元/股、发行数量约 7.4 亿股。交易于 5 月 22 日完成资产交割，5 月 23 日完成新增股份登记。重组后，原陶瓷业务置出，恒力重工成为上市公司核心经营主体，主营业务转向船舶及高端装备的研发、生产和销售。

图表1：恒力重工注入推动主业切换至船舶制造



来源：公司公告，国金证券研究所

恒力集团盘活原 STX 大连资产，恒力重工三年完成从复产到规模化交付的跨越。2022 年 7 月，恒力集团收购原 STX（大连）资产并成立恒力重工，依托成熟造船基础于 2023 年 1 月实现产业园正式运营。复产后公司快速补齐研发制造能力，2024 年先后实现首制船、首台船用发动机交付及首制 30.6 万吨 VLCC 出坞；二期“未来工厂”于 2025 年 1 月投产，进一步扩充造船产能。随着产能释放及生产节拍提升，公司超大型及高端船型批量建造能力逐步形成。

图表2：恒力重工快速复产进入规模化交付阶段

阶段	资产盘活期	能力验证期	产能扩张期	规模化建造期
时间	2022.07-2023.01	2023.02-2024.12	2025.01-2025.05	2025.05-至今
关键事件	2022.07 成立恒力重工，收购原 STX 大连资产 2023.01 一期“海洋工厂”投产，开启全面复产	2024.03 船舶设计研究中心揭牌，补齐自主研发能力 2024.04 首制船提前交付，整船建造能力初步验证 2024.09 首台发动机交付，“造船+造机”体系逐步打通 2024.12 30.6 万吨 VLCC 下水，高端车型实现突破	2025.01 二期“未来工厂”投放，产能进一步扩张 2025.05 首次同时举行三艘船命名仪式，批量建造能力逐步形成 2025.06 首制 30.6 万吨 VLCC 正式命名	2025.09 海工科技产业园开工，进一步布局高端海工装备 2025.10 首台双燃料发动机交付，绿色动力产品实现突破 2026.01 四艘 VLCC 同日出坞，超大型船舶进入批量建造阶段 2026.06-07 VLAC 顺利下水，四船同坞齐出，生产节拍持续提升

来源：公司官网，国金证券研究所

公司产品覆盖主流商船，并向船用动力及海工装备延伸。整船制造方面，公司已形成散货船、油轮、集装箱船和气体运输船等主流船型产品体系，并具备 VLCC、VLOC、VLGC、超大型集装箱船、LNG 运输船等高附加值船舶建造能力。船用动力方面，公司具备船用发动机自主生产能力，产品进一步覆盖 LNG、LPG、甲醇、氨等低碳零碳双燃料发动机。高端装备方面，公司布局 FLNG、FPSO 及半潜式钻井平台等海工装备。



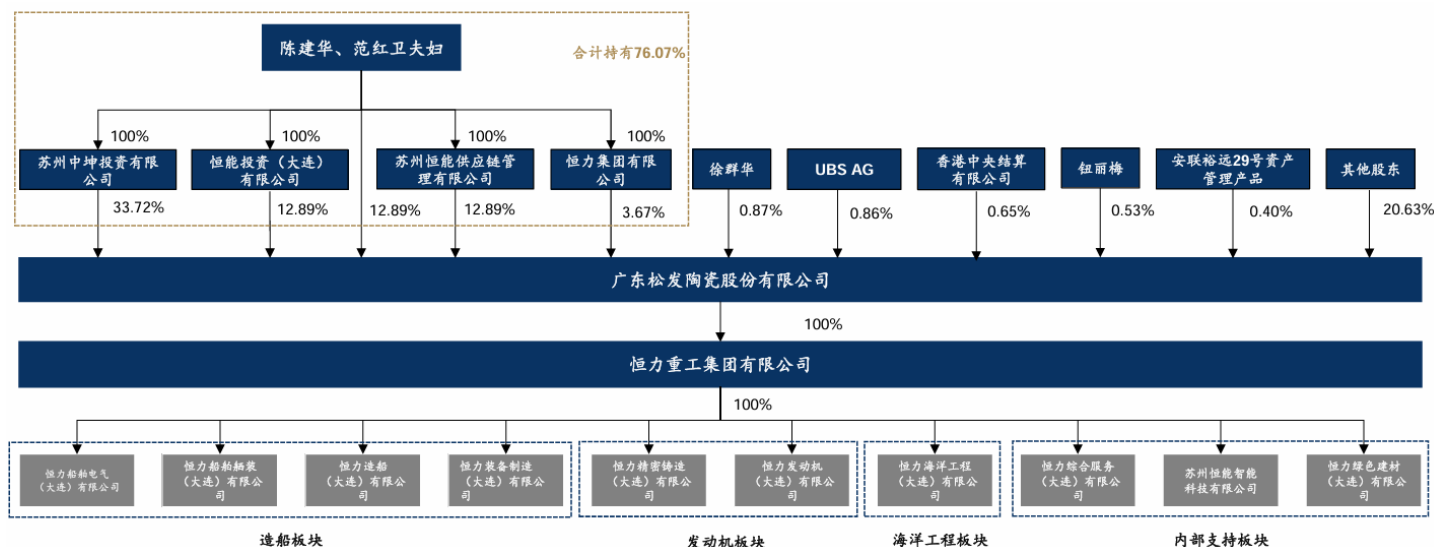
图表3：整船、发动机、海工构建多元产品矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

恒力系保持较高持股比例，股权结构集中稳定。截至2026年7月，恒力系相关主体合计持有松发股份76.07%股权，陈建华、范红卫夫妇为公司实际控制人。较高的控股股东持股比例有利于保持上市公司与恒力重工在经营管理及战略方向上的一致性，并为船舶业务长期发展提供稳定的治理基础。

图表4：恒力系保持较高持股比例



来源：公司公告，国金证券研究所

员工持股计划完善长期激励，进一步绑定员工与公司利益。2026年10月，公司披露员工持股计划草案，拟以业绩奖金等筹集不超过8.5亿元，通过二级市场购买公司股票。计划覆盖不超过5,370人，相当于2025年末员工总数的78.6%，其中其他员工获配份额占99.1%。股票锁定期不早于2028年8月末，归属与个人绩效挂钩，董事、高管另设公司业绩考核。在控股结构保持稳定的基础上，员工持股有助于扩大长期利益共享范围、增强员工凝聚力，进一步完善重组后的治理与激励机制。



图表5：公司 2026 年员工持股计划主要安排（草案）

募投项目	项目总投资（亿元）
参与对象	董事、高级管理人员及其他员工，合计不超过 5,370 人
份额分配	8 名董事、高管合计获配 0.90%；其他员工不超过 5,362 人，合计获配 99.10%
资金规模及来源	不超过 85,218.9 万元；来源为根据公司薪酬制度计提的业绩奖金及法律法规允许的其他方式
股票来源及购股价格	通过集中竞价、大宗交易等二级市场方式购股，价格以实际成交为准
预计持股规模	按 2026 年 10 月 21 日收盘价 187.98 元/股测算，预计购股不超过 453.34 万股，占总股本不超过 0.45%；实际数量以购股结果为准
存续期	自公告最后一笔股票购买完成之日起，不超过 36 个月
锁定及归属	锁定期为购股完成公告日起 12 个月与该日至 2028 年 8 月 31 日期间的孰长值；锁定期满、满足考核条件后一次性解锁并归属
公司业绩考核	仅适用于董事、高管。2027 年考核口径归母净利润达到 150/140/130/120/110 亿元，公司层面归属比例分别为 100%/95%/90%/85%/80%；低于 110 亿元时为 75%
个人绩效考核	适用于全体参与对象，考核期间为 2027 年及 2028 年 1—8 月；绩效等级 A/B/C/D 对应归属比例 100%/80%/60%/0%
实施安排	尚需股东会审议通过；通过后 6 个月内完成股票购买

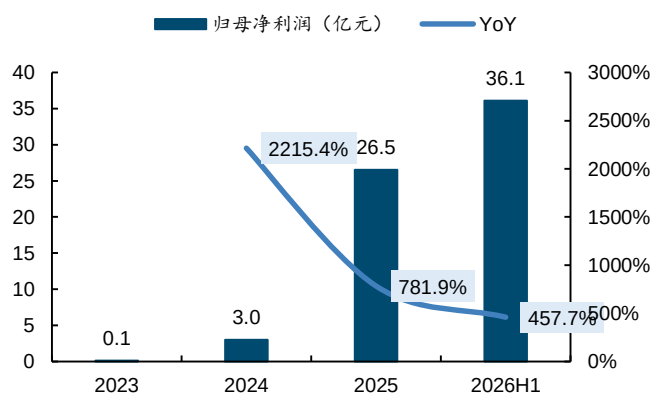
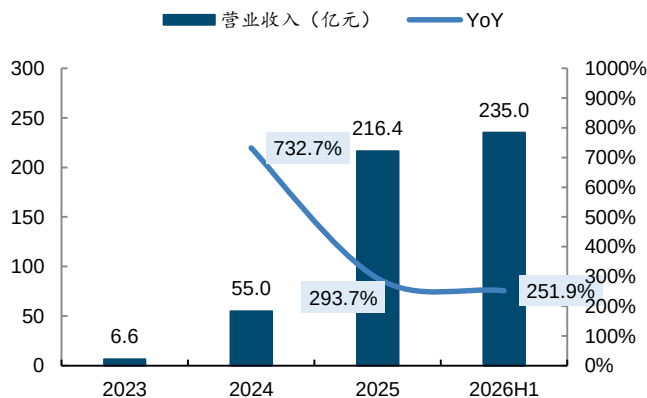
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 船舶主业快速放量，盈利能力与经营质量同步改善

船舶产能进入集中释放期，2026H1 收入和利润延续高速增长。2025 年公司实现营业收入 216.4 亿元，同比增长 275.0%，归母净利润 26.6 亿元，同比增长 1083.1%；2026H1 公司实现营业收入 235.0 亿元，同比增长 251.9%，归母净利润 36.1 亿元，同比增长 457.7%。随着开工船舶数量及建造投入增加，公司船舶业务收入进入集中确认阶段。

图表6：2026H1 公司收入同比+251.9%

图表7：2026H1 公司归母净利润同比+457.7%



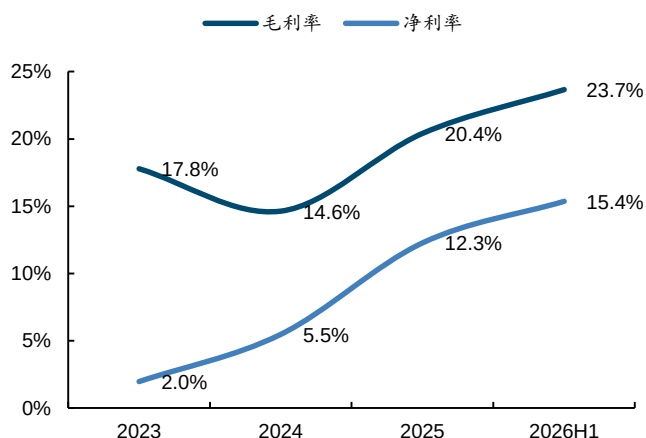
来源：公司公告，国金证券研究所 注：2023-2024 年为恒力重工及子公司收入；2025 年起为松发股份合并口径，2025 年含原陶瓷业务 1-5 月收入 1.32 亿元。

来源：公司公告，国金证券研究所 注：2023-2024 年为恒力重工及子公司归母净利润；2025 年起为松发股份合并口径，2025 年含原陶瓷业务 1-5 月归母亏损 0.51 亿元。

盈利能力与经营现金流同步改善，船舶业务放量带动经营质量提升。2025 年公司毛利率、净利率分别为 20.4%、12.3%，2026H1 公司毛利率进一步提升至 23.7%，归母净利率 15.4%。与此同时，公司 2026H1 经营活动现金流净额达到 85.1 亿元，2025 年为 -14.6 亿元，利润增长同步转化为经营现金流入。盈利能力提升与现金流改善共同反映船舶主业规模化履约后经营质量持续改善。

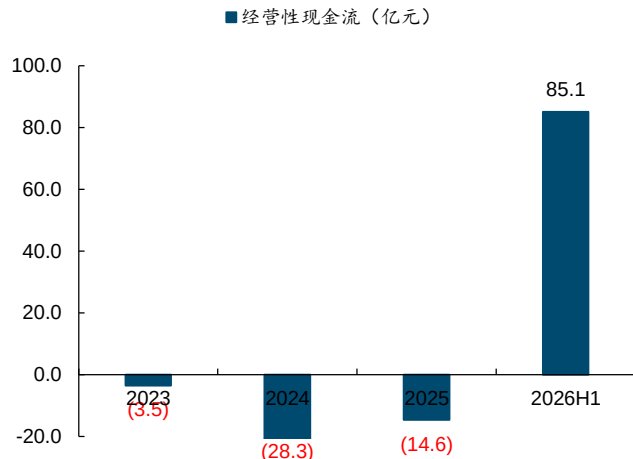


图表8：公司盈利能力持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2023-2024 年为恒力重工及子公司，2025 年起为松发股份合并口径；2025 年含原陶瓷业务 1-5 月损益，净利率按归母净利润计算。

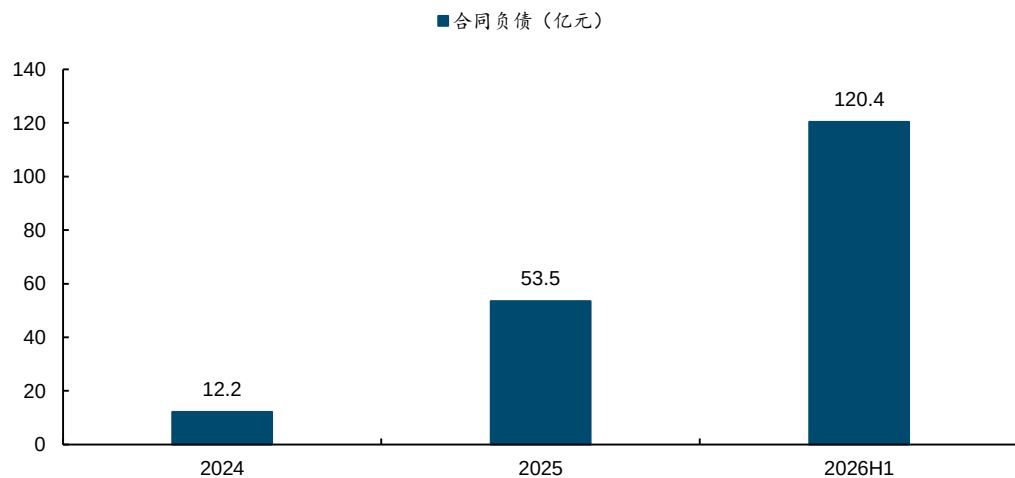
图表9：公司经营现金流显著改善



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2023-2024 年为恒力重工及子公司，2025 年起为松发股份合并口径；2025 年含原陶瓷业务 1-5 月现金流。

合同负债快速增长进一步夯实后续收入基础。2026H1 末公司合同负债达到 120.4 亿元，较 2025 年末的 53.5 亿元增长 124.8%，主要系履约订单增加及收到客户进度款增加。随着在手订单陆续进入建造阶段，客户预付款及进度款持续流入，为后续收入确认提供支撑。

图表10：公司合同负债快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2024 年为恒力重工及子公司，2025 年起为松发股份合并口径；均为各期末余额。

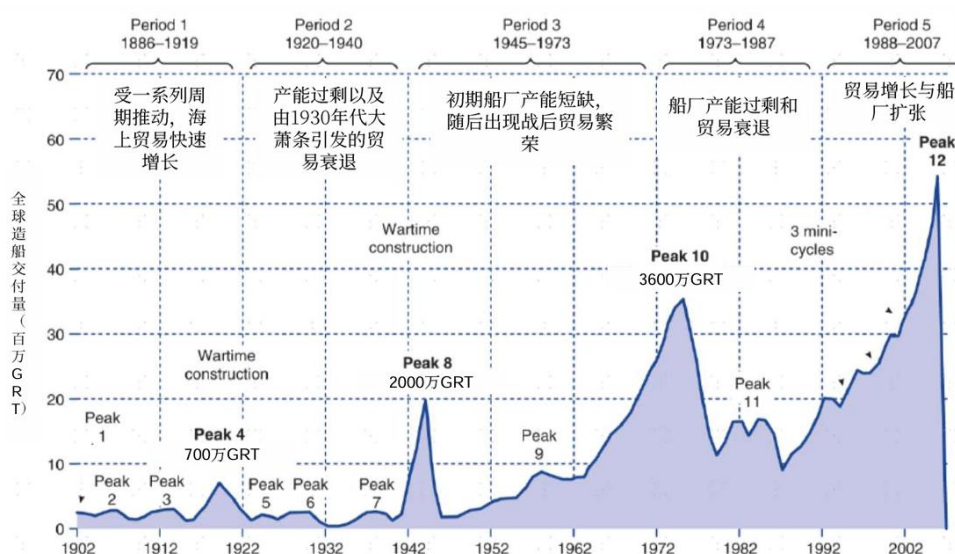
二、船舶行业：长景气延续，中国船企份额提升，VLCC 量价表现突出

2.1 更新需求与供给约束支撑船价，看好船企盈利能力提升

造船行业具有显著长周期属性，全球贸易和产能调整共同驱动行业波动。根据《Maritime Economics》历史复盘，全球造船行业经历多轮长周期变化，1902—2007 年全球造船市场共经历 12 轮小周期，平均周期长度约 9.6 年，各轮周期主要受海运贸易扩张、战争、能源危机及造船产能调整等因素驱动。长期趋势中伴随多次阶段性小周期，反映造船需求与产能供给调整存在较长时滞。



图表11：全球造船行业呈现长周期与小周期交替特征



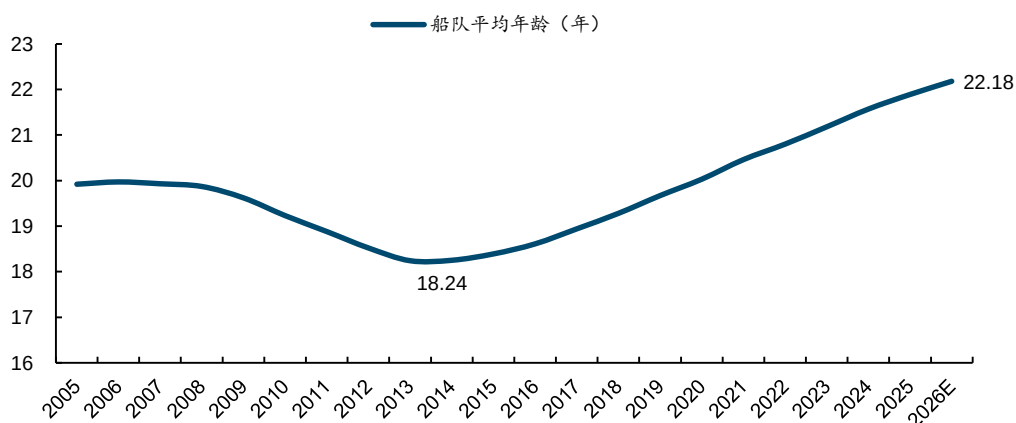
来源：《Maritime Economics》，国金证券研究所

本轮造船周期主要受船舶更新替换、地缘冲突及航运业环保政策催化。全球船队持续老龄化，老旧船舶更新需求逐步释放；地缘冲突推动贸易流向调整、运输距离拉长，增加船舶运力需求；环保政策趋严进一步提升节能船舶的竞争力，共同支撑本轮造船需求增长。

(1) 船舶更新：老龄化与上一轮集中交付推动替换需求释放。

船舶老龄化推动全球造船需求上行。根据克拉克森数据，全球船队平均船龄由 2013 年的 18.2 年升至 2026 年预计的 22.2 年，增加 4.0 年。随着船龄增长，船舶维修保养支出增加，燃油经济性与运营可靠性下降，船东更新船队的需求逐步增强。老龄船舶规模持续扩大，为新船订造提供了较大的潜在替换需求。

图表12：全球船队平均船龄持续上升

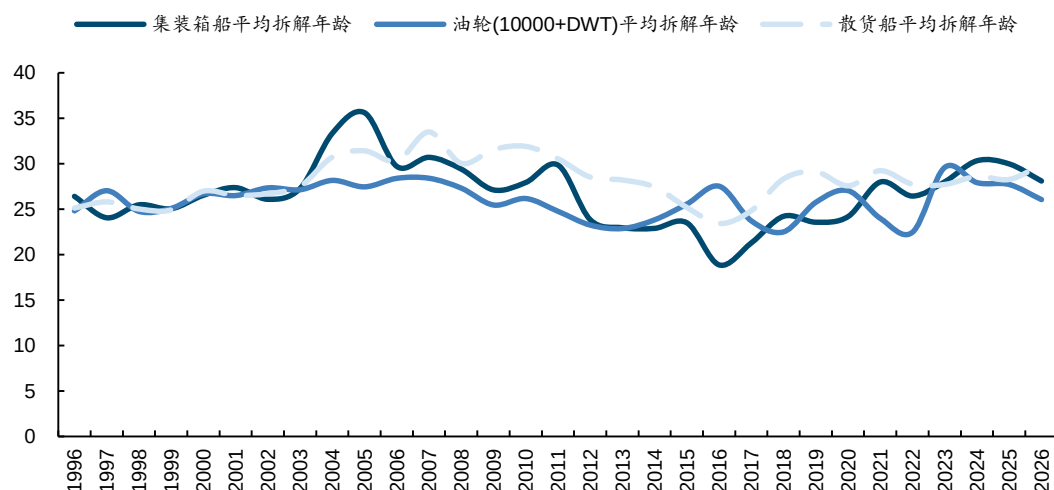


来源：克拉克森，国金证券研究所

主流船型平均拆解年龄多在 25-30 年，老旧船舶陆续进入更新阶段。根据克拉克森数据，2026 年油轮、集装箱船和散货船平均拆解年龄分别约为 26.1 年、28.1 年和 29.9 年。船舶使用超过 20 年后，维修、检验及设备更新需求增加，运营经济性逐步下降；接近 25 年时，船东面临的更新压力进一步上升。随着上一轮集中建造的船舶逐步老化，船队替换有望成为本轮造船周期的重要需求来源。



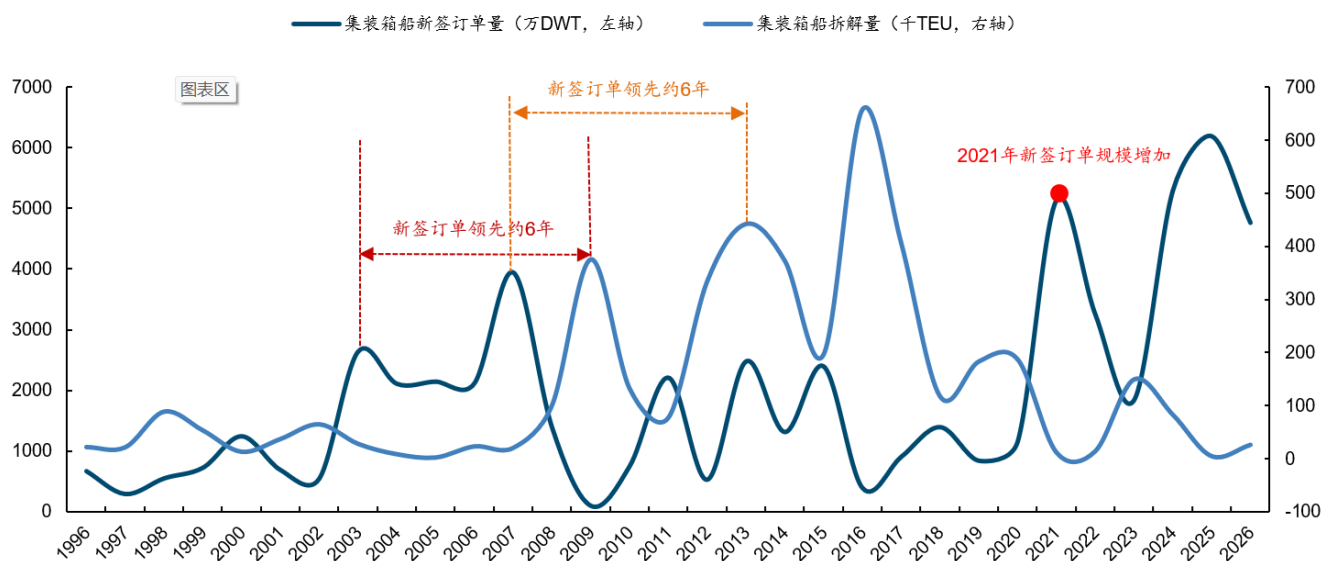
图表13：主流船型平均拆解年龄多在25—30年



来源：克拉克森，国金证券研究所

历史复盘显示，新接订单高点领先船舶拆解高点约4—6年。集装箱船2003年、2007年的订单高点分别领先2009年、2013年的拆解高点约6年；散货船2007年的订单高点领先2012年的拆解高点约5年；油轮2003年的订单高点领先2007年的拆解高点约4年。考虑到新船建造及船队调整需要时间，船东通常提前安排订造，使更新需求先于老船集中退出体现为新船订单。

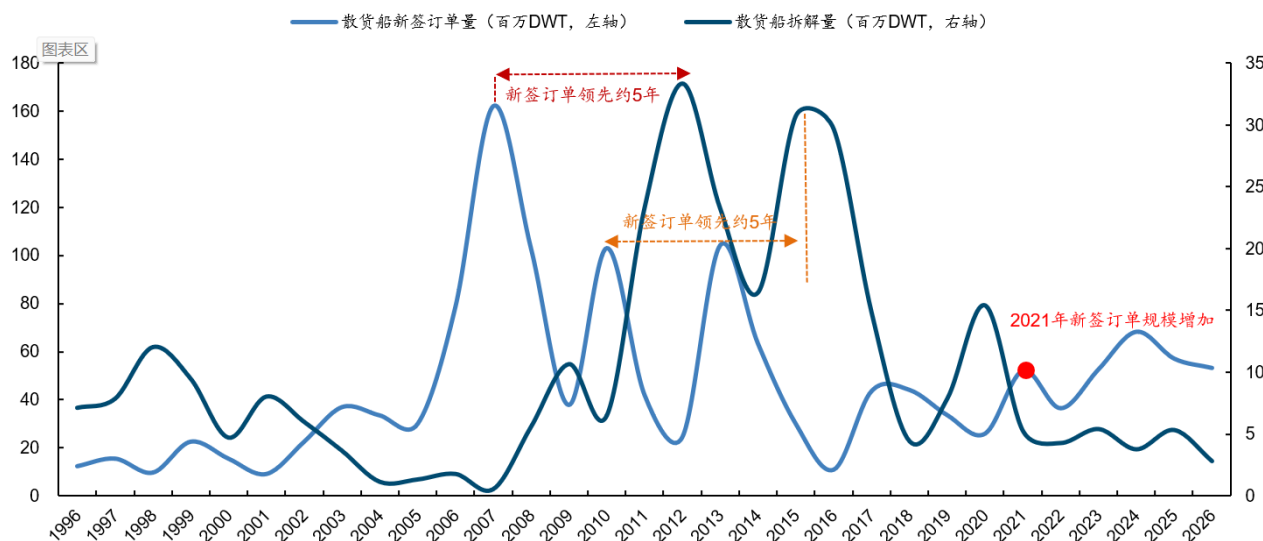
图表14：集装箱船订单高点领先拆解高点约6年



来源：克拉克森，国金证券研究所

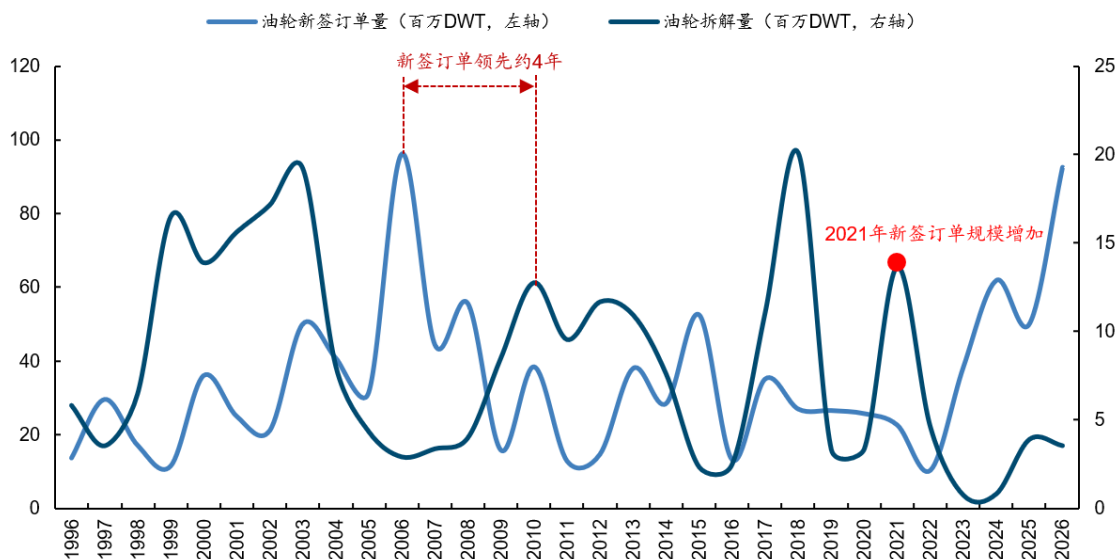


图表15：散货船订单高点领先拆解高点约5年



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表16：油轮订单高点领先拆解高点约4年

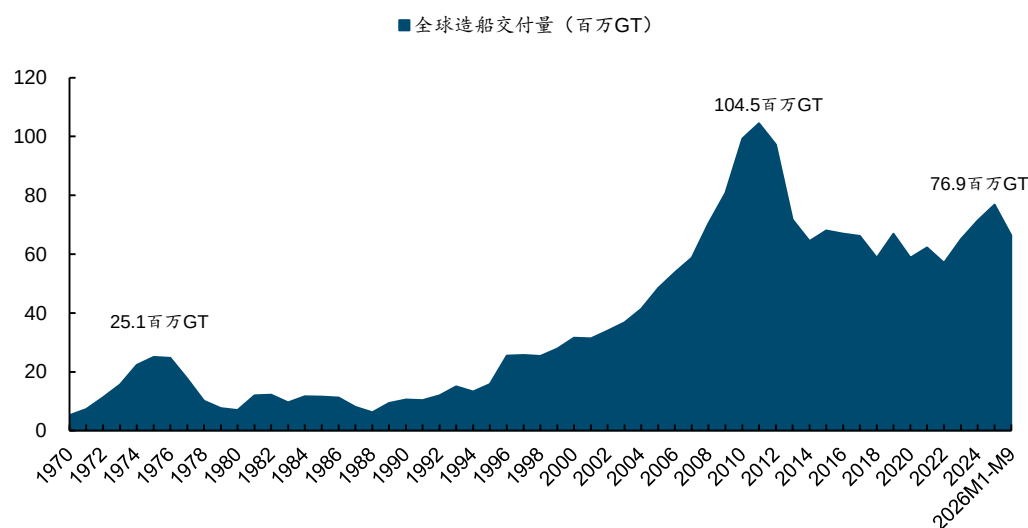


来源：克拉克森，国金证券研究所

本轮造船周期自2021年开启，船舶更新需求提前释放形成重要支撑。2001年起全球造船交付量逐步提升，并于2011年达到104.5百万GT的上一轮高峰。按25年更新周期推算，2001年后交付的船舶将于2026年陆续进入更新窗口，结合提前约4-6年订船的历史特征，相关订单需求自2021年前后开始释放。此后交付规模继续扩大，对应未来进入更新阶段的船舶数量也将增加，有望推动替换需求持续释放，支撑本轮造船周期延续。

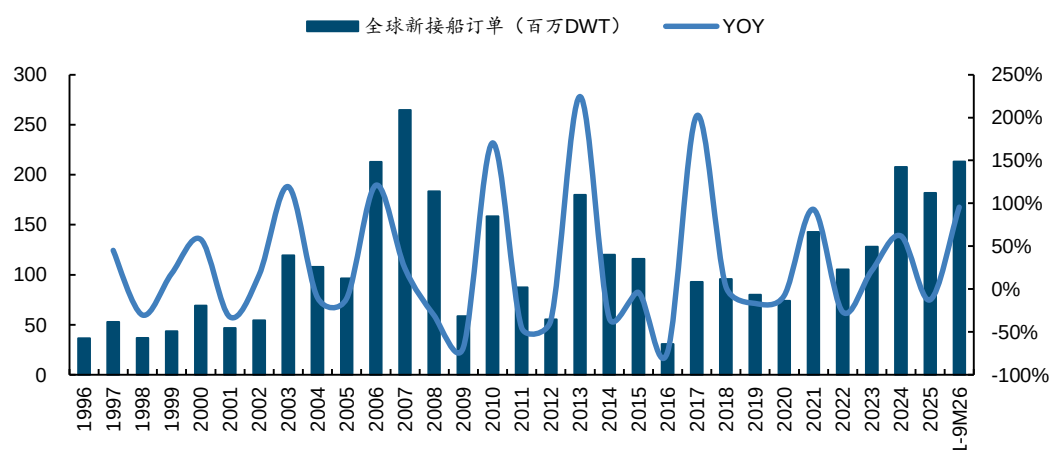


图表17：全球造船交付量于2011年达到上一轮周期高峰



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表18：2021年以来全球新接船订单维持较高水平



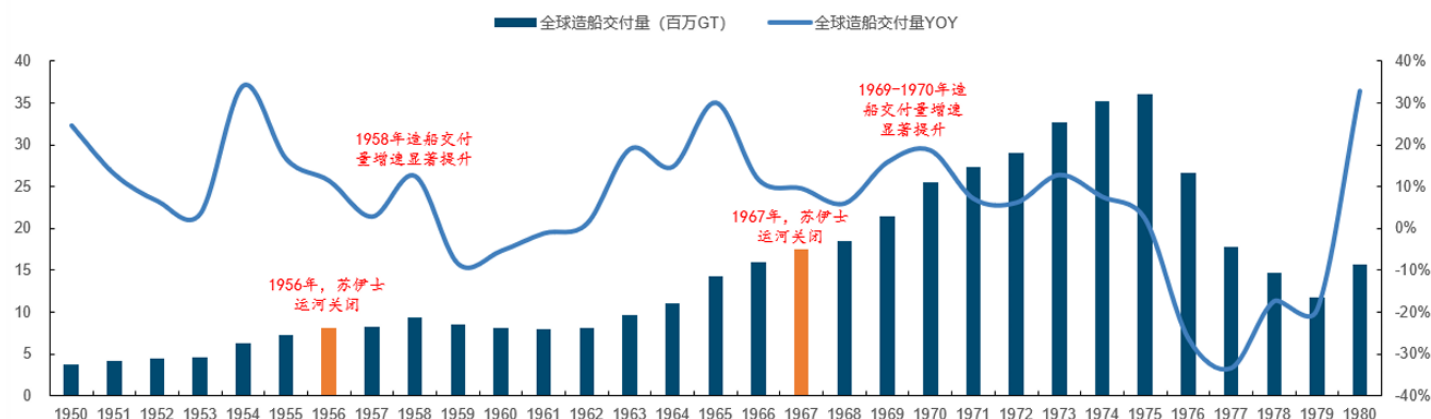
来源：克拉克森，国金证券研究所

（2）地缘冲突：贸易流向调整与运输效率下降增加运力需求。

历史上两次苏伊士运河关闭均增加绕航需求，持续时间决定其对造船周期的影响。1956年苏伊士危机导致运河关闭，至1957年恢复通航，部分欧亚航线被迫绕行好望角，船舶周转放缓，形成短期运力缺口，考虑到新船建造需要时间，全球造船交付增速于1958年回升。1967年第三次中东战争后，运河再次关闭，直至1975年才重新开放，长期绕航使船舶占用时间持续增加。在绕航需求与同期贸易扩张共同推动下，全球造船交付增速于1969-1970年明显回升，交付量随后于1974-1975年达到阶段高位。两次事件反映出，运输通道受阻首先影响现有船队周转；当航线调整持续较长时间时，船东更有动力通过新增订造补充运力。



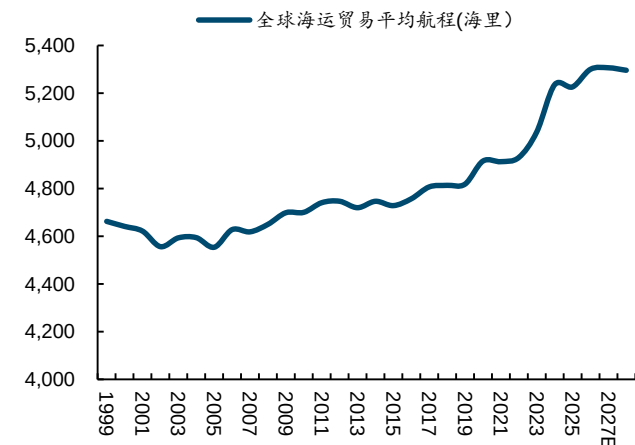
图表19：苏伊士运河关闭与全球造船交付量变化



来源：克拉克森，国金证券研究所

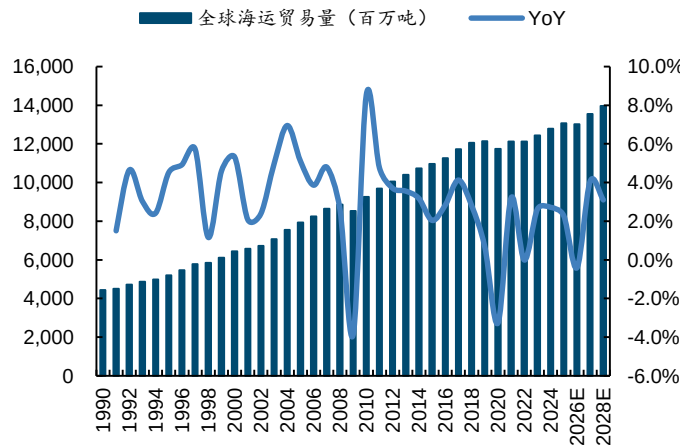
本轮地缘冲突推动航线绕行与货源调整，航距拉长和周转放缓共同增加运力需求。红海局势紧张促使部分欧亚航线绕行好望角，全球海运贸易平均航距由2020年前后约4900海里升至2025年约5300海里。2026年中东冲突进一步扰动霍尔木兹海峡通行，推动亚洲炼厂增加远距离货源采购，同时增加船舶等待、调配及海上过驳环节。据Frontline披露，2026年二季度，美洲至苏伊士以东地区的原油货流较一季度增长36.0%，VLCC平均每月闲置天数增加23.0%，反映贸易改道与物流受阻对船队效率的影响。在海运贸易量温和增长的背景下，运输距离与周转时间增加，使同等货量需要占用更多船舶，为船东补充运力及新船订造提供支撑。

图表20：全球海运贸易平均运输航距持续拉长



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表21：全球海运贸易量保持温和增长



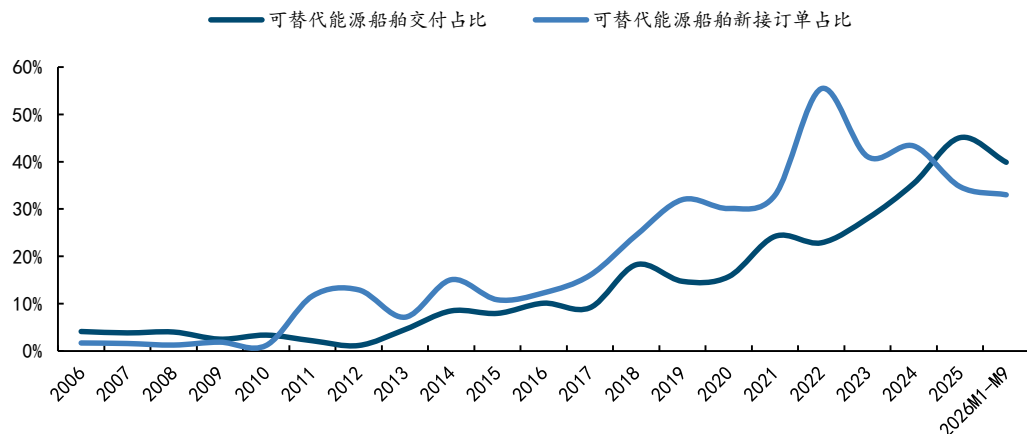
来源：克拉克森，国金证券研究所

(3) 环保政策：排放约束趋严，推动节能低碳船舶替换

环保法规持续推进，替代燃料船舶已成为新造船的重要组成部分。2021年以来，可替代能源船舶交付量占全球船舶交付量的比例由24.2%提升至2025年的45.1%，2026年1-9月仍达到39.9%；同期新接订单占比维持30%以上。绿色船舶需求虽受船型结构及燃料路线变化影响而阶段性波动，但已形成较高的订单渗透率，为船队更新及新造船需求提供长期支撑。



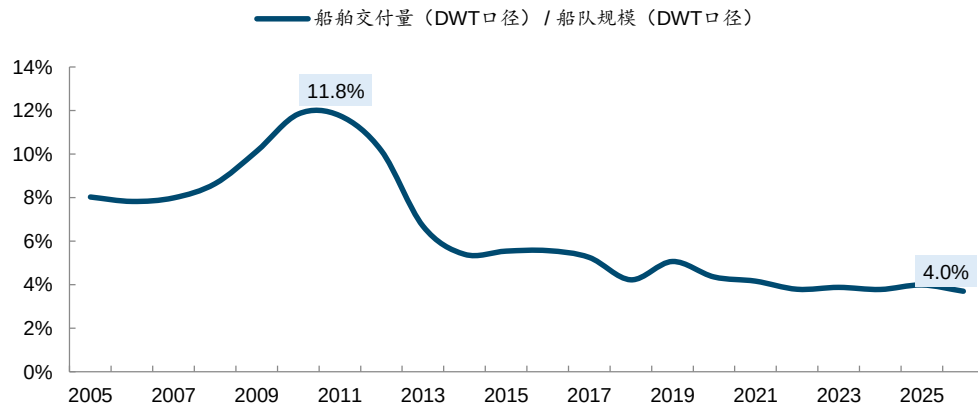
图表22: 替代燃料船舶已成为新造船的重要组成部分



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

供给端看, 全球造船交付强度明显低于上一轮周期高峰, 造船供给扩张相对有限。根据克拉克森数据, 2011 年全球造船交付量占现有船队运力的比例达到 11.8%, 2025 年降至 4.0%, 较上一轮周期高点下降 7.8 个百分点。随着全球存量船队规模持续扩大, 当前造船交付规模占现有船队的比例维持较低水平, 叠加未来老旧船舶更新需求逐步释放, 有望支撑全球造船产能持续消化。

图表23: 全球造船交付量占船队运力比例明显低于上一轮周期高点

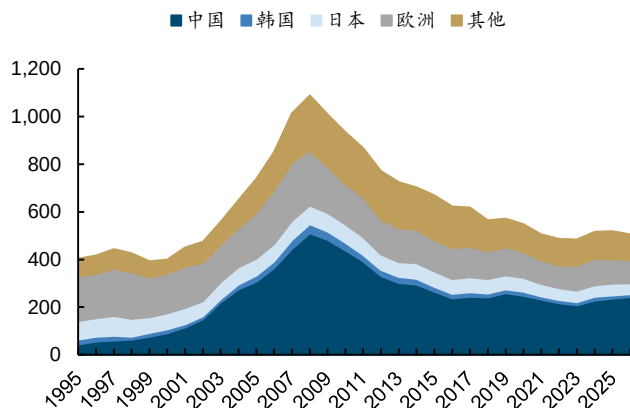


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

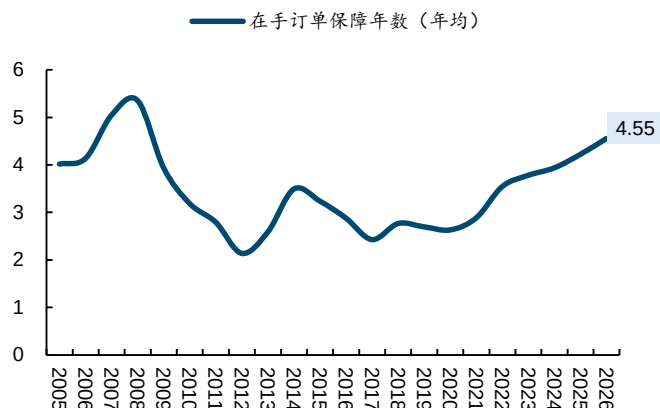
全球活跃船厂数量大幅减少, 在手订单充裕支撑未来数年产能利用率。根据克拉克森数据, 全球活跃船厂数量由 2008 年的 1089 家下降至 2026 年的 505 家, 减少 53.6%。截至 2026 年 10 月初, 全球在手船订单达到约 2.3 亿 CGT, 以过去 12 个月交付量 4827.7 万 CGT 静态测算, 对应约 4.7 年的订单保障。全球造船产能经历长期出清, 叠加船厂建设周期长、产业链配套要求高, 未来数年有效产能供给有望保持相对紧张。



图表24：全球活跃船厂数量大幅减少



图表25：当前船厂在手订单充裕

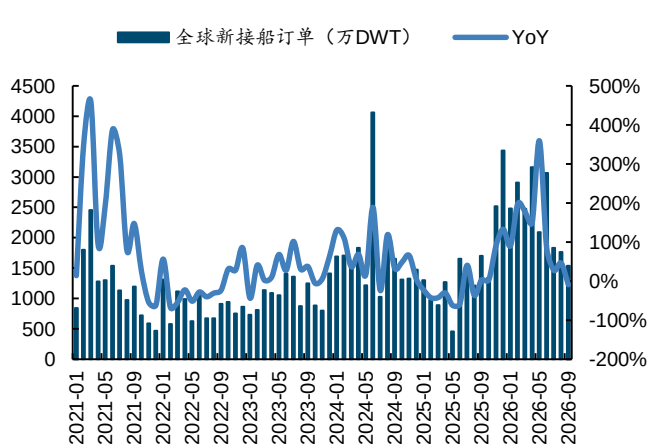


来源：克拉克森，国金证券研究所

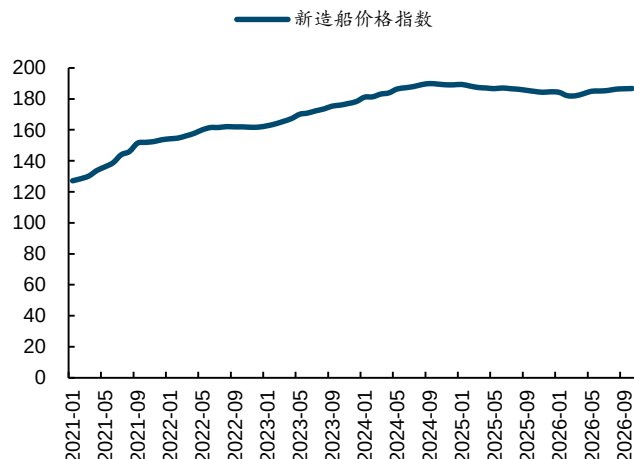
来源：克拉克森，国金证券研究所

本轮造船周期仍处于量价齐升的高景气状态。根据克拉克森数据，2026 年以来全球新接船订单月度规模整体高于 2025 年，多个月份超过 2000 万 DWT，部分月份超过 3000 万 DWT，船东订造需求保持强劲。价格端，全球新造船价格指数自 2026 年初阶段低位回升，10 月达到 186.8 点，维持历史较高水平。较高的月度接单规模持续补充船厂订单储备，叠加船价高位运行，为后续收入增长与盈利兑现提供支撑。

图表26：2021 年以来全球新接船订单维持较高水平



图表27：全球新造船价格指数维持历史高位



来源：克拉克森，国金证券研究所

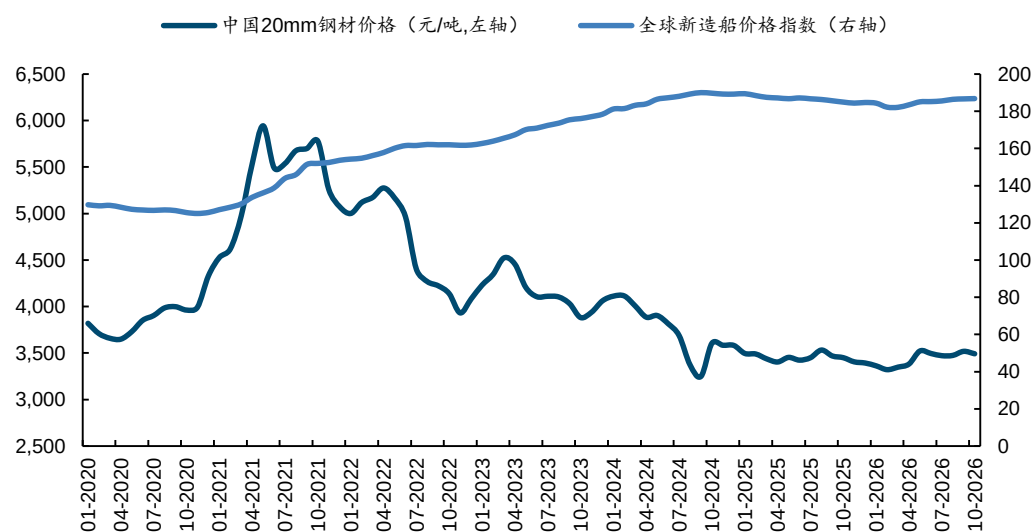
来源：克拉克森，国金证券研究所

新船价格与钢材成本呈现剪刀差，船企盈利能力持续改善。根据克拉克森数据，2026 年 9 月全球新造船价格指数达到 186.6 点，较 2021 年 9 月上涨 23.2%；同期中国 20mm 钢板价格由 5700.5 元/吨降至 3518.8 元/吨，下降 38.3%。本轮周期新船价格上涨与主要原材料价格回落形成明显剪刀差，叠加此前承接的高价订单陆续交付，推动造船企业盈利能力持续提升。

展望后续，我国钢铁产能整体充裕，房地产等主要用钢需求仍处调整阶段。Mysteel 于 2026 年 3 月预计，全年房地产用钢需求下降 5.0% 以内，世界钢铁协会 2026 年 10 月最新预测，中国钢铁需求 2026、2027 年分别下降 2.0%、1.0%。考虑需求总量收缩对价格的约束，我们预计 2027 年国内钢材价格整体稳中有降，有望与高价船舶订单收入确认共同支撑船企盈利改善。



图表28：2021年以来全球新造船价格与中国20mm钢板价格呈现剪刀差



来源：克拉克森，国金证券研究所

2.2 主流船型需求分化，VLCC 订单与船价表现突出

主流商船分为“集、散、油、气”四大类，本轮周期中油轮景气最为突出。集装箱船主要运输制成品，需求与全球商品贸易及班轮运力配置相关；散货船主要运输铁矿石、煤炭、粮食等大宗商品，受资源贸易及运输距离变化影响；油轮主要运输原油和成品油，需求与石油贸易流向、炼厂布局及运输效率密切相关；气体运输船主要包括 LNG、LPG 等船型，需求与能源贸易及相关项目投产节奏相关。

图表29：主流商船四大船型及需求驱动

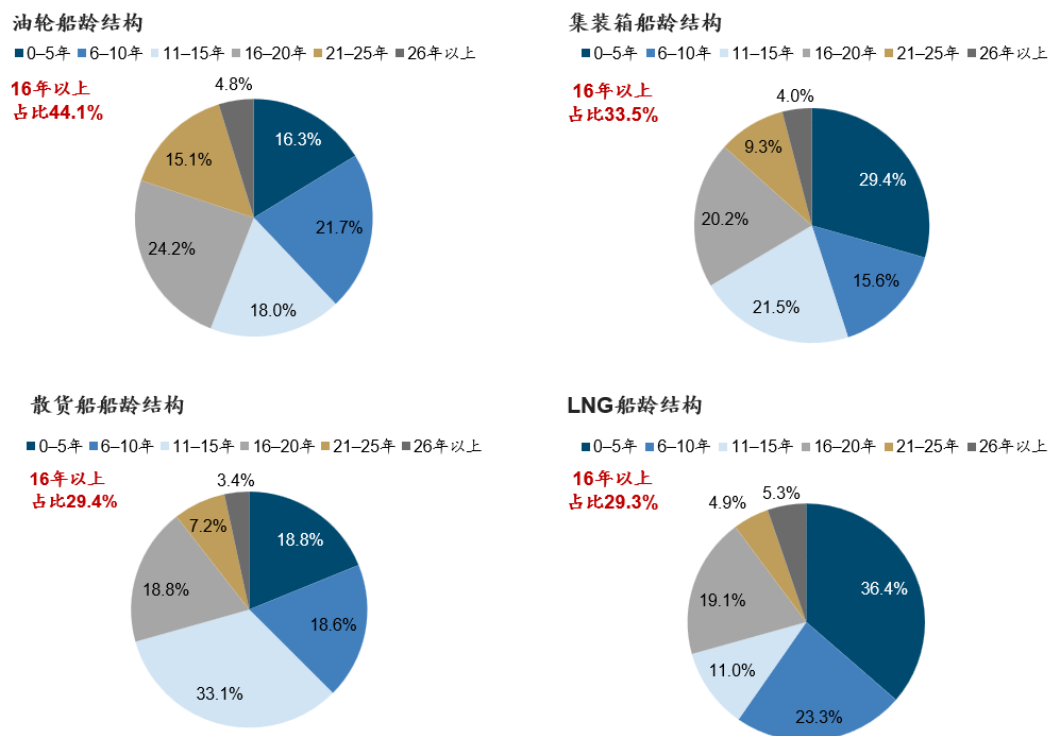
集装箱船		干散货船		油轮		气体运输船	
运输货物	制成品等 适箱货物	运输货物	铁矿石、煤炭、 粮食等大宗商品	运输货物	原油和成品油	运输货物	LNG、LPG等 液化气体
核心影响 因素	集装箱贸易需求 班轮运力供给 船舶周转效率	核心影响 因素	大宗商品海运需求 贸易流向与运距 船队运力供给	核心影响 因素	石油海运需求 产地及炼厂布局 贸易流向与运距 船队运力供给 制裁与地缘冲突	核心影响 因素	LNG液化项目投产 LPG出口及需求 贸易流向与运距 船队交付节奏

来源：新华网，国金证券研究所

船队老龄化为更新需求提供支撑，其中油轮高龄运力占比相对较高。分船型来看，2026 年全球油轮、集装箱船、散货船及气体运输船 16 年以上船龄的吨位占比分别达到 44.1%、33.5%、29.4%和 29.3%，其中油轮老龄化程度相对较高。随着中高船龄船舶逐步进入更新阶段，存量替换需求有望持续释放，为本轮造船周期提供中长期支撑。



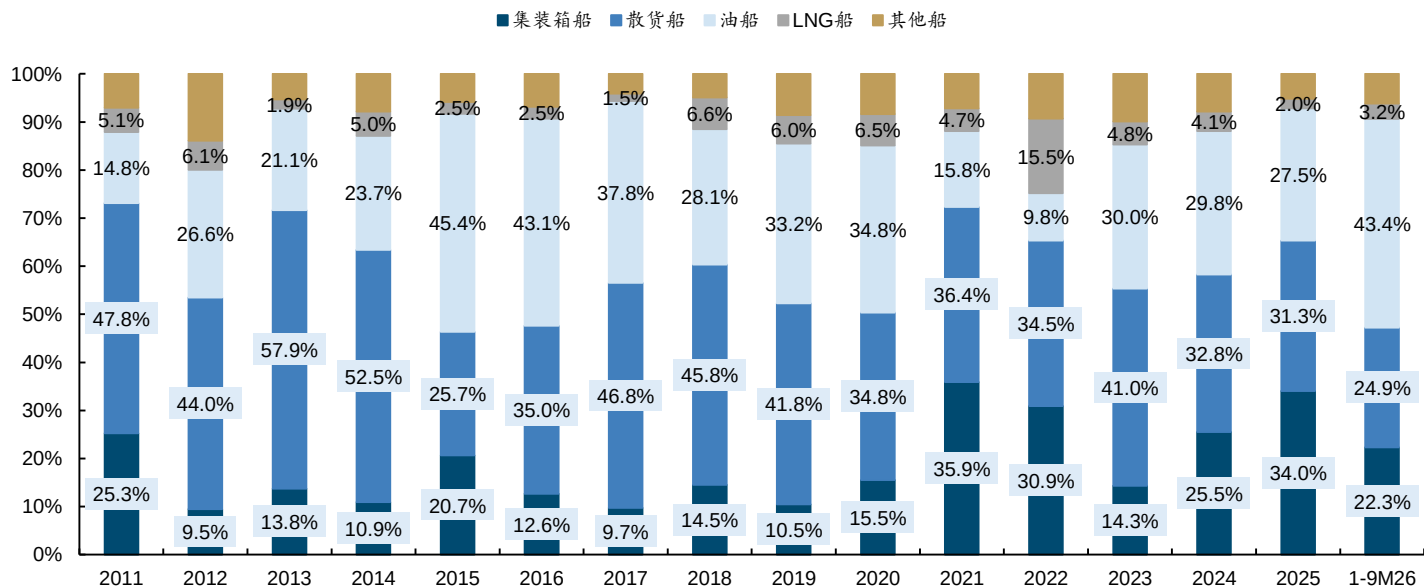
图表30：全球主要船型 16 年以上船龄吨位占比情况



来源：克拉克森，国金证券研究所

新接订单结构向油轮倾斜，散货船与集装箱船仍是重要订单来源。2025 年，集装箱船、散货船和油轮占全球新接订单的比例分别为 34.0%、31.3%和 27.5%，2026 年 1-9 月，油轮占比升至 43.4%，散货船和集装箱船分别为 24.9%和 22.3%，LNG 船为 3.2%。集装箱船经历前期集中订造后，占比有所下降，散货船仍是新接订单的重要来源，油轮则成为今年订单结构变化最明显的船型。

图表31：全球新接船订单呈现船型轮动，2026 年油轮订单占比明显提升



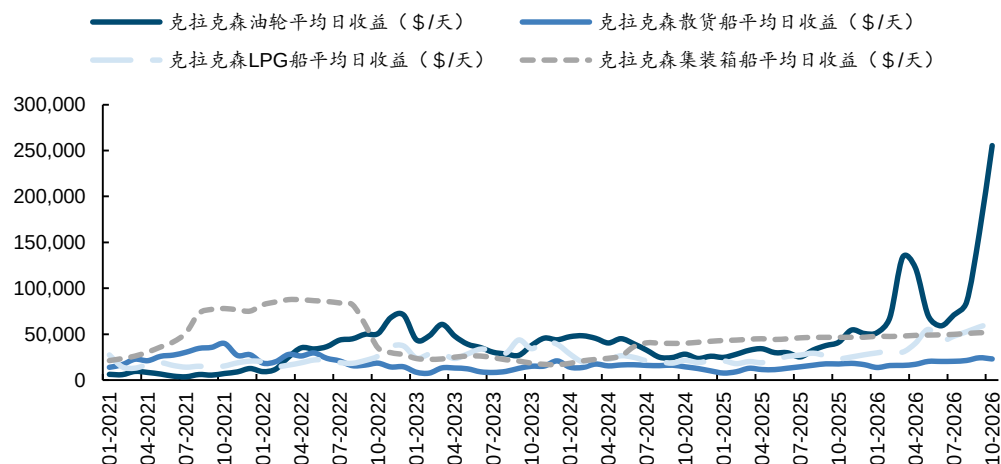
来源：克拉克森，国金证券研究所

2026 年以来油轮收益回升，集装箱船收益较前期高点回落。根据克拉克森数据，2026 年 1-9 月全球油轮平均日收益约为 9.1 万美元，9 月达到约 16.0 万美元；同期散货船平均日



收益约为 1.9 万美元。集装箱船收益已从 2021-2022 年的高点回落，近期主要受贸易量和航线调整影响，LPG 船则同时受到中东出口受扰与其他地区出口增长的影响。

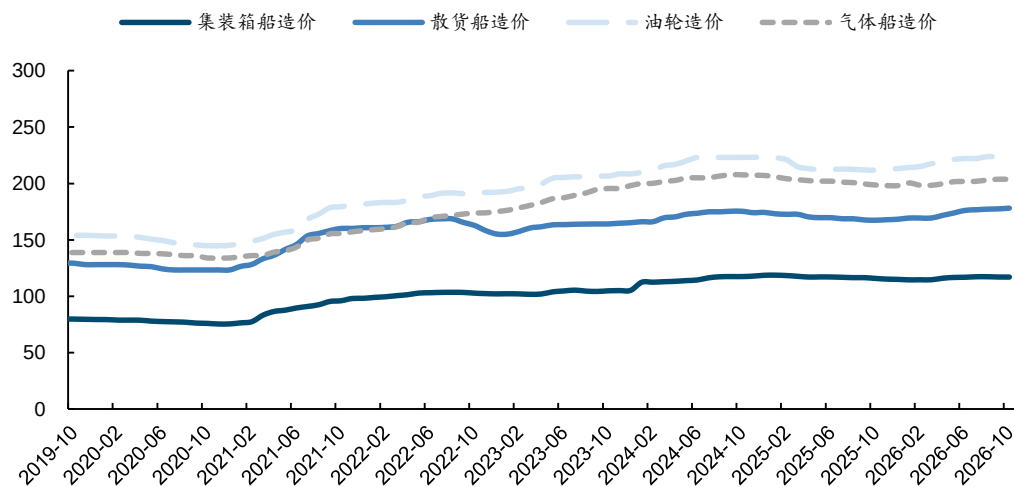
图表32：2026 年油轮平均日收益显著回升



来源：克拉克森，国金证券研究所

订单放量带动船价上行，油轮与散货船价格弹性领先。克拉克森数据显示，2026 年 1 月至 10 月，油轮新造船价格指数由 214.2 升至 225.1，散货船由 169.4 升至 178.1，分别上涨约 5.1%和 5.2%；同期集装箱船由 114.5 升至 116.9，气体运输船由 200.4 升至 203.6，分别上涨约 2.2%和 1.6%。油轮与散货船价格近期上行更为明显，集装箱船及气体运输船价格变化较小。

图表33：全球主要船型新造船价格指数维持较高水平

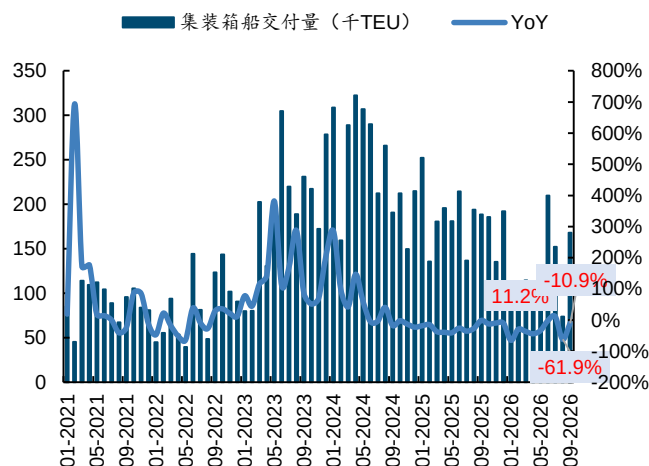


来源：克拉克森，国金证券研究所

交付端看，各船型交付节奏分化，油轮增长最为突出，集装箱船与 LNG 船近期交付放缓。根据克拉克森数据，2026 年 9 月，全球集装箱船、散货船、LNG 船及油轮交付量同比分别变化-10.9%、+28.8%、-15.7%、+103.5%。其中，集装箱船月度交付规模较 2023-2024 年高位回落，8—9 月连续同比下降，前期集中交付的节奏有所放缓；散货船 7-9 月交付量连续同比增长，9 月增幅扩大，新增运力补充增加；LNG 船月度交付波动较大，8-9 月同比分别下降 48.7%、15.7%。油轮交付增长明显快于其他船型，7-9 月同比分别增长 160.4%、71.2%、103.5%，连续保持较高增速，反映油轮新增运力正加快投放。

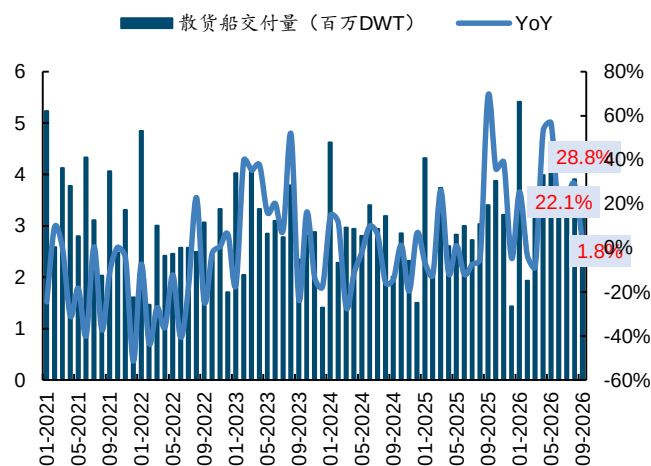


图表34：集装箱船交付较前期高位回落



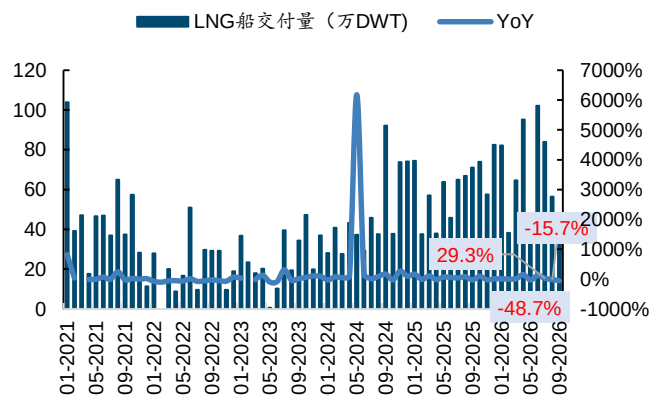
来源：克拉克森，国金证券研究所

图表35：散货船近期交付同比保持增长



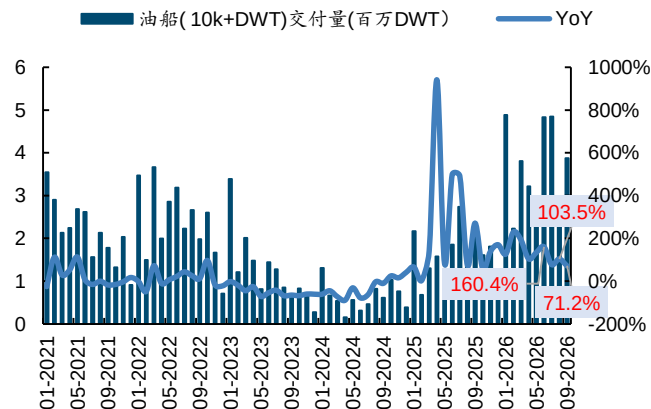
来源：克拉克森，国金证券研究所

图表36：LNG船8-9月交付同比下降



来源：克拉克森，国金证券研究所

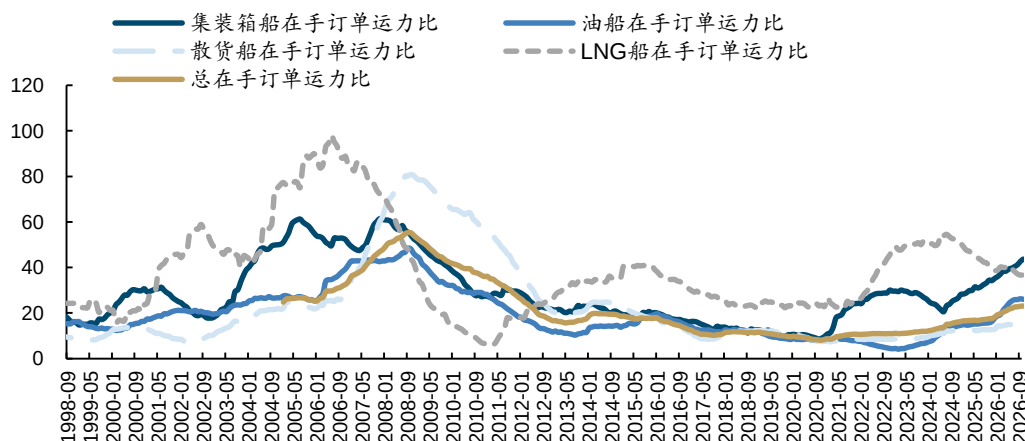
图表37：油轮交付保持高速增长



来源：克拉克森，国金证券研究所

集装箱船和 LNG 船待交付运力较多，散货船新增运力储备相对有限。截至 2026 年 10 月初，集装箱船和 LNG 船的在手订单运力比分别为 43.6%和 36.8%，明显高于全球船队整体的 23.1%；油轮为 26.0%，略高于整体水平；散货船为 15.4%，在上述船型中最低。这意味着未来新增运力的储备主要集中在集装箱船和 LNG 船，散货船的订单储备相对有限。

图表38：全球在手订单运力比持续回升，各船型订单储备呈现分化



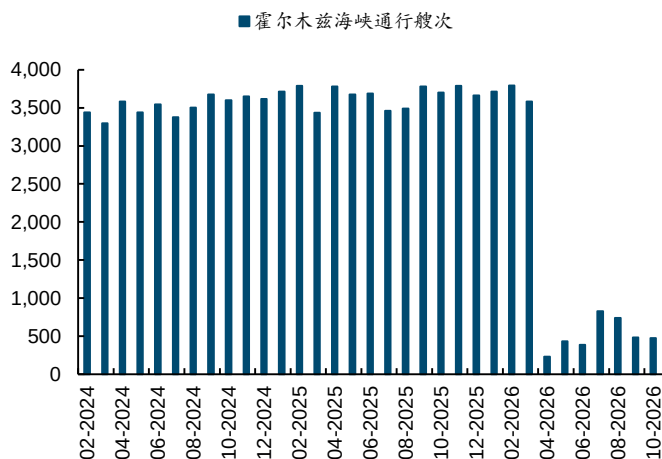


来源：克拉克森，国金证券研究所

在油轮细分船型中，VLCC 作为远洋原油运输的核心船型，是本轮订单与运价弹性最突出的板块。

中东冲突扰动原油供应与运输通道，远距离替代采购与船舶周转放缓支撑 VLCC 景气。2026 年 2 月末中东冲突升级后，霍尔木兹海峡通行船次由此前每月约 3500-3800 艘次降至 3 月不足 300 艘次，9 月仍仅约 500 艘次，运输通道持续承压。布伦特原油期货结算价由 2 月约 70 美元/桶升至 10 月 100 美元/桶以上，期间波动明显加大。中东货源供应及运输受限，推动部分亚洲炼厂增加美洲、西非等大西洋沿岸货源采购，拉长原油运输距离，船舶等待、调配及海上过驳增加，也延长了单次运输的周转时间。

图表39：霍尔木兹海峡通行船次大幅下降



来源：克拉克森，国金证券研究所

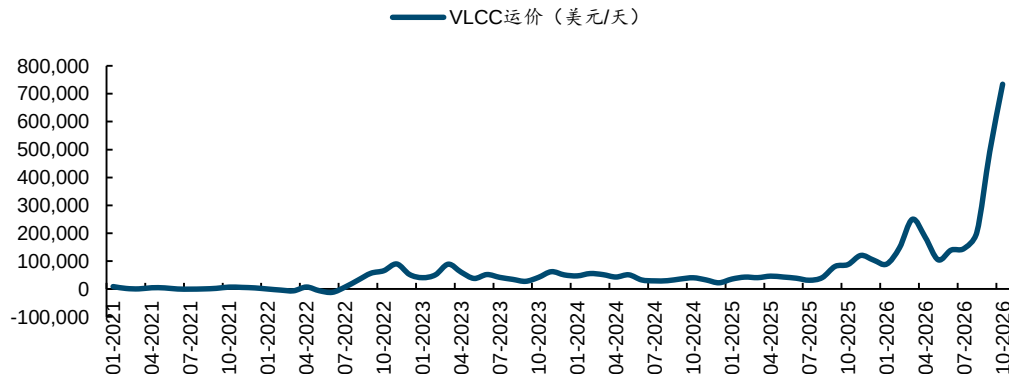
图表40：布伦特原油期货结算价大幅上行



来源：ifind，国金证券研究所

VLCC 运输收益大幅上行，运力紧张增强船东订造意愿。根据克拉克森数据，2026 年 10 月，VLCC 即期日收益升至约 73.4 万美元，显著高于 2025 年同期。远距离货源采购增加拉长运输航距，过驳、等泊及船舶调配则降低周转效率，收紧可用运力。随着中东出口货量阶段性恢复，装运需求回升与物流效率损失叠加，进一步放大运价弹性。新船短期内难以补充供给，高收益有助于改善船东现金流、提升新船投资吸引力，为 VLCC 订单与船价提供支撑。

图表41：VLCC 运价创新高

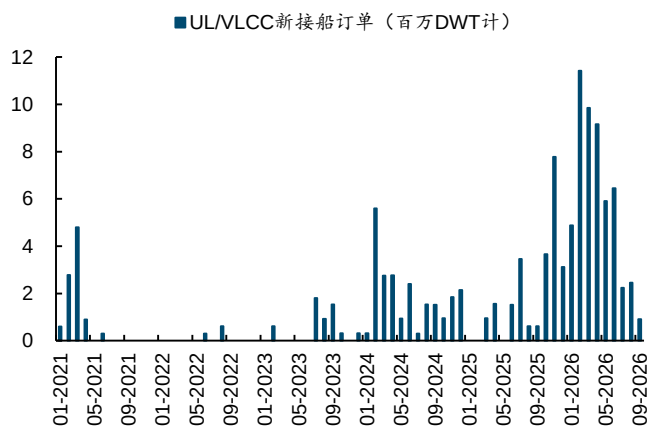


来源：克拉克森，国金证券研究所

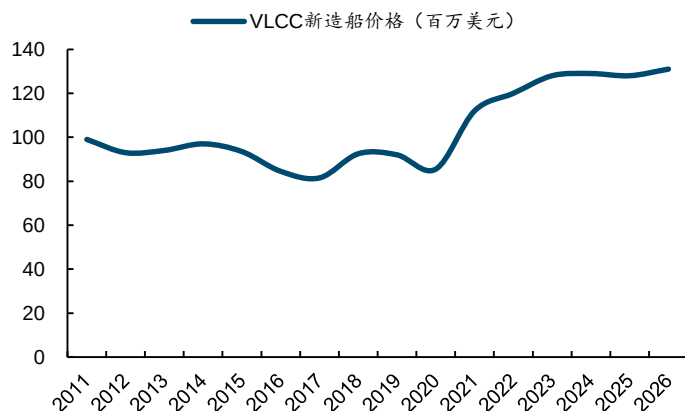
高运价兑现下，VLCC 订单与船价同步放量上行。根据克拉克森数据，2026 年 1-9 月全球 VLCC 新接订单约 53 百万 DWT，已超过 2024、2025 年两年订单之和。价格端，2026 年 VLCC 新造船价格维持在 1.3 亿美元的历史高位。



图表42：26年以来VLCC订单大幅增加



图表43：2026年VLCC新造船价格上行



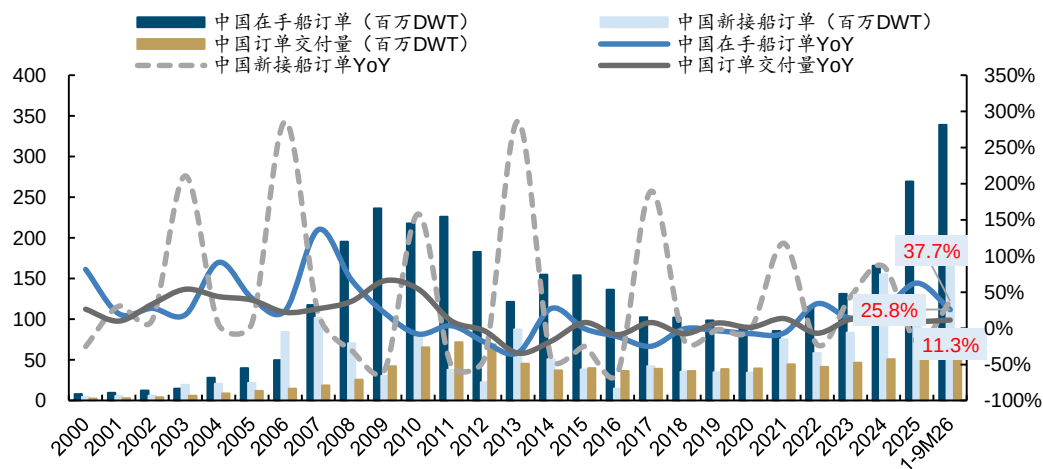
来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

2.3 中国船企份额持续提升，行业长景气打开成长空间

中国造船三大指标全面上行，新接订单弹性最为突出。根据克拉克森数据，2026年1-9月中国新接船订单达到1.74亿DWT，较2025年末同比增长37.7%，已超过2025年全年1.26亿DWT的接单规模；同期中国造船交付量达到6164.6万DWT，较2025年末同比增长11.3%，同样超过2025年全年水平；截至2026年9月末，中国在手船订单达到3.39亿DWT，较2025年末同比增长25.8%，再创历史新高。新接订单增速持续高于交付增速，在手订单不断累积，反映中国船企接单能力领先于产能释放节奏，为未来数年收入确认提供充足保障。

图表44：中国造船三大指标全面上行，在手订单创历史新高

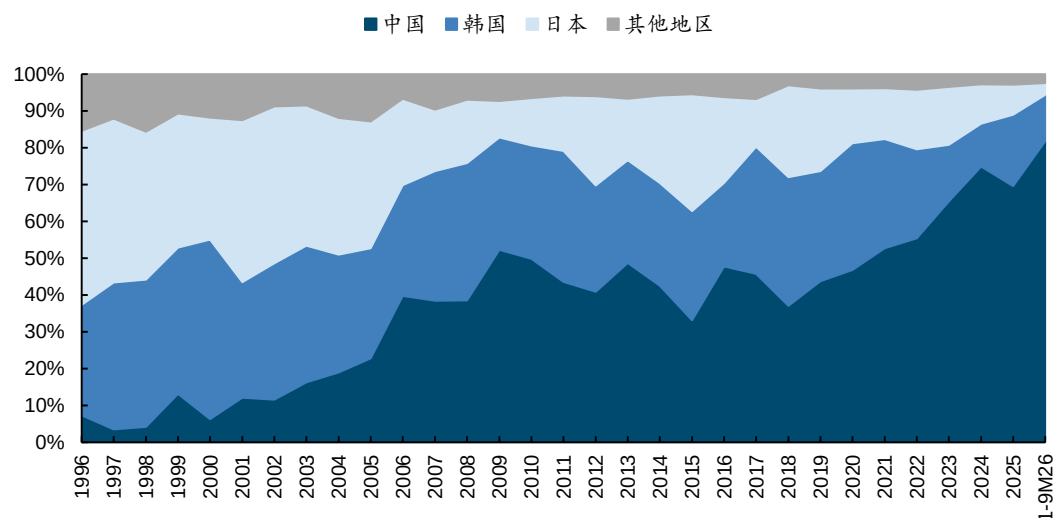


来源：克拉克森，国金证券研究所

中国造船业由日韩主导格局中的追赶者，逐步成长为全球主要订单承接方。20世纪90年代末至2000年代初，全球造船市场主要由日本、韩国占据，中国新接订单与在手订单份额相对较低。随着大型造船基地建设、产业配套完善及建造能力提升，中国份额在2000年代快速增长，至2010年前后，新接订单与在手订单份额已达到全球约四至五成。此后，中国在行业调整中保持较高市场地位，并在2021年开启的新一轮周期中进一步扩大优势，全球订单持续向国内船厂集中。

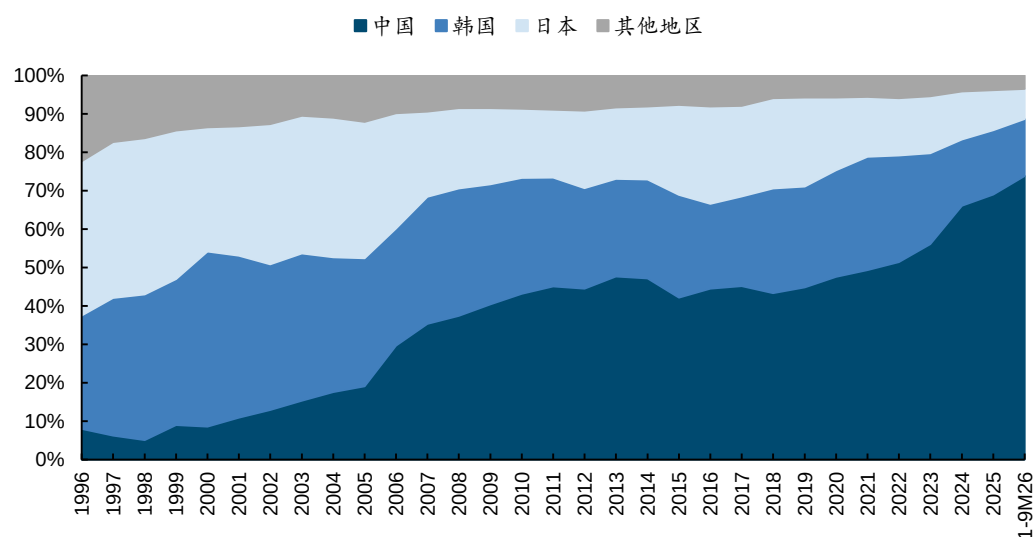


图表45：中国新接订单全球份额持续提升



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表46：中国在手订单全球份额稳步扩大

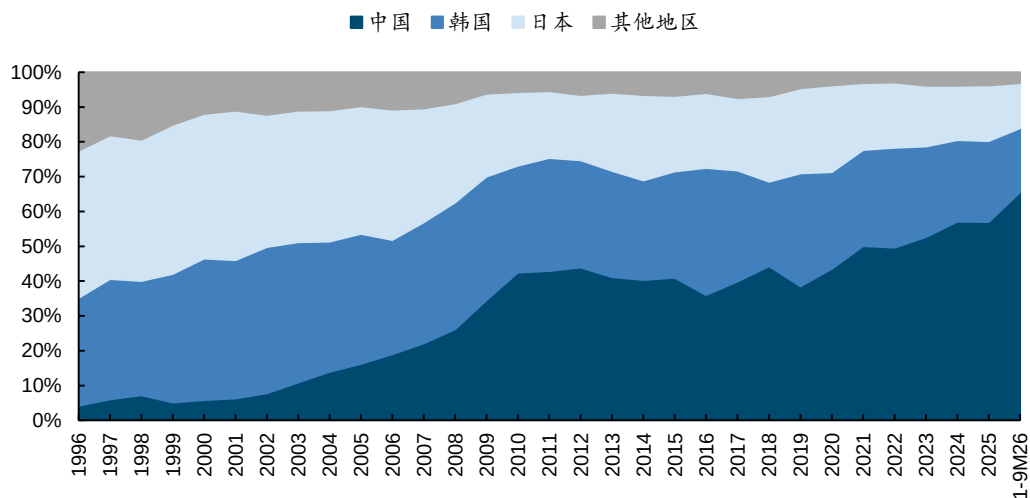


来源：克拉克森，国金证券研究所

技术突破与建造效率提升，推动中国造船优势由承接订单向批量交付延伸。中国船企在扩大主流船型建造规模的同时，持续进入高技术、高附加值船舶市场。以大型 LNG 船为例，2008 年我国首艘大型 LNG 船“大鹏昊”交付，2024 年中船集团进一步承接 18 艘 27.1 万立方米超大型 LNG 船订单；“十四五”期间，中船集团骨干造船企业造船效率提升 25.2%。船型设计、生产组织及配套能力持续进步，增强了国内船企承接复杂订单和按期交付的能力。中国造船交付量全球份额也由 2000 年代初不足一成，提升至 2010 年前后约四成，并在本轮周期中继续上升，竞争力提升逐步体现为实际产出。



图表47：中国造船交付量全球份额持续提升

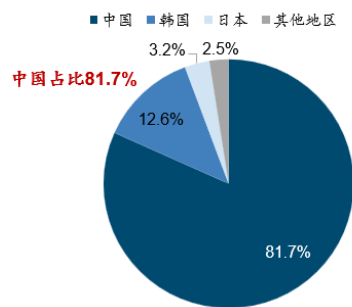


来源：克拉克森，国金证券研究所

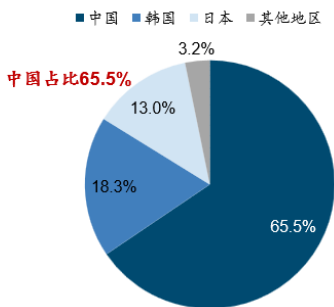
2026 年前三季度中国三大造船指标份额均超过 65%，接单优势进一步扩大。根据克拉克森数据，以 DWT 口径计，2026 年 1-9 月，中国新接订单全球份额达到 81.7%，韩国、日本分别为 12.6%、3.2%；中国交付量全球份额达到 65.5%，韩国、日本分别为 18.3%、13.0%；中国在手订单份额达到 73.9%，同样显著领先日韩。新接订单份额高于交付份额 16.2 个百分点，反映全球新增订单仍在加速向中国集中；较高的在手订单份额则为后续交付增长提供支撑。随着国内新增产能释放、批量建造效率提升，中国船企有望同时受益于行业需求增长和全球份额提升。

图表48：中国三大指标全球份额均超 65%，全面领先日韩

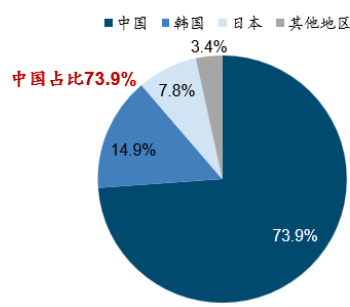
2026年1-9月新接船订单按地区结构



2026年1-9月订单交付量按地区结构



2026年1-9月在手船订单按地区结构

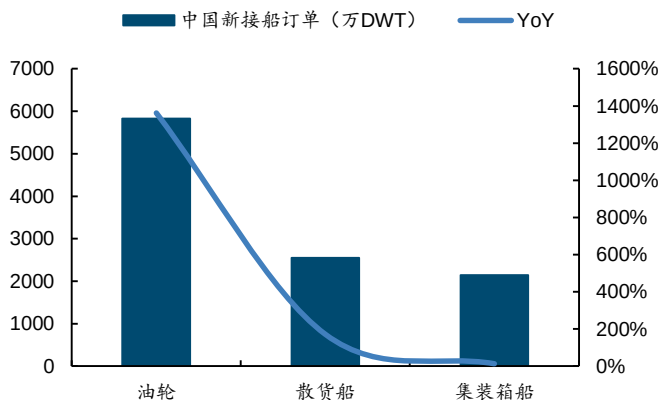


来源：克拉克森，国金证券研究所

中国船企在主流船型领域保持较强接单优势，油轮订单爆发成为最大亮点。根据工信部及中国船舶工业行业协会数据，2026 年上半年中国新接油轮、散货船及集装箱船订单分别达到 5831.0 万 DWT、2547.0 万 DWT 和 2146.0 万 DWT，同比增长 1363.0%、171.6%和 13.3%，对应全球份额达 82.3%、90.5%和 87.0%，其中油船占新接订单总量的 52.0%，成为本轮订单增长的绝对主力，订单结构持续向 VLCC、超大型集装箱船及绿色动力船舶等高附加值领域升级。

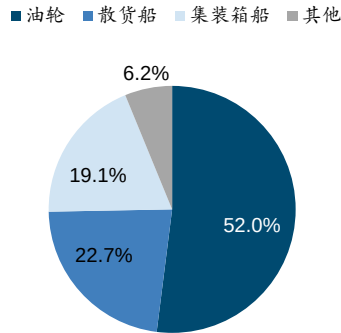


图表49： 2026H1 油轮新接订单同比+1363%



来源：克拉克森，国金证券研究所

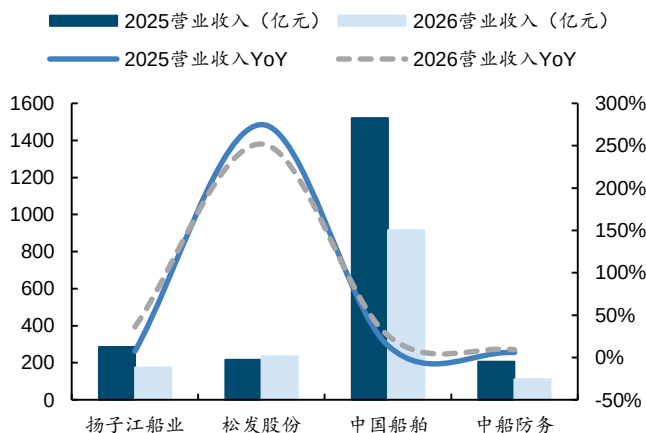
图表50： 油船占新接订单总量的 52.0%



来源：克拉克森，国金证券研究所

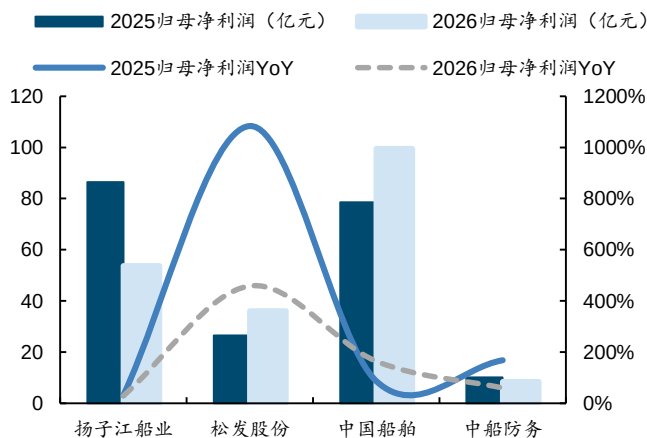
中国船企竞争优势逐步向业绩端兑现，主要上市船企收入与利润同步增长。2026H1，扬子江船业、松发股份、中国船舶、中船防务营业收入同比分别增长 36.2%、251.9%、26.0%、9.3%，归母净利润均实现两位数以上增长。其中，中国船舶实现营业收入 915.3 亿元、归母净利润 99.5 亿元，同比分别增长 26.0%、163.5%；松发股份分别实现 235.0 亿元、36.1 亿元，同比增长 251.9%、457.7%。主要船企业绩普遍增长，反映订单承接优势正通过建造履约转化为实际收入，中国船舶、松发股份利润增速显著高于收入，进一步体现高价订单履约与建造提效带来的盈利弹性。

图表51： 中国主要上市船企收入保持增长



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表52： 中国主要上市船企归母净利润较快增长



来源：公司公告，国金证券研究所

三、未来成长性：订单饱满交付提效，恒力赋能释放盈利弹性

3.1 民营机制提升产能效率，集团协同与资本运作支持扩张

恒力集团具备大型工业项目运营经验，为造船业务发展提供支持。恒力集团业务覆盖炼化、石化、聚酯及纺织等领域，位列 2026 年《财富》世界 500 强第 78 位，并在大连长兴岛形成石化与船舶海工装备制造布局。集团长期积累的工程建设、设备采购、生产管理及资金组织经验，为恒力重工扩产和经营提供了基础。

优势一：民营机制支撑高效执行，快速建设与交付体现“恒力速度”。2022 年收购原 STX（大连）资产后，恒力仅用 150 天完成一期海洋工厂修缮盘活，二期未来工厂从施工到投产仅用 5 个月，快速实现从存量资产恢复运营到新增产能投用。高效执行也体现在船舶建造与交付上：公司 8.2 万吨散货船最快 8 个月完成交付；2026 年 7 月，1 号船坞内 3 艘 VLCC 与 1 艘 VLCC 同时出坞，坞内周期仅 88 天；2026 年 6 月交付的两艘 30.6 万吨 VLCC 均较合同交期至少提前 3 个月。依托民营机制下的资源统筹与管理层直接推动，公司持续加快项目建设和订单执行，有利于缩短投入至产出的时间，提高资产周转效率，把握本轮造船



需求增长窗口。

图表53：四船同日出坞，坞内周期仅 88 天



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

优势二：集团推动产业链延伸，园区集聚完善船舶与海工配套。恒力集团围绕造船业务持续布局关键部件和高端海工装备，推动整船制造与上下游配套协同发展。2025 年 9 月，恒力重工合作创新暨海工科技产业园在长兴岛开工，其中合作创新产业园布局船用复合材料、曲轴、传动装置及导航系统等研发制造，海工科技产业园规划发展海工平台、浮式生产储油船（FPSO）、浮式液化天然气装置（FLNG）等高端产品。随着相关项目逐步落地，集团产业布局有望进一步完善当地船舶配套体系，为公司开展技术合作、获取关键部件及拓展高附加值产品提供产业基础。

图表54：恒力重工合作创新暨海工科技产业园在大连长兴岛开工



来源：辽宁日报微信公众号，国金证券研究所

优势三：资本运作与扩产建设相衔接，为集中投入补充长期资金。2025 年 8 月，公司以 36.67 元/股完成 40.0 亿元重组配套融资，净额 39.3 亿元，投向绿色高端装备制造及研发设计中心，截至 2026 年 6 月末已投入 36.9 亿元。2026 年 7 月，公司以 146.02 元/股发行 4,793.9 万股，募集 70.0 亿元、净额 69.4 亿元，分别安排 50.0 亿元、15.0 亿元和 4.4 亿元用于船舶制造一体化、曲组升级及码头配套；截至 8 月 10 日已投入 37.5 亿元，投入进度 54.0%。股权融资有助于缓解集中扩产的资金压力，支持制造与配套设施同步建设。



图表55：2025 年配套融资募投项目

募投项目	项目总投资（亿元）	计划投入募集资金（亿元）	主要建设方向	建设安排	募集资金使用情况
绿色高端装备制造项目	80.1	35	完善船舶制造生产设施，提升大型船舶建造能力	预计 2026 年 12 月达到预定可使用状态	已投入 35.0 亿元，资金投入进度 100.0%
国际化船舶研发设计中心项目（一期）	7.4	4.3	建设船舶研发设计平台，增强高端船型研发能力	研发项目，未列示统一投产日期	已投入 1.9 亿元，资金投入进度 44.4%
合计	87.4	39.3	—	—	已投入 36.9 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所 注：资金使用情况截至 2026 年 6 月 30 日

图表56：2026 年定增募投项目

募投项目	项目总投资（亿元）	计划投入募集资金（亿元）	主要建设内容及作用	计划建设期	募集资金使用情况
绿色智能高端船舶制造一体化项目	100.6	50	建设智能制造车间、改扩建配套设施，覆盖钢材处理、分段制造及先行舾装等环节，提升整体建造能力	24 个月	已投入 25.2 亿元，资金投入进度 50.5%
绿色船舶制造曲组配套升级项目	21.3	15	建设曲面分段车间、预先舾装车间及配套堆场，补充分段供应，改善前后工序衔接	12 个月	已投入 11.8 亿元，资金投入进度 78.4%
绿色高端船舶制造项目配套 3—6 号码头项目	13.2	4.4	建设舾装码头及配套设施，补充大型船舶下水后的舾装泊位，保障交付能力	12 个月	已投入 0.5 亿元，资金投入进度 11.1%
合计	135.1	69.4	—	—	已投入 37.5 亿元，资金投入进度 54.0%

来源：公司公告国金证券研究所 注：资金使用情况截至 2026 年 8 月 10 日

3.2 大型船坞资源稀缺，扩产与提效推动交付增长

存量设施基础与持续投入相结合，公司已形成较完整的大型船舶制造体系。原 STX(大连)资产涵盖临港厂区、码头、厂房及起重、机加工设备，具备造船、发动机及装备制造基础，为公司恢复生产和后续扩建提供了较高起点。2022 年 8 月，原厂区已有近 400 台特种设备达到使用标准，部分装备制造车间经维修后具备运转条件。既有设施的再利用，有助于减少基础设施重复建设，加快产能形成。

在存量设施改造基础上持续投入，公司船舶制造与关键配套资产规模不断扩大。截至 2025 年末，公司固定资产 150.6 亿元，其中船舶制造业务 136.9 亿元，占比 90.9%；发动机及相关业务、舾装电气配套业务分别为 9.1 亿元、2.2 亿元。生产资产集中于大连长兴岛，便于物料转运和工序衔接，支撑大型船舶批量建造。

图表57：2025 年末公司分业务固定资产构成

业务板块	固定资产项目明细	金额/数值	所属主体	固定资产分布区域	固定资产账面价值	占比
船舶制造业务	房屋及建筑物	85.32	恒力造船（大连）有限公司、恒力海洋工程（大连）有限公司	辽宁大连长兴岛	136.87	90.86%
	专用设备	45.63				
	运输设备	1.58				
	通用设备	4.34				
船舶制造配套发动机相关业务	房屋及建筑物	3.21	恒力发动机（大连）有限公司、恒力精密铸造（大连）有限公司	辽宁大连长兴岛	9.1	6.04%
	专用设备	5.37				
	运输设备	-				



业务板块	固定资产项目明细	金额/数值	所属主体	固定资产分布区域	固定资产账面价值	占比
船舶制造配套舾装、电气相关业务	通用设备	0.51				
	房屋及建筑物	1.52	恒力船舶舾装（大连）有			
	专用设备	0.5	限公司、恒力船舶电气			
	运输设备	0.01	（大连）有限公司、恒力	辽宁大连长兴岛	2.16	1.43%
	通用设备	0.13	装备制造（大连）有限公			
综合管理、配套服务	房屋及建筑物	1.65	司			
	专用设备	0.73	恒力重工集团有限公司、	辽宁大连长兴岛	2.52	1.67%
	运输设备	-	恒力综合服务（大连）有			
	通用设备	0.14	限公司、恒力绿色建材			
合计		150.65	-		150.65	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

大型船坞与重型龙门吊是船厂的核心生产资源，共同支撑大型船舶批量建造与交付提效。船坞尺寸决定可建造船型及同坞建造数量，是大型船舶产能的重要约束，龙门吊则承担船体分段的吊装与搭载，其起重能力影响总组单元的大小。较大的起重能力允许更多分段在坞外组成大型总段，再整体吊入船坞，减少坞内吊装次数和合拢工作量。两者协同配置，既能扩大多船并行建造规模，也有助于缩短船舶占坞时间、提高船坞周转效率。

公司大型船坞与重型起吊装备配置充足，为产能扩张和批量交付提供保障。公司已形成4座主力船坞及4条船台的生产布局，钢材加工能力达300万吨/年，根据公司官网列示，公司拥有2000吨级龙门吊6台、1500吨级1台、1200吨级2台，支持大型船体总段吊装与多船并行建造。其中，3号船坞配备2台2000吨及1台600吨龙门吊，已于2026年1月实现6艘8.2万吨散货船同时出坞，体现坞位与起吊装备协同形成的批量建造能力。5号、6号船坞正在建设，有望进一步扩大超大型船舶建造空间；随着配套设施完善和排产衔接，公司资源优势有望持续转化为交付增长。

图表58：公司1-6号船坞尺寸及建造能力

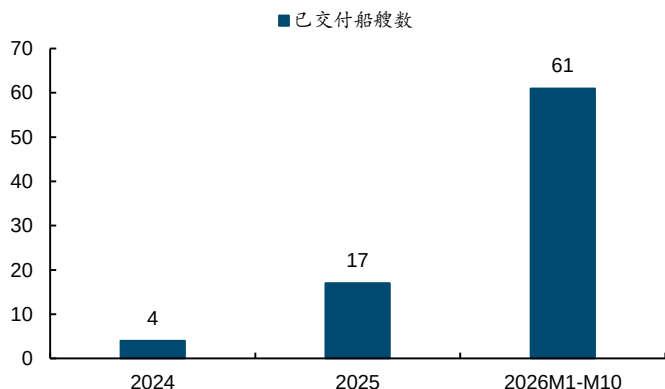
	船坞	尺寸（长×宽×深，m）	建造能力
已投用	一期（海洋工厂） 1号（STX改造）	741×135×14.5	4艘30.6万吨VLCC
	2号（新建）	860×80	2艘24000TEU箱船
	二期（未来工厂） 3号（新建）	860×80	2艘24000TEU箱船，已实现6艘8.2万吨散货船同时出坞
在建	三期（创新工厂） 4号	860×146	4艘24000TEU箱船
	新增扩产项目 5、6号	1298×146×15	12艘24000TEU箱船

来源：辽宁省政府、辽宁省工信厅、苏州日报、公开建设信息及行业报道，国金证券研究所

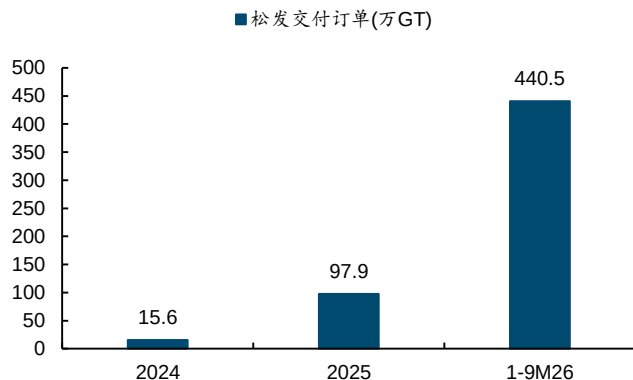
交付数量与规模快速增长，产能爬坡已转化为实际产出。根据克拉克森数据，截至2026年9月，公司交付船舶61艘、440.5万GT，分别达到2025年全年17艘、97.9万GT的3.6倍、4.5倍。单船平均交付规模由5.8万GT提升至7.2万GT，大型船舶交付能力持续增强。随着新增设施投用及批量建造经验积累，公司交付规模有望进一步扩大。



图表59：公司交付艘数快速增长



图表60：公司交付总吨快速增长



来源：克拉克森，国金证券研究所 注：统计数据截至 2026.9.30

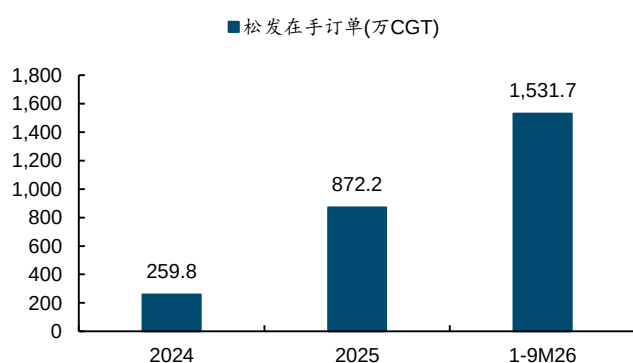
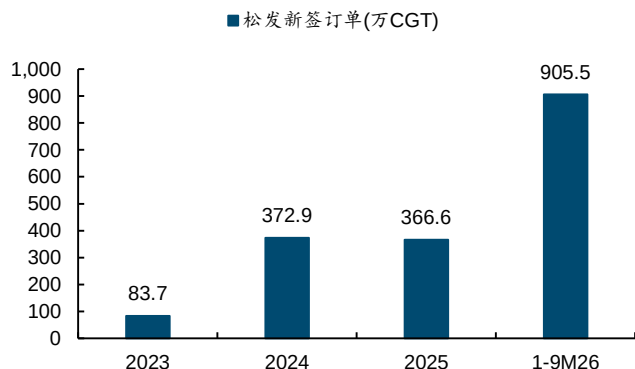
来源：克拉克森，国金证券研究所 注：统计数据截至 2026.9.30

3.3 订单规模位居前列，VLCC 与高价值船型支撑盈利增长

产能扩张与交付兑现支持承接大型订单，公司新接订单快速增长。根据克拉克森数据，2026 年 1-9 月，公司新接订单 905.5 万 CGT，较 2025 年全年增长 147.0%；在手订单 1531.7 万 CGT，较 2025 年末增长 75.6%。订单持续积累，为后续生产排期和新增产能消化提供支持，提升中期收入增长的可见度。

图表61：2026M1-M9 新接订单较 2025 年全年增长 147.0%

图表62：2026M1-M9 在手订单较 2025 年末增长 75.6%



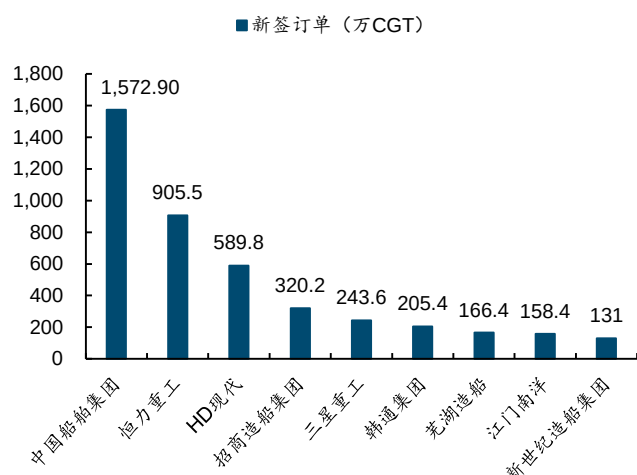
来源：克拉克森，国金证券研究所 注：统计数据截至 2026.9.30

来源：克拉克森，国金证券研究所 注：统计数据截至 2026.9.30

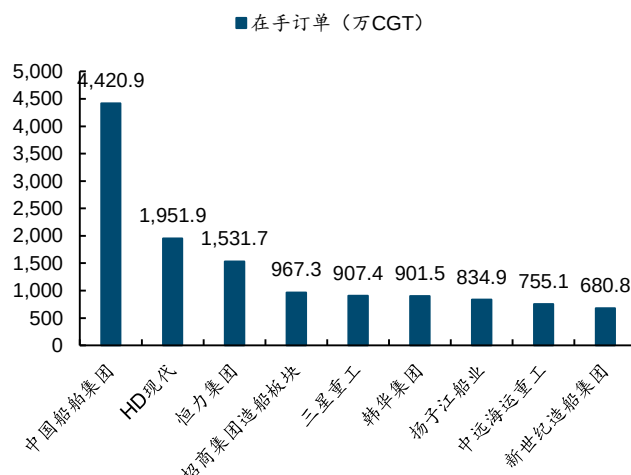
新接订单与在手订单规模均居主要船企前列，充足订单支撑新增产能释放。根据克拉克森数据，2026 年 1-9 月，公司新接订单 905.5 万 CGT，位居第二；截至 2026 年 10 月 16 日，公司在手订单 1531.7 万 CGT，位居第三。公司订单规模已跻身行业前列，为新增产能消化提供需求保障。随着在手订单陆续开工、建造进度推进，有望持续带动收入与利润增长。



图表63：公司新接订单规模位居行业前列



图表64：公司在手订单规模居国内前列

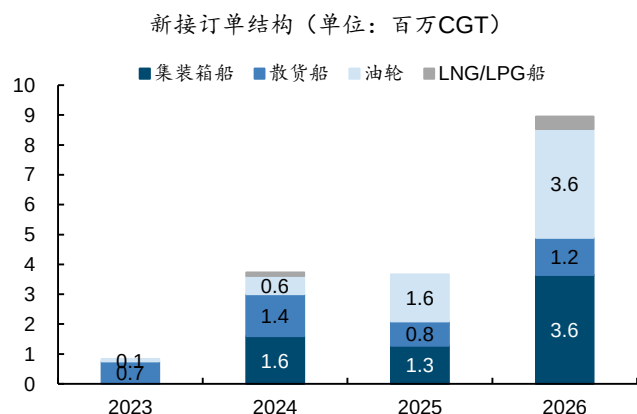


来源：克拉克森，国金证券研究所 注：统计数据截至2026.10.16

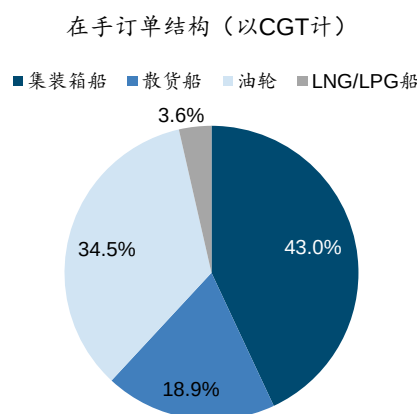
来源：克拉克森，国金证券研究所 注：统计数据截至2026.09

从订单结构看，集装箱船与油轮成为订单主体，船型结构改善有望继续提升盈利能力。2026年1-9月，公司新接集装箱船、油轮订单均约360万CGT，新增订单向两类船型集中。截至2026年9月末，按CGT计算，集装箱船和油轮占在手订单的比例分别为43.0%、34.5%，合计77.5%。高价值船型订单将随建造进度推进逐步贡献收入，推动盈利改善。

图表65：新接订单向集装箱船与油轮集中



图表66：集装箱船与油轮占在手订单的77.5%



来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

其中，VLCC单船合同金额较高，是公司扩大收入规模的重要船型。公司2026年1月及3月公告的两笔4艘VLCC订单，合同金额均约4-6亿美元，平均单船金额区间约1-1.5亿美元；同期披露的好望角型散货船订单，平均单船金额约0.7-1亿美元。VLCC较高的单船价值，为公司收入扩张提供了支撑。

图表67：VLCC单船金额较高

公告日期	船型	数量	合同总金额	平均单船金额区间
2026.1.17	30.6万吨VLCC	4艘	4-6亿美元	1-1.5亿美元
2026.1.17	15.8万吨原油/成品油轮	10艘	7-10亿美元	0.7-1亿美元
2026.2.25	好望角型散货船	2艘	1.4-2亿美元	0.7-1亿美元
2026.2.28	9.3万立方米VLAC	2艘	2-3亿美元	1-1.5亿美元

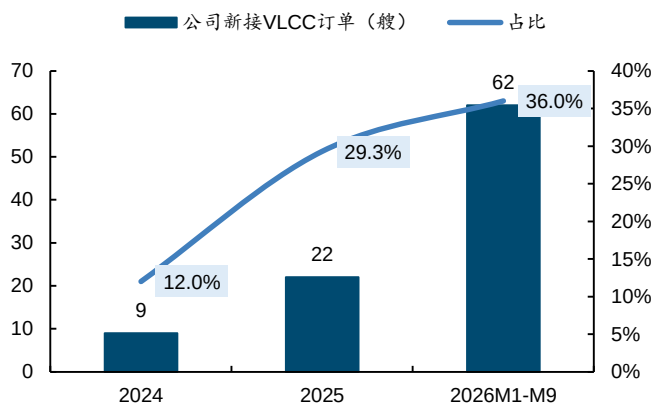
来源：公司公告，国金证券研究所

公司VLCC接单份额持续提升，在手订单主要于2028-2029年交付。根据克拉克森数据，2026年1-9月，公司新接VLCC订单62艘，占全球UL/VLCC新接订单艘数的36.0%，高于2025年的29.3%。截至10月7日，公司在手VLCC订单83艘，其中80.7%计划于2028-

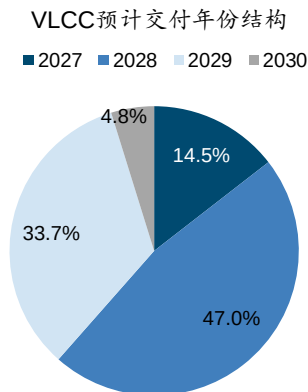


2029 年交付。前三季度已交付 11 艘，较 2025 年全年 1 艘明显增加。充足的同型船订单有利于连续生产和集中采购，随着建造经验积累与船坞周转提速，VLCC 业务有望同时贡献收入增长和成本改善。

图表68：公司 VLCC 接单份额持续提升



图表69：公司在手 VLCC 计划于 2028—2029 年集中交付



来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

头部船东持续追加 VLCC 订单，客户复购增强接单的持续性。2026 年 2 月，公司向 CAPITAL 命名交付一艘 30.6 万吨 VLCC，同期承接 11 艘同型船订单；8 月，Dynacom 再签 4 艘 VLCC，累计签约达到 20 艘，其中 4 艘已完成交付。公司同时获得 Seatankers、EPS 等国际船东订单，客户基础进一步扩大。重点客户持续追加订造，有利于减少新船型开发和生产切换，支持同型船连续建造及成本优化。

图表70：公司主要 VLCC 交付及合作进展

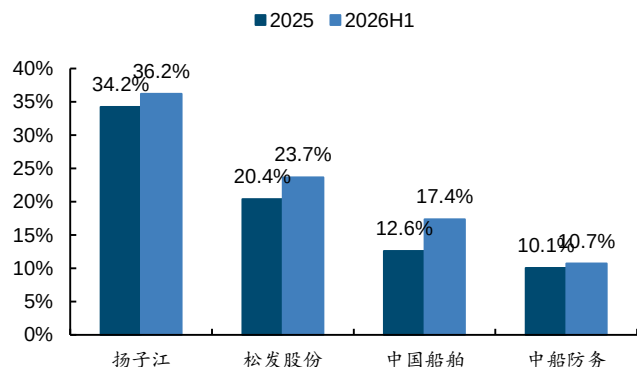
船东	公告日期	数量	合同总金额
Dynacom	2026 年 8 月	再签 4 艘，累计签约达到 20 艘	已交付 4 艘，形成持续追加订单于批量交付的合作关系
CAPITAL	2026 年 2 月	单笔签订 11 艘 30.6 万吨 VLCC	同期命名交付一艘 VLCC，刷新公司 VLCC 单笔订单数量纪录。
Seatankers Management 旗下单船公司	2026 年 1 月	新签 2 艘 30.6 万吨 VLCC，合同金额合计 2.0-3.0 亿美元	计划于 2028 年下半年相继交付。
Eastern Pacific Shipping (EPS) 旗下单船公司	2026 年 1 月	新签 2 艘 30.6 万吨 VLCC，合同金额合计 2.0-3.0 亿美元	计划于 2028 年下半年相继交付，进一步拓展国际大型船东客户。

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

公司盈利能力位居可比船企前列，高价值订单与批量建造有望继续推动盈利改善。2026 年上半年，公司毛利率、净利率分别为 23.7%、15.4%，在所列可比公司中仅次于扬子江船业。较好的订单结构和生产效率已体现为利润率优势。后续高价值船型建造规模扩大，叠加系列船生产降低单位成本，有望进一步释放盈利弹性。

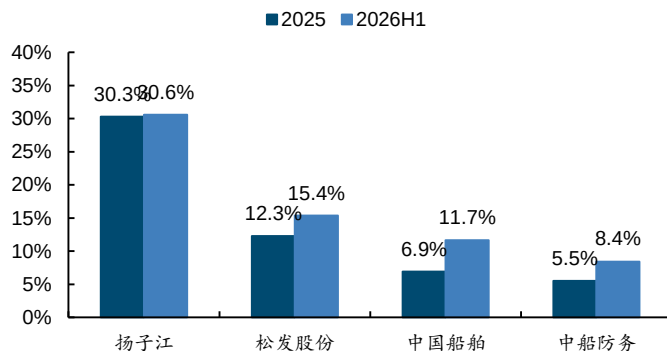


图表71：公司毛利率高于多数可比船企



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表72：公司净利率高于多数可比船企



来源：各公司公告，国金证券研究所

3.4 发动机自主制造保障整船交付，双燃料升级拓展增长空间

公司已具备船用低速发动机制造能力，动力配套逐步实现规模化生产。2023年7月，恒力发动机与MAN Energy Solutions签订专利许可授权协议，启动船用发动机制造业务；2024年9月首台发动机成功交付，并配套公司建造的8.2万吨散货船。公司在专利许可基础上推进制造、装配及测试能力建设，形成整船与主机协同发展的生产体系。根据2026年半年报，发动机总装车间年生产能力为180台，且生产订单排至2030年，为后续船舶建造提供关键设备保障。

图表73：恒力重工发动机业务发展历程



来源：恒力重工集团官网，辽宁日报，人民网，国金证券研究所，国金证券研究所

双燃料产品持续突破，发动机配套能力向大型高端船舶延伸。公司已形成覆盖LNG、LPG、甲醇及氨的双燃料发动机研发体系，并实现LPG及LNG双燃料主机交付。2026年4月，公司交付国内首台8G95 LNG双燃料发动机，最大功率约7.5万马力，配备废气再循环系统，满足IMO Tier III排放要求，将配套为MSC建造的21000TEU超大型集装箱船。大功率双燃料主机交付，进一步完善了公司大型绿色船舶的动力配套能力。

图表74：公司首台LPG双燃料发动机



图表75：公司首台8G95 LNG双燃料发动机





来源：辽宁日报，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

发动机自供兼顾交付保障与成本优化，有利于稳定交期和优化成本。发动机是船舶采购周期最长的关键部件之一，自主制造有助于协调主机供货与整船建造进度，减少停工待料。公司具备自主生产能力，可以根据船舶排产统筹主机制造与交付，减少关键设备供应不匹配造成的等待。2026 年 4 月辽宁省政府网站披露，公司当时已交付的多艘 VLCC 均配置恒力主机。随着配套范围由散货船扩大至大型油轮和集装箱船，发动机自供优势将更多体现于高价值船舶的订单执行。

公司自主研发发动机有望增强整船盈利能力。根据公司重组披露的情景测算显示，2024 年新开工船舶若采用自产发动机，合同总成本可减少约 1.8 亿元，合同毛利率由 15.8% 提升至 17.4%。随着发动机制造逐步成熟，自供的价值有望从稳定供应进一步体现为整船成本改善。

图表 76：发动机自供对造船成本及毛利率的影响（情景测算）

指标	外采发动机	假设发动机自供	自供带来的变化
合同总收入（亿元）	113.2	113.2	—
合同总成本（亿元）	95.4	93.6	减少 1.8 亿元
合同毛利率	15.8%	17.4%	提升 1.6 个百分点

来源：公司公告，国金证券研究所 注：假设相关船舶于开工当年完工，并参考中国动力 2023 年柴油动力业务 15.76% 的毛利率估算发动机自制成本。

四、公司投资建议与盈利预测

4.1 盈利预测

营收预测核心假设：

1) 船舶制造业务

充足的在手订单与产能持续释放，共同支撑船舶制造业务增长。结合在手订单的船型结构、预计交付安排及建造进度，我们按不同船型的 CGT、单位 CGT 价值量及履约进度测算收入。随着现有船坞产能爬坡、5 号和 6 号船坞及配套设施逐步投用，公司大型船舶并行建造能力有望进一步提升，推动订单加快转化为收入。预计 2026-2028 年船舶制造业务收入分别为 501.5/852.3/1139.6 亿元，同比增长 140.4%/69.9%/33.7%。

船型结构改善、钢材成本回落与批量建造提效，有望推动盈利能力持续提升。公司船舶收入结构逐步向油轮、集装箱船优化，2025 年油轮收入占比由 2024 年的 21.4% 升至 44.5%，集装箱船收入占比升至 2.6%。随着前期承接的 VLCC、大型集装箱船等订单进入集中建造期，较高毛利率船型的收入贡献有望进一步提升。成本端，2026 年 9 月中国 20mm 钢板价格为 3,518.8 元/吨，较 2021 年 9 月下降 38.3%。考虑国内钢铁产能充裕、房地产等主要用钢需求仍处调整阶段，我们预计 2027 年钢材价格整体稳中有降，与高价订单收入确认共同支撑盈利改善。同时，同型船连续建造有利于复用设计、集中采购并优化施工安排，发动机配套完善及生产规模扩大进一步提升效率、摊薄单位固定成本。综合考虑上述因素，预计 2026-2028 年船舶制造业务毛利率分别为 24.4%/25.4%/26.0%。

2) 其他业务

其他业务作为船舶制造主业的补充，采用相对稳健的增长假设。考虑相关配套及服务需求随造船规模扩大而增长，预计 2026-2028 年其他业务收入分别为 8.5/9.4/10.3 亿元，同比增长均为 10%，毛利率维持 61%。随着船舶制造业务快速放量，其他业务收入占比逐步下降。

3) 费用率

销售费用率：公司以大额船舶订单为主，随着客户积累及系列船订单增加，销售费用增幅有望低于收入增幅。2025 年销售费用率为 0.12%，2026H1 销售费用率为 0.04%，我们假设 2026-2028 年分别为 0.07%/0.06%/0.05%。

管理费用率：新增产能建设及业务规模扩张仍需要管理投入，但收入增长有望逐步摊薄相关费用，2025 年管理费用率为 2.39%，我们假设 2026-2028 年分别为 2.18%/2.15%/2.10%。

研发费用率：考虑公司仍需推进高端船型、节能技术及发动机配套研发，预计研发投入随业务规模同步增长。2025 年研发费用率为 0.77%，我们假设 2026-2028 年维持 0.65%。

4) 综上，预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 90.3 亿、158.9 亿、219.8 亿元


图表77：公司分业务预测

业务	百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
船舶业务	营业收入	20864	50154	85229	113964
	YoY	320.19%	140.38%	69.93%	33.72%
	毛利率	18.87%	24.43%	25.39%	26.02%
其他	营业收入	775	852	937	1031
	YoY		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	61.74%	61.00%	61.00%	61.00%
总收入	营业收入	21639	51006	86166	114995
	YoY		135.71%	68.93%	33.46%
	毛利率	20.40%	25.04%	25.78%	26.33%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

预计公司 2026-2028 年净利润 90.3 亿、158.9 亿、219.8 亿元，对应 EPS 为 8.86、15.59、21.58，对应 PE 为 19.96、11.34、8.20。公司作为民营造船龙头，VLCC 接单优势突出，有望受益于造船行业景气延续及新增产能释放，高价值订单逐步兑现与批量建造提效共同支撑盈利增长，给予 2027 年 15 倍 PE，目标价 233.85 元，给予“买入”评级。

图表78：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600150.SH	中国船舶	35.1	1.04	2.77	4.00	5.07	33.66	12.67	8.78	6.92
600685.SH	中船防务	27.41	0.71	1.30	1.69	2.54	38.43	21.11	16.21	10.79
600482.SH	中国动力	31.85	0.57	1.36	1.92	2.40	55.53	23.42	16.59	13.27
000039.SZ	中集集团	8.37	0.04	0.54	0.77	1.02	204.40	15.27	10.84	8.45
601890.SH	亚星锚链	8.87	0.33	0.39	0.44	0.52	26.81	23.04	20.16	17.22
平均值							71.77	19.10	14.51	11.33
603268.SH	松发股份	176.89	2.61	8.86	15.59	21.58	67.88	19.96	11.34	8.20

来源：ifind，国金证券研究所 注：中国船舶、中国动力估值采用国金证券预测值，其他可比公司估值采用 ifind 一致预期，时间截至 2026 年 10 月 23 日

风险提示

行业景气不及预期。若全球海运需求放缓、航运收益回落，船东订造意愿可能减弱，影响公司新增订单规模及接单价格，进而影响后续盈利增长。

产能扩张及船舶交付不及预期。若新增船坞及配套设施建设、产能爬坡不及预期，或关键设备供应延迟，可能影响在手订单交付进度及业绩释放。

原材料价格和汇率波动。船舶建造周期较长，钢材等原材料价格上涨可能压缩订单利润；公司出口业务主要以美元结算，人民币升值或汇率大幅波动可能影响收入及汇兑损益。

海外贸易政策变化。公司面向全球船东承接订单，若主要市场调整关税、港口收费或船舶贸易限制政策，可能影响客户订造决策及现有订单执行。

资本开支及现金流风险。公司扩产及配套项目资金投入较大，若建设支出集中、客户付款延迟，可能增加资金占用和融资需求，对现金流及资金周转形成压力。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	206	275	21,639	51,006	86,166	114,995
增长率	-23.9%	33.3%	7774.1%	135.7%	68.9%	33.5%
主营业务成本	-197	-248	-17,224	-38,234	-63,955	-84,717
%销售收入	95.4%	90.2%	79.6%	75.0%	74.2%	73.7%
毛利	10	27	4,415	12,772	22,211	30,278
%销售收入	4.6%	9.8%	20.4%	25.0%	25.8%	26.3%
营业税金及附加	-4	-5	-100	-235	-396	-529
%销售收入	2.0%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-26	-30	-27	-36	-52	-57
%销售收入	12.6%	11.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-37	-33	-518	-1,112	-1,853	-2,415
%销售收入	18.1%	11.9%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%
研发费用	-7	-9	-166	-332	-560	-747
%销售收入	3.3%	3.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	-65	-50	3,606	11,058	19,350	26,529
%销售收入	n.a	n.a	16.7%	21.7%	22.5%	23.1%
财务费用	-19	-22	-585	-307	-326	-207
%销售收入	9.4%	7.9%	2.7%	0.60%	0.38%	0.18%
资产减值损失	-38	-6	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	60	0	0
投资收益	1	0	15	0	0	0
%税前利润	-0.4%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-118	-75	3,176	10,811	19,025	26,323
营业利润率	n.a	n.a	14.7%	21.2%	22.1%	22.9%
营业外收支	-1	-1	5	0	0	0
税前利润	-119	-76	3,181	10,811	19,025	26,323
利润率	n.a	n.a	14.7%	21.2%	22.1%	22.9%
所得税	2	-1	-527	-1,784	-3,139	-4,343
所得税率	n.a	n.a	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	-117	-77	2,655	9,027	15,886	21,979
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-117	-77	2,655	9,027	15,886	21,979
净利率	n.a	n.a	12.3%	17.7%	18.4%	19.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-117	-77	2,655	9,027	15,886	21,979
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	71	37	505	1,410	2,322	3,350
非经营收益	18	23	600	378	434	345
营运资金变动	12	-31	-5,218	3,982	2,986	3,576
经营活动现金净流	-15	-48	-1,458	14,798	21,627	29,250
资本开支	-8	-6	-9,615	-22,200	-20,300	-21,300
投资	0	0	21	1,060	1,800	0
其他	8	0	-7	0	0	0
投资活动现金净流	0	-6	-9,600	-21,140	-18,500	-21,300
股权募资	0	0	3,935	6,941	0	0
债权募资	-43	-30	10,172	1,139	994	-5,268
其他	60	75	2,298	-393	-434	-345
筹资活动现金净流	17	45	16,406	7,687	560	-5,614
现金净流量	2	-8	5,308	1,345	3,687	2,336

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	18	11	7,215	8,080	11,510	13,709
应收款项	94	131	122	279	449	567
存货	158	163	5,175	7,856	12,265	15,087
其他流动资产	19	12	16,520	24,471	37,709	48,873
流动资产	290	316	29,032	40,687	61,933	78,235
%总资产	51.3%	55.3%	58.8%	49.7%	51.2%	50.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	201	180	16,584	37,410	55,379	72,360
%总资产	35.6%	31.4%	33.6%	45.7%	45.8%	46.6%
无形资产	39	37	2,076	2,217	2,301	3,341
非流动资产	275	255	20,360	41,103	59,081	77,032
%总资产	48.7%	44.7%	41.2%	50.3%	48.8%	49.6%
资产总计	565	572	49,392	81,790	121,014	155,267
短期借款	208	174	11,126	8,275	9,268	4,000
应付款项	223	349	15,019	25,400	40,280	51,589
其他流动负债	25	20	5,695	11,144	18,865	25,235
流动负债	455	542	31,840	44,818	68,414	80,824
长期贷款	14	9	3,644	7,101	7,101	7,101
其他长期负债	21	19	4,457	4,452	4,195	4,058
负债	490	570	39,940	56,371	79,710	91,983
普通股股东权益	75	2	9,452	25,419	41,304	63,284
其中：股本	124	124	971	1,019	1,019	1,019
未分配利润	-310	-386	2,538	11,565	27,451	49,430
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	565	572	49,392	81,790	121,014	155,267

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-0.942	-0.617	2.735	8.861	15.594	21.576
每股净资产	0.606	0.012	9.737	24.952	40.545	62.121
每股经营现金净流	-0.123	-0.389	-1.502	14.526	21.230	28.713
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-155.56%	-5065.67%	28.08%	35.51%	38.46%	34.73%
总资产收益率	-20.69%	-13.40%	5.37%	11.04%	13.13%	14.16%
投入资本收益率	-21.03%	-26.41%	12.42%	22.63%	28.02%	29.78%
增长率						
主营业务收入增长率	-23.90%	33.34%	7774.10%	135.71%	68.93%	33.46%
EBIT 增长率	-36.09%	-23.02%	N/A	206.70%	74.98%	37.10%
净利润增长率	-31.40%	-34.49%	N/A	240.05%	75.98%	38.36%
总资产增长率	-13.11%	1.11%	8538.33%	65.59%	47.96%	28.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	174.1	139.3	2.0	1.9	1.8	1.7
存货周转天数	294.9	236.6	56.6	75.0	70.0	65.0
应付账款周转天数	83.7	70.6	45.7	90.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	355.6	237.8	254.1	206.7	190.0	196.3
偿债能力						
净负债/股东权益	270.98%	11391.76%	79.82%	28.67%	11.74%	-4.14%
EBIT 利息保障倍数	-3.3	-2.3	6.2	36.0	59.4	128.3
资产负债率	86.70%	99.74%	80.86%	68.92%	65.87%	59.24%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	10	14	28
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.09	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究