

集运运价反弹延续，油运运价高位上行

核心观点

1) 全球集运市场运价反弹动能增强。需求端剔除北美及霍尔木兹后其他地区双位数增长，北美需求 6 月份较为低迷。供给端出口港拥堵与设备短缺支撑高位，曼德海峡通行回升；台风未缓解前运价或维持高位。

2) 油运：地缘政治冲突推动国际油运市场运价高位上行。伊朗拒开霍尔木兹海峡，胡塞 8 月 11 日袭击货轮致 6 死。亚洲市场转向阿曼湾购油，湾内 VLCC 稀缺致日租金逼近 50 万美元；风险溢价集中中型以上油船。

3) 散运：干散货航运市场呈现分化格局，海岬型与巴拿马型船持续走强。8 月 12 日 BDI 报 2939 点连跌三日。海岬型受铁矿支撑运价持续走强，同时黑德兰港罢工收紧运力。超灵便型与小灵便型因货量有限回调，短期延续分化。

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（8 月 10 日-8 月 14 日）交运板块整体下跌。本周航运板块跌幅为 2.42%，港口板块跌幅为 2.22%。

航运港口：集运运价反弹延续，油运运价高位上行

集运：全球集运市场运价反弹动能增强。SCFI 连续两周反弹，船公司在跨太平洋、拉美等航线推动涨价。需求端剔除北美及霍尔木兹后其他地区双位数增长，北美需求 6 月份较为低迷。供给端出口港拥堵与设备短缺支撑高位，曼德海峡通行回升、新增苏伊士航线。台风未缓解前运价或维持高位。

油运：地缘政治冲突推动国际原油油运市场运价高位上行。8 月 12 日 BDTI 报 2671 点。伊朗以解除封锁制裁为前提拒开霍尔木兹海峡，胡塞 8 月 11 日袭击货轮致 6 死。亚洲市场转向阿曼湾购油，湾内 VLCC 稀缺致日租金逼近 50 万美元；风险溢价集中在中型以上油船。

散运：干散货航运市场呈现分化格局，海岬型与巴拿马型船持续走强。8 月 12 日 BDI 报 2939 点连跌三日，BCI 报 4712 点。海岬型受铁矿需求支撑运价持续走强，同时黑德兰港罢工收紧运力。超灵便型与小灵便型因货量有限回调，短期延续分化。

航运港口

维持

强于大市

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

梁骁

liangxiaobj@csc.com.cn

010-56135284

SAC 编号:S1440524050005

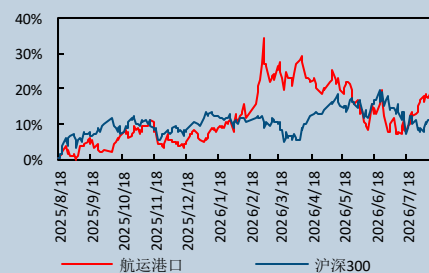
宗枫

zongfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120004

发布日期：2026 年 08 月 18 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、A 股定价范式思考	1
二、行情综述：航运板块与港口板块均上涨	2
2.1 航运市场整体情况	2
2.2 国内市场：航运板块与港口板块均下跌	4
2.3 港股及海外市场：各板块整体上涨	5
三、全球经济展望：7 月各市场 PMI 环比涨跌互现	7
3.1 7 月美国制造业 PMI 环比上升	7
3.2 7 月新兴市场制造业 PMI 总体上涨	9
3.3 7 月中国 PMI 指数环比回落	9
四、航运港口：原油指数上涨，成品油与干散货指数下跌	11
4.1 集运：运输需求保持平稳，市场运价互有涨跌	11
4.2 干散货运：BDI 综合运价指数下跌	14
4.3 油运：原油指数上涨，成品油指数下跌	15
4.4 港口：6 月主要港口累计完成货物吞吐量同比+3.40%	16
4.5 造船：造船业或将迎来长期置换大周期	17
4.5.1 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	17
4.5.2 油运：油轮老船占比均超 10%，2024 年供需差缺口拉大	18
五、投资评价和建议	19
风险分析	28

图目录

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

图 18: SCFIS 欧洲航线.....	13
图 19: SCFIS 美西航线.....	13
图 20: 集运指数（欧线）总持仓量（万手）	14
图 21: EC2406 收盘价和持仓量	14
图 22: EC2408 收盘价和持仓量	14
图 23: EC2410 收盘价和持仓量	14
图 24: EC2412 收盘价和持仓量	14
图 25: EC2502 收盘价和持仓量	14
图 26: BDI 干散货运价格指数	15
图 27: 各干散货船型价格指数.....	15
图 28: BDTI（原油）和 BCTI（成品油）运输价格指数.....	15
图 29: BDTI（原油）进口运输价格指数.....	16
图 30: 中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）	16
图 31: 中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）	17
图 32: 全球集装箱船在手订单运力占比约 20%.....	18
图 33: 全球集装箱船年度运力交付预测.....	18
图 34: 全球原油和成品油运输供需增速差	18
图 35: 上海出口集装箱运价指数各航线同比变化.....	19
图 36: 全球集装箱各航线贸易量同比变化	20
图 37: 全球集装箱船队交付量.....	21
图 38: 2021-2025 年中国贸易顺差情况	22
图 39: 全国主要港口集装箱吞吐量及同比	22
图 40: 全球集装箱船队按区域拥堵量.....	23
图 41: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	24
图 42:制裁油轮的艘数占比	25
图 43: 制裁油轮的扩大化.....	25
图 44:二手船价值仍处于升势（单位：百万美元）	26
图 45:2026 年 VLCC 供应加速，但老龄船比例仍然	26
图 46:中国新能源产品出口额.....	27
图 47: 中国新能源产品出口占比.....	27

一、A 股定价范式思考

A 股定价逻辑存在三种典型范式，集中暴露了市场长期以来的定价谬误与博弈内耗。

第一种是极值定价法，即对巅峰盈利的线性外推，这也是 A 股在周期股和高成长股中最常见的定价谬误。市场倾向于将某一个季度或半年出现的巅峰状态（极值点）直接进行年化，再基于这个极值的 EPS 赋予一个常态化的、甚至带有成长溢价的 PE。这种定价本质上是对“当期高利润现金流”的追求——在供需错配导致的利润井喷期（例如上游资源品涨价），市场会假定这种超额利润不仅能维持，还能被持续估值。其局限性在于均值回归的惩罚：它无视了资本回报周期（Capital Return Cycle）的规律，极高利润必然诱发资本开支和新增供给，或摧毁下游需求；当供给释放时，不仅盈利会断崖式下跌，估值倍数也会同时崩塌。当然，运用这一视角时也必须评估行业的资本纪律性。

第二种是景气度范式与边际定价，即只看二阶导、无视绝对水位。A 股很多时候不交易“价值倒挂”，而是交易“加速度”：只要行业高频数据（如月度销量、周度排产、日度运价）的边际变化是向上的，资金就会不断涌入；一旦增速放缓（哪怕绝对增速依然高达 30%），也会引发踩踏。其内在逻辑源于 A 股公募等机构投资者者的“相对收益考核”机制——当大家都有业绩排名压力时，资金没有耐心去等待低于内在价值的均值回归，而是被迫去追逐短期内阻力最小、边际改善最锐利的方向。其局限性在于纯粹的博弈陷阱：这种模式将股票彻底变成了筹码，导致市场对信息的反应钝化（在左侧）和过度（在右侧）；一旦景气度出现微小瑕疵，由于没有绝对价值作为估值锚点，股价的回撤幅度将会较大。

第三种是久期权重错配，即短视的 PEG 掩盖了 ROIC 的本质。A 股给短期盈利弹性（1-2 年的 G）的权重极高，而给长期的商业模式、护城河和资本回报率（ROIC）的权重极低。内在逻辑在于，A 股往往将 DCF 模型抛之脑后，更偏好简单的 PEG 定价——因为在宏观经济快速切换的背景下，资金对 3 年后的企业远期现金流缺乏信任，终值在 A 股的定价体系中往往被大打折扣。其局限性表现为劣币驱逐良币：这种模式无法区分周期性利好与结构性利好，一个因行业红利而短期爆发、但长期会毁灭价值的平庸公司，在 A 股短期内获得的估值，往往比一个稳扎稳打、通过极深护城河持续创造自由现金流的优秀公司还要高。

针对上述问题，需重构定价锚点，跳出 A 股极致博弈的内耗，建立既能适应 A 股生态、又能坚守底层商业逻辑的修正框架，具体可从以下三个方向入手。

其一，引入“全周期平滑利润”（Normalized Earnings）替代“极值利润”：对于任何高景气或强周期的行业，既不要用当下的最高利润去年化，也不要用最惨的亏损去年化，而是采用类似席勒市盈率的思维，测算该商业模式在一个完整产业周期（通常 3-5 年或更长）内的平均资本回报率（ROIC）和平均净利润，并基于这个平滑后的利润给予合理估值。

其二，建立“自由现金流（FCF）+ 股东回报”的绝对估值底线：将定价权重的核心从“账面利润增速（G）”转移到“自由现金流产出率”和“分红/回购率”上，一个长期的好生意，必定能在剔除维持性资本开支后产出丰厚的 FCF；若一家公司缺乏短期爆发性景气度，但能提供 6%-8% 的确定性股东回报收益率，这就是它的绝对价值底线——这也是近年来“红利低波”与重资产周期股迎来价值重估的核心底层逻辑。

其三，构建“价值为锚，边际为帆”的二维交易体系：只有当资产价格处于低于或等于其内在绝对价值的区间时，才去顺应景气度和边际改善进行进攻。左侧看价值，在被市场因“短期景气度不佳”而抛弃的优质资产

中寻找赔率（极度便宜）；右侧看边际，当这些极度便宜的资产出现哪怕一丝微弱的边际改善（如供给端出清、价格企稳）时，再利用 A 股的“景气度放大器”效应去兑现收益，但在触及极值估值前坚决离场。

最后，我们重申并旗帜鲜明地反对所谓的叙事投资理论。叙事投资理论是一种极致的刻舟求剑，并不是用第一性原理去思考投资，而只是对一种投资现象的表层总结。回归本质、回归第一性原理，才是投资的核心。

二、行情综述：航运板块与港口板块均下跌

2.1 航运市场整体情况

2.1.1 集运：韧性显现，运价反弹动能增强

本周全球集运市场整体仍具韧性，运价反弹动能较前期增强。SCFI 综合指数已连续两周反弹，船公司在跨太平洋、拉美、印度次大陆及中东等航线持续推动涨价，带动市场情绪回暖。从需求端看，全球集装箱货量整体维持稳健增长，剔除北美贸易战及霍尔木兹海峡局势影响后，其他地区货量同比保持双位数增长，显示全球贸易需求基本面并未走弱；但北美市场复苏动能依旧疲弱，六月份货量增长再度停滞，成为拖累整体表现的主要区域。供给端方面，中国主要出口港的拥堵与设备短缺进一步支撑运价维持高位；与此同时，运力格局出现积极调整——曼德海峡船舶通行量持续回升，多家头部船公司新增经苏伊士运河的航线以缓解北亚与欧洲港口拥堵带来的运力及设备紧张，另有船公司重启中国至红海服务并扩大对地中海、红海港口的覆盖；多条北方海航道服务于八月启动，预计今年北极航线集装箱船航次将创历史新高，运力调节的灵活性有所提升。

美洲航线：美东强于美西，价差走阔。跨太平洋航线本周呈现美东明显强于美西的格局，东西岸运价价差进一步扩大。即期运价维持高位震荡，船公司计划在八月下旬推动新一轮涨价，但美西方向新增运力的逐步投放可能限制其涨幅空间；相比之下，巴拿马运河限重措施升级及低水位附加费的持续加征，对美东运价形成有力支撑。需求层面，前期因关税窗口期带来的抢运高峰已经过去，市场进入黑色星期五及圣诞销售季的备货阶段，货量整体维持高位，但较七月份有所回落。运力调控仍以空班为主要手段，美东舱位紧张程度高于美西；近期台风天气导致上海港拥堵加剧，船舶跳港与改挂靠情况增多，进一步挤压市场舱位，部分货主已开始评估经美西港口转铁路运输的内陆联运方案，以保障时效与舱位稳定性。整体来看，跨太平洋航线在船公司涨价意愿与运河限重支撑下预计维持坚挺，短期大幅回落可能性较低。

亚欧与地中海航线：欧洲偏稳、地中海回调。亚欧航线整体仍处于相对高位，仅出现有限波动，船公司运价策略出现分化，多数倾向于延续当前价格水平或进行温和调整；尽管旺季需求边际放缓，但供应链持续受扰使运价短期大幅下行的可能性甚微。地中海航线则延续调整走势，运价指数环比出现下跌，主流报价区间有所下移，部分特价舱位进一步下探；自七月下旬以来，市场需求逐步放缓，其中长约货量保持相对稳定，即期市场需求明显走弱，对运价形成下行压力。不过，中东局势带来的燃油成本上涨以及设备短缺等因素，预计将减缓运价下跌速度；目前多数船公司仍维持旺季附加费政策，仅针对个别客户给予例外安排，预计八月份附加费体系仍将保持稳定。红海方面，曼德海峡通行量回升、苏伊士航线逐步恢复，有助于缓解前期因绕航带来的运力紧张，但中东局势的不确定性仍对成本端构成支撑。

拉美航线：涨价持续，港口与设备压力上升。拉美航线船公司持续推动涨价，市场整体保持坚挺。供给端压力上升：近期始运港上海、宁波以及拉美主要港口持续拥堵，台风天气导致跳港与船期调整频繁，码头堆场

利用率维持高位；空箱回流缓慢使部分四十英尺普柜、高柜及冷藏箱供应紧张。货量结构方面，新能源汽车产业链出口持续带动舱位需求增长，滚装船运力饱和后部分货量转向集装箱市场；光伏、汽车配件及机械设备保持稳定出货，普货需求整体平稳。船公司暂无新增运力计划，叠加运河减载影响，舱位持续趋紧。此外，亚马逊流域预计十月进入低水位季节，低水位附加费将对马瑙斯方向的内陆点物流成本形成进一步支撑。综合来看，拉美航线在涨价周期与设备短缺支撑下短期将维持高位，但旺季需求边际放缓使进一步上行空间受限。

亚洲内航线：台风扰动推高供应链不确定性。本期亚洲内航线受台风天气影响显著，自七月末以来宁波、上海、盐田等主要港口频繁出现跳港及船期调整，码头堆场利用率维持高位，华东地区集装箱设备供应依然紧张，港口运营效率与船期可靠性受到影响。船舶靠泊等待时间明显延长，供应链不确定性持续上升；八月份甩柜、延误及航次调整情况预计仍将频繁发生。市场对于旺季附加费的接受度相对稳定，客户关注重点更多集中于准班率、航次调整、跳港及开航变更等运营问题，舱位保障与服务稳定性仍是核心诉求。整体来看，在台风扰动与设备短缺未明显缓解前，区域航线运价将维持相对高位，运营稳定性成为比价格更关键的竞争要素。

2.1.2 油运：地缘冲突推动运价高位上行，原油轮各船型普遍走强

本周国际油运市场延续强势运行，地缘冲突升级仍是决定运价的核心变量。截至8月12日，BCTI成品油运输指数报1325点，整体高位震荡；BDTI原油运输指数报2671点。当前，伊朗明确霍尔木兹海峡解封须以美方结束海上封锁、解除制裁、撤军及战争赔偿为前提，市场对美伊战事结束前景较为悲观；8月11日胡塞武装在曼德海峡以导弹袭击埃及籍货轮造成6人死亡，同日美中央司令部在阿曼湾击伤试图突破对伊封锁的巴拿马籍集装箱船，红海与波斯湾区域安全预期持续恶化。为规避湾内风险，亚洲原油采购商继续转向阿曼湾及埃及地中海沿岸码头接货，并通过管道转运，导致敢于驶入霍尔木兹海峡内部装货的VLCC运力持续稀缺。8月10日前后，中东—中国TD3航线评估日租金一度逼近50万美元大关，韩国长锦商船以天价成交一艘深入波斯湾装货的VLCC，反映出即期运力紧张与风险溢价同步上升。

从船型表现看，原油轮各船型均价均短线出现分化。8月12日，VLCC平均日租金报234,382美元，环比前日下降1.31%，苏伊士型船日租金报269,990美元，环比上涨2.69%；阿芙拉型船日租金报73,563美元，环比下降0.69%，地缘风险溢价继续集中体现在中型及以上原油船上。分航线看，中东—中国TD3C航线TCE报483,890美元/天，美湾—中国TD22报115,137美元/天；而中东—美湾TD1因不深入湾内且需求部分转移，日租金7,699美元。成本端，布伦特原油8月12日收于87.90美元/桶附近，国际油价高位震荡，叠加船用燃油价格上行，对高位运价形成额外成本支撑。成品油轮方面，BCTI高位震荡但内部同样呈现分化趋势：中东—日本TC1长程航线报138,462美元/天，LR2/LR1等长程航线维持坚挺；跨大西洋TC2（鹿特丹—纽约）报3,109美元/天，MR型船明显走弱，反映成品油短途及区域航线需求疲软、运力宽松压力更大。

2.1.3 散运市场：海岬型与巴拿马型船持续走强

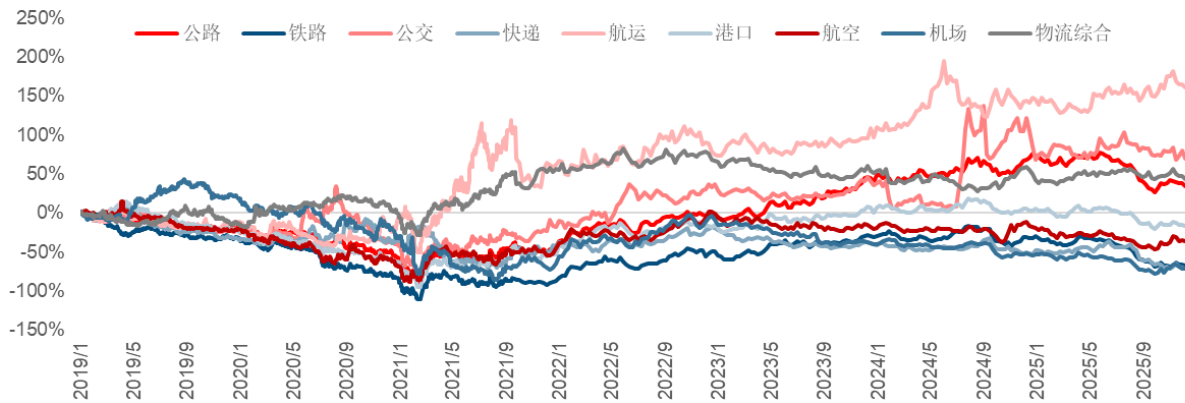
本周干散货航运市场呈现分化格局，海岬型与巴拿马型船周度运价延续上涨，超灵便型与小灵便型船则延续回调态势。8月12日，波罗的海干散货指数（BDI）报2939点，较前一交易日下跌107点，跌幅3.51%，创8月4日以来新低，并录得连续第三个交易日下跌；其中海岬型船指数（BCI）报4712点，下跌5.78%，日均获利回落至39237美元；巴拿马型船指数（BPI）报2302点，下跌0.43%，终结此前连续十个交易日的上涨。海岬型船的强势主要受到铁矿石运输需求的支撑，8月初澳洲发往中国的铁矿石货盘保持高位，巴西海漂量持续高于澳洲，未来1—2个月巴西矿到港占比有望进一步提升；中国钢厂在利润修复背景下刚需补库，全国港口铁矿石压港量自8月3日的1144万吨快速降至8月11日的290万吨，疏港效率提升带动矿石货盘释放。与此同时，澳大利亚黑德兰港于8月8—9日爆发48小时罢工，罢工预期及后续8月18日劳资谈判的不确定性为海岬

型运力供给带来阶段性收紧预期。8月12日受台风“白海豚”过境影响，中国中部多地基建与钢铁项目临时停工，短期压制铁矿石现货需求，海岬型船单日运价大幅回落6.26%。巴拿马型船本周同步跟涨，受益于澳洲、印尼及南非至中国煤炭航线运费普遍上涨，但粮食出口节奏仍相对平淡，部分抑制了巴拿马型船的上涨空间。超灵便型与小灵便型船则因区域货量增长有限、船公司为提升装载率增加报价灵活性，运价重心继续下移。

2.2 国内市场：航运板块与港口板块均下跌

从交运各子板块相对沪深300表现看，本周（8月10日-8月14日）交运板块整体下跌。本周航运板块跌幅为2.42%，港口板块跌幅为2.22%。

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	富临运业	17.3	北部湾港	-9.4
2	大众交通	11.6	粤高速A	-6.5
3	*ST瑞茂	11.3	中远海能	-5.6
4	新宁物流	10.9	招商轮船	-5.2
5	三羊马	4.5	中国东航	-4.3
6	上海雅仕	3.3	唐山港	-4.3
7	万林物流	3.3	招商南油	-4.0
8	湖南投资	2.8	海峡股份	-4.0
9	炬申股份	2.6	密尔克卫	-3.7
10	安通控股	2.6	吉祥航空	-3.6

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	盛航股份	1.3	北部湾港	-9.4
2	恒基达鑫	0.9	中远海能	-5.6
3	南京港	0.4	招商轮船	-5.2
4	青岛港	0.1	唐山港	-4.3
5			招商南油	-4.0

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	#NAME?	-0.69%	-2.96%	16.29	1.23	6.24
	招商轮船	601872.SH	1376.71	-5.17%	92.86%	17.40	3.20	13.74
	中远海能	600026.SH	853.53	-5.65%	46.71%	16.60	1.98	10.04
	海峡股份	002320.SZ	144.21	-4.02%	-46.75%	81.95	3.58	8.32
	中远海控	601919.SH	2295.77	-0.26%	4.72%	9.38	1.03	2.52
	中远海发	601866.SH	254.54	-1.67%	-6.37%	20.01	1.00	12.55
	中远海特	600428.SH	324.06	-1.17%	71.21%	17.61	2.00	6.36
	长航凤凰	000520.SZ	38.86	-2.78%	-20.66%	(101.90)	9.23	(201.61)
	招商南油	601975.SH	166.62	-4.04%	18.55%	11.42	1.41	5.71
	中国外运	601598.SH	409.16	-0.93%	8.89%	11.33	1.13	4.68
	宁波海运	600798.SH	38.61	-0.31%	-8.49%	58.90	0.98	6.49
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	49.97	-0.94%	-22.51%	85.50	0.74	11.25
	厦门港务	000905.SZ	128.94	-2.11%	-35.63%	41.13	1.42	20.43
	广州港	601228.SH	227.84	-0.33%	-5.86%	28.74	1.07	10.40
	上港集团	600018.SH	1180.29	-1.74%	-3.01%	8.64	0.83	5.56
	秦港股份	601326.SH	176.84	-0.59%	-0.29%	11.67	0.94	5.67
	宁波港	601018.SH	649.78	-0.30%	-5.64%	12.58	0.81	6.75
	唐山港	601000.SH	245.93	-2.81%	8.07%	13.77	1.17	5.13
	青岛港	601298.SH	533.88	0.12%	6.60%	10.76	1.23	4.97
	日照港	600017.SH	81.81	-0.75%	-9.97%	18.66	0.59	8.50
	珠海港	000507.SZ	45.34	-1.00%	-4.42%	19.62	0.76	7.79
	北部湾港	000582.SZ	285.44	-9.42%	21.63%	26.65	1.41	10.33
	恒基达鑫	002492.SZ	22.60	0.90%	-36.16%	(34.48)	1.39	164.22
	天津港	600717.SH	120.97	-1.18%	-4.27%	11.43	0.60	3.19
	招商港口	001872.SZ	518.14	-1.39%	14.73%	11.40	0.83	5.97
	辽港股份	601880.SH	293.43	-2.05%	-8.74%	23.06	0.84	6.45
	连云港	601008.SH	53.10	-0.23%	-18.56%	29.72	1.28	11.03

数据来源: Wind, 中信建投注: 数据均来源于Wind, 均为客观数据

2.3 港股及海外市场: 各板块整体上涨

图 5: 航运港口板块主要标的股价表现及估值

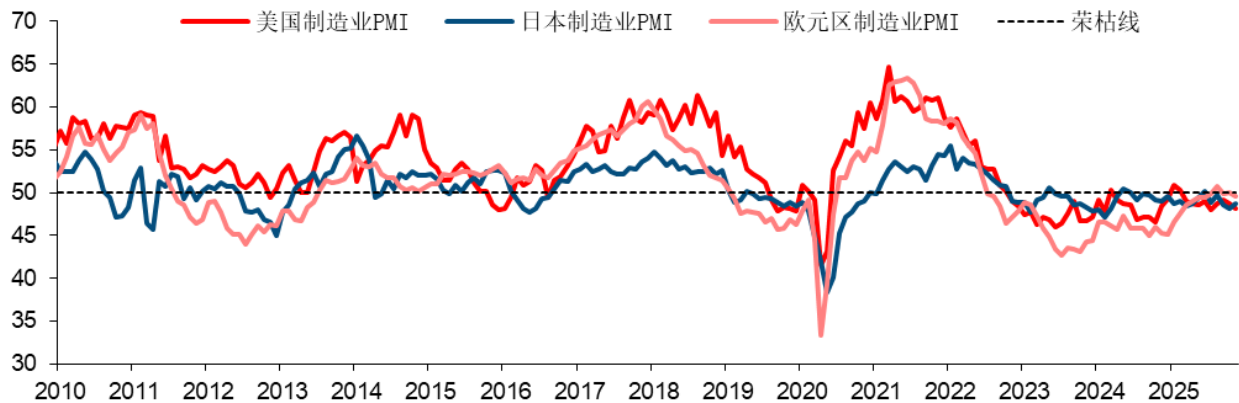
细分行业	上市公司	股票代码	市值(亿美元)	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE (TTM)	PB	EV/EBITDA
集运	A P MOLLER MAERSK B	0077.L	419.01	18.5%	43.8%	15.07	0.45	2.69
	赫伯罗特	HLA.G.DF	267.47	5.8%	15.5%	9.87	1.55	4.76
	中远海控	601919.SH	338.22	-0.3%	4.7%	9.15	1.05	1.51
	中远海控(H 股)	1919.HK	338.22	0.5%	16.6%	7.42	0.85	1.51
	长荣海运	2603.TW	147.42	5.5%	15.3%	11.59	0.93	4.27
	东方海外国际	0316.HK	124.63	-0.3%	20.8%	8.00	0.98	2.23
	日本邮船	9101.T	162.24	4.7%	28.4%	9.91	0.81	8.44
	万海	2615.TW	78.66	6.7%	15.0%	188.49	0.87	9.39
	阳明海运	2609.TW	41.53	2.2%	-7.4%	19.70	0.76	0.98
	海丰国际	1308.HK	140.91	3.3%	54.9%	12.29	3.45	7.02
	商船三井	9104.T	146.93	4.6%	39.7%	6.87	0.76	13.90
	现代商船	011200.KS	140.65	-2.5%	6.8%	11.63	0.59	3.21
	以星综合航运	ZIM.N	33.91	4.6%	37.0%	-	0.86	4.21
	美森	MATX.N	64.98	5.1%	76.9%	13.67	1.67	5.59
箱船租赁	达那俄斯(Danaos)	DAC.N	25.83	0.9%	54.1%	2.90	0.53	2.22
	Costamare	CMRE.N	17.70	-0.1%	-5.2%	5.94	0.64	6.32
	Ship Finance	SFL.N	16.42	2.3%	64.2%	22.32	1.89	9.01
	环球租船公司	GSL.N	15.20	-0.6%	24.2%	2.73	0.72	2.99
	中船租赁	3877.HK	17.20	0.9%	9.0%	4.74	0.71	12.70
干散货	STAR BULK CARRIERS	SBLK.O	32.44	0.5%	56.4%	13.72	1.30	8.48
	太平洋航运	2343.HK	25.53	2.2%	70.1%	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	202.82	-5.2%	92.9%	14.58	1.94	7.91
	中远海能	600026.SH	125.75	-5.6%	46.7%	23.44	2.29	4.10
	中远海能	1138.HK	125.75	-5.4%	50.7%	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	39.77	4.4%	58.1%	7.36	1.50	4.94
	前线海运	FRO.N	91.74	3.7%	103.3%	8.88	2.56	8.20
	TEEKAY TANKERS	TNK.N	29.52	10.6%	63.0%	5.15	1.41	2.50
	北欧美国油轮	NAT.N	14.21	3.9%	109.8%	8.81	1.61	6.40
	TEEKAY	TK.N	10.94	10.2%	49.3%	6.03	1.02	2.07
LNG	GOLAR 海运	GLNG.O	53.59	4.1%	42.5%	-	1.31	-
	FLEX LNG	FLNG.N	16.66	-0.1%	30.1%	12.97	1.84	10.28
LPG	DORIAN LPG	LPG.N	20.27	3.5%	108.5%	5.67	1.78	5.61
邮轮	嘉年华邮轮(CARNIVAL)	CCL.N	385.15	-3.0%	-6.4%	43.21	2.74	10.80
	ROYAL CARIBBEAN	RCL.N	815.73	-4.7%	10.5%	16.24	7.05	11.71
	挪威游轮控股	NCLH.N	87.29	-1.2%	-14.8%	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

三、全球经济展望：7月各市场 PMI 环比涨跌互现

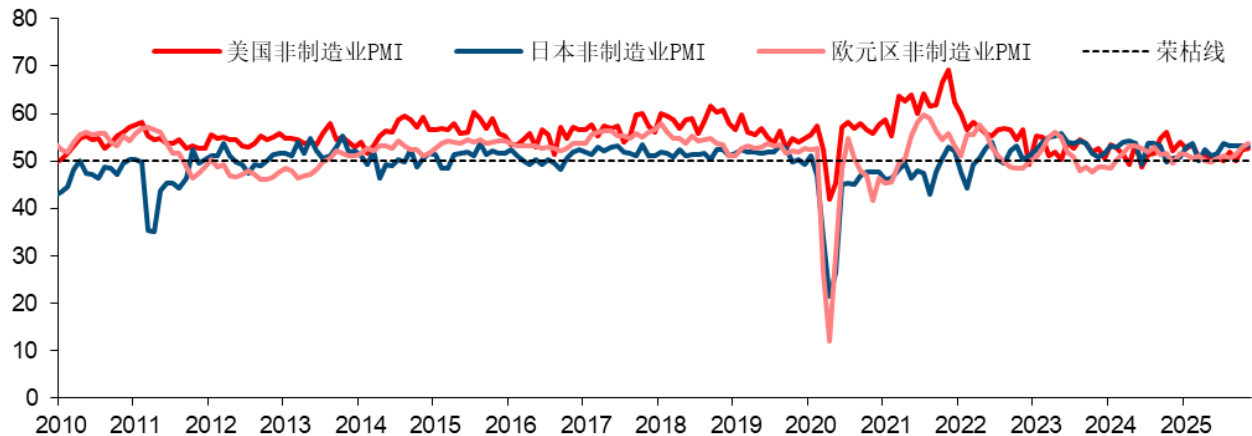
3.1 7月美国制造业 PMI 环比上升

图 6: 发达国家制造业 PMI (%)



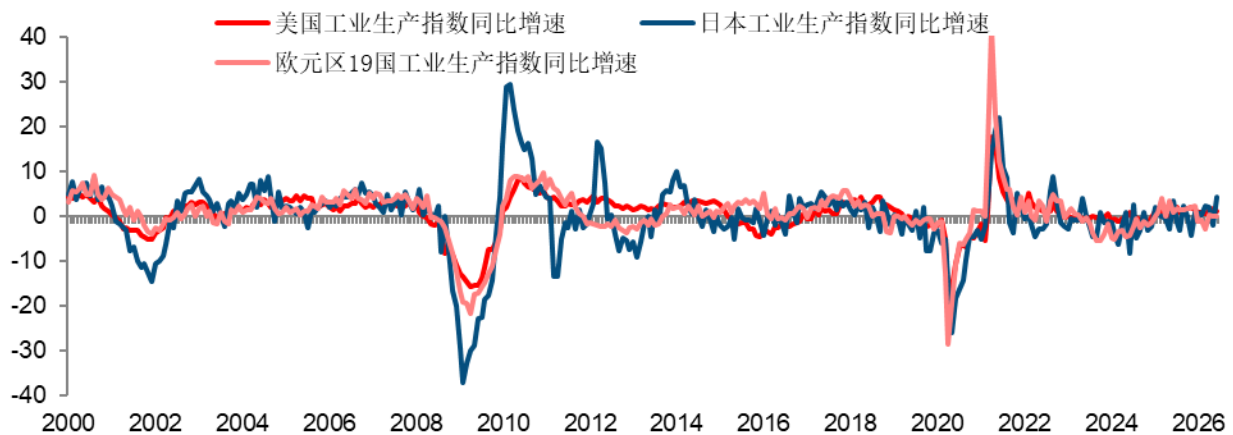
数据来源: Wind, 中信建投

图 7: 发达国家非制造业 PMI (%)



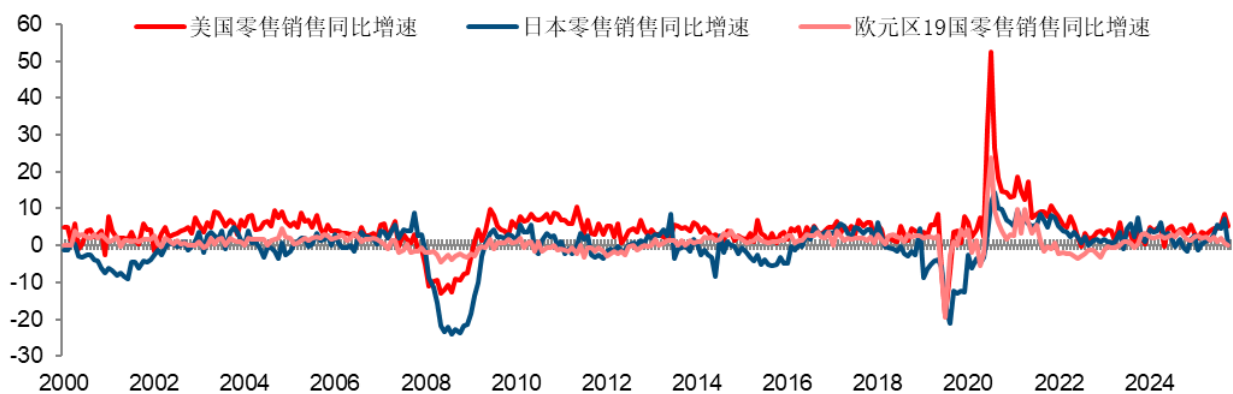
数据来源: Wind, 中信建投

图 8: 主要发达经济体工业生产指数同比增速 (%)



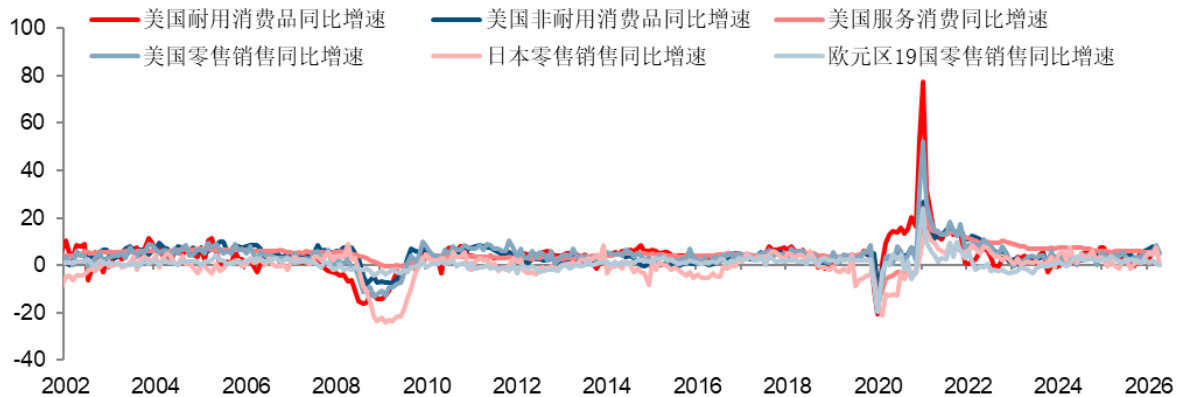
数据来源: Wind, 中信建投

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

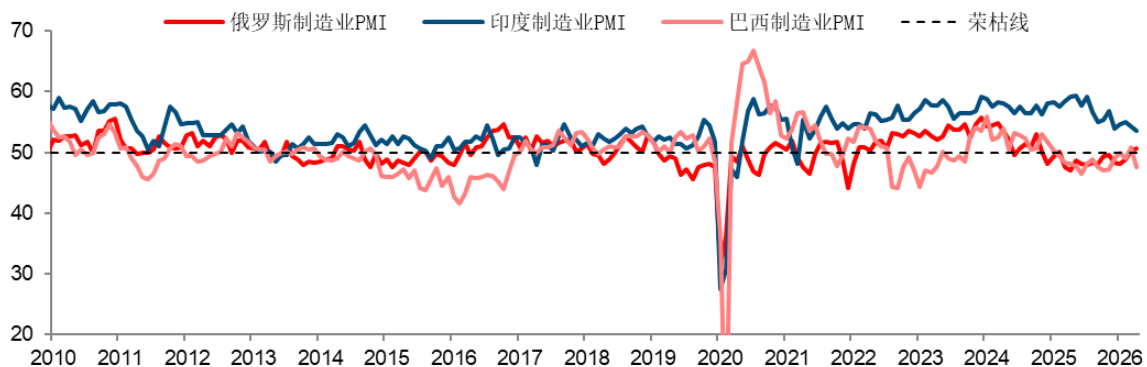
图 10: 美国耐用消费品和非耐用消费品变化趋势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

3.2 7月新兴市场制造业 PMI 总体上涨

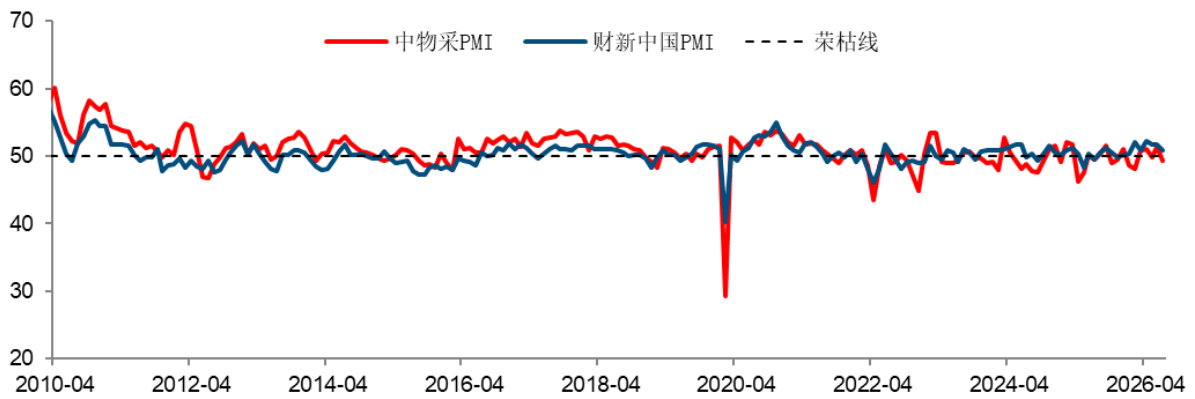
图 11: 新兴国家制造业 PMI 走势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

3.3 7月中国 PMI 指数环比回落

图 12: 中国 PMI 走势 (%)

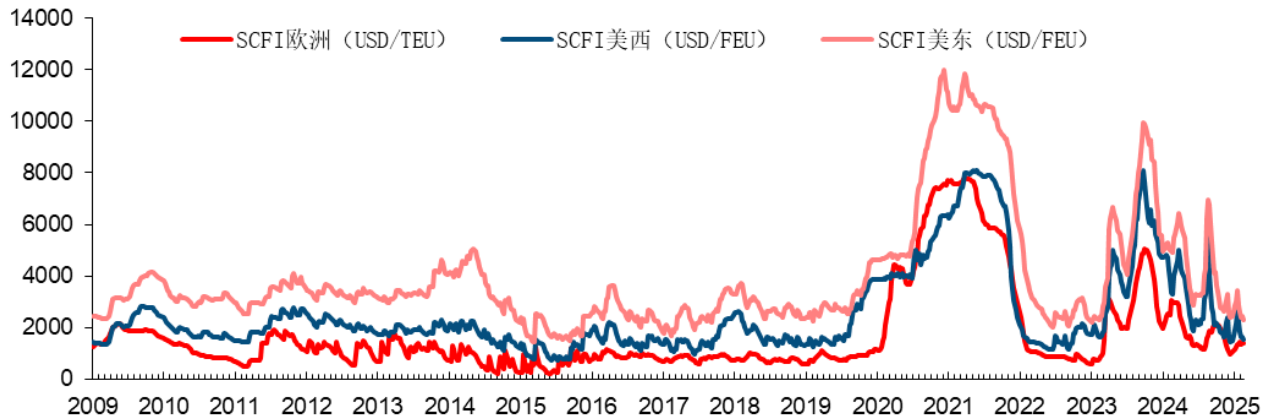


数据来源: Wind, 中信建投

四、航运港口：原油指数上涨，成品油与干散货指数下跌

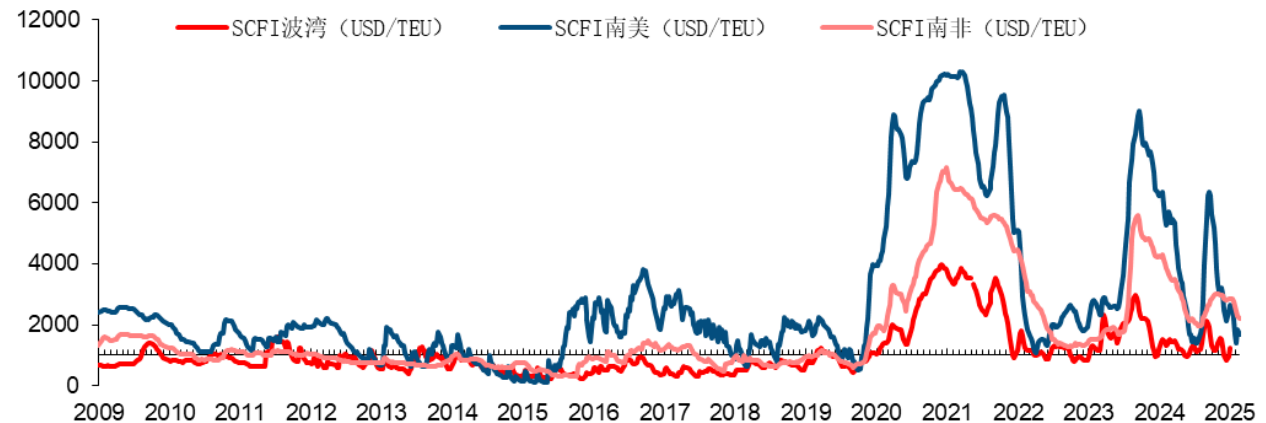
4.1 集运：运输需求保持平稳，市场运价互有涨跌

图 13: 集运主干航线运价表现



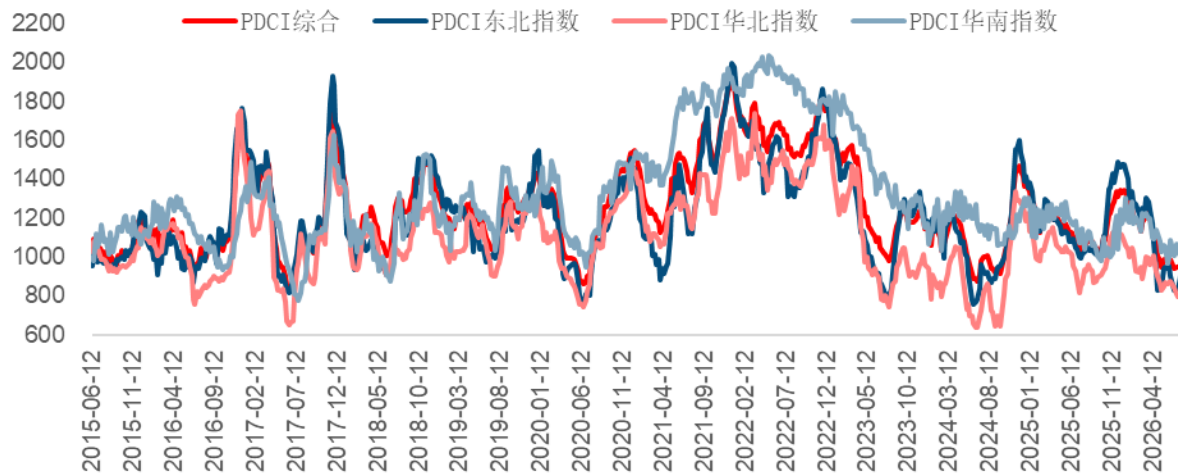
数据来源: Wind, 中信建投

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
Clarkson	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%
	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%

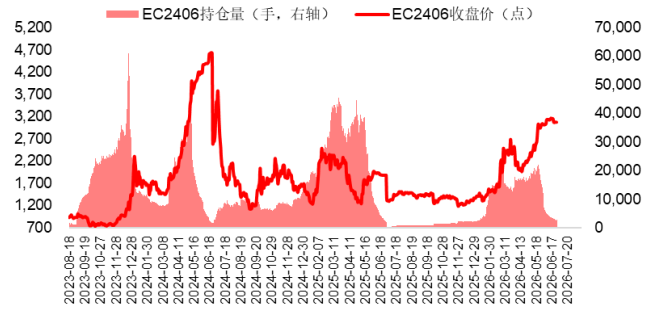
数据来源：Clarkson，中信建投

图 20: 集运指数（欧线）总持仓量（万手）



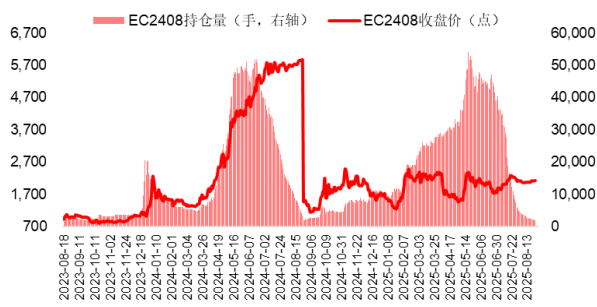
数据来源: Wind, 中信建投

图 21: EC2406 收盘价和持仓量



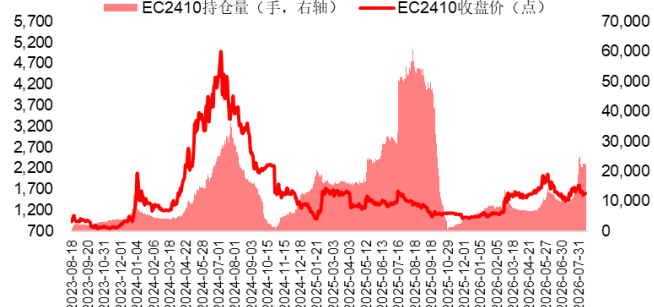
数据来源: Wind, 中信建投

图 22: EC2408 收盘价和持仓量



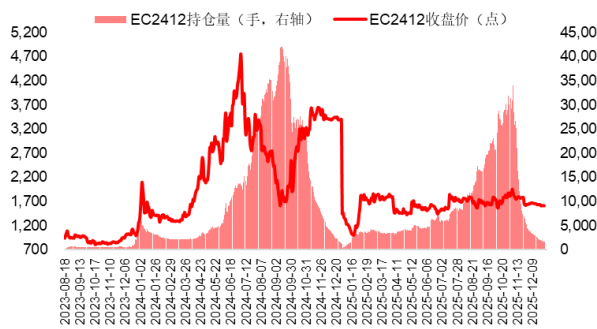
数据来源: Wind, 中信建投

图 23: EC2410 收盘价和持仓量



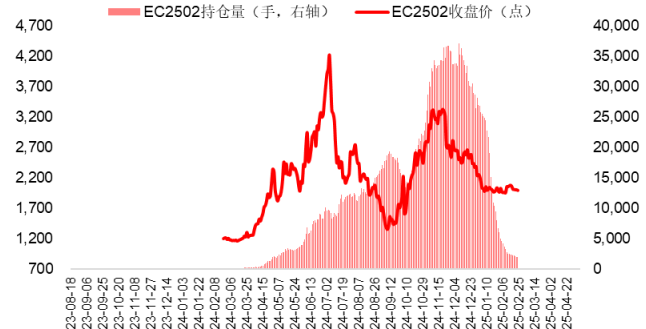
数据来源: Wind, 中信建投

图 24: EC2412 收盘价和持仓量



数据来源: Wind, 中信建投

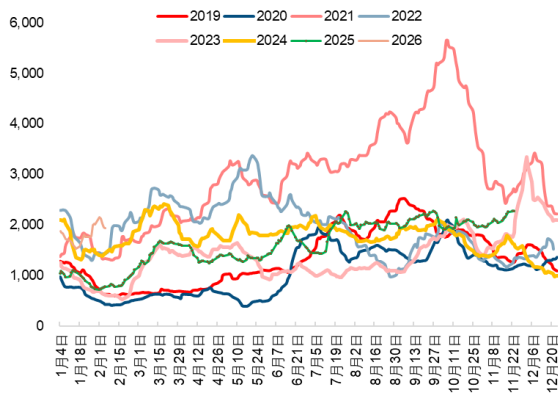
图 25: EC2502 收盘价和持仓量



数据来源: Wind, 中信建投

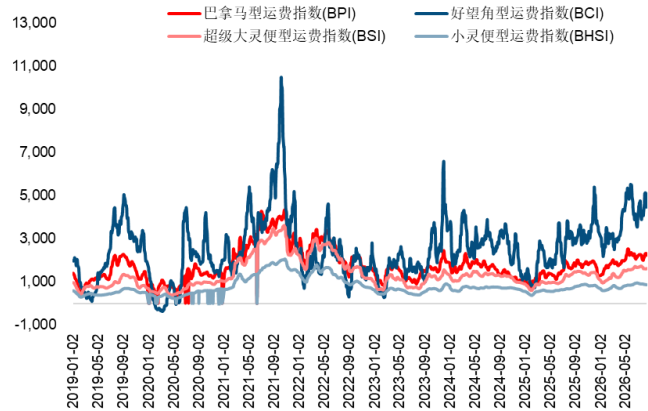
4.2 干散货运：BDI 综合运价指数下跌

图 26: BDI 干散货运价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

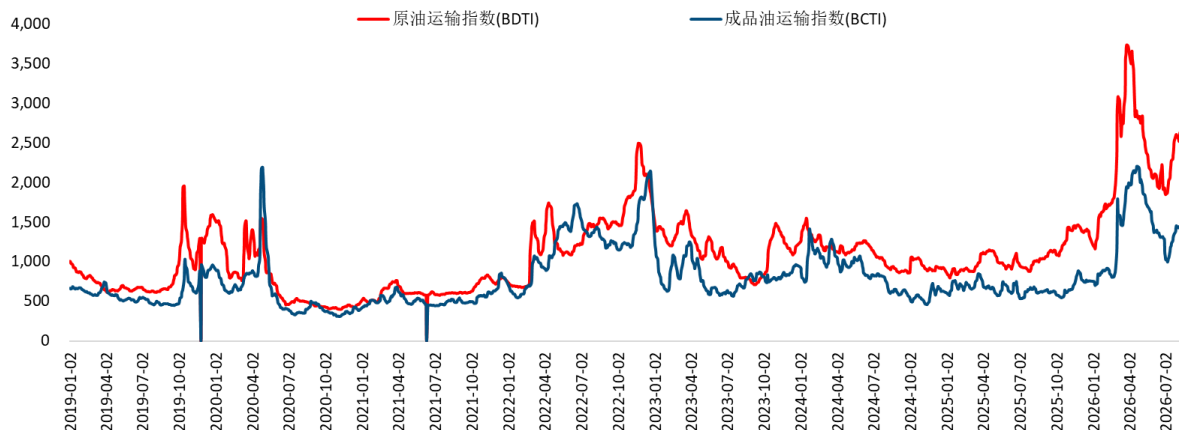
图 27: 各干散货船型价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

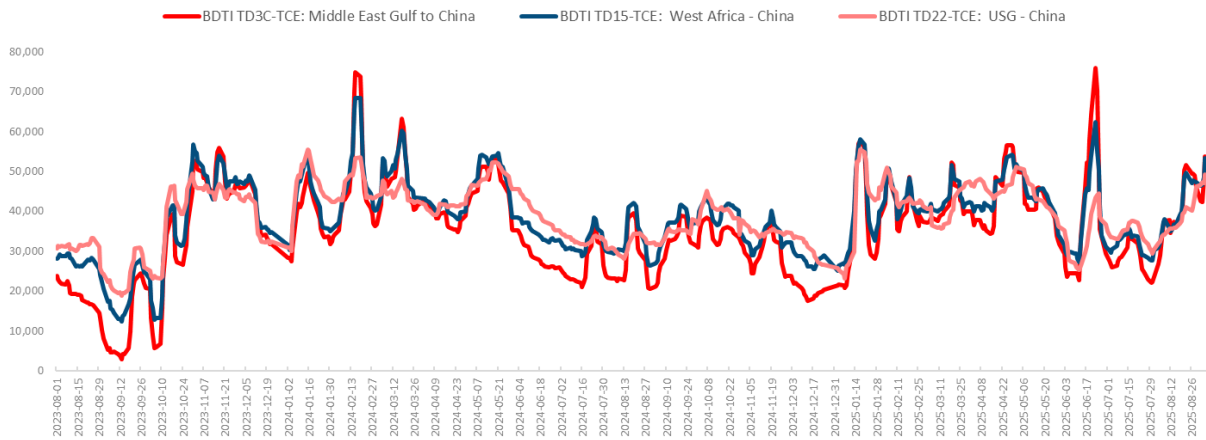
4.3 油运：原油指数上涨，成品油指数下跌

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

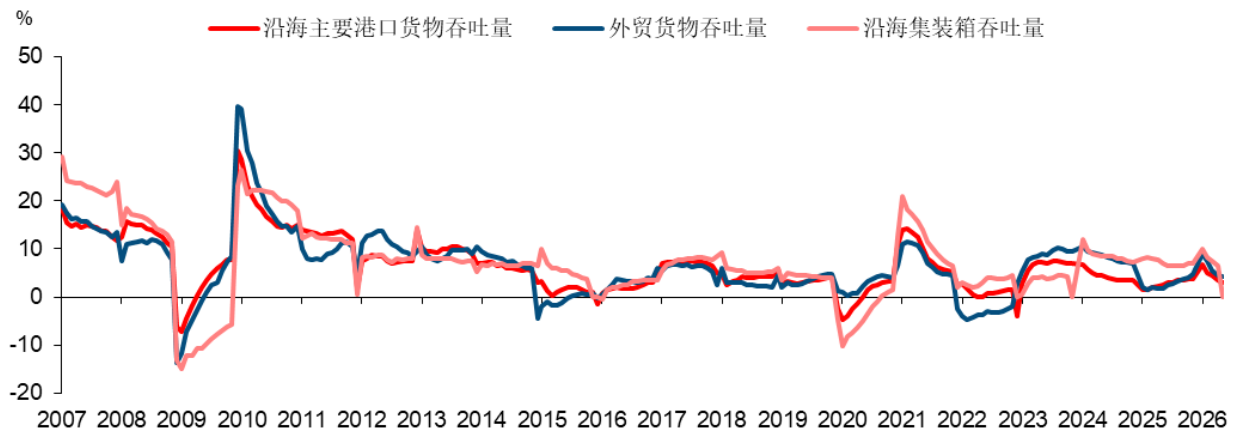
图 29: BDTI（原油）进口运输价格指数



数据来源: Wind, 中信建投

4.4 港口：6 月主要港口累计完成货物吞吐量同比+3.40%

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 港	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
集 团	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%
宁 波	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
港	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%
北 部	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
湾 港	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%
	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 部	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
湾 港	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%
	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
	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”

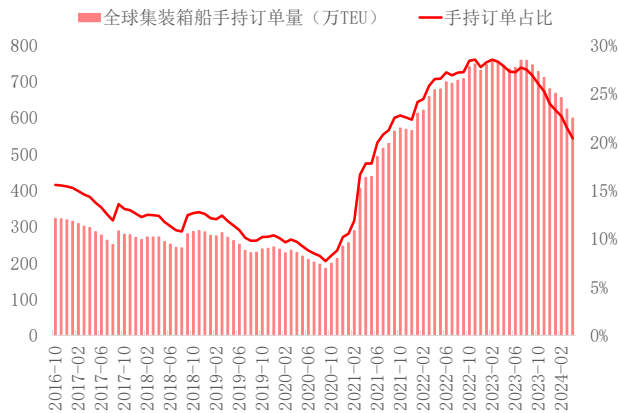
4.5 造船：造船业或将迎来长期置换大周期

4.5.1 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）。

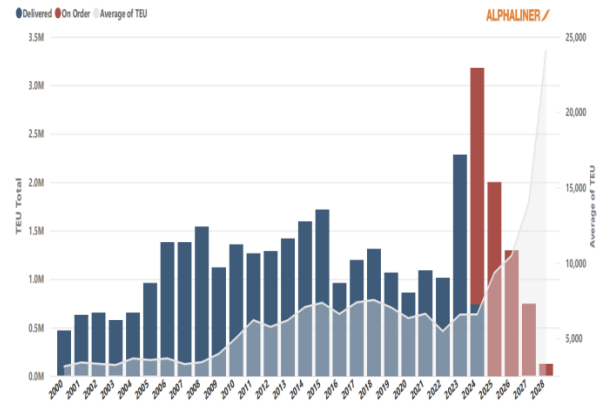
根据 Alphaliner 的预测，2025、2026 年名义运力的增速分别为 5.3%、2.6%，2024 年高出运量增速 6.8 个百分点。2024 年是集运行业名义运力交付最大的一年，之后行业的运力增速会以每年减半的方式衰减。

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

4.5.2 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%	0.40%
	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%	2.60%
	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%	-2.20%
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%	0.70%
	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%	6.00%
	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%	-5.30%

数据来源: Clarksons, 中信建投

五、投资评价和建议

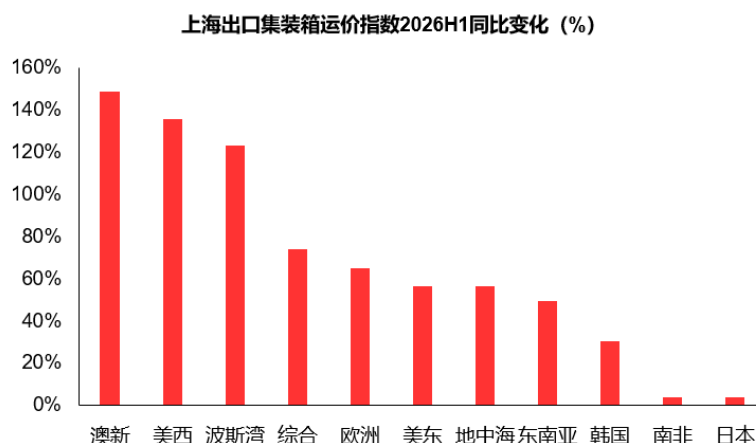
5.1 回顾：2026 年上半年运价大幅上涨，霍尔木兹海峡封锁推高燃油成本，关税抢运引发“旺季提前”，多因素叠加市场呈量价齐升态势

一季度，年初春节后集运市场进入传统淡季，运价正常回落。但至 2 月底美伊战事骤起，霍尔木兹海峡封锁，国际油价大幅上涨，燃油成本激增，企业被迫将燃油成本转嫁至运费，推动运价大幅上行；同时为规避战争带来的不利影响，多家船企将经过苏伊士运河的航线改道好望角，航程大幅拉长，有效运力供给减少；叠加船企加收战争附加费，全球各航线运价短时间内暴涨，在战争爆发后一个月内，SCFI 综合指数上涨约 37%。

进入二季度，中东地缘冲突对运价的影响持续，关税政策调整引发的“抢运潮”推动集运运价持续走高。分航线看，南美航线受巴西 6 月 1 日部分关税上涨的影响，商家集中提前出货，航线舱位紧张，5 月南美航线 SCFI 指数近乎翻倍；北美航线受 7 月 24 日美国 301 条款重新加征关税节点以及美国消费品安全委员会(CPSC)新规即将实施等政策影响，“抢运潮”在 5 月爆发，一个月内美西、美东航线 SCFI 指数分别上涨 52.4%、44.5%；东南亚航线及非洲航线受贸易量增加影响运价持续上涨；此外，东南亚部分港口受电力短缺与港口拥堵双重冲击，进一步加剧运力紧张，推升航线运价；同时因美洲航线需求暴增、利润丰厚，虹吸了大量原定跑东南亚、欧洲航线的船舶与集装箱资源，导致全球其他航线被动缩减运力，推升全球运价大盘；波斯湾航线因地缘冲突因素运价走高，实际运量仅为同期约 40%。整体来看，船公司在 2026 年上半年取得了超市场预期的盈利水平。

从贸易量上看，2025 年亚洲对北美贸易量下降，但对非洲、南美、东南亚及欧洲贸易量的增长对冲了北美航线的下滑。2026 年 1-4 月，亚洲对非洲、大洋洲贸易量分别同比增长 28.23%、16.67%；受巴西关税调整导致的抢运影响，亚洲对南美贸易量增长 18.36%；欧洲方面受益于新能源类产品的需求大幅增加，有效弥补了传统产品的缺口，贸易量同比上升 14.27%；受 7 月美国关税政策节点到期影响，亚洲对北美贸易量在 5 月份迎来爆发，同比增长约 18%。整体来看，上半年集运市场呈现量价齐升的态势。

图 35: 上海出口集装箱运价指数各航线同比变化



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 (万TEU)		2025年1-4月	2026年1-4月	同比增速	2024年	2025年	同比增速
总计		6077.7	6385.21	5.06%	18501.22	19283.09	4.23%
亚洲流出	亚洲-北美	751.07	751.27	0.03%	2417.27	2328.07	-3.69%
	亚洲-大洋洲	92.1	107.45	16.67%	296.23	314.99	6.33%
	亚洲-南美洲	177.39	209.96	18.36%	517.81	603.73	16.59%
	亚洲-南亚次大陆与中东	344.43	347.75	0.96%	948.34	1099.3	15.92%
	亚洲-欧洲	614.11	701.76	14.27%	1816.77	1983.75	9.19%
	亚洲区域内	1503.97	1659.83	10.36%	4751.37	4984.35	4.90%
大洋洲流出		135.67	173.97	28.23%	375.08	478.65	27.61%
欧洲流出	大洋洲-亚洲	63.01	65.38	3.76%	190.1	195.52	2.85%
	欧洲-南美洲	63.18	62.13	-1.66%	189.54	197.33	4.11%
	欧洲区域内	281.01	286	1.78%	822.53	831.34	1.07%
	欧洲-北美	173.07	169.13	-2.28%	529.15	524.68	-0.84%
	欧洲-非洲	69.92	71.92	2.86%	217.11	221.55	2.05%
	欧洲-亚洲	201.29	198.21	-1.53%	641.32	596.7	-6.96%
南亚次大陆与中东流出	欧洲-南亚次大陆与中东	118.67	102.69	-13.47%	367.43	374.83	2.01%
	南亚次大陆与中东-北美	71.05	65.6	-7.67%	207.51	214.79	3.51%
	南亚次大陆与中东-欧洲	119.41	103.01	-13.73%	345.37	372.43	7.84%
	南亚次大陆与中东-亚洲	122.59	110.88	-9.55%	339.87	361.3	6.31%
	南亚次大陆与中东-非洲	110.69	107.73	-2.67%	319.98	342.46	7.03%
	南亚次大陆与中东-欧洲	52.56	55.08	4.79%	149.66	173.42	15.88%
北美流出	北美-亚洲	207.42	213.51	2.94%	646.96	617.88	-4.49%
	北美-欧洲	95.53	94.15	-1.44%	268.3	279.8	4.29%
	北美-南美	98.92	99.87	0.96%	287.91	296.97	3.15%
	北美-南亚次大陆与中东	52.13	49.22	-5.58%	159.87	157.22	-1.66%
南美流出	南美-欧洲	76.97	82.1	6.66%	217.73	233.35	7.17%
	南美区域内	50.09	53.54	6.89%	160.2	158.84	-0.85%
	南美-北美	99.45	88.42	-11.09%	275.07	276.03	0.35%
	南美-亚洲	70.17	77.49	10.43%	218.38	223.01	2.12%
非洲流出		43.47	50.41	15.97%	147.91	144.09	-2.58%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券

展望：下半年运价预计见顶回落，中长期运价波动性提升，中枢维持相对高位

（1）中东冲突降温，燃油成本下行叠加美洲国家关税政策落地，运价高位见顶回落预期较强

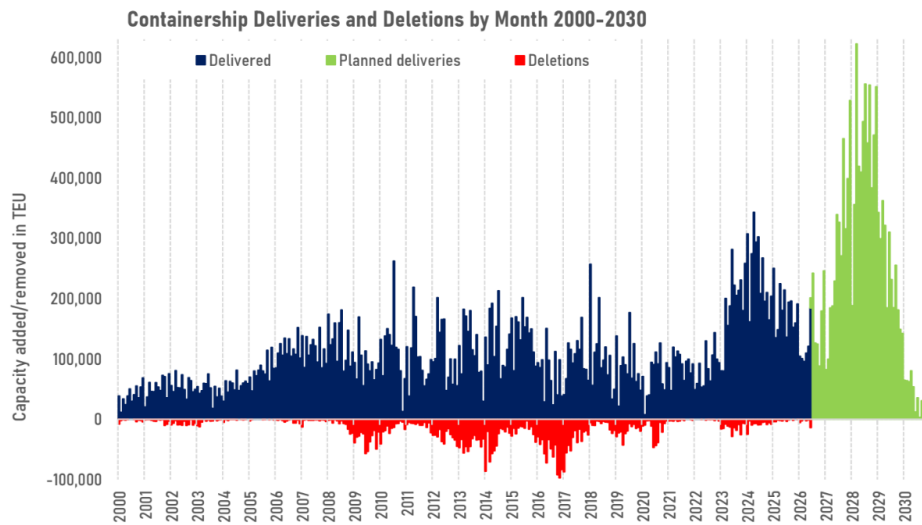
6月22日美伊签署谅解备忘录，宣布海峡停火60天，随后伊朗宣布海峡通航将恢复，地缘风险预期大幅降低，国际油价迅速回落，至6月26日已回落至冲突前水平，船公司燃油成本大幅降低；同时，随着巴西关税改革正式落地，美国关税调整政策节点临近，抢运需求将减弱，需求端回归正常出货节奏，舱位紧张情况将得到缓解；燃油成本降低叠加需求回归正常，短期集运运价回落预期较强。

（2）供给端短期利好，中长期承压，红海复航仍为决定性因素

从新增供给上看，2026年预计交付150万TEU运力，名义运力增速约为3.7%，是过去3年以来的最低值，然而2027、2028、2029年预计分别交付340万、370万、250万TEU运力规模，未来供给端将承受较大压力。然而，目前行业15年以上的老旧船比例在36%，20年以上的老旧船比例在16%。如果市场能够有效地在未来5年逐步清退20年以上的老旧船，那么市场运力供给将不会出现大幅波动。

中长期看，新增供给对市场的影响存在一定的不确定性，红海是否能够正常通航仍为决定性因素。红海危机使全球集装箱运输船队运力损失10%左右，红海复航短期内将导致运力大量释放，港口的拥堵程度加剧，但中长期供给增加仍会对运价产生较大压力。

图 37: 全球集装箱船队交付量



数据来源: LINERLYTICA, 中信建投证券

(3) 各国对华关税政策不确定性对运价产生持续扰动

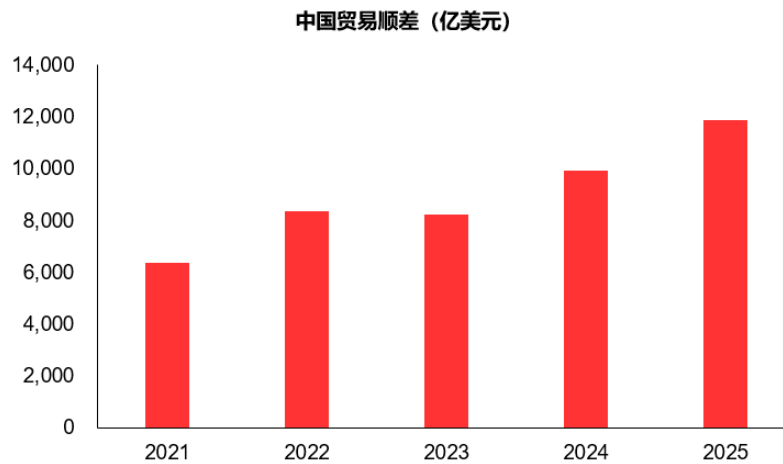
2026 年上半年中国出口强劲, 2026 年前 5 个月中国货物出口总额为 119137 亿元人民币, 同比增长 11.8%。前 5 个月中国对东盟、欧盟与“一带一路”国家出口分别增长 13.5%、7.7%、10.4%。2026 年前 5 个月中国主要港口集装箱吞吐量均上涨, 主要外贸集装箱港口吞吐量增速达 7 % 以上。

2025 年中国贸易顺差已创新高, 而 2026 年上半年出口的高速增长有望进一步提升中国贸易顺差水平, 2026 年 5 月中国贸易顺差为 1054.3 亿美元, 高于 2025 年同期的 1027.2 亿美元。

贸易顺差的持续提升或将引发其他国家对华关税政策的改变。当前部分国家对中国商品审查力度持续加强, 欧盟已在电动汽车、钢铁、太阳能等领域持续推进贸易调查, 东盟国家对中国商品经由本地区“转口绕道”出口欧美的警惕也在上升, 未来针对中国出口的关税行动或将更趋频繁。

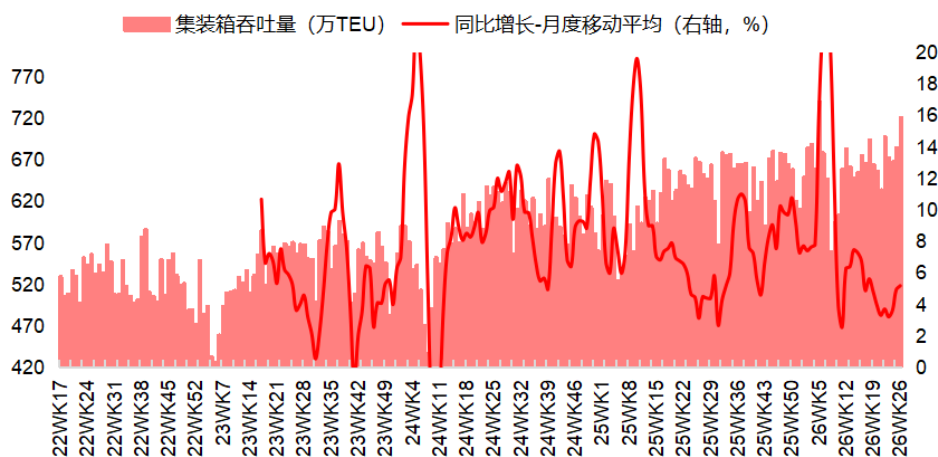
关税的频繁扰动将使运价不确定性提升。每当关税窗口临近, 货主便会集中提前出货, 舱位迅速告紧, 现货运价急速拉涨; 而窗口关闭后, 被透支的需求形成真空, 运价随即快速回落。这一模式的不断重演, 使得传统意义上的淡旺季消失, 运价周期规律将被关税政策节点所打乱, 运价的波动幅度将显著扩大。

图 38: 2021-2025 年中国贸易顺差情况



数据来源: ifind, 中信建投证券

图 39: 全国主要港口集装箱吞吐量及同比



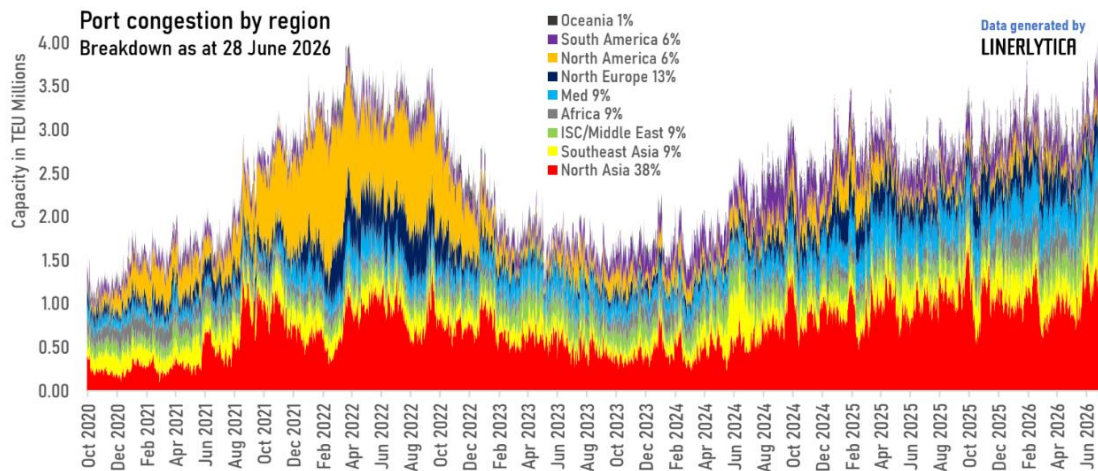
数据来源: 交通运输部, 中信建投证券

（4）集装箱港口拥堵常态化，集装箱周转效率降低，供应链不确定性增强

近年全球港口拥堵程度逐步提升，当前全球港口拥堵水平已与全球公共卫生事件时期持平，其中东北亚地区港口拥堵情况最严重，占总拥堵运力的 40%，东南亚与地中海地区各占总拥堵运力的 10%。港口拥堵根源在于过去几年集装箱船队的持续扩张与港口基础设施投入的长期滞后。

此外，港口拥堵拉长集装箱在港停留时间、加剧空箱地理错配，使实际可用箱量大幅低于名义数量；叠加极端气候与罢工等扰动因素，使集装箱运力损耗难以在短期内得到有效修复，客观上为全球集运市场的运力供给形成持续的隐性约束。

图 40: 全球集装箱船队按区域拥堵量



数据来源: LINERLYTICA, 中信建投证券

整体来看，2026 年下半年集运运价高位回落的预期较强。

短期来看，需求与成本两端同步走弱。上半年抢运潮透支后续货量需求，形成运输需求真空；与此同时，油价回落压低船公司运营成本，削弱其维持高运价的动力。两重因素叠加，共同构成下半年运价回落的因素。

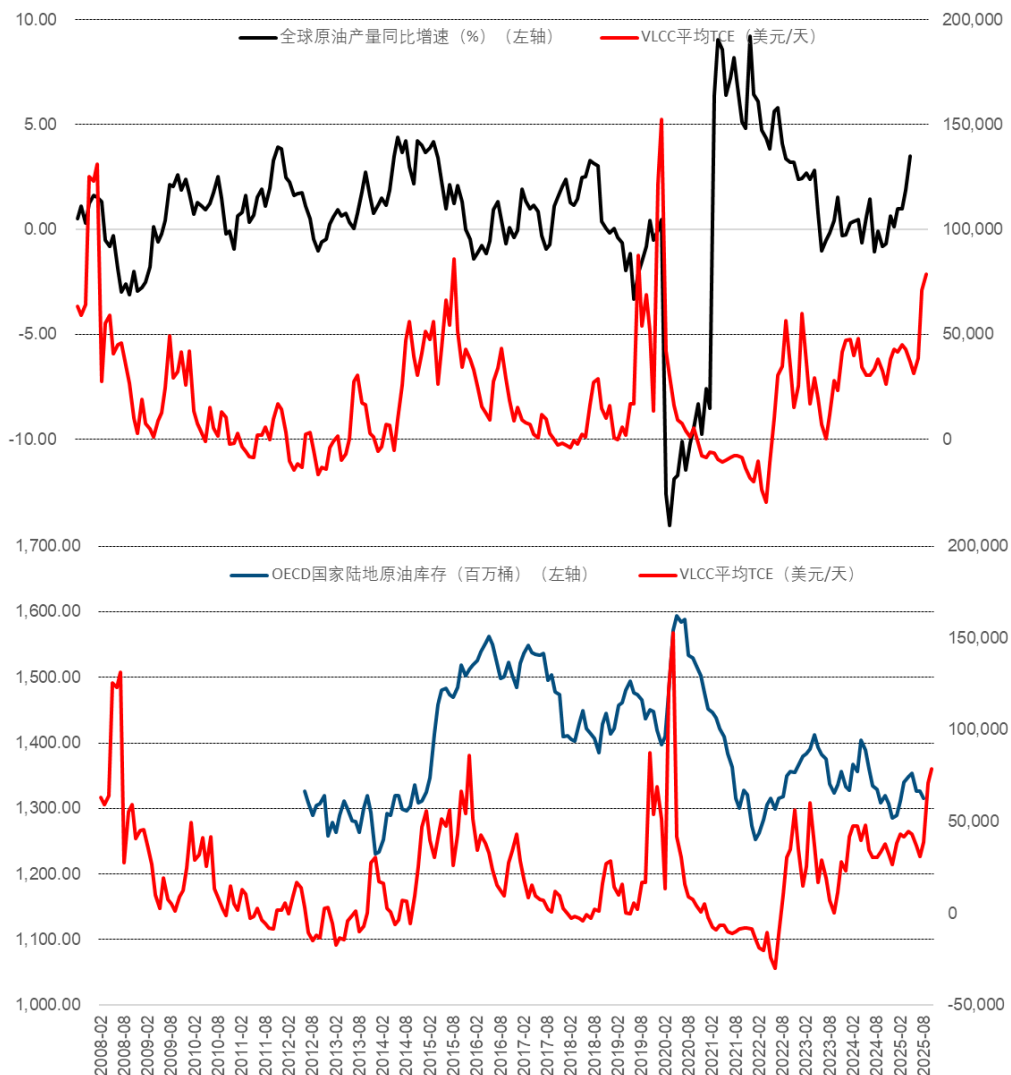
中长期来看，供给侧红海复航进程仍是决定性变量——一旦正常通航，绕行运力将大规模回归，有效供给将显著扩张；2027—2029 年新增运力集中交付亦将加剧供给压力，但全球船队中老龄船舶占比较高，若老化运力淘汰提速，可对冲部分新增供给，使运力总量维持在相对合理的区间。从需求侧看，中国出口维持增长态势，前景相对乐观；各国对华关税政策的调整将扰动企业出货节奏，叠加中国出口退税政策收紧等因素，阶段性抢运行为或将成为新常态，运价波动性增强。

综合来看，2026 年下半年集运市场运价将承压。着眼更长周期，关税政策博弈、地缘政治扰动与全球港口拥堵等因素相互交织，供应链不确定性持续抬升，运价的传统周期规律趋于弱化，波动性增强。尽管如此，需求的长期增长底色与供给端的刚性约束并未根本逆转，运价中枢仍具备维持相对高位的基础支撑。

5.2 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 41: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 42: 制裁油轮的艘数占比

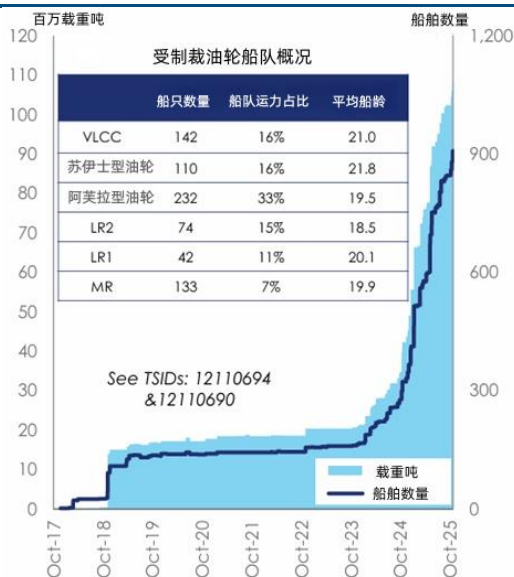


图 43: 制裁油轮的扩大化

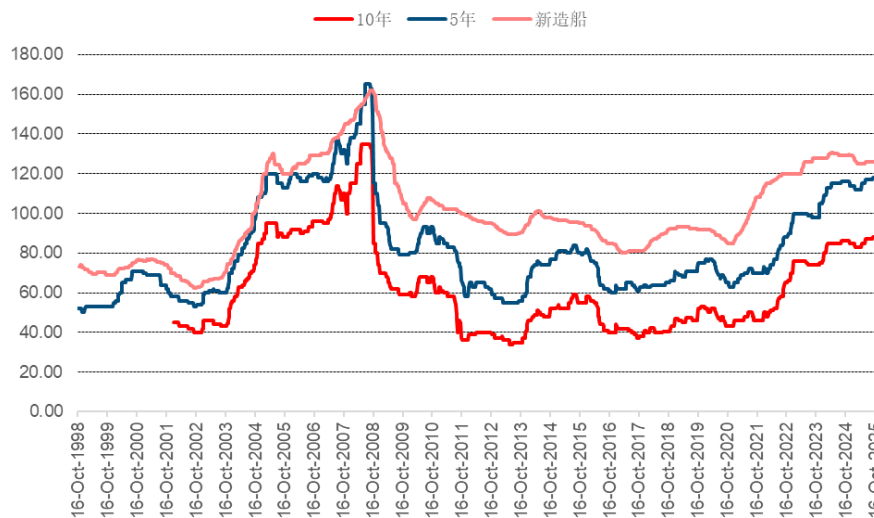


数据来源: Clarksons. Sanctioned Fleet includes vessels in the fleet sanctioned by USA, UK, EU & UN & US Advisory, 中信建投证券

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 44:二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 45:2026 年 VLCC 供应加速，但老龄船比例仍然

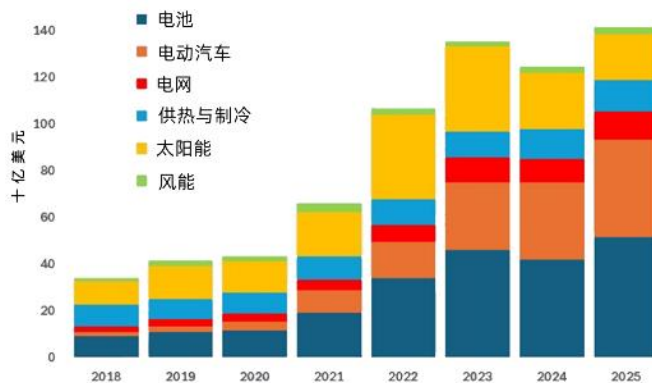


数据来源: Frontline, 中信建投证券

5.3 特运：新三样出口带动市场需求，特种货出口景气度延续

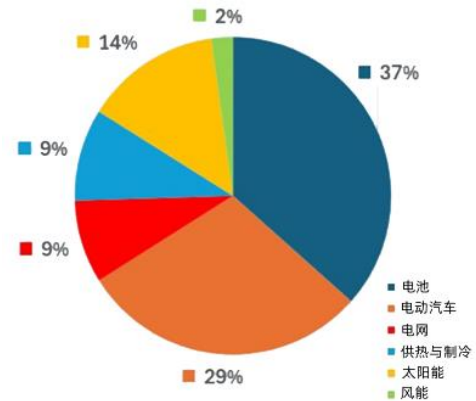
截至 2025 年 8 月，中国清洁能源技术出口总额创下新高，总价值超过 1410 亿美元。欧洲几乎是中国清洁能源产品的最大进口区域。中东、拉美、非洲则是未来最具增长潜力的区域。由于新能源设备的大型化，产品运输逐渐从集装箱化运输向特种货物运输方向转变，特别是风电设备、储能柜等产品。

图 46:中国新能源产品出口额



数据来源: Ember, 中信建投证券

图 47: 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 年下半年接收 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。具有两年证券行业研究经验，2025 年加入中信建投证券。

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