



公司研究 | 深度报告 | 中远海能 (600026.SH)

地缘重构破局油运，油轮巨头筑基扬帆

报告要点

中远海能专门从事能源运输，自有油轮运力规模 2,050 万 DWT，运力规模居全球首位。公司目前主要有内贸油运、LNG 运输和外贸油运三大业务，分别具有牌照化、项目制和周期性的特征。内贸与 LNG 业务为盾，随着未来 4 年公司船队规模扩张，利润（含投资收益）增长约 55%，夯实基本盘。外贸业务为矛，具有显著利润弹性。俄乌冲突缓解、对伊制裁趋严，将助推油运景气周期形成闭环，提振合规市场油运需求，同时拆船加速消除供给焦虑。投资角度，二手船价较高且新老船价差收窄体现了产业的乐观情绪，基于二手船价的重置成本提供估值支撑。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

中远海能（600026.SH）

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

地缘重构破局油运，油轮巨头筑基扬帆

引言：地缘博弈重构油运格局

过去两年，油运运价整体中枢高，却旺季不旺。除了实际需求和补库改善不明显，“影子船队”对于油运需求的侵蚀也是主要原因之一。当前，在俄乌冲突结束和美国对伊制裁趋严的预期不断升温下，原油贸易格局或面临重构，油运景气周期将形成闭环。

中远海能：能源物流龙头，弹性向上，不失稳定

中远海能是中国远洋海运集团旗下专门从事油品、液化天然气（LNG）等能源运输的公司。截止 2025 年 1 月，公司自有油轮运力规模 2,050 万 DWT，占全球市场份额 3.1%，运力规模全球首位。公司目前有外贸油运、内贸油运、LNG 运输和外贸油运三大业务，分别具有周期性、牌照化和项目制的特征，盈利稳定与弹性并重。

内贸油运由交通运输部进行牌照化管理，行业运力控制严格，市场供需紧平衡，价格波动较小。根据 2023 年中报数据，公司在内贸原油运输市场的市占率高（超过 55%）；同时 COA 货源占比高达 95% 以上，收益稳定。2024 年前三季度，内贸油运录得毛利 11.3 亿，毛利率 26%。作为 LNG 开发项目的重要环节，LNG 运输通常会相应签订长期运输协议，俗称“项目船”，取得稳定的租金收益。2024 年前三季度，公司 LNG 运输业务录得毛利 8.1 亿，毛利率 50%。因此，内贸油运和 LNG 运输业务营收和毛利相对稳定，将得益于后续船队规模的扩张持续增长。

外贸油运：冲突缓解、制裁趋严，供需困境反转

外贸油运具有明显的周期性，我们认为需求侧有如下催化：1) 俄乌冲突结束，如果原油贸易向冲突前的格局转变，印度、中国或因俄原油进口减少而增加中东、美湾等长航距原油进口，VLCC 明显受益；2) 俄罗斯为突破“限价令”大量使用“影子船队”出口原油（占其出口超 83.8%），若制裁随着冲突解除，合规市场需求将增加；3) 特朗普若加大对伊朗制裁将使得伊朗油出口缩减，从而增加合规市场油运需求。供给侧，当前“影子船队”共 687 艘，以运力计占全球 14.1%，且以 15 年+老船为主（615 艘）。“影子船队”或加速出清，重塑供给格局：1) 合规市场中，老船运营比例大幅下降，因此即使俄罗斯“影子船队”制裁解除也难以全部回流；2) 对伊制裁趋严将使拆船难度加大，尚未被制裁的老船或加速拆解，预计 2025-26 年 VLCC 船队增速从 0.2% 和 2.2% 下修至 -1.4%、0.7%，难以形成有效供给压力，供给增加的焦虑得以消除。

投资建议：LNG 业务夯实安全垫，外贸弹性向上

中远海能以 LNG 运输和内贸油运为盾，向下筑底；外贸油运为矛，释放弹性：1) 船队规模扩张将进一步夯实业绩“安全垫”，未来 4 年（2025-28），公司将陆续交付 38 艘 LNG 船、8 艘内贸油轮和危化品船，预计 LNG 及内贸业务利润（含投资收益）将增长 55% 至 43.5 亿；2) 外贸油运业务具有显著利润弹性，实际 TCE 运价每上涨 1 万美金/天，VLCC 年化利润增加约 9.89 亿，外贸油运弹性向上；3) 周期上行期，二手船价维持高位体现了产业的乐观情绪，重置成本法对公司估值提供坚实支撑。预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 39.6 亿元、56.6 亿元和 65.3 亿元，对应 PE 分别为 13.6 倍、9.5 倍和 8.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、全球经济大幅下滑；2、美国对伊朗制裁不及预期；3、老旧船舶淘汰不及预期；
- 4、新造船订单加快；5、盈利假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	11.31
总股本(万股)	477,078
流通A股/B股(万股)	347,478/0
每股净资产(元)	7.54
近12月最高/最低价(元)	18.63/11.09

注：股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：地缘博弈重构油运格局	6
中远海能：能源物流龙头，弹性向上，不失稳定.....	8
专注于能源运输的全球龙头.....	8
公司业务稳定与弹性并重	10
外贸油运：冲突缓解、制裁趋严，供需困境反转.....	13
俄乌冲突对油运预期存在差异	13
美国对伊“极限施压”将利好合规市场	14
“影子船队”出清将重塑供给格局.....	16
投资建议：LNG 业务夯实安全垫，外贸弹性向上	20
内贸及 LNG 船队扩张夯实业绩基本盘	20
外贸油运弹性大，受益于景气周期.....	21
行业景气上行期，重置成本提供估值支撑.....	21
风险提示.....	23

图表目录

图 1：VLCC-TCE 运价复盘（美元/天）	6
图 2：国内炼厂开工率羸弱反映下游实际需求改善不明显	6
图 3：原油补库并未发生	6
图 4：俄罗斯原油出口价格突破 G7 “限价令”	7
图 5：2023 年“影子船队”开始明显侵蚀俄油出口	7
图 6：中远海能发展历程	8
图 7：中远海能股权结构	9
图 8：中远海能为全球油运龙头	9
图 9：中远海能 VLCC 船队规模处于全球头部.....	9
图 10：中远海能营收结构	10
图 11：2024 年上半年外贸油运占营收 67%	10
图 12：中远海能毛利结构中外贸油运部分具有明显周期属性.....	11
图 13：外贸盈利弹性向上	11
图 14：内贸油运业务盈利稳定	11
图 15：运力管控维持内贸油运市场供需紧平衡	11
图 16：LNG 业务毛利率相对稳定	12
图 17：LNG 是公司投资收益核心来源.....	12
图 18：俄罗斯原油出口由欧洲转向印度和中国	13
图 19：欧洲自美国原油进口大幅增加	13
图 20：俄乌冲突后俄原油出口海运运距拉长	13
图 21：俄罗斯原油出口主要使用 Suezmax 和 Aframax 船型	13
图 22：俄罗斯、伊朗、委内瑞拉三国原油出口海运量份额约 14.4%	14

图 23: 2024 年中国自俄罗斯、伊朗原油海运进口量占比约 25.0%	14
图 24: 特朗普上一届任期内伊朗原油出口量持续缩减	15
图 25: 主营炼厂和独立炼厂开工率出现背离	15
图 26: 2025 年初制裁加大对俄罗斯原油出口短期造成影响	15
图 27: 马来西亚原油海运量 2024 年底大幅下滑	15
图 28: 全球“影子船队”油轮为 687 艘	16
图 29: 全球“影子船队”油轮占油轮运力 14.1%	16
图 30: “影子船队”油轮以 15 年船龄以上老船为主	16
图 31: 合规市场中 20 年以上船龄 VLCC 在运营比例大幅下降	16
图 32: 油轮拆船活动近期有所加速（艘数）	17
图 33: 被 OFAC 制裁实体后往往伴随“次级制裁”风险	17
图 34: UANI 中尚未被 OFAC 制裁的船队规模较大（艘数）	18
图 35: LNG 船队扩张提高业绩安全垫	20
图 36: 化学品海运毛利率长期稳定且高于海运板块	20
图 37: 油轮二手船价格持续上涨	22
图 38: 中远海能船舶重置成本	22
图 39: VLCC 新老船船价处于高位	22
图 40: 基于二手船价的重置成本提供估值支撑	22
表 1: 2024 年全球原油海运周转量增速/降幅最大的前 5 大航线	7
表 2: 中远海能股权结构	9
表 3: 公司油轮及化学品船队情况	10
表 4: 公司 LNG 船队情况	12
表 5: 俄乌冲突结束后 VLCC 将明显受益于原油贸易格局	14
表 6: 中东、美湾原油海运量增加对 VLCC 需求的测算	15
表 7: 近期拆解船舶普遍为“UANI”指明为涉及伊朗油运输的“影子船队”	18
表 8: 2025-2026 年 VLCC（年末值）船队规模增速分别为-1.4%、0.7%	19
表 9: 公司 LNG 船队订单情况	20
表 10: 中远海运集团内部优质能源化工品运输和物流资产注入公司	21
表 11: 外贸油运具有显著的经营弹性	21
表 12: Frontline 以 23.5 亿美元收购 Euronav 的 24 条平均 5.3 年船龄的 VLCC	22
表 13: 公司收入和利润敏感性分析	23

引言：地缘博弈重构油运格局

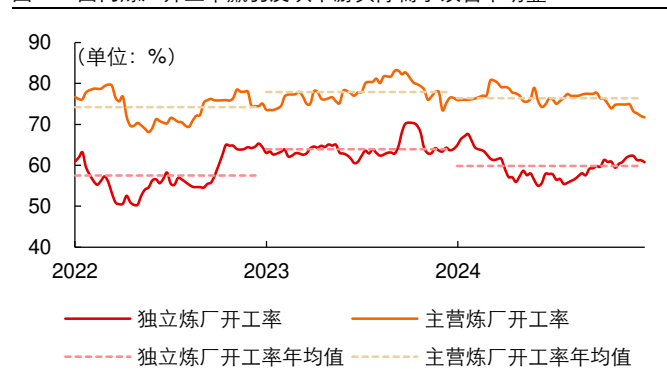
2023-2024 年，油运运价整体中枢高，但连续两年出现旺季不旺的情况。除了实际需求
和补库改善不明显，“影子船队”对于油运需求的侵蚀也是主要原因之一。头部船东前
线海运（Frontline）同样表示，被制裁国家的原油出口和“影子船队”对油运造成负面
影响，是旺季不旺的主因。

图 1：VLCC-TCE 运价复盘（美元/天）



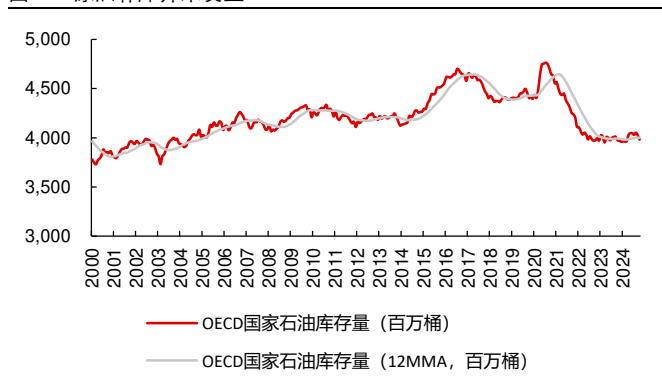
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 2：国内炼厂开工率羸弱反映下游实际需求改善不明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

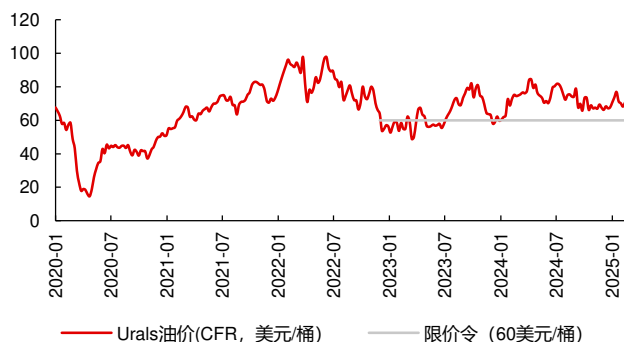
图 3：原油补库并未发生



资料来源：Wind，长江证券研究所

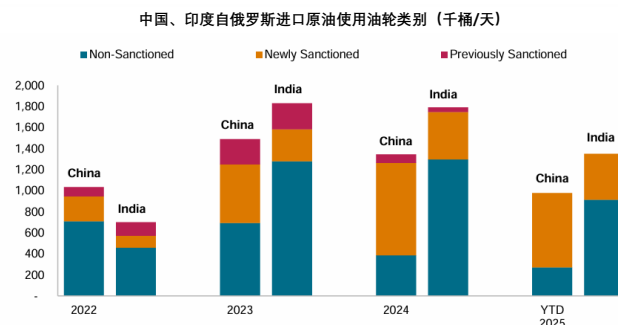
“影子船队”是近年来美国频频制裁其他国家出现的产物，主要指通过一系列诸如频繁
更换船舶信息、关闭 AIS（船舶自动识别系统）、注册空壳运营公司等手段逃避监管机构
追踪，并继续出口石油。俄乌冲突后，特别是 2022 年底对俄罗斯石油出口设置价格上
限（60 美元/桶），俄罗斯为规避制裁大量使用“影子船队”突破价格上限出口石油。

图 4：俄罗斯原油出口价格突破 G7 “限价令”



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2023 年“影子船队”开始明显侵蚀俄油出口



资料来源：S&P，长江证券研究所（2025 年数据截止 1 月 20 日）

从 2024 年全球原油海运周转量增幅/降幅最大的前五大航线中，我们也可以看出“影子船队”对于合规市场需求的侵蚀。周转量需求增速最高的三大航线均因绕行好望角带来运距增加，周转量增速远高于运量，但整体规模较小。然而，**全球原油贸易量最大的两条航线（中东-东北亚、墨西哥湾-东北亚）周转量出现明显下降**，除了需求疲软之外，**俄罗斯、伊朗的原油替代也是主因**。因此，过去几年，油运行业受损于公共卫生事件后，其实也继续受“影子船队”侵蚀。当前，在俄乌冲突结束的预期不断升温下，不论是原油贸易格局的再次重构，还是“影子船队”对于需求的侵蚀后续都可能迎来转变。

表 1：2024 年全球原油海运周转量增速/降幅最大的前 5 大航线

航线	周转量需求 (百万吨海里/天)			运量需求 (千桶/天)		
	2024	2023	同比变化	2024	2023	同比变化
2024 年周转量需求增速前 5 大原油海运航线						
AG to Mediterranean	631	397	59%	495	708	-30%
AG to NW Europe	473	341	39%	305	366	-17%
AG to Gulf of Mexico	594	472	26%	330	288	15%
EC South America to NW Europe	349	239	46%	530	363	46%
Baltic to WC India	1184	1102	7%	1060	998	6%
2024 年周转量需求降幅前 5 大原油海运航线						
AG to NE Asia	7854	8315	-6%	9321	9735	-4%
Gulf of Mexico to NE Asia	1907	2349	-19%	940	1125	-16%
Black Sea to NE Asia	153	413	-63%	116	352	-67%
AG to Red Sea	167	276	-40%	430	793	-46%
Baltic to NE Asia	201	305	-34%	113	178	-37%
全球合计	33,349	34,121	-2%	60,668.0	61,172	-1%

资料来源：Poten & Partner，长江证券研究所

中远海能：能源物流龙头，弹性向上，不失稳定

专注于能源运输的全球龙头

中远海运能源运输股份有限公司同时于上海交易所和香港联交所上市，是中国远洋海运集团有限公司旗下专门从事油品、液化天然气（LNG）等能源运输的专业化公司。公司由原中海发展股份有限公司剥离干散货业务，与大连远洋运输有限公司于 2016 年上半年重组而成。2024 年 10 月，公司宣布收购中远大连投资有限公司和中远海运（上海）有限公司的相关股权和 2 艘 LPG 运输船，完成能源化工物流供应链整合。将中远海运集团内部优质的能源化工品运输和物流资源注入上市公司平台，未来的业务模式从以油气运输为支撑的结构转变为油、气、化学品运输及仓储的多元化业务结构。

图 6：中远海能发展历程

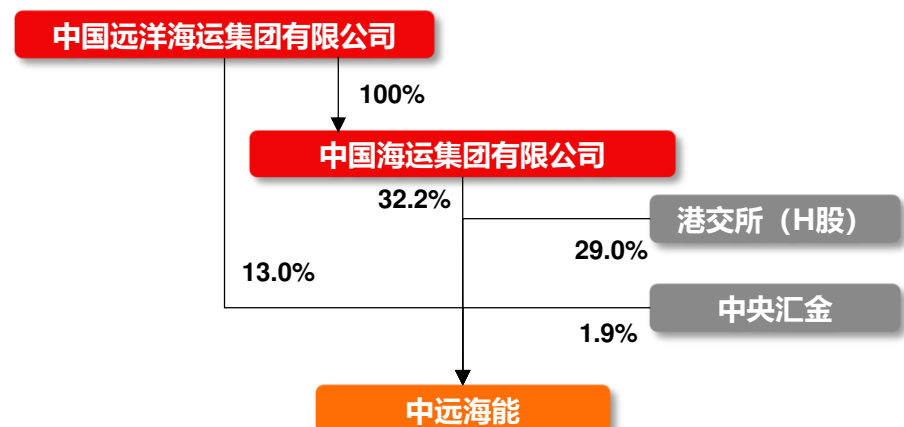


资料来源：公司公告，长江证券研究所

目前中国远洋海运集团有限公司通过集团本身以及全资子公司中国海运集团有限公司合计直接持股 45.2%，为公司控股股东，实控人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司现任管理层拥有丰富的油运业务经验。公司高管团队中除秦炯为集装箱船船长出身外，其余均为油轮相关业务出身，体现了经营管理层丰富的油运业务经验。

图 7：中远海能股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

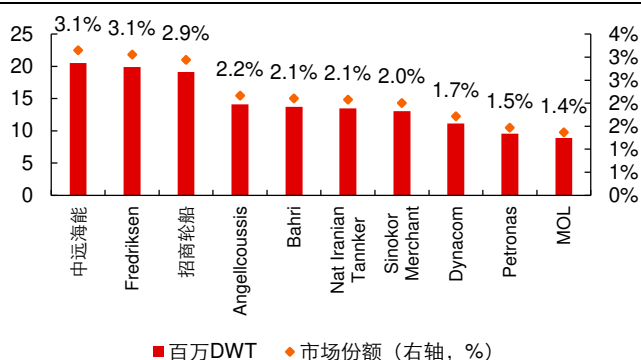
表 2：中远海能高管团队

姓名	职务	年龄	最新持股数(万股)	备注
朱迈进	总经理	55	10.3	高级船长、油轮业务经验
秦炯	副总经理	57	1.7	船长、集运业务经验
陈建荣	副总经理	56	0.0	高级船长、油轮业务经验
张勇	副总经理	53	0.0	
田超	财务负责人	48	0.0	
倪艺丹	董事会秘书	41	5.4	

资料来源：Wind，长江证券研究所（截止 2024 年中报）

截止 2025 年 1 月，公司自有油轮运力规模(含原油轮和成品油轮)共计 2,050 万 DWT，占全球油轮运力市场份额 3.1%，**运力规模全球首位**。其中，公司自有 VLCC 船队共 45 艘，自有规模全球第二（VLCC 艘数占比 5.0%）；此外，公司还租入 VLCC 共 8 艘。

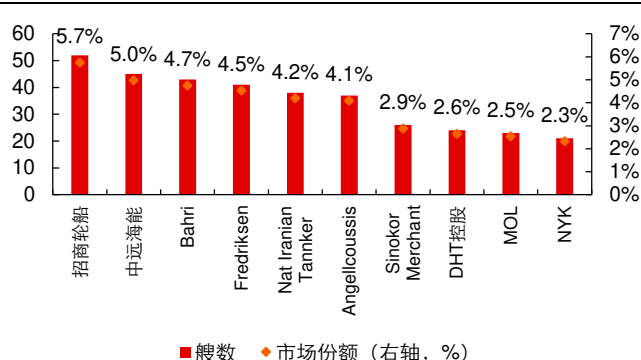
图 8：中远海能为全球油运龙头



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

注：仅计算自有船队运力规模

图 9：中远海能 VLCC 船队规模处于全球头部



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：仅计算自有 VLCC 船队艘数

表 3：公司油轮及化学品船队情况

类型	市场	板块	船型	艘数	万载重吨	平均船龄（年）	在手订单（艘）
自有	外贸	黑油	超大型油轮	45	1381	10.7	6
			苏伊士	3	48	3.9	
			阿芙拉	6	67	9.2	2
			巴拿马	1	7	19.3	2
		白油	灵便型（黑）	6	27	16	
			LR2	8	88	8.8	2
	内贸	白油	LR1	13	97	11	
			灵便型（白）	10	48	10.2	
			阿芙拉	3	33	20.1	3
			巴拿马	18	130	14.1	2
		黑油	灵便型（黑）	16	73	18	
			LR1	1	6	30.6	
			灵便型（白）	11	43	14	1
			通用型（白）	6	7	16	
租入	外贸	黑油	超大型油轮	8	242	9.2	
	内贸	黑油	巴拿马	1	7	19.1	
合计				156	2303	12.5	20

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司业务稳定与弹性并重

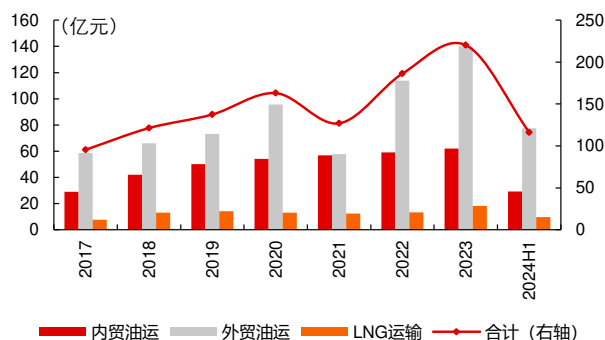
公司业务中，**外贸油运具有明显周期性，内贸油运和 LNG 运输营收和毛利相对稳定。**

我们认为外贸油运、内贸油运和 LNG 运输三大板块营收及利润的差异主要在于各板块具有明显的特征，分别为**周期性、牌照化和项目制**，因此**公司盈利稳定与弹性并重**。

外贸油运市场集中度较为分散，接近完全竞争市场，且具有明显的周期属性（波动较大）。

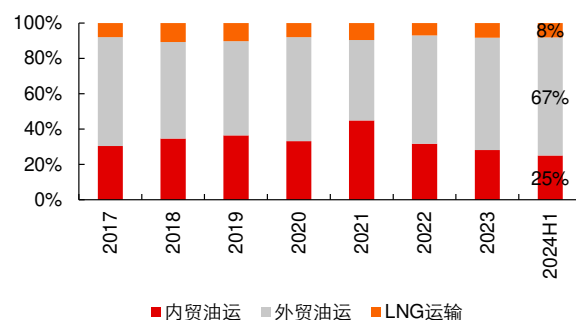
外贸油轮运输主要以运输原油和成品油为主，货种相对单一。从竞争格局上看，船东集中度较为分散，CR 10 仅为 22%（按自有船队计算）；而上游客户相对集中。从完全竞争市场角度出发，外贸油轮运输市场呈现明显的周期性波动。外贸油运作为公司最主要的业务，随着油运景气周期上行，盈利弹性向上。

图 10：中远海能主要业务营收结构



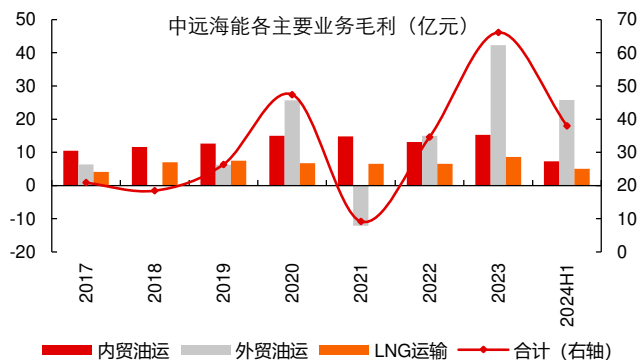
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：2024 年上半年外贸油运占营收 67%



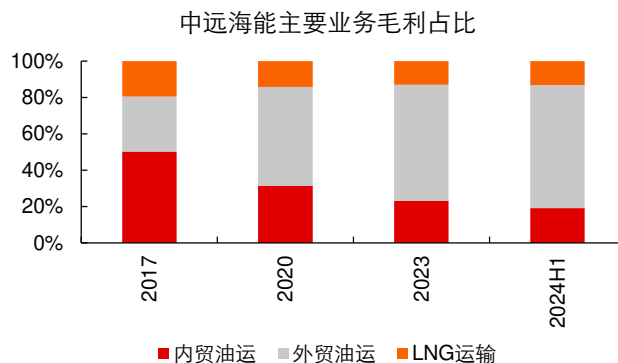
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：中远海能毛利结构中外贸油运部分具有明显周期性



资料来源：Wind，长江证券研究所

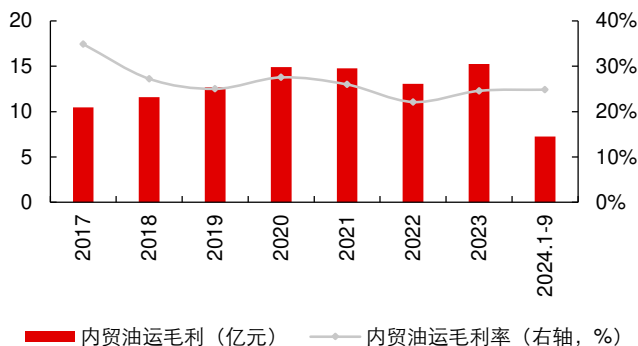
图 13：外贸盈利弹性向上



资料来源：Wind，长江证券研究所

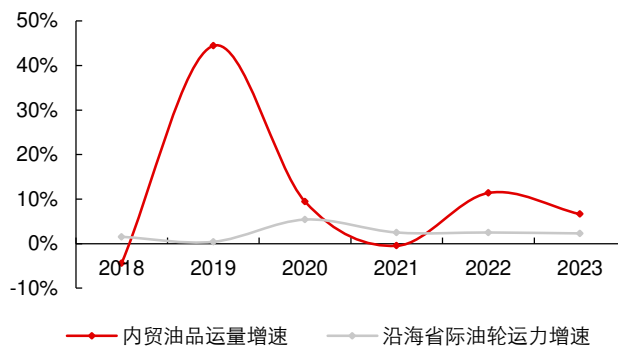
内贸油运为国内运营业务，由交通运输部进行牌照化管理，行业运力控制严格，市场供需平衡，价格波动较小。目前内贸原油运输业务主要中远海能和招商南油两家公司为主，根据 2023 年中报数据，公司在内贸原油运输市场的市占率超过 55%。同时，公司 COA 货源占比高达 95% 以上，与核心客户加固合作关系的同时，保证了稳定的效益贡献。在行业供需相对平衡的保证下，毛利率维持稳定，年毛利贡献保持在 15 亿左右。

图 14：内贸油运业务盈利稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：运力管控维持内贸油运市场供需平衡



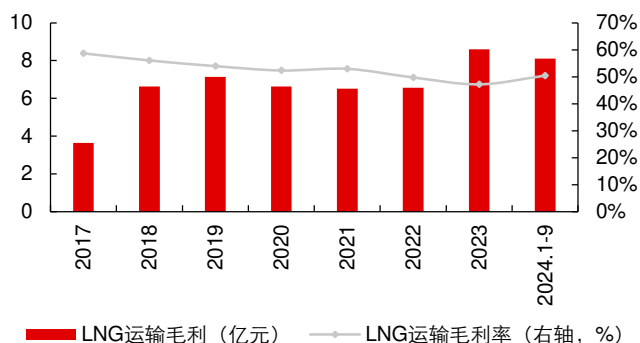
资料来源：交通运输部，公司公告，长江证券研究所

注：2023 年内贸油品运量增速根据中远海能业务数据估计而得

LNG（液化天然气）产业链涉及 LNG 勘探开采、液化、海上运输、终端等多个环节，是资金和技术密集型产业，因此 LNG 开发一般会签订长期采购协议。作为运输服务供应链，LNG 船运输业务一般也会相应签订长期运输协议。全球约 80% 的 LNG 船舶与特定 LNG 项目绑定（简称“项目船”），取得稳定的船舶租金和投资收益。

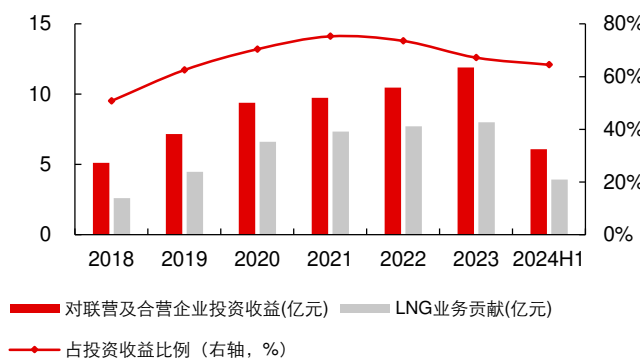
公司 LNG 业务通过上海 LNG（全资）、CLNG（与招商轮船各 50% 合资成立）开展。目前，上海 LNG 运营中 LNG 船舶 27 艘；CLNG 目前运营船舶 22 艘。LNG 业务对业绩贡献主要体现在并表业务（2023 年毛利为 8.6 亿，毛利率 47%）和投资收益（2023 年约 8 亿，占投资收益约 67%）。LNG 业务受益于船队规模持续扩张保证收益稳定增长。

图 16: LNG 业务毛利率相对稳定



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: LNG 是公司投资收益核心来源



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

表 4: 公司 LNG 船队情况

所属平台	项目名称	运营中		持股比例
		艘数	舱容 (万 CBM)	
上海 LNG	美孚项目	4	69	上海 LNG 21%-27%
	APLNG 项目	6	104	上海 LNG 40.8%
	冰区船项目	3	52	上海 LNG 50%
	常规船项目	4	70	上海 LNG 50%
	中石油国事项目	6	105	中远海能 70.71% (含上海 LNG 60%)
	中海油气电 LNG 运输项目	2	34	上海 LNG 25%
	卡塔尔能源公司 LNG 运输项目	2	35	上海 LNG 50%
CLNG	中国进口 LNG 项目	6	88	CLNG 54%-65%
	PU 项目	4	70	CLNG 20%
	DSC 项目	5	86	CLNG 25.5%
	TC 项目	6	103	CLNG 50%
	深圳燃气项目	1	8	CLNG 49%
合计		49	824	

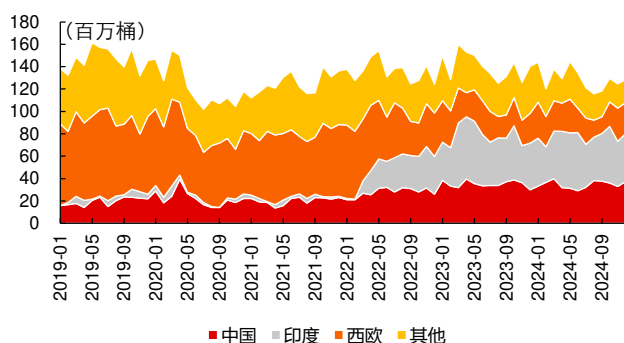
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

外贸油运：冲突缓解、制裁趋严，供需困境反转

俄乌冲突对油运预期存在差异

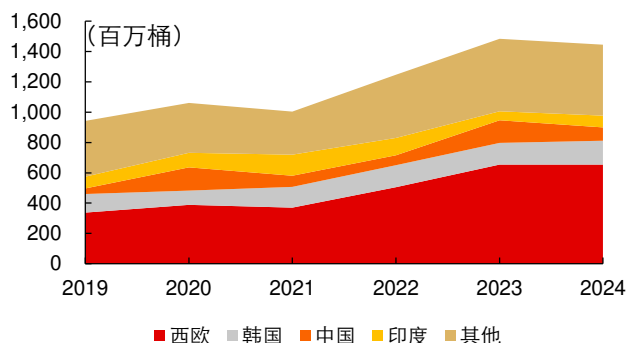
表面上，俄乌冲突后原油贸易格局的改变增加了原油海运周转量需求。一方面，俄罗斯出口转向印度和中国，另一方面欧洲增加自美湾进口，运距拉长后提高原油周转量需求。但是我们想要强调的是：1) 俄乌冲突导致的贸易格局改变更多的是中小船受益，俄罗斯至亚洲、大西洋短途贸易并未使 VLCC 明显受益；2) 由于“影子船队”的存在，俄罗斯原油出口成为一个“独立”的市场，合规市场并未完全受益于贸易格局变化带来的红利。

图 18：俄罗斯原油出口由欧洲转向印度和中国



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

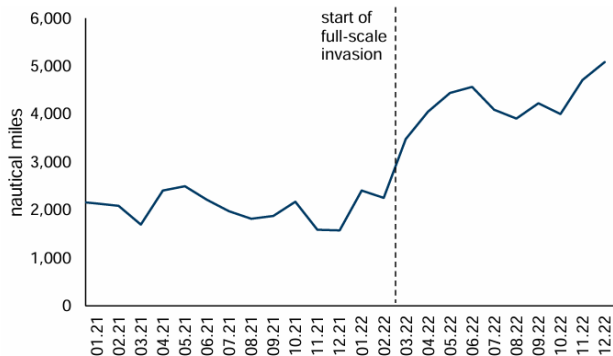
图 19：欧洲自美国原油进口大幅增加



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

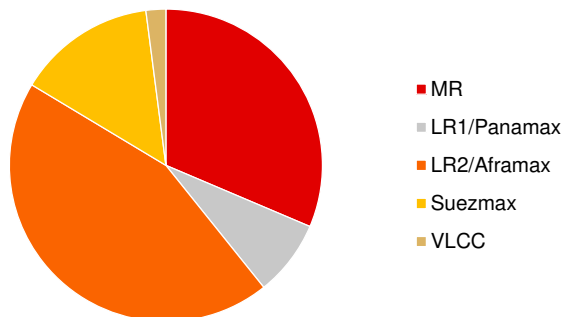
在俄乌冲突结束的情形下，VLCC 或明显受益。俄乌冲突引起了原油贸易结构改变，因此市场普遍认为俄乌冲突结束后原油贸易恢复至冲突前的格局将减少周转量需求。然而，由于俄罗斯港口基础设施的限制，出口至印度、中国的原油普遍使用 Aframax 和 Suezmax 型油轮，相较于自西非、中东、美湾进口（多使用 VLCC），VLCC 并未明显受益。因此，在俄乌冲突结束且欧洲增加俄罗斯原油进口的假设下，印度、中国或因俄罗斯原油进口减少而增加从中东、美湾等长距离航线进口原油，VLCC 将明显受益。

图 20：俄乌冲突后俄原油出口海运运距拉长



资料来源：KSE Institute，长江证券研究所

图 21：俄罗斯原油出口主要使用 Suezmax 和 Aframax 船型



资料来源：S&P，长江证券研究所

表 5：俄乌冲突结束后 VLCC 将明显受益于原油贸易格局

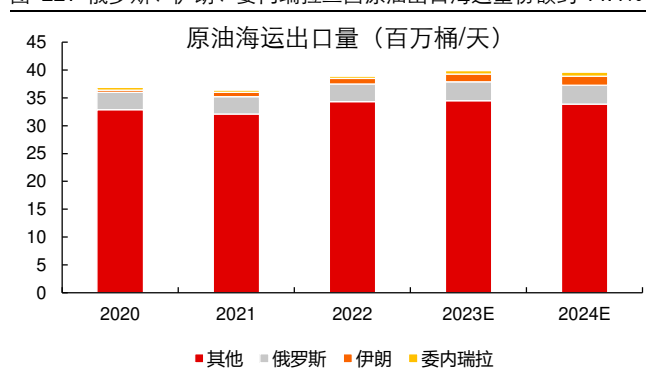
美国对欧原油出口转向印度（百万桶/天）	0.25	0.5	0.75	1
年运输量（百万桶）	91.3	182.5	273.8	365.0
VLCC 船单航次运量（百万桶）	2	2	2	2
VLCC 总航次数	46	91	137	183
美国至西北欧航线单船全年航次数量	8.8	8.8	8.8	8.8
美国至西北欧航线对 VLCC 船需求减少量	5.2	10.4	15.6	20.8
美国至印度航线单船全年航次数量	3.7	3.7	3.7	3.7
美国至印度航线对 VLCC 船需求增加量	12.2	24.4	36.6	48.8
当前 VLCC 船数量	905	905	905	905
对 VLCC 船需求增量占比	0.8%	1.5%	2.3%	3.1%

资料来源：Poten & Partner, Clarksons, 长江证券研究所

注：基于美国对欧洲、印度原油出口均使用 VLCC 油轮情形下进行测算

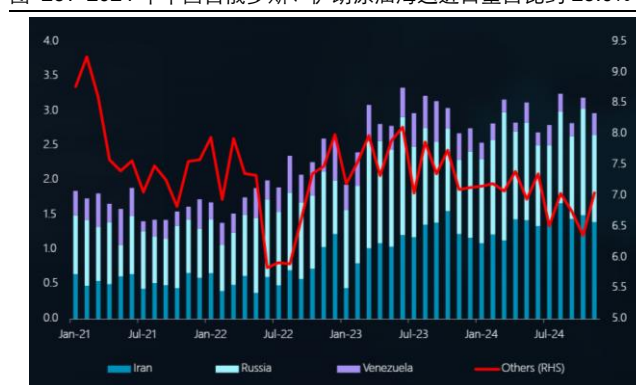
此外，若制裁随着冲突结束解除，黑市贸易回归将利好合规市场油运需求。根据 Clarksons 数据，2024 年全球原油海运出口量为 39.6 百万桶/天，被制裁国家原油出口海运量约 5.7 百万桶/天，占比约 14.4%。其中，俄罗斯占比约 8.6%。从中国视角看，2024 年中国原油海运进口量约 10 百万桶/天，自俄进口量为 1.3 百万桶/天，约占 13.0%。根据 S&P 2024 年 9 月份数据，超过 83.8% 的俄原油出口使用“影子船队”突破 60 美元/桶的“限价令”。因此，一旦这部分原油回归将提振合规市场的原油运输需求。

图 22：俄罗斯、伊朗、委内瑞拉三国原油出口海运量份额约 14.4%



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 23：2024 年中国自俄罗斯、伊朗原油海运进口量占比约 25.0%

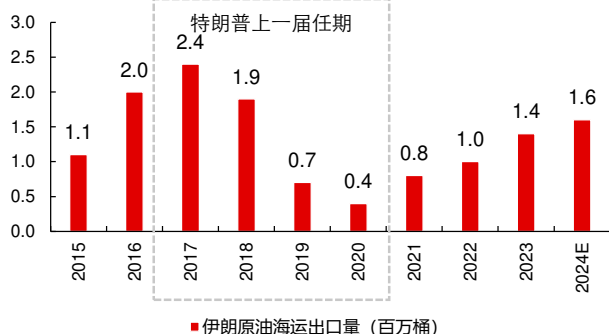


资料来源：Vortexa, 长江证券研究所

美国对伊“极限施压”将利好合规市场

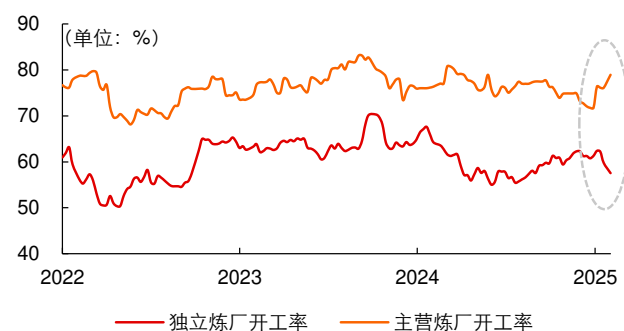
此外，特朗普将重启对伊朗的“极限施压”措施是另一催化因素，特朗普将寻求将伊朗石油出口规模打压至“零”的措施。根据 Clarksons 数据，2024 年伊朗原油出口为 160 万桶/天，占全球 4.0%。

图 24：特朗普上一届任期内伊朗原油出口量持续缩减



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

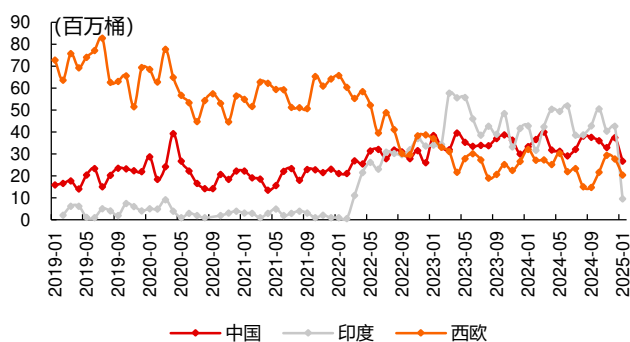
图 25：主营炼厂和独立炼厂开工率出现背离



资料来源：Wind，长江证券研究所

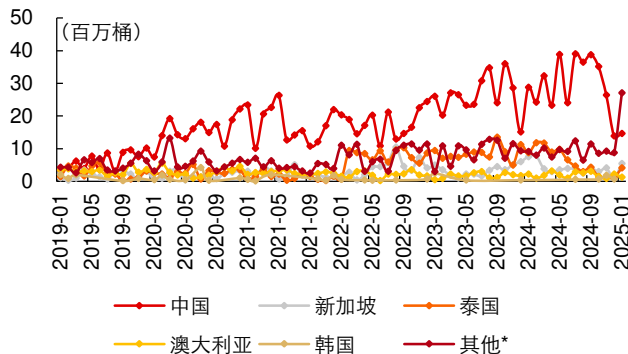
近期制裁力度加大，黑市贸易已受到影响。1月6日，国内某港口集团禁止受美国制裁的油轮挂靠。2月，美国又先后制裁伊朗多个实体及多艘油轮。不论是俄罗斯，还是作为伊朗原油出口的主要中转国马来西亚，原油海运出口量均出现不同程度下滑。因此，若后续美国对伊制裁进一步加大，伊朗原油出口需求将转移至其他合规市场出口。回顾特朗普上一届任期，伊朗原油出口持续缩减，2020 年仅 40 万桶/天。基于此，通过测算可以发现，如果大西洋、中东受益于制裁收紧而增加至东北亚原油出口，出口量每增加 1 百万桶/天意味对 VLCC 的需求将增加 6.1%和 2.7%，合规市场船队将显著受益。

图 26：2025 年初制裁加大对俄罗斯原油出口短期造成影响



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 27：马来西亚原油海运量 2024 年底大幅下滑



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

注：马来西亚原油出口含转口贸易；其他含在途出口

表 6：中东、美湾原油海运量增加对 VLCC 需求的测算

航线	美湾-东北亚	中东-东北亚	美湾-西北欧
增产产量（百万桶/天）	1	1	1
年产量增量	365	365	365
VLCC 船单航次运量（百万桶）	2	2	2
总航次数	182.5	182.5	182.5
VLCC 单船全年航次数量（航次数量）	3.3	7.4	8.8
对 VLCC 船需求量	55	25	21
当前 VLCC 船数量	905	905	905
占比	6.1%	2.7%	2.3%

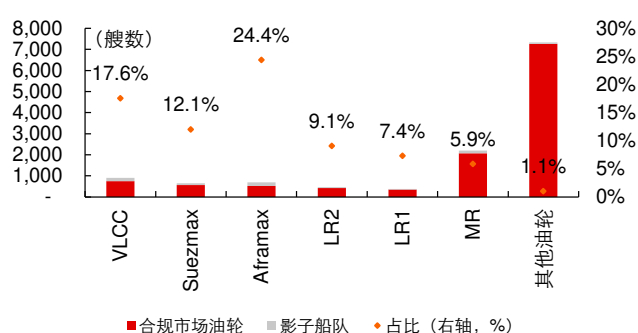
资料来源：Clarksons，Poten & Partner，长江证券研究所

“影子船队”出清将重塑供给格局

对于市场关心的“影子船队”情况，我们通过梳理 OFAC（美国财政部海外资产控制办公室）和 UANI（联合反对核伊朗组织）发现，**全球被 OFAC 制裁或 UANI 指明涉及伊朗油运输的“影子船队”油轮共 687 艘，运力规模达到 9,446 万 DWT，占全球约 14.1%。**其中，VLCC 共计 159 艘，占全球 VLCC 数量 17.6%。

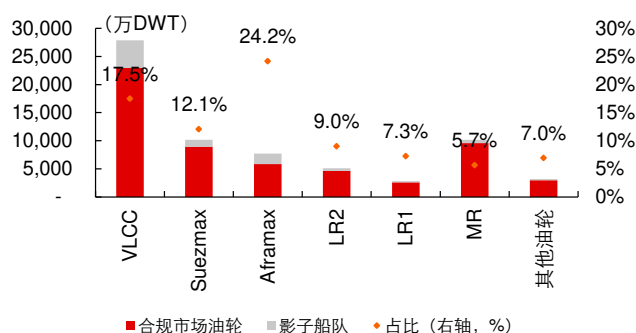
同时，“影子船队”油轮以 15 年以上的老龄船为主，超过 403 艘（约 59%）船龄超过 20 年，此外有 212 艘（约 31%）船龄为 16-20 年。以 VLCC 为例，共计 159 艘“影子船队”中，103 艘（约 65%）为 20 年以上船龄的老船，另外有 43 艘为 16-20 年船龄。

图 28：全球“影子船队”油轮为 687 艘



资料来源：Clarksons, OFAC, UANI, EU, 长江证券研究所

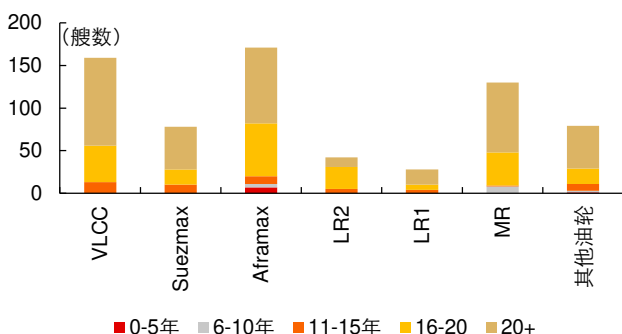
图 29：全球“影子船队”油轮占油轮运力 14.1%



资料来源：Clarksons, OFAC, UANI, EU, 长江证券研究所

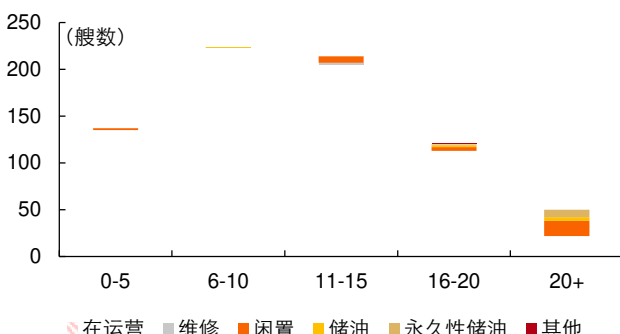
合规市场中，20 年以上船龄 VLCC 油轮运营比例大幅下降。由于上游客户以大型石油公司或大型贸易商为主，出于船舶安全性和风险等因素考虑，老船在合规市场中受到歧视。我们通过处理 Clarkson 数据并剔除“影子船队”后发现，20 年以上 VLCC 油轮中（合计 50 艘），仅有 44% 的船舶处于运营状态，其余均处于闲置状态或用于储油，意味着当前以老船为主的“影子船队”，即使不考虑制裁，也难以回到合规市场。

图 30：“影子船队”油轮以 15 年船龄以上老船为主



资料来源：Clarksons, OFAC, UANI, EU, 长江证券研究所

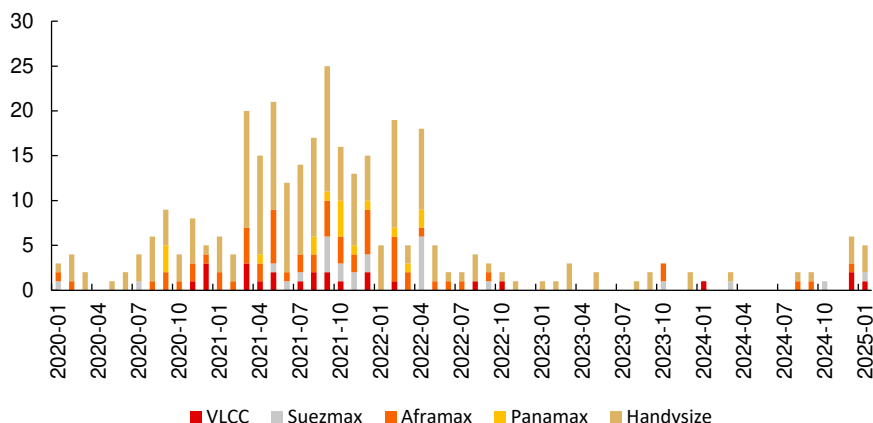
图 31：合规市场中 20 年以上船龄 VLCC 在运营比例大幅下降



资料来源：Clarksons, OFAC, UANI, EU, 长江证券研究所

制裁将加快船舶拆解，重塑供给格局。过去几年油轮特别是 VLCC 油轮拆船保持在历史低位，核心原因在于伊朗、俄罗斯黑市对于老船运力的吸收。不过，Clarksons 数据显示，自去年 12 月开始，油轮拆船活动有所加速，其中 VLCC 共拆船 3 艘，为 2024 年 1 月后的首次拆船活动。拆船加快一方面是由于去年 Q4 运价持续下跌；另一方面，我们认为主要与近期美国制裁力度加大有关。

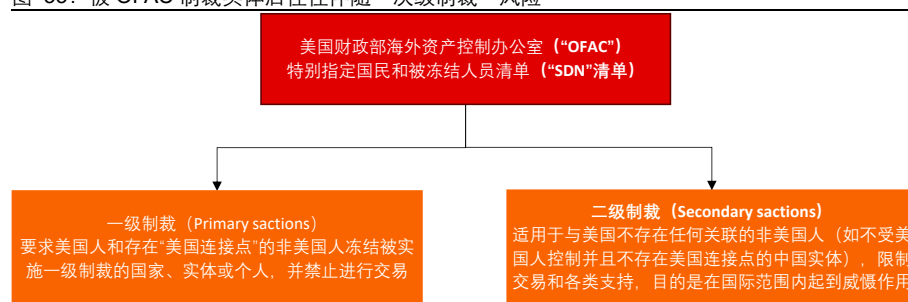
图 32：油轮拆船活动近期有所加速（艘数）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

我们注意到近期拆解的油轮特别是 VLCC 油轮均属于尚未被 OFAC 制裁，但均被 UANI 点名为涉及伊朗原油运输“影子船队”。由于被 OFAC 制裁后往往伴随“次级制裁”风险，即与被制裁清单交易的实体也存在被 OFAC 制裁的风险。以油轮为例，拆船厂若接收被制裁船舶的拆解也有被制裁风险，这意味着油轮将难以找到拆船厂交易，因此尚未被 OFAC 制裁的油轮将提前出清。

图 33：被 OFAC 制裁实体后往往伴随“次级制裁”风险



资料来源：君合律师事务所，长江证券研究所

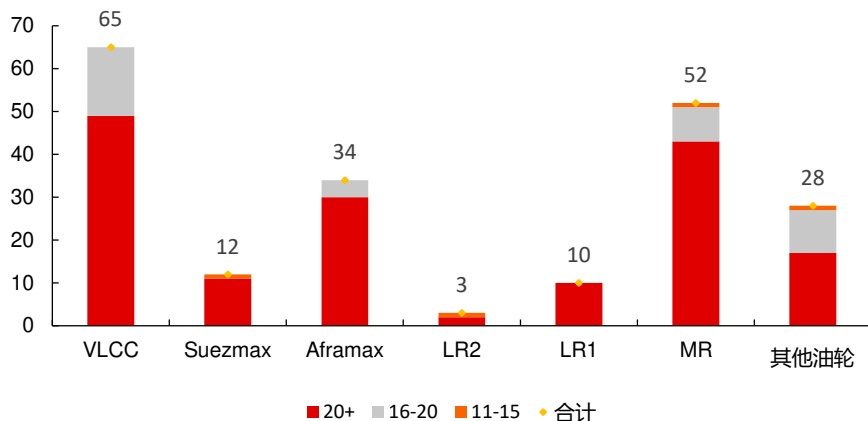
表 7：近期拆解船舶普遍为“UANI”指明为涉及伊朗油运输的“影子船队”

拆船船名	对应船型	吨位规模 DWT	建造年份	IMO 号	拆船日期	是否被 OFAC 制裁	是否被 UANI 指明 为影子船队
Equator	VLCC	300,349	1997	9116400	2025/2/14	否	否
Athina I	Aframax	96,001	1995	9071818	2025/2/6	否	否
Nolan	Suezmax	153,152	1998	9155808	2025/1/27	是	否
Artemis III	VLCC	300,361	1996	9102241	2025/1/15	否	是
Itaugua	VLCC	300,361	1997	9102277	2024/12/22	否	是
Enzo	Aframax	105,476	1999	9183300	2024/12/22	否	是
Amor	VLCC	298,552	2000	9182291	2024/12/21	否	是

资料来源：Clarksons，OFAC，UANI，长江证券研究所

2 月 6 日，特朗普政府首次对伊朗采取制裁措施，包括了三艘原油油轮（一艘 VLCC，两艘 Aframax）。这三艘船中有两艘此前已在 UANI 清单，这意味着如果特朗普持续加大对伊朗制裁，UANI 清单中的“影子船队”均有被制裁的可能。根据 UANI 数据显示，当前被指明涉及伊朗油运输的油轮尚有 203 艘尚未被 OFAC 制裁，且均以 20 年船龄以上老船为主。其中，VLCC 共 65 艘，20 年以上船龄 49 艘。参考当前黑市老船拆船活动加速，考虑到被制裁后拆船难度加大，这些尚未被制裁的影子船队或加速出清。

图 34：UANI 中尚未被 OFAC 制裁的船队规模较大（艘数）



资料来源：Clarksons，OFAC，UANI，长江证券研究所

“影子船队”加速出清，此前担忧的 2026 年 VLCC 新船交付难以形成供给压力。市场担心 2026 年开始 VLCC 新船将开始集中交付释放供给。考虑到尚未被 OFAC 制裁的油轮可能会在特朗普进一步加大对伊朗制裁前拆解，“影子船队”退出预计将加快。我们参考过去两个月 VLCC 的拆船速度对 VLCC 未来供给进行预测，预计 2025-2026 年 VLCC（年末值）船队规模增速从 0.2% 和 2.2% 下修至 -1.4%、-0.7%，难以形成有效供给压力。

表 8：2025-2026 年 VLCC（年末值）船队规模增速分别为-1.4%、0.7%

	2024	2025E	2026E
年初艘数	908	906	893
交付艘数	1	5	24
克拉克森拆船预测情景下			
拆船艘数	3	3	4
年末艘数		908	913
增速（%）		0.2%	2.2%
制裁收紧拆船加快情景下			
拆船艘数	3	18	18
年末艘数	906	893	899
年末增速（%）	-0.2%	-1.4%	0.7%

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

投资建议：LNG 业务夯实安全垫，外贸弹性向上

内贸及 LNG 船队扩张夯实业绩基本盘

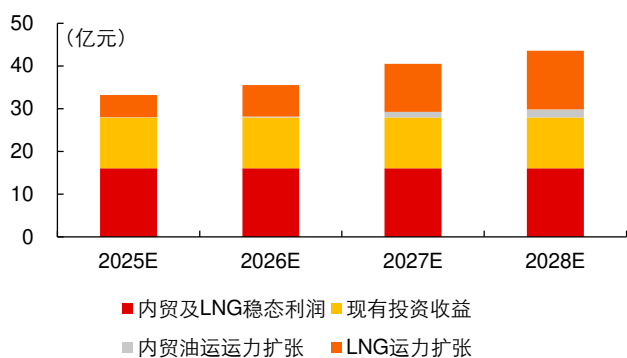
随着后续船队扩张，稳定内贸油运和高速发展的 LNG 运输业务将继续夯实公司业绩基本盘。由于内贸油运（牌照化）和 LNG 运输（项目制）的特征，业务营收和毛利随着船队的扩张稳步提升。未来 4 年（2025-2028），公司将陆续交付 8 艘内贸油轮和危化品船、38 艘 LNG 船，预计内贸及 LNG 业务利润将上涨 55%至 43.5 亿（含投资收益）。

表 9：公司 LNG 船队订单情况

所属平台	项目名称	艘数	交付时间	舱容(万 CBM)
上海 LNG	中石油国事项目	2	2025-2026	35
	中海油气电 LNG 运输项目	4	2025-2026	70
	卡塔尔能源公司 LNG 运输项目	5	2025-2027	87
	LNG 二号项目	3	待定	52
	中化石油 LNG 运输项目	2	2025-2026	35
	中石化 LNG 运输项目	3	2027-2028	53
	新奥 LNG 运输项目	3	2027-2028	52
	2 艘新建 LNG 船	2	2027	35
CLNG	卡塔尔能源公司 LNG 项目	14	2025-2028	263
合计		38		682

资料来源：公司公告，长江证券研究所

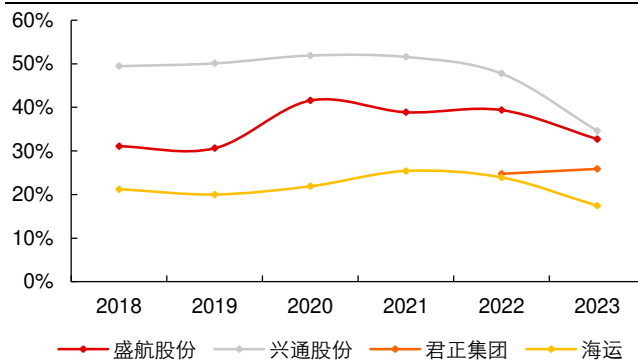
图 35：LNG 船队扩张提高业绩安全垫



资料来源：Clarksons，公司公告，长江证券研究所

注：内贸及 LNG 稳态利润为 2023 年数据估计而得、现有投资收益为 2023 年

图 36：化学品海运毛利率长期稳定且高于海运板块



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

能源化工品物流供应链整合，提升综合竞争力。公司将集团内部优质的能源化工品运输和物流资源注入上市公司平台。业务模式将逐步转变为油、气、化学品运输及仓储的多元化业务结构，有助于推动公司从能源运输向能源化工品物流供应链转型升级。

表 10：中远海运集团内部优质能源化工品运输和物流资产注入公司

资产名称	净资产账面值（万元）	评估值（万元）	收购比例	交易价格（万元）	PB
大连投资下属标的					
深圳龙鹏	35,176	39,619	70%	27,733	1.1
海南招港	12,041	17,560	87%	15,277	1.5
西中岛港口	1,125	0	15%	0	
“金桂源”轮及“牡丹源”轮	18,766	21,051	资产收购不涉及	21,051	1.1
上海中远海运下属标的					
中海化运	42,116	50,742	100%	50,742	1.2
香港化运	6,079	11,282	100%	11,282	1.9
交易价格合计	115,303			126,085	1.2

资料来源：公司公告，长江证券研究所（财务数据为 2023 年数据）

外贸油运弹性大，受益于景气周期

内贸以及 LNG 运输业务提供“安全垫”外，我们更想强调的是，在地缘政治波动下，特别是美国后续维持甚至加大制裁，将提振油运运输合规市场需求，同时拆船加速将消除供给焦虑，外贸油运周期景气上行。油轮船队具有显著的利润弹性，在行业上行周期内往往能够取得较好的利润表现，根据 VLCC-TCE 表现测算，实际 TCE 运价每上升 1 万美金/天，VLCC 年化利润增加约 9.89 亿。

表 11：外贸油运具有显著的经营弹性

市场板块	船型	每 1 万美元/天的 TCE 变化带来的边际收益（亿元）
原油运输	VLCC	9.89
	Suezmax	0.78
	Aframax	1.25
	Panamax	0.25
	Handysize	1.59
成品油运输	LR2	1.41
	LR1	3.05
	Handysize	1.53

资料来源：公司公告，长江证券研究所

行业景气上行期，重置成本提供估值支撑

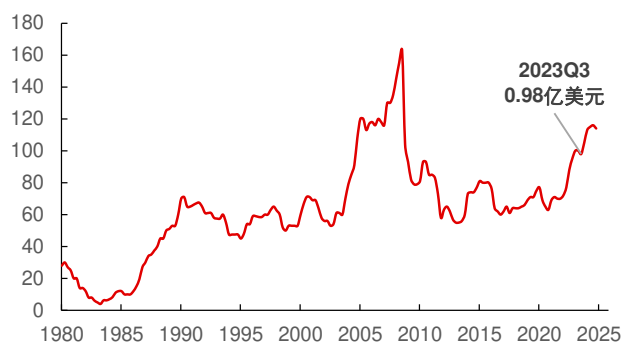
投资视角上，上行周期中重置成本法对航运公司的估值支撑作用强。2023 年 Q3，VLCC 头部船东 Frontline 以 23.5 亿美元收购 Euronav 的 24 条平均 5.3 年船龄的 VLCC，对应单船价格与当时 5 年船龄二手船价一致（0.98 亿美元），体现了产业看好行业的情绪浓厚。当前，由于行业周期确定性较高以及船台高度紧张，二手船价整体仍维持高位，并且新老船价差大幅收窄，基于二手船价的重置成本为公司价值提供坚实的估值支撑。

表 12: Frontline 以 23.5 亿美元收购 Euronav 的 24 条平均 5.3 年船龄的 VLCC

序号	船名	建造年份	船龄	序号	船名	建造年份	船龄
1	Clovis	2023	2	13	Ardèche	2017	8
2	Camus	2023	2	14	Heron	2017	8
3	Cassius	2023	2	15	Andaman	2016	9
4	Dickens	2021	4	16	Arafura	2016	9
5	Doris	2021	4	17	Aral	2016	9
6	Delos	2021	4	18	Anne	2016	9
7	Diodorus	2021	4	19	Alboran	2016	9
8	Dalis	2020	5	20	Alex	2016	9
9	Derius	2019	6	21	Drenec	2016	9
10	Hatteras	2017	8	22	Desirade	2016	9
11	Amundsen	2017	8	23	Dominica	2015	10
12	Aquitaine	2017	8	24	Alice	2016	9

资料来源: Frontline 公告, 长江证券研究所

图 37: 油轮二手船价格持续上涨 (亿美元)



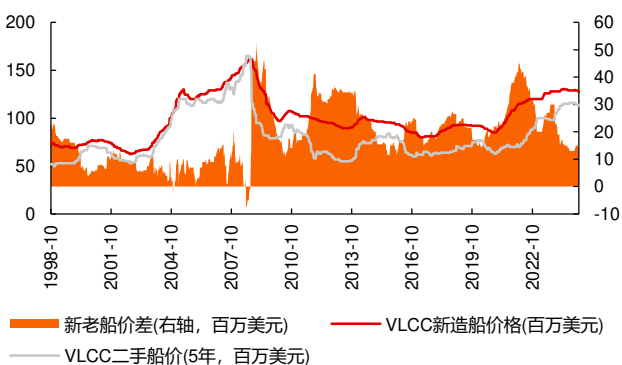
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 38: 中远海能船舶重置成本

中远海能	单位: 亿元
船舶资产重估价值	736.5
中报固定资产-船舶资产披露值	458.4
重估为净资产增厚	268.0
中报-净资产	343.1
重置后净资产	611.1

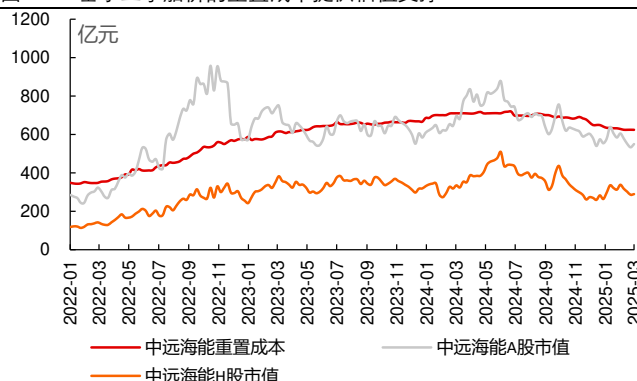
资料来源: Wind, Clarksons, 公司公告, 长江证券研究所 (数据截止 2025 年 3 月)

图 39: VLCC 新老船船价处于高位



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 40: 基于二手船价的重置成本提供估值支撑



资料来源: Clarksons, Wind, 长江证券研究所

风险提示

1、全球宏观经济出现较大幅下滑：由于航运业需求与全球宏观经济相关度较高，一旦全球宏观经济出现大幅下滑，将对航运业产生明显不利影响，历史看 2008-2009 年体现该特点。

2、美国对伊朗制裁不及预期：由于当前伊朗等受制裁国家通过“影子船队”出口原油实际上侵蚀了合规市场油运需求。如果后续美国对伊朗制裁不及预期，将持续对合规市场原油运输的需求侧造成不利影响。

3、老旧船舶淘汰不及预期：当前全球油轮船队，特别是 VLCC 船队中 20 年船龄以上老船较多，黑市贸易对老船运力的吸收减缓了老旧船舶的淘汰出清。如果后续黑市贸易得以维系，或者黑船能够回流到正规市场并得以继续运营，老旧船舶难以出清，随着新船运力逐步交付将导致供给压力增加。

4、新造船订单加快：当前油运供给受限逻辑之一是新造船价格高企、船台紧张以及替代燃料技术路线不明确导致的订单较少，如果后续订单加快，将导致未来油轮供给压力增加。

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) 内贸油运和 LNG 运输业务营收和毛利相对稳定，主要得益于船队规模的增长；2) 外贸油运具有强周期性，在地缘政治波动下，特别是美国后续维持甚至加大制裁，将提振油运合规市场需求，同时拆船加速将消除供给焦虑，外贸油运周期景气上行。基于上述假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 206.2 亿元、224.8 亿元和 236.3 亿元，增速分别为-6.7%、9.0%和 5.1%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 39.6 亿元、56.6 亿元和 65.3 亿元，同比增速分别为 18.2%、42.9%和 15.4%。

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我们的预期、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油运需求不及预期、外贸油运运价下行承压等，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 2024-2026 年公司营收分别为 206.2 亿元、217.3 亿元和 222.5 亿元，增速分别为-7.1%、5.7%和 2.5%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 39.6 亿元、51.0 亿元和 55.0 亿元，同比增速分别为 18.2%、28.8%和 7.9%。

表 13：公司收入和利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形				悲观情形			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	220.9	206.2	224.8	236.3	220.9	206.2	217.3	222.5
——YOY	18.40%	-6.6%	9.0%	5.1%	18.4%	-7.1%	5.7%	2.5%
归母净利润	33.5	39.6	56.6	65.3	33.5	39.6	51.0	55.0
——YOY	130.0%	18.2%	42.9%	15.4%	130.0%	18.2%	28.8%	7.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22091	20623	22482	23629	货币资金	5628	4003	6454	9930
营业成本	15476	14439	14439	14764	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6615	6184	8043	8866	应收账款	545	463	638	518
%营业收入	30%	30%	36%	38%	存货	1150	1071	1172	1111
营业税金及附加	137	104	127	126	预付账款	224	274	241	263
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1922	2056	2065	2292
销售费用	77	68	76	79	流动资产合计	9469	7867	10570	14113
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	10082	11282	12038	13016
管理费用	961	887	967	1016	投资性房地产	2	2	2	2
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	46672	48001	48606	49286
研发费用	15	20	19	22	无形资产	46	47	45	44
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	73	73	73	73
财务费用	1175	1109	1089	1029	递延所得税资产	36	36	36	36
%营业收入	5%	5%	5%	4%	其他非流动资产	5703	6711	8119	9326
加: 资产减值损失	-991	0	0	0	资产总计	72084	74019	79488	85897
信用减值损失	-219	0	0	0	短期贷款	2954	1954	1154	354
公允价值变动收益	12	0	0	0	应付款项	1708	1630	1686	1716
投资收益	1207	1134	1587	2172	预收账款	0	8	4	7
营业利润	4754	5233	7510	8884	应付职工薪酬	609	549	558	566
%营业收入	22%	25%	33%	38%	应交税费	346	264	320	319
营业外收支	-12	-9	-9	-9	其他流动负债	3110	2945	2945	3015
利润总额	4742	5224	7501	8875	流动负债合计	8726	7350	6668	5977
%营业收入	21%	25%	33%	38%	长期借款	22917	22917	22917	22917
所得税费用	1082	862	1350	1775	应付债券	0	0	0	0
净利润	3660	4362	6151	7100	递延所得税负债	1455	1455	1455	1455
归属于母公司所有者的净利润	3351	3960	5659	6532	其他非流动负债	1882	1882	1882	1882
少数股东损益	309	349	492	568	负债合计	34980	33603	32922	32231
EPS (元)	0.70	0.83	1.19	1.37	归属于母公司所有者权益	34392	37301	42960	49492
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	2712	3114	3606	4174
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	37103	40416	46567	53667
经营活动现金流净额	8822	7402	9111	9852	负债及股东权益	72084	74019	79488	85897
取得投资收益收回现金	690	1134	1587	2172	基本指标				
长期股权投资	-312	-1200	-756	-978		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-4757	-5740	-5559	-5670	每股收益	0.70	0.83	1.19	1.37
其他	-433	0	0	0	每股经营现金流	1.85	1.55	1.91	2.07
投资活动现金流净额	-4812	-5806	-4727	-4476	市盈率	17.43	13.63	9.53	8.26
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.70	1.45	1.26	1.09
股权融资	586	0	0	0	EV/EBITDA	9.65	9.04	7.06	6.10
银行贷款增加 (减少)	-291	-1000	-800	-800	总资产收益率	4.6%	5.3%	7.1%	7.6%
筹资成本	-2320	-2221	-1133	-1100	净资产收益率	9.7%	10.6%	13.2%	13.2%
其他	-652	0	0	0	净利率	15.2%	19.2%	25.2%	27.6%
筹资活动现金流净额	-2677	-3221	-1933	-1900	资产负债率	48.5%	45.4%	41.4%	37.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1333	-1625	2451	3476	总资产周转率	0.31	0.28	0.29	0.29

资料来源: 公司公告, 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 / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

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/或其附属机构（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。