仅供内部参考，请勿外传



600026.SH

增持

原评级：未有评级
市场价格:人民币 20.90
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	77.2	24.1	15.8	68.5
相对上证综指	80.5	25.0	20.6	67.7

发行股数 (百万)	5,471.21
流通股 (百万)	5,123.99
总市值 (人民币 百万)	113,363.56
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,421.50
主要股东	
中国海运集团有限公司	28.09%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 9 月 14 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航运港口

证券分析师：王靖添
jingtian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：何贯嘉
guanjia.he@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300525040002

中远海能

油气双轮构筑壁垒，长协运力驱动成长

中远海能作为全球能源运输龙头，核心布局油运与 LNG 两大主业，延伸至 LPG、化学品等领域。公司油轮船队规模全球领先，VLCC 优势突出，可依托中东、大西洋等多区域航线捕捉贸易流重构机遇。当前油运市场受地缘扰动、有效运力约束及绿色合规驱动，VLCC 运价弹性凸显。公司盈利结构稳健：外贸油运受益周期上行，LNG 长协及内贸油运平滑波动。随着外贸 TCE 中枢抬升、LNG 新船交付及化工品业务延伸，盈利与现金流稳定性将在 2026 年增强。首次覆盖，给予*增持*评级。

支撑评级的要点

- **全球油轮运力龙头，外贸油运业务具备较强周期弹性。**公司是全球领先的能源运输平台，油轮船队覆盖 VLCC、苏伊士型、阿芙拉型、巴拿马型等主要船型，具备较强的多船型、跨航线协同运营能力。公司外贸油运业务以 VLCC 为核心，受益于中东—远东、大西洋、西非等长航线需求变化。当前全球油轮供给增长相对有限，老旧船舶环保合规压力上升，在中东原油出口总体稳定的情形下，航道风险及有效运力约束有望抬升 VLCC 风险溢价；若出口量下降或新增成本难以转嫁，盈利弹性可能受到削弱。
- **LNG 长协模式锁定稳定收益，与油运周期弹性形成有效互补。**LNG 运输是公司近年来重点发展的业务。公司通过上海 LNG、CLNG 等平台参与全球 LNG 运输项目，业务以长期期租和项目船模式为主，合同期限较长，租金收入相对稳定，受短期即期运价波动影响小。随着 LNG 长协收入持续释放，并与外贸油运的周期性波动形成互补，增强公司整体盈利韧性。
- **能源安全、绿色合规与航线重构提升龙头船东战略价值。**能源运输行业政策敏感性体现在能源安全、制裁合规和绿色规则等多重因素。中国原油进口韧性与 LNG 长期资源合同共同夯实公司长期货源基础，提升了远距离运输和全球航线调度的重要性。LPG 与化学品运输当前收入占比较小，但拓展了公司能源化工品运输服务边界，形成对油运和 LNG 主业的补充。

估值

- **我们预计公司** 2026-2028 年营业收入为 376.42/359.67/358.36 亿元，同比变动 57.5%/-4.5%/-0.4%；预计归母净利润为 116.82/104.92/100.45 亿元，同比变动+189.4%/-10.2%/-4.3%；EPS 分别为 2.14/1.92/1.84 元，对应 PE 分别为 9.8/10.9/11.4 倍。首次覆盖，给予公司*增持*评级。

评级面临的主要风险

- **油轮运价下行**、地缘政治扰动、运营成本上升、LNG 项目交付及长协履约不及预期、绿色航运规则趋严导致成本增加，汇率、利率波动等风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入（人民币 百万）	23,269	23,892	37,642	35,967	35,836
增长率（%）	2.4	2.7	57.5	(4.5)	(0.4)
EBITDA（人民币 百万）	8,604	8,302	24,883	21,569	18,424
归母净利润（人民币 百万）	4,042	4,037	11,682	10,492	10,045
增长率（%）	19.1	(0.1)	189.4	(10.2)	(4.3)
最新股本摊薄每股收益（人民币）	0.74	0.74	2.14	1.92	1.84
市盈率(倍)	28.3	28.3	9.8	10.9	11.4
市净率（倍）	3.2	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA（倍）	11.8	12.0	5.7	5.7	6.2
每股股息（人民币）	0.4	0.4	1.1	1.0	0.9
股息率（%）	3.7	3.3	5.3	4.7	4.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、中远海能：运力规模全球领先，油轮与 LNG 业务协同发展 5

（一）公司简介：全球能源运输龙头，油轮与液化天然气双向驱动发展 5
（二）主营业务：油气协同，构建全球能源运输核心能力 6
（三）财务概况：油气联动抵御周期波动，高现金流彰显盈利韧性 7

二、能源运输行业：地缘驱动运距，环保趋严下的结构分化 11

（一）行业背景：全球贸易重构与环保监管驱动行业变革，地缘扰动放大市场波动 11
（二）行业供给：运力低速增长，船型分化与区域重构主导格局 12
（三）行业需求：总量稳健增长，地缘与绿色转型驱动结构性分化 14
（四）政策影响：能源安全与绿色规则并行，行业从景气弹性转向合规与航线重构驱动 16
（五）中东局势：供给风险与航线重构并行，油运景气从总量弹性转向结构分化 17

三、主营业务：油运为基、LNG 稳增、综合方案延伸，三大板块构筑能源运输护城河 20

（一）油轮运输：全球运力龙头，内外贸协同构筑盈利韧性 20
（二）LNG 运输：长协模式锁定收益，清洁能源赛道构筑增长压舱石 22
（三）综合能源运输：链式经营延伸，培育新的业务增长点 23

四、盈利预测与估值 25

（一）盈利预测 25
（二）估值 27

五、风险提示 28

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

股价表现.....1
投资摘要.....1
图表 1. 中远海能历史沿革.....5
图表 2. 中远海能股权穿透图.....5
图表 3. 2025 年中远海能主营业务营收占比.....6
图表 4. 2025 年各地区营业收入占比.....7
图表 5. 近七年公司营业收入变动(亿元).....8
图表 6. 近七年公司归母净利变动(亿元).....8
图表 7. 2019-2025 公司营业总成本变动(亿元).....8
图表 8. 2019-2025 年公司营业成本拆分.....8
图表 9. 公司主要产品毛利及毛利率.....9
图表 10. 2021-2025 年公司各业务板块毛利及毛利率.....9
图表 11. 2019-2025 年公司 ROE 和资产负债率(%).....9
图表 12. 2021-2025 年中远海能、招商轮船、招商南油净利润变化(亿元).....10
图表 13. 2020-2025 年公司营业收入结构.....10
图表 14. 2025 年公司主要财务数据同比变动情况.....10
图表 15. 我国能源运输（以中远海能为代表）发展阶段.....11
图表 16. 2023-2026 VLCC 中东湾拉斯坦努拉-中国宁波(270000MT)运价走势...12
图表 17. 2025 年全球十大船东（不设排名）.....12
续 图表 17. 2025 年全球十大船东（不设排名）.....13
图表 18. 全球新船订单走势图.....13
图表 19. 2025 年全球主要原油出口区域及代表长航线.....13
图表 20. 国际主要航线船型对比.....14
图表 21. 中远海能 2025 年船队结构（按业务与船型）.....14
图表 22. 2025 年全球主要地区原油产量.....15
图表 23. 2025 年全球主要国家和地区原油进口量.....15
图表 24. 2020-2026 年 Fearnleys 一年期租租金走势.....15
图表 25. 近年来中国能源进口数量.....16
图表 26. 中国主要原油进口国.....16
图表 27. 中国原油进口数量及同比.....18
图表 28. 中国成品油进口数量及同比.....18
图表 29. BDTI 与 BCI 走势.....18
图表 30. TD3C 走势.....18
图表 31. 油品运输业务营业收入及增速.....20
图表 32. 油品运输业务毛利率.....20
图表 33. 2025 年油品运输分产品营收占比.....20

仅供内部参考，请勿外传

图表 34. 公司核心国际航线分布图（截至 2025 上半年）.....21
图表 35. 公司油运营业收入高于招商轮船.....22
图表 36. 公司油运毛利率低于招商轮船.....22
图表 37. 外贸 LNG 运输营业收入及增速.....23
图表 38. 外贸 LNG 运输毛利率.....23
图表 39. LPG 运输营业收入.....23
图表 40. LPG 运输毛利率.....23
图表 41. 化学品运输营业收入.....24
图表 42. 化学品运输毛利率.....24
图表 43. 公司收入拆分及预测.....26
图表 44.中远海能营业收入预测（亿元）.....26
图表 45. 中远海能营业成本预测（亿元）.....26
图表 46. 盈利预测与估值数据.....26
图表 47.中远海能与可比公司估值及 ROE 对比.....27
利润表(人民币 百万).....29
现金流量表(人民币 百万).....29
财务指标.....29
资产负债表(人民币 百万).....29

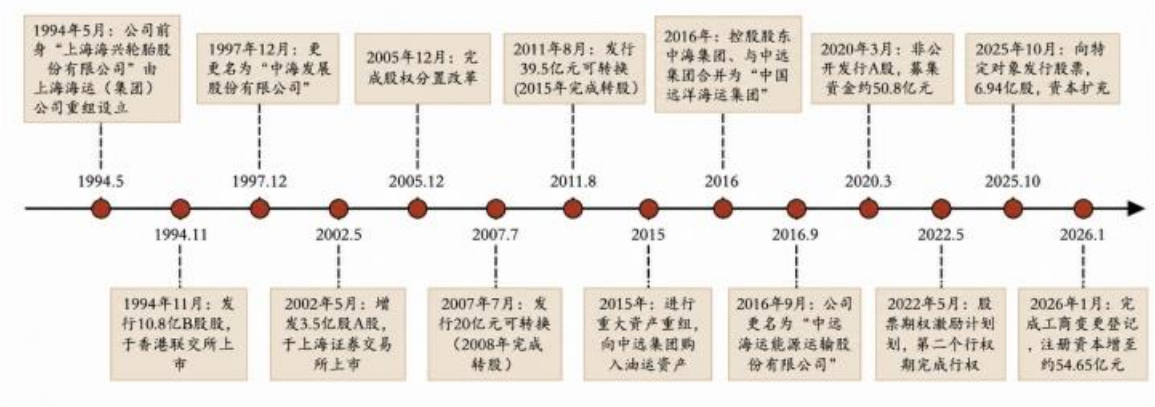
仅供内部参考，请勿外传

一、中远海能：运力规模全球领先，油轮与 LNG 业务协同发展

（一）公司简介：全球能源运输龙头，油轮与液化天然气双向驱动发展

中远海能（600026.SH）是国内主要的综合能源运输企业之一，主要从事原油、成品油、液化天然气（LNG）、液化石油气（LPG）及化学品等散装液体危险货物的海上运输业务，为境内外客户提供能源运输及相关物流服务。公司前身为上海海兴轮船股份有限公司，由上海海运（集团）公司于 1994 年 5 月重组而成，并于 1994 年 11 月和 2002 年 5 月分别在香港联交所和上海证券交易所上市。公司以油轮运输和 LNG 运输为两大核心主业，并通过 LPG、化学品运输等业务向能源化工品物流供应链延伸。截至 2025 年末，公司拥有和控制油轮 155 艘、合计 2,257.6 万载重吨，油轮运力规模位居世界第一；公司共参与投资建造 87 艘 LNG 运输船，其中 63 艘已经投运、24 艘在建，另有 1 艘光租 LNG 船投入运营。公司通过内外贸联动、不同船型协同运营以及多货种业务布局，提高船队配置效率，有助于分散单一市场和单一货种波动对经营业绩的影响。

图表 1. 中远海能历史沿革



资料来源：iFinD，中银证券

中国远洋海运集团为公司的实际控制人。截至 2025 年年报，中国海运集团有限公司直接持有中远海能 28.12%的股份，为公司控股股东；中国远洋海运集团有限公司直接持有 18.78%，并通过中国海运集团间接持有 28.12%，合计控制 46.90%的股份。公司实际控制人为国务院国资委。除控股股东外，HKSCC NOMINEES LIMITED（代表港股股东）持股 23.59%，中央汇金资产管理有限责任公司持股 1.66%，机构持股结构稳定。

图表 2. 中远海能股权穿透图



资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

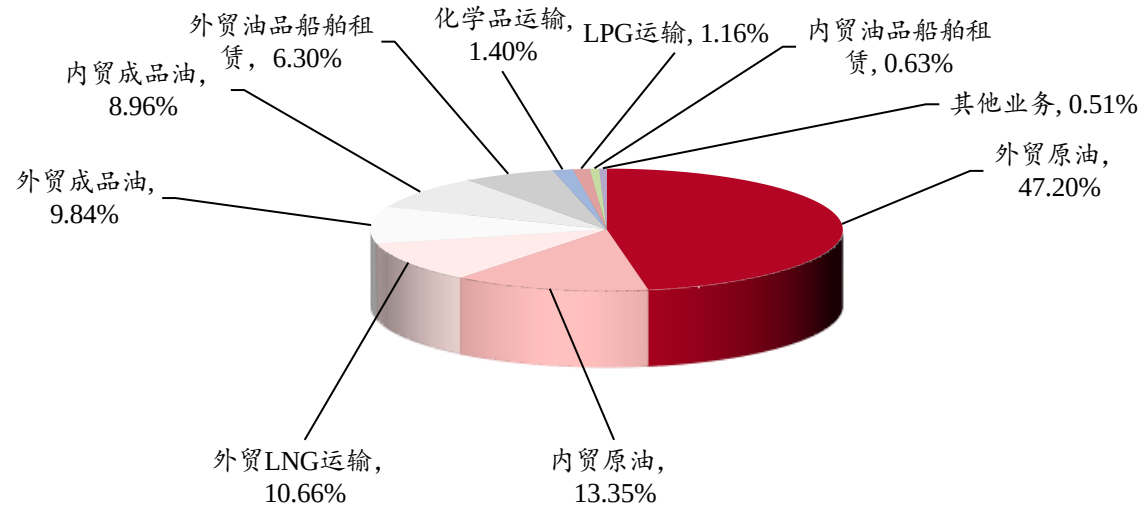
公司已形成覆盖全球主要油气贸易航线的运输网络，并在 VLCC（超大型油轮）运力规模和 LNG 项目船运营经验上建立较大优势。截至 2025 年末，公司油轮船队覆盖 VLCC、苏伊士型、阿芙拉型、巴拿马型等全球主流船型，并通过内外贸联动、大小船联动及黑白油联动充分发挥船型和航线优势，具备较强的多船型、跨航线协同运营能力。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有和控制油轮运力 155 艘，2,257.6 万载重吨；18 艘在建油轮运力待交付，296.1 万载重吨。在低碳转型能源运输领域，公司共参与投资建造 87 艘 LNG 运输船，其中已投入运营 63 艘，另有 24 艘在建，已运营船舶均服务于长期租约，收益稳定。此外，公司还通过专业子公司经营 LPG 和化学品运输业务，拥有 LPG 船 12 艘、化学品船 9 艘，业务版图持续延伸。

2025 年，面对地缘政治不确定性上升及全球能源贸易格局变化，公司持续优化全球经营网络，通过内外贸联动、大小船型联动及不同货种协同运营，提高船队配置效率和市场响应能力。公司在中国油气进口运输领域保持领先地位，并与各大石油公司及国内独立炼厂建立了长期合作关系。截至 2025 年，公司依托覆盖全球的营销与服务网络以及较为齐全的油轮船型配置，为客户提供涵盖进口运输、内贸中转过驳、成品油转运及出口、下游化工品运输等环节的物流解决方案。随着参与投资建造的 LNG 船舶陆续投运，公司 LNG 运输业务逐步进入运力兑现阶段；由于投运船舶主要服务于长期租约，相关收益相对稳定，与市场化程度较高、运价弹性较大的国际油运业务形成一定互补，有助于降低单一业务周期波动对公司经营业绩的影响。同时，公司依托控股股东较为完善的产业链资源优势，持续推进油品、LNG、LPG 及化学品运输业务协同发展，并向能源化工品物流供应链服务延伸。

（二）主营业务：油气协同，构建全球能源运输核心能力

中远海能主营业务包括油轮运输、LNG 运输、LPG 运输及化学品运输，其中油轮运输和 LNG 运输构成两大核心主业，LPG 及化学品运输是公司向能源化工品物流供应链延伸的重要业务。2025 年，公司实现营业总收入 238.92 亿元，同比增长 2.68%；综合毛利率为 26.13%。其中，外贸原油运输实现收入 112.77 亿元，占公司营业总收入的 47.20%，是公司最主要的收入来源。同期，LNG 运输业务实现收入 25.47 亿元，毛利率为 49.3%，明显高于公司综合毛利率，是公司相对稳定的利润来源之一。公司形成了覆盖油品、LNG、LPG 及化学品运输的多货种业务布局，并通过内外贸及不同船型联动提高运力配置效率，有助于降低单一市场和单一货种波动对整体经营业绩的影响。

图表 3. 2025 年中远海能主营业务营收占比



资料来源：iFinD，中银证券

油轮运输是公司核心收入来源。2025 年，公司油轮运输业务实现收入 206.13 亿元，占营业总收入的 86.27%。公司依托覆盖全球主流船型的油轮船队，通过内外贸、大小船型及原油与成品油联动开展经营。其中，外贸原油运输收入 112.77 亿元，毛利率为 20.3%；内贸原油运输收入 31.89 亿元，毛利率为 30.9%。交通运输部对省际危险品船运输实施经营许可，并根据市场运力供需情况对沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力进行调控。公司凭借长期积累的客户合作关系、船队运营及安全管理能力，叠加内贸油运以长期合同为主，相关业务价格波动相对较小，经营稳定性较强。2025 年外贸和内贸成品油运输收入分别为 23.50 亿元和 21.41 亿元。

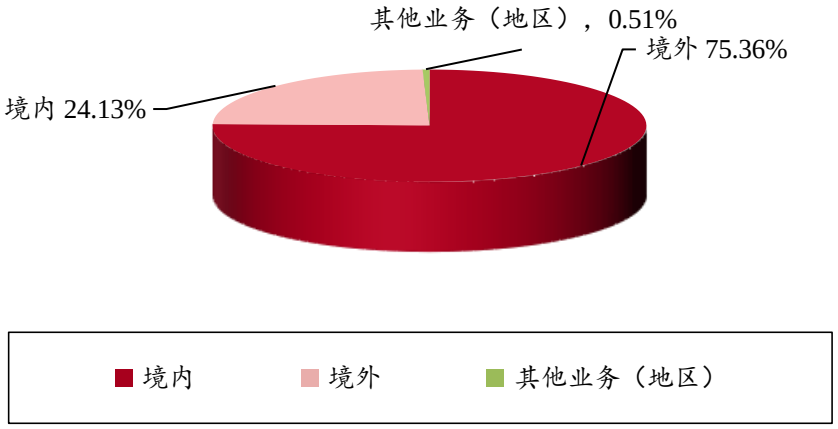
仅供内部参考，请勿外传

LNG 运输是公司两大核心主业之一。公司是中国 LNG 运输业务的引领者，也是全球 LNG 运输市场的重要参与者；所属全资的上海 LNG 和持有 50%股权的 CLNG 均为国内领先的大型 LNG 运输公司。2025 年，公司 LNG 运输业务实现收入 25.47 亿元，按营业收入与营业成本计算的毛利率为 49.32%，高于同期油运业务。公司已投运 LNG 船舶均服务于长期租约，相关收益相对稳定。截至 2025 年末，公司参与投资建造 87 艘 LNG 运输船，其中 63 艘已投运、24 艘在建；另有 1 艘光租 LNG 船已投运。随着在建船舶后续交付，LNG 业务有望贡献新的收入增量，但具体增量仍取决于交付节奏、权益比例及会计确认口径。

LPG 与化学品运输是公司向能源化工品物流供应链延伸的重要业务。2025 年，公司 LPG 运输业务实现收入 2.78 亿元，毛利率为 28.1%；化学品运输业务实现收入 3.33 亿元，毛利率为 14.4%。两项业务合计收入 6.11 亿元，占公司营业总收入的 2.56%。尽管当前收入贡献相对有限，但相关业务有助于拓展公司能源化工品运输服务范围，形成对油运和 LNG 两大核心主业的补充。

2025 年，公司国际运输业务实现收入 180.05 亿元，占营业总收入的 75.36%，是公司最主要的收入来源。其中，国际（外贸）油运业务通过即期租船、期租、COA 及 POOL 等多种模式运营，运价和收益与市场供需变化联系较为紧密，为公司经营业绩提供较强的周期弹性；截至 2025 年末，公司已投运的 LNG 船舶均服务于长期租约，相关收益相对稳定。同期，公司国内运输业务实现收入 57.65 亿元，占营业总收入的 24.13%。从细分业务看，内贸原油按收入与成本计算的毛利率为 30.9%，高于外贸原油的 20.3%。公司年报将沿海油运与 LNG 运输并列为经营业绩的“安全垫”，两类业务有助于降低国际油运市场波动对整体业绩的影响。

图表 4. 2025 年各地区营业收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

（三）财务概况：油气联动抵御周期波动，高现金流彰显盈利韧性

2019—2025 年，公司经历了疫情冲击、油运低谷及随后复苏阶段，营收与利润展现出强大韧性。2019–2025 年，公司营业收入从 138.80 亿元增长至 238.92 亿元。2021 年受全球原油贸易恢复不均衡、前期浮仓需求消退、油轮有效供给偏宽松及 OPEC+产量政策等因素影响，油运市场景气低迷，公司营收和利润明显承压，营收同比下降 22.50%，归母净利润巨额亏损。但随后在 2022-2024 年油运市场高景气驱动下，业绩大幅反弹，2024 年归母净利润达 40.42 亿元。进入 2025 年，尽管行业景气度从峰值回落，公司凭借油运与 LNG 双主业结构，实现营收 238.92 亿元，同比微增 2.68%；归母净利润 40.37 亿元，同比稍有回落，为-0.11%。尽管部分航线和细分船型运价较前期高点有所回落，公司仍依靠外贸油运弹性、LNG 长协收益和内贸业务稳定性维持较高盈利水平，凸显了其通过业务结构优化抵御单一市场波动的较强经营能力。

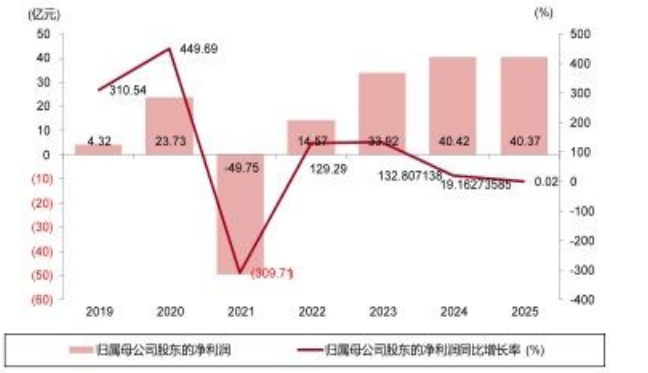
仅供内部参考，请勿外传

图表 5. 近七年公司营业收入变动(亿元)



资料来源：iFinD，中银证券

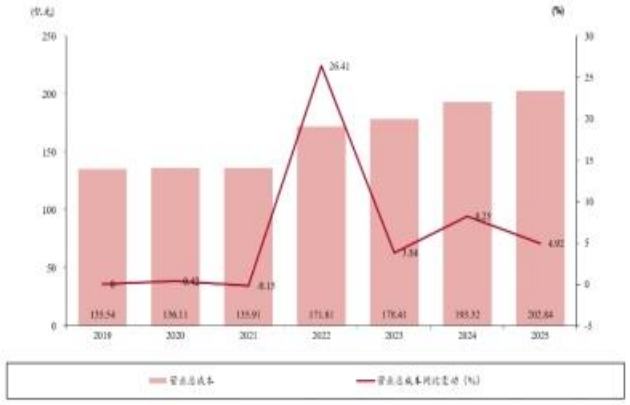
图表 6. 近七年公司归母净利变动(亿元)



资料来源：iFinD，中银证券

公司在规模扩张过程中，营业收入增幅整体高于营业总成本增幅。2019—2025 年，公司营业收入由 138.80 亿元增至 238.92 亿元，累计增长 72.1%；同期营业总成本由 135.54 亿元增至 202.84 亿元，累计增长 49.7%，收入与营业总成本之间的差额有所扩大，整体体现出一定的规模效应。分年度看，按照 2025 年年报重述后口径，公司 2025 年营业收入同比增长 2.68%，营业总成本同比增长 5.03%，成本增速阶段性高于收入增速。其中，营业成本同比增长 4.27%，主要受船舶租赁费及折旧费增加影响；财务费用同比增长 15.38%，主要由于汇兑收益同比减少。此外，LNG 新船投入运营带动相关保险费及修理准备增加。受成本增速高于收入增速影响，公司主营业务毛利率同比下降 1.2 个百分点，短期利润率仍面临一定压力。

图表 7. 2019-2025 公司营业总成本变动(亿元)



资料来源：iFinD，中银证券

图表 8. 2019-2025 年公司营业成本拆分



资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

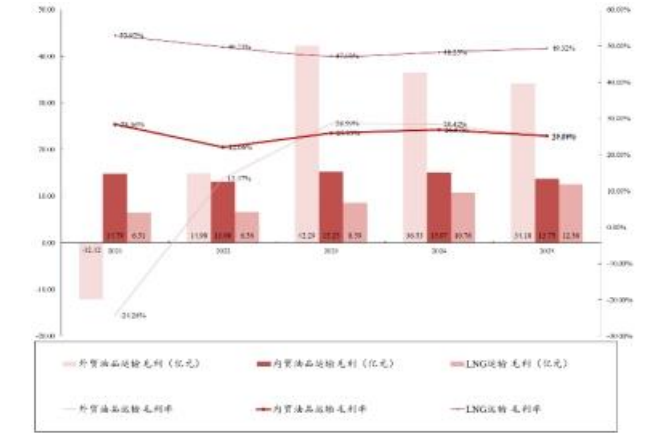
图表 9. 公司主要产品毛利及毛利率

		2021	2022	2023	2024	2025
外贸原油	毛利（亿元）	(9.16)	6.18	24.59	17.39	23.15
	毛利率（%）	(22.80)	7.88	26.19	18.01	20.53
内贸原油	毛利（亿元）	9.51	8.49	10.20	11.09	10.01
	毛利率（%）	31.84	26.58	29.96	32.69	31.40
外贸 LNG 运输	毛利（亿元）	6.51	6.56	8.59	10.76	12.56
	毛利率（%）	52.92	49.73	47.18	48.25	49.32
外贸成品油	毛利（亿元）	(1.79)	5.93	8.52	8.49	5.71
	毛利率（%）	(17.72)	27.55	35.15	33.89	24.31
内贸成品油	毛利（亿元）	5.07	4.49	4.74	3.96	3.66
	毛利率（%）	19.53	17.22	17.84	16.56	17.09
外贸油品船舶租赁	毛利（亿元）	(1.17)	2.87	9.18	10.65	5.32
	毛利率（%）	(15.76)	20.43	41.85	44.12	35.30
化学品运输	毛利（亿元）	-	-	-	0.53	0.48
	毛利率（%）	-	-	-	16.90	14.47
LPG 运输	毛利（亿元）	-	-	-	0.52	0.79
	毛利率（%）	-	-	-	25.35	28.29
内贸油品船舶租赁	毛利（亿元）	0.21	0.10	0.31	0.02	0.08
	毛利率（%）	19.96	9.02	21.78	1.64	5.27
其他业务	毛利（亿元）	0.10	0.00	0.02	(0.09)	0.66
	毛利率（%）	94.06	0.44	3.05	(78.70)	54.17

资料来源：iFinD，中银证券

随着 2022 年以来盈利修复及权益资本补充，公司归母净资产总体增厚，资产负债率由 2019 年的 55.70%降至 2025 年的 46.09%，财务杠杆有所下降，财务稳健性及抵御周期波动的能力进一步提升。公司加权平均净资产收益率由 2022 年的 4.73%回升至 2024 年的 11.11%，2025 年小幅回落至 10.42%，仍维持在 10%以上。从毛利贡献结构看，外贸油运、内贸油运和 LNG 运输形成了周期弹性与稳定收益相结合的业务结构。其中，外贸油运市场化程度较高，毛利波动幅度较大，仍是公司盈利波动的主要来源；内贸油运经营相对稳定，LNG 船舶主要服务于长期租约，两项业务共同发挥经营业绩“安全垫”作用，有助于降低单一业务周期波动对公司经营业绩的影响。

图表 10. 2021-2025 年公司各业务板块毛利及毛利率



资料来源：iFinD，中银证券

图表 11. 2019-2025 年公司 ROE 和资产负债率(%)



资料来源：iFinD，中银证券

与招商轮船、招商南油相比，中远海能凭借世界第一的油轮运力规模和国内领先的 LNG 运输规模，形成了独特的综合竞争优势。在行业上行期，其庞大的油轮船队能充分捕捉运价上涨带来的超额利润；在行业下行期，从毛利结构看，LNG 运输及内贸油运合计贡献较高比例毛利，提升了公司盈利稳定性，相比业务结构更集中于油运的公司，中远海能的 LNG 长协和内贸业务有助于平滑部分周期波动。

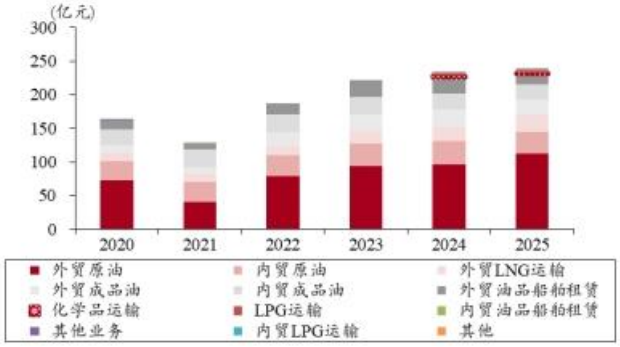
仅供内部参考，请勿外传

图表 12. 2021-2025 年中远海能、招商轮船、招商南油净利润变化(亿元)



资料来源：iFinD，中银证券

图表 13. 2020-2025 年公司营业收入结构



资料来源：iFinD，中银证券

2025 年，公司现金流结构总体改善，经营现金流保持较高规模，投资现金净流出明显收窄，定增资金到账进一步补充了流动性。公司经营活动产生的现金流量净额为 73.89 亿元，同比下降 14.73%，主要由于第四季度定载较为集中，部分运费收款跨年度，具有一定时点性，并不完全反映主营业务回款能力恶化。投资活动现金流量净额为-30.07 亿元，净流出同比收窄 66.28%，主要由于本期 LNG 项目投资额低于上年同期；同时，公司出售 5 艘船舶，实现资产处置收益 6.66 亿元，对当期资金回收和利润形成一定补充。筹资活动现金流量净额由上年的-1.29 亿元转为 43.00 亿元，主要受定增募集资金到账影响，同时公司净债务同比减少，表明新增资金并非主要用于扩大债务杠杆。综合来看，公司经营现金流仍具较强韧性，资本开支压力有所缓解，股权融资进一步充实资金储备，为后续船队建设和业务发展提供了资金保障。此外，公司计提油轮资产减值准备 4.39 亿元，该项属于非现金损失，对当期利润形成影响，但不直接造成经营现金流流出。

图表 14. 2025 年公司主要财务数据同比变动情况

科目	2025（元）	同比变化（%）	变动原因
营业收入	23,892,259,789.49	2.68	主要是本期国际运输收入同比增加。
营业成本	17,650,312,510.65	4.27	主要是本期船舶租赁费及折旧费同比增加。
销售费用	113,898,619.52	35.74	主要是销售人员社保金重分类调整所致。
管理费用	1,136,546,397.13	5.69	主要是公司 2024 年 10 月新设并表企业在两个会计年度的核算期间存在差异所致。
财务费用	1,246,718,904.35	15.38	主要原因是本期美元兑人民币汇率呈下行趋势，与上年同期的升值走势形成反向波动，导致汇兑收益同比减少。
研发费用	49,392,573.70	(5.03)	主要是研发项目节点款确认时间存在差异所致。
经营活动产生的现金流量净额	7,389,147,370.26	(14.73)	主要是 2025 年第四季度定载较为集中，运费付款期跨年度所致。
投资活动产生的现金流量净额	(3,006,572,559.51)	(66.28)	主要是本期 LNG 项目投资额少于上年同期。
筹资活动产生的现金流量净额	4,300,488,680.78	(3,424.21)	主要是定增募集资金入账，同时净债务同比减少所致。
资产处置收益	666,245,202.94	363.86	主要是本年度出售 5 艘船舶，上年度出售 1 艘船舶。
资产减值损失	(456,030,058.22)	(9,152.91)	主要是本期有 7 艘油轮船舶存在减值迹象，经减值测试，计提资产减值准备 4.39 亿元。

资料来源：公司公告，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

二、能源运输行业：地缘驱动运距，环保趋严下的结构分化

（一）行业背景：全球贸易重构与环保监管驱动行业变革，地缘扰动放大市场波动

以中远海能为代表，中国能源运输企业的发展历程大致可划分为能源运输保障、市场化扩张与规模提升、绿色转型与综合物流延伸三个阶段。第一阶段以 1994 年公司前身成立及后续国有航运资源整合为起点，公司围绕国家能源运输需求发展油品运输业务，以原油、成品油等传统油品海运为重要业务基础，并逐步形成覆盖中国沿海及国际市场的油品运输体系。第二阶段始于 21 世纪初，随着中国经济快速发展及能源进口需求增长，2016 年与 2017 年公司持续推进资产重组和船队扩张，油轮运力规模与国际市场竞争力不断提升；业务范围也由原油运输逐步拓展至成品油、LNG 运输，并在 2024 年进行化学品及能源化工供应链整合。第三阶段以“双碳”目标推进和全球能源结构转型为背景，除运力规模外，绿色低碳、安全合规及供应链协同的重要性持续提升。公司在巩固油轮运输主业的基础上，持续发展 LNG 运输，并向 LPG、化学品运输及能源化工品物流供应链服务延伸，业务结构逐步由传统油轮运输向多货种、综合化能源物流服务转型。

图表 15. 我国能源运输（以中远海能为代表）发展阶段



资料来源：公司公告、国家能源网、中华人民共和国生态环境部、绿色交通“十四五”发展规划、中银证券

2025 年，全球能源航运市场呈现地缘政治重塑贸易流向、不同船型供需分化的特征，整体表现为油轮市场前低后高、LNG 即期运输市场供需相对宽松。需求端，全球石油需求增速相对温和，但 OPEC+ 逐步释放产量、中东原油出口回升，以及巴西、圭亚那等美洲原油供应增长带动跨大西洋长航次货量提升，原油海运吨海里需求进一步增长。供给端，据克拉克森数据，2025 年全球 VLCC 新船交付量仅 6 艘、拆解 2 艘，船队净增量有限；同时，老龄船舶占比上升及制裁合规约束进一步限制了有效运力释放。受供需边际改善推动，VLCC 市场成为全年油运市场的主要亮点，据公司 2025 年报，代表性中东—中国航线 TD3C 全年平均等价期租租金约为 5.75 万美元/天，同比增长约 65%，年内高点突破 14 万美元/天。

外部环境扰动在 2025—2026 年显著加剧，地缘政治上升为阶段性影响油运景气的重要变量。2025 年 6 月，以伊冲突升级及美国打击伊朗核设施，引发市场对霍尔木兹海峡通航受阻的担忧，中东—中国 VLCC 运价快速上涨，2025 年 6 月 13 日至 18 日累计涨幅约 40%；中东海湾航线战争险附加费率一度由约 0.2%—0.3%升至 0.5%。尽管海峡当时未实际关闭，但油轮订租节奏放缓，船东和货主的通航决策趋于谨慎，地缘风险溢价明显上升。进入 2026 年，美伊冲突进一步升级，霍尔木兹海峡通航一度受到实质性影响，中东—亚洲 VLCC 运价升至有统计记录以来的高位。6 月美伊达成协议后通航逐步恢复，但后续商船袭击事件表明区域航运安全风险尚未消除。与此同时，欧美持续加强对“影子船队”的制裁，受制裁船舶面临港口准入、保险及海运服务限制，合规市场的有效运力进一步受限。中远海能凭借规模化船队、全球运营网络及持续船队更新能力，有望受益于合规运输需求增加和货源向头部船东集中。但地缘冲突也将推高保险、船员及航线管理成本，对公司的安全运营和风险控制能力提出更高要求。

仅供内部参考，请勿外传

图表 16. 2023-2026 VLCC 中东湾拉斯坦努拉-中国宁波(270000MT)运价走势



资料来源：iFinD，中银证券

（二）行业供给：运力低速增长，船型分化与区域重构主导格局

行业供给呈现“油轮低速增长、气体船较快扩张”的结构性特征。2023—2025 年，全球能源运输船队并非整体低速扩张，不同船型的供给节奏存在明显分化。受前期油轮新船订单偏少、建造周期较长等因素影响，VLCC 新船交付总体有限；相比之下，LNG 运输船受前期集中订造和项目配套需求推动，交付速度明显加快。据克拉克森数据，2025 年全球 VLCC 仅交付 6 艘、拆解 2 艘，而 LNG 运输船队增至 745 艘，同比增长 9.2%（不包括 LNG 加注船、FSRU、FSU 和 FLNG）；化学品船队增至 3,019 艘，净增 44 艘。因此，行业供给更准确的特征是油轮运力低速增长、LNG 运力集中释放、化学品船温和扩张，船东投资重点逐步由单纯增加运力转向补充结构性船型缺口、优化船龄和提高能源效率。

图表 17. 2025 年全球十大船东（不设排名）

类型	船东公司	总部/注册地	核心能源运输船型	截至 2025 年末的船队情况及发展趋势
综合能源运输型	中远海能	中国	VLCC、Suezmax、Aframax、成品油轮、LNG、LPG 及化学品船	拥有和控制油轮 155 艘、2,257.6 万载重吨，油轮运力规模居世界前列；参与投资建造 LNG 船 87 艘，其中 63 艘投运、24 艘在建。另有 18 艘油轮在建，船队结构持续优化。
综合航运型	招商轮船	中国	VLCC、Aframax、LNG、VLOC 等	2025 年末拥有船舶 235 艘、3,884.59 万载重吨，手持订单 64 艘；当年接收 1 艘甲醇双燃料 VLCC 和 8 艘 LNG 船，持续扩大油气运输业务。
原油轮主导型	Frontline	塞浦路斯	VLCC、Suezmax、LR2/Aframax	2025 年末运营 80 艘油轮，包括 41 艘 VLCC、21 艘 Suezmax 和 18 艘 LR2/Aframax；平均船龄约 7.5 年，持续通过出售老船和订造新船优化船队。
综合航运型	CMB.TECH（油轮业务使用 Euronav 品牌）	比利时	VLCC、Suezmax 及其他多元船型	2025 年末 Euronav 油轮船队包括 3 艘营运 VLCC、3 艘在建 VLCC 和 17 艘 Suezmax；CMB.TECH 合并后成为拥有约 250 艘船舶的综合航运集团，重点发展氢、氨等低碳燃料技术。
原油轮主导型	Bahri	沙特阿拉伯	VLCC、成品油轮、化学品船	截至 2025 年三季度末，Bahri 拥有 104 艘船，其中包括 50 艘 VLCC 及 33 艘化学品船和成品油轮，是全球主要 VLCC 船东之一。
综合能源运输型	MOL（商船三井）	日本	LNG、VLCC、LPG/VLEC、化学品船	截至 2025 年 3 月末，MOL 拥有或管理 LNG 船 107 艘，为全球最大的 LNG 船舶运营商之一。

资料来源：公司公告；招商轮船年度报告；Frontline 年度报告；CMB.TECH 年度报告；Bahri 年度报告；BAHRI 年度报告；NYK 年度报告；Teekay Tankers 年度报告；Scorpio Tankers 年度报告；Nakilat（Qatar Gas Transport Company Ltd.），《Voyages》第 32 期，2025 年 8 月；中银证券

仅供内部参考，请勿外传

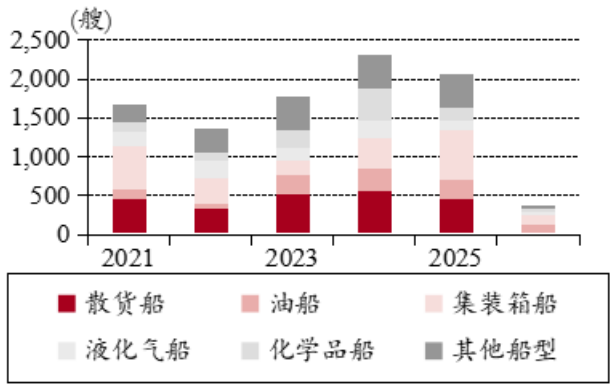
续 图表 17. 2025 年全球十大船东（不设排名）

类型	船东公司	总部/注册地	核心能源运输船型	截至 2025 年末的船队情况及发展趋势
综合能源运输型	NYK（日本邮船）	日本	LNG、LPG、VLCC、成品油轮	截至 2025 年 3 月末，NYK 拥有或管理 LNG 船 89 艘。2025 年，公司成立 NYK Energy Ocean 并承接 ENEOS Ocean 的 47 艘运营船舶，进一步整合原油、成品油及 LPG 运输业务。
中型油轮主导型	Teekay Tankers	百慕大	Suezmax、Aframax、LR2	2025 年末拥有 35 艘双壳油轮，包括 16 艘 Suezmax、18 艘 Aframax/LR2 和 1 艘 VLCC，另租入 3 艘油轮。
成品油轮主导型	Scorpio Tankers	摩纳哥运营、马绍尔群岛注册	LR2、MR、Handymax	2025 年末运营 93 艘成品油轮，包括 37 艘 LR2、42 艘 MR 和 14 艘 Handymax，平均船龄约 9.8 年；公司持续出售部分旧船，同时订造 LR2、MR 及 VLCC。
LNG 主导型	Nakilat	卡塔尔	LNG、FSRU、LPG	拥有 69 艘 LNG 船、1 艘 FSRU 和 2 艘 LPG 船，是全球规模最大的专业 LNG 船东之一。

资料来源：公司公告；招商轮船年度报告；Frontline 年度报告；CMB.TECH 年度报告；Bahri 年度报告；BAHRI 年度报告；NYK 年度报告；Teekay Tankers 年度报告；Scorpio Tankers 年度报告；Nakilat（Qatar Gas Transport Company Ltd.），《Voyages》第 32 期，2025 年 8 月；中银证券

环保法规提高船舶能效要求，但老旧 VLCC 尚未出现大规模退出。IMO 现有船舶能效指数（EEXI）和营运碳强度指标（CII）已于 2023 年起实施，高龄、高能耗船舶可能需要通过限制主机功率、降低航速、加装节能设备或优化运营等方式满足合规要求，改造经济性不足的船舶则面临潜在退出压力。同时，替代燃料船舶订造比例持续提升，据克拉克森数据，2024 年具备替代燃料能力的船舶占全球新签订单总吨位的约 50%。不过，替代燃料在技术成熟度方面仍存在不确定性，叠加新造船价格及船厂交付周期处于较高水平，增加了船东投资决策的复杂性。2025 年全球 VLCC 仅拆解 2 艘，而 20 年以上 VLCC 占比已接近 20%，表明船队老龄化程度上升，但实际退出速度仍然较慢。总体来看，当前 VLCC 有效供给仍受到历史订单基数较低、船队老龄化以及环保法规对运营效率形成约束等因素影响。

图表 18. 全球新船订单走势图



资料来源：iFinD，中银证券

图表 19. 2025 年全球主要原油出口区域及代表长航线



资料来源：iFinD，中银证券

中远海能油轮运力基础稳固，新增运力重点向 LNG 及船队更新倾斜。截至 2025 年末，公司拥有和控制油轮 155 艘、合计 2,257.6 万载重吨，油轮运力规模保持全球领先；另有 18 艘油轮在建。公司参与投资建造的 LNG 船舶由 2023 年末的 83 艘增至 2025 年末的 87 艘，其中已投运 63 艘、在建 24 艘；此外，公司还以光船租赁方式运营 1 艘 LNG 船。按参与投资及光船租赁合并口径计算，公司相关 LNG 运力为 88 艘，其中 64 艘已投运。整体看，公司供给增量主要来自 LNG 项目船陆续交付以及油轮船队更新，而非对现有船型的全面扩张。

区域运力配置继续向大西洋东向长航线倾斜。中东—亚洲仍是全球 VLCC 运输的核心航线，同时，巴西、圭亚那原油出口增长，以及北美向亚洲的长航线运输增加，进一步支撑原油海运吨海里需求。2025 年，中远海能 VLCC 船队在西非东向航线的营运天占比达到 23%，巴西及北美东向航线合计占比达到 25%。与此同时，OPEC+产量政策、欧美对受制裁船舶的限制以及中国原油进口需求变化，持续影响不同区域的货源分布和合规运力供给。红海等区域的绕航及安全风险也会延长部分航次、降低船舶周转效率，从而放大区域运力错配及运价波动。

仅供内部参考，请勿外传

国内油运供给相对稳定，外贸油运仍是公司周期弹性的主要来源。公司外贸油运采用即期、期租、COA 及 POOL 等多种经营模式，并通过与国内外主要石油公司开展长期合作保障基础货源，同时保留一定即期市场敞口以把握运价上涨机会。2025 年公司外贸油运收入同比增长 3.8%，但毛利同比下降 6.0%，表明该业务的盈利表现仍与国际油运景气和运价波动紧密相关，是主要周期弹性来源。内贸油运方面，2025 年公司 COA 货源覆盖率约为 90%，市场竞争更多围绕客户资源、船期保障、运营效率及综合物流服务能力展开，为经营业绩提供相对稳定的基础。

图表 20. 国际主要航线船型对比

航线	官方基准航线	航行天数	船型
TD1（历史参考航线）	中东—美湾：Ras Tanura—Louisiana Offshore，28 万吨	-	VLCC
TD2	中东—新加坡：Ras Tanura—Singapore，27 万吨	20/30	VLCC
TD3C	中东—中国：Ras Tanura—Ningbo，27 万吨	15/30	VLCC
TD6	黑海—地中海：CPC/Novorossiysk—Augusta，13.5 万吨	10/15	Suezmax
TD7	北海—欧洲大陆：Hound Point—Wilhelmshaven，8 万吨	7/14	Aframax
TD8	科威特—新加坡：Mina Al Ahmadi—Singapore，8 万吨	20/25	Aframax
TD9	加勒比—美湾：Coveñas—Corpus Christi，7 万吨	7/14	Aframax
TD15	西非—中国：Serpentina FPSO/Bonny Offshore—Ningbo，26 万吨	20/30	VLCC
TD17（已终止）	波罗的海—英国及欧洲大陆：Primorsk—Wilhelmshaven，10 万吨	10/20	Aframax
TD19	地中海跨区运输：Ceyhan—Lavera，8 万吨	10/15	Aframax

资料来源：波交所，中银证券

新增运力更加注重船型结构、能效水平和长期项目匹配。公司 2025 年度向特定对象发行股票募集资金拟用于建造 6 艘 VLCC、3 艘 Aframax 原油轮和 2 艘 LNG 运输船，合计 11 艘，体现了对大型原油轮、区域型原油轮及 LNG 项目运力的结构性补充。与此同时，公司已推进甲醇双燃料油轮等绿色船型建设。未来行业供给将更多体现为高能效、替代燃料及项目配套船舶增加，但其对总运力的影响仍需结合新船实际交付、老船退出以及航线周转效率综合判断。

图表 21. 中远海能 2025 年船队结构（按业务与船型）

业务板块	核心船型	运力规模/数量	主要特点
外贸油运	VLCC 为主	依托全球领先的整体油轮运力规模，以 VLCC 为核心开展全球化经营	航线全球化，受益于长运距与地缘溢价
内贸油运	阿芙拉型、巴拿马型	运力规模稳定	COA 货源覆盖率较高，经营相对稳定
LNG 运输	17.4 万方大型 LNG 船	参与投资 87 艘和光租 1 艘，运营 64 艘	受益于长期项目合同，贡献相对稳定收益
绿色新造船	甲醇双燃料油轮等	新增订单明确	有助于满足环保合规要求并改善船队长期能效表现

资料来源：公司公告，中银证券整理

（三）行业需求：总量稳健增长，地缘与绿色转型驱动结构性分化

全球原油海运需求保持韧性，原油轮与成品油轮市场表现分化。2025 年，OPEC+逐步释放产量，美国、巴西、加拿大和圭亚那等非 OPEC+产油国供应增长，叠加中国原油进口增加及部分长航线货源扩张，为原油海运需求提供支撑。市场走势呈现前低后高特征，四季度原油轮运价明显上行，其中 VLCC 表现尤为突出；相比之下，全球成品油海运量总体平稳，LR2 等成品油轮运价同比回落，原油轮市场表现整体强于成品油轮市场。

亚洲仍是全球原油贸易的核心目的地，大西洋至亚洲长航线的重要性有所提升。据美国信息能源署数据，2025 年上半年，经霍尔木兹海峡运输的原油及凝析油约 89%流向亚洲，其中中国、印度、日本和韩国合计占比约 74%。据中华人民共和国 2025 年国民经济和社会发展统计公报数据，中国 2025 年进口原油 5.7773 亿吨，同比增长 4.4%，创年度新高，为中东—远东等 VLCC 主干航线提供了重要货源基础。与此同时，巴西、圭亚那等美洲产油国供应增长，推动大西洋至亚洲长航线需求增加；红海安全风险则促使部分船舶绕行好望角，延长航程并增加运输成本。欧洲炼厂关停提高了部分成品油进口需求，但不同油种和地区之间仍存在明显分化。

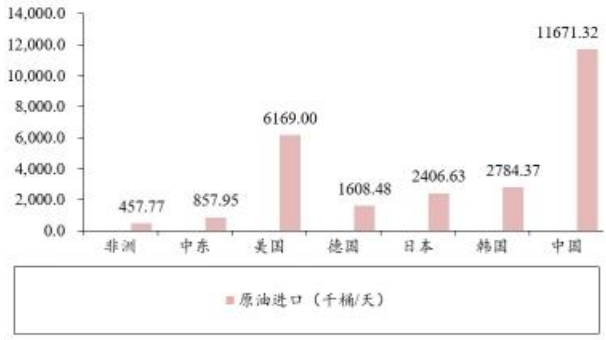
仅供内部参考，请勿外传

图表 22. 2025 年全球主要地区原油产量



资料来源：iFinD，中银证券

图表 23. 2025 年全球主要国家和地区原油进口量



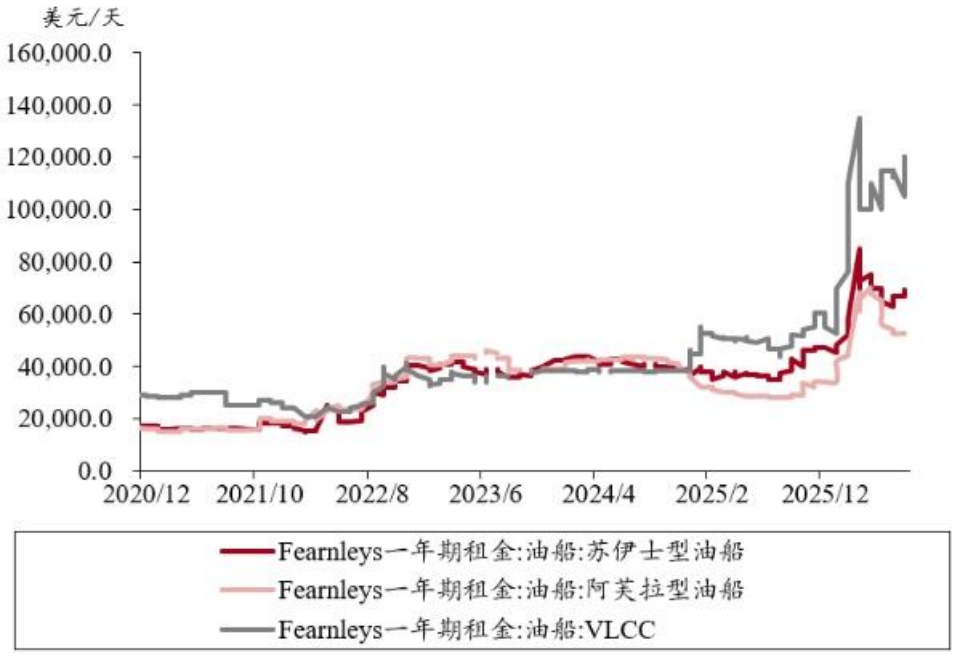
资料来源：iFinD，中银证券

国内原油运输需求总体平稳，国际长航线构成油运市场的主要增量来源。2025 年，据公司年报，国内 MR 及以上船型原油运输量约 9,800 万吨，同比增加约 400 万吨。其中，海洋油运输量保持平稳增长，中转油需求在前三季度相对平淡，第四季度随着国际油价回落和炼厂进口增加而明显改善。国际市场方面，巴西、圭亚那等美洲国家原油出口增长，以及部分进口国调整原油采购来源，共同推升平均运距和吨海里需求，拥有大型远洋船队及全球航线运营能力的船东相对受益。

中远海能油轮船队规模领先，油运与 LNG 运输形成差异化业务结构。截至 2025 年末，公司拥有和控制油轮 155 艘、合计 2,257.6 万载重吨，油轮运力规模位居世界第一，船队覆盖 VLCC、Suezmax、Aframax/LR2、Panamax/LR1 及 MR 等主流船型。LNG 运输方面，公司参与投资建造 87 艘 LNG 船，其中 63 艘已投运、24 艘在建；另以光船租赁方式运营 1 艘 LNG 船。按参与投资与光船租赁合并口径计算，公司相关 LNG 运力为 88 艘，其中 64 艘已投运。国际油运业务提供周期弹性，内贸油运和长期租约模式下的 LNG 运输业务则贡献相对稳定的收益。

地缘政治及制裁政策持续扰动贸易流向，VLCC 运价弹性更加突出。2025 年，欧美进一步收紧对俄能源及“影子船队”制裁、OPEC+增产、红海局势及中东地缘冲突等因素共同影响全球原油贸易流向。部分受制裁船舶难以参与主流货主和保险体系下的运输业务，使合规油轮市场的可用运力相对收紧。受中东出口恢复、长航线需求增长和合规运力分化等因素推动，VLCC 代表航线 TD3C 全年平均 TCE 约 5.75 万美元/天，同比增长 65%，四季度运价明显走强。相比之下，LR2 代表航线 TC1 全年平均 TCE 同比下降约 25%，表明不同船型的景气表现并不同步。

图表 24. 2020-2026 年 Fearnleys 一年期租租金走势



资料来源：IFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

环保监管持续趋严，船队更新逐步向高能效和替代燃料船型倾斜。IMO 现有船舶能效指数（EEXI）和营运碳强度指标（CII）已于 2023 年起实施，欧盟碳排放交易体系自 2024 年起将大型船舶相关碳排放纳入覆盖范围，船东的环保合规成本和船队更新压力进一步上升。2025 年，中远海能签订 26 艘船舶建造合同，其中包括 8 艘甲醇双燃料油轮及 1 艘 LNG 双燃料乙烯运输船。与此同时，全球船龄 20 年以上的 VLCC 占比已接近 20%，船队老龄化与燃料技术路线尚未完全确定并存。具备较高能效和替代燃料适配能力的新船，有望在未来合规运营、客户准入及能耗控制方面形成相对优势。

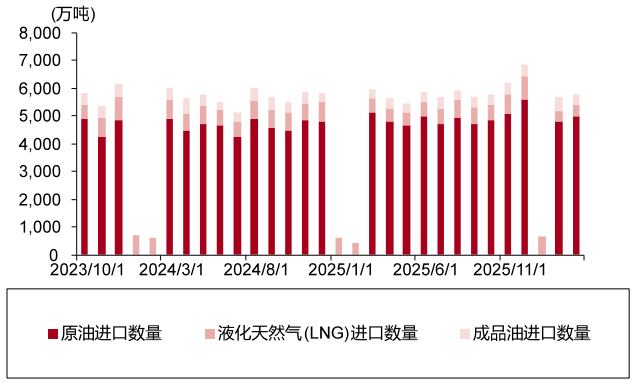
总体来看，能源运输市场正由总量扩张向结构性分化演进。全球石油海运需求保持韧性，但不同地区、航线和船型之间的景气差异有所扩大；地缘政治及制裁政策持续重塑贸易流向，环保监管则推动船队更新和资本开支增加。在此背景下，中远海能凭借规模领先的油轮船队、全球化航线网络、内外贸协同能力及持续推进的绿色船队建设，有望把握长航线需求和合规运输市场扩张带来的机会。不过，公司经营业绩仍将受到国际油运景气、地缘局势、新船交付及环保投入等因素影响。

（四）政策影响：能源安全与绿色规则并行，行业从景气弹性转向合规与航线重构驱动

能源运输政策主要沿“能源安全—贸易流向—有效运力—运价与盈利”路径影响中远海能。与集装箱运输或航空货运相比，油轮和 LNG 运输受到单一关税政策的直接影响相对有限，政策敏感性主要体现在三个方面：一是能源安全政策推动进口来源多元化，改变原油、成品油和 LNG 的运输航线及平均运距；二是地缘冲突、制裁及航行安全政策重塑油气贸易流向，增加绕航、转运及吨海里需求；三是 IMO 及欧盟绿色航运监管要求持续强化，EU ETS 与 FuelEU Maritime 等规则逐步实施并提高履约要求。对中远海能而言，政策变化不仅影响货运量，更会推动行业围绕航线结构、船龄结构和合规能力重新配置运力。

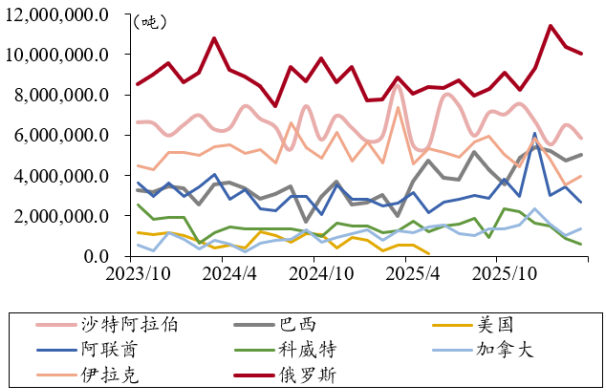
能源安全政策构成油气运输需求的重要支撑，中国油气进口需求为公司提供长期货源基础。在“双碳”目标推进过程中，我国能源结构持续优化，但油气在工业生产、交通运输、化工原料及调峰保供等领域仍发挥重要作用。国家能源政策强调统筹能源安全与绿色转型，并提出维护油气进口安全、增强海外资源供应保障能力。中国原油进口来源覆盖中东、俄罗斯、拉美和西非等地区，进口来源多元化提高了长航线运输和全球运力调度的重要性。LNG 方面，天然气在调峰保供及能源结构优化中仍具有重要作用，沿海接收能力建设和长期资源合同为 LNG 项目运输提供基础。中远海能具备油品、LNG 等多货种运输能力，在国内能源进口运输市场保持领先地位，有利于公司维持基础货源并参与长期项目。

图表 25. 近年来中国能源进口数量



资料来源：iFinD，中银证券

图表 26. 中国主要原油进口国



资料来源：iFinD，中银证券

绿色航运规则持续收紧，行业竞争重点逐步由运力规模向船队结构和减排能力延伸。IMO《2023 年船舶温室气体减排战略》提出国际航运在 2050 年前后实现温室气体净零排放，并设置 2030 年和 2040 年阶段性减排目标；EEXI 和 CII 已于 2023 年起实施，对现有船舶能效及营运碳强度形成约束。欧盟自 2024 年起将航运业纳入 EU ETS，并自 2025 年起实施 FuelEU Maritime，对 5,000 总吨以上、挂靠欧洲港口船舶所使用能源的温室气体强度提出逐步收紧要求。相关规则将提高低能效船舶的合规成本，推动船东在节能改造、航速管理、替代燃料应用和船队更新之间进行权衡。中远海能船队规模较大，绿色转型将带来一定资本开支压力，但其船队管理、客户资源及融资能力也有助于公司推进船舶改造和更新。

仅供内部参考，请勿外传

油轮短期新增供给相对有限，但订单储备已经回升，需区分交付端与订单端变化。2025 年全球 VLCC 仅交付 6 艘、拆解 2 艘，短期运力净增有限；但截至年末，VLCC 在手订单已达到 156 艘，约占现有船队的 17%。与此同时，船龄 20 年以上的 VLCC 占比已接近 20%，部分老旧船舶在能效评级、融资保险、港口准入和主流货主审查方面面临更高要求。环保政策未必立即推动大规模拆船，但可能通过降速、降低利用率和提高合规成本等方式约束有效运力。中远海能拥有规模领先的 VLCC 及多船型油轮船队，在需求稳定且有效供给受限时有望受益；但实际盈利仍取决于 OPEC+产量、中国进口需求及全球炼厂开工等因素。

OPEC+产量政策直接影响原油装船需求，但其作用需要结合货源替代和平均航距综合判断。当 OPEC+维持或扩大减产时，中东原油出口可能受到抑制，对中东—亚洲 VLCC 传统航线形成压力；若亚洲买家转向美洲、西非等远距离货源，平均运距增加可能部分对冲装船量下降的影响。反之，OPEC+恢复产量通常有利于中东出口及 VLCC 装载需求，但最终运价表现仍取决于库存变化、进口节奏和可用运力。因此，判断原油运输景气不能仅观察全球消费量或 OPEC+产量，而应综合分析出口地区、进口地区与平均航距。中远海能 VLCC 业务与中东—远东航线联系紧密，同时也通过全球化经营参与西非、巴西和北美东向等长航线市场。

中远海能 LNG 运输业务以长期项目和长期租约为主，收益稳定性高于市场化程度较高的国际油运业务。全球能源结构调整、欧洲能源来源多元化及亚洲 LNG 需求增长，为跨区域 LNG 运输提供中长期需求基础。LNG 船技术要求和单船造价较高，建造周期较长，且大量船舶与特定液化项目及长期购销合同相配套，运力投放通常具有较强计划性。截至 2025 年末，中远海能参与投资建造 87 艘 LNG 船，其中 63 艘已投运、24 艘在建；另光租运营 1 艘 LNG 船，已投运船舶均服务于长期租约，收益相对稳定。不过，LNG 运输市场仍受到新船集中交付、液化项目投产进度、欧洲库存及亚洲现货需求等因素影响，其政策价值更多体现为长期项目获取能力和资产运营效率，而非短期即期运价持续上涨。

从财务传导看，政策变化将同步影响公司的收入弹性、成本水平和资本开支结构。收入端，国际油运业务受制裁政策、绕航、OPEC+产量及中国进口节奏影响较大，运价和盈利弹性较强；LNG 运输业务主要依托长期租约，收益相对稳定。成本端，EU ETS、FuelEU Maritime、保险费率及绕航安排将增加部分航次的运营成本，低能效船舶面临的压力更为明显。资本开支端，高能效新船、节能改造、双燃料技术和数字化能效管理将成为重要投入方向。总体而言，能源运输行业的盈利基础正由单一运价周期，逐步扩展至合规船队、长期客户、全球调度和成本控制等综合能力。中远海能在船队规模、能源安全运输和长期项目方面具备优势，但仍需关注环保合规支出、地缘风险及油气贸易流变化对经营业绩的影响。

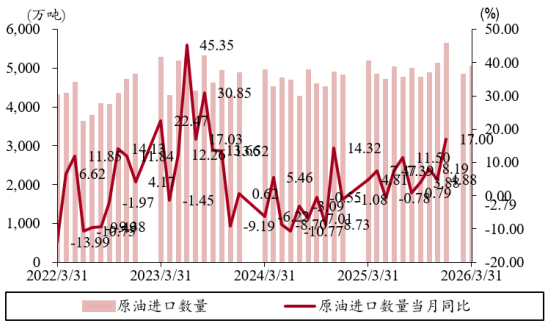
（五）中东局势：供给风险与航线重构并行，油运景气从总量弹性转向结构分化

中东局势主要通过“原油供给—贸易路径—有效运力—运价与盈利”链条影响能源运输行业。对中远海能而言，中东是全球原油海运贸易的主要装载区域，也是 VLCC 船队的重要经营市场。区域局势变化对公司外贸油运业务的影响，不仅体现为原油出口量变化，还会通过装港节奏、航道安全、战争保险、绕航安排及船舶周转效率传导至运价和盈利。当前全球原油运输市场的驱动因素已由相对统一的供需周期，逐步扩展至地缘冲突、制裁政策、OPEC+产量及航线安全等多重变量。因此，中东出口量、VLCC 运价及船队调度效率是判断局势变化对公司业绩影响的关键指标。

中东仍是全球原油出口的核心区域，局势变化将直接影响 VLCC 货盘和船舶周转。沙特、伊拉克、阿联酋和科威特等产油国通过波斯湾及霍尔木兹海峡向全球出口原油，其中亚洲是最主要的目的地。据美国信息能源署，2025 年上半年，约 89%的霍尔木兹海峡原油及凝析油流向亚洲，中国、印度、日本和韩国合计占比约 74%。中远海能外贸原油运输业务与中东—远东 VLCC 航线联系较为紧密，若装港、航道通行或保险安排受到扰动，可能影响船舶装载计划、即期市场收入及周转效率。由于大型油轮单航次时间较长、替代运力调配需要一定时间，市场对核心航区有效运力变化通常较为敏感。

仅供内部参考，请勿外传

图表 27. 中国原油进口数量及同比



资料来源：iFinD，中银证券

图表 28. 中国成品油进口数量及同比



资料来源：iFinD，中银证券

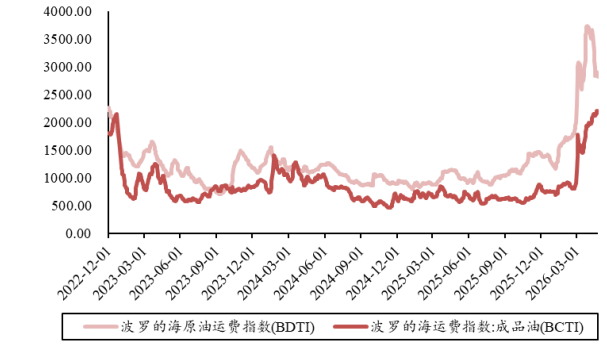
霍尔木兹海峡是中东风险向能源运输市场传导的关键节点。据美国信息能源署，2025 年上半年，霍尔木兹海峡日均运输石油约 2,090 万桶，约占全球海运石油贸易的四分之一。即使未发生实质性封锁，通航风险上升也可能通过提高战争险费率、增加等待时间、调整航速和推迟装卸计划，降低船队有效供给。若船东、租家及保险机构重新评估航区风险，可安全执行航次的运力将阶段性减少，从而推升 VLCC 及相关船型的风险溢价。中远海能具备规模化船队和全球调度能力，但仍需承担保险费用、航次延误、安全管理及合规审查等成本。

中东局势对油运运价实际影响取决于出口量和平均航距的共同变化。若区域冲突导致中东原油出口下降，中东—亚洲 VLCC 传统货量可能承压；但若亚洲买家转向西非、巴西、美国等远距离货源，平均运距增加可能部分对冲装船量下降的不利影响。反之，若中东供给保持稳定，但航道风险导致船舶周转下降，则有效运力收紧可能推动运价上涨。因此，中东局势不能简单等同于油轮运价全面上行，其影响通常表现为不同航线、船型和经营模式之间的结构性分化。

中东—中国航线通常较早反映地缘风险，但风险溢价能否持续仍取决于实际货量。TD3C 是中东湾—中国 VLCC 市场的重要代表航线。当区域风险上升时，租家可能提前锁定运力，船东也会提高风险补偿要求，相关航线运价通常率先反应。不过，若冲突未影响实际装港量，或全球原油需求偏弱，运价上涨可能主要体现为短期风险定价。2026 年 3 月霍尔木兹海峡通航受到实质性影响后，中东至亚洲 VLCC 运价升至自 2005 年 11 月有统计记录以来的最高水平，说明航道风险、战争险和船舶滞留能够显著放大运价弹性。对中远海能而言，运价上行有利于外贸油运收入，但最终利润增幅仍取决于保险、燃油和等待成本的变化。

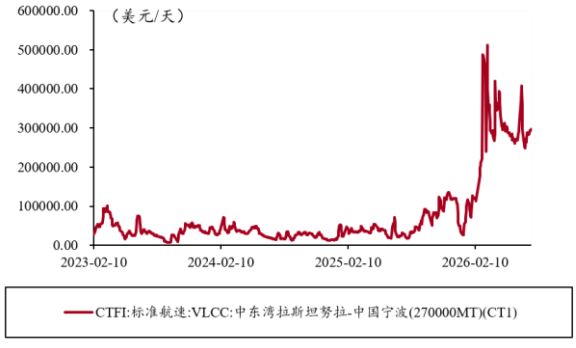
红海、苏伊士运河及好望角绕航会进一步改变原油和成品油运输结构。红海及亚丁湾安全风险上升后，部分船舶改道好望角，导致中东、欧洲和亚洲之间的航程延长。绕航会增加单航次时间、降低船舶周转效率，并扩大吨海里需求，从行业供需角度对运价具有一定支撑作用；但同时也会增加燃油消耗、船员成本和航次执行的不确定性。对中远海能而言，绕航对行业运价总体偏正面，但单航次利润能否改善，仍取决于运价涨幅能否覆盖新增运营成本。

图表 29. BDTI 与 BCI 走势



资料来源：iFinD，中银证券

图表 30. TD3C 走势



资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

中东局势进一步凸显原油进口来源多元化及能源运输安全的重要性。中国是全球最大的原油进口国，进口来源涵盖俄罗斯、中东、拉美和西非等地区。货源多元化有助于降低对单一区域的依赖，但也会增加航线组合复杂度和远洋运力调度需求。中远海能在中国油气进口运输领域保持领先地位，并与各大石油公司以及国内独立炼厂建立了良好的战略伙伴关系。在地缘风险上升阶段，具备规模化船队、全球运营网络和合规管理能力的头部船东，更有能力保障运输稳定并承接长期货源，公司在国家能源运输体系中的战略价值相应提升。

LNG 运输受中东局势影响主要体现为航道安全和长期合同履约风险。卡塔尔是全球主要 LNG 出口国，其海运出口需要经过霍尔木兹海峡。中远海能参与投资的已投运 LNG 船舶均服务于长期租约，收益稳定性相对高于市场化程度较高的国际油运业务。但长期合同并不能完全消除航道中断风险，若霍尔木兹海峡或红海通航受到影响，LNG 船舶仍可能面临等待、绕航、保险费用增加及项目船期调整。公司 LNG 业务的风险更多集中在合同履约、项目运营安全及成本管理，而非即期运价波动。

成本上升是中东局势影响公司盈利的重要约束，但不同航线和合同的承压程度并不一致。区域冲突可能推高原油及船用燃料价格，并带动高风险航区战争险费率上涨；绕航和等待则会增加燃油消耗、航次时间及船员管理成本。因此，成本冲击虽然可能覆盖较多业务，但仍会因航区风险、船型和租约结构不同而明显分化。

新增成本能否向客户传导，主要取决于租约类型和合同条款。在航次租船模式下，船东通常承担燃油成本，但运价、战争险附加费及绕航补偿可以通过合同约定重新分配；在期租模式下，燃油一般由租家承担，而船东主要负责船舶维护、船员及保险等项目。市场景气较强时，船东转嫁战争险和额外运营成本的能力相对较高；市场需求偏弱时，成本增加可能压缩利润。中远海能外贸油运采用即期、期租、COA 及 POOL 等多种经营模式，成本传导效果需要结合具体租约结构判断。

总体而言，中东局势对中远海能同时影响货量、航距、运力效率、运价和成本。若中东出口保持稳定而航道风险上升，有效运力收紧和风险溢价可能支撑 VLCC 运价；若中东出口实质性下降，传统中东—远东货量可能承压，但远距离替代采购或对吨海里需求形成一定补偿；若燃油和保险成本上涨快于运价改善，公司盈利弹性则可能受到削弱。因此，应综合跟踪中东原油出口量、霍尔木兹通航状况、TD3C、TCE、船用燃料价格、战争险费率、中国进口来源结构及公司船队运营效率。

仅供内部参考，请勿外传

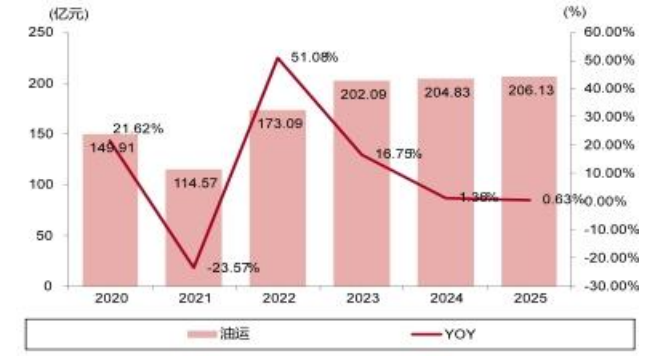
三、主营业务：油运为基、LNG 稳增、综合方案延伸，三大板块构筑能源运输护城河

中远海能作为全球领先的能源运输解决方案提供商，主营业务围绕油运、液化天然气运输与综合能源物流运输三大领域展开，其中油轮运输作为核心业务，提供主要收入和利润来源，LNG 运输提供较稳定收益，LPG 和化学品运输目前收入占比较低，构成公司补充业务。公司依托世界第一的油轮运力规模和国内领先的 LNG 运输船队，为客户提供覆盖原油、成品油、液化天然气、液化石油气及化学品等全品类能源产品的海上运输服务，并积极向端到端的能源化工供应链综合服务商转型。

（一）油轮运输：全球运力龙头，内外贸协同构筑盈利韧性

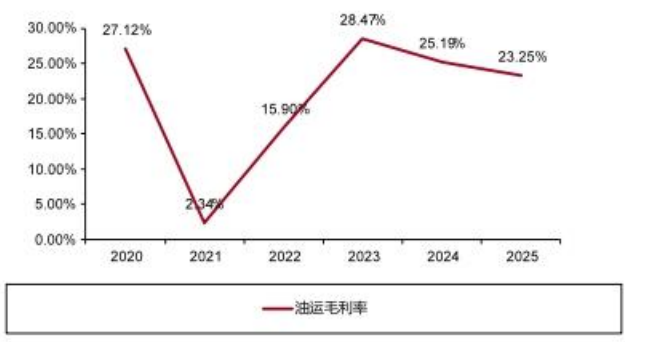
油运收入与盈利水平受运价周期驱动，呈现较强的周期弹性。2020 年，受浮仓需求增加及油轮运价阶段性上涨影响，公司油轮运输业务收入同比增长约 22%至 149.91 亿元，毛利率达到 27.12%。2021 年，随着浮仓需求消退、OPEC+减产以及油轮有效供给相对宽松，业务收入降至 114.57 亿元，同比下降约 23.6%，毛利率降至 2.34%。2022 年下半年油运市场明显修复，油品运输业务全年收入同比增长 51.1%至 173.09 亿元，毛利率回升至约 15.9%；2023 年收入增长至 202.09 亿元，同比增长 16.75%，毛利率升至 28.47%。2024—2025 年业务收入分别小幅同比增长 1.36%和 0.63%，但毛利率连续回落至 25.19%和 23.25%。因此，公司油运收入自 2023 年起总体进入平台期，但盈利水平仍随国际运价和经营成本波动，收入与毛利率并非始终同向变化。

图表 31. 油品运输业务营业收入及增速



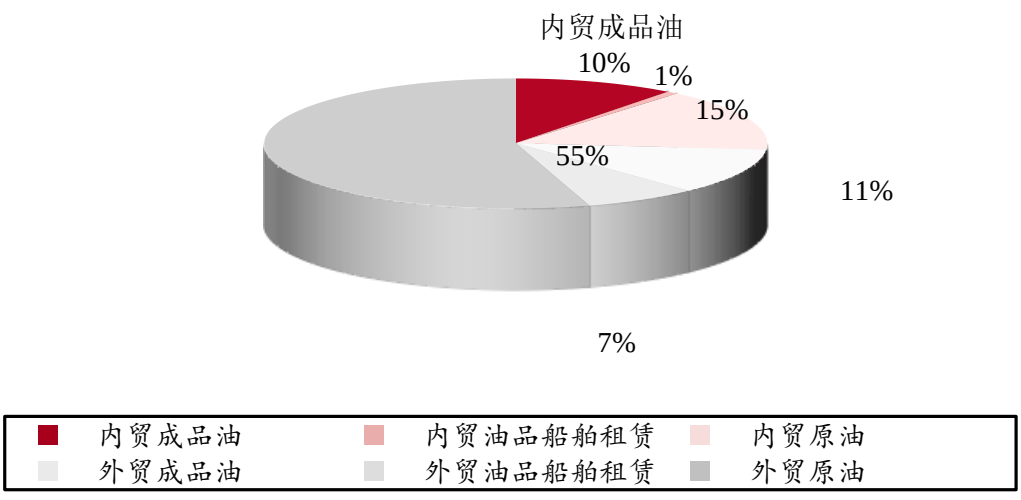
资料来源：iFinD，中银证券

图表 32. 油品运输业务毛利率



资料来源：iFinD，中银证券

图表 33. 2025 年油品运输分产品营收占比



资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

公司油运业务以外贸原油运输为主体，并由内贸油运、外贸成品油运输及船舶租赁业务共同补充。外贸原油运输主要服务于跨区域大宗原油贸易，依托 VLCC 等大型油轮开展中东、西非、美洲至亚洲等远洋运输，并综合采用即期、期租、COA 和 POOL 等经营模式。内贸原油和成品油运输主要服务于海洋原油运输、中转油运输及成品油区域化短途调配，客户和基础货源相对稳定。外贸成品油业务则依托中小型油轮参与跨区域成品油贸易。油品船舶租赁业务为公司调整运力配置和满足客户阶段性需求提供补充。整体看，公司已形成以外贸原油运输为核心、内外贸油运协同、多船型共同经营的业务结构。

图表 34. 公司核心国际航线分布图（截至 2025 上半年）



资料来源：公司公告，中银证券

公司依托规模领先的油轮船队，形成覆盖中东、西非、美洲及亚太地区的全球化航线网络。截至 2025 年末，公司拥有和控制油轮 155 艘、合计 2,257.6 万载重吨，油轮运力规模位居世界第一。中东—远东仍是公司 VLCC 船队的重要经营区域，同时公司持续增加大西洋市场长航线配置。2025 年，公司 VLCC 船队在西非东向航线的营运天占比达到 23%，巴西及北美东向航线合计占比达到 25%，大西洋东向长航线合计占比接近一半。公司利用中小型油轮重点拓展美湾—欧洲跨大西洋航线，并兼顾地中海、加拿大、澳大利亚等区域及第三国市场，持续丰富客户与航线结构，提升全球化运营能力。**中东局势对公司的影响具有双向性，不能简单概括为“短期承压、长期向好”。**一方面，中东—远东航线是公司 VLCC 业务的重要组成部分，霍尔木兹海峡通航风险上升可能影响装港节奏、船期安排和保险成本，并降低船队周转效率；另一方面，若亚洲买家转向西非、巴西或北美等远距离货源，平均航距增加可能提高吨海里需求，为大西洋东向航线带来增量。公司全球化航线网络、COA 基础货源和多种经营模式能够缓冲部分区域风险，但最终影响仍取决于中东实际出口量、航道通行情况、替代货源距离以及新增成本能否向运价传导。

总体而言，公司以中东—亚洲航线为重要基础，同时通过西非、美洲至亚洲等长航线增强全球调度能力。多元航线布局有助于公司根据区域货盘、运价差异和船位分布安排航次，在单一市场波动时进行运力再配置。因此，公司航线结构具备较强的调度灵活性和风险缓冲能力。

仅供内部参考，请勿外传

图表 35. 公司油运营业收入高于招商轮船



资料来源：iFinD，中银证券

图表 36. 公司油运毛利率低于招商轮船



资料来源：iFinD，中银证券

从油运收入规模看，2020—2025 年中远海能与招商轮船均经历了先降后升的过程，但中远海能收入规模更大，恢复过程相对平稳。中远海能油轮运输收入由 2020 年的 149.91 亿元降至 2021 年的 114.57 亿元，随后快速回升，并于 2023—2025 年稳定在 200 亿元以上。招商轮船油轮运输收入由 2020 年的 85.52 亿元降至 2021 年的 38.45 亿元，随后逐步恢复，2023—2025 年分别为 96.72 亿元、92.06 亿元和 102.89 亿元。2021 年，招商轮船油轮运输收入同比下降约 55%，明显高于中远海能约 23.6%的降幅。从历史数据看，中远海能油运收入规模更大，且在行业低谷期表现出相对更强的收入韧性。

从油运毛利率看，两家公司均表现出显著周期性，但招商轮船历史波动幅度更大。中远海能油轮运输毛利率由 2020 年的 27.12%降至 2021 年的 2.34%，随后于 2023 年修复至 28.47%，2024—2025 年回落至 25.19%和 23.25%。招商轮船油轮运输毛利率由 2020 年的 43.01%降至 2021 年的-8.98%，2023 年回升至 39.67%，2024 年降至 34.97%，2025 年再次升至 39.91%。2020—2025 年，招商轮船毛利率极差约 49 个百分点，中远海能约 26 个百分点，表明在该观察期内，招商轮船油运业务对国际油运景气和运价变化的敏感程度相对更高。不过，两家公司船队结构、租约模式、航线分布及合并报表口径存在差异，毛利率不宜进行完全静态比较。

中远海能油运毛利率波动相对较小，主要与内外贸业务组合和合同结构有关。公司内贸油运客户主要为大型石油及炼化企业，并通过 COA、航次期租等方式锁定部分基础货源，经营稳定性相对高于国际即期市场。外贸油运方面，公司在即期、期租、COA 及 POOL 等模式之间配置运力，在保留运价上涨弹性的同时降低单一现货市场波动的影响。需要注意的是，LNG 运输并未纳入上述“油轮运输业务毛利率”口径，因此不能用 LNG 长约直接解释油运板块毛利率波动；但在公司整体盈利层面，LNG 长期租约与内贸油运共同发挥业绩“安全垫”作用，有助于平滑外贸油运周期。

整体来看，中远海能呈现“相对平滑与周期弹性并存”的经营特征。公司油运业务仍受到国际运价变化影响，不能概括为“低弹性”；但内贸基础货源、多种合同模式及全球化航线配置，使其油运收入和毛利率波动相对小于招商轮船。集团层面，LNG 长期租约进一步增强盈利稳定性。因此，更准确的表述是：公司以外贸油运提供周期弹性，以内贸油运和 LNG 长期项目提供相对稳定的收益基础。

（二）LNG 运输：长协模式锁定收益，清洁能源赛道构筑增长压舱石

LNG 运输是公司两大核心主业之一，也是公司相对稳定的收益来源，与市场化程度较高的国际油运业务形成一定互补。公司 LNG 业务主要采用“项目船+长期租约”模式，船舶建造及运营通常与特定 LNG 运输项目绑定，并通过长期运输合同锁定项目期内的运输需求和收益。截至 2025 年末，公司共参与投资建造 87 艘 LNG 运输船，其中 63 艘已投入运营、24 艘在建；另以光船租赁方式运营 1 艘 17.4 万立方米 LNG 船。按参与投资及光船租赁合并口径计算，公司相关 LNG 运力共 88 艘，其中 64 艘已投运。已投运船舶均服务于长期租约，相关收益相对稳定。

公司通过上海 LNG、CLNG 及专业船舶管理平台，参与澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯和卡塔尔等 LNG 运输项目，为客户提供项目开发、船舶投资、监造交付、航运运营及船舶管理等专业服务。LNG 通常需要在约-162℃的低温状态下储运，对船舶货物围护系统、温度和压力监测、船员专业能力及安全管理水平要求较高。公司持续提升 LNG 自主船管能力，建设高素质船员和管理人才队伍，并依托覆盖 LNG 业务的质量、安全及职业健康管理体系，持续提升项目交付、运输服务和安全运营能力。

仅供内部参考，请勿外传

LNG 运输业务可划分为项目开发与投资安排、船舶运输与运营、船舶管理与安全保障三个核心环节。项目开发与投资安排是业务模式的基础，公司通常通过参股、合资或设立项目公司等方式参与 LNG 船舶投资，并与项目方签订长期租约，以形成相对稳定的租金和投资收益。船舶运输与运营是业务执行环节，主要围绕特定 LNG 项目，完成出口装载港至进口接收站之间的海上运输。船舶管理与安全保障则覆盖技术管理、船员配备、维修保养、HSE 监督、海事合规及船舶运营效率管理等工作。三类环节共同构成从项目开发、资本投入到船舶运营及风险控制的业务闭环，使 LNG 运输成为公司相对稳定的利润贡献来源。

图表 37. 外贸 LNG 运输营业收入及增速



资料来源：iFinD，中银证券

图表 38. 外贸 LNG 运输毛利率



资料来源：iFinD，中银证券

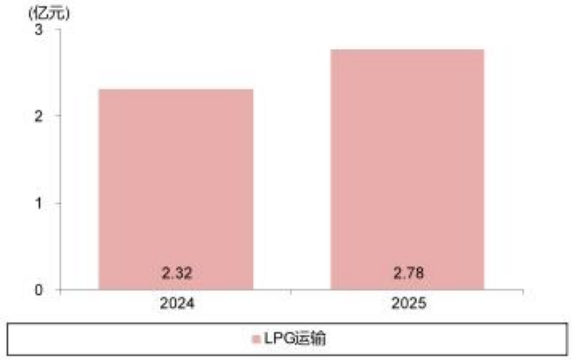
2020—2022 年，公司 LNG 运输业务收入总体保持稳定，2023 年以来随着项目船舶陆续交付，业务规模进入较快增长阶段。2020—2022 年，LNG 运输收入分别为 12.67 亿元、12.31 亿元和 13.19 亿元，对应同比增速分别约为-4.1%、-2.8%和 7.1%；2023—2025 年收入进一步增至 18.21 亿元、22.29 亿元和 25.47 亿元，同比分别增长约 38.1%、22.4%和 14.3%。其中，2025 年公司共接入 13 艘 LNG 运输船，船队扩张及项目运力兑现推动板块收入保持增长。

LNG 运输业务毛利率总体保持较高水平，并呈现一定稳定性。2020—2021 年，该业务毛利率分别为 52.31%和 52.92%；2022—2023 年分别回落至 49.73%和 47.18%；2024—2025 年分别回升至 48.25%和 49.32%。整体来看，2020 年以来 LNG 运输毛利率始终保持在 47%以上。由于公司已投运 LNG 船舶主要服务于长期租约，板块盈利受即期 LNG 运价波动的直接影响相对有限。

（三）综合能源运输：链式经营延伸，培育新的业务增长点

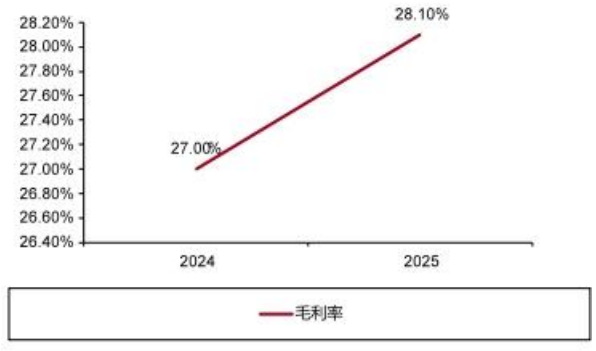
综合能源物流解决方案是公司从单一海上承运商向“全球能源运输卓越领航者”战略转型的核心载体，也是未来增长弹性与估值延展性的重要来源。该板块以 LPG 运输、化学品运输两大传统业务为基石，并创新推出“远海锦程”、“远海环洋”等数字化供应链产品，推动主营业务向能源化工品物流供应链的深度与广度持续延伸，构筑了基础运力与增值服务相辅相成的双轮驱动模式。

图表 39. LPG 运输营业收入



资料来源：iFinD，中银证券

图表 40. LPG 运输毛利率

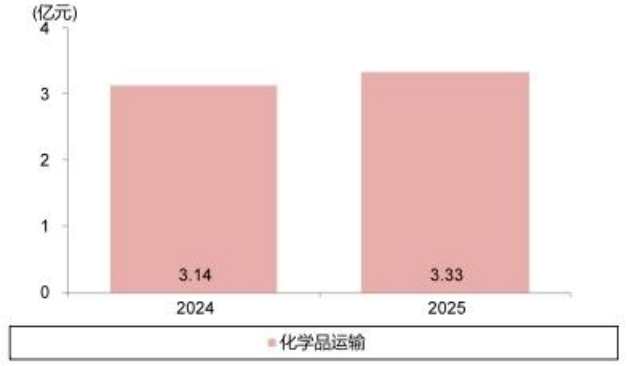


资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

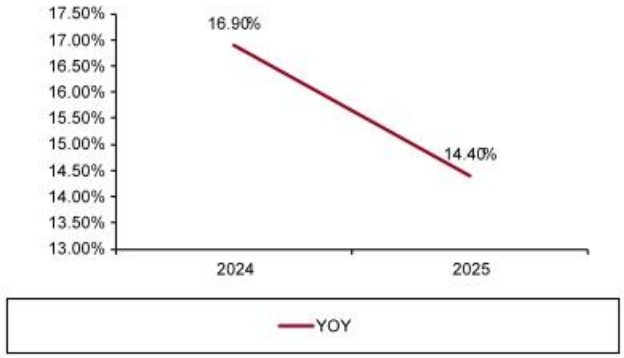
从财务表现看，该板块虽收入规模相对较小，但增长势头强劲且结构持续优化，展现出良好的发展潜力。2025 年，LPG 运输业务实现收入 2.78 亿元，同比大幅增长 20.0%，毛利率高达 28.1%，成为板块内增长最快、盈利性最强的业务单元。其高增长与高毛利主要得益于全球 LPG 贸易活跃度提升，以及公司通过船队优化和航线调度，有效抓住了区域市场的运价机会。相比之下，2025 年化学品运输业务实现收入 3.33 亿元，同比增长 6.3%，毛利率为 14.4%。该业务增速相对平稳，毛利率水平反映了化学品运输市场技术门槛高、操作复杂、客户粘性强的特点，虽然短期盈利弹性不及 LPG，但提供了稳定的基本盘和专业的服务壁垒。

图表 41. 化学品运输营业收入



资料来源：iFinD，中银证券

图表 42. 化学品运输毛利率



资料来源：iFinD，中银证券

公司正由单一海上运输向能源化工物流供应链服务延伸。通过整合 LPG、化学品运输以及仓储、码头等相关资源，并依托“远海锦程”“远海环洋”等数字化供应链产品，持续拓展定制化、端到端的全链路服务。相关业务整合已带动客户粘性提升，并通过资源协同和业务统一运营增强公司在能源化工物流领域的综合服务能力与竞争优势。

在成本管控与运营提效方面，数字化供应链建设正成为公司优化运力配置、提升经营效率的重要抓手。公司持续推进能源化工数字化供应链建设，并推出“远海锦程”等产品，通过船货智能匹配、运输过程可视化及航运数据应用提升供应链协同效率；同时依托船舶智能管理平台加强油耗监控和能效管理，以降低燃油消耗。随着数字化工具在船舶调度、回程货匹配及运营管理中的进一步应用，公司仍具备持续优化运力利用效率和运营成本的空间。

总体而言，综合能源物流解决方案板块正从规模扩张向价值创造深化。LPG 运输的快速增长贡献了显著的业绩弹性，化学品运输则提供了稳健的底盘和专业化能力。而数字化供应链产品的推出，标志着公司从资产运营商向智慧物流服务商的进阶。该板块的成功孵化与壮大，将是中远海能平抑传统油运周期波动、打造稳定收入来源、并最终实现向高端能源物流供应链服务商转型的关键。

仅供内部参考，请勿外传

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

①外贸油轮运输业务：基准情景下，2026 年 TCE 上升带动收入和毛利增长。外贸油轮运输是公司最核心的收入与利润来源，占营业收入比重长期保持在 60%以上。公司拥有全球领先的 VLCC 船队，并形成覆盖 VLCC、Aframax、Suezmax 等主要船型的完整运力体系，能够充分参与国际原油运输市场并灵活调整航线和船型配置。预计 2026 年，受美伊地缘冲突、国际原油贸易航线延长、吨海里需求增加以及油轮有效供给偏紧等因素共同推动，公司外贸油轮单船 TCE 将达到 88,486 美元/天，同比增长 92.90%。考虑到异常高运价难以长期维持，预计 2027—2028 年单船 TCE 分别回落至 79,050 美元/天和 71,688 美元/天，同比分别下降 10.66%和 9.31%，但仍处于相对较高水平。预计 2026—2028 年，公司外贸油轮运输业务收入分别为 281.69 亿元、259.20 亿元和 252.83 亿元，同比分别增长 86.14%、下降 7.98%和下降 2.46%。随着运价逐步回落，预计 2027—2028 年业务毛利分别为 132.97 亿元和 119.52 亿元，对应毛利率分别为 51.3%和 47.27%。

②外贸 LNG 运输业务：新船持续交付，构成稳定增长来源。公司外贸 LNG 运输业务主要采用长期期租模式，合同期限较长，租金水平和运营收益相对稳定，具有较强的抗周期属性。相较于油轮即期市场，LNG 运输业务收入和毛利的可预测性更高，是公司重要的稳定利润来源。收入预测采用“实际运营船舶数量×单船长期期租水平”的量价拆分方法。预计公司实际运营 LNG 船舶数量将在 2026—2028 年分别达到 74 艘、82 艘和 88 艘，新船持续交付是业务增长的主要驱动力。同期，单船长期期租水平预计分别达到 15,601 美元/天、15,913 美元/天和 16,232 美元/天，年均增幅约为 2%，整体保持平稳。预计 2026—2028 年，公司外贸 LNG 运输业务收入分别为 29.99 亿元、33.84 亿元和 36.98 亿元，同比分别增长 17.74%、12.84%和 9.28%；业务毛利分别为 14.77 亿元、16.68 亿元和 18.26 亿元，对应毛利率分别为 49.26%、49.31%和 49.37%。未来三年，LNG 业务预计保持收入、毛利同步增长，毛利率长期稳定在 49%左右。随着在建船舶逐步投入运营，LNG 运输将成为公司确定性较强的稳定收入增量来源，并有效平滑油运业务的周期波动。

③LPG 运输业务：规模稳步扩张，短期利润贡献有限。 LPG 运输是公司近年来持续拓展的业务，当前收入规模相对较小。预计公司 LPG 运营船舶数量由 2026 年的 13 艘增至 2027 年的 14 艘，2028 年保持 14 艘；2026—2028 年业务收入分别为 3.28 亿元、3.37 亿元和 3.44 亿元，对应毛利分别为 0.83 亿元、0.65 亿元和 0.66 亿元。随着船队规模扩大，LPG 业务收入总体保持增长，但受运价及成本变化影响，盈利水平存在一定波动。整体来看，LPG 业务有助于完善公司能源运输业务布局，但短期对整体利润贡献仍相对有限。

④化学品运输业务：规模稳步扩大，丰富能源运输品类。公司化学品运输业务主要服务国内外液体化学品物流需求。该业务规模相对有限，但运输需求和客户合作关系较为稳定，能够为公司提供一定的基础收益。预计公司化学品运输船舶数量将在 2026 年增加至 10 艘，2027—2028 年维持在 10 艘。单船 TCE 预计由 2026 年的 14,378 美元/天逐步提升至 2027 年的 14,666 美元/天和 2028 年的 14,959 美元/天，保持约 2%的年均增长。预计 2026—2028 年，公司化学品运输业务收入分别为 3.77 亿元、3.84 亿元和 3.91 亿元，同比分别增长 13.12%、1.81%和 1.82%；业务毛利分别为 0.57 亿元、0.59 亿元和 0.61 亿元，对应毛利率分别为 14.98%、15.26%和 15.55%。总体而言，化学品运输业务未来三年将保持稳健增长。尽管其对公司整体收入和利润的贡献较小，但能够丰富公司运输品类、扩大客户覆盖范围，并增强业务结构的多元化程度。

⑤总体营业收入：公司已经形成以外贸油轮运输为核心、内贸油轮运输为稳定基础、LNG 运输为收入增量来源，LPG 和化学品运输为新兴补充的多元化业务结构。我们预计 2026—2028 年公司营业收入分别为 376.42 亿元、359.67 亿元和 358.36 亿元。其中，2026 年收入增长主要来自外贸油轮 TCE 上升；2027—2028 年，随着 TCE 由高位回落，公司收入预计小幅下降。

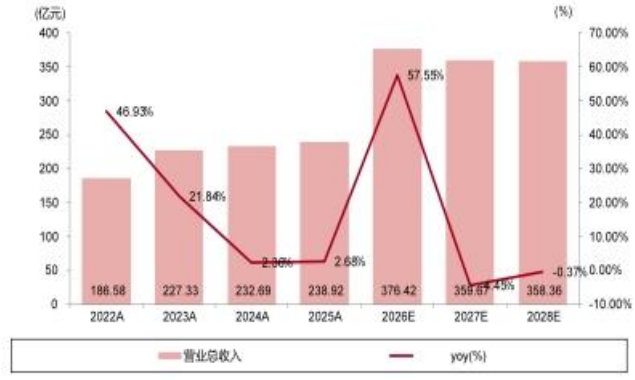
仅供内部参考，请勿外传

图表 43. 公司收入拆分及预测

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	227.33	232.69	238.92	376.42	359.67	358.36
Yoy（%）	21.84	2.36	2.68	57.55	(4.45)	(0.37)
成本（亿元）	154.76	169.13	176.50	188.13	192.64	202.26
Yoy（%）	1.84	9.29	4.36	6.59	2.40	4.99
外贸 LNG 运输（亿元）	18.21	22.29	25.47	29.99	33.84	36.98
Yoy（%）	38.08	22.40	14.25	17.74	12.84	9.28
LPG 运输（亿元）	-	2.32	2.78	3.28	3.37	3.44
Yoy（%）	-	-	20.00	18.13	2.78	1.82
化学品运输（亿元）	-	3.14	3.33	3.77	3.84	3.91
Yoy（%）	-	-	6.28	13.12	1.81	1.82
内贸油轮船队（亿元）	62.04	59.09	54.80	57.62	58.67	59.20
Yoy（%）	4.91	(4.76)	(7.27)	5.15	1.82	0.91
外贸油轮船队（亿元）	140.05	145.74	151.33	281.69	259.20	252.83
Yoy（%）	22.90	4.06	3.84	86.14	(7.98)	(2.46)
其他业务（亿元）	62.65	59.21	56.01	57.69	59.42	61.21
Yoy（%）	5.40	(5.49)	(5.40)	3.00	3.00	3.00

资料来源：公司公告，中银证券

图表 44.中远海能营业收入预测（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告

图表 45. 中远海能营业成本预测（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告

图表 46. 盈利预测与估值数据

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入（人民币 百万）	23,269	23,892	37,642	35,967	35,836
增长率（%）	2.4	2.7	57.5	(4.5)	(0.4)
EBITDA（人民币 百万）	8,604	8,302	24,883	21,569	18,424
归母净利润（人民币 百万）	4,042	4,037	11,682	10,492	10,045
增长率（%）	19.1	(0.1)	189.4	(10.2)	(4.3)
最新股本摊薄每股收益（人民币）	0.74	0.74	2.14	1.92	1.84
市盈率(倍)	28.3	28.3	9.8	10.9	11.4
市净率（倍）	3.2	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA（倍）	11.8	12.0	5.7	5.7	6.2
每股股息 (人民币)	0.4	0.4	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告、中银证券，预测数据以 2026 年 9 月 14 日为基准

仅供内部参考，请勿外传

（二）估值

与中远海控、招商轮船、招商南油、中远海特等可比公司整体相比，中远海能呈现出“2026E 估值较低、ROE 持续领先”的特征。按照 2026 年 9 月 14 日 iFinD 机构一致预测数据，中远海控 2026E—2028E PE 分别为 8.21 倍、10.62 倍和 12.01 倍，ROE 分别为 12.11%、8.73%和 6.91%；招商轮船 PE 分别为 10.68 倍、9.82 倍和 9.77 倍，ROE 分别为 28.52%、25.27%和 21.52%；招商南油 PE 分别为 12.01 倍、10.77 倍和 10.15 倍，ROE 分别为 13.73%、13.50%和 12.66%；中远海特 PE 分别为 11.12 倍、9.83 倍和 9.31 倍，ROE 分别为 15.63%、16.08%和 15.44%。四家可比公司平均 PE 分别为 10.50 倍、10.26 倍和 10.31 倍，平均 ROE 分别为 17.50%、15.90%和 14.13%；同期中远海能 PE 分别为 9.79 倍、10.90 倍和 11.38 倍，ROE 分别为 22.43%、18.35%和 16.19%。可以看出，中远海能 2026E PE 低于可比公司平均水平，2027E—2028E PE 略高于行业均值，但公司同期 ROE 均持续高于可比公司平均水平。

整体来看，中远海能外贸油运景气度回升带动盈利能力显著改善，预计 2026E—2028E ROE 分别达到 22.43%、18.35%和 16.19%，高于可比公司同期平均水平，体现出较强的资本回报能力。尽管公司中长期 PE 较可比公司均值略有溢价，但考虑到外贸油运业务的盈利弹性、VLCC 船队运价上行以及 LNG 运输业务的稳定增长，该估值溢价具有一定的盈利基础。综合考虑公司较高的 ROE 水平、外贸油运景气度及 LNG 业务成长性，首次覆盖，给予***增持***评级。

图表 47.中远海能与可比公司估值及 ROE 对比

代码	简称	总市值（亿元）	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E	PE 2028E	ROE（%）2025A	ROE（%）2026E	ROE（%）2027E	ROE（%）2028E
601919.SH	中远海控*	2,406.19	7.62	8.21	10.62	12.01	13.29	12.11	8.73	6.91
601872.SH	招商轮船*	1,614.91	12.06	10.68	9.82	9.77	13.98	28.52	25.27	21.52
601975.SH	招商南油*	214.36	10.78	12.01	10.77	10.15	11.27	13.73	13.50	12.66
600428.SH	中远海特*	311.16	10.95	11.12	9.83	9.31	10.56	15.63	16.08	15.44
	均值	1,136.66	10.35	10.50	10.26	10.31	12.28	17.50	15.90	14.13
600026.SH	中远海能	1,143.48	28.32	9.79	10.90	11.38	8.70	22.43	18.35	16.19

*资料来源：公司公告、iFinD、中银证券，预测数据以 2026 年 9 月 14 日股价为基准；*可比公司预测数据来源为 iFinD*



仅供内部参考，请勿外传

五、风险提示

1. 油轮运价波动风险。公司外贸油轮业务收入和利润对 TCE 水平较为敏感，若全球原油运输需求下降或运力供给增加，油轮运价可能低于预期，从而影响公司盈利表现。

2. 全球原油贸易需求不及预期。公司油运业务与全球原油产量、贸易量及吨海里需求密切相关。若全球经济增长放缓、OPEC+减产幅度扩大或原油消费需求下降，可能导致运输需求减少。

3. 地缘政治变化风险。地缘冲突和贸易制裁可能延长运输航线并推升运价，但若相关局势快速缓和，贸易路线恢复常态，吨海里需求和油轮运价可能出现回落。

4. 燃油及运营成本上涨风险。燃油、船员薪酬、维修保养和保险费用是船舶运营的重要成本。若相关成本持续上升且无法通过运价或合同条款转嫁，可能压缩业务毛利率。

5. 新船交付及项目投产不及预期。公司 LNG 及油轮业务增长依赖在建船舶按计划交付。若船厂建设进度延迟、设备供应不足或项目审批滞后，可能影响运力投放和收入增长。

6. 汇率波动风险。公司部分运输收入及成本以美元结算，而财务报表以人民币计价。若人民币兑美元汇率大幅波动，可能对收入、利润及资产价值产生不利影响。

7. 航运安全与环保风险。海上运输存在碰撞、搁浅、泄漏及极端天气等安全风险。若发生重大事故，可能造成船舶损失、环境赔偿和停航损失，并影响公司声誉。

8. 行业运力扩张超预期风险。若未来油轮或 LNG 运输船舶集中交付，行业供给增速高于需求增速，可能导致市场竞争加剧、船舶利用率下降及运价承压。

仅供内部参考，请勿外传

利润表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	23,269	23,892	37,642	35,967	35,836
营业收入	23,269	23,892	37,642	35,967	35,836
营业成本	16,913	17,650	18,813	19,264	20,226
营业税金及附加	113	87	137	131	131
销售费用	84	114	168	161	160
管理费用	1,075	1,137	1,791	1,711	1,705
研发费用	52	49	62	60	59
财务费用	1,076	1,247	1,031	779	443
其他收益	105	178	142	142	142
资产减值损失	5	(456)	(50)	(50)	(50)
信用减值损失	(1)	(10)	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	144	666	60	60	60
公允价值变动收益	(12)	7	60	60	60
投资收益	1,193	1,283	50	50	50
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,364	5,276	15,881	14,103	13,353
营业外收入	0	3	20	20	20
营业外支出	122	(77)	5	5	5
利润总额	5,242	5,357	15,896	14,118	13,368
所得税	857	934	2,770	2,460	2,330
净利润	4,385	4,423	13,126	11,658	11,039
少数股东损益	348	386	1,444	1,166	993
归母净利润	4,042	4,037	11,682	10,492	10,045
EBITDA	8,604	8,302	24,883	21,569	18,424
EPS(最新股本摊薄，元)	0.74	0.74	2.14	1.92	1.84

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**9,536**	**19,303**	**29,677**	**32,545**	**41,581**
现金及等价物	5,663	14,423	24,093	27,691	35,679
应收账款	538	546	1,162	470	1,156
应收票据	72	109	175	96	174
存货	1,334	978	1,486	1,037	1,612
预付账款	232	499	280	518	320
合同资产	884	1,948	1,070	2,020	1,225
其他流动资产	814	800	1,411	713	1,416
非流动资产	**71,507**	**72,776**	**70,484**	**66,087**	**62,163**
长期投资	12,968	13,748	13,898	13,978	14,058
固定资产	49,269	50,584	49,509	47,160	44,150
无形资产	49	49	56	64	65
其他长期资产	9,220	8,394	7,021	4,885	3,890
资产合计	**81,042**	**92,079**	**100,161**	**98,632**	**103,743**
流动负债	**10,220**	**15,763**	**12,507**	**13,863**	**13,597**
短期借款	2,450	1,701	1,000	1,000	1,000
应付账款	1,977	2,073	2,244	2,176	2,464
其他流动负债	5,794	11,989	9,263	10,687	10,133
非流动负债	**31,837**	**26,673**	**30,888**	**21,742**	**21,248**
长期借款	27,039	22,313	14,734	4,600	4,600
其他长期负债	4,798	4,359	16,154	17,142	16,648
负债合计	**42,057**	**42,435**	**43,395**	**35,605**	**34,845**
股本	4,771	5,465	5,471	5,471	5,471
少数股东权益	3,118	3,238	4,682	5,848	6,841
归属母公司股东权益	35,867	46,405	52,084	57,179	62,057
负债和股东权益合计	**81,042**	**92,079**	**100,161**	**98,632**	**103,743**

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	4,385	4,423	13,126	11,658	11,039
折旧摊销	3,568	3,914	8,282	6,998	4,938
营运资金变动	333	(43)	(596)	755	(648)
其它	339	(905)	1,053	588	359
经营活动现金流	**8,625**	**7,389**	**21,865**	**19,999**	**15,688**
资本支出	(7,875)	(5,635)	(6,006)	(2,513)	(1,013)
投资变动	(2,606)	(806)	(70)	(10)	(10)
其他	1,723	3,434	90	100	100
投资活动产生的现金流	**(8,759)**	**(3,007)**	**(5,986)**	**(2,423)**	**(923)**
银行借款	3,618	(5,475)	(8,280)	(10,134)	0
股权融资	(4,164)	6,081	(6,003)	(5,397)	(5,167)
其他	444	3,694	8,074	1,554	(1,610)
筹资活动现金流	**(102)**	**4,300**	**(6,209)**	**(13,978)**	**(6,777)**
净现金流	**(236)**	**8,683**	**9,670**	**3,598**	**7,988**

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	2.4	2.7	57.5	(4.5)	(0.4)
营业利润增长率(%)	12.8	(1.6)	201.0	(11.2)	(5.3)
归属于母公司净利润增长率(%)	19.1	(0.1)	189.4	(10.2)	(4.3)
息税前利润增长(%)	3.7	(12.9)	278.3	(12.2)	(7.5)
息税折旧前利润增长(%)	7.3	(3.5)	199.7	(13.3)	(14.6)
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	19.1	(0.1)	189.4	(10.2)	(4.3)
获利能力					
息税前利润率(%)	21.6	18.4	44.1	40.5	37.6
营业利润率(%)	23.1	22.1	42.2	39.2	37.3
毛利率(%)	27.3	26.1	50.0	46.4	43.6
归母净利润率(%)	17.4	16.9	31.0	29.2	28.0
ROE(%)	11.3	8.7	22.4	18.3	16.2
ROIC(%)	4.9	4.2	16.0	16.6	16.4
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.7	0.4	0.2	0.0	(0.2)
流动比率	0.9	1.2	2.4	2.3	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	43.0	44.1	44.1	44.1	44.1
应付账款周转率	12.6	11.8	17.4	16.3	15.4
费用率					
销售费用率(%)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
管理费用率(%)	4.6	4.8	4.8	4.8	4.8
研发费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	4.6	5.2	2.7	2.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.7	2.1	1.9	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	1.4	4.0	3.7	2.9
每股净资产(最新摊薄)	6.6	8.5	9.5	10.5	11.3
每股股息	0.4	0.4	1.1	1.0	0.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	28.3	28.3	9.8	10.9	11.4
P/B(最新摊薄)	3.2	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.8	12.0	5.7	5.7	6.2
价格/现金流（倍）	13.3	15.5	5.2	5.7	7.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

仅供内部参考，请勿外传

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371