



港股研究 | 公司深度 | 太平洋航运 (02343.HK)

太平洋航运：细水长流，共迈远途

报告要点

太平洋航运是一家深耕于小宗散货海运的公司，由于处于强周期的完全竞争市场，公司业绩随行业波动，当前行业底部，拐点将至，供给端温和增长，无明显扩张迹象，且老龄化加剧有效运力收紧，需求端提供向上弹性，西芒杜投产、美联储降息以及或有的俄乌战后重建等多重因素助力拉涨行业的运量与运距。在运价中枢有望抬升的情况下，太平洋航运凭借其业内领先的运力规模、经验老道的管理层与船管团队、稳健的多长约运营策略、审慎的资本开支纪律和持续高分红承诺，展现出显著的周期防御性，且未来有望随着行业景气上行而展现业绩弹性。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



魏爱晓

太平洋航运：细水长流，共迈远途

公司于行业，扁舟于大海

太平洋航运作为一家深耕小宗散货海运近 40 年的公司，具有卓越穿越周期能力。但观其处于的行业——干散货海运，经过多年的发展形成了稳定的完全竞争市场格局，集中度低，供需决定运价走势，公司是运价的接受者，其最主要的 KPI 指标 TCE（单船每日利润）与行业运价同频共振，这决定了对于公司的研究不可绕开的就是关注行业走势，公司于行业就如扁舟于大海，海之波涛与力量决定了扁舟航行的情况，当海阔天空时，扁舟才能更好地扬帆起航。因此，本文将先聚焦于分析干散货海运行业的供需格局和走势来为公司未来的发展大方向定下基调。

行业：千川汇海阔，风正好扬帆

干散货海运行业底部，拐点将至。需求端，首个中资主导的大型优质铁矿西非几内亚西芒杜投产将改变中国铁矿石进口格局，2028 年达产后年产能达 1.2 亿吨，相当于当前铁矿石海运量 7.5%。中性假设下，达产后累计拉动全球干散货海运需求 2.2%。此外，美联储降息以及潜在的乌克兰战后重建也将驱动干散货海运需求。综上，预计 2026-2027 年行业需求增速分别为 3.5%、3.8%。供给侧，干散货海运船队增长温和，行业并没有出现扩张迹象，且老龄化加剧对有效运力进一步收紧，预计 2026-2027 年运力增速分别为 3.4%、2.4%。

太平洋航运：细水长流，行稳致远

在行业浩瀚之洋中，太平洋航运是一叶穿越风雨而来的扁舟，我们认为在这个行业中能穿越周期而历久弥新的公司一定具备其“打铁还需自身硬”的特色与能力：**1) 量上**，公司自成立以来就从事于小型干散货海运业务，经过多年发展，目前是小宗散货海运细分板块的龙头公司，**其绝对优势的船队规模和优秀的船舶管理能力保证了多年具有竞争力的营运天数与船舶利用率，在量上为公司提供了保障**，大宗商品贸易商拓维集团、船管公司 Fleet Managment 背后 Banga 家族的持续增持彰显对公司信心，未来有望产生协同；**2) 价上**，对于运价的随行就市，交出亮眼的成绩单，**公司小灵便船型 TCE 连续 18 年跑赢市场运价，超灵便船型 TCE 更是从 2005 年引入以来从未跑输**。这也是公司能够在行业出清时存活下来的根本原因，究其原因主要分为两点：一是公司具备把握运价高点的能力（全球化布局+高运力规模灵活摆位），二是经营策略为多长期合约，以稳为矛。**3) 高度重视股东回报，上市至今保持着分红承诺不低于 50%**，过去四年平均分红率 64%，展现其作为周期股持续回馈股东的能力与决心，**股息带来绝对回报**。

投资建议：乘行业之风，启扬帆之航，推荐太平洋航运

因此，在这个行业拐点上行的背景下，太平洋航运凭借其业内领先的运力规模、经验老道的管理层与船管团队、稳健的多长约运营策略、审慎的资本开支纪律和持续高分红承诺，展现出显著的周期防御性，且未来有望随着行业景气上行而展现业绩弹性。2025 - 2027 年归母净利润预计分别为 0.73 亿、1.45 亿和 1.66 亿美元，对应当前股价的市盈率分别为 28、14 和 12 倍。公司当前市值与重置成本相当，**叠加长期的高分红承诺以及股息回报**，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、全球宏观经济出现较大幅下滑；
- 2、干散货船新造船订单大幅增加；
- 3、地缘政治出现大幅波动；
- 4、新型运输或燃料技术出现；
- 5、盈利假设不成立或不及预期。

公司基础数据

当前股价 (HKD) 3.07

注：股价为 2026 年 1 月 30 日收盘价

相关研究


 更多研报请访问
 长江研究小程序

目录

公司于行业，扁舟于大海.....	6
公司何为——深耕小宗散货航运市场.....	6
行业何为——完全竞争市场，运价供需定.....	7
小舟无法左右大海——业绩运价随行就市，行业 β 远大于公司 α	10
行业：千川汇海阔，风正好扬帆.....	12
供给端——增速温和有限.....	12
需求端——提供向上弹性.....	13
干散货海运——行业底部，拐点向上.....	15
公司：细水长流，行稳致远.....	16
领先的船队规模和优秀的船管能力——高额运营天数.....	16
以稳为矛，行稳致远——“长跑冠军”.....	19
分红长期高且稳——股息增强回报.....	23
乘行业之风，启扬帆之航，推荐太平洋航运.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1：公司发展历程，三十八年深耕小宗散货航运市场，经营底蕴丰厚.....	6
图 2：公司无实际控制人，当前最大股东为印度 Banga 家族（截至 2025 年半年报）.....	7
图 3：2025 年 H1 公司运输货种结构以非化石燃料商品小宗散货为主.....	7
图 4：公司主营业务为（小宗）散货海运业务.....	7
图 5：超灵便和灵便型船东规模排名（截至 2025 年 12 月）.....	7
图 6：干散货船运输根据货物量分成大宗散货和小宗散货.....	8
图 7：客户货量需求决定所选用的船型，不同船型所运货种有所重叠.....	8
图 8：小宗散货船和大宗散货船的区别和特性.....	8
图 9：干散货运产业链主要分为上游船舶设计船舶制造、中游干散货运公司以及下游干散货货主.....	9
图 10：干散货运细分船型运价高度联动.....	9
图 11：公司核心 KPI 指数为 TCE（按期租合约对等基准日均净收入）.....	10
图 12：由于商业模式，TCE 明显随行就市，带来业绩的随之波动.....	10
图 13：公司营业收入随行业运价波动.....	10
图 14：公司归属净利润随行业运价波动.....	10
图 15：行业运价受供需差所影响.....	11
图 16：公司股价随 BDI 同步变动.....	11
图 17：行业供需分析框架.....	12
图 18：干散货船队规模与增速.....	12
图 19：干散货船运力交付和拆解情况（百万 DWT）.....	12
图 20：未来订单交付情况（截至 2025 年 11 月）.....	13
图 21：2024 年中国铁矿石主要进口国及运距.....	13

图 22: 主要矿山中资持股占比情况 (2025 年 11 月)	13
图 23: 黑色金属产业链利润分配情况	14
图 24: 主要区域全球铁矿石成本曲线	14
图 25: 西芒杜投产后对干散货海运需求拉动测算	14
图 26: 美联储降息与 BDI 指数存在较高相关性	15
图 27: 乌克兰未来十年重建年均对全球大宗散货海运拉动情况测算	15
图 28: 行业需求测算	15
图 29: 行业供给测算	15
图 30: 未来干散货海运行业供需测算及情景假设	15
图 31: 小宗散货海运行业供需关系更为稳健	15
图 32: 公司分析框架	16
图 33: 公司船队规模常年市占率 5% 左右	17
图 34: 公司当前船队规模业内领先 (截至 2025 年 12 月)	17
图 35: 领先的船队规模和管理带来具有竞争力的营运天数和停租日	17
图 36: 公司船队利用率在业内多年领先	17
图 37: Banga 家族旗下的 Fleet Management 为世界第六大船管公司	18
图 38: 公司船队结构, 轻重资产结合运营	19
图 39: 公司船队以日本船为主 (截至 2025.6.30)	19
图 40: 2008 年来公司灵便型 TCE 平均跑赢市场 26%, 超灵便 19%	19
图 41: 公司采取多签远期合约的稳健策略	19
图 42: 近十年太平洋航运与同行 TCE 比较	20
图 43: 当行业景气度较差时, 公司的策略会带来更高的超额收益	20
图 44: 紧抓粮食和小宗散货的特性: 与全球经济相关, 布局全球	20
图 45: 船队规模给力+全球布局=能够把握机会灵活摆位	20
图 46: 同样关注小型船业务的金辉仍主要关注于区域内 (2024 年)	21
图 47: 公司业务量遍布全球 (截至 2025 年 H1)	21
图 48: 公司对单一客户的依赖度低 (2024 年)	21
图 49: 公司货种全覆盖 (2023 年)	21
图 50: 太平洋航运即期市场敞口更小, 抗风险能力更大	21
图 51: 太平洋航运与根科船务历史 TCE 超额表现比较	21
图 52: 公司每个季度披露的下一个季度已签长约比例	22
图 53: 干散货海运行业一般在二季度和四季度景气度较高	22
图 54: 太平洋航运在行业低谷期呈现较好防御能力	22
图 55: 各散运公司 ROE 水平	22
图 56: 分红长期高且稳定, 近五年除了特殊年份均 50% 以上	23
图 57: 公司分红率与行业比较	23
表 1: 行业晴雨表波罗的海干散货运价指数由不同船型运价耦合而成	9
表 2: 公司主要掌舵者人均从业经验 24 年以上, 经验老道, 引领公司行稳致远, 乘风破浪	18
表 3: 各散运公司股息率 (2026 年 1 月 26 日数据, 单位: %)	23
表 4: 太平洋航运二手船价对应重置成本测算	24
表 5: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 百万美元、%)	25

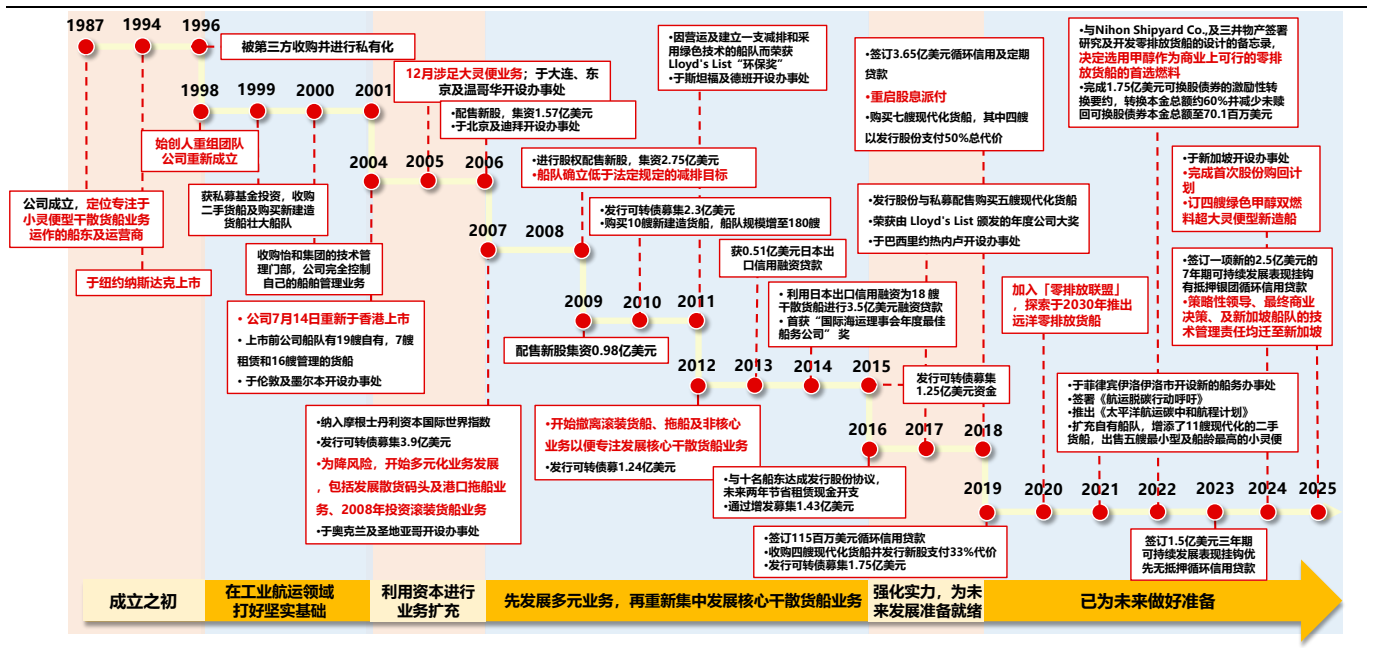
公司于行业，扁舟于大海

太平洋航运作为一家深耕小宗散货海运近 40 年的公司，具有卓越穿越周期能力。但观其所处行业——干散货海运行业，经过多年的发展呈完全竞争市场格局，行业供需决定运价走势，公司是运价的接受者，其最主要的 KPI 指标 TCE（单船每日利润）与行业运价同频共振，这决定了对于公司的研究不可绕开的是行业走势，公司于行业就宛如扁舟于大海，海阔天空之时，扁舟才能更好的扬帆起航。因此，我们将先聚焦于分析干散货海运行业的供需格局和走势来为公司未来的发展大方向定下基调。

公司何为——深耕小宗散货航运市场

公司深耕于小宗散货航运市场近 40 年，底蕴丰厚。太平洋航运于 1987 年于香港成立，为专注于灵便型及超灵便型干散货船的船东及营运商，虽然于 2007 年开始多元化业务发展，但于 2012 年撤离非核心业务，回归于主业和祖业，公司当前为行业龙头。

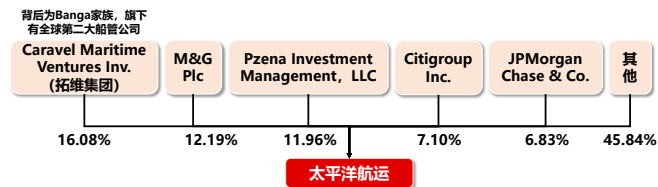
图 1：公司发展历程，三十八年深耕小宗散货航运市场，经营底蕴丰厚



资料来源：太平洋航运官网，公司年报，长江证券研究所

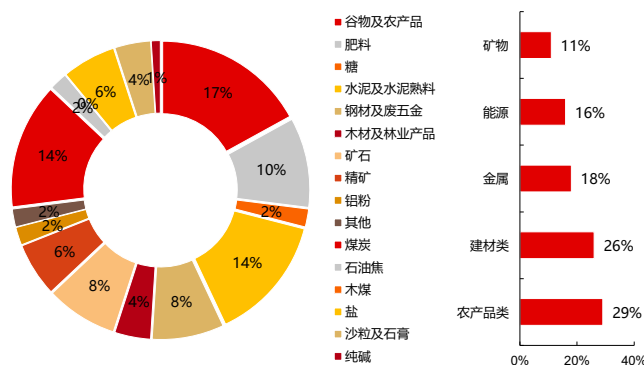
公司无实际控制人，股权结构较为分散，前五大股东合计持股 54.16%。印度 Banga 家族(同时控股全球第二大船舶管理公司 Fleet Management Ltd.)控制的 Caravel 拓维集团从 2025 年起开始陆续增持公司股份并迅速成为最大单一股东，截至 2025 年上半年持股占比 16.08%。而至最新 2026 年 1 月 23 日，拓维集团已持续增持至 20.06%。

图 2：公司无实际控制人，当前最大股东为印度 Banga 家族（截至 2025 年半年报）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

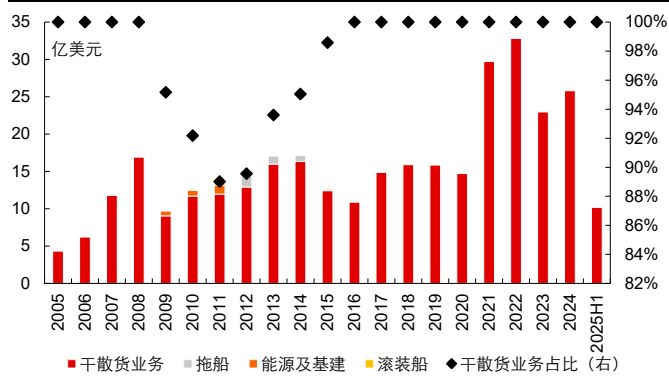
图 3：2025 年 H1 公司运输货种结构以非化石燃料商品小宗散货为主



资料来源：公司公告，长江证券研究所

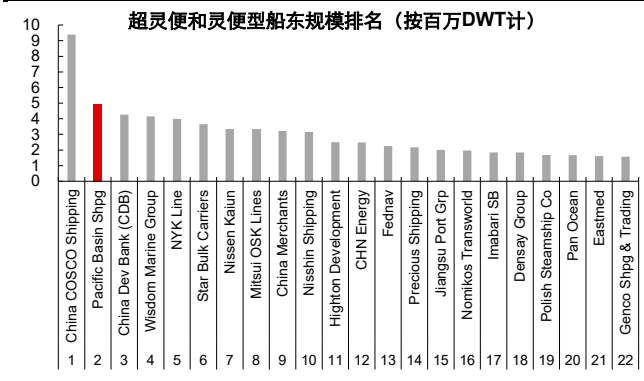
从公司主营看，太平洋航运运营着全球最大的灵便型和超灵便型干散货船船队之一，截至 2025 年 12 月，在该细分市场中自有船队全球排名第二，运力规模为 493.1 万 DWT，也是该细分市场中最大上市公司；主要运输货种是非化石燃料商品小宗散货，2025 年 H1，公司最主要的运输货种为以谷物为主的农产品类，第二位为水泥为主的建材类货物。

图 4：公司主营业务为（小宗）散货海运业务



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：超灵便和灵便型船东规模排名（截至 2025 年 12 月）

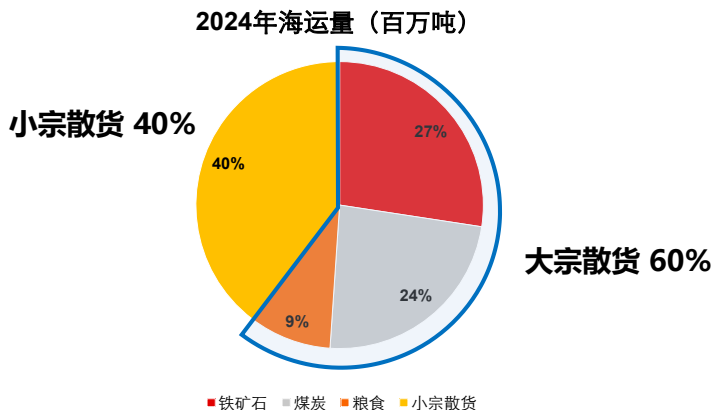


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

行业何为——完全竞争市场，运价供需定

干散货海运是“一艘船舶，一种货物”的以不定期船方式运输的行业，其商业模式为市场经纪人撮合签订租船合同，格局为完全竞争市场，CR10 仅为 15.5%，单个船东议价能力弱。行业内部根据货量可分为，大宗散货（三大货种：铁矿石、煤炭、粮食，其海运量之比约为 3:2:1）和小宗散货（占比约干散运量的四成，货种更广更杂，如肥料、石油焦、白糖、盐、磷矿、木材等）。小宗散货的海洋运输正是太平洋航运专注的板块。

图 6: 干散货船运输根据货物量分成大宗散货和小宗散货



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

由于干散货多为工业原材料, 钢铁行业相关占比最高, 它们本身价值较低, 承受运价的能力弱, 只能通过整船运输来获取规模经济, 降低运输成本, 即“一艘船舶, 一种货物”, 类似出租车商业模式, 市场经纪人撮合签订租船合同。从船型看, 从大到小分为好望角型、巴拿马型、超灵便和灵便型。前两者主要负责远洋运输大宗散货, 后者则主要运输小宗散货。但实际运输中, 不同船型所运货种会有所重叠, 导致运价联动, 走势一致。

图 7: 客户货量需求决定所选用的船型, 不同船型所运货种有所重叠



资料来源: 长江证券研究所

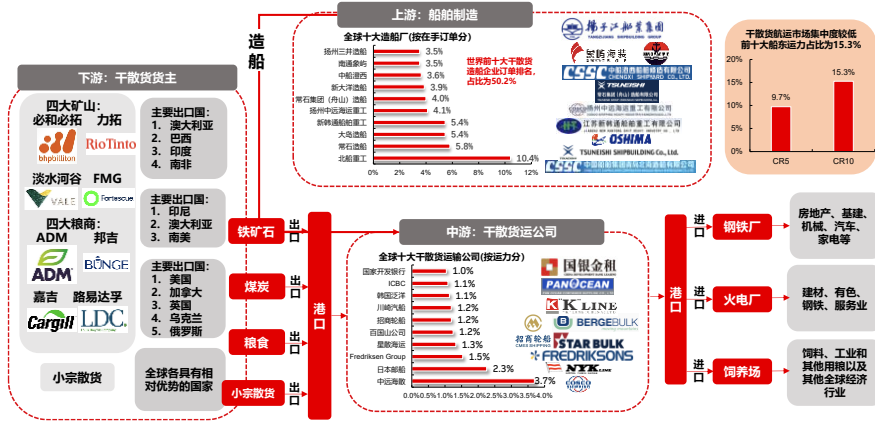
图 8: 小宗散货船和大宗散货船的区别和特性

主要干散货船型	吨位	占全球干散货运力	灵活性	主要运输货种	可适应的港口	客户数量	货物种类	三角贸易范围
灵便型 Handysize 1-4万DWT		12%	灵活性较高	钢材、化肥、水泥、糖类、煤炭、谷物等小宗散货	多	多	多	大
大/超灵便型 Handymax/Supramax 4-7万DWT		23%	灵活性较高	煤炭、铝土矿、铁矿石、谷物等小宗散货	多	多	多	大
巴拿马型 Panamax 7-10万DWT		25%	灵活性较低	煤炭和谷物	少	少	少	小
好望角型 Capesize 10-20万DWT		40%	灵活性最低	铁矿石、煤炭 航线相对单一	少	少	少	小

资料来源: Wind, 太平洋航运, 长江证券研究所

行业集中度低，船东提供几乎同质服务，通过经纪人撮合在市场上签订租船合同，船东议价能力弱。上游前十大造船厂集中度超 50%，下游货主，铁矿石主要出口国为澳洲、巴西、印度和南非，煤炭主要出口国为印尼、澳洲和南美，粮食主要出口国为美国加拿大乌克兰，小宗散货的货主则更为分散和多元，因此船东需要一定的运力规模才能更好的在全球市场上进行船舶摆位，更为灵活地抓取运价高点。散运行业前十大船东运力占比仅为 15.3%，呈完全竞争市场格局，运价由供需左右，无关成本。

图 9：干散货运产业链主要分为上游船舶设计船舶制造、中游干散货运公司以及下游干散货货主



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

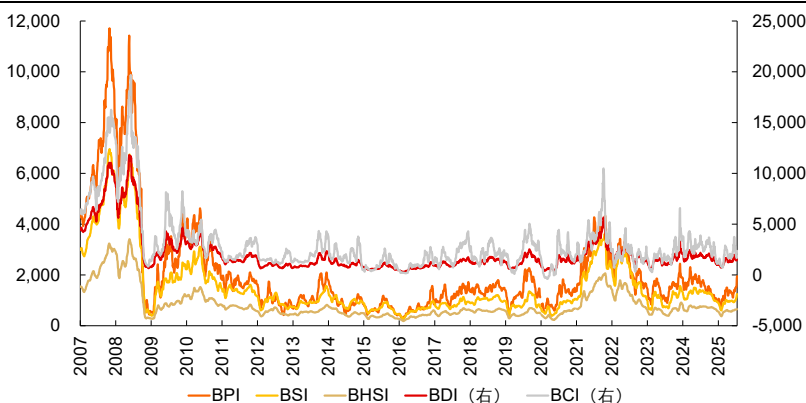
行业最主要的运价指数为波罗的海干散货运价指数 BDI，由前三大船型的运价耦合而成，为行业晴雨表，而由于不同船型所运货种有所重叠，几个船型的细分运价高度联动。

表 1：行业晴雨表波罗的海干散货运价指数由不同船型运价耦合而成

指数	构成
BDI	$(0.4 \times C5TC + 0.3 \times P5TC + 0.3 \times S11TC) \times 0.1$
BCI	基于 11 条好望角型船航线当日费率加权
BPI	基于 4 条巴拿马型船航线当日费率加权
BSI	基于大灵便型船航线当日费率加权
BHSI	基于小灵便型船航线当日费率加权

资料来源：Wind，波罗的海交易所，长江证券研究所

图 10：干散货运细分船型运价高度联动

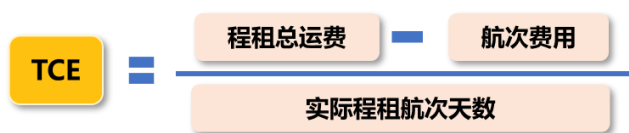


资料来源：Wind，长江证券研究所

小舟无法左右大海——业绩运价随行就市，行业 β 远大于公司 α

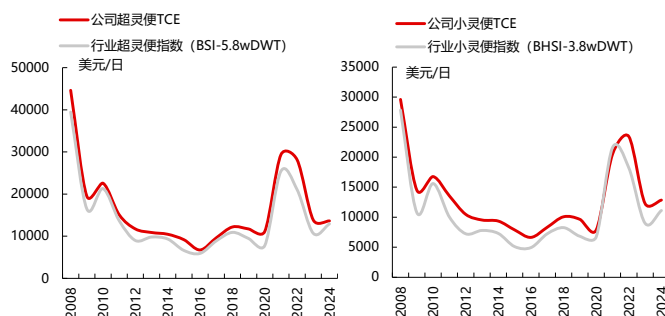
在这个行业盈利模式下，公司业绩与运价密切相关，走势一致。作为聚焦于行业内部的中小型船型船东，太平洋航运最主要的 KPI 指标为 TCE（单船每日利润指标，由公司运费减航次成本除以营运天数计算得到）与行业运价同频共振，这决定了对公司的研究离不开关注行业走势，公司于行业如扁舟于大海，海之波涛与力量决定了扁舟航行的情况，当海阔天空时，扁舟才能更好的扬帆起航。因此第二章先讨论行业走势。

图 11：公司核心 KPI 指数为 TCE（按期租合约对等基准日均净收入）



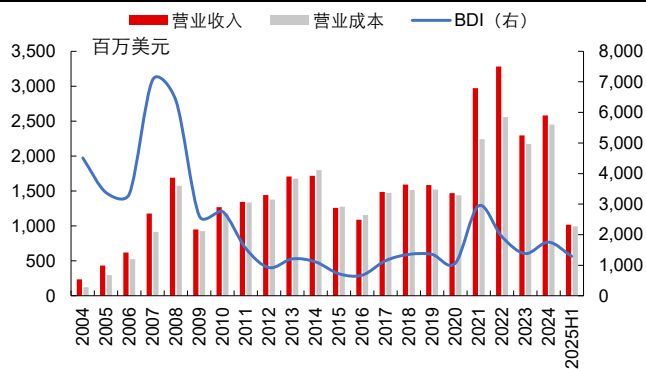
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 12：由于商业模式，TCE 明显随行就市，带来业绩的随之波动



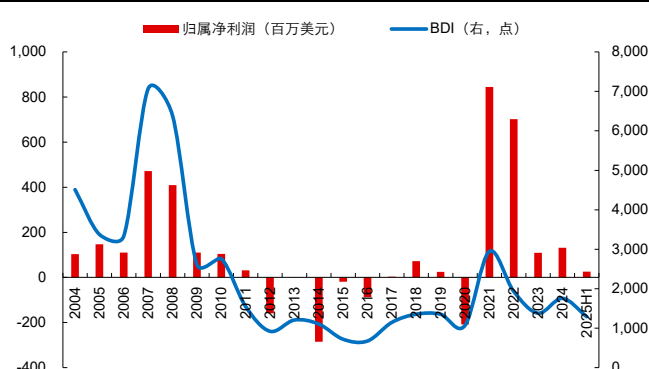
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 13：公司营业收入随行业运价波动



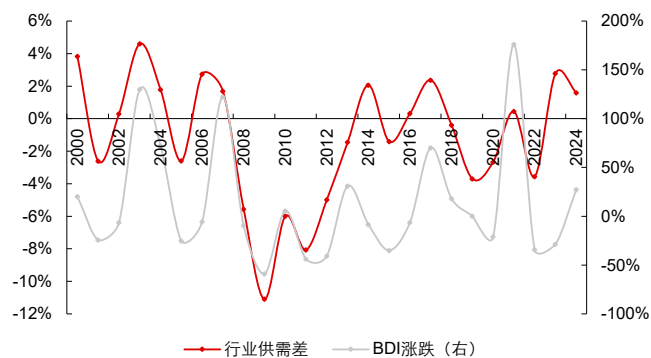
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 14：公司归属净利润随行业运价波动



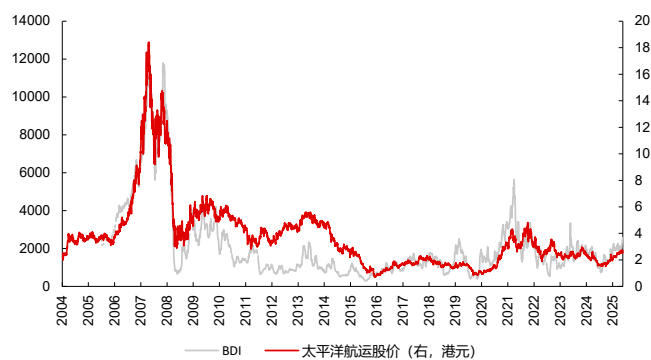
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 15: 行业运价受供需差所影响



资料来源: Wind, Clarksons, 长江证券研究所

图 16: 公司股价随 BDI 同步变动

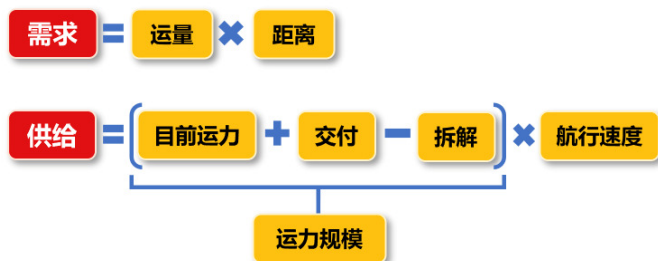


资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业：千川汇海阔，风正好扬帆

干散货海运行业底部，拐点将至：1) 供给端增速温和有限，且老龄化加剧对有效运力进一步收紧；2) 需求端提供向上弹性：西芒杜铁矿投产、美联储降息、俄乌战后重建等多重因素助力拉涨行业的运量与运距。两者的共同作用为行业未来谱写出较为确定的运价中枢上行区间。我们认为，干散货海运行业即将步入其上行周期。

图 17：行业供需分析框架



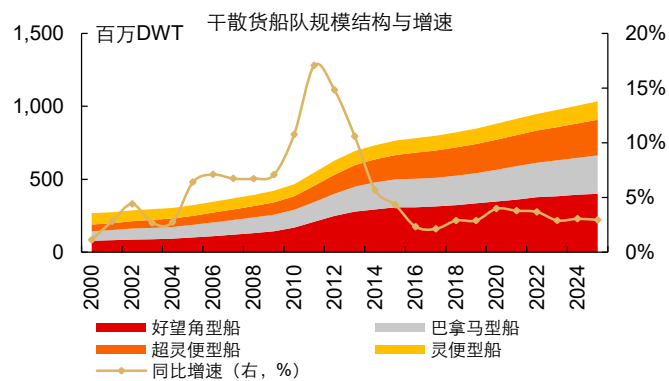
资料来源：长江证券研究所

供给端——增速温和有限

供给端，干散货海运运力供给增长温和，且老龄化加剧对有效运力进一步收紧。干散货船交付同比下降，供给过剩不断调整，整体规模温和增长。截至 2025 年 11 月，全球干散货船队规模为 10.6 亿 DWT，同比增长 2.9%。

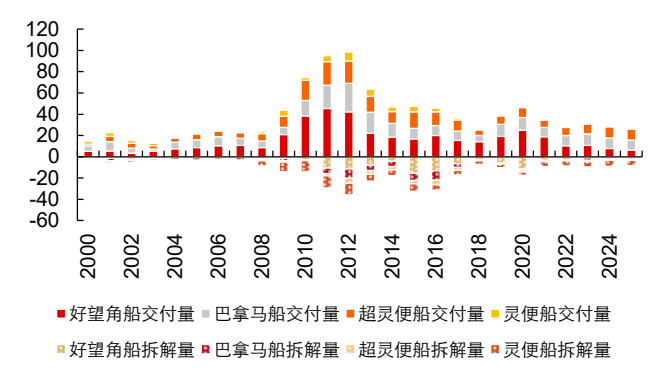
截至 2025 年 11 月，干散货船在手订单量为 1.2 亿 DWT，占运力的 10.9%，处于历史较低位。其中，海峡型、巴拿马型、超灵便型、灵便型在手订单占运力比分别为 9.3%、14.1%、11.2% 和 8.9%。今年以来，干散货船东新签订单大幅减少，供给并未出现明显扩张迹象。此外，干散货船老龄化程度加剧，当前 20 岁以上船舶规模占比为 10.6%，25 岁以上船舶规模占比 3.4%，未来三年将有 7.1% 的运力陆续超过 20 岁船龄。同时，上一轮造船高峰期交付的运力即将面临大规模特别检查，有效运力进一步收紧。

图 18：干散货船队规模与增速



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 19：干散货船运力交付和拆解情况 (百万 DWT)



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 20: 未来订单交付情况 (截至 2025 年 11 月)

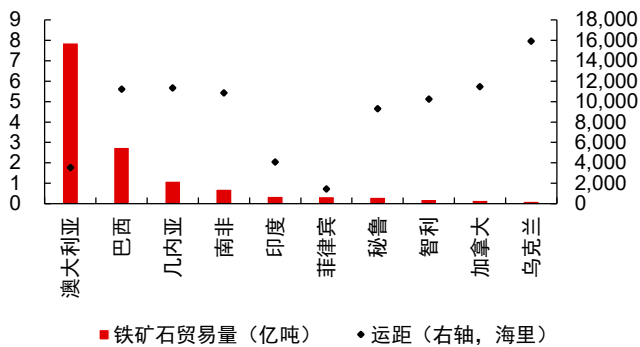


资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

需求端——提供向上弹性

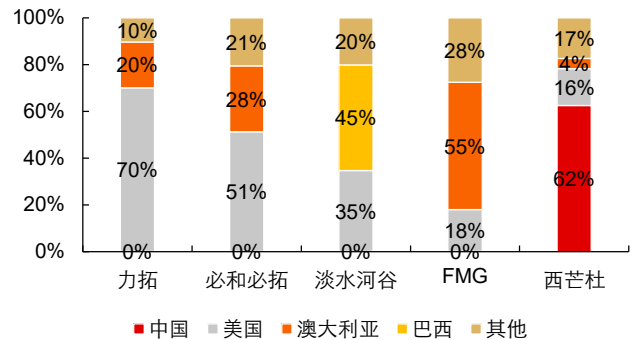
从资本出海角度, 西芒杜投产将深度改变全球铁矿石贸易格局。西芒杜是首个由中资主导的大型矿山项目, 且其相较于当前中国铁矿石进口格局, 最大的特征是“舍近求远”。过去, 四大矿山垄断优质铁矿石资源, 全球铁矿石储量主要集中在澳大利亚、巴西、俄罗斯等国家, 我国铁矿石对外依存度高, 长期缺乏话语权, 导致黑色金属产业链利润长期被上游占据。2025 年底, 首个由国内资金主导的超大型矿山西芒杜项目正式投产, 将深度改变我国铁矿石贸易格局。

图 21: 2024 年中国铁矿石主要进口国及运距



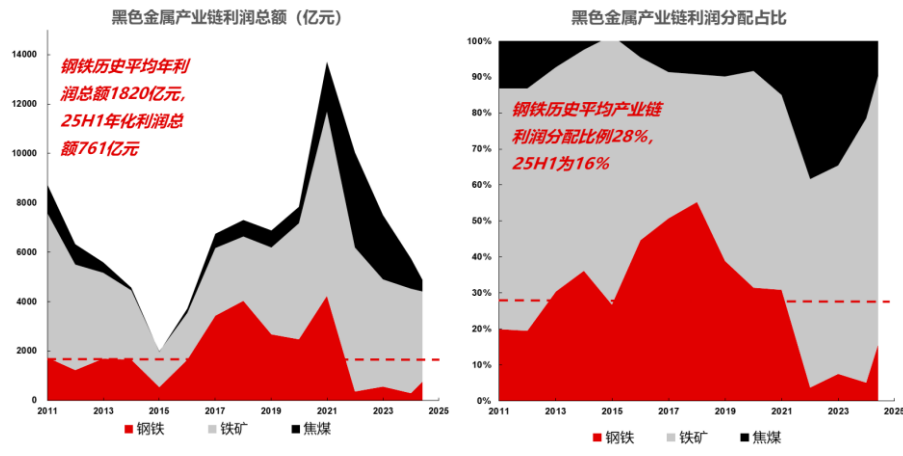
资料来源: Clarksons, Bloomberg, 长江证券研究所

图 22: 主要矿山中资持股占比情况 (2025 年 11 月)



资料来源: Bloomberg, Rito, 长江证券研究所

图 23：黑色金属产业链利润分配情况

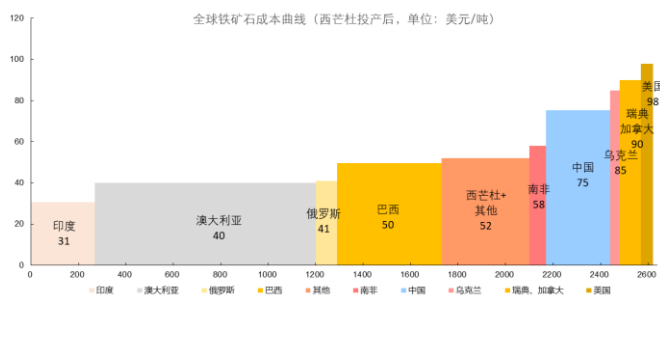


资料来源：Wind，长江金属团队，长江证券研究所

从产能节奏看，西芒杜项目 2025 年末正式投产，2026 年开始产能爬坡，预计于 2028 年实现 1.2 亿吨年产能，相当于 2024 年铁矿石海运量的 7.5%。

从贸易格局看，西芒杜铁矿的长航线运距对干散货海运周转量需求拉动明显。考虑到中资深度参与，投产后将以进口中国为主，将通过两条路径改变中国铁矿石进口格局：1) 经济性角度出发，西芒杜投产有望使全球铁矿石成本曲线整体右移，因此高成本的非主流矿不再具备经济性而被替代；2) 从澳洲敞口角度出发，西芒杜部分产能可能替代澳洲进口矿以减少澳洲敞口。中性情形下西芒杜达产将会对干散货海运周转量需求带来 2.2% 的拉动。

图 24：主要区域全球铁矿石成本曲线



资料来源：《Western Australia Iron Ore Profile》Government of Western Australia 2025-05，长江证券研究所

图 25：西芒杜投产后对于干散货海运需求拉动测算

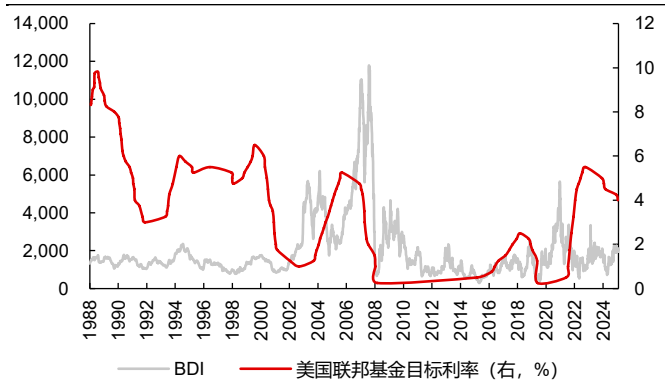
情形分析	主要假设	对铁矿石海运需求拉动	对于干散货海运需求拉动
悲观	乌克兰、加拿大、印度等铁矿石被替代，剩余部分替代澳洲	6.7%	1.9%
中性	乌克兰、加拿大、印度等铁矿石被替代，剩余部分 1:1 替代澳洲和国产矿	7.7%	2.2%
乐观	乌克兰、加拿大、印度等铁矿石被替代，剩余部分替代国产高成本矿	8.7%	2.5%

资料来源：Clarksons，Netpas，长江证券研究所

除此之外，美联储降息以及潜在的乌克兰战后重建等基建项目也将驱动干散货海运需求：

1) 美联储降息将改善全球流动性和活跃大宗商品贸易，利好大宗散货贸易。在 1980 年代末以来的四次中的三次主要降息周期后，散运价指数均在随后一至两年内伴随全球经济复苏出现反弹；2) 乌克兰战后重建是潜在需求向上期权。根据联合国评估，未来十年乌克兰预计投入约 5236 亿美元用于战后重建，其中约 60% 以上资金将投向基础设施建设。基础设施建设对上游大宗商品需求拉动明显，基础情形下，乌克兰重建预计每年给全球干散货海运行业带来 1.3% 的额外周转量需求。而我国的雅下水电建设也将带来年均需求量拉动 0.4%。

图 26: 美联储降息与 BDI 指数存在较高相关性



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 乌克兰未来十年重建年均对全球大宗散货海运拉动情况测算

指标	对应值
总战后资金需求 (亿美元)	5,236.0
其中: 重建资金需求 (亿美元)	3,232.6
建筑承包商毛利率 (%)	15.0%
总重建成本 (亿美元)	2,747.7
原材料成本占比 (亿美元)	1,236.5
总干散货需求 (亿吨)	15.6
总干散货吨海里需求 (十亿吨海里)	8,720.0
年均干散货吨海里需求 (十亿吨海里, 10年平均)	872.0
年均对全球大宗散货拉动 (%)	
资金实际到位25%	0.7%
资金实际到位50%	1.3%
资金实际到位25%	2.0%

资料来源: 乌克兰重建评估小组第四次评估结果 (世界银行), 长江证券研究所

干散货海运——行业底部, 拐点向上

基于以上分析, 我们给出对干散货海运 2025-2027 年的判断, 供给温和增长, 西芒杜投产、美联储降息以及潜在乌克兰重建等驱动需求增长, 行业逐步迎来供需拐点。

图 28: 行业需求测算

行业需求	2025E	2026E	2027E
行业基础需求	1.4%	1.0%	1.0%
发生之后对行业需求拉涨			
因素一: 西芒杜铁矿投产		0.6%	1.5%
因素二: 美联储降息		0.5%	1.1%
因素三: 俄乌冲突战后重建		1.3%	1.3%
因素四: 雅下水电		0.4%	0.4%
综合以上因素的需求增速	2025E	2026E	2027E
悲观 (因素几乎不落地)	1.4%	2.1%	2.7%
中性 (因素部分发生)	1.4%	3.4%	4.6%
乐观 (因素均落地利好行业)	1.4%	3.9%	5.3%

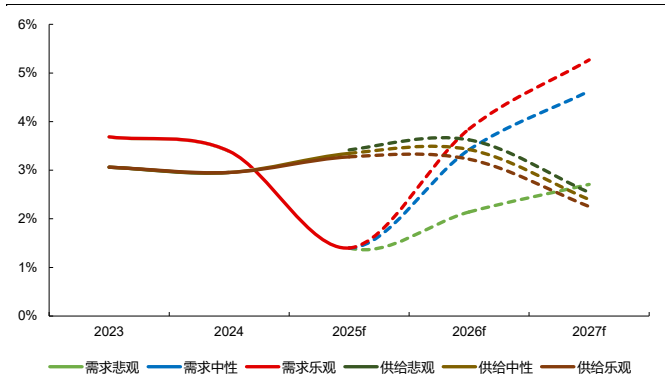
资料来源: Clarksons, 世界银行, 长江证券研究所

图 29: 行业供给测算

行业情况	2026E	2027E	
当前干散货船平均拆船年龄	29.3 年		
当前老老龄船 (30岁以上) 规模	11.41 百万DWT		
考虑到有效运力压降问题	2026E	2027E	
有效供给减少量	-0.07%	-0.13%	
行业供给测算	2025E	2026E	2027E
悲观 (当前订单未来交付率100%)	3.4%	3.6%	2.5%
中性 (当前订单未来交付率95%)	3.3%	3.4%	2.4%
乐观 (当前订单未来交付率90%)	3.3%	3.2%	2.3%

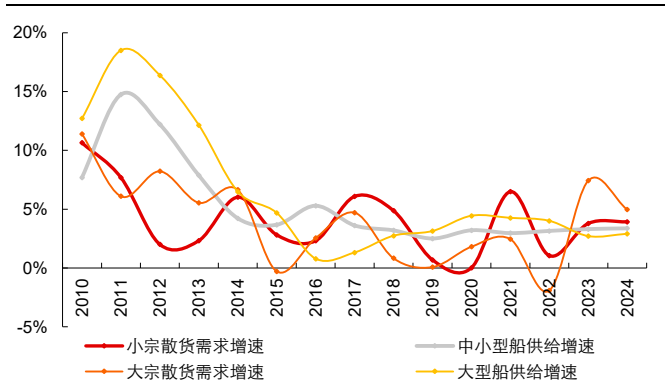
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 30: 未来干散货海运行业供需测算及情景假设



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 31: 小宗散货海运行业供需关系更为稳健



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

公司：细水长流，行稳致远

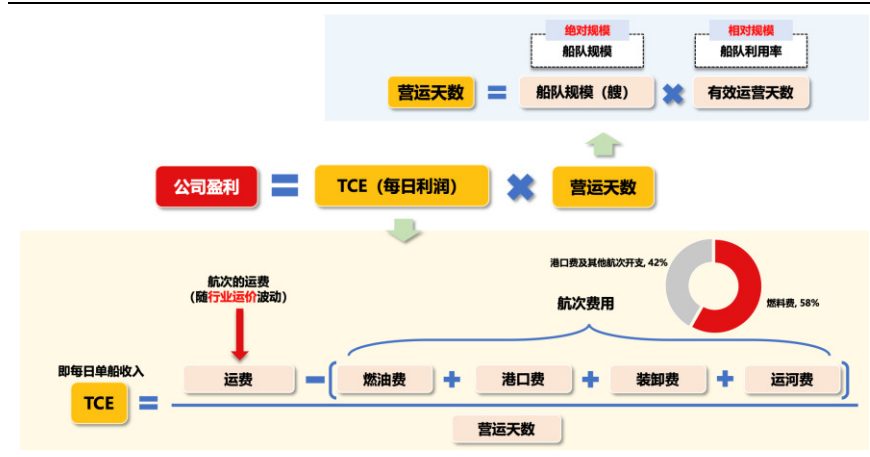
在行业的浩瀚之洋中，太平洋航运是一叶穿越风雨而来的扁舟，我们认为在这个行业中能穿越周期而历久弥新的公司一定具备其“打铁还需自身硬”的特色与能力：

1) **量上**，公司自成立以来就从事于小型干散货海运业务，经过多年发展，目前是小宗散货海运细分板块的龙头公司，**其绝对优势的船队规模和优秀的船舶管理能力保证多年具有竞争力的营运天数与船舶利用率**，在量上为公司提供了保障；

2) **价上**，对于运价的随行就市，交出亮眼的成绩单，**公司小灵便船型 TCE 连续 18 年跑赢市场运价，超灵便船型 TCE 更是从 2005 年引入以来从未跑输**。这也是公司能够在行业出清时存活下来的根本原因，究其原因主要分为两点：一是公司具备把握运价高点的能力（全球化布局+高运力规模灵活摆位），二是经营策略为多长期合约，以稳为矛。

3) **高度重视股东回报**，上市至今保持着分红承诺不低于 50%，过去四年平均分红率 64%，展现其作为周期股持续回馈股东的能力与决心，**股息带来绝对回报**。

图 32：公司分析框架



资料来源：太平洋航运，长江证券研究所

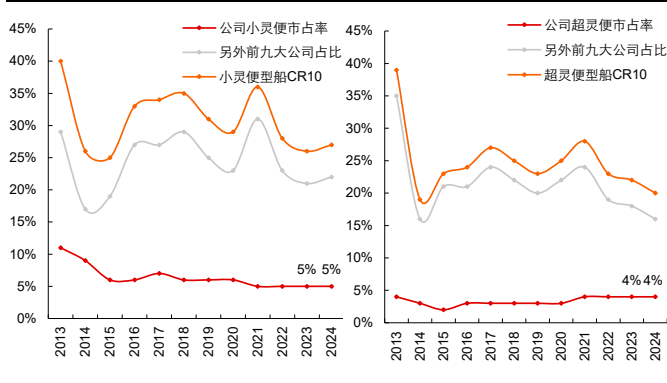
从分析框架看，太平洋航运的盈利可以拆分为 TCE（单船每日利润）乘以营运天数（公司船队每年总营运天数），即若能获取到更高 TCE、提供更多的营运天数，公司就能在行业中抓取到更高的利润。

领先的船队规模和优秀的船管能力——高额运营天数

太平洋航运领先的船队规模和优秀的船管能力保证了多年具有竞争力的营运天数与船舶利用率，在量上为公司提供了保障。从公司分析框架图可以看到，有效运营天数越高，船队规模越大，其乘出来的营运天数作为公司盈利的乘子就越大。

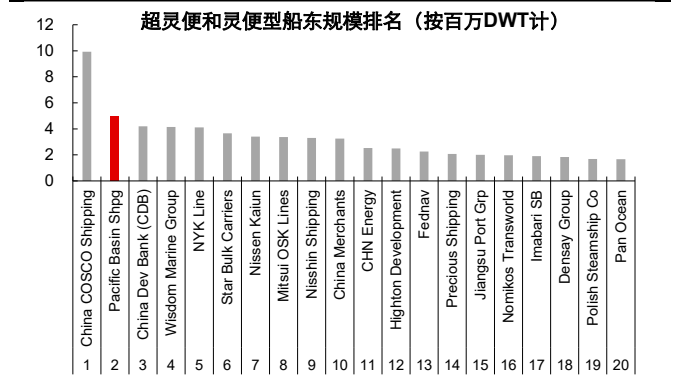
1) **规模上，船队规模庞大且规格统一，轻重资产结合运营**。太平洋航运目前是小宗散货海运行业的龙头公司，其船队规模在该细分板块（超灵便和灵便型船船东）中排名第二，截至 2025 年上半年，公司自有超灵便型船 49 艘，灵便型船 58 艘，自有船总计规模 490.7 万 DWT，长租超灵便 3 艘，灵便 12 艘，短租超灵便 92 艘，灵便 51 艘。其中自有和长租船用于公司核心运输业务，而短租船（租期一年以内）作为补充支持运营。

图 33: 公司船队规模常年市占率 5%左右



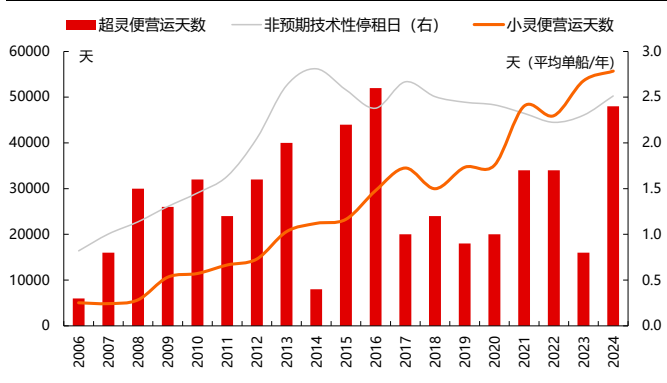
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 34: 公司当前船队规模业内领先 (截至 2025 年 12 月)



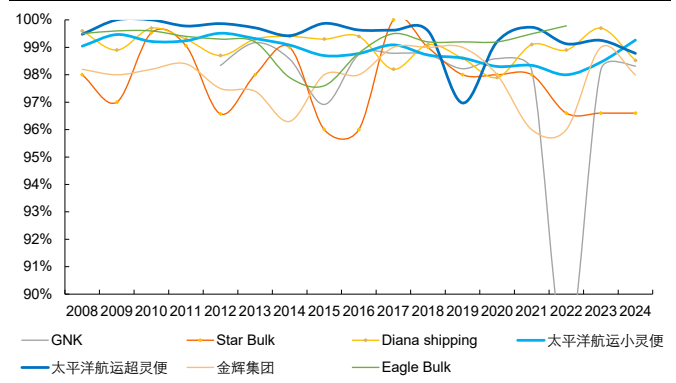
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 35: 领先的船队规模和管理带来具有竞争力的营运天数和停租日



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 36: 公司船队利用率在业内多年领先



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

2) 船舶管理上, 公司拥有船管基因、管理团队经验丰富, 世界第六大船管公司背后股东拓维集团不断增持彰显对其信心, 且后续有望加强协同。

从基因看, 早在重新成立后的两年 2000 年, 公司就收购了怡和集团旗下的技术管理部门为内部专业负责船管的部门, 几十年来一直使用的准则依循业界高标准, 并获多个海上安全及优质服务的奖项。船管即船舶管理, 主要负责对船舶进行专业化、系统化的运营管理, 包括技术、船员、安全管理, 保障着公司的健康、安全以及成本控制, 以提供优质及可靠的服务, 公司船舶非预期技术性停租日过去 20 年均值为 1.6 日单船每年。

从团队看, 经验丰富, 公司领导团队由高管及行业专业人士组成, 人均从业年限超 20 年, 范围涵盖市场分析、租赁、营运货船、技术管理、购置船舶、船舶修造、货船融资等领域, 公司船队利用率 (营运日数/可用日数) 在业内多年领先, 超灵便船队利用率过去 17 年均值为 99.41%, 灵便型船队利用率均值为 98.89%。

表 2: 公司主要掌舵者人均从业经验 24 年以上, 经验老道, 引领公司行稳致远, 乘风破浪

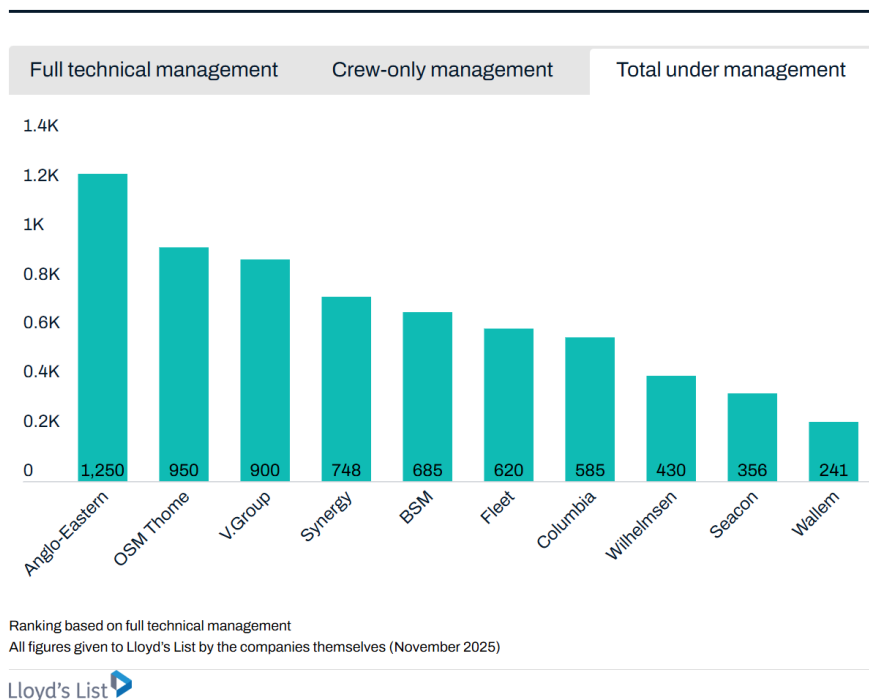
执行董事/总裁	任职	背景	毕业学校
Christopher Buttery	1994	公司创始人, 有超过 30 年航运界经验	牛津大学
Paul Over	1998	公司创始人之一, 有超过 25 年航运界经验	
Mark Harris	2000	拥有超 15 年亚洲工作经验, 原为财务总监, 后任总裁	诺丁汉大学
Richard Hext	2005	从事航运业务 30 余年, 亦曾担任太古集团高管、全球最大船舶管理集团 V Ships 海事服务行政总裁等	牛津大学
唐宝麟	2008	太古集团、国泰航空、中国国航高管或董事	剑桥大学
Klaus Nyborg	2009	在马士基集团内部从事海运事业 12 年, 担任高管, 后加入 TORM 4 年	Copenhagen Business School
Mats Berglund	2012	在 Stena 集团 19 年, 在多个航运业务部门担任领导和管理职位, 6 年在 Overseas Shipholding Group 原油运输部门担任副总裁, 于 2021 年退休并于 2024 年重返董事会	哥德堡大学商学院
Chanakya Kocherla	2012	公司收购怡和集团船舶管理部门的时候加入, 超 30 年运营经验	印度海事工程主管训练学校
Martin Fruergaard	2021	之前在马士基集团任职 26 年, 先后在马士基油轮、干散公司从事过船舶运输业务以及高管	国际管理学院及哈佛商学院
Stanley Hutter Ryan	2023	2015 年担任鹰散总裁, 还曾于 Cargill, Inc. 服务 25 年, 对于北美、欧洲、非洲的农产品供应链业务非常熟悉	芝加哥大学

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

从股权改变看, 2025 年开始陆续增持公司股份的当前单一最大股东拓维集团展现了对太平洋航运的管理团队、业务未来发展能力的信心, 并表示作为战略股东会提供助力, 期待进行建设性合作。其背后的印度 Banga 家族为拓维集团 (一家总部位于香港的航运与大宗商品集团) 股东, 家族核心产业之一的 Fleet Management, 为全球第六大船舶管理公司 (据劳氏日报), 且其管理的船队中干散货船占比最高。Banga 家族的加入将未来有望为太平洋航运带来散运业务和船管业务的协同。

图 37: Banga 家族旗下的 Fleet Management 为世界第六大船管公司

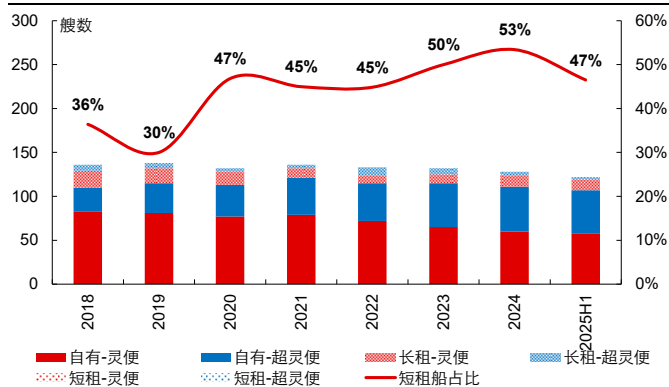
Top 10 shipmanagers 2025



资料来源: 劳氏日报, 长江证券研究所

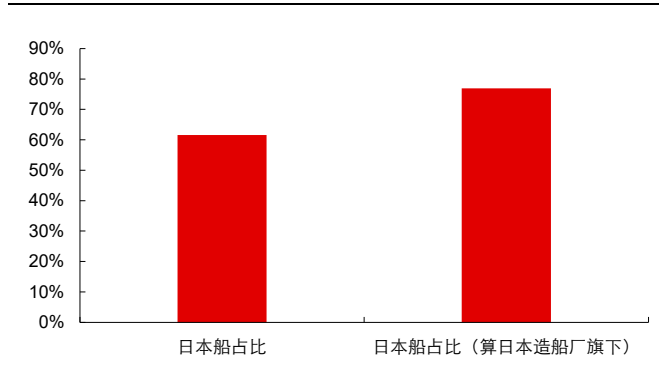
3) 公司在船舶投资上秉持审慎的资本开支纪律。2014 年行业进入下行周期以来，公司主动暂停船队扩张计划，停止购置新造船，转而聚焦于高质量且保值的日本二手船收购策略，不仅有效控制了资本支出，亦保障了船队的高可靠性与强资产保值能力。近年来，全球航运业加速低碳化转型。国际海事组织（IMO）的 EEXI（现有船舶能效指数）和 CII（碳强度指标）法规已于 2024 年 1 月正式实施（并将于 2027 年起进一步收紧），叠加 欧盟排放交易体系（EU ETS）同步落地，2050 年实现航运业净零排放的目标推动业内使用全新的低排放船替代现有传统燃料货船，经过与日本合作伙伴 Nihon Shipyard Co.及三井物产长达两年半多的研究合作，公司于 2024 年 11 月审慎重启新造船计划，首次自 2014 年以来下单建造四艘甲醇双燃料超灵便型干散货船。

图 38：公司船队结构，轻重资产结合运营



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 39：公司船队以日本船为主（截至 2025.6.30）

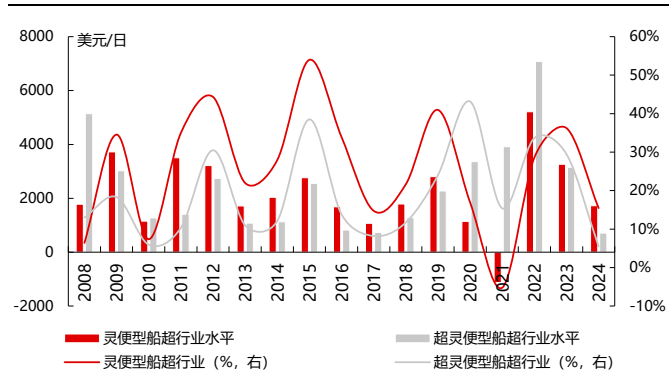


资料来源：公司年报，长江证券研究所

以稳为矛，行稳致远——“长跑冠军”

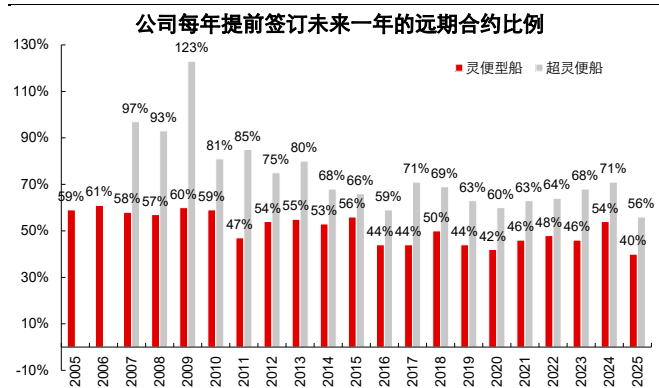
对于运价的随行就市，交出亮眼的成绩单，**公司的灵便型船 TCE 2008 年至今仅在 2021 年跑输过一次行业平均运价，而超灵便型船 TCE 更是从 2005 年引入以来从未跑输。**这使得公司能够跨越多个周期，究其原因，主要分为两点，一是公司具备把握运价高点的能力（全球化布局+高运力规模灵活摆位），二是公司经营策略为多长期合约，通过在高波动周期行业中把多数营运日数提前签订合同稳定地获取收益来穿越周期，以稳为矛。

图 40：2008 年来公司灵便型 TCE 平均跑赢市场 26%，超灵便 19%



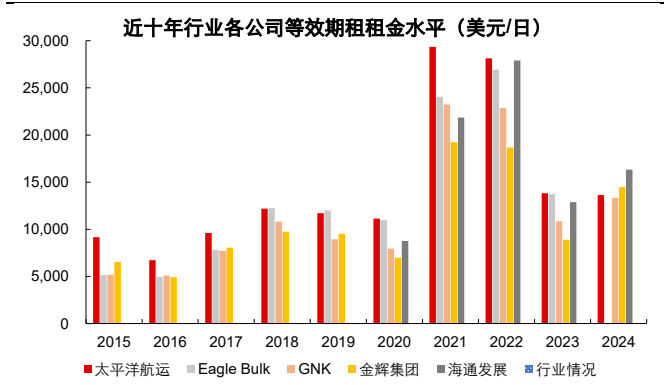
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 41：公司采取多签远期合约的稳健策略



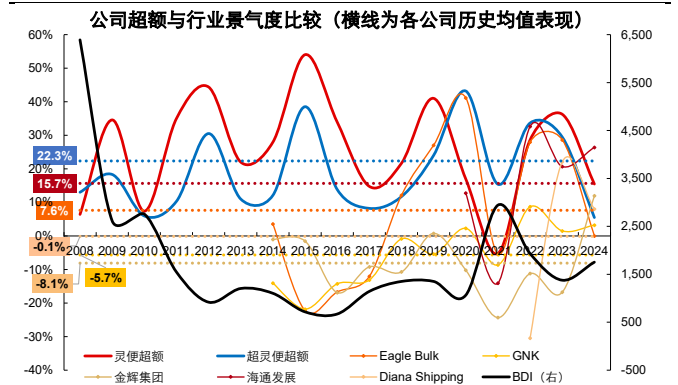
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 42: 近十年太平洋航运与同行 TCE 比较



资料来源: Wind, 公司年报, 长江证券研究所

图 43: 当行业景气度较差时, 公司的策略会带来更高的超额收益



资料来源: Wind, 公司年报, 长江证券研究所

1) 公司具备把握运价高点的能力——全球化布局与船舶灵活摆位。公司紧扣小宗散货

货种的特性: 种类繁多, 由大量客户操纵, 经全球众多港口运输, 需要灵活多变且可自行装卸货物 (拥有起重机) 的灵便型货船, 以便驶入全球众多受浅水、狭窄航道及河湾限制的港口。

针对货源高度分散, 公司经过多年全球化布局与运营, 直至今日拥有广泛的业务覆盖范围, 11 个办事处遍布全球, 此类前线客户服务办事处方便公司融入当地, 与客户保持紧密合作, 增进信任和沟通, 提升对业务的洞察能力, 抓住商机。

从客源和货种看, 公司客源多样, 货种齐全, 对单一客户和货种依赖性低, 2024 年前 25 大客户占比仅为 31%, 最大货种为占比 17% 的谷物。

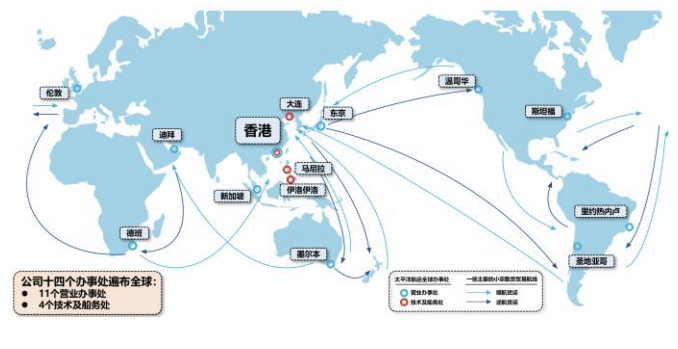
针对运输灵活性, 公司专注于超灵便和灵便型两种较小尺寸的船舶, 它们自配起重机, 能靠泊全球大部分港口, 比大型船更具港口准入灵活性和装卸灵活度, 有更快的航次调整能力。因此, 公司能更好地整合航程的三角点范围, 灵活摆位和调度船舶, 从而提高货船的雇佣率和及时捕捉各区域的高位运价。

图 44: 紧抓粮食和小宗散货的特性: 与全球经济相关, 布局全球



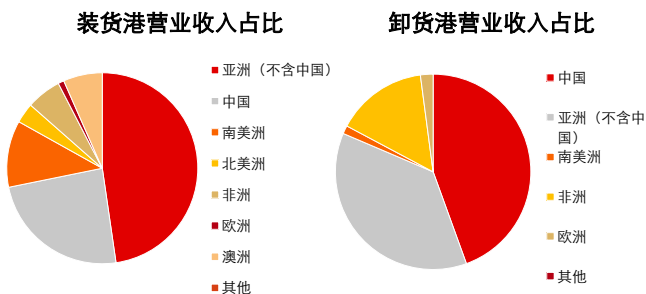
资料来源: Drewry, 长江证券研究所

图 45: 船队规模给力+全球布局=能够把握机会灵活摆位



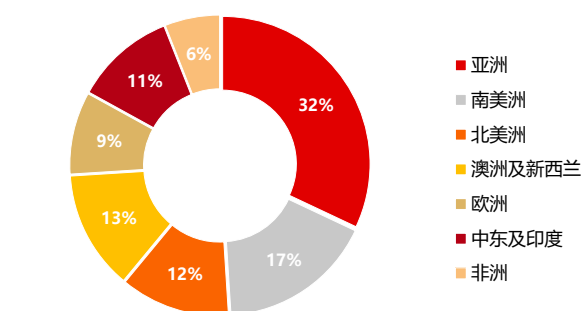
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 46: 同样关注小型船业务的金辉仍主要关注于区域内 (2024 年)



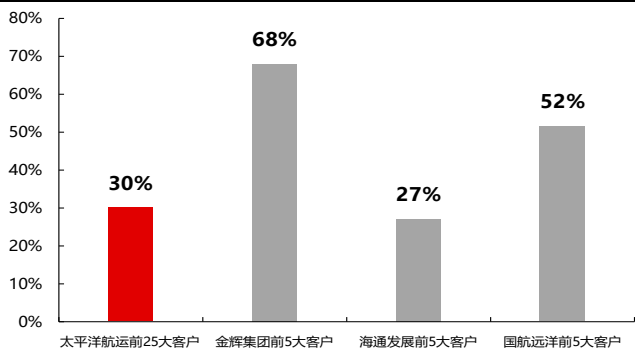
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 47: 公司业务量遍布全球 (截至 2025 年 H1)



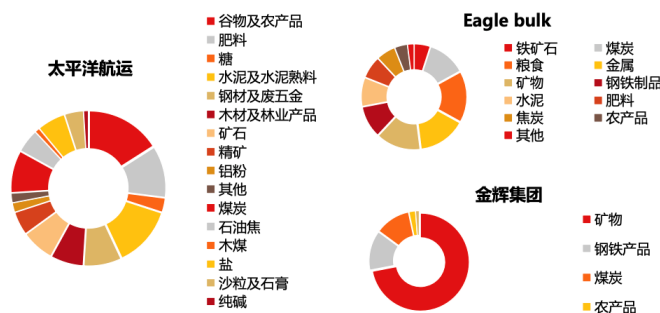
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 48: 公司对单一客户的依赖度低 (2024 年)



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

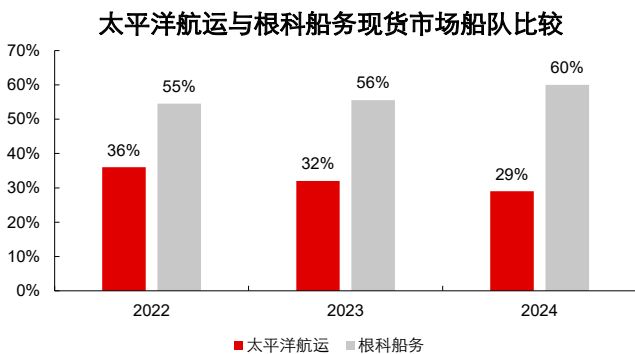
图 49: 公司货种全覆盖 (2023 年)



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

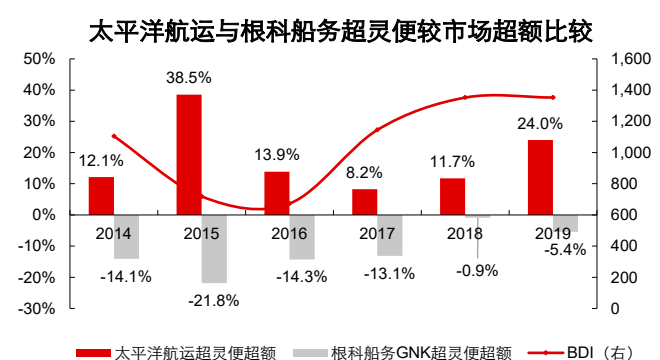
2) 公司经营策略为多签订长期合约, 降低即期敞口, 多年以来经营风格一致保持采用以稳为矛, 抵抗行业周期波动。长期货运合约通常为 12 至 36 个月, 从每年年报披露的下一年已签长期合约看, 公司 2005 年至今的灵便型船提前签约率均值为 51%, 超灵便型船均值为 74%, 最近五年均值分别为灵便型 47%/超灵便 64%, 对比根科船务 (Genco, GNK), 它们更多的船放在现货市场去抓取运价的弹性, 2022/2023/2024 年签订长约的船队占比为 45%、44%和 40%, **太平洋航运在行业低谷期往往表现更优。**

图 50: 太平洋航运即期市场敞口更小, 抗风险能力更大



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

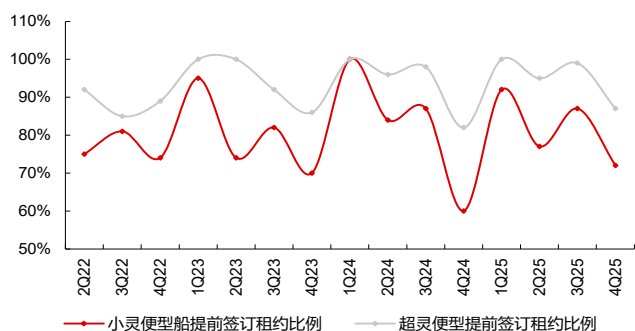
图 51: 太平洋航运与根科船务历史 TCE 超额表现比较



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

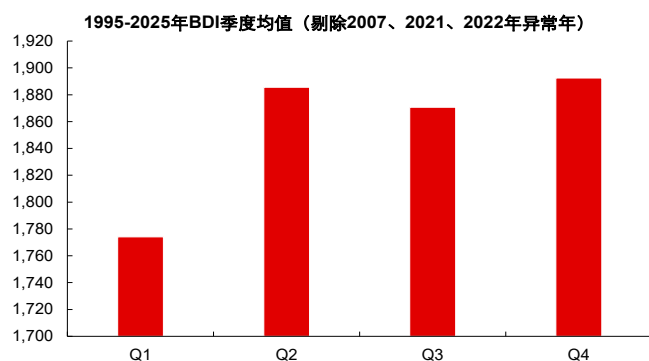
从季度维度看，公司根据行业传统淡旺季调整不同季度的签约比例，干散货海运行业往往在一季度最为淡季，三季度其次，四季度为全年发运最旺季（铁矿石、煤炭、粮食发运高峰），二季度表现也较好，因此公司的签约比例为一季度最为保守，几乎提前一个季度签订 100% 的长约，三季度其次，而在二、四季度留出一定的即期敞口抓取行业或有的向上弹性。

图 52：公司每个季度披露的下一个季度已签约比例



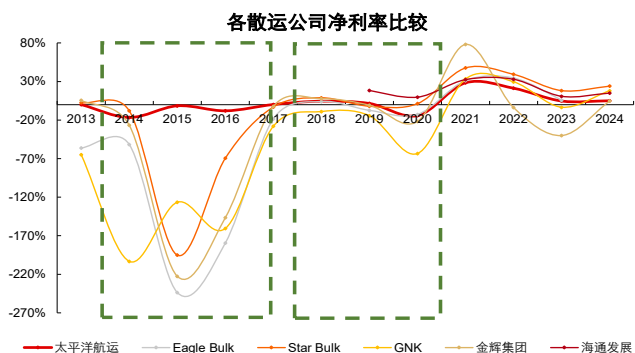
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 53：干散货海运行业一般在二季度和四季度景气度较高



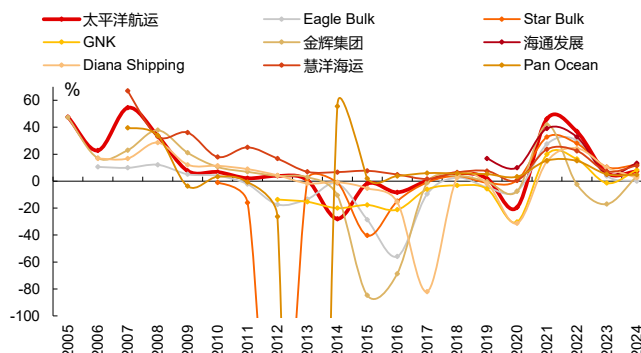
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 54：太平洋航运在行业低谷期呈现较好防御能力



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 55：各散运公司 ROE 水平

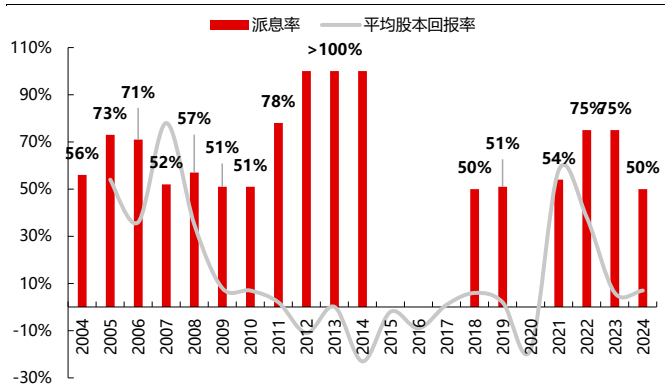


资料来源：Wind，长江证券研究所

分红长期高且稳——股息增强回报

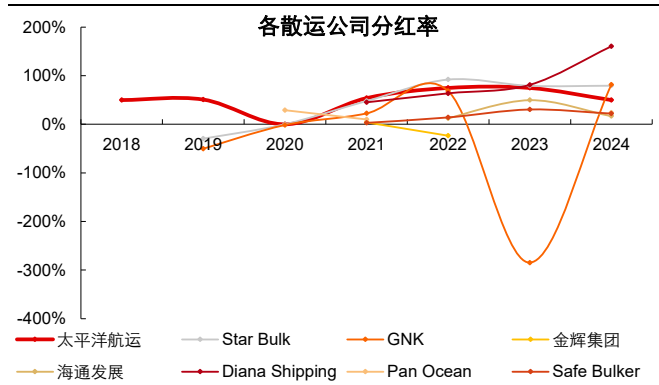
太平洋航运高度重视股东回报，自 2004 年上市以来，始终坚持稳健的派息政策，明确承诺将分红率维持在不低于 50% (不含船舶出售收益)。公司近四年平均分红率达 64%，显著高于行业平均水平。从历史表现来看，公司分红率在过去二十年中除个别特殊年份（如 2015–2016 年行业低谷期）外，多数年份均保持在 50% 以上，2005 年至 2024 年间有八年超过 70% 的年度分红率，其中 2012 年和 2014 年一度达到 100% 以上，充分反映其在盈利波动周期中仍能持续向股东输送价值的的能力。

图 56：分红长期高且稳定，近五年除了特殊年份均 50% 以上



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 57：公司分红率与行业比较



资料来源：公司年报，长江证券研究所

相较同行业公司，太平洋航运的分红稳定性亦突出。在 2020–2023 年全球卫生事件及地缘冲突导致航运市场剧烈震荡期间，多数干散货航运企业分红率出现大幅波动甚至转负，而太平洋航运仍能维持其承诺正向分红，彰显其强韧的经营基本面与财务纪律性。

表 3：各散运公司股息率（2026 年 1 月 26 日数据，单位：%）

	2021 年股息率	2022 年股息率	2023 年股息率	2024 年股息率
太平洋航运	24.6	25.9	4.1	3.1
Star Bulk	15.0	23.5	6.6	9.9
GNK	4.8	12.7	4.3	7.2
金辉集团	8.5	2.8	0.0	0.0
海通发展	0.0	1.6	1.2	0.8
Diana Shipping	13.8	39.2	17.3	7.8
慧洋海运	7.7	9.1	3.8	19.5
Pan Ocean	2.3	0.0	0.0	2.7

资料来源：Wind，长江证券研究所

乘行业之风，启扬帆之航，推荐太平洋航运

当前干散货海运行业正处于供给温和有限、需求提供弹性的景气底部，行业拐点临近。在此背景下，太平洋航运凭借其业内领先的运力规模、经验老道的管理层与船管团队、稳健的多长约运营策略、审慎的资本开支纪律和持续高分红承诺，展现出显著的周期防御性，但身处 β 远大于 α 的干散货海运行业，公司未来有望随着行业景气上行而展现业绩弹性。我们预计公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 0.73 亿、1.45 亿和 1.66 亿美元，对应当前股价的市盈率分别为 28、14 和 12 倍。同时，基于 2026 年 1 月 23 日收盘市值测算，公司现有船队按当前二手市场价格计算的重置成本约为 133.5 亿元人民币，当前市值与重置成本相当。叠加公司长期的高分红承诺带来的股息回报，综合考虑基本面修复、估值较低与股东回报确定性，首次覆盖太平洋航运，给予“买入”评级。

表 4：太平洋航运二手船价对应重置成本测算

单位：亿元人民币	太平洋航运
船舶资产重估价值	130.6
中报固定资产-船舶资产披露值	113.5
重估为净资产增厚	17.1
中报-净资产	116.7
重置后净资产	133.5
当前市值（截至 1 月 23 日）	136.2
市值/重置成本	1.0

资料来源：Wind，Clarksons，公司公告，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：干散货航运高度依赖全球工业生产和大宗商品贸易，若主要经济体因高利率、债务压力或地缘冲突等因素影响，铁矿石、煤炭、粮食等核心货种海运量萎缩，运价将承压，进而对公司盈利能力和资产回报率构成冲击；

2、干散货船新造船订单大幅增加：当前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，将导致未来干散货船供给压力增加；

3、地缘政治出现大幅波动：红海事件、俄乌冲突、霍尔木兹海峡通行风险等事件可能持续发酵，一方面推高战争保险费、绕航成本及保险费用，另一方面也可能导致关键航道中断、港口关闭或制裁升级，影响船舶调度与货物交付稳定性；

4、新型运输或燃料技术出现：若氨/氢燃料动力船、碳捕捉系统、全自动智能船舶或新型高效船型等技术在 2030 年前实现规模化应用，可能使现有传统燃油船队面临贬值风险。

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) 干散货海运行业未来三年处于景气上行期，运价有望中枢上抬，公司将随着行业景气上行而盈利提升；2) 公司仍将继续以稳为矛，行稳致远的经营策略和风格，长约占比仍将较高；3) 公司将继续维持谨慎的资本开支计划，谨慎地进行船舶资产的投资；4) 公司在手订单的船舶将如期交付下水运营。基于上述假设，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 22.0 亿、24.6 亿和 25.1 亿美元，对应增速分别为-14.6%、+11.8%和+1.9%；预计 2025 - 2027 年归母净利润分别为 0.73 亿、1.45 亿和 1.66 亿美元，对应增速分别为-45.4%、+99.5%和 14.8%。

若上述假设不成立或不及预期，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，若行业释放需求的催化因素落地不及预期，全球贸易受损，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 22.0 亿、22.7 亿和 22.0 亿美元，对应增速分别为-14.7%、+3.0%和-3.2%；预计 2025 - 2027 年归母净利润分别为 0.73 亿、0.67 亿和 0.37 亿美元，对应增速分别为-44.8%、-7.8%和-44.5%。

表 5：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万美元、%）

太平洋航运	中性情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2581.6	2203.4	2463.0	2510.1	2581.6	2203.4	2270.3	2196.8
——YoY	12.4%	-14.6%	11.8%	1.9%	12.4%	-14.7%	3.0%	-3.2%
归母净利润	131.7	72.6	144.9	166.3	131.7	72.6	67.0	37.1
——YoY	20.7%	-44.8%	99.5%	14.8%	20.7%	-44.8%	-7.8%	-44.5%

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。