



招商轮船 (601872.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

油散龙头双击，百年巨轮扬帆

投资逻辑

百年巨轮，船队升级，业务多元。公司承继轮船招商局百年航运基业，运力规模庞大并且持续更新换代，截至 2026 年 7 月，公司油轮运力 2617.06 万载重吨，VLCC 运力 2127.11 万载重吨，均位列全球第二；2025 年公司实现营业收入 281.77 亿元，同比增长 9.2%；已形成油轮、干散货、集装箱和滚装运输等多个业务板块，2025 年分别贡献收入的 36.52%、31.12%、21.82%和 6.00%，单一业务波动能够由其他板块形成一定对冲。

油运市场景气，公司作为全球龙头受益。在中东地区紧张的地缘局势扰动下，我们认为油运市场已产生剧变：需求端，全球石油贸易重构，补库需求叠加增产，潜在需求旺盛；供给端，在手订单大幅增长，但现役船队老龄化严重，龙头份额提升。因此，作为全球第二大油轮船东与全球第二大 VLCC 船东，公司将获得向上高盈利弹性：我们测算 VLCC-TCE 每上涨 1 万美元/天，税前利润增厚 12.11 亿元。

矿山投产，厄尔尼诺，干散货业务进入机遇期。西芒杜项目投产将提升干散货航运的运输距离；招商轮船子公司香港明华拟签署 25 年长期协议，成为项目重要参与方，未来持续受益；厄尔尼诺现象扰动市场，导致巴拿马运河枯水、南美矿粮供给变化及港口作业效率下降；叠加供给端运力净增长有限，而公司散运船队快速扩张，确保该业务业绩稳健且富有增长空间。

多元业务布局，平滑周期波动。公司集运业务进入业务扩展阶段，航线向东南亚、南亚及墨西哥等中长距离航线扩展，同时大规模新造船推动船队升级，在行业下行周期保持经营稳健；LNG 业务方面，公司投资的 64 艘船舶中的 61 艘已锁定长约，并且将从卡塔尔能源项目获得超长周期收益；近年来新能源汽车带领中国汽车出海高速增长，作为整车出海的配套服务，我们认为公司汽车滚装外贸业务发展空间巨大。因此，我们认为公司的多业务布局有望确保经营向上，平滑周期波动。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026-2028 年营业收入为 434.54/429.17/445.19 亿元，归母净利润为 171.52/148.93/152.46 亿元，对应 EPS 为 2.12/1.84/1.89 元，当前股价对应 8.02/9.23/9.02 倍 PE。油运市场景气，公司作为全球龙头受益；西芒杜矿山投产，厄尔尼诺导致气候变化，干散货业务进入机遇期。公司盈利弹性大，预计后续显著受益于油、散行业景气周期，给定 2026 年 10xPE，目标价 21.24 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

地缘政治风险、大国关系风险、市场需求下行或供需失衡风险。

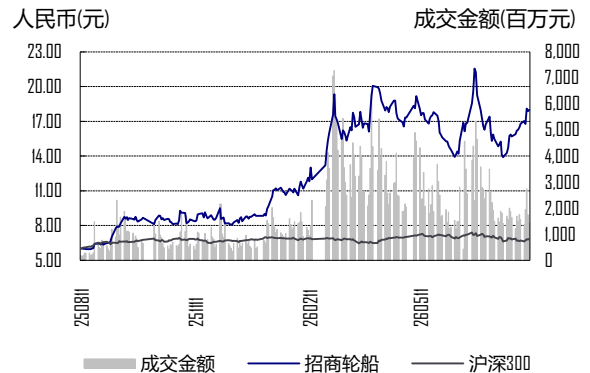
交通运输组

分析师：李丹 (执业 S1130526040004)

lidan6@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.98 元

目标价 (人民币)：21.24 元



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	25,799	28,177	43,454	42,917	44,519
营业收入增长率	-0.32%	9.22%	54.22%	-1.23%	3.73%
归母净利润(百万元)	5,107	6,012	17,152	14,893	15,246
归母净利润增长率	5.59%	17.71%	185.29%	-13.17%	2.37%
摊薄每股收益(元)	0.627	0.745	2.124	1.844	1.888
每股经营性现金流净额	1.04	1.12	2.22	2.14	2.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.75%	13.98%	32.50%	24.30%	21.78%
P/E	10.22	12.06	8.02	9.23	9.02
P/B	1.30	1.69	2.61	2.24	1.96

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 百年巨轮，船队升级，业务多元	6
1.1 承继百年航运基业，打造弱周期成长性航运平台	6
1.2 持续更新换代，运力规模庞大	6
1.3 业务多元，经营稳健	8
2 油运市场景气，公司作为全球龙头受益	9
2.1 需求：全球石油贸易重构，补库需求叠加增产，潜在需求旺盛	9
2.1.1 地缘冲突导致绕行，航距变长	9
2.1.2 OECD 国家库存处相对低位，有较大补库潜力	10
2.1.3 石油持续增产，或为长期利好	12
2.2 供给：在手订单大幅增长，但现役船队老龄化严重，龙头份额提升	13
2.2.1 市场需求旺盛，新签订单大增	13
2.2.2 市场有效供给下滑，船舶老龄化严重	15
2.2.3 寡头控盘叠加制裁加码，加剧供给紧张	16
2.3 油运业务提供向上高盈利弹性	16
3 矿山投产，厄尔尼诺，干散货业务进入机遇期	18
3.1 西芒杜铁矿投产，需求具备长期确定性	18
3.2 厄尔尼诺现象持续增强，航运有效供给阶段性收缩	20
3.2.1 巴拿马运河：由水位约束转化为隐性运力去化	20
3.2.2 南美贸易：铁矿石偏阶段性扰动，粮食呈现区域分化	21
3.2.3 港口效率：天气因素导致系统运转滞涩	22
3.3 市场运力与在手订单运力相当，供给端运力净增长有限	23
3.4 散运船队快速扩张，业绩稳健且不失弹性	24
4 多元业务布局，平滑周期波动	24
4.1 集运航线扩张，船队升级，下行周期显韧性	24
4.2 双轮驱动，船队交付，LNG 业务贡献稳定增量	26
4.3 乘自主品牌出海东风，迎滚装业务发展	27
5 盈利预测和投资建议	28
6 风险提示	30

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司自有船队规模变化情况（艘）	7



图表 4: 公司截至 2026 年 7 月底的船队更新情况	7
图表 5: 公司截至 2025 年底的自有船队结构	7
图表 6: 招商轮船油轮运力全球第二 (截至 2026.7, 百万 DWT)	8
图表 7: 招商轮船 VLCC 运力全球第二 (截至 2026.7, 百万 DWT)	8
图表 8: 招商轮船收入结构 (亿元)	8
图表 9: 招商轮船营收占比情况	8
图表 10: 招商轮船毛利润结构 (亿元)	8
图表 11: 招商轮船部分业务毛利率情况	8
图表 12: VLCC 运价创新高 (美元/天)	9
图表 13: 霍尔木兹海峡通行受限	9
图表 14: 中东通过替代管道改道延布港出口	9
图表 15: 延布港原油出口量激增	9
图表 16: 被胡塞武装袭击的沙特油轮 Encelia 航线	10
图表 17: 美伊冲突导致市场吨海里需求被大幅推升	10
图表 18: 油运运距预测	10
图表 19: 历史原油库存与油价表现存在较为显著负相关性	11
图表 20: 受危机影响, OECD 国家正在消耗原油库存 (百万桶, 预测时间: 2026 年 7 月 7 日)	11
图表 21: 海上浮仓库存持续下降	11
图表 22: 美国战略原油库存急剧减少, 已达警戒水位 (亿桶)	11
图表 23: 日本原油库存一度达到历史最低点 (亿升)	11
图表 24: 韩国原油库存处于历史低位 (千公吨)	12
图表 25: 印度原油库存断崖下滑 (千公吨)	12
图表 26: 汽油裂解价差 (美元/桶)	12
图表 27: 柴油裂解价差 (美元/桶)	12
图表 28: 山东地炼开工率 (%)	12
图表 29: 主营炼厂开工率 (%)	12
图表 30: 地缘事件导致石油供不应求, 预计仍偏紧 (百万桶/天)	13
图表 31: 欧佩克原油产量尚未恢复至 2022 年水平 (千桶/日)	13
图表 32: 美国原油产量达历史新高 (千桶/日)	13
图表 33: 油轮分船型一年期期租价格 (美元/天)	13
图表 34: VLCC 船价出现倒挂 (百万美元/艘)	13
图表 35: 新船价格创近十五年新高	14
图表 36: VLCC 二手价格持续走高 (百万美元/艘)	14
图表 37: 原油轮新船价格 (百万美元/艘)	14
图表 38: 成品油轮新船价格 (百万美元/艘)	14



图表 39: 新签订单 (DWT)	14
图表 40: 原油轮在手订单与运力之比	14
图表 41: 原油轮交付情况及计划 (艘)	15
图表 42: 成品油轮交付情况及计划 ((艘)	15
图表 43: 原油轮平均船龄持续攀升至历史高位 (年)	15
图表 44: 船龄分布 (截至 2026 年 7 月 24 日, 载重吨口径)	15
图表 45: 老旧油轮产能利用率下滑	15
图表 46: 老旧油轮周转次数下滑	15
图表 47: 全行业油轮拆解量偏低 (艘)	16
图表 48: 原油轮主要船型拆解量 (艘)	16
图表 49: 冲突发生以来影子/制裁船队效率损失 (%)	16
图表 50: 冲突以来被制裁油轮比例迅速攀升 (%)	16
图表 51: 公司截至 2026 年 7 月底的自有船队结构	17
图表 52: 公司油运业务盈利弹性测算	17
图表 53: TCE-营运天数敏感性分析	17
图表 54: 铁矿石是全球干散货航运重要成分 (万亿吨海里)	18
图表 55: 铁矿石贸易严重依赖航运	18
图表 56: 我国是铁矿石主要进口国	18
图表 57: 我国铁矿石进口来源集中度高 (万吨)	18
图表 58: 我国企业拥有较大份额的西芒杜矿山股权	19
图表 59: 西芒杜项目需要更多好望角型船参与运营	19
图表 60: 西芒杜项目对全球铁矿石航运贸易需求的拉动测算	19
图表 61: 2026 年 1 月首船西芒杜矿石运抵中国	20
图表 62: 几内亚航运近年来逐渐繁忙	20
图表 63: 加通湖水位与 BDI 关系密切	20
图表 64: 加通湖水位与运河通行船数总体正相关	20
图表 65: 加通湖水位与运河通行载重吨总体正相关	21
图表 66: 船舶通行巴拿马运河拥堵指数	21
图表 67: 船舶通行巴拿马运河平均排队时间 (小时)	21
图表 68: 厄尔尼诺现象导致美湾-日本航线绕行	21
图表 69: 厄尔尼诺对南美降水的影响具有显著空间差异	22
图表 70: 降水扰动巴西铁矿石发运节奏	22
图表 71: 阿根廷受益于降水, 农作物得到增产 (亿吨)	22
图表 72: 厄尔尼诺导致巴西农作物减产 (亿吨)	22
图表 73: 大型干散货船在港拥堵指数逐渐抬头	23



图表 74:	大型干散货船在港等待时间增加 (小时)	23
图表 75:	干散海运主要船型	23
图表 76:	干散货船在手订单运力占现有运力比重 (%)	23
图表 77:	散货船队供给维持温和增长 (百万 DWT)	23
图表 78:	干散货船老龄化情况严重	24
图表 79:	干散货船拆解或将集中爆发 (DWT)	24
图表 80:	干散货船舶贸易供需关系一览	24
图表 81:	公司截至 2026 年 7 月底的自有干散货船队结构	24
图表 82:	公司集装箱运力全球排名第 29 名 (截至 2026 年 7 月底)	25
图表 83:	公司早期集运航线集中在东北亚	25
图表 84:	公司集运主要经营日本和印度航线 (班次/周)	25
图表 85:	亚洲航线运价波动较小 (CCFI)	25
图表 86:	招商轮船集运业务营业收入	26
图表 87:	集运业务毛利率基本维持在 20% 以上	26
图表 88:	外运集运举行新造 12 艘集装箱船舶签约仪式	26
图表 89:	集装箱船期租自 2025 年起持续走高	26
图表 90:	我国表观天然气消费持续增长 (亿立方米)	27
图表 91:	LNG 已成为天然气主要进口形式 (万吨)	27
图表 92:	公司 LNG 业务进入集中交付期	27
图表 93:	公司滚装业务 2026 年恢复增长	28
图表 94:	新能源汽车引领中国汽车出海 (辆)	28
图表 95:	招商轮船 2026-2028 年收入预测	28
图表 96:	招商轮船 2026-2028 年成本预测	29
图表 97:	招商轮船 2026-2028 年费用率与所得税率	29
图表 98:	可比公司估值情况	30

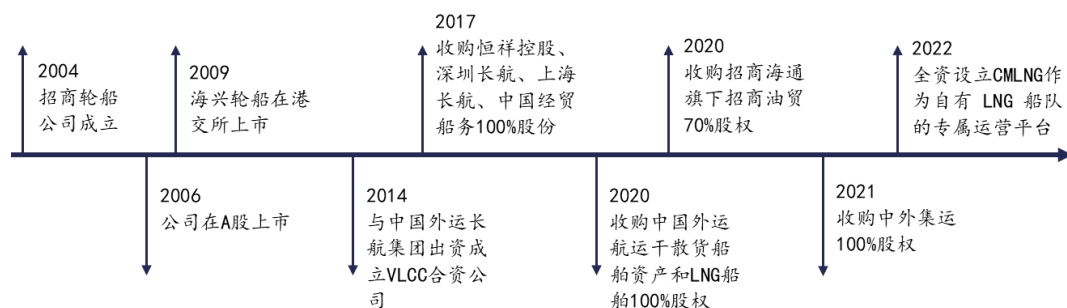


1 百年巨轮，船队升级，业务多元

1.1 承继百年航运基业，打造弱周期成长性航运平台

招商轮船是招商局集团旗下专业从事远洋能源运输的航运企业，前身为 1872 年成立的轮船招商局；公司承继招商局集团的祖业与基业，拥有世界一流的超大型油轮（VLCC）和超大型矿砂船（VLOC）船队，国内领先的液化天然气（LNG）船队和滚装（RORO）船队，以及亚太一流的集装箱船队，运力规模在全球非金融船东中位居前列。公司主营业务涵盖油品运输、气体运输、干散货运输、滚装运输和集装箱运输，近年来致力于构建“油气散车集新管网”全业态航运业务新格局，经营风格稳健而进取。

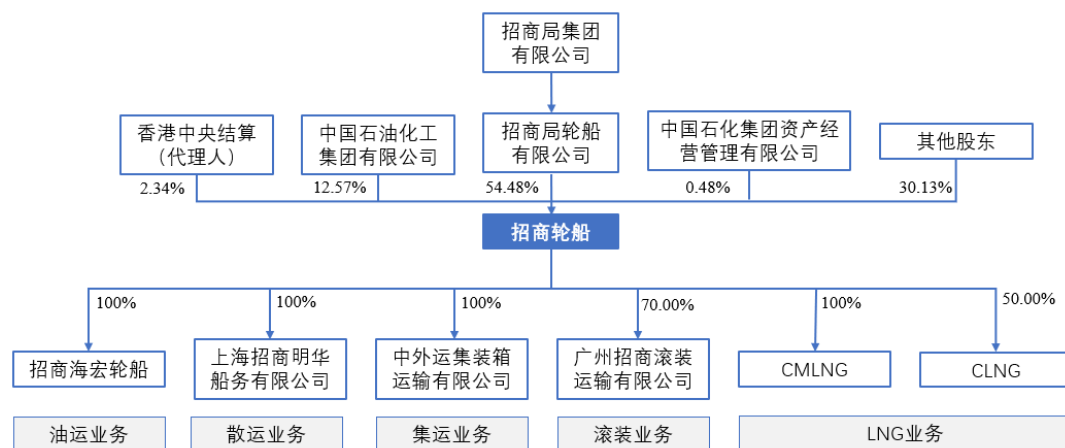
图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

截至 2026 年 4 月，公司控股股东为招商局集团（持股 54.48%），第二大股东中石化持股 13.57%，中石化同时也是公司核心大客户，保证大量稳定货源。公司的油运和干散运输业务分别由全资子公司海宏轮船和香港明华运营管理。公司还拥有中外运集运 100%股权及持有招商滚装 70%股份，此外，公司通过参股 CLNG 和全资子公司招商汽运（CMLNG）经营 LNG 运输业务。

图表2：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 持续更新换代，运力规模庞大

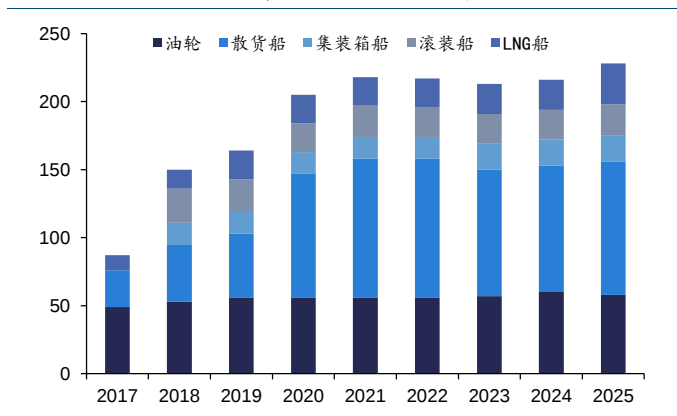
公司船队运力持续升级，结构逐步优化。2025 年公司共接收 16 艘新船，包括 1 艘 VLCC，8 艘 LNG 船（含 CLNG 公司 7 艘），2 艘 8.2 万吨卡姆萨型散货船，3 艘 6.2 万吨重吊多用途船，2 艘 9000 车滚装船，并新签 1+1 艘 DPST 订单，接受 1 艘 1.4 年船龄二手燃油加注船，完成处置 5 艘老龄和非节能型船（1 艘滚装船，4 艘油轮）。

2026 年公司延续补充新鲜血液的战略，截至 7 月底，公司累计交付 8 艘新船，包括阿芙拉型原油轮 2 艘、干散货及多用途船 3 艘、LNG 船 3 艘；预订新船 38 艘，包括 VLCC 10 艘



与阿芙拉型原油轮5艘,散货船7艘、集装箱船16艘;其中集装箱船的订单运力达59200TEU,高于当前运力水平,反映出公司船队更新与进取的决心。

图表3: 公司自有船队规模变化情况(艘)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司截至2026年7月底的船队更新情况

船型	交付数量	运力	船舶订单量	运力
油轮	2	23.0 万 DWT	16+1	约 379.9+15.4 万 DWT
其中: VLCC			10	约 307 万 DWT
其中: Aframax	2	23.0 万 DWT	5	约 57.5 万 DWT
散货船	3	22.6 万 DWT	7	226.8 万 DWT
LNG 船	3	52.5 万立方米		
集装箱船			16	59200TEU
总计	8		39+1	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司运力总规模多年来位列国际前列。截至2025年12月31日,公司船队自有船舶235艘,合计3884.59万载重吨;手持订单64艘,合计788.02万载重吨;其中截至2026年7月,公司油轮运力2617.06万载重吨,位列全球第二;VLCC运力2127.11万载重吨,位列全球第二。

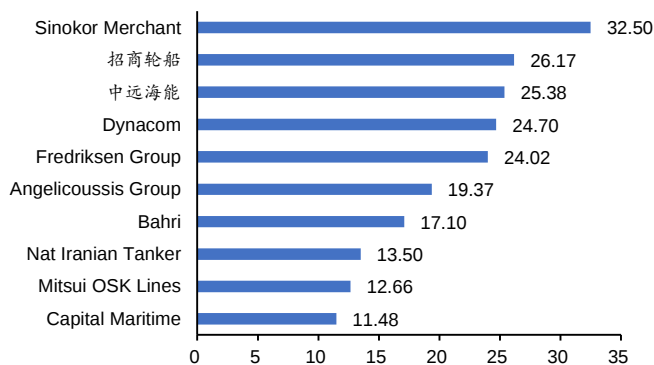
图表5: 公司截至2025年底的自有船队结构

船型	数量	载重吨(万 DWT)	平均船龄	船舶订单量	总载重吨(万 DWT)
油轮	58	1642.7	10.08	13	244.85
其中: VLCC	51	1576.01	10.3	5	152.95
散货船	98	1882.03	10.61	12	227.2
LNG 船	30	260.92	7.1	34	301.66
滚装船	23	13.53	11.5	4	8.2
集装箱船	19	42.4	11.5		
件杂货船	7	43.01	2.4	1	6.11
自有	235	3884.59	9.95	64	788.02
租入	69	465.14	11.52		
总计	304	4349.73			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

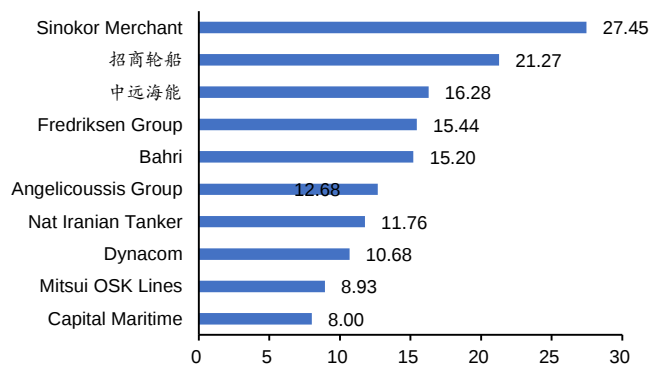


图表6: 招商轮船油轮运力全球第二 (截至 2026. 7, 百万 DWT)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表7: 招商轮船 VLCC 运力全球第二 (截至 2026. 7, 百万 DWT)



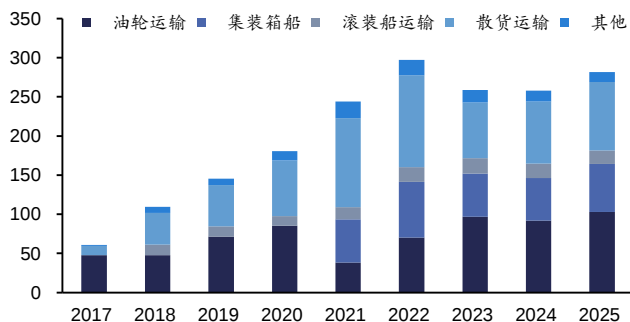
来源: Clarksons, 国金证券研究所

1.3 业务多元, 经营稳健

公司业务结构多元, 整体经营向好。2025 年公司实现营业收入 281.77 亿元, 同比增长 9.2%; 已形成油轮、干散货、集装箱和滚装运输等多个业务板块, 2025 年分别贡献收入的 36.52%、31.12%、21.82%和 6.00%, 单一业务波动能够由其他板块形成一定对冲。

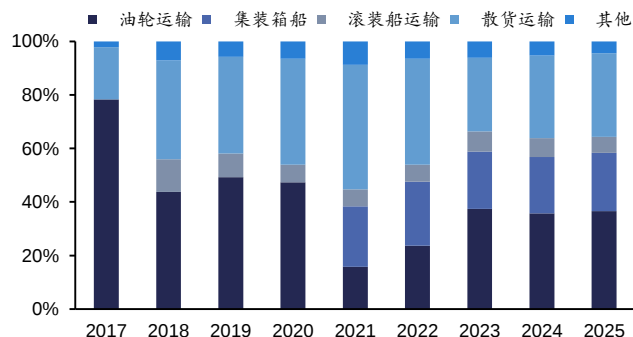
油运与干散货是公司的核心业务。2025 年两业务合计实现收入 190.59 亿元, 占总收入的 67.64%, 毛利占公司毛利的 74.72%。其中油运盈利能力明显增强, 贡献公司约 55%的毛利, 是现阶段最主要的利润来源; 干散货则构成重要的收入和盈利基本盘。

图表8: 招商轮船收入结构 (亿元)



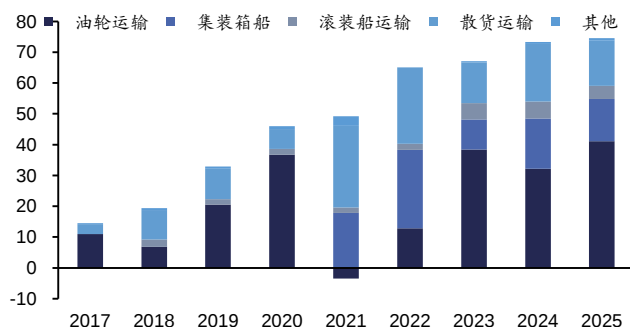
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表9: 招商轮船营收占比情况



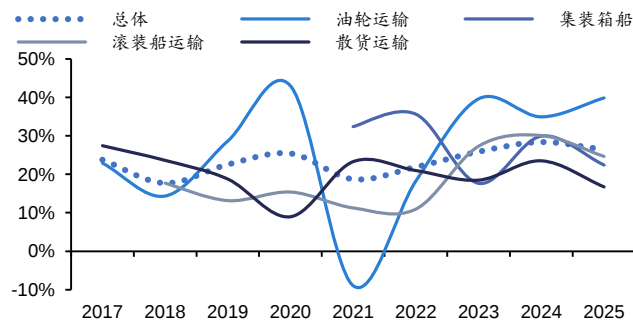
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 招商轮船毛利润结构 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表11: 招商轮船部分业务毛利率情况



来源: iFinD, 国金证券研究所



2 油运市场景气，公司作为全球龙头受益

在中东地区紧张的地缘局势扰动下，我们认为油运市场将持续景气，使得公司作为全球龙头被动受益。

需求端：1) 地缘冲突导致绕行，事实上导致全球石油贸易重构，航距变长成为常态；2) OECD 国家库存处于相对低位，有较大补库潜力；3) OPEC 及石油持续增产，或为长期利好。

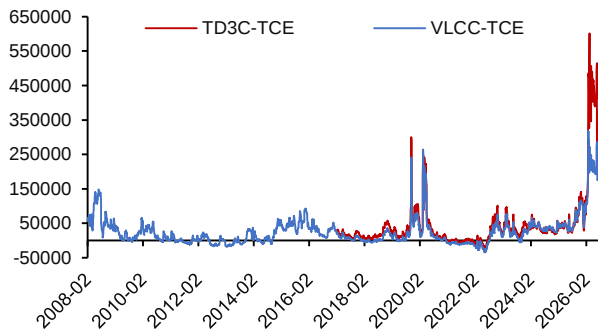
供给端：1) 油运市场需求旺盛，传递到船舶市场使得新签订单大增；2) 市场有效供给下滑，船舶老龄化严重；3) 寡头控盘叠加制裁加码，加剧供给紧张。

2.1 需求：全球石油贸易重构，补库需求叠加增产，潜在需求旺盛

中东地缘局势紧张扰动，油运大周期再临。2026 年 2 月 28 日，美伊冲突爆发，严重扰乱霍尔木兹海峡通行。随着风险溢价上升，TD3C-TCE 水平迅速抬升至 40 万美元/天以上；然而，由于伊朗封锁霍尔木兹海峡，该航线市场成交量极小，无法代表船东的实际收益。VLCC 成交主要集中在红海、西非和美国墨西哥等地。

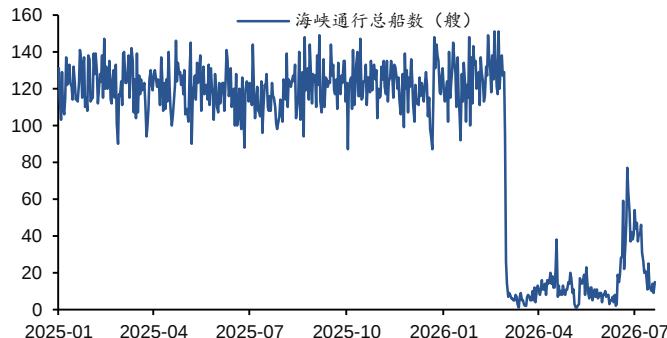
当前处于美伊博弈阶段，海峡封锁情况反复，影响市场信心；叠加红海地区出现新的地缘风险，短期内市场仍在重复该逻辑：海峡通行受阻，于是石油供应紧张叠加船舶避险绕行，导致油运价格抬升；因此，我们认为短期内油运将维持景气，而公司作为全球第二大油运船东也将因此受益。

图表12：VLCC 运价创新高（美元/天）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表13：霍尔木兹海峡通行受限

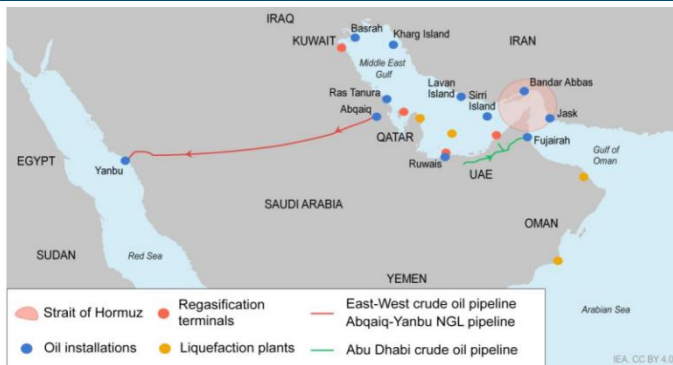


来源：Clarksons，国金证券研究所

2.1.1 地缘冲突导致绕行，航距变长

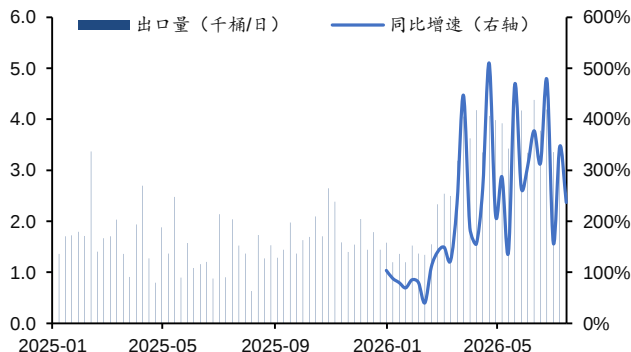
美伊冲突对油运市场的第一大影响是导致全球石油贸易航线重构。霍尔木兹海峡的关闭引发中东石油出口出现严重波动，如沙特阿拉伯等国家选择使用替代管道经由红海出口。但 7 月 23 日凌晨，胡塞武装于曼德海峡袭击了两艘沙特油轮，地区局势紧张程度进一步加剧，预示该通路风险的急剧抬升。

图表14：中东通过替代管道改道延布港出口



来源：中远海能公告，国金证券研究所

图表15：延布港原油出口量激增



来源：Clarksons，国金证券研究所

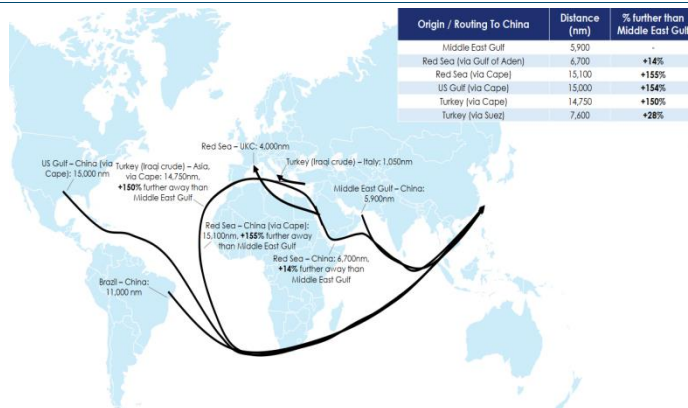


图表16: 被胡塞武装袭击的沙特油轮 *Encelia* 航线



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表17: 美伊冲突导致市场吨海里需求被大幅推升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

全球石油出现严重断供, 原油进口需求逐渐转向大西洋市场。此时, 美国投放战略原油储备和美洲国家原油增产, 支撑美湾出货持续旺盛。由于美湾至亚洲的运距为中东至亚洲的 2.54 倍, 市场吨海里需求被大幅推升。

我们认为, 即使美伊冲突停火, 中东石油贸易格局短期也难以重回冲突前; 作为替代, 美湾、南美及西非等长运距地区出货增加均能带动吨海里需求向上。根据克拉克森预测, 全球原油平均海运运距 2026-2027 年分别较美伊冲突前(2025 年)分别拉长 7.6%、5.4%; 全球成品油平均海运运距 2026-2027 年分别较美伊冲突前(2025 年)分别拉长 17.1%、16.6%。

图表18: 油运运距预测

	运量 (百万吨)	周转量 (十亿吨英里)	运距 (英里)	同比	较美伊冲突前(2025 年)
原油					
2023	1,965	10,472	5,328		3.5%
2024	1,943	10,649	5,482	2.9%	6.4%
2025	1,997	10,974	5,495	0.2%	6.7%
2026E	1,890	10,473	5,542	0.9%	7.6%
2027E	1,990	10,806	5,431	-2.0%	5.4%
成品油					
2023	1,074	3,431	3,194		5.6%
2024	1,070	3,678	3,436	7.6%	13.6%
2025	1,054	3,616	3,430	-0.2%	13.4%
2026E	992	3,512	3,541	3.2%	17.1%
2027E	1,051	3,705	3,526	-0.4%	16.6%

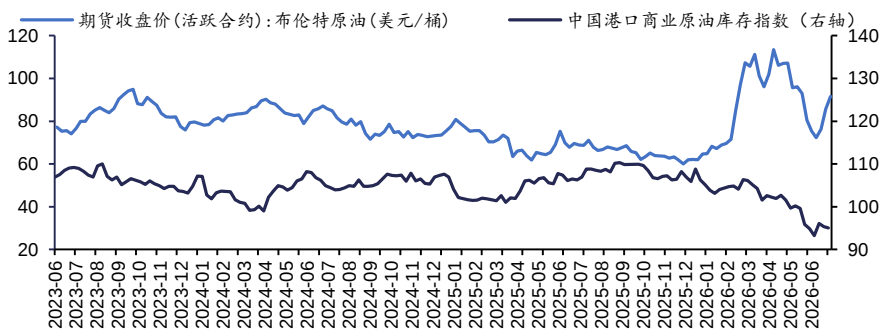
来源: Clarksons, 国金证券研究所

2.1.2 OECD 国家库存处相对低位, 有较大补库潜力

中东供应的中断, 导致各石油进口国库存快速下降。IEA 月报显示, 自美伊冲突爆发以来至 3 月底, 海湾地区以外石油库存减少 2.05 亿桶, 4 月底减少 3.78 亿桶。我们在此基础上进行线性推演, 至年底海湾地区以外石油库存降幅或达 17.62 亿桶。若未来冲突缓和, 全球开启补库进程, 100-400 万桶/天补库速度假设下, 补库时间最短约 138 天, 最长为 1.5 年。这有望在中短期维度内维持较强的原油进口补库需求。

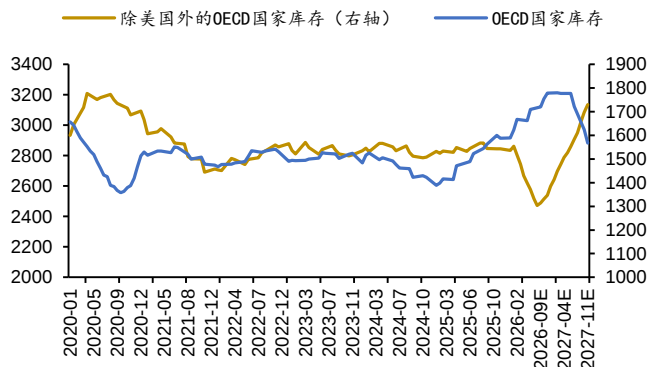


图表19: 历史原油库存与油价表现存在较为显著负相关性



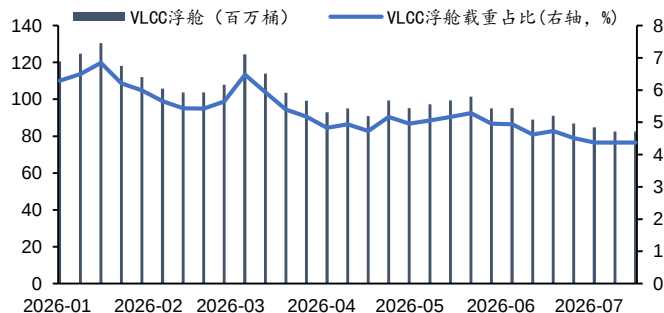
来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 受危机影响, OECD 国家正在消耗原油库存 (百万桶, 预测时间: 2026 年 7 月 7 日)



来源: EIA, 国金证券研究所

图表21: 海上浮仓库存持续下降



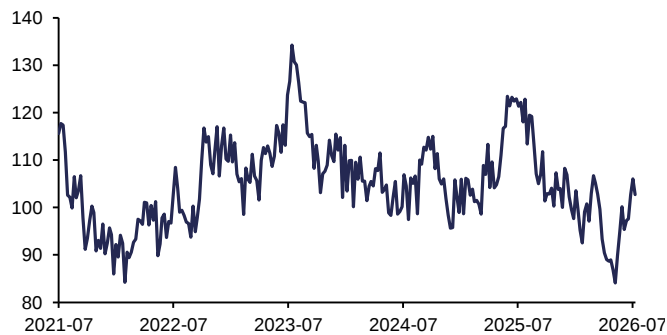
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表22: 美国战略原油库存急剧减少, 已达警戒水位 (亿桶)



来源: iFinD, 国金证券研究所

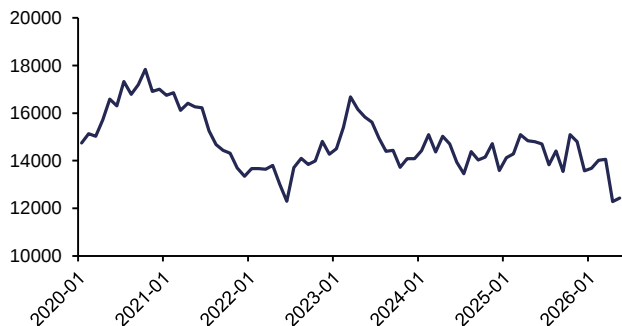
图表23: 日本原油库存一度达到历史最低点 (亿升)



来源: Wind, 国金证券研究所

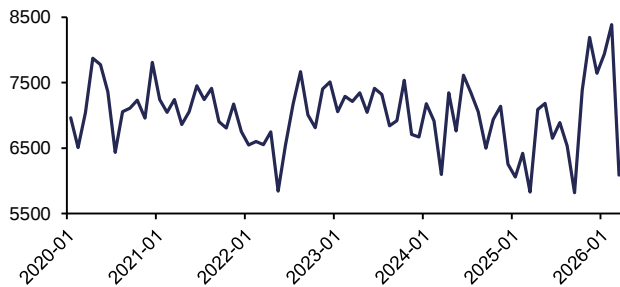


图表24: 韩国原油库存处于历史低位(千公吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 印度原油库存断崖下滑(千公吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

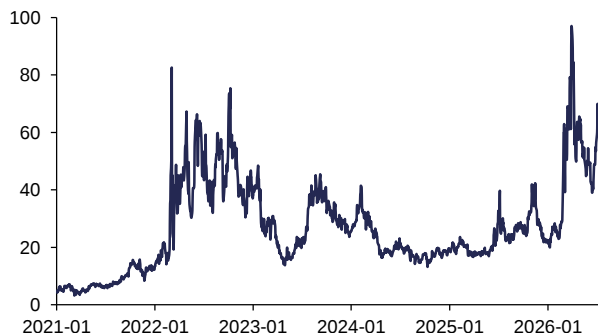
当前石油消费端表现平稳,潜在需求需要较高的库存量支撑。截至7月24日,汽油裂解价差 54.39 美元/桶;柴油裂解价差 71.67 美元/桶;截至7月22日,山东地炼开工率 54.2%,截至7月23日,主营炼厂开工率 74.9%,截至7月17日,美国炼厂开工率 96.1%;整体处于略微承压但可控水平,需求端边际表现平稳。为保证消费端的稳定,各国的补库需求或将持续兑现。

图表26: 汽油裂解价差(美元/桶)



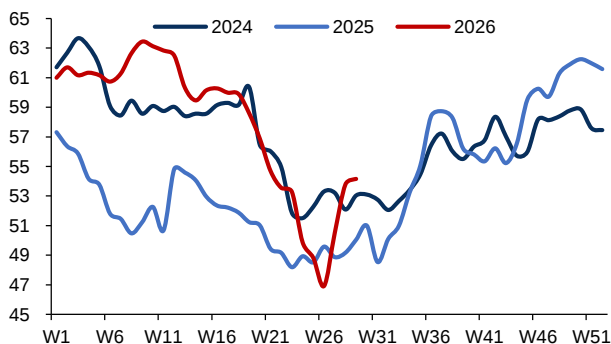
来源: iFind, 国金证券研究所

图表27: 柴油裂解价差(美元/桶)



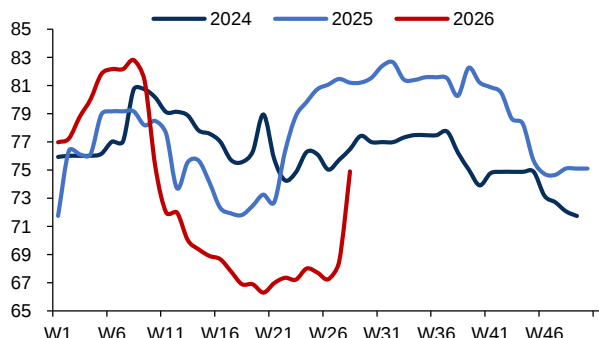
来源: iFind, 国金证券研究所

图表28: 山东地炼开工率(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 主营炼厂开工率(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

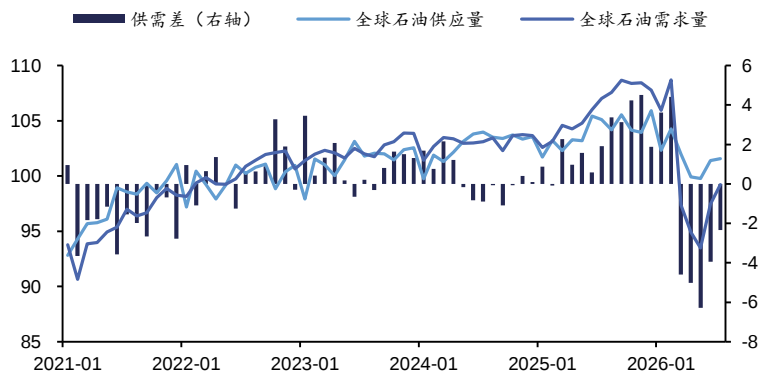
2.1.3 石油持续增产,或为长期利好

OPEC+已解除 220 万桶/日的减产措施,并在 2025 年 10 月-12 月、2026 年 5 月部分解除 165 万桶/日的减产措施;我们测算未来仍有 302 万桶/日的减产解除空间,有望持续支撑原油运输需求,但实际增产效果需待观察;据 EIA 预测,2026 年非 OPEC+ 国家将增产 80 万桶/日,巴西、圭亚那和阿根廷将引领产量增长,推动油运吨海里需求提



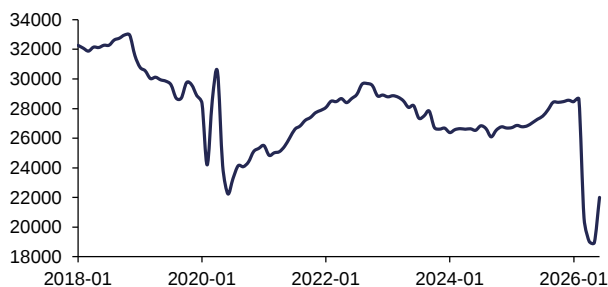
升。

图表30：地缘事件导致石油供不应求，预计仍偏紧（百万桶/天）



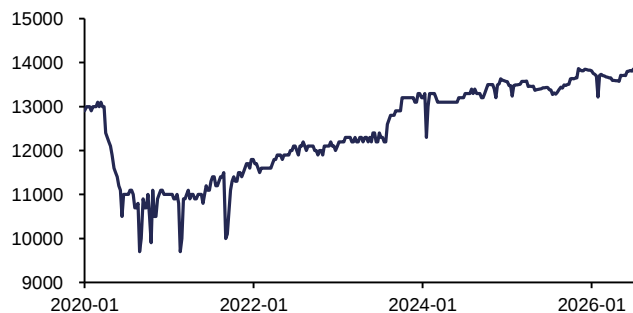
来源：iFinD，国金证券研究所

图表31：欧佩克原油产量尚未恢复至2022年水平（千桶/日）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表32：美国原油产量达历史新高（千桶/日）



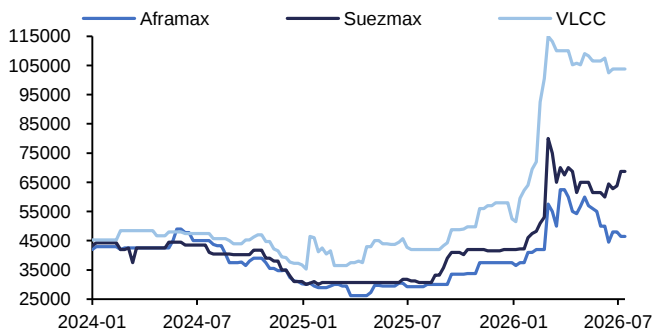
来源：iFinD，国金证券研究所

2.2 供给：在手订单大幅增长，但现役船队老龄化严重，龙头份额提升

2.2.1 市场需求旺盛，新签订单大增

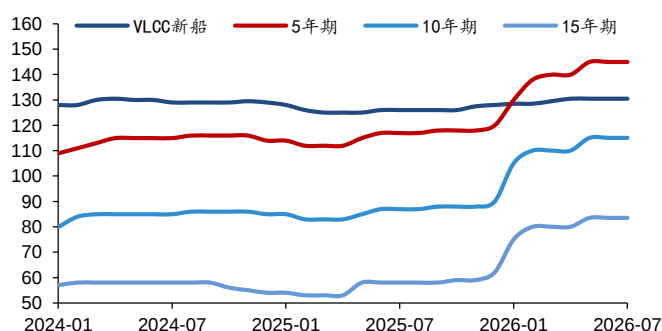
船舶市场被运价带动，高度景气。2026年6月一年期租市场，Aframax/Suezmax/VLCC价格环比-15.50%/-2.22%/-1.90%，同比+60.42%/+100.60%/+136.43%，船舶租价站在历史高位，反映船东积极预期。2026年1月起，VLCC船舶5年期价格高于新船，价格出现倒挂，反映出市场对即期市场的高度看好。

图表33：油轮分船型一年期期租价格（美元/天）



来源：Clarksons，国金证券研究所

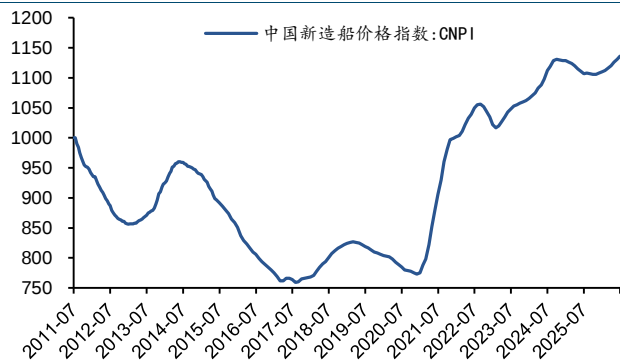
图表34：VLCC船价出现倒挂（百万美元/艘）



来源：Clarksons，国金证券研究所

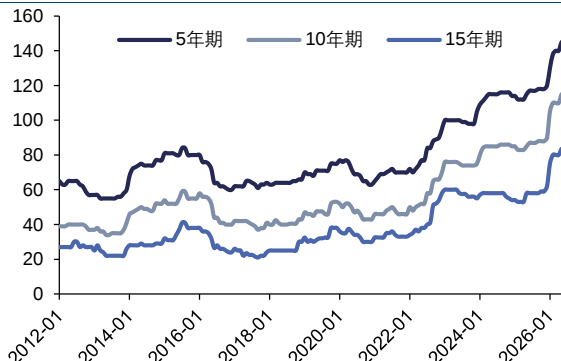


图表35：新船价格创近十五年新高



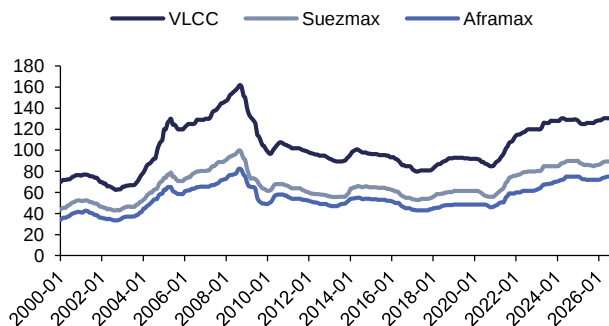
来源：iFinD，国金证券研究所

图表36：VLCC 二手价格持续走高（百万美元/艘）



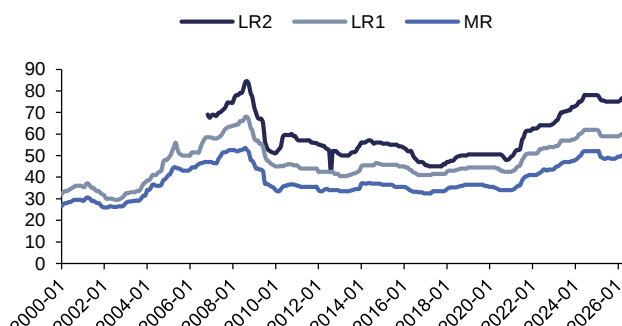
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表37：原油轮新船价格（百万美元/艘）



来源：Clarksons，国金证券研究所

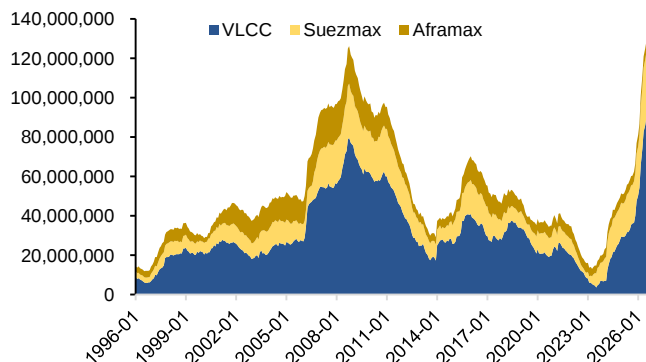
图表38：成品油轮新船价格（百万美元/艘）



来源：Clarksons，国金证券研究所

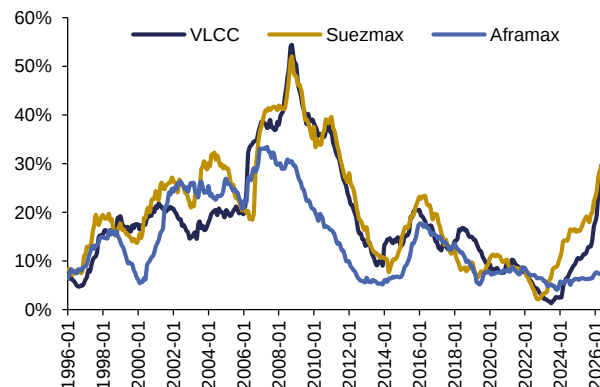
船舶市场高度景气，新签订单相应大增。在红海危机船只绕行运力紧张及前期旺季催化下，2024Q1-Q2 和 2025Q4-2026Q1 新订单迎来集中签订，带动当前 VLCC、苏伊士型船、阿芙拉船在手订单分别占比各自运力的 31.8%/29.3%/7.2%，处于近年来的相对高位。截至 2026 年 7 月，当前油轮船队在手订单与运力之比为 24.8%，环比上月增加 0.3pct，处于 2015 年以来的历史新高位置。

图表39：新签订单（DWT）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表40：原油轮在手订单与运力之比

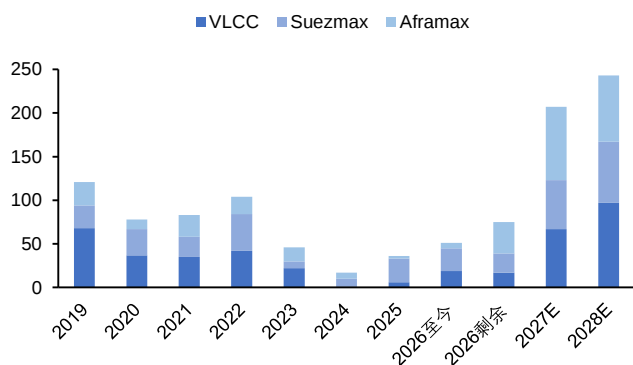


来源：Clarksons，国金证券研究所

受限于船坞产能紧张以及排期靠后，交付预计集中于 2027-2029 年。2026-2027 年 VLCC 预计分别交付 67、97 艘，Suezmax 预计分别交付 56、70 艘，Aframax 预计分别交付 84、76 艘；LR2 预计分别交付 84、76 艘，LR1 预计分别交付 28、18 艘，MR 预计分别交付 183、129 艘。

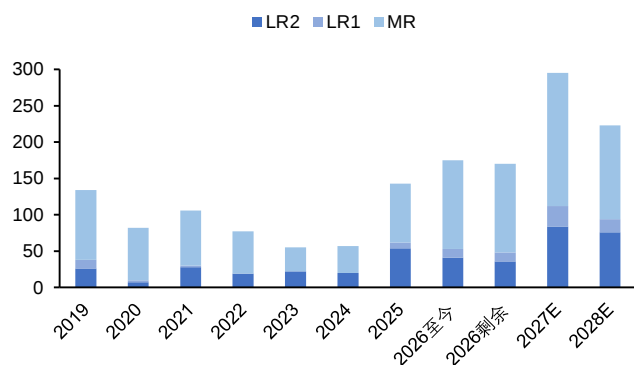


图表41: 原油轮交付情况及计划 (艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表42: 成品油轮交付情况及计划 ((艘)

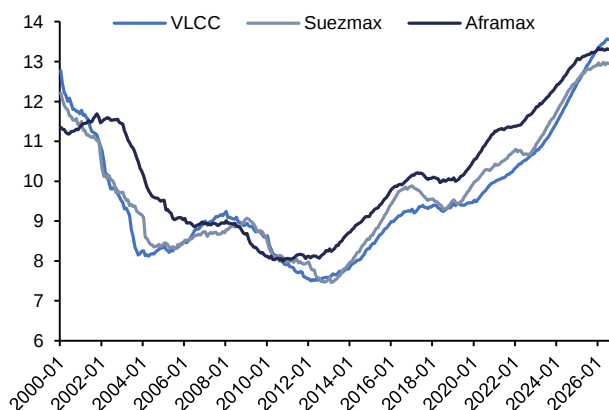


来源: Clarksons, 国金证券研究所

2.2.2 市场有效供给下滑, 船舶老龄化严重

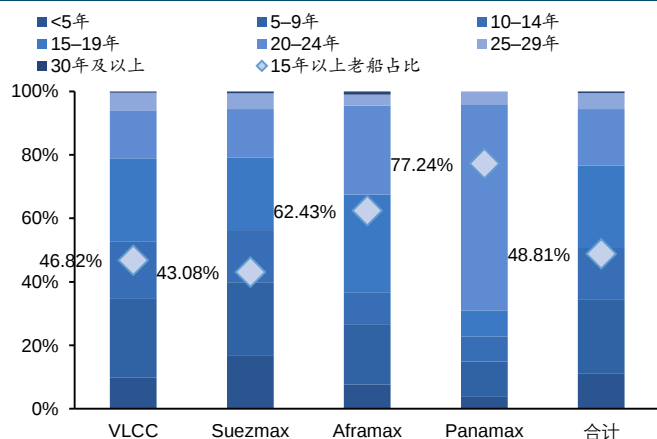
当前原油轮老龄化严重。原油油轮/VLCC20 岁以上船舶分别占比 22.9%/21.1%，未来几年是 2009 年-2012 年交付船舶集中加速老龄化时期，拆船压力加剧。近期在手订单疾速增长或可缓解该潜在威胁。

图表43: 原油轮平均船龄持续攀升至历史高位 (年)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

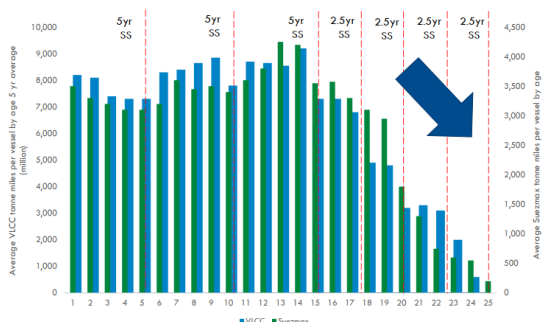
图表44: 船龄分布 (截至 2026 年 7 月 24 日, 载重吨口径)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

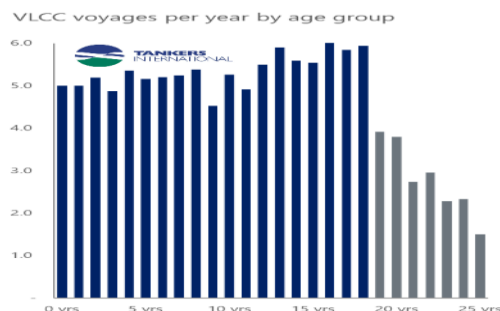
船舶老龄化将导致有效供给下滑: 1) VLCC 多用于远洋跨区域航线, 15 年以上的 VLCC 产能利用率会下滑 20% (较船龄 15 年以内的船), 一旦迈过 20 年, 产能利用率会进一步下滑。大型石油公司对船龄要求较高, 老船很难获得航次合同, 未拆解也变相退出了市场; 2) VLCC 在过了 15 岁后, 特检频率由 5 年缩短至 2.5 年。

图表45: 老旧油轮产能利用率下滑



来源: EuroNav, 国金证券研究所

图表46: 老旧油轮周转次数下滑



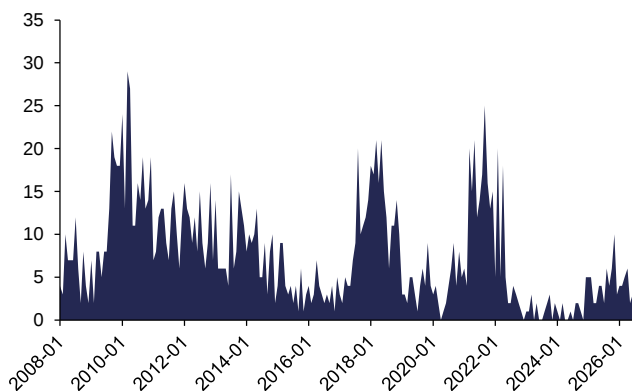
来源: Tankers International, 国金证券研究所

拆船方面, 2026 年 6 月全行业拆船 3 艘, 其中包括 1 艘 VLCC; 当下局势反复, 船舶市场



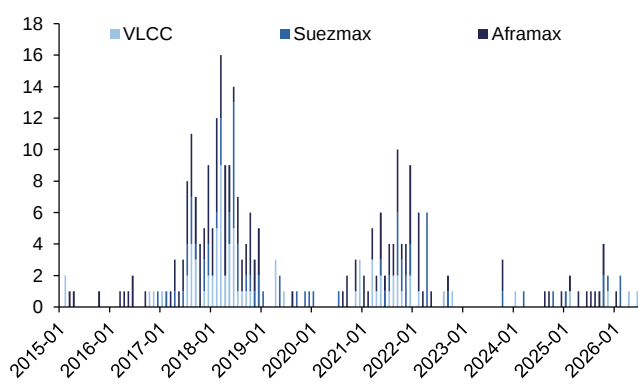
景气，导致拆船不及预期。

图表47：全行业油轮拆解量偏低（艘）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表48：原油轮主要船型拆解量（艘）



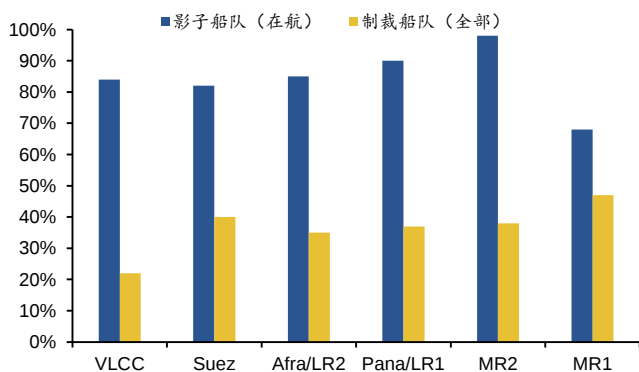
来源：Clarksons，国金证券研究所

2.2.3 寡头控盘叠加制裁加码，加剧供给紧张

长锦商船控盘，寡头定价。当前船舶市场景气，二手船价走高；买家愿意支付巨额溢价购买旧船，获取即期运力抢占货运订单，市场运力供给趋于紧张。在此背景下，截至2026年2月，通过频繁租购船囤运力，长锦商船将通过自有及期租方式控制118艘VLCC（包括船舶交付和重新交付以及现有TC延期等各种假设），占当前运营中VLCC船队的13%（含影子船队）。全球前十大VLCC船东共控制392艘船舶合计占全球船队规模的53%，行业集中度空前提高，供给端被人为锁住，运价利润中枢抬升。

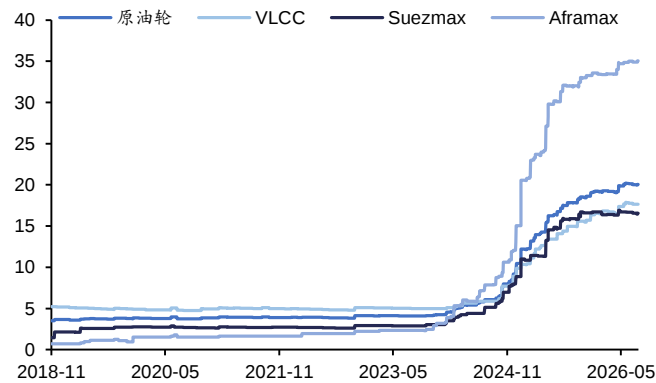
冲突以来受制裁原油轮占比快速提升，影子/制裁船队效率低，供给或减少。一方面，受制裁船舶通常难以获得主流租家、港口、银行、船级社及国际保赔协会服务，基本退出合规油运市场。另一方面，影子船队虽然仍能承运受制裁原油，但其运输过程往往需要关闭或伪造AIS信号、频繁更换船旗和所有权，并通过多次船对船过驳掩盖货物来源，运营效率显著低于主流船队。

图表49：冲突发生以来影子/制裁船队效率损失（%）



来源：McQuilling Services，国金证券研究所

图表50：冲突以来被制裁油轮比例迅速攀升（%）



来源：Clarksons，国金证券研究所

2.3 油运业务提供向上高盈利弹性

截至2025年底，公司自有VLCC 51艘，运力合计1576.01万DWT，平均船龄10.3岁；自有Aframax 6艘，运力合计65.89万载重吨，平均船龄9.67岁，显著低于行业当前平均船龄，因而可以获得超额收益。


图表51：公司截至 2026 年 7 月底的自有船队结构

船型	数量	载重吨(万 DWT)	2026 年交付数量	船舶订单量	总载重吨 (万 DWT)
油轮	59	1664.9	2	16+1	约 379.9+15.4 万 DWT
其中：VLCC	51	1576.01		10	约 307 万 DWT
其中：Aframax	8	88.89	2	5	约 57.5 万 DWT

来源：公司公告，国金证券研究所

假设每年营运天数 355 天，平均汇率 6.8，所得税税率 15%，VLCC 每日综合费用比阿芙拉型油轮高 10000 美元；TCE 每上涨 10000 美元/天，VLCC/阿芙拉型分别贡献税前净利润增量 12.31、1.93 亿元，税后净利润增加 10.46、1.64 亿元。当平均 TCE 水平分别达到 30000、50000、80000、100000、150000 美元/天，在 2026 年 7 月底的经营条件下，公司油运业务的自有船队净利润将分别达到 6.23、30.44、66.76、90.97、151.50 亿元。

图表52：公司油运业务盈利弹性测算

	艘数	盈亏平衡点	TCE 上涨 1 万美元/天， 税前净利润增厚（亿元）	TCE 上涨 1 万美元/天， 税后净利润增厚（亿元）	
油轮	59		14.24	12.11	
其中：VLCC	51	26209.45	12.31	10.46	
其中：Aframax	8	16209.45	1.93	1.64	
假设	营运天数	355			
	平均汇率	6.8			
	所得税税率	15%			
平均 TCE（美元/天）	30000	50000	80000	100000	150000
VLCC 净利润（亿元）	3.97	24.90	56.29	77.22	129.54
Aframax 净利润（亿元）	2.26	5.55	10.47	13.75	21.96
油运合计（亿元）	6.23	30.44	66.76	90.97	151.50

来源：公司公告，国金证券研究所

图表53：TCE-营运天数敏感性分析

油运净利润(亿元)		TCE (美元/天)										
		30000	50000	60000	80000	100000	120000	140000	150000	160000	180000	200000
运营天数	350	6.1	30.0	41.9	65.8	89.7	113.6	137.4	149.4	161.3	185.2	209.0
	351	6.2	30.1	42.1	66.0	89.9	113.9	137.8	149.8	161.8	185.7	209.6
	352	6.2	30.2	42.2	66.2	90.2	114.2	138.2	150.2	162.2	186.2	210.2
	353	6.2	30.3	42.3	66.4	90.5	114.5	138.6	150.7	162.7	186.8	210.8
	354	6.2	30.4	42.4	66.6	90.7	114.9	139.0	151.1	163.2	187.3	211.4
	355	6.2	30.4	42.5	66.8	91.0	115.2	139.4	151.5	163.6	187.8	212.0
	356	6.2	30.5	42.7	66.9	91.2	115.5	139.8	151.9	164.1	188.4	212.6
	357	6.3	30.6	42.8	67.1	91.5	115.8	140.2	152.4	164.5	188.9	213.2
	358	6.3	30.7	42.9	67.3	91.7	116.2	140.6	152.8	165.0	189.4	213.8
	359	6.3	30.8	43.0	67.5	92.0	116.5	141.0	153.2	165.5	189.9	214.4
	360	6.3	30.9	43.1	67.7	92.3	116.8	141.4	153.6	165.9	190.5	215.0

来源：公司公告，国金证券研究所

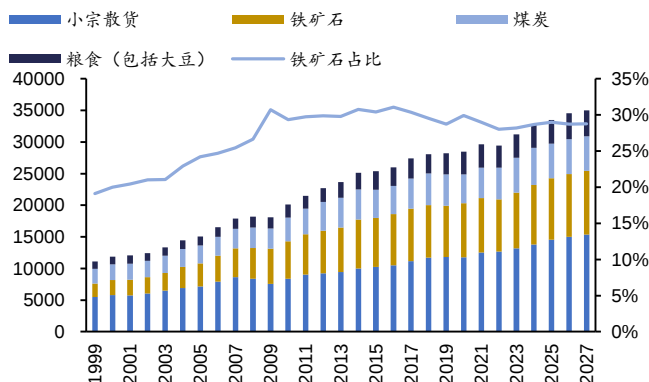


3 矿山投产，厄尔尼诺，干散货业务进入机遇期

3.1 西芒杜铁矿投产，需求具备长期确定性

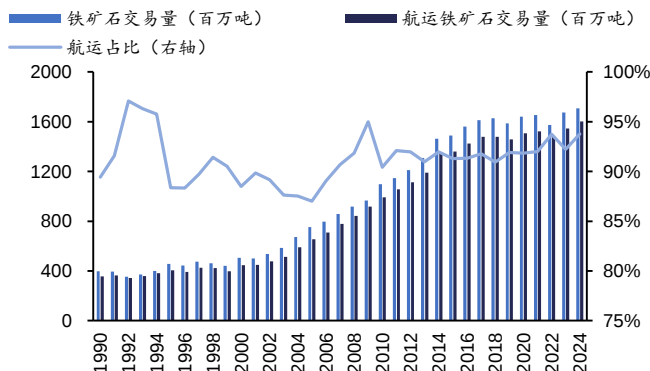
铁矿石是全球干散货航运最重要的基础货种之一。全球优质铁矿资源主要分布在澳大利亚、巴西、南非和西非，而钢铁产能及铁矿石消费主要集中在中国、日本、韩国等东亚国家，资源地与消费地高度分离，因此国际铁矿石贸易天然依赖海运。

图表54：铁矿石是全球干散货航运重要成分（万吨海里）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表55：铁矿石贸易严重依赖航运



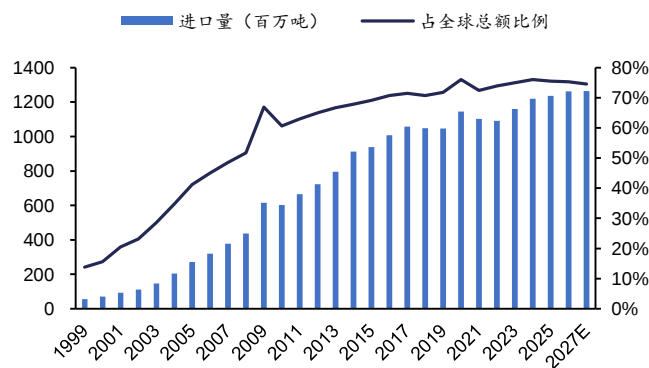
来源：iFinD，Clarksons，国金证券研究所

我国是全球最大的铁矿石消费国和进口国。2025 年我国进口铁矿砂及其精矿 12.59 亿吨，同比增长 1.8%；2026 年上半年进口量进一步达到 6.29 亿吨，同比增长 6.3%。由于国内铁矿石平均品位偏低、开采成本较高，我国铁矿石进口依赖度超过 80%，进口矿在钢铁原料供应体系中占据主导地位。

同时，我国铁矿石进口来源集中度较高。2025 年，我国从澳大利亚进口铁矿石 7.59 亿吨，占进口总量的 60.3%；从巴西进口 2.77 亿吨，占比 22.0%，两国合计占比达到 82.3%。全球海运铁矿石供应也长期由力拓、必和必拓、淡水河谷和 FMG 等少数大型矿山主导，使我国在资源安全、采购议价和价格波动管理方面面临一定约束。

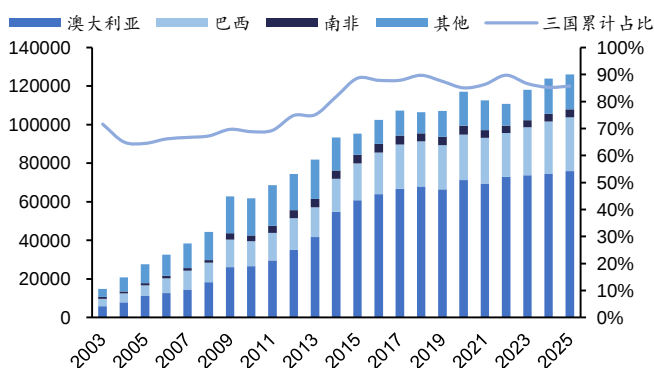
在此背景下，西芒杜项目投产意味着全球铁矿石供应格局迎来重要变量，也为干散货运输提供了确定而长期的增量。项目于 2025 年 11 月正式启动运营，首船约 20 万吨铁矿石于 2026 年 1 月抵达中国，标志着“矿山—铁路—港口—远洋运输—国内钢厂”的全供应链正式贯通。项目配套超过 600 公里铁路及港口、驳船和过驳设施，远期可支持南北矿区合计每年出口 1.2 亿吨铁矿石。

图表56：我国是铁矿石主要进口国



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表57：我国铁矿石进口来源集中度高（万吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

项目对我国意义重大。1) 西芒杜有助于保障我国供应安全。项目远期年产能 1.2 亿吨，

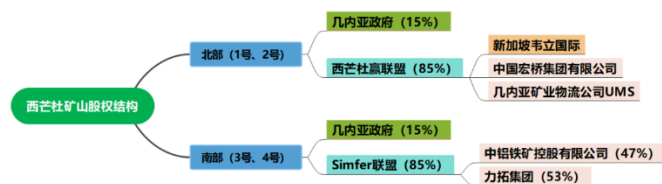


相当于我国 2025 年铁矿石进口量的约 9.5%。如果其中大部分进入中国，其规模足以成为澳大利亚、巴西之外的重要第三极，降低我国对少数国家和四大矿山的集中依赖。

2) 西芒杜有助于提升我国在铁矿石产业链中的话语权。中铝、宝武等中国企业深度参与矿山股权、铁路港口建设和下游采购，帮助我国在海外施加强力的产业协同影响。新增产能将促进海外矿山之间的竞争，有利于我国钢厂在长协采购、矿种搭配和价格谈判中获得更多主动权。

3) 西芒杜铁矿具有较高的资源质量。其铁品位约为 65%，杂质相对较低，高于澳大利亚主流的 59%—61%品位矿。高品位矿可提高高炉利用效率、降低焦炭消耗和单位钢产量排放，并能够作为低碳冶金和直接还原铁路线的重要配矿资源。

图表58：我国企业拥有较大份额的西芒杜矿山股权



来源：信德海事，国金证券研究所

图表59：西芒杜项目需要更多好望角型船参与运营



来源：Drewry，国金证券研究所

项目将提升干散货航运的运输距离。澳大利亚至中国是典型的短程铁矿石航线，好望角型船往返周转通常约 33 天；几内亚至中国需要绕行非洲南端，往返航程超过 90 天，船舶周转时间接近澳大利亚—中国航线的 3 倍。根据 Drewry 测算，若西芒杜远期 1.2 亿吨铁矿石主要运往中国，并等量替代澳大利亚矿，运输相同货量下，澳大利亚—中国航线约需 64 艘好望角型船，而几内亚—中国航线约需 181 艘，对应净增加约 116 艘好望角型的运力。

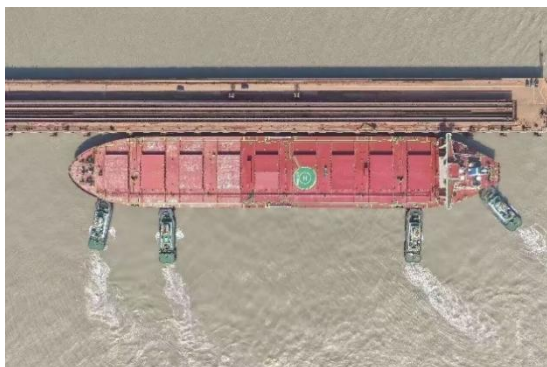
图表60：西芒杜项目对全球铁矿石航运贸易需求的拉动测算

代替对象	全球贸易增长	全球吨海里需求增长
国内本土铁矿	7.13%	13.49%
澳大利亚	0	9.31%
巴西	0	0.24%
其他	0	3.55%

来源：Clarksons, drewry, fluentcargo，国金证券研究所

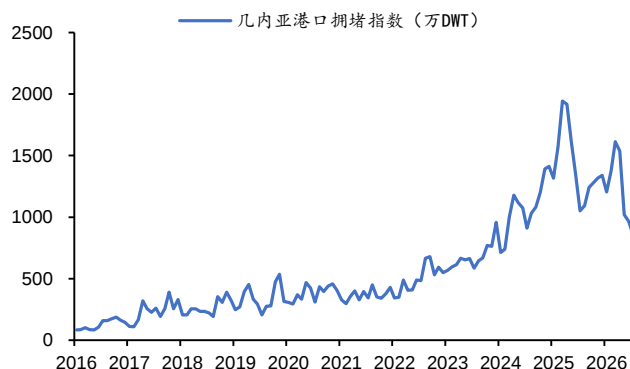


图表61：2026年1月首船西芒杜矿石运抵中国



来源：中国宝武，国金证券研究所

图表62：几内亚航运近年来逐渐繁忙



来源：Clarksons，国金证券研究所

2026年7月21日，招商轮船发布公告，公司下属全资子公司香港明华船务有限公司已成为西芒杜项目关键矿产远洋运输的重要参与方，并拟与拥有西芒杜矿石产品海运权的中国矿产资源供应链公司签署《长期运输协议》。合约期25年，合同类型为包运合同(COA)，租金以波罗的海航运交易所航线运价指数为基准，辅以成本调节机制确定。该合同尚需提交公司董事会审议通过，尚未正式签约落地。25年长期运输协议计划的意义，在于长期战略绑定。对中国矿运链而言，这意味着从“买矿”到“控链”的关键跃迁；对公司而言，干散货船队从周期波动到长协托底的质变。

总体来看，西芒杜项目已进入运营阶段，2026年仍属于产量爬坡初期，CRU预计全年产量约2000万吨；远期1.2亿吨产能预计接近2030年逐步释放。因此，项目是干散货市场未来数年持续增加的长航距货盘，为干散货船运价中枢提供长期支撑，为公司的发展提供持续动力。

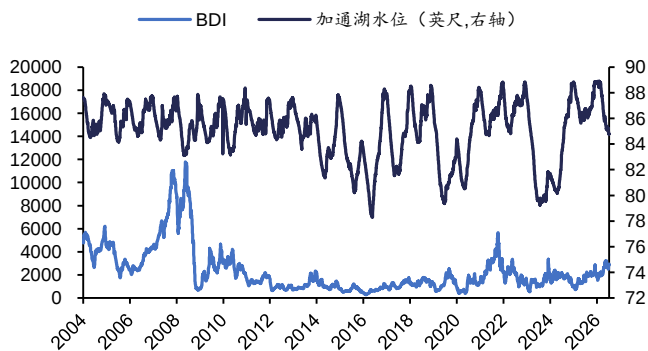
3.2 厄尔尼诺现象持续增强，航运有效供给阶段性收缩

厄尔尼诺导致巴拿马运河枯水、南美矿粮供给重分配及港口作业效率下降，扰动干散货市场。截至2026年7月，NOAA判断厄尔尼诺将继续增强，持续至2027年初的概率为97%，并给出2026年10—12月发展为超强厄尔尼诺的概率为82%；但同时强调，厄尔尼诺只是提高特定天气出现的概率，并不意味着每个地区都会出现典型影响。

3.2.1 巴拿马运河：由水位约束转化为隐性运力去化

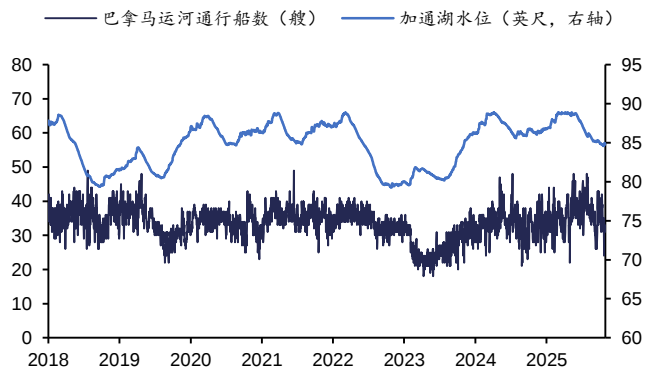
巴拿马运河船闸运行高度依赖加通湖和阿拉胡埃拉湖的淡水补给，而厄尔尼诺通常抑制中美洲雨季降水，当流域来水不足时，运河管理局一般依次采取降低允许吃水、减少预约船位、压缩每日通航艘次和提高竞拍船位比例等措施。其对于干散货航运市场的影响是：货量减少（减载）、效率降低（排队）和航距拉长（绕航）。

图表63：加通湖水位与BDI关系密切



来源：巴拿马运河管理局，iFinD，国金证券研究所

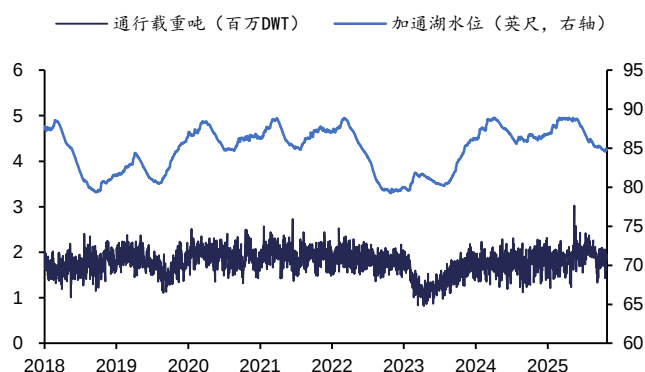
图表64：加通湖水位与运河通行船数总体正相关



来源：巴拿马运河管理局，Clarksons，国金证券研究所

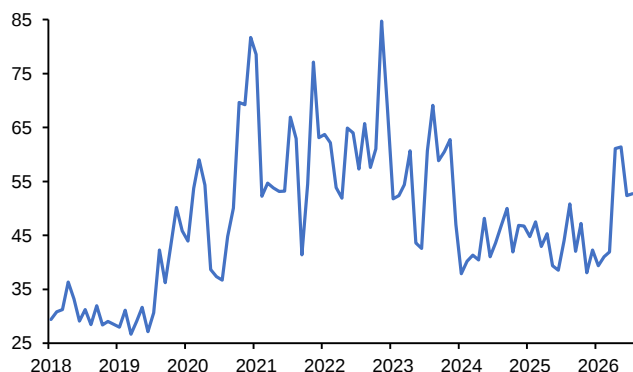


图表65：加通湖水位与运河通行载重吨总体正相关



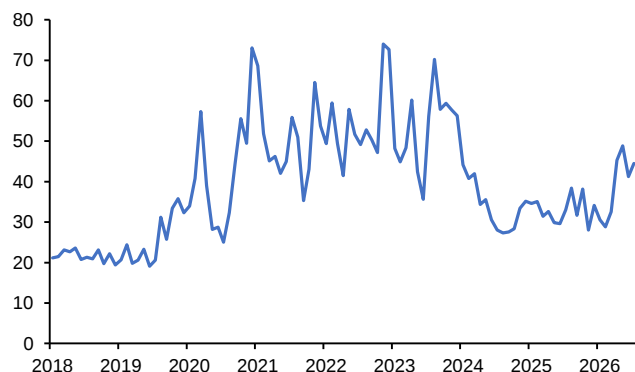
来源：巴拿马运河管理局, Clarksons, 国金证券研究所

图表66：船舶通行巴拿马运河拥堵指数



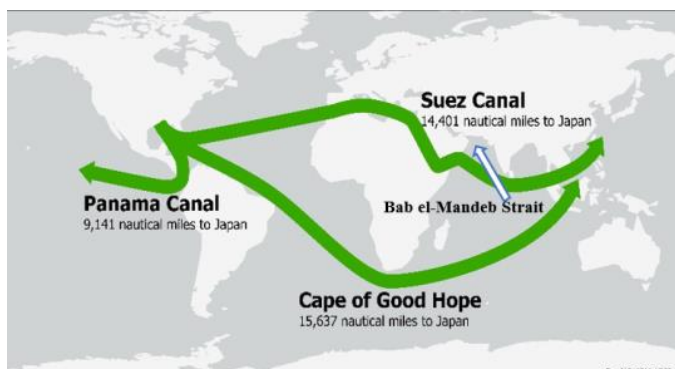
来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表67：船舶通行巴拿马运河平均排队时间（小时）



来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表68：厄尔尼诺现象导致美湾-日本航线绕行



来源：USDA, 国金证券研究所

- 1) 减载效应：吃水限制迫使部分船舶减少装货量，尤其影响满载通过运河的粮食、煤炭及小宗散货船舶。相同货量需要更多航次完成，相当于提高单位货物的船舶需求。
- 2) 排队效应：预约船位不足后，干散货船因航次价值通常低于集装箱船和 LNG 船，在船位竞拍中的承受能力较弱，更容易进入等待队列，形成额外的空载或满载等待天数。
- 3) 绕航效应：船东可能改走苏伊士运河、好望角或南美洲南端。美国农业部测算，2023 年美国湾—东亚粮食船由巴拿马改走苏伊士后，单航次增加超过 5000 海里，按 12 节航速计算增加两周以上航行时间。

当前管理局已将 Neopanamax 最大允许吃水从 7 月 24 日起降至 49 英尺，并计划自 8 月 15 日起进一步降至 48.5 英尺；若强厄尔尼诺延续，后续可能同时采取吃水和预约船位限制。因此，当前吃水约束已经开始、全面运力冲击尚待观察。

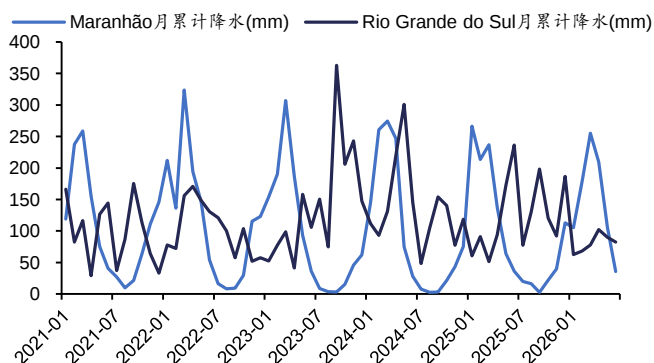
3.2.2 南美贸易：铁矿石偏阶段性扰动，粮食呈现区域分化

厄尔尼诺对南美降水的影响具有显著空间差异：巴西中北部往往面临高温少雨，而巴西南部、乌拉圭及阿根廷出现强降水的概率上升。

厄尔尼诺提高南美铁矿石链条发生阶段性中断的概率，主要扰动季度发运节奏。铁矿石供应链涉及露天矿山、铁路、堆场和装船码头，降水冲击其正常的发运节奏。根据 Vale 披露，2023 年一季度 Ponta da Madeira 码头因强降雨出现装船限制，随后在二季度恢复生产率；2019 年一季度异常降雨对其北部系统发运量影响约 500 万吨。对于散货航运市场而言，停发初期可能因货盘减少而压低即期需求；但若矿石在港口累积、天气改善后集中补发，则会形成货盘脉冲，并与前期滞港船舶共同放大运价反弹。

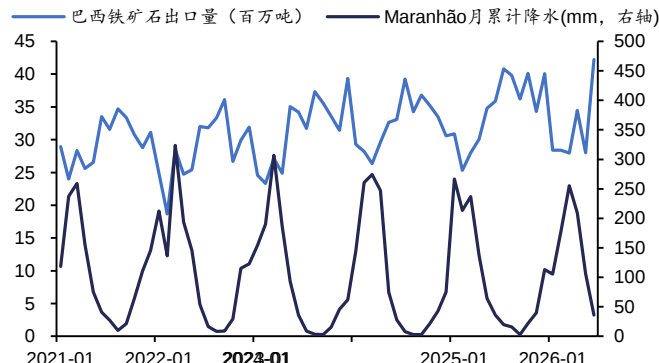


图表69：厄尔尼诺对南美降水的影响具有显著空间差异



来源：CPTEC，国金证券研究所

图表70：降水扰动巴西铁矿石发运节奏

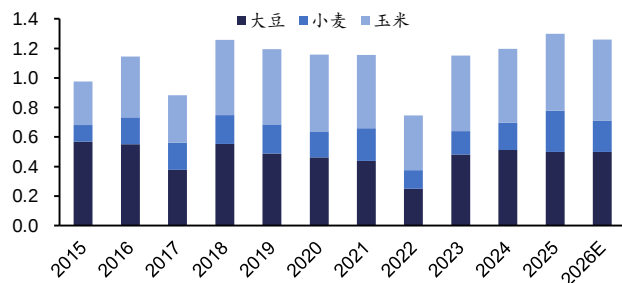


来源：iFinD，CPTEC，国金证券研究所

厄尔尼诺现象将导致南美地区粮食产量和发运节奏均发生变化。阿根廷通常受益于降水。2023 年阿根廷大豆产量由上一年度的 2500 万吨恢复至 4900 万吨；小麦由 1260 万吨增至 1590 万吨；玉米增至 5000 万吨，同比增长 39%。厄尔尼诺带来的降水是产量恢复的重要因素。巴西中西部可能遭遇高温少雨。2023 年巴西大豆产量由上年的 1.62 亿吨降至 1.545 亿吨，玉米产量也由约 1.37 亿吨降至 1.27 亿吨。减产之外，干旱还会推迟大豆播种，进而压缩下一季度玉米的播种窗口；巴西南部又可能雨水过多。暴雨会推迟收获、降低粮食品质、损坏仓储设施，并使公路、铁路和港口同时承压。

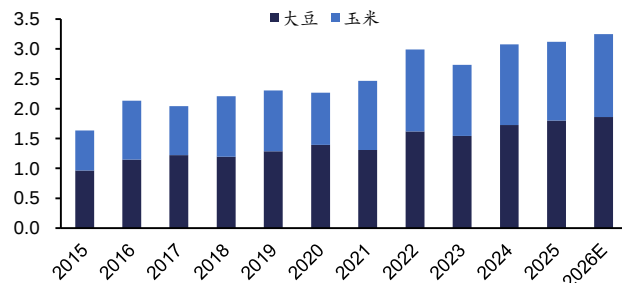
对于本轮事件，巴西官方预计 2026 年 7—9 月南部降水偏多、中心与北部偏少，阿根廷农业技术研究机构则预计 2026/27 作物年度水分条件较前期改善。因此，本轮粮食对干散货航运市场的影响还将持续。

图表71：阿根廷受益于降水，农作物得到增产（亿吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表72：厄尔尼诺导致巴西农作物减产（亿吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

3.2.3 港口效率：天气因素导致系统运转滞涩

港口效率下降体现在三个方面：1) 有效作业窗口时间变短。粮食、糖、化肥等货物在露天装卸时容易吸湿或受损，强降雨期间通常需要关闭舱盖、暂停装船。

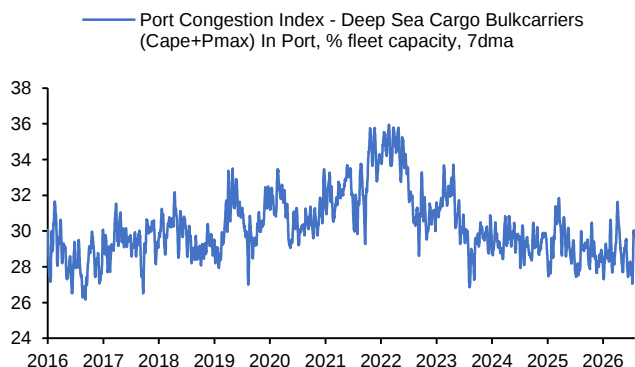
2) 限制引航、靠离泊及装船机作业。船舶到港节奏与泊位释放节奏失配，形成锚地排队；天气恢复后多艘船集中靠泊，又会导致拖轮、引航和堆场资源二次拥堵。

3) 洪水破坏港外集疏运。公路封闭、铁路中断、仓库进水后，即使码头本身仍可运行，也可能因港口库存不足而等货；反之，内陆货物集中到港后又会造成堆场爆仓。

4) 洪水还可能造成航道回淤。在疏浚完成前，船舶可能面临吃水限制、减载或潮窗等待。与之相反，巴西北部干旱则可能降低亚马逊及支流的驳船吃水，限制粮食从内陆运往港口。因此，厄尔尼诺既可能导致暴雨降低码头效率，又可能导致枯水削弱港口集货能力。

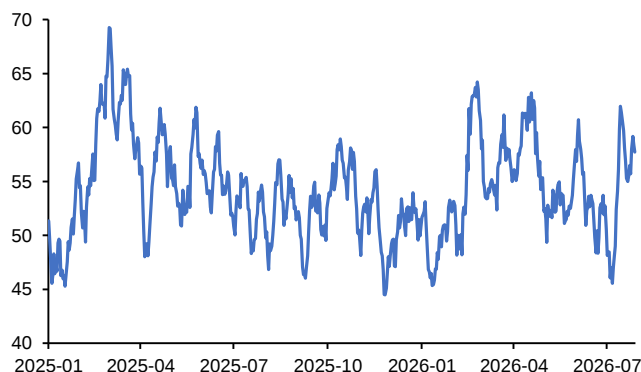


图表73：大型干散货船在港拥堵指数逐渐抬头



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表74：大型干散货船在港等待时间增加（小时）

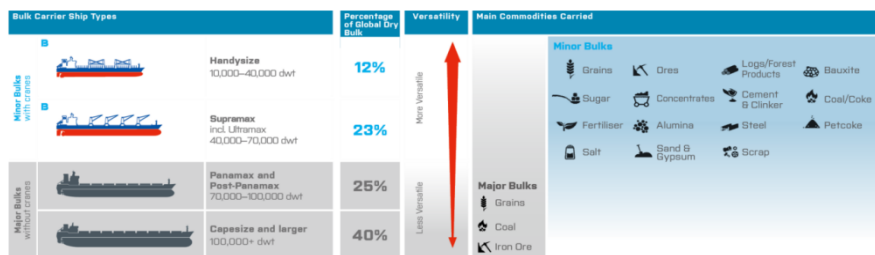


来源：，Clarksons，国金证券研究所

3.3 市场运力与在手订单运力相当，供给端运力净增长有限

当前干散货市场订单处于历史低位水平，2026-2029 年计划交付干散货船舶数量温和增长，同时船舶老龄化问题严重，整体供给处于低速增长状态。

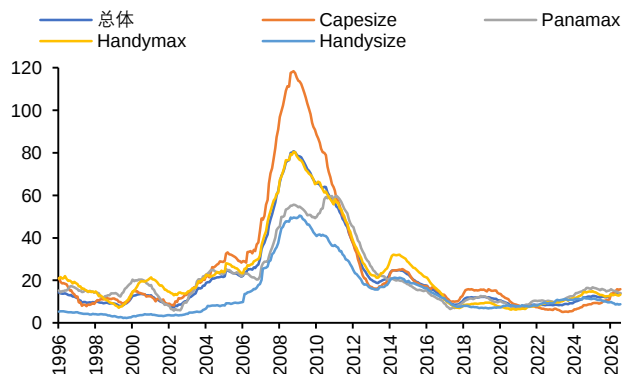
图表75：干散海运主要船型



来源：Pacific Basin，国金证券研究所

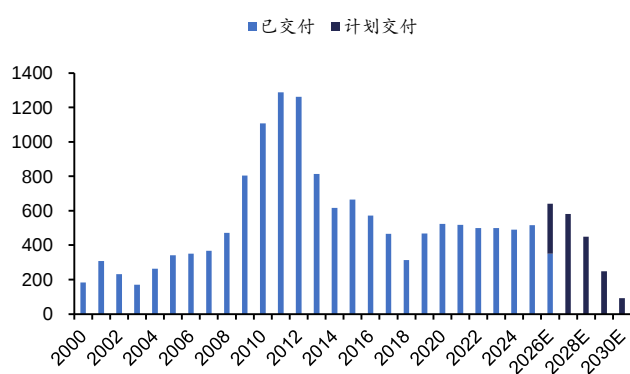
新签订单意愿主要来源于高运价的持续性。2008 年交付高峰过后，散运船供给增速持续低位。截至 2026 年 7 月，全行业在手订单占现有运力比重为 13.9%，仍处于 1996 年以来的低位水平，且新订单有限，供给维持温和增长。

图表76：干散货船在手订单运力占现有运力比重（%）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表77：散货船队供给维持温和增长（百万 DWT）

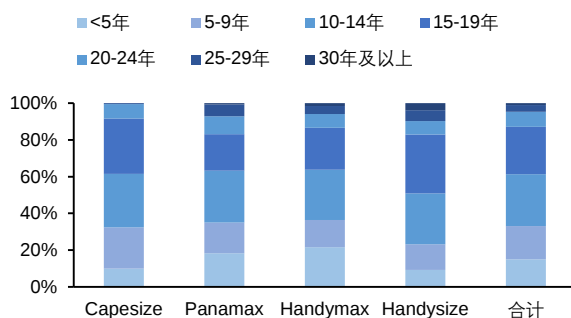


来源：，Clarksons，国金证券研究所

干散货船队老龄化现象同样突出。截至 2026 年 7 月，全行业在手订单占现有船队比例为 7%，而全行业干散船队中 20 岁以上占比达 12.9%，略低于新增运力占比。老船的经济性较差，同时环保新规也将加快老船拆解退出。

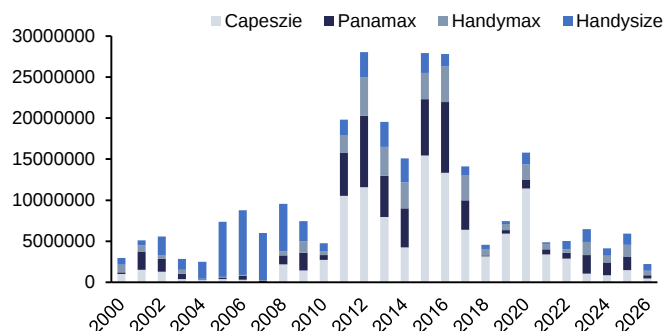


图表78：干散货船老龄化情况严重



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表79：干散货船拆解或将集中爆发（DWT）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表80：干散货船舶贸易供需关系一览

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
需求增速	-2.10%	3.90%	3.90%	1.50%	2.40%	1.10%
供应增速	2.90%	3.10%	2.90%	2.90%	3.80%	4.20%

来源：Clarksons，国金证券研究所

3.4 散运船队快速扩张，业绩稳健且不失弹性

截至2026年7月底，公司自有散运船队合计101艘，运力合计1904.63万载重吨，较去年底新交付3艘新船，另外新增订单7艘，包括6艘VLCC，船队规模持续扩大；考虑到公司未来将长期深度参与西芒杜项目，我们认为该业务经营稳健，且富有增长空间。

图表81：公司截至2026年7月底的自有干散货船队结构

船型	数量	载重吨(万 DWT)	2026 年新增数量	船舶订单量	总载重吨(万 DWT)
VLCC	34	1313.13		6	205.8
Newcastlemax				11	231.8
Capesize	16	286.89			
Kamsarmax	4	32.78	2		
Panamax	6	45.78			
Ultramax	21	131.93	1		
Supramax	10	57.95			
Handysize	10	36.17			
合计	101	1904.63			

来源：公司公告，国金证券研究所

4 多元业务布局，平滑周期波动

4.1 集运航线扩张，船队升级，下行周期显韧性

公司的集装箱运输业务已经形成较完整的区域班轮网络，并正从东北亚、两岸航线为主向东南亚、南亚及墨西哥等中长距离航线扩展。



图表82：公司集装箱运力全球排名第29名（截至2026年7月底）

Rank	Operator	Teu	Share	Existing fleet	Orderbook
1	Mediterranean Shy Co	7,347,616	21.4%		
2	Hapag	4,726,568	13.8%		
3	CMA CGM Group	4,405,010	12.9%		
4	COSCO Group	3,646,194	10.6%		
5	Hapag-Lloyd	2,394,122	7.0%		
6	ONE (Ocean Network Express)	2,179,800	6.4%		
7	Evergreen Line	2,022,899	5.9%		
8	HMM Co Ltd	1,823,593	5.3%		
9	Yang Ming Marine Transport Corp.	757,240	2.2%		
10	Zim	702,036	2.0%		
11	Wan Hai Lines	624,354	1.8%		
12	PSL (Pacific Int'l Line)	459,136	1.3%		
13	S.P. Pedersen Group	190,292	0.6%		
14	SEAC	185,575	0.5%		
15	KMTC	157,748	0.5%		
16	DP World	153,045	0.4%		
17	REEL Group	140,184	0.4%		
18	Global Feeder Shipping LLC	133,642	0.4%		
19	Sinclair Merchant Marine	119,453	0.3%		
20	TS Lines	118,692	0.3%		
21	Emirates Shipping Line	108,794	0.3%		
22	ACL (Regional Container L.)	97,783	0.3%		
23	Ningbo Ocean Ship Co.	90,350	0.3%		
24	China United Lines (CULines)	85,837	0.3%		
25	Intersisa Lines	85,077	0.2%		
26	Tangshan Port Hede Shipping	77,154	0.2%		
27	Grimald (Napoli)	76,582	0.2%		
28	Antong Holdings (SASC)	72,564	0.2%		
29	Sinotrans	68,743	0.2%		
30	Mabson	68,420	0.2%		

来源：Alphaliner，国金证券研究所

图表83：公司早期集运航线集中在东北亚

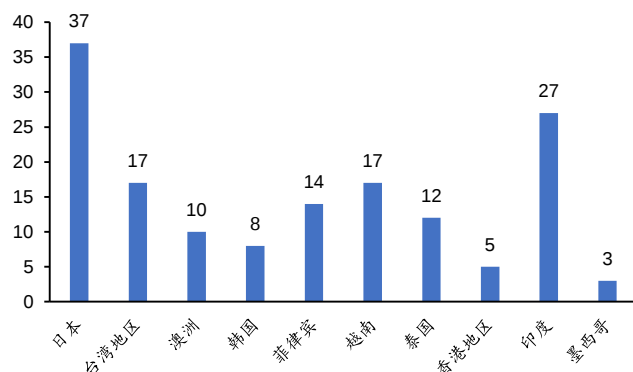


来源：公司公告，国金证券研究所

根据 Alphaliner 数据，截至 2026 年 7 月底，公司集装箱运力全球排名第 29 名，拥有和控制船舶 42 艘，运力 68743TEU，其中自有船舶 19 艘，运力 30566TEU；租赁船舶 23 艘，运力 38177TEU；在手订单 12 艘，运力 52000TEU，占当前运力的 75.6%。

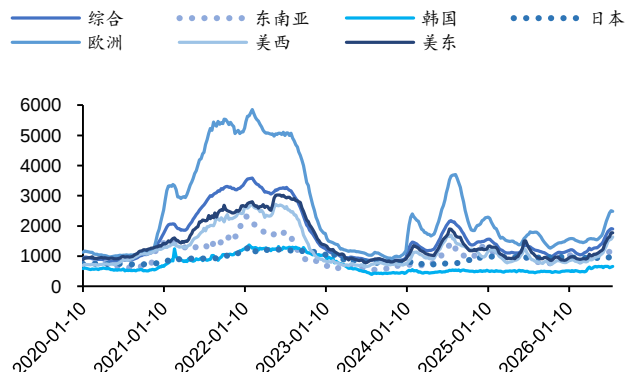
集运业务主要布局亚洲，运价波动较小。公司集运业务服务网络覆盖中国大陆至日本、澳洲、韩国、菲律宾、越南、中国台湾、中国香港等国家和地区的多条集装箱班轮航线，其中日本航线上，公司投入运力投入最大、竞争能力最强。2025 年新开了华东—泰国 CTX、远东—墨西哥 MEX、海防第二航线 CHS2，同时升级印度西岸、华北—菲律宾航线。根据公司 2025 年报，2026 年公司计划继续研究或开拓华南—海防、波斯湾航线。

图表84：公司集运主要经营日本和印度航线（班次/周）



来源：外运集运公司官网，国金证券研究所

图表85：亚洲航线运价波动较小（CCFI）

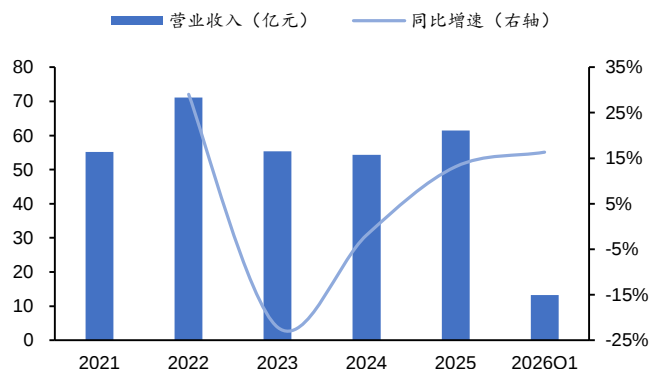


来源：iFinD，国金证券研究所

行业运价下行、成本上升，公司集运业务经营保持稳健。2026Q1，欧美通胀抑制消费需求，集运贸易增速放缓，各主要航线运价总体延续 2025 年的下行走势。公司集装箱船队同比增加 3 艘，运力增加 9208TEU、同比增长 17%；一季度承运重箱 26.3 万 TEU，同比增长 9.7%。受新航线开辟及业务量增长带动，集运板块实现营业收入 13.24 亿元，同比增长 16.3%；但燃油费、船舶租金、装卸费和港口使费等成本增加，板块净利润同比下降 29.0%。

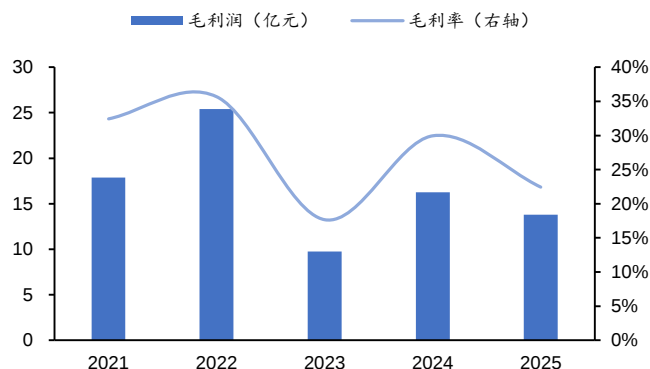


图表86：招商轮船集运业务营业收入



来源：iFinD，国金证券研究所

图表87：集运业务毛利率基本维持在 20%以上



来源：iFinD，国金证券研究所

大规模新造船将推动船队升级。2026 年公司已签约 12 艘集装箱船，包括 4 艘 8200TEU、4 艘 3000TEU 和 4 艘 1800TEU；7 月董事会又批准新建 4 艘 1800TEU 船，合计涉及 16 艘、约 5.92 万 TEU，相当于当前控制运力的约 85%，预计主要在 2027—2028 年交付。

这一举措将降低租船成本敏感性。截至 2026 年 7 月底，租入船运力约 3.82 万 TEU，占控制运力约 56%；2025 年开始租船费用持续走高，如果新船交付后替代部分高成本租船，可以提高船队控制力，降低租船市场上涨时的成本波动。

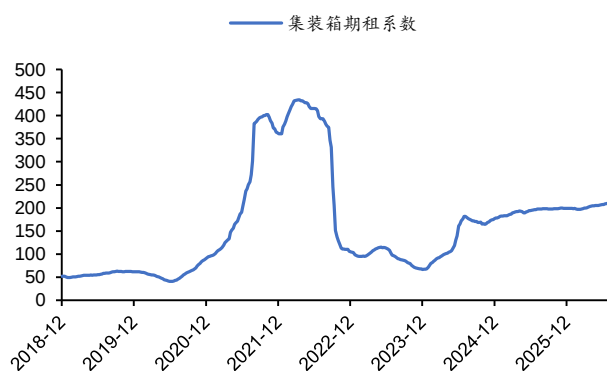
同时，8200TEU 船明显大于目前区域支线船型，有利于开拓墨西哥、印度、波斯湾等更长距离航线，提高单箱规模经济；甲醇预留设计也有利于应对未来碳排放和绿色燃料要求。因此，集运业务将随着航线扩张与船队升级持续向上。

图表88：外运集运举行新造 12 艘集装箱船舶签约仪式



来源：外运集运公司官网，国金证券研究所

图表89：集装箱船期租自 2025 年起持续走高



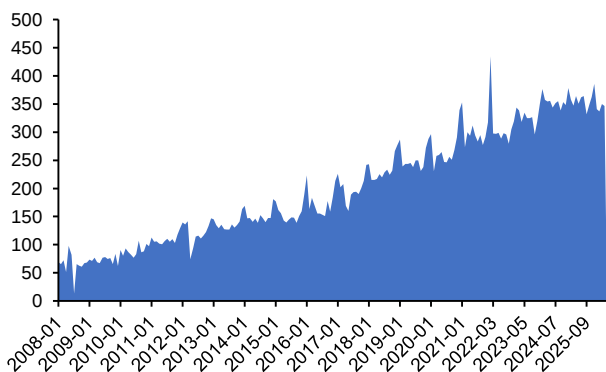
来源：Clarksons，国金证券研究所

4.2 双轮驱动，船队交付，LNG 业务贡献稳定增量

LNG 运输已成为国内天然气进口最主要形式。标下，能源转型持续发力，随着国内天然气供需缺口日益扩大，天然气进口规模持续提升。天然气进口方式中，管道进口方式成本低、运力高，但前期管道铺设投资巨大，且受限于单一气源地，地缘风险大（如“北溪”管道），相较之下 LNG 运输来源多样化、灵活性强。2017 年起国内 LNG 进口量超越管道进口量，2025 年全国 LNG 进口量 6843.18 万吨，同比减少 10.7%，而管道运输进口量 5943.35 万吨，为 LNG 进口量的 86.9%。

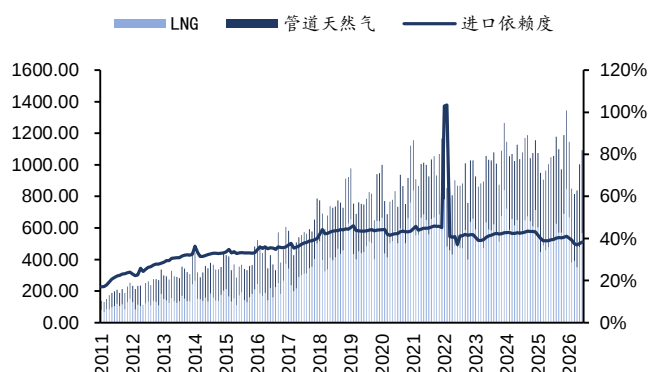


图表90：我国表观天然气消费持续增长（亿立方米）



来源：Wind，国金证券研究所

图表91：LNG已成为天然气主要进口形式（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

公司该业务采用双轮驱动模式，CLNG 平台由公司与中远海能各持股 50%，历史上参与广东、福建、上海 LNG，以及澳洲昆士兰、亚马尔和卡塔尔能源项目；CMLNG 自主平台成立于 2022 年，负责自主投资、运营和管理 LNG 船；截至 2025 年底，公司已投资 LNG 船舶 64 艘，其中 61 艘已锁定长约，增厚了公司未来业绩安全垫。

图表92：公司 LNG 业务进入集中交付期

时间	项目进展	原合同属性
2025 年 4 月	CLNG 参股的卡塔尔能源项目首艘“AL TUWAR”轮命名	卡塔尔能源既有长约项目
2025 年 9 月	17.5 万方“海韵”轮交付	2022 年订造，服务中化石油长约
2026 年 1 月	“海瀚”轮交付	服务中化石油长约
2026 年 6 月	“海创”轮交付	中化石油 3 艘船项目完成建设、全面履约
2026 年 7 月	二期首制船“海能”轮交付	已锁定长约，但本次公开稿未披露租家名称

来源：公司公告，国金证券研究所

根据公司 2025 年报，2026 年计划交付招商气运 14 艘、CLNG 公司 5 艘，合计 19 艘 LNG 船；若按期完成，运营船队和利润贡献会出现明显台阶式增长。考虑到公司约 95% 的船舶已锁定长约，并且卡塔尔能源项目提供超长周期收益，公司 LNG 业务既拥有长期运量基础，又拥有不断升级的船队供应，增长逻辑确定。

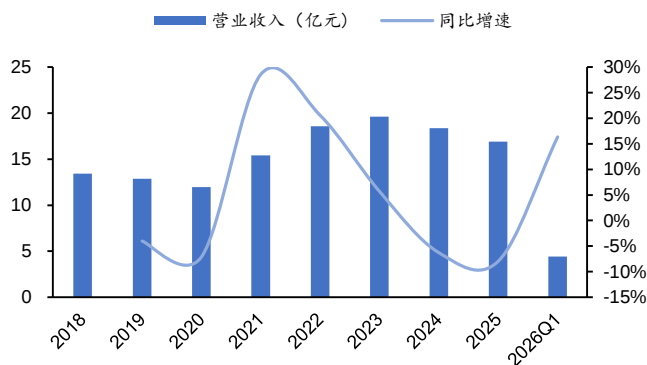
4.3 乘自主品牌出海东风，迎滚装业务发展

公司旗下滚装船队是国内第一家专业汽车滚装运输公司，1993 年即已开始从事近洋汽车滚装运输，在内贸市场地位稳固，且具备外贸资质、经验和能力。公司目前滚装航线已覆盖长江、沿海和远洋。截至 2026 年 1 月，拥有各类江海洋滚装船 19 艘，年运输能力超过 100 万辆，商品车仓储面积约 8 万平方米，目前在船队规模、物流网络、市场占有率、服务客户数量等方面居行业领先地位。

“国车国运”趋势下汽车出口迎来发展机遇。中国汽车出口高速增长，2026 年 1-5 月乘用车累计出口 337.3 万辆，同比+68.1%，其中新能源 1-5 月累计出口 173.2 万辆，同比+117.3%，出口强势成为行业一大亮点。目前车企整体正处于渠道扩张阶段，渠道和车型供给仍在提升，出口短期预计仍将维持增长，战争结束后油价下跌或对其形成迟滞，但不影响大趋势，因此作为整车出海的配套服务，公司汽车滚装外贸业务发展空间巨大。

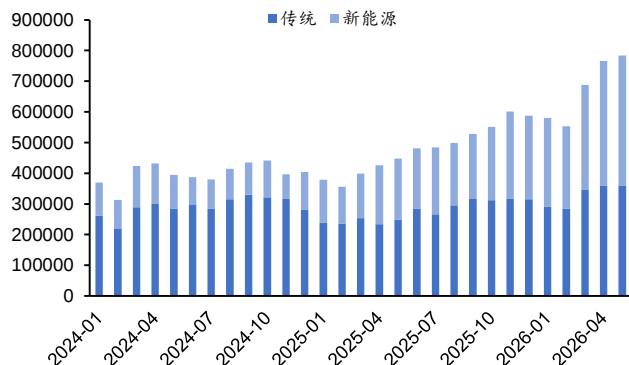


图表93：公司滚装业务2026年恢复增长



来源：iFinD，国金证券研究所

图表94：新能源汽车引领中国汽车出海（辆）



来源：乘联会，国金证券研究所

5 盈利预测和投资建议

关于油运业务，对于每一种船型，我们分别估算其运价，并利用“期租收入=船舶数量×船舶日租金×营运天、总收入=期租收入+航次成本”来测算收入。预计后期地缘政治局势逐步缓和，带动油运 TCE 下降，导致公司该业务业绩相应降低，我们预测公司 2026–2028 年油运业务收入 215.82/177.38/179.38 亿元，其中对应 VLCC-TCE 分别为 12.5/8/8 万美元/天。

公司散运业务 2026 年受益于 BDI 上升使得运费上涨，2027 年起 BDI 有所回落但西芒杜项目带动货运量增加，该业务表现持续向好，预测公司 2026–2028 年干散货业务收入分别为 120.57/143.68/146.56 亿元。

公司集运业务聚焦亚洲区域，运价水平较稳定，考虑到公司远洋航线的扩展，业绩有望步入新增长阶段。滚装业务在“国车国运”趋势下汽车出口迎来发展机遇，未来有望延续上升趋势。LNG 业务方面，公司已投资 LNG 船舶 64 艘，其中 61 艘已锁定长约，增厚了公司未来业绩安全垫，预计 2026–2028 年将持续增长。

图表95：招商轮船2026–2028年收入预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入合计（百万元）	25,799	28,177	43,454	42,917	44,519
毛利率	28.42%	26.47%	50.27%	44.83%	44.49%
YoY	-0.32%	9.22%	54.22%	-1.23%	3.73%
油运收入（百万元）	9,206	10,289	21,582	17,738	17,938
VLCC 平均船数量	52	51	53	55	55
等价期租金（TCE）	42000	42000	125000	80000	80000
Aframax 平均船数量	8	6	12	15	15
等价期租金（TCE）	45000	42000	72000	69000	69000
散运收入（百万元）	7,940	8,769	12,057	14,368	14,656
货运量（百万吨）	101	114	116	151	154
BDI	1755	1680	2400	2200	2200
集运收入（百万元）	5,434	6,149	6,586	7,326	8,150
滚装船收入（百万元）	1,837	1,690	1,897	2,149	2,435
LNG 收入（百万元）		54.95	57.17	60.65	64.34
其他收入（百万元）	1,382	1,224	1,275	1,276	1,276

来源：Wind，国金证券研究所



成本方面，燃油费、港口费与保险费与总货运量挂钩，2026-2028 年，我们分别给定这三类成本的单位费用 3%、1%、5% 的固定同比增速；船员费用与员工人数以及平均薪资相关，我们给定 2026-2028 年平均薪资年涨幅固定为 2%，船员人数同比增速为 3%/5%/5%；船舶租金与租船数以及平均租金有关，我们预测 2026-2028 年平均租金按 5% 的固定增长率递增；船舶折旧取决于自有船数和单船折旧，其中单船折旧我们沿用 2025 年的计算结果；坞修、航修、检验费等项目我们统一给定 4% 的年增长率，累加得到运营总成本，其增长趋势同样反映了公司当前业务扩张的状态。

图表 96：招商轮船 2026-2028 年成本预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业成本合计（百万元）	18,467	20,718	21,610	23,678	24,713
总货运量（百万 DWT）	205	204	208	245	250
燃油费（百万元）	5,331	5,374	5,669	6873	7225
单位货物对应油价（元/DWT）	25.95	26.40	27.19	28.01	28.85
港口费（百万元）	1,075	1,294	1,338	1591	1640
单位港口费（元/DWT）	5.23	6.36	6.42	6.48	6.55
船员费用（百万元）	1,856	1,940	2,028	2,172	2,326
船员总数	3757	3863	3979	4178	4387
平均薪资（百万元/人）	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53
保险费（百万元）	215	224	241	298	319
单位保费（元/DWT）	1.04	1.10	1.16	1.21	1.28
坞修、航修（百万元）	505	634	659	685	713
检验费（百万元）	68	73	76	79	82
备件费（百万元）	271	296	308	320	333
物料费（百万元）	161	170	177	184	191
润滑油（百万元）	162	163	169	176	183
船舶租金（百万元）	788	910	1,108	1,309	1,527
租船艘数	50	69	80	90	100
平均租金（百万元/艘）	15.76	13.19	13.85	14.54	15.27
船舶折旧费（百万元）	2,344	2,676	2,733	2,733	2,733
自有船舶艘数	220	235	240	240	240
单船折旧（百万元/艘）	10.7	11.4	11.4	11.4	11.4
其他（百万元）	5,690	6,964	7,104	7,258	7,441

来源：Wind，国金证券研究所

伴随公司营收的提升，规模效应下摊薄公司费用，预计公司期间费用率逐渐下降，所得税税率我们按照 15.00% 统一给定。

图表 97：招商轮船 2026-2028 年费用率与所得税率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.42%	0.40%	0.38%	0.38%	0.38%
管理费用率	3.17%	3.46%	3.34%	3.34%	3.34%
研发费用率	0.07%	0.10%	0.04%	0.04%	0.04%
所得税税率	12.48%	11.69%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：Wind，国金证券研究所

预计 2026-2028 年营业收入为 434.54/429.17/445.19 亿元，归母净利润为 171.52/148.93/152.46 亿元，对应 EPS 为 2.12/1.84/1.89 元，当前股价对应



8.02/9.23/9.02 倍 PE。油运市场景气，公司作为全球龙头受益；西芒杜矿山投产，厄尔尼诺导致气候变化，干散货业务进入机遇期。公司盈利弹性大，预计后续显著受益于油、散行业景气周期，给定 2026 年 10xPE，目标价 21.24 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 98：可比公司估值情况

公司名称	总市值	收盘价	EPS(元)					PE				
	(亿元)	(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中远海能	866.30	17.01	0.85	0.74	2.13	2.11	1.87	20.10	23.03	7.99	8.08	9.09
招商南油	175.51	3.75	0.40	0.28	0.40	0.43	0.45	9.37	13.38	9.27	8.82	8.28
中远海特	311.43	11.35	0.71	0.65	0.80	0.89	0.93	15.92	17.50	14.22	12.82	12.20
可比公司均值								15.13	17.97	10.49	9.91	9.86
公司	1375.09	17.03	0.63	0.74	2.12	1.84	1.89	27.15	22.87	8.02	9.23	9.02

来源：iFinD，国金证券研究所；

收盘时间 2026 年 8 月 3 日，其中中远海能为国金证券研究所预测，其他可比公司来自 iFinD 一致预期

6 风险提示

（一）地缘政治风险

全球地缘政治局势持续紧张，关键地区与航道区域的武装冲突、军事对峙乃至关闭、战争风险将对公司业务的正常开展造成影响。

（二）大国关系风险

中美战略博弈的长期性、复杂性更加明显，国际市场不确定性加大，加剧油价和大宗商品价格波动，同时削弱对大宗商品运输的稳定需求，导致美线货运量可能面临收缩。

（三）市场需求下行或供需失衡风险

受全球经济形势、地缘政治变化及一些突发事件等影响，叠加部分船型的持续新船订造和运力投入，市场需求恢复慢于市场新运力增加，可能造成航运市场供需失衡，导致运价承压下行。


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	25,881	25,799	28,177	43,454	42,917	44,519
增长率		-0.3%	9.2%	54.2%	-1.2%	3.7%
主营业务成本	-19,177	-18,467	-20,718	-21,610	-23,678	-24,713
%销售收入	74.1%	71.6%	73.5%	49.7%	55.2%	55.5%
毛利	6,704	7,332	7,460	21,844	19,239	19,806
%销售收入	25.9%	28.4%	26.5%	50.3%	44.8%	44.5%
营业税金及附加	-17	-127	-41	-83	-82	-85
%销售收入	0.1%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-94	-108	-114	-165	-163	-169
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-963	-819	-976	-1,452	-1,434	-1,488
%销售收入	3.7%	3.2%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	-4	-19	-28	-17	-16	-17
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	5,626	6,260	6,301	20,127	17,544	18,047
%销售收入	21.7%	24.3%	22.4%	46.3%	40.9%	40.5%
财务费用	-1,049	-1,057	-1,160	-774	-850	-945
%销售收入	4.1%	4.1%	4.1%	1.8%	2.0%	2.1%
	-33	4	-30	0	0	0
	0	0	165	160	160	160
投资收益	655	671	789	693	693	693
%税前利润	12.1%	11.3%	11.5%	3.4%	3.9%	3.8%
营业利润	5,272	5,955	6,809	20,207	17,547	17,955
营业利润率	20.4%	23.1%	24.2%	46.5%	40.9%	40.3%
营业外收支	142	-3	66	68	68	68
税前利润	5,415	5,952	6,875	20,275	17,616	18,023
利润率	20.9%	23.1%	24.4%	46.7%	41.0%	40.5%
所得税	-493	-743	-804	-3,041	-2,642	-2,703
所得税率	9.1%	12.5%	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,922	5,209	6,071	17,234	14,973	15,320
少数股东损益	85	102	59	82	81	74
归属于母公司的净利润	4,837	5,107	6,012	17,152	14,893	15,246
净利率	18.7%	19.8%	21.3%	39.5%	34.7%	34.2%

现金流量表(人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	4,922	5,209	6,071	17,234	14,973	15,320
少数股东损益	85	102	59	82	81	74
非现金支出	2,866	3,177	3,849	2,752	2,874	3,026
非经营收益	536	570	-510	-159	-204	-140
营运资金变动	594	-479	-355	-1,872	-367	-521
经营活动现金净流	8,917	8,476	9,055	17,955	17,276	17,685
资本开支	-4,294	-7,387	-6,018	-4,262	-6,340	-6,567
投资	-759	-921	-2,233	-1,119	-1,188	-1,291
其他	336	446	292	416	416	416
投资活动现金净流	-4,716	-7,863	-7,958	-4,965		
股权募资	47	0	6	17		
债权募资	-7,279	3,478	3,289	-3,594	-1,084	4,097
其他	-3,145	-4,525	-4,186	-8,171	-7,118	-7,334
筹资活动现金净流	-10,376	-1,047	-890	-11,748	-8,181	-3,216
现金净流量	-6,138	-362	132	1,242	1,984	7,027

资产负债表(人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,953	4,589	4,721	5,927	7,876	14,869
应收款项	2,895	2,822	2,848	4,405	4,379	4,574
存货	1,313	1,418	1,311	1,502	1,635	1,697
其他流动资产	1,921	1,523	2,248	2,774	2,767	2,872
流动资产	11,082	10,353	11,129	14,608	16,658	24,013
%总资产	17.8%	14.7%	13.6%	16.5%	17.4%	22.1%
长期投资	5,224	6,535	8,678	10,236	11,860	13,588
固定资产	43,876	46,966	53,587	54,967	58,345	61,838
%总资产	70.3%	66.5%	65.3%	62.0%	60.9%	57.0%
无形资产	1,853	1,937	2,530	2,821	3,066	3,265
非流动资产	51,312	60,266	70,926	74,062	79,221	84,558
%总资产	82.2%	85.3%	86.4%	83.5%	82.6%	77.9%
资产总计	62,395	70,619	82,055	88,670	95,879	108,571
短期借款	7,907	12,141	14,468	9,086	4,065	4,065
应付款项	3,436	4,020	7,320	5,996	5,988	5,731
其他流动负债	1,184	1,326	1,804	3,396	3,140	3,232
流动负债	12,527	17,487	23,593	18,478	13,193	13,028
长期贷款	12,140	11,793	12,803	15,286	19,224	23,321
其他长期负债	388	490	1,905	1,307	1,270	1,243
负债	25,056	29,770	38,300	35,071	33,687	37,591
普通股股东权益	36,891	40,044	43,006	52,768	61,280	69,994
其中：股本	8,144	8,144	8,075	8,075	8,076	8,077
未分配利润	14,731	17,311	21,250	31,031	39,523	48,216
少数股东权益	448	806	749	831	912	985
负债股东权益合计	62,395	70,619	82,055	88,670	95,879	108,571

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.594	0.627	0.745	2.124	1.844	1.888
每股净资产	4.530	4.917	5.326	6.535	7.589	8.668
每股经营现金净流	1.095	1.041	1.121	2.223	2.139	2.190
每股股利	0.238	0.456	0.320	0.913	0.793	0.811
回报率						
净资产收益率	13.11%	12.75%	13.98%	32.50%	24.30%	21.78%
总资产收益率	7.75%	7.23%	7.33%	19.34%	15.53%	14.04%
投入资本收益率	8.90%	8.45%	7.83%	21.93%	17.44%	15.59%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.88%	-0.32%	9.22%	54.22%	-1.23%	3.73%
EBIT 增长率	2.32%	11.27%	0.65%	219.44%	-12.84%	2.87%
净利润增长率	-4.89%	5.59%	17.71%	185.29%	-13.17%	2.37%
总资产增长率	-4.70%	13.18%	16.19%	8.06%	8.13%	13.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.5	16.3	16.4	16.4	16.4	16.4
存货周转天数	26.0	27.0	24.0	25.4	25.2	25.1
应付账款周转天数	48.9	45.9	32.6	39.8	38.4	37.9
固定资产周转天数	570.4	571.7	546.4	336.9	337.5	320.9
偿债能力						
净负债/股东权益	40.42%	47.36%	51.54%	34.41%	24.78%	17.63%
EBIT 利息保障倍数	5.4	5.9	5.4	26.0	20.7	19.1
资产负债率	40.16%	42.16%	46.68%	39.55%	35.13%	34.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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