

霍尔木兹扰动未完，油运上行逻辑仍在推进

核心观点

1) 霍尔木兹海峡局势的反复，表明本轮事件对油运市场的影响仍在按三阶段逻辑持续演绎。4月17日短暂开放后，4月18日伊朗再次封锁，说明局势尚未稳定；无论美伊博弈后续如何发展，当前市场仍处于霍尔木兹阻断冲击向油运基本面逐步传导的过程中。

2) 油运运价分三阶段演进：冲突期运价上涨，船只调配拉长运距推升运价中枢，解封后抢油行情或带动运价上涨超2个月。目前第三阶段也即霍尔木兹海峡解封后势必会造成全球对原油的抢夺，而这也势必会传导到油轮运输市场。

行业动态信息

行业综述：从交运各子板块相对沪深300表现看，本周（4月13日-4月17日）交运板块整体下跌。本周航运板块跌幅为3.88%，港口板块跌幅为1.05%。

航运港口：霍尔木兹扰动未完，油运上行逻辑仍在推进

霍尔木兹海峡局势的反复，表明本轮事件对油运市场的影响仍在按三阶段逻辑持续演绎。4月17日短暂开放后，4月18日伊朗再次封锁，说明局势尚未稳定；无论美伊博弈后续如何发展，当前市场仍处于霍尔木兹阻断冲击向油运基本面逐步传导的过程中。

油运运价分三阶段演进：冲突期运价上涨，船只调配拉长运距推升运价中枢，解封后抢油行情或带动运价上涨超2个月。目前第三阶段也即霍尔木兹海峡解封后势必会造成全球对原油的抢夺，而这也势必会传导到油轮运输市场。

若无大量新船订单，油运行业大周期或延续至2029-2031年。供给支撑强劲，船厂产能萎缩、劳动力短缺形成产能瓶颈；VLCC船队老化、新船订单少致运力断层；影子船队难入主流市场，运距拉长、运力闲置进一步消耗有效运力。

航运港口

维持

强于大市

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

梁晓

liangxiaobj@csc.com.cn

010-56135284

SAC 编号:S1440524050005

宗枫

zongfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120004

发布日期：2026年04月20日

市场表现



相关研究报告

目录

一、行情综述： 航运港口板块均整体下跌	1
1.1 国内市场：航运港口板块均整体下跌	1
1.2 港股及海外市场：航运港口板块整体上涨	2
二、全球经济展望：3月各市场 PMI 环比总体分化	4
2.1 3月美国制造业 PMI 环比上涨	4
2.2 3月新兴市场制造业 PMI 总体下跌	6
2.3 3月中国 PMI 指数：总体趋势向好	6
三、航运港口：原油运输指数回落，成品油及干散货指数上涨	7
3.1 集运：运输需求保持平稳，市场运价互有涨跌	7
3.2 干散货运：BDI 综合运价指数上涨	10
3.3 油运：原油运输指数环比下跌，成品油运输指数上涨	11
3.4 港口：2月主要港口累计完成货物吞吐量同比+6.73%	12
3.5 造船：造船业或将迎来长期置换大周期	13
3.5.1 集装箱：2024 年是名义运力交付最大的一年，之后运力增速会以每年减半的方式衰减	13
3.5.2 油运：油轮老船占比均超 10%，2024 年供需差缺口拉大	14
四、投资评价和建议	15
风险分析	23

图目录

图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益	1
图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%）	1
图 3: 航运港口板块涨跌幅股票排名前五（单位：%）	1
图 4: 航运港口板块主要标的股价表现及估值	2
图 5: 航运港口板块主要标的股价表现及估值	3
图 6: 发达国家制造业 PMI（%）	4
图 7: 发达国家非制造业 PMI（%）	4
图 8: 主要发达经济体工业生产指数同比增速（%）	5
图 9: 主要发达经济体零售销售总额同比增速（%）	5
图 10: 美国耐用消费品和非耐用消费品变化趋势（%）	5
图 11: 新兴国家制造业 PMI 走势（%）	6
图 12: 中国 PMI 走势（%）	6
图 13: 集运主干航线运价表现	7
图 14: 集运次干航线运价表现	7
图 15: 内贸集装箱运价表现（单位：点）	8
图 16: 全球集装箱海运市场供需平衡表	8
图 17: 全球集装箱海运航线月度运量运价数据	9
图 18: SCFIS 欧洲航线	9
图 19: SCFIS 美西航线	9

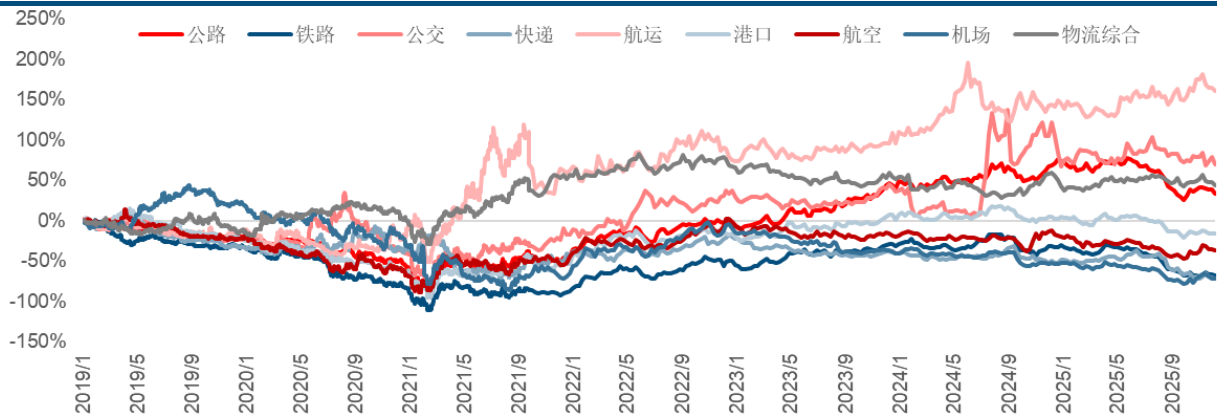
图 20: 集运指数（欧线）总持仓量（万手）	10
图 21: EC2406 收盘价和持仓量	10
图 22: EC2408 收盘价和持仓量	10
图 23: EC2410 收盘价和持仓量	10
图 24: EC2412 收盘价和持仓量	10
图 25: EC2502 收盘价和持仓量	10
图 26: BDI 干散货运价格指数	11
图 27: 各干散货船型价格指数	11
图 28: BDTI（原油）和 BCTI（成品油）运输价格指数	11
图 29: BDTI（原油）进口运输价格指数	12
图 30: 中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）	12
图 31: 中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）	13
图 32: 全球集装箱船在手订单运力占比约 20%	14
图 33: 全球集装箱船年度运力交付预测	14
图 34: 全球原油和成品油运输供需增速差	14
图 35: 中国出口集装箱各航线运价同比变化	15
图 36: 全球集装箱各航线贸易量同比变化	16
图 37: 全球集装箱船队交付量	17
图 38: 全球集装箱船队按区域拥堵量	18
图 39: 全球原油产量增速加快与 OECD 国家整体库存低位驱动油轮运费上行	19
图 40: 制裁油轮的艘数占比	20
图 41: 制裁油轮的扩大化	20
图 42: 二手船价值仍处于升势（单位：百万美元）	21
图 43: 2026 年 VLCC 供应加速，但老龄船比例仍然	21
图 44: 中国新能源产品出口额	22
图 45: 中国新能源产品出口占比	22

一、行情综述： 航运港口板块均整体下跌

1.1 国内市场： 航运港口板块均整体下跌

从交运各子板块相对沪深 300 表现看，本周（4 月 13 日-4 月 17 日）交运板块整体下跌。本周航运板块跌幅为 3.88%，港口板块跌幅为 1.05%。

图 1：交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益



数据来源：Wind，中信建投

图 2：交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	德新科技	24.6	招商南油	-9.6
2	申通快递	9.6	中远海能	-9.0
3	中信海直	6.6	恒基达鑫	-6.8
4	怡亚通	6.4	中远海发	-6.2
5	四川成渝	6.0	吉林高速	-5.1
6	恒通股份	5.5	广州港	-4.4
7	招商公路	4.6	富临运业	-4.3
8	江西长运	4.2	万林物流	-4.2
9	皖通高速	4.1	铁龙物流	-4.0
10	普路通	4.0	宁波海运	-3.7

来源：Wind，中信建投

图 3：航运港口板块涨跌幅股票排名前五（单位：%）

排名	股票名称	涨幅	股票名称	跌幅
1	长航凤凰	3.0	招商南油	-9.6
2	青岛港	2.9	中远海能	-9.0
3	唐山港	2.3	恒基达鑫	-6.8
4	盛航股份	2.2	中远海发	-6.2
5			广州港	-4.4

数据来源：Wind，中信建投

图 4: 航运港口板块主要标的股价表现及估值

细分行业	上市公司	股票代码	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE (TIM)	PB	EV/EBITDA
航运	渤海轮渡	603167.SH	43.54	-2.73%	-1.59%	15.07	1.24	6.92
	招商轮船	601872.SH	1354.91	7.70%	86.86%	26.89	3.37	15.53
	中远海能	600026.SH	1196.97	6.11%	100.86%	38.34	2.82	14.70
	海峡股份	002320.SZ	203.35	-4.01%	-25.23%	105.13	5.05	11.52
	中远海控	601919.SH	2365.45	0.32%	4.28%	7.85	1.05	2.66
	中远海发	601866.SH	296.19	-6.29%	6.35%	20.86	1.15	13.12
	中远海特	600428.SH	219.24	-3.97%	12.54%	13.23	1.33	7.88
	长航凤凰	000520.SZ	42.81	-4.73%	-12.60%	(36.83)	10.63	(83.08)
	招商南油	601975.SH	211.55	3.43%	49.67%	17.45	1.91	5.88
	中国外运	601598.SH	386.73	-3.99%	-4.62%	10.99	1.08	4.81
	宁波海运	600798.SH	45.00	-3.87%	5.97%	(5713.97)	1.15	8.09
港口	锦州港	600190.SH	0.00	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00
	重庆港九	600279.SH	60.53	-5.03%	-6.59%	12.04	0.90	5.06
	厦门港务	000905.SZ	81.15	-6.50%	-16.10%	39.45	1.60	11.20
	广州港	601228.SH	260.29	-3.90%	6.48%	29.12	1.23	11.05
	上港集团	600018.SH	1189.61	-1.35%	-4.85%	8.88	0.86	5.59
	秦港股份	601326.SH	191.86	0.55%	4.87%	12.65	1.01	5.63
	宁波港	601018.SH	801.52	-2.14%	13.50%	15.51	0.99	7.98
	唐山港	601000.SH	245.93	-2.81%	8.07%	13.77	1.17	5.13
	青岛港	601298.SH	544.68	-2.75%	6.00%	10.89	1.26	5.07
	日照港	600017.SH	98.42	-2.44%	6.67%	18.08	0.71	7.96
	珠海港	000507.SZ	51.87	-1.05%	8.25%	17.19	0.95	7.60
	北部湾港	000582.SZ	266.81	-5.27%	13.01%	24.44	1.35	9.70
	恒基达鑫	002492.SZ	30.90	-7.29%	-12.70%	49.67	1.79	20.48
	天津港	600717.SH	134.86	-3.12%	4.25%	15.31	0.68	3.38
	招商港口	001872.SZ	559.21	4.18%	19.87%	12.54	0.91	6.19
	辽港股份	601880.SH	359.82	-2.81%	8.13%	27.21	1.01	8.88
	连云港	601008.SH	60.92	-4.29%	-7.71%	39.68	1.48	11.14

数据来源: Wind, 中信建投注: 数据均来源于Wind, 均为客观数据

1.2 港股及海外市场: 航运港口板块整体上涨

图 5: 航运港口板块主要标的股价表现及估值

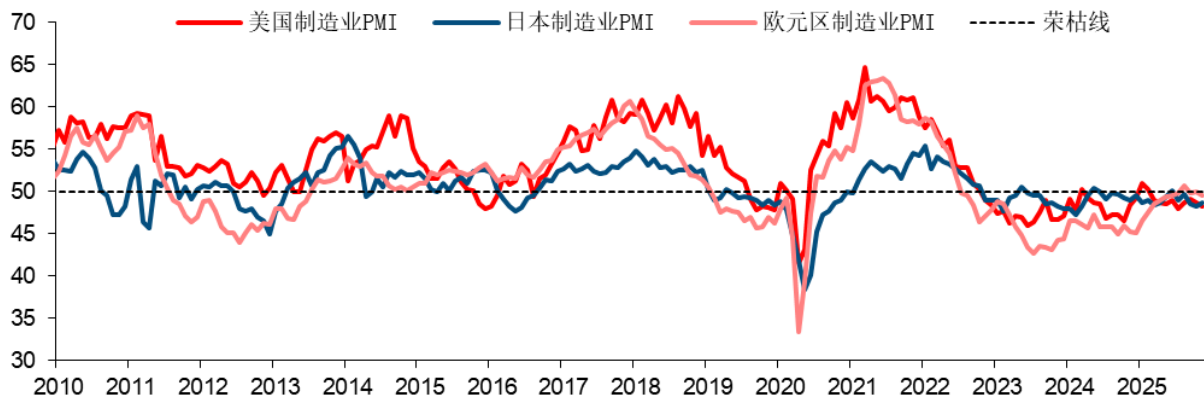
细分行业	上市公司	股票代码	市值（亿美元）	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE(TTM)	PB	EV/EBITDA
集运	A P MOLLER MAERSK B	0077.L	422.11	10.0%	27.4%	15.07	0.45	2.69
	赫伯罗特	HLA.G.DF	315.37	10.0%	33.1%	9.87	1.55	4.76
	中远海控	601919.SH	343.33	0.3%	4.3%	9.15	1.05	1.51
	中远海控(H 股)	1919.HK	343.33	1.6%	13.4%	7.42	0.85	1.51
	长荣海运	2603.TW	146.17	3.1%	12.6%	11.59	0.93	4.27
	东方海外国际	0316.HK	123.78	2.9%	17.1%	8.00	0.98	2.23
	日本邮船	9101.T	166.82	8.9%	20.9%	9.91	0.81	8.44
	万海	2615.TW	69.60	0.4%	0.3%	188.49	0.87	9.39
	阳明海运	2609.TW	45.82	-5.2%	0.7%	19.70	0.76	0.98
	海丰国际	1308.HK	120.03	3.4%	28.2%	12.29	3.45	7.02
	商船三井	9104.T	158.47	14.1%	48.1%	6.87	0.76	13.90
	现代商船	011200.KS	145.97	1.0%	3.7%	11.63	0.59	3.21
	以星综合航运	ZIM.N	32.47	-0.1%	27.0%	-	0.86	4.21
	美森	MATX.N	48.11	5.6%	28.3%	13.67	1.67	5.59
箱船租赁	达那俄斯(Danaos)	DAC.N	20.79	6.4%	21.9%	2.90	0.53	2.22
	Costamare	CMRE.N	20.52	5.8%	8.6%	5.94	0.64	6.32
	Ship Finance	SFL.N	15.17	6.2%	36.9%	22.32	1.89	9.01
	环球租船公司	GSL.N	13.91	4.2%	12.3%	2.73	0.72	2.99
	中船租赁	3877.HK	18.75	-0.8%	16.0%	4.74	0.71	12.70
干散货	STAR BULK CARRIERS	SBLK.O	25.78	4.1%	20.1%	13.72	1.30	8.48
	太平洋航运	2343.HK	19.05	-4.6%	24.0%	18.03	1.11	5.96
	金海洋集团	GOGL.O	0.00	0.0%	0.0%	27.26	1.56	8.95
油运	招商轮船	601872.SH	196.65	7.7%	86.9%	14.58	1.94	7.91
	中远海能	600026.SH	173.73	6.1%	100.9%	23.44	2.29	4.10
	中远海能	1138.HK	173.73	9.3%	100.1%	12.94	1.26	4.10
	EURONAV	EURN.N	0.00	0.0%	0.0%	3.34	1.96	4.98
	Scorpio 油轮	STNG.N	35.80	4.2%	36.8%	7.36	1.50	4.94
	前线海运	FRO.N	73.20	8.9%	55.5%	8.88	2.56	8.20
	TEEKAY TANKERS	TNK.N	26.65	7.4%	27.8%	5.15	1.41	2.50
	北欧美国油轮	NAT.N	11.63	9.4%	64.6%	8.81	1.61	6.40
	TEEKAY	TK.N	10.13	6.2%	29.2%	6.03	1.02	2.07
LNG	GOLAR 海运	GLNG.O	51.62	18.7%	37.7%	-	1.31	-
	FLEX LNG	FLNG.N	17.08	10.3%	30.1%	12.97	1.84	10.28
LPG	DORIAN LPG	LPG.N	14.44	15.9%	41.9%	5.67	1.78	5.61
邮轮	嘉年华邮轮(CARNIVAL)	CCL.N	308.43	4.0%	-18.0%	43.21	2.74	10.80
	ROYAL CARIBBEAN	RCL.N	735.84	-0.2%	-2.0%	16.24	1.05	11.71
	挪威游轮控股	NCLH.N	89.47	4.1%	-12.0%	20.83	19.08	12.28

数据来源: Bloomberg, Wind, 中信建投; 注: 中远海控、东方海外国际、海丰国际 EV/EBITDA 指标为中信建投测算

二、全球经济展望：3 月各市场 PMI 环比总体分化

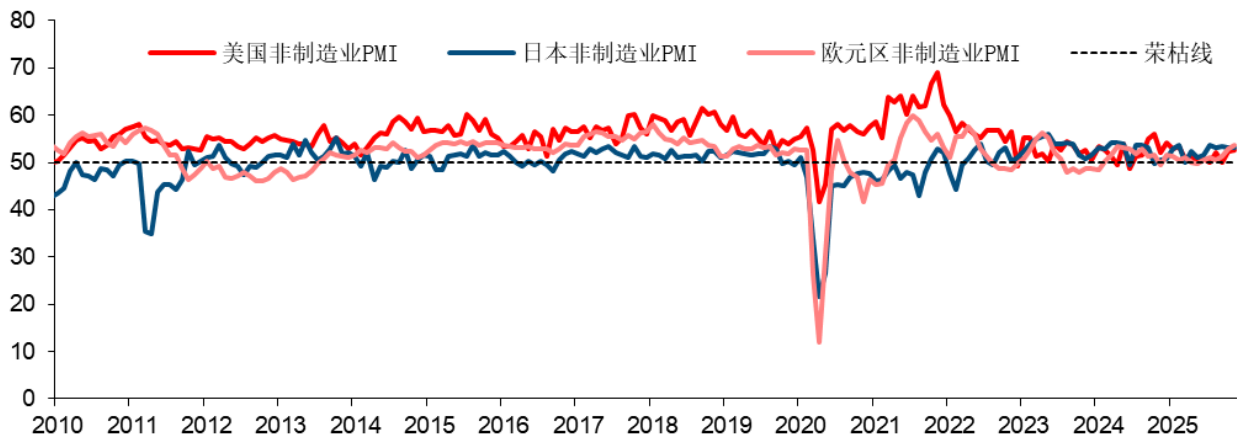
2.1 3 月美国制造业 PMI 环比上涨

图 6: 发达国家制造业 PMI (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图 7: 发达国家非制造业 PMI (%)



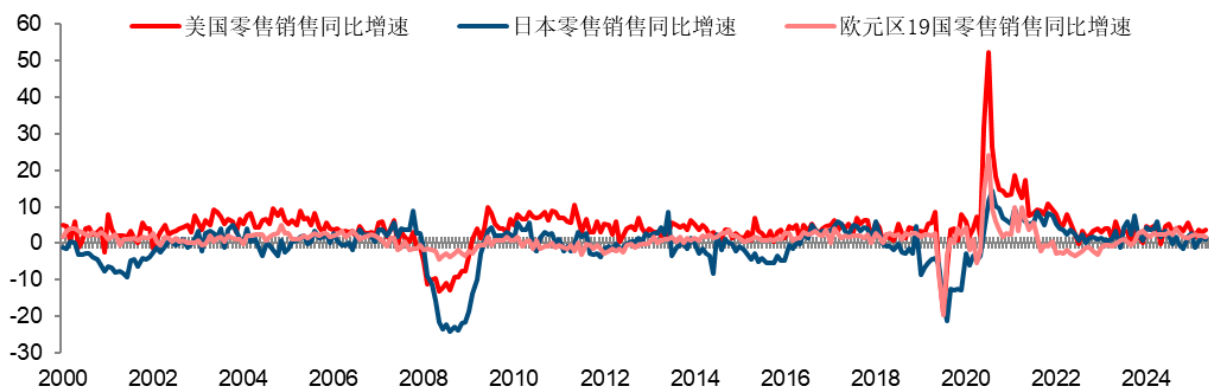
数据来源: Wind, 中信建投

图 8: 主要发达经济体工业生产指数同比增速 (%)



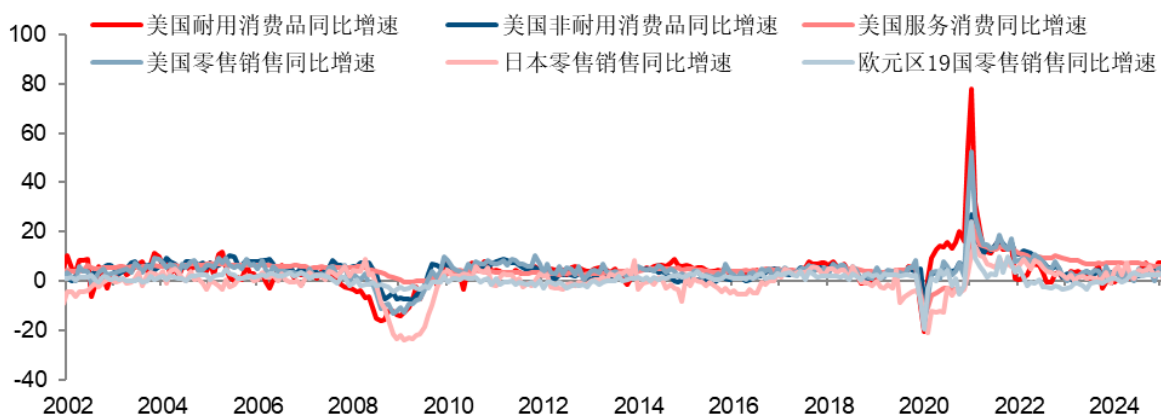
数据来源: Wind, 中信建投

图 9: 主要发达经济体零售销售总额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图 10: 美国耐用消费品和非耐用消费品变化趋势 (%)

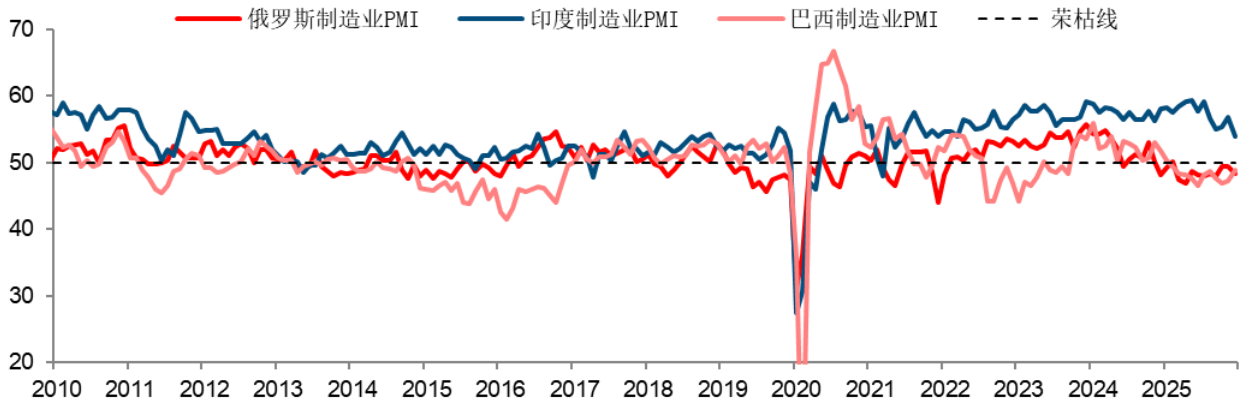


数据来源: Wind, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2.2 3月新兴市场制造业 PMI 总体下跌

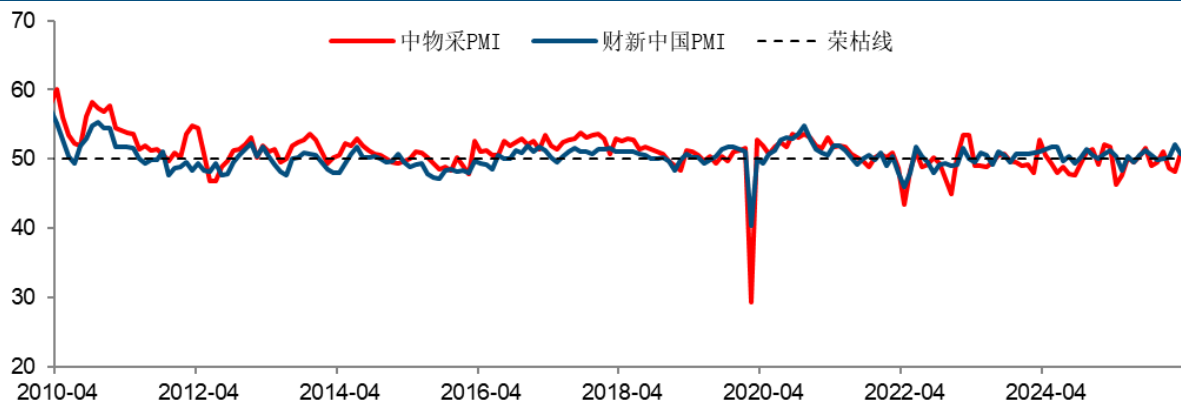
图 11: 新兴国家制造业 PMI 走势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

2.3 3月中国 PMI 指数：总体趋势向好

图 12: 中国 PMI 走势 (%)

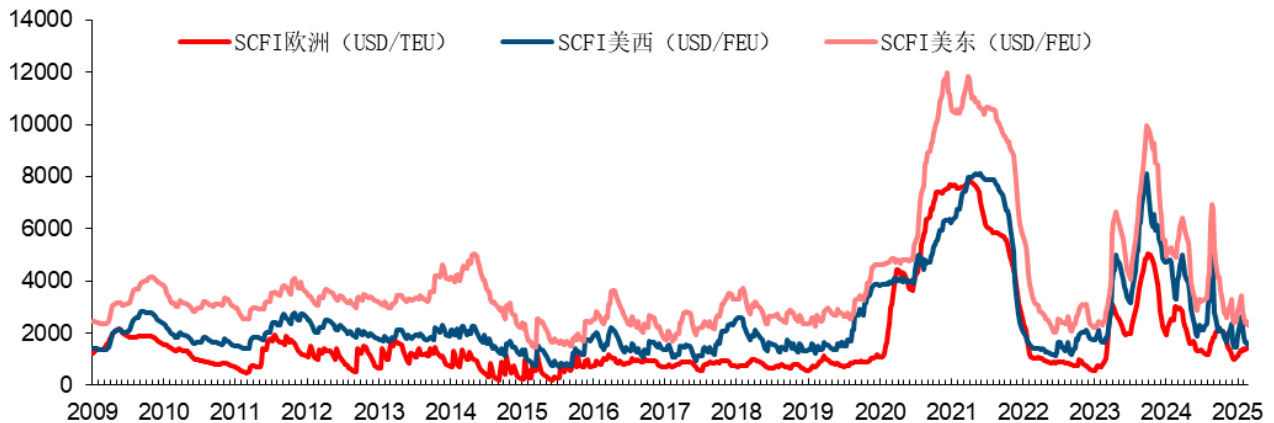


数据来源: Wind, 中信建投

三、航运港口：原油运输指数回落，成品油及干散货指数上涨

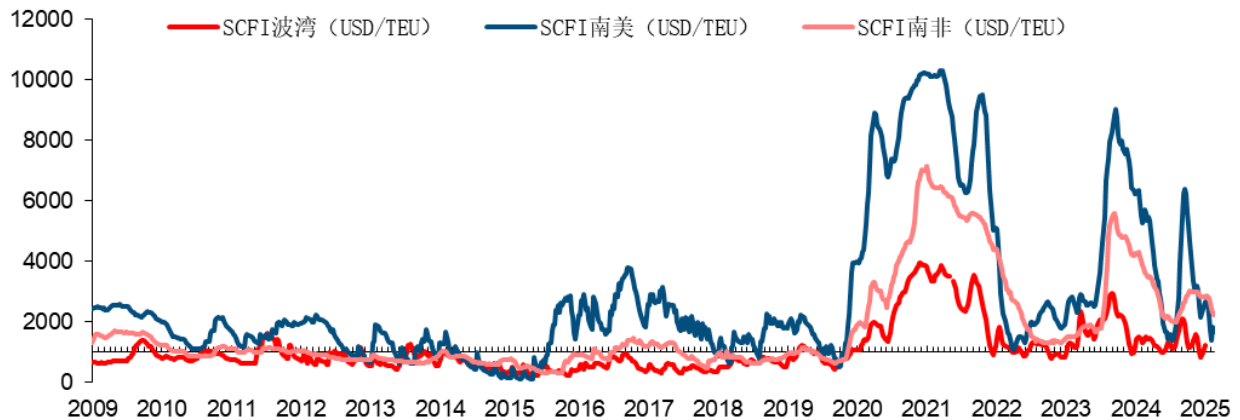
3.1 集运：运输需求保持平稳，市场运价互有涨跌

图 13: 集运主干航线运价表现



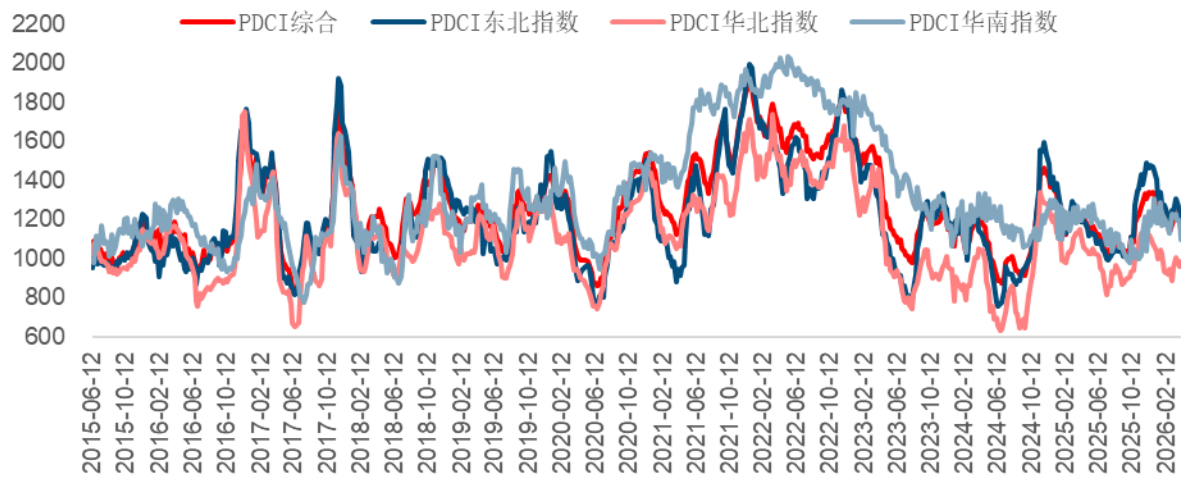
数据来源: Wind, 中信建投

图 14: 集运次干航线运价表现



数据来源: Wind, 中信建投

图 15: 内贸集装箱运价表现 (单位: 点)



资料来源: Wind, 中信建投

图 16: 全球集装箱海运市场供需平衡表

预测机构	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
需求增速	4.13%	5.48%	4.33%	2.13%	-0.77%	5.95%	-2.79%	1.21%	18.8%	2.5%	-2.9%
Clarkson 供给增速	1.25%	3.82%	5.61%	4.00%	2.92%	4.52%	3.72%	6.90%	10.1%	6.6%	4.4%
供需差	2.87%	1.67%	-1.28%	-1.88%	-3.69%	1.42%	-6.50%	-5.69%	8.7%	-4.1%	-7.3%

数据来源: Clarkson, 中信建投

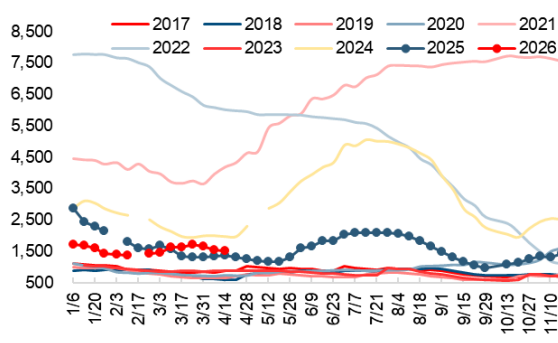
图 17: 全球集装箱海运航线月度运量运价数据

(运量单位万TEU)		10月	11月	12月	1月-25年	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
泛太平洋航线	远东-美国	运量	196	185	182	200	175	185	182	165	168	203	201	181
	其中:	增速	12.4%	20.6%	14.6%	15.4%	10.4%	16.4%	15.8%	0.4%	-7.5%	3.6%	4.5%	-9.6%
		运价	4746	4180	4028	4507	3216	2076	2206	3471	3769	2123	1834	1914
		增速	163.8%	130.0%	111.1%	16.5%	-33.6%	-48.4%	-33.6%	-33.2%	-46.4%	-71.3%	-70.4%	-64.0%
														2017
														-57.5%
	中国-美国	运量	106.8	101.7	100.5	112.8	97.9	90.2	90.9	74.7	76.1	103.6	100.7	87.0
		增速	8.2%	21.2%	15.0%	13.4%	12.5%	14.2%	12.7%	-17.4%	-25.1%	-7.7%	-8.2%	-21.8%
	越南-美国	运量	27.17	24.89	24.58	27.24	24.19	26.35	27.48	28.27	30.36	31.48	31.62	31.36
		增速	35.2%	31.4%	23.7%	30.7%	13.4%	26.5%	42.8%	31.8%	34.7%	27.2%	27.3%	11.9%
	中国台湾-美国	运量	4.93	5.40	5.71	5.78	5.16	6.11	5.45	6.01	5.96	6.11	5.52	4.86
		增速	-20.4%	11.0%	5.2%	-4.3%	-7.9%	27.1%	2.3%	24.7%	2.9%	2.6%	-7.7%	-15.3%
	中国香港-美国	运量	0.47	0.46	0.56	0.51	0.50	0.46	0.44	0.41	0.39	0.46	0.47	0.33
		增速	-8.0%	5.4%	4.7%	-7.5%	1.5%	-4.6%	3.8%	-23.2%	-26.5%	-19.3%	-20.7%	-41.2%
	美国-远东	运量	42.8	49.0	50.1	46.2	45.0	51.1	42.9	43.5	45.5	47.6		
	其中:	增速	-15.6%	-9.3%	-4.6%	-3.3%	-9.4%	-3.1%	-16.4%	-12.4%	1.2%	2.1%		
		运价	781	796	762	754	753	774	768	826	772	774	772	736
		增速	-4.0%	1.6%	-2.3%	-2.8%	-4.6%	-1.2%	-6.1%	-0.8%	-3.2%	4.8%	1.7%	-5.7%
														-5.8%
欧洲航线	美国-中国	运量	8.8	10.6	10.9	11.6	9.5	9.7	5.3	3.4	7.1	6.5		
		增速	-33.7%	-26.6%	-24.8%	-0.7%	-24.2%	-24.1%	-58.8%	-70.3%	-27.8%	-40.3%		
	美国-越南	运量	4.2	4.8	4.6	4.5	4.3	5.3	5.0	5.8	5.3	6.0		
		增速	7.3%	19.6%	25.5%	21.9%	4.3%	23.4%	31.7%	41.8%	84.6%	98.1%		
	美国-中国台湾	运量	3.5	5.1	4.2	2.9	3.1	3.0	3.6	4.0	4.0	3.9		
		增速	-27.8%	-5.1%	-27.7%	-50.7%	-21.7%	-17.1%	-9.4%	1.7%	25.3%	8.1%		
	美国-中国香港	运量	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7	0.9		
		增速	49.0%	32.4%	10.7%	-23.9%	1.5%	18.8%	11.5%	-15.2%	-44.1%	-40.5%		
	远东-欧洲	运量	152	146	173	177	111	161	164	181	163	176	185	
		增速	18.9%	14.5%	14.1%	21.3%	-7.3%	11.0%	8.3%	16.1%	1.4%	10.1%	11.8%	
	欧洲-远东	运价	2072	2603	2975	2429	1671	1387	1294	1305	1844	2092	1796	1123
		增速	225.1%	251.3%	112.6%	-18.1%	-36.4%	-32.8%	-37.2%	-60.1%	-57.5%	-57.9%	-60.2%	-59.7%
亚洲区域内航线 (美元/FEU)		运量	53	50	52	45	50	56	49	49	48	52	48	
		增速	-11.7%	-12.5%	-9.8%	-5.6%	-8.8%	-2.0%	-8.7%	-10.1%	-13.8%	-5.8%	-8.4%	
		运价	594	570	546	531	491	479	476	451	450	441	439	423
		增速	11.0%	14.2%	9.6%	-2.1%	-30.5%	-38.6%	-39.0%	-39.4%	-36.3%	-33.8%	-31.3%	-33.3%
亚洲区域内航线 (美元/FEU)		运量	429	428	395	387	323	408	398	442	411	435	440	
		增速	-1.0%	3.4%	9.5%	7.8%	5.1%	6.5%	6.3%	3.3%	-0.7%	5.4%	6.1%	
		运价	1003	975	889	855	883	924	911	957	925	856	825	
		增速	21.6%	21.0%	4.8%	0.1%	8.6%	9.1%	6.5%	1.9%	-12.6%	-11.0%	-6.2%	

注: 远东-美国航线运价选择SCFI 美西航线, 运价单位为美元/FEU, 远东-欧洲航线运价选择SCFI 欧洲航线(基本港)

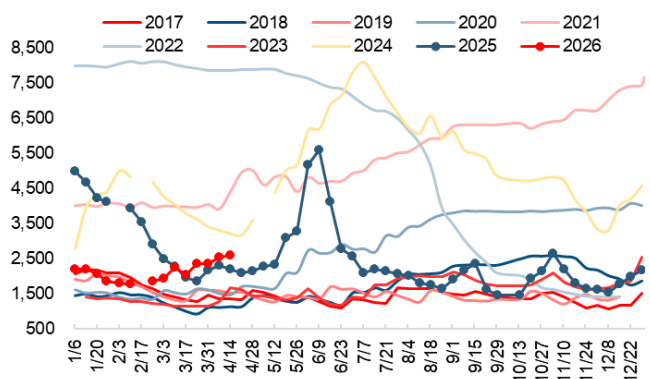
资料来源: PIERS, CTS, Drewry, 上海航运交易所, 中信建投

图 18: SCFIS 欧洲航线



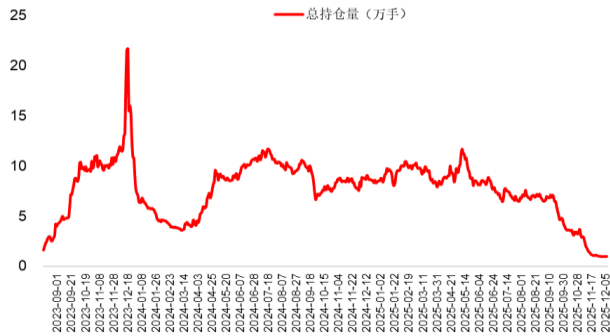
数据来源: 上海航运交易所, 中信建投

图 19: SCFIS 美西航线



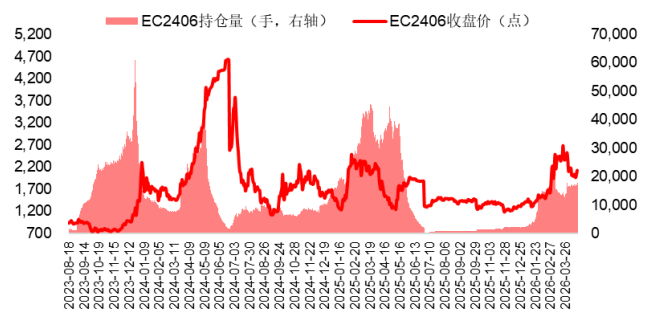
数据来源: 上海航运交易所, 中信建投

图 20: 集运指数（欧线）总持仓量（万手）



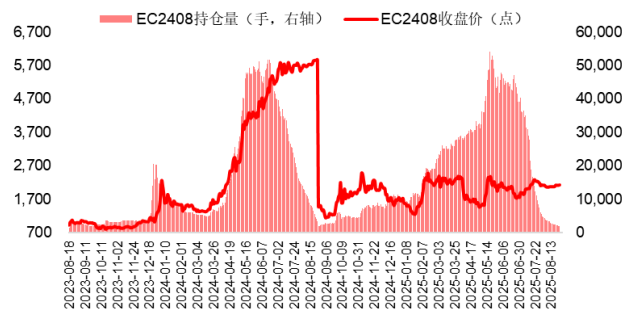
数据来源：Wind，中信建投

图 21: EC2406 收盘价和持仓量



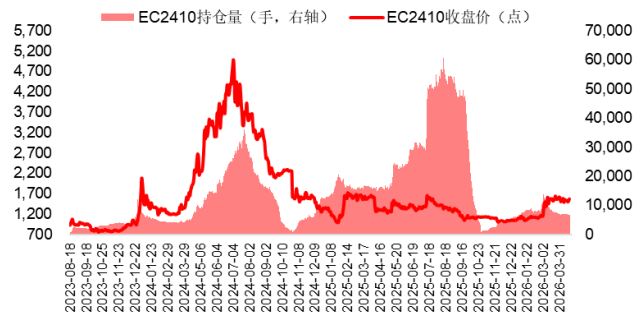
数据来源：Wind，中信建投

图 22: EC2408 收盘价和持仓量



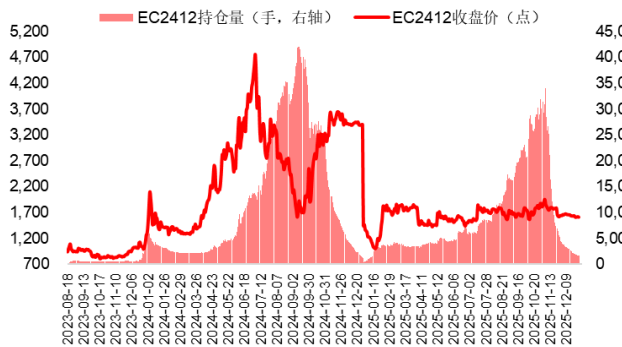
数据来源：Wind，中信建投

图 23: EC2410 收盘价和持仓量



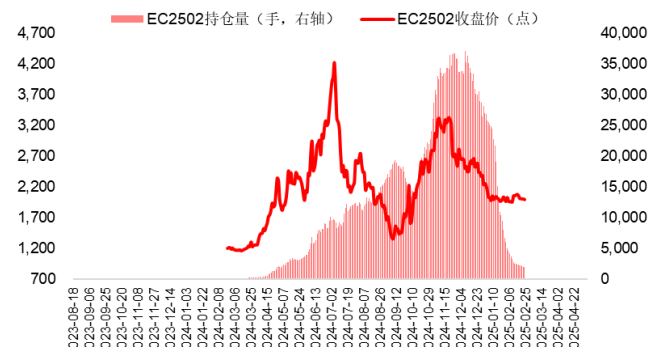
数据来源：Wind，中信建投

图 24: EC2412 收盘价和持仓量



数据来源：Wind，中信建投

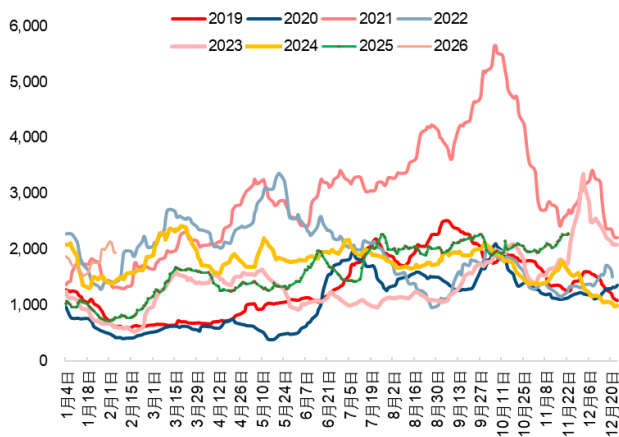
图 25: EC2502 收盘价和持仓量



数据来源：Wind，中信建投

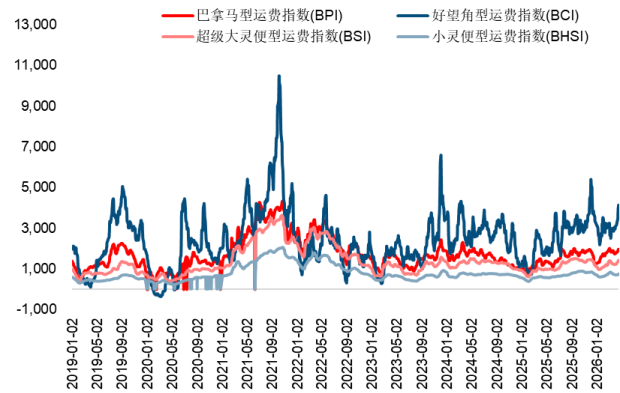
3.2 干散货运：BDI 综合运价指数上涨

图 26: BDI 干散货运价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

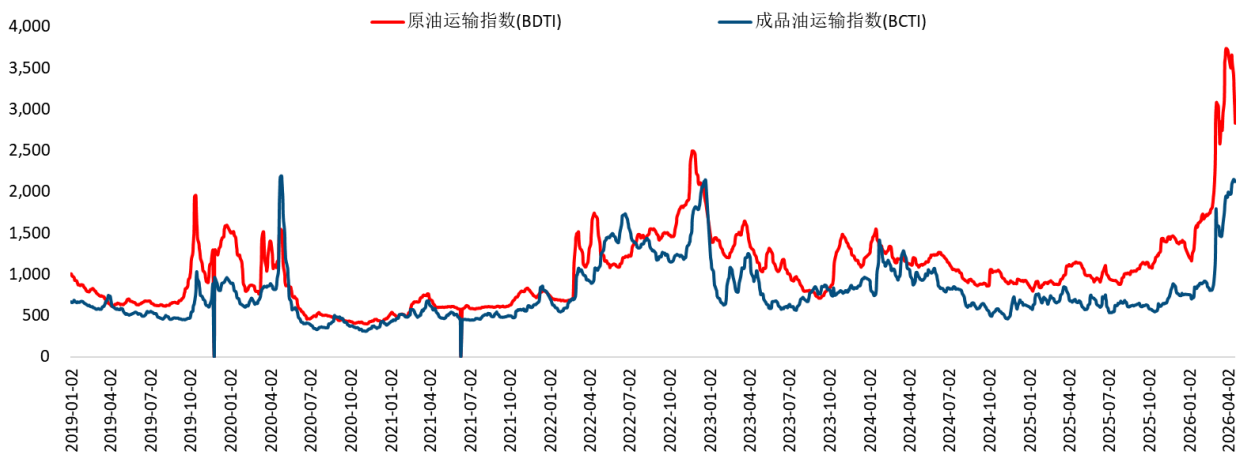
图 27: 各干散货船型价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

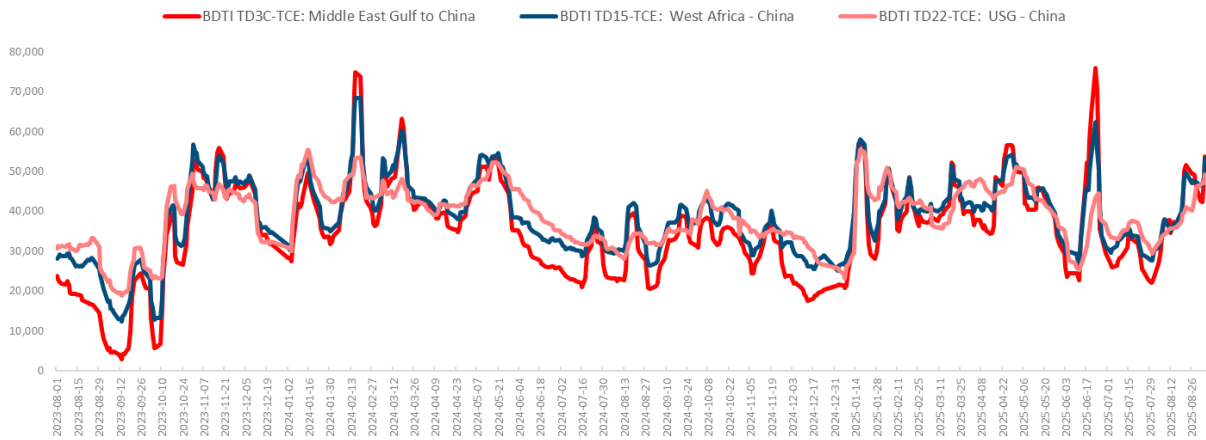
3.3 油运：原油运输指数环比下跌，成品油运输指数上涨

图 28: BDTI (原油) 和 BCTI (成品油) 运输价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

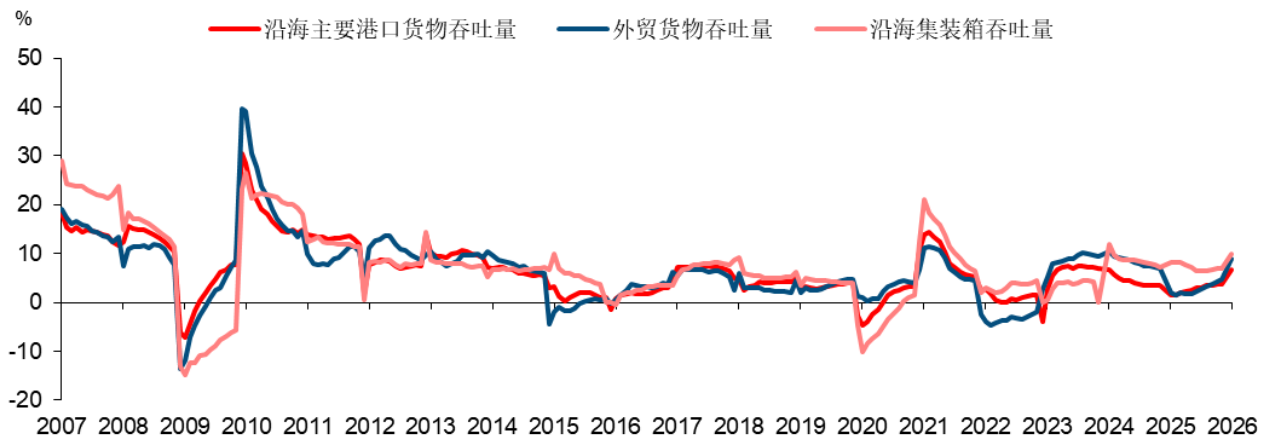
图 29: BDTI（原油）进口运输价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

3.4 港口：2 月主要港口累计完成货物吞吐量同比+6.73%

图 30: 中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）



数据来源: Wind, 中信建投

图 31: 中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）

	2024 年 10 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月	2025 年 7 月	2025 年 8 月	2025 年 9 月	2025 年 10 月	2025 年 11 月
上	4628.60	4529.10	4653.80	5218.60	4087.90	4,849.90	5,110.30	5,239.50	5,240.50	5,083.70	5,479.40	5,225.30	4,927.20	4871.20
港	0.9%	-5.9%	-11.3%	1.5%	0.7%	-0.6%	3.4%	4.0%	-0.5%	-3.6%	10.2%	11.7%	6.5%	7.6%
集	415.20	413.10	412.10	500.00	390.10	431.10	450.10	465.10	470.10	461.60	502.20	483.30	453.50	449.20
团	3.8%	-1.8%	-13.3%	11.1%	2.6%	3.8%	7.7%	10.2%	1.1%	-4.6%	11.5%	13.6%	9.2%	8.7%
宁	9,461.00	9,162.00	9,365.00	10,686.0	8,007.00	10,032.0	10,395.0	10,760.0	10,125.0	9,521.00	10,680.0	10,512.0	9,960.00	9,970.00
波	4.08%	13.93%	19.33%	4.08%	1.74%	3.96%	7.94%	10.63%	11.63%	6.77%	9.15%	16.42%	5.27%	8.82%
港	406	405	381.00	459.00	335.00	415.00	427.00	453.00	454.00	431.00	479.00	464.00	456.00	449.00
	13.41%	22.36%	19.44%	11.41%	11.30%	10.96%	7.29%	8.11%	11.55%	6.42%	10.88%	13.45%	12.32%	10.86%
北	2,678.98	2,939.87	2,905.21	2,783.09	2,397.93	2,893.19	3,174.52	3,086.33	3,111.58	3,016.61	3,206.68	3,016.12	3,287.90	2,948.54
部	5.24%	8.56%	3.22%	7.73%	14.56%	16.85%	20.32%	6.43%	2.56%	11.25%	18.21%	9.00%	22.73%	0.29%
湾	85.09	79.91	79.65	71.23	63.85	82.31	82.21	88.13	88.12	79.23	85.48	84.25	94.71	90.71
港	12.27%	12.30%	11.93%	10.97%	13.41%	12.00%	5.74%	10.79%	9.15%	7.65%	14.58%	12.06%	11.31%	13.52%

数据来源: Wind, 中信建投; 注: 4 行数据分别为“货物吞吐量”“同比增速”“集装箱吞吐量”“同比增速”

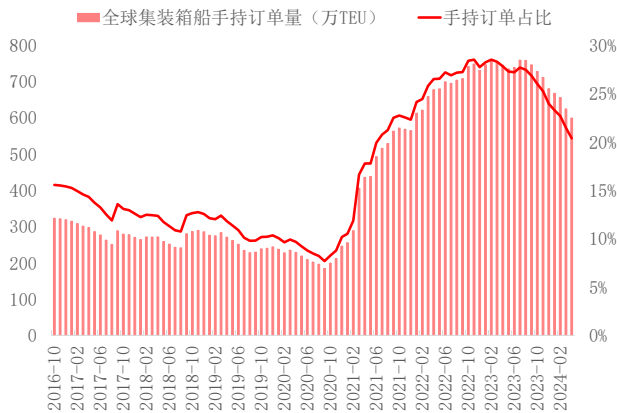
3.5 造船：造船业或将迎来长期置换大周期

3.5.1 集装箱：2024 年是名义运力交付最大的一年，之后运力增速会以每年减半的方式衰减

据克拉克森统计数据，2024 年前 5 月集装箱新交付运力 133.53 万 TEU，较 2023 年同期新交付运力翻了一番，接近前三年（2021-2023 年）同期新交付运力的总和。截至 6 月初，全球集装箱运力规模较年初增长 129.16 万 TEU；预计全年增长约 260 万 TEU，增幅达 9.3%，增速较 2023 年上升 1.1 个百分点，高出全球集装箱海运量增速 4.6 个百分点（见图）。

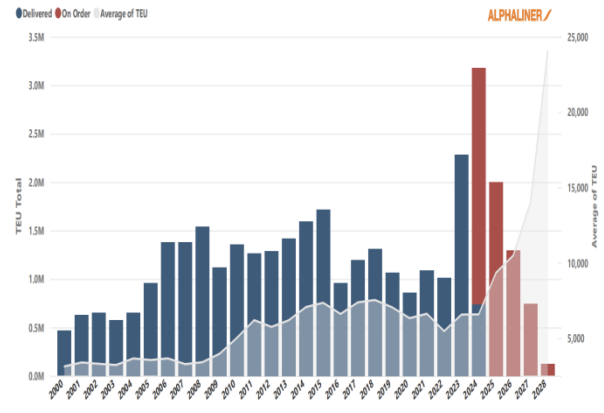
根据 Alphaliner 的预测，2025、2026 年名义运力的增速分别为 5.3%、2.6%，2024 年高出运量增速 6.8 个百分点。2024 年是集运行业名义运力交付最大的一年，之后行业的运力增速会以每年减半的方式衰减。

图 32: 全球集装箱船在手订单运力占比约 20%



数据来源: Wind, 中信建投

图 33: 全球集装箱船年度运力交付预测



数据来源: Alphaliner, 中信建投

3.5.2 油运：油轮老船占比均超 10%，2024 年供需差缺口拉大

图 34: 全球原油和成品油运输供需增速差

船队	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (f)	2026 (f)
原油油轮	需求增速	-0.95%	1.50%	2.08%	6.12%	2.56%	-2.75%	-7.62%	-2.98%	7.64%	4.89%	1.30%	1.40%
	供给增速	-0.58%	1.63%	5.98%	5.66%	0.09%	4.06%	0.44%	3.95%	5.09%	3.89%	0.40%	0.60%
	供需差	-0.37%	-0.13%	-3.91%	0.46%	2.47%	-6.81%	-8.06%	-6.93%	2.55%	1.00%	0.90%	0.80%
成品油轮	需求增速	-1.23%	8.78%	2.61%	1.22%	1.30%	3.37%	-8.82%	5.77%	3.84%	5.73%	5.20%	-4.40%
	供给增速	4.11%	5.73%	6.37%	4.02%	1.70%	4.89%	-0.08%	2.97%	2.63%	2.34%	1.40%	5.70%
	供需差	-5.34%	3.05%	-3.76%	-2.80%	-0.41%	-1.52%	-8.74%	2.80%	1.21%	3.39%	3.80%	-10.10%

数据来源: Clarksons, 中信建投



更多调研关注公众号：调研纪要更新

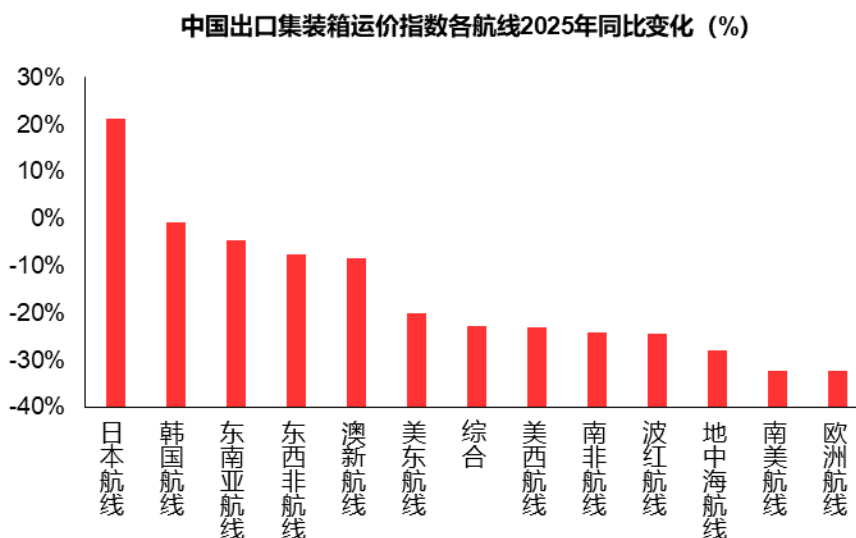
四、投资评价和建议

4.1、集运回顾：2025 年运价总体呈前高后低走势，关税抢运引发“错位旺季”，这是 2025 年最显著的特征

年初，市场尚处在“新联盟”架构落地后的磨合期。春节后的传统淡季运价出现了正常的回落，但并未如期导致运价崩盘，原因是红海绕行常态化吸收了大量原本应过剩的运力。此时，关于美国对特定商品加征关税的传言开始在货主间发酵，市场情绪从“观望”逐渐转向“焦虑”。4 月份中美贸易接近熔断。随着美国关税政策预期的明确，“抢运”大潮在 5 月底爆发，恐慌性订舱导致舱位瞬间紧张，美西、美东航线运价在短短两个月内大幅飙升至 6000-7000 美元/FEU，彻底打乱了传统的“三季度旺季”规律。美国发起的关税战扭曲了传统的出货节奏以及改变了产业地理分布，使得全球贸易流也发生了巨大变化。进入四季度，随着美国库存填充完毕以及关税政策的阶段性落地，“抢运”红利迅速消退。运价开始出现结构性回落，SCFI 指数逐步修正至红海绕行成本支撑位。

受制于美国库存周期转向，全球贸易至美国流向增速放缓，2025 年 1-10 月份，亚洲至美国集装箱贸易量增速出现负增长。而亚洲至非洲、南美、印巴中东、欧洲等区域增速实现了更快增长，有效地对冲了美国相关航线的下滑。从运价上来看，由于去年同期基数与贸易流改变的影响，日本航线仍然要高于去年同期，东南亚、东西非、澳洲航线运价相比去年同期下跌幅度较小，欧地线由于去年红海危机影响，运价相比去年极高运价出现了大幅下降。但整体上来看，船公司在 2025 年仍然取得了较市场预期更好的盈利水平。

图 35：中国出口集装箱各航线运价同比变化



数据来源：Wind，中信建投证券

图 36: 全球集装箱各航线贸易量同比变化

全球集装箱各航线贸易量		2024年1-10月	2025年1-10月	同比增速	2023年	2024年	同比增速
(万TEU)		15249.29	15916.99	4.38%	17247.63	18416.17	6.78%
亚洲流出	亚洲-北美	1997.08	1923.41	-3.69%	2104.79	2408.11	14.41%
	亚洲-大洋洲	246.52	259.05	5.08%	265.39	297.3	12.02%
	亚洲-南美洲	430.93	494.53	14.76%	463.65	522.9	12.78%
	亚洲-南亚次大陆与中东	787.65	902.3	14.56%	849.25	962.01	13.28%
	亚洲-欧洲	1499.92	1629.32	8.63%	1658.07	1819.06	9.71%
	亚洲区域内	3922.26	4123.41	5.13%	4515.74	4743.32	5.04%
	亚洲-非洲	306.43	384.63	25.52%	365.61	378.34	3.48%
大洋洲	大洋洲-亚洲	154.95	163.19	5.32%	175.65	185.72	5.73%
欧洲流出	欧洲-南美洲	154.5	164.5	6.47%	166.85	186.9	12.02%
	欧洲区域内	674.02	694.61	3.05%	752.86	812.71	7.95%
	欧洲-北美	435.49	437.98	0.57%	493.06	522.45	5.96%
	欧洲-非洲	176.43	180.77	2.46%	212.5	212.7	0.09%
	欧洲-亚洲	531.64	490.46	-7.75%	646.61	632.96	-2.11%
	欧洲-南亚次大陆与中东	296.8	306.35	3.22%	387.74	358	-7.67%
南亚次大陆与中东流出	南亚次大陆与中东-北美	170.93	181.37	6.11%	181	205.42	13.49%
	南亚次大陆与中东区域内	284.43	305.2	7.30%	328.41	342.62	4.33%
	南亚次大陆与中东-欧洲	280.7	301.65	7.46%	321.91	335.11	4.10%
	南亚次大陆与中东-亚洲	260.27	278.38	6.96%	304.12	318.7	4.79%
	南亚次大陆与中东-非洲	121.91	141.64	16.18%	161.51	147.97	-8.38%
北美流出	北美-亚洲	530.38	504.41	-4.90%	621.83	638.2	2.63%
	北美-欧洲	219.7	234.01	6.51%	253.38	262.51	3.60%
	北美-南美	239.53	245.84	2.63%	280.81	284.72	1.39%
	北美-南亚次大陆与中东	132.27	132.34	0.05%	161.71	158.09	-2.24%
南美流出	南美-欧洲	177.47	192.16	8.28%	200.99	214.67	6.81%
	南美区域内	131.8	132.44	0.49%	150.21	157.74	5.01%
	南美-北美	223.71	231.93	3.67%	257.47	271.19	5.33%
	南美-亚洲	177.29	177.04	-0.14%	209.13	219.9	5.15%
非洲流出	非洲-亚洲	123.09	120.74	-1.91%	132.87	146.45	10.22%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券

展望：运价的压力不在于新增供给，而在于红海复航

（1）全球产业转移仍是趋势变量，从中日韩-东南亚-非洲/中东/南美的大迁移带来运价的分化。

在全球集运市场的宏观叙事中，产业转移已不再是简单的“工厂搬迁”，而是一场深刻的供应链重构，正成为左右未来运价走势的关键趋势变量。供应链的“拉长”引发了贸易流向的本质变化。传统的“东亚生产、欧美消费”的点对点模式，正逐渐演变为“中日韩（研发/核心部件/中间产品）—东南亚/墨西哥（组装加工）—全球市场（最终消费）”的多节点接力模式。这一转变导致中间品贸易（Intermediate Goods）爆发式增长。对于航运业而言，这意味着单纯的成品运输需求被拆解为更复杂的区域内运输需求，极大地支撑了亚洲区域内航线的运价韧性。

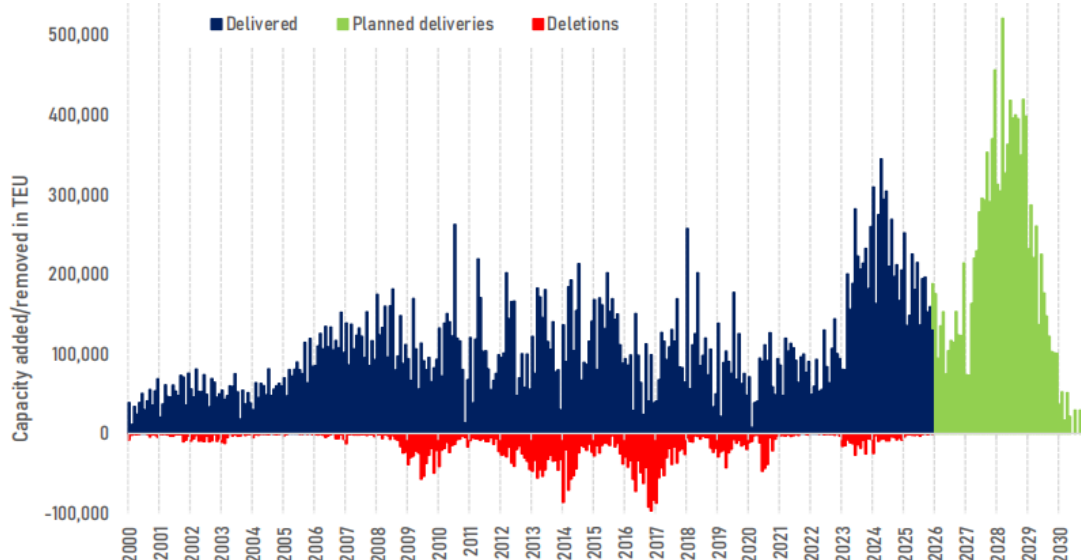
“全球南方”的崛起重塑了非主干航线的价值。随着产业从东亚向非洲、中东及南美溢出，这些地区正从单纯的资源出口国转型为新兴的制造基地和消费市场。中东、拉美与非洲航线：受益于基建投资（如一带一路项目）及消费升级，中国向这些地区出口的不再仅是日用品，而是附加值更高的工程机械、光伏组件及新能源汽车。

这种迁移带来了运价的显著“结构性分化”。未来，欧美主干航线将日益成熟化，陷入“存量博弈”，运价波动主要受宏观经济和新船交付压制，可能会呈现低波动、低毛利的特征；而南北航线及新兴市场航线，由于港口基础设施相对落后、运力投放相对克制，且需求增速快于供给，将更容易出现因拥堵或需求爆发导致的高运价溢价。

（2）2026 年集装箱运力交付仅有 150 万 TEU，名义运力增速约为 3.7%

2026 年全球集装箱船队运力预计交付 150 万 TEU 运力，是过去 3 年以来的最低值，但真正的压力还要看红海是否能够正常通航。红海危机损害了集装箱运输船队运力的 10% 左右，一旦红海复航，短期会造成港口的巨大拥堵，但中长期还是会对运价产生巨大的压力。2027、2028、2029 年预计分别交付 310 万、370 万、160 万 TEU 运力规模，这给未来几年的市场蒙上了巨大的阴影。目前行业 15 年以上的老旧船比例在 33%，20 年以上的老旧船比例在 13%。如果市场能够有效的在未来 5 年（动态来看，再过 5 年，15 年老旧船也将成为 20 年）清退 20 年以上的老旧船，那么市场未必会出现断崖式的下跌。

图 37: 全球集装箱船队交付量



数据来源：LINERLYTICA，中信建投证券

（3）集装箱港口拥堵将成为常态

在后疫情时代，我们必须接受一个事实：港口拥堵已不再是突发的“黑天鹅”，而是嵌入全球航运系统的“灰犀牛”。展望 2026 年，拥堵将从单一的码头作业问题，演变为一种结构性的常态，其根源在于船岸协同的深层错配：大量的集装箱船队的投放与港口资本开支的短缺。

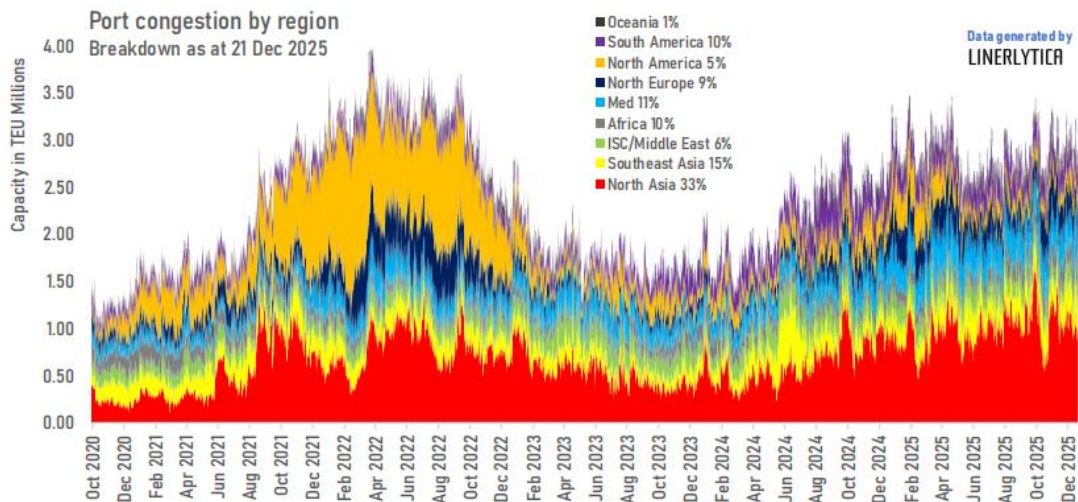
船舶大型化带来的“脉冲效应”与交付的“洪峰效应”正逼近码头极限。随着 2.4 万 TEU 级别的超大型集装箱船密集投入运营，码头面临的不再是均匀的货流，而是瞬时爆发的巨大洪峰。单一船舶挂靠带来的装卸作业量激增，导致堆场密度在短时间内达到饱和。尽管岸桥操作效率在提升，但堆场周转率和集疏运体系的瓶颈却难以在短期内突破。这种“大船小港”的硬件错配，注定了作业效率的波动将成为常态。

新联盟的“轴辐式”网络加剧了枢纽港的脆弱性。2025 年以“双子座”（Gemini）为代表的新型运输网络，大幅减少了直挂港口，转而极度依赖上海、新加坡等核心枢纽港的中转能力。这种模式虽然提升了干线利用率，但也导致风险高度集中。一旦某个枢纽港因天气或罢工出现停摆，其连锁反应将迅速通过支线网络瘫痪整个区域的供应链。枢纽港的“堰塞湖”现象将反复出现。

非市场因素的干扰正在长期化。无论是欧美港口工会对于自动化的抵制引发的周期性罢工，还是极端气候导致的港口关闭频率上升，都使得港口的有效作业时间被不断压缩。

港口的拥堵将不再是简单的运力不足，而是系统弹性的丧失。对于市场而言，这种常态化的拥堵在某种程度上充当了“被动控量”的角色，它吸收了部分过剩运力，但也让“准班率”成为了最昂贵的稀缺资源。

图 38: 全球集装箱船队按区域拥堵量



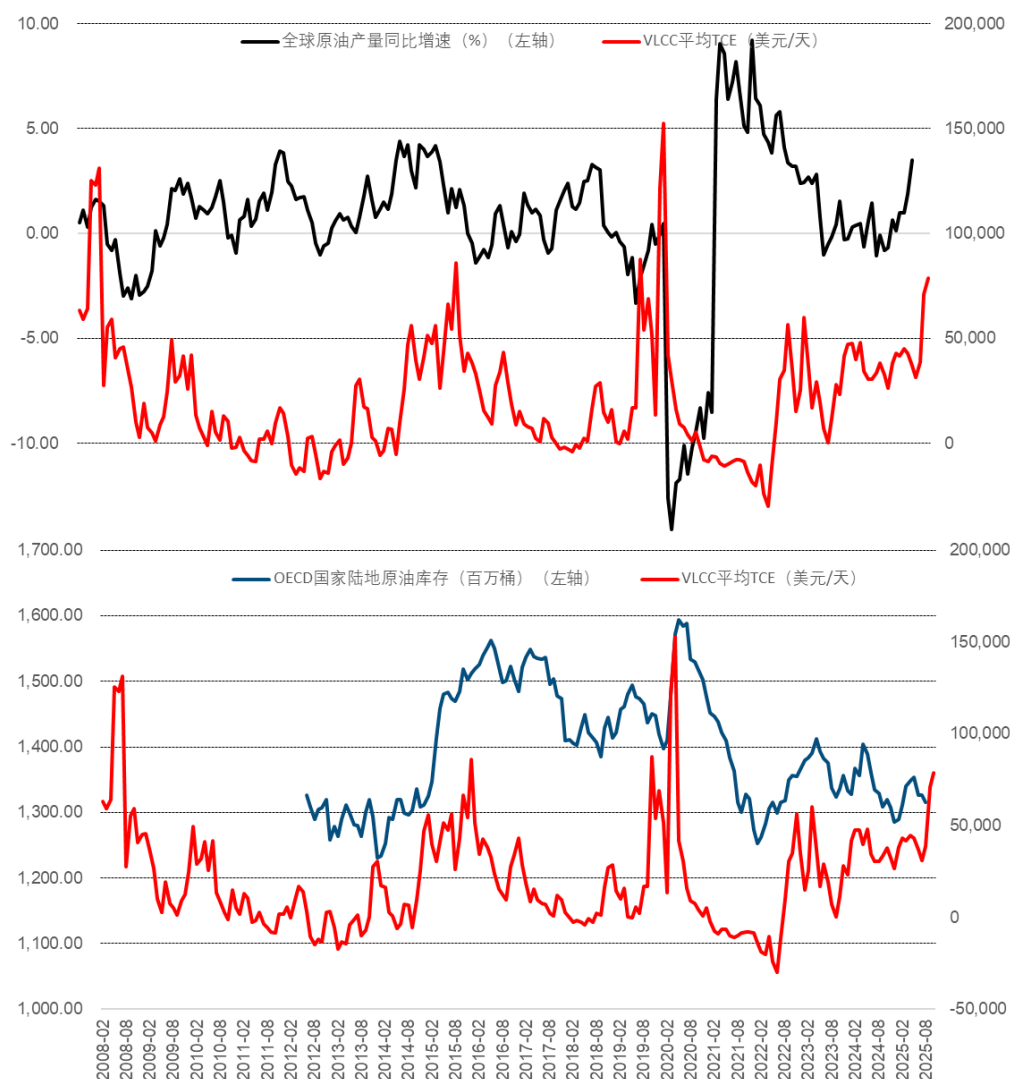
数据来源: LINERLYTICA, 中信建投证券

总之，2026 年集运市场存在显著的下行压力，红海复航成为一个决定性因素。美国的财政赤字和降息政策会对冲一些市场的下滑，但这可能并不足以能够支撑一个对船司舒适的价格。油价的低位运行也给行业提供了一个有利的机会，但这也可能成为行业价格战的理由。我们认为，2026 年集运市场整体会有不小的压力，航线结构的分化会进一步加大，港口拥堵将成为一个长期性的问题。

4.2 油运：逐步走向合规牛

俄乌冲突改变了全球原油供应格局。由于俄油的约束，欧盟等国家大大减少对俄油的依赖，俄油转而向亚洲区域供给。同时，美国、巴西等其他产油国都在扩大产量，部分非洲国家退出 OPEC 组织，导致 OPEC 份额在逐步减少，反而给其他国家留下了增产的市场空间。步入 2025 年，OPEC 改变了以往减产策略，转向增产，并进入到实质增产阶段。虽然增产未必代表着海运原油出口量的增加，但是从 8 月份以来观察到的实际海运贸易量数据确实增加，有效推动了原油油轮运费的大幅度上行。

图 39:全球原油产量增速加快与 OECD 国家整体库存低位驱动油轮运费上行



数据来源: Wind, 中信建投证券 注: OECD 国家原油库存更新至 2025 年 8 月, 全球原油产量更新至 2025 年 6 月

虽然中国海运原油进口量在 2024 年和 2025 年初疲软, 但最近几个月的趋势更为强劲, 第三季度进口量同比增长 5%。炼油厂加工量的坚挺也为进口量提供了额外的推动力。2025 年平均加工了约 1480 万桶/日的原油, 同比增长 3%, 第三季度加工量同比增长 7%。今年上半年燃料油和沥青进口税上调支撑了这一势头, 促使独立炼油商转向加工更多原油量。对石化原料的需求不断增长也起到了支撑作用, 同时近几个月来炼油厂维护计划有所减少, 尤其是在国有工厂。

库存活动显著加速以及炼油厂吞吐量增加推动了进口需求走强, 中国货运量的增加也为今年的原油油轮市场提供了潜在支撑。中国原油库存可用天数提升至 110 天, 到目前为止中国原油战略储备+商业库存增加 1.5 亿桶, 价值约 100 亿美元。预计未来将提升至 140-180 天, 主要原因: (1) 当前油价处于历史相对低位, 提供了战略性购买的窗口; (2) 2025 年生效的新《能源法》要求国有和私营企业共同承担战略储备义务, 形成了制度性积累动力; (3) 约 20-30% 的石油进口来自受欧美制裁国家, 存在供应中断风险, 增加储备是为潜在危机 (包括地缘局势等) 做准备; (4) 经常账户盈余庞大, 提供了购买原油的外汇资金。

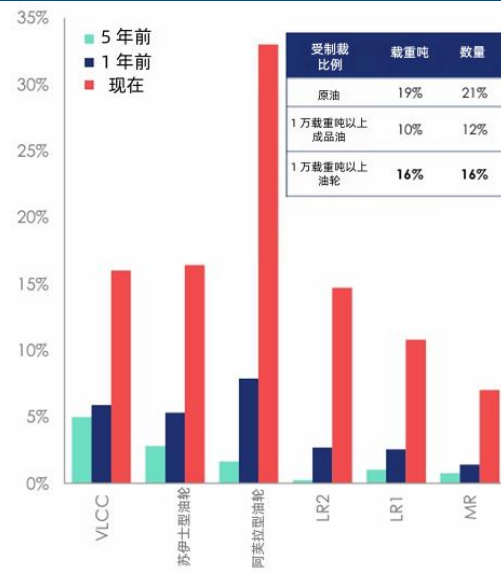
炼油产能持续扩张（预计 2026 年超 1800 万桶/日），支撑原油需求。持续的库存势头可能会支撑到 2026 年的进口量，国有石油公司将进一步增加 1.69 亿桶原油储存能力，而油价进一步放缓也可能提供支撑。中国海运原油进口量最初预计明年将增长 3% 至 1070 万桶/日，但可能存在进一步上行空间。

由于欧美对于影子船队的扩大制裁，特别是自 2025 年年初以来，美国加大了对影子船队的制裁，导致市场上有效运力缩减，推升了运价中枢，也提高了运价在旺季的弹性。目前 VLCC 中有约 16% 船队属于受限船，特别是与俄罗斯紧密相关的阿芙拉型船占比已经达到 33%。

图 40: 制裁油轮的艘数占比



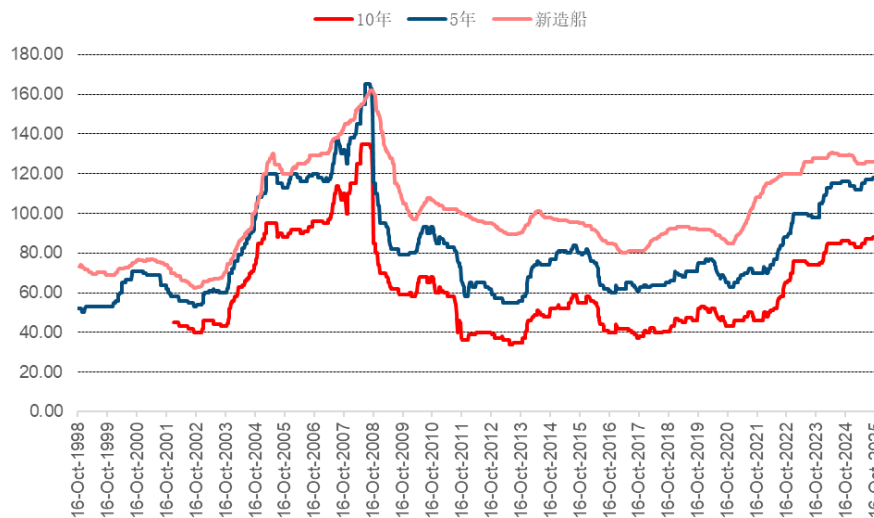
图 41: 制裁油轮的扩大化



数据来源: Clarksons. Sanctioned Fleet includes vessels in the fleet sanctioned by USA, UK, EU & UN & US Advisory, 中信建投证券

虽然新造船的价格近期有些回落，但是整体二手船的交易价值仍在上涨，这与最近的租金大幅度上涨有一定关系。假设一艘 10 年船龄的船，在 2015 年新造船的价格约为 9500 万美金，按照 20 年折旧计算，不考虑残值，目前账面价值为 4750 万美金，但市场价值达到了 8800 万美金，增值率达到 85%。

图 42:二手船价值仍处于升势（单位：百万美元）



数据来源: Kpler, 中信建投证券

虽然 2026 年供给压力有所增加，对运价高度会有限制，但老龄化仍然严重，运价中枢逐步上移。从选股的思路来看，仍然选取港股中远海能作为首选标的。

图 43:2026 年 VLCC 供应加速，但老龄船比例仍然

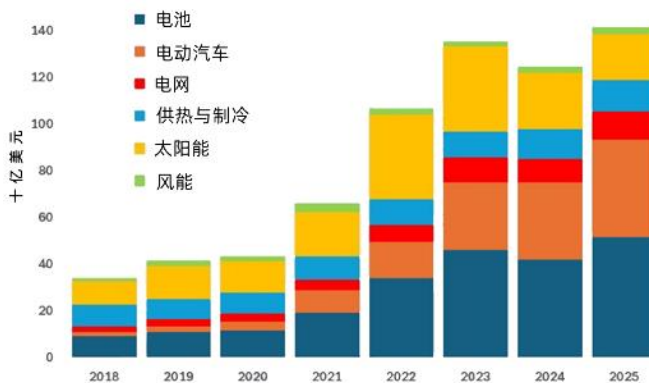


数据来源: Frontline, 中信建投证券

4.3 特运：新三样出口带动市场需求，特种货出口景气度延续

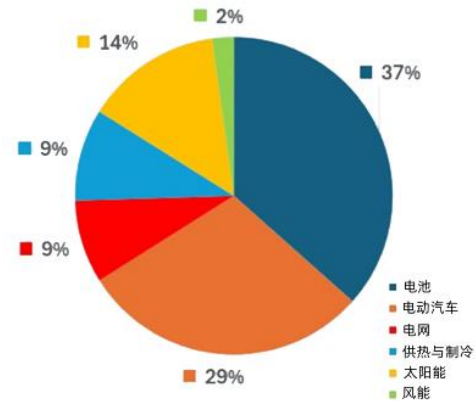
截至 2025 年 8 月，中国清洁能源技术出口总额创下新高，总价值超过 1410 亿美元。欧洲几乎是中国清洁能源产品的最大进口区域。中东、拉美、非洲则是未来最具增长潜力的区域。由于新能源设备的大型化，产品运输逐渐从集装箱化运输向特种货物运输方向转变，特别是风电设备、储能柜等产品。

图 44:中国新能源产品出口额



数据来源: Ember, 中信建投证券

图 45: 中国新能源产品出口占比



数据来源: Ember, 中信建投证券

中远海特业绩中枢持续抬升，运力规模未来两年超过 60% 增长。业绩中枢稳步抬升至 15 亿元，二季度单季度 5 亿元创下历史最好季度业绩盈利水平。公司 2020、2021、2022、2023、2024 年净利润分别为 1.25 亿、3 亿、8.2 亿、10.6 亿、15.3 亿。2025 年上半年公司扣非净利润实现 8.35 亿，二季度单季净利润约 5 亿元，创下历史最好季度业绩。2025 年下半年接入 27 艘新船，年底运力总载重吨会超过 900 万载重吨。2026 年交付 11 艘，总运力将超过 1,000 万载重吨。

中国风电与工程机械出口仍处于繁荣期，公司目前布局的东南亚、东非、南非区域以及南美区域是未来中国产业转移的核心地带，大量工厂搬迁带来的设备运输需求持续驱动公司主力船型租金稳定上升。公司拥有 50% 以上的包运合同，抗周期性、业绩稳定性好于集运、油运、干散货业务。

风险分析

全球班轮联盟监管政策变化带来的政策风险

面对集运市场运价高涨状况，美国国家工业运输联盟（NITL）等曾施压以干预班轮联盟的反垄断豁免权。短期来看，鲜有证据表明班轮联盟存在垄断定价行为；欧盟方面始终拒绝对班轮公司采取干预行动，欧盟认为托运人享受到了班轮联盟带来的航班密度增加、航线覆盖广度增加以及减少中转次数等好处。中长期来看，若集运行业运价高涨的情况持续存在，美国政府或者欧盟或将重新审视全球班轮联盟的存在，或因全球班轮联盟监管政策变化而带来的集运市场波动风险。

俄乌冲突持续升级下的全球贸易风险

当前俄乌冲突持续胶着，将严重影响欧洲、俄罗斯相关航线贸易，带来全球航运体系崩溃，全球化进程甚至存在倒退风险。建议投资者密切关注战局演变、能源政策及制裁动态。

伊朗地区冲突风险

若伊朗地区冲突持续，将影响全球能源相关航线，对全球能源运输体系带来负面影响。建议投资者密切关注战局演变、能源政策及制裁动态。

燃油成本大幅度上涨

受国际原油价格波动影响，船公司燃料成本存在大幅度上涨的风险。其次，新加坡是全球燃料油最大的消费地和集散地，地缘政治或将对新加坡燃料油的产量造成影响，进而导致燃油成本大幅度上涨。最后，IMO 和各国政府的环保法规政策可能大幅提升船公司的燃油成本。从历史上看，2020 年全球限硫令对保税船用油市场的消费结构带来巨大的变化，低硫燃料油、MGO、LNG 清洁能源等替代燃料均大幅增加了船用燃料成本，进而带来剧烈的价格波动。

分析师介绍

韩军

全球交通运输及全球能源首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。10 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

梁骁

交运行业分析师，南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策，2022 年加入中信建投证券研究发展部，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/跨境物流/铁路货运/航空物流，具有丰富的交运物流行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，工作地北京。

宗枫

中信建投证券全球能源与运输分析师，长期关注产业周期、资本开支与公司基本面变化。

北京外国语大学金融与英语双学位；复旦大学国际工商管理硕士，并参与麻省理工学院（MIT）暑期项目。

曾就职于德勤中国，担任高级审计员，参与多家大型 A+H 上市公司审计工作；后任职于一级市场风险投资机构，负责早期项目挖掘与投资决策。此后加入西部证券，从事交通运输行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk