下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业动态

集运平稳运行，原油与成品油分化

航运港口

核心观点

1）集运：SCFI 报 3681.34 点，周涨 0.05%，连续三周小幅上行；美西、美东高位微跌，欧洲和地中海小幅上涨，南美与东南亚回落。旺季尾声货量趋弱，船公司空班与苏伊士复航带来的有效运力变化将决定欧线涨价能否延续。

2）油运：BDTI 周跌 5.1%，三条主要 VLCC 对华航线均从高位回调，但中东—中国日收益仍超 128 万美元；BCTI 周涨 18.8%，中东 LR2、LR1 及部分 MR 航线走强。原油轮与成品油轮定价明显分化。

3）散运：BDI 周涨 5.9%，海岬型受澳洲、巴西铁矿石货盘支撑反弹，周末有所回吐；巴拿马型受大西洋货盘不足与运力偏多拖累，超灵便型和小灵便型温和走强，船型分化延续。

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（10 月 19 日-10 月 23 日）交运板块整体下跌。本周航运板块跌幅为 4.81%，港口板块跌幅为 2.59%。

航运港口：集运平稳运行，原油与成品油分化

集运：本周中国出口集装箱运输市场 SCFI 报 3681.34 点，周涨 0.05%，已连续三周小幅上行，但航线走势分化。美西、美东即期运价分别微跌 0.1%和 0.2%，旺季尾声需求降温，船公司以针对性空班维持装载率，华东港口拥堵缓解。欧洲和地中海运价分别小涨约 0.7%和 0.2%，船公司提价及后续空班计划提供支撑，但苏伊士航线逐步恢复、运输时间缩短，使涨价持续性仍需观察。南美航线继续回调，东南亚航线小幅下跌。

油运：原油轮运价自高位回调，成品油轮继续走强。BDTI 周跌 5.1%，中东—中国、美国湾—中国及西非—中国 VLCC 航线均下行，其中后两条长航线回落更明显；中东—中国收益仍处高位，海峡通航风险和船舶周转约束尚未消退。BCTI 周涨 18.8%，中东至日本 LR2、LR1 航线上涨，大西洋 MR 也有所改善，反映不同货种与船型的定价节奏出现分化。

散运：BDI 周涨 5.9%，主要由海岬型船修复带动。澳大利亚及巴西铁矿石询盘增加，西澳—青岛和巴西—青岛航线运价周内走高，但周末有所回吐；巴拿马型船则因大西洋粮食、矿石货盘不足及可用船舶偏多而持续承压，太平洋澳洲和印尼货盘仅提供局部支撑。超灵便型、小灵便型船温和上行，亚洲回程货及南大西洋即期船舶偏紧形成支撑。

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
SFC 编号:BYO066

发布日期： 2026 年 10 月 26 日

市场表现



相关研究报告

本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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下跌 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 3
2.3 港股及海外市场：各板块整体下跌 5
三、全球经济展望：9 月各市场 PMI 环比涨跌互现 7
3.1 9 月美国制造业 PMI 环比下降 7
3.2 9 月新兴市场制造业 PMI 总体下降 9
3.3 9 月中国 PMI 指数环比上升 9
四、航运港口：成品油指数上涨，原油、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：原油指数下跌，成品油指数上涨 14
4.4 港口：8 月主要港口累计完成货物吞吐量同比-3.8% 15
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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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 26: BDI 干散货运价格指数.....14
图 27: 各干散货船型价格指数.....14
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.....15
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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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：综合指数微涨，欧地走强与美线回调并存

本周中国出口集装箱运输市场总体平稳，航线运价继续分化。10 月 23 日，上海出口集装箱综合运价指数（SCFI）报 3681.34 点，较上周上涨 0.05%，连续三周小幅上行。欧洲及地中海航线温和上涨，美西、美东高位微跌，南美和东南亚航线回落。旺季尾声货量趋弱，船公司通过空班管理舱位；与此同时，华东港口拥堵缓解、部分亚欧航线恢复经苏伊士运河通行，可能增加有效运力。短期运价仍将主要取决于各航线的运力调整力度。

美洲航线：美西、美东运价高位微跌。 10 月 23 日，上海至美西、美东基本港运价分别为 7521 美元/FEU、10388 美元/FEU，周环比分别下跌约 0.1%、0.2%。跨太平洋东行航线接近满载投放运力，船公司在旺季尾声实施针对性空班。市场机构预计，11 月美国进口到港量较 10 月下降 11%；华东港口拥堵缓解也有利于船舶周转。美线运价目前仍处高位，但后续需求放缓带来的下行压力值得关注。

亚欧与地中海航线：即期运价温和上涨，涨价持续性仍待观察。 欧洲、地中海基本港运价分别为 2351 美元/TEU、3255 美元/TEU，较上周上涨 16 美元、5 美元。船公司提价及计划于 11 月中旬增加空班，为当前报价提供支撑；但夏季旺季过后需求走软，部分航线恢复经苏伊士运河通行并缩短运输时间，新增有效运力可能削弱后续涨价效果。

拉美航线：南美运价继续回调。 上海至南美航线运价约 5053 美元/TEU，周环比下跌 8.6%，跌幅明显大于欧美主要航线。当前南美航线尚未显示出与欧地航线同步修复的迹象，短期需关注货量及船公司运力投放变化。

亚洲内航线：东南亚运价小幅回落。 上海至东南亚运价为 1146 美元/TEU，较上周下降 10 美元；日本关西、关东及韩国航线则小幅上涨。亚洲内航线表现并不一致，区域货量、船期与舱位匹配仍是近期运价变化的主要观察点。

2.1.2 油运：原油轮高位回调，成品油轮继续走强

本周油运市场明显分化。10 月 23 日，BDTI 报 7171 点，较上周 7556 点下跌 5.1%；BCTI 报 3014 点，较上周 2538 点上涨 18.8%。波罗的海交易所评估的主要 VLCC 航线继续从高位回落，但中东—中国 TD3C 往返 TCE 仍达 128.79 万美元/天。海峡通航风险及船舶周转约束仍在，原油轮运价调整后的绝对水平仍高。

中东航线：中东—中国 VLCC 运价回落。 TD3C 降至 WS1208.13，较上周下跌 88 点，对应 TCE 约 128.79 万美元/天；阿曼湾—中国 TD34 下跌 146 点至 WS620。前期急涨后运价有所修正，区域风险与有效运力约束仍

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

支撑高位报价。

美湾航线：美湾—中国 VLCC 运价从高位回调。 TD22 报价降至 5822 万美元/航次，周减少约 1140 万美元，对应 TCE 约 45.19 万美元/天。长航程仍带来较高的吨海里需求，但本周成交价格显示前期高运价正在调整。

西非航线：西非—中国 VLCC 运价回落。 TD15 下跌 147 点至 WS556.13，对应 TCE 约 55.09 万美元/天；西非至欧洲苏伊士型船 TD20 也走弱，大西洋原油轮市场同步调整。

成品油轮：中东 LR 航线延续上涨。 中东—日本 LR2 航线 TC1 周涨 92 点至 WS1075，LR1 航线 TC5 周涨 121 点至 WS1105；欧洲至美国东岸及美湾出口的部分 MR 航线亦上涨。成品油轮与原油轮本周呈现相反走势。

2.1.3 散运市场：海岬型修复，巴拿马型持续承压

本周干散货市场由海岬型船反弹带动，巴拿马型船下跌，超灵便型与小灵便型船温和上涨。10 月 23 日，波罗的海干散货指数（BDI）报 2660 点，较上周 2511 点上涨 5.9%。海岬型船五航线平均日租金为 34380 美元/天，较上周 29464 美元/天上涨约 16.7%；巴拿马型船五航线平均日租金为 18981 美元/天，较上周 20827 美元/天下跌约 8.9%。超灵便型与小灵便型船日租金较上周分别小幅上行。

海岬型船受澳大利亚矿商询盘增加、巴西和西非至中国铁矿石货盘改善支撑，西澳—青岛 C5 及巴西—青岛 C3 航线运价周内走高。不过，周末部分货盘成交预期转弱，海岬型日租金从周中高位回吐。巴拿马型船则持续受大西洋粮食、矿石货盘补充不足及即期运力偏多拖累；澳洲和印尼货盘为太平洋市场提供一定支撑，但未能扭转整体跌势。超灵便型船受亚洲回程货盘带动，小灵便型船受南大西洋即期船舶偏紧支撑，表现相对平稳。各船型短期仍可能延续分化。

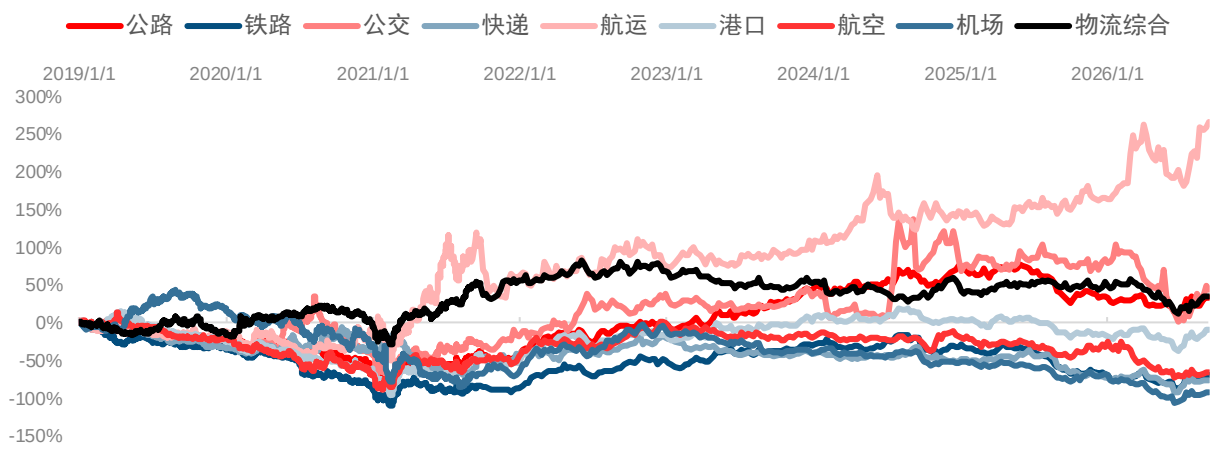
2.2 国内市场：航运板块与港口板块均下跌

从交运各子板块相对沪深 300 表现看，本周（10 月 19 日-10 月 23 日）交运板块整体下跌。本周航运板块跌幅为 4.81%，港口板块跌幅为 2.59%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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	密尔克卫	16.6	上海雅仕	-17.3
2	三峡旅游	6.2	三羊马	-15.1
3	富临运业	3.1	*ST瑞茂	-13.2
4	传化智联	2.9	中信海直	-11.1
5	中创物流	1.0	嘉诚国际	-9.6
6	顺丰控股	1.0	飞力达	-8.5
7	中国东航	0.9	招商轮船	-8.1
8	京沪高铁	0.4	炬申股份	-7.3
9	广深铁路	0.3	中谷物流	-7.2
10	海晨股份	0.3	兴通股份	-7.0

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
			招商轮船	-8.1
			兴通股份	-7.0
			中远海能	-7.0
			长航凤凰	-5.0
			北部湾港	-5.0

数据来源：Wind，中信建投



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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（TTM）	PB	EV/EBITDA
航运	渤海轮渡	603167.SH	37.58	-0.69%	-2.96%	17.36	1.13	5.67
	招商轮船	601872.SH	1468.76	-5.17%	92.86%	13.54	3.14	14.30
	中远海能	600026.SH	1037.91	-5.65%	46.71%	16.36	2.28	11.73
	海峡股份	002320.SZ	129.29	-4.02%	-46.75%	70.78	3.19	7.50
	中远海控	601919.SH	2510.41	-0.26%	4.72%	9.60	1.10	2.98
	中远海发	601866.SH	258.99	-1.67%	-6.37%	19.22	1.00	12.68
	中远海特	600428.SH	292.78	-1.17%	71.21%	12.59	1.72	5.71
	长航凤凰	000520.SZ	38.16	-2.78%	-20.66%	-249.62	8.53	-201.71
	招商南油	601975.SH	182.53	-4.04%	18.55%	11.75	1.50	6.36
	中国外运	601598.SH	421.03	-0.93%	8.89%	12.63	1.16	5.01
	宁波海运	600798.SH	40.18	-0.31%	-8.49%	70.22	1.02	6.62
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%	73.72	0.74	11.04
	厦门港务	000905.SZ	131.87	-2.11%	-35.63%	31.94	1.42	22.77
	广州港	601228.SH	235.39	-0.33%	-5.86%	28.50	1.09	10.41
	上港集团	600018.SH	1271.09	-1.74%	-3.01%	9.05	0.87	5.98
	秦港股份	601326.SH	188.67	-0.59%	-0.29%	12.27	0.96	6.05
	宁波港	601018.SH	698.41	-0.30%	-5.64%	13.65	0.86	7.35
	唐山港	601000.SH	280.89	-2.81%	8.07%	13.24	1.32	6.07
	青岛港	601298.SH	608.24	0.12%	6.60%	12.35	1.36	5.76
	日照港	600017.SH	87.04	-0.75%	-9.97%	18.55	0.61	8.87
	珠海港	000507.SZ	44.52	-1.00%	-4.42%	19.34	0.52	8.76
	北部湾港	000582.SZ	225.53	-9.42%	21.63%	21.18	1.10	8.81
	恒基达鑫	002492.SZ	22.76	0.90%	-36.16%	-16.01	1.45	159.53
	天津港	600717.SH	126.47	-1.18%	-4.27%	10.95	0.62	3.21
	招商港口	001872.SZ	600.59	-1.39%	14.73%	12.93	0.94	6.54
	辽港股份	601880.SH	302.12	-2.05%	-8.74%	28.23	0.86	6.23
	连云港	601008.SH	52.98	-0.23%	-18.56%	27.80	1.26	11.65

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：各板块整体下跌

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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	0O77.L	520.79	-1.6%	72.1%	33.90	0.99	5.22
	赫伯罗特	HLAG.DF	265.74	-0.7%	17.9%	409.40	1.34	7.64
	中远海控	601919.SH	373.46	1.3%	14.9%	9.60	1.10	2.98
	中远海控(H 股)	1919.HK	373.46	-0.6%	33.2%	8.50	0.96	2.66
	长荣海运	2603.TW	177.63	14.2%	39.7%	10.58	1.03	4.05
	东方海外国际	0316.HK	135.15	5.0%	34.8%	10.51	0.97	5.38
	日本邮船	9101.T	185.76	-1.3%	48.1%	12.97	0.94	7.86
	万海	2615.TW	105.70	9.9%	55.5%	8.41	1.19	6.19
	阳明海运	2609.TW	51.75	8.4%	16.2%	10.85	0.51	1.21
	海丰国际	1308.HK	171.11	-1.1%	94.1%	13.49	6.04	11.80
	商船三井	9104.T	168.49	0.7%	60.9%	12.05	0.90	11.23
	现代商船	011200.KS	164.65	13.0%	18.2%	15.48	0.77	0.00
	以星综合航运	ZIM.N	35.24	-2.6%	42.2%	25.43	0.91	1.12
	美森	MATX.N	70.27	4.1%	91.3%	15.15	2.53	10.71
箱船租赁	达那俄斯(Danaos)	DAC.N	28.79	-3.0%	78.0%	5.32	0.71	4.21
	Costamare	CMRE.N	16.89	-7.6%	-9.5%	5.31	0.76	4.55
	Ship Finance	SFL.N	18.59	-7.3%	67.2%	29.12	1.80	10.74
	环球租船公司	GSL.N	14.89	-7.3%	23.5%	3.89	0.76	3.21
	中船租赁	3877.HK	19.05	0.0%	23.2%	7.62	0.95	10.04
干散货	STAR BULK CARRIERS	SBLK.O	31.03	-6.4%	54.3%	10.81	1.23	11.61
	太平洋航运	2343.HK	24.71	-3.3%	71.1%	17.97	1.31	9.01
	金海洋集团	GOGL.O	0.00	0.0%	0.0%	0.00	0.00	0.00
油运	招商轮船	601872.SH	218.50	-17.6%	105.8%	13.54	3.14	14.30
	中远海能	600026.SH	154.40	-14.6%	76.3%	16.36	2.28	11.73
	中远海能	1138.HK	154.40	-15.5%	98.3%	12.78	1.75	12.49
	EURONAV	EURN.N	0.00	0.0%	0.0%	0.00	0.00	0.00
	Scorpio 油轮	STNG.N	40.79	-4.3%	63.1%	5.00	1.12	5.03
	前线海运	FRO.N	116.85	-6.4%	176.4%	7.86	3.70	14.82
	TEEKAY TANKERS	TNK.N	33.58	-8.8%	85.4%	5.67	1.41	6.44
	北欧美国油轮	NAT.N	16.22	-9.6%	148.8%	132.18	3.40	18.06
	TEEKAY	TK.N	12.33	-7.9%	68.3%	6.79	1.62	1.10
LNG	GOLAR 海运	GLNG.O	46.21	-5.6%	23.5%	28.23	2.38	37.45
	FLEX LNG	FLNG.N	15.27	-8.5%	22.1%	14.86	2.17	12.06
LPG	DORIAN LPG	LPG.N	22.93	-7.0%	135.9%	7.12	1.85	8.64
邮轮	嘉年华邮轮(CARNIVAL)	CCL.N	348.25	-1.7%	-13.8%	11.10	2.45	8.25
	ROYAL CARIBBEAN	RCL.N	742.66	-1.6%	1.2%	16.89	7.26	13.45
	挪威游轮控股	NCLH.N	69.11	-3.3%	-32.6%	9.08	2.69	8.54

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

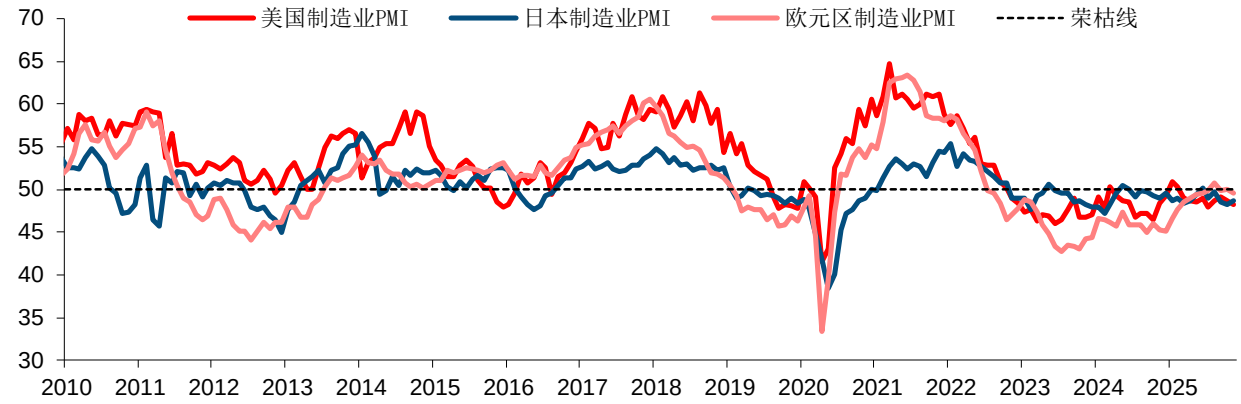
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

三、全球经济展望：9 月各市场 PMI 环比涨跌互现

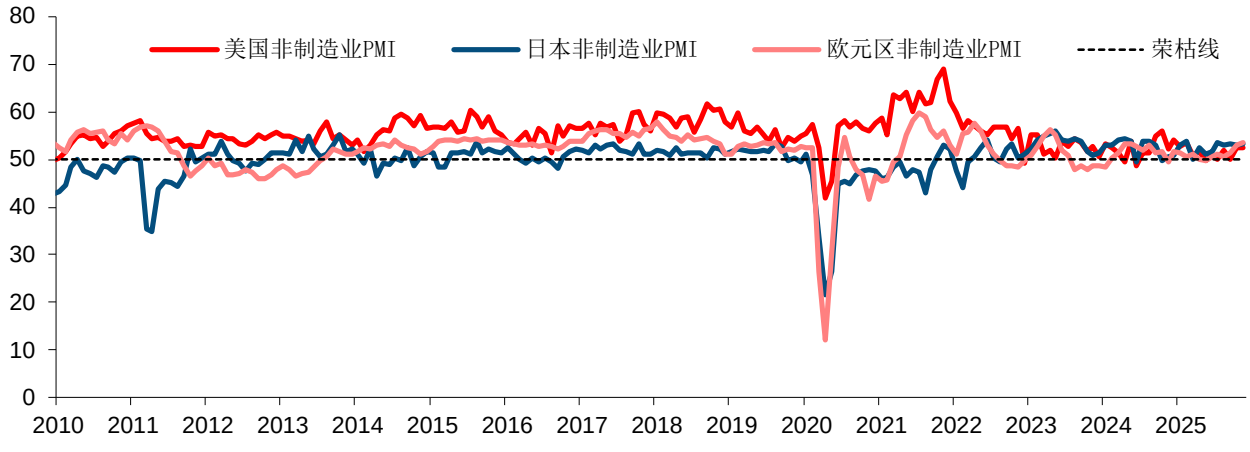
3.1 9 月美国制造业 PMI 环比下降

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（%）

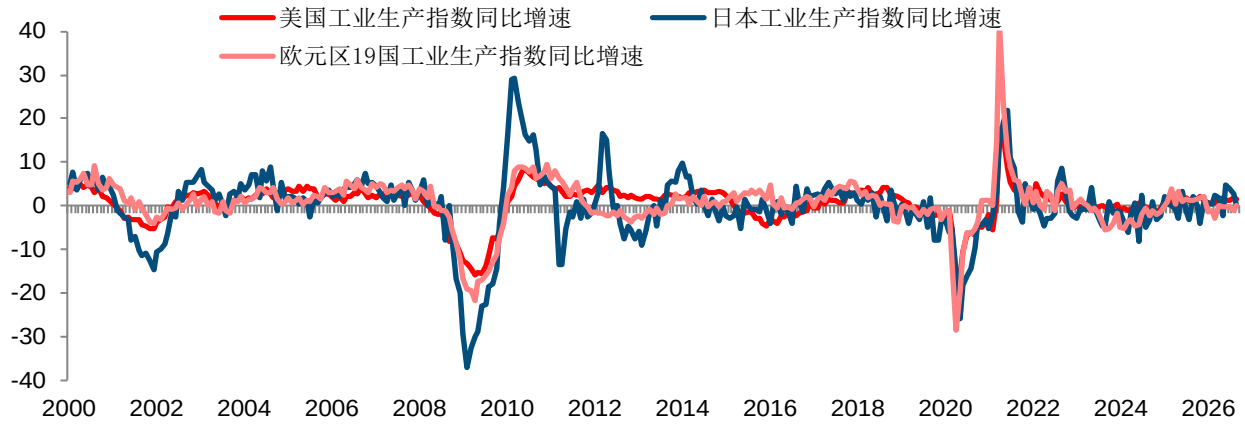


数据来源：Wind，中信建投

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

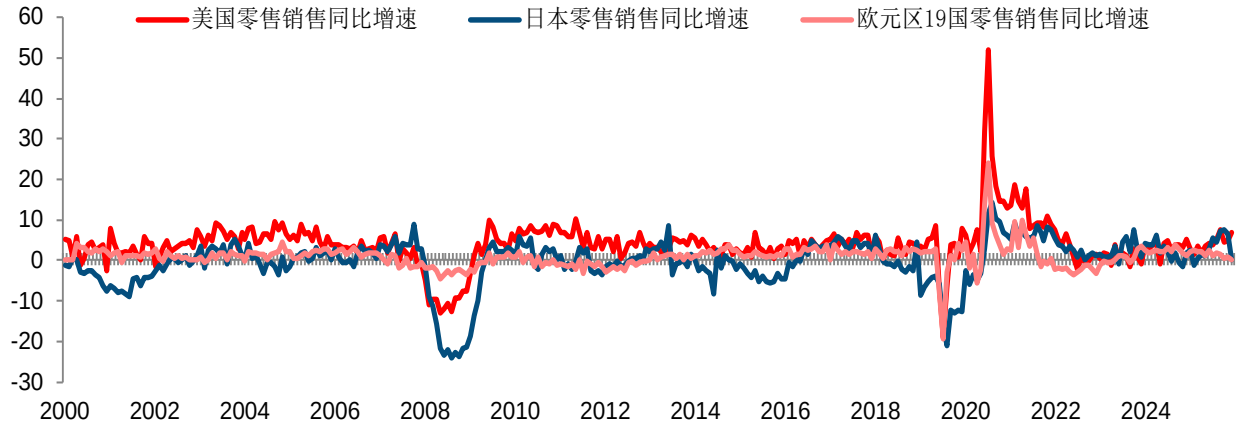
下载日志已记录，仅供内部参考

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（%）

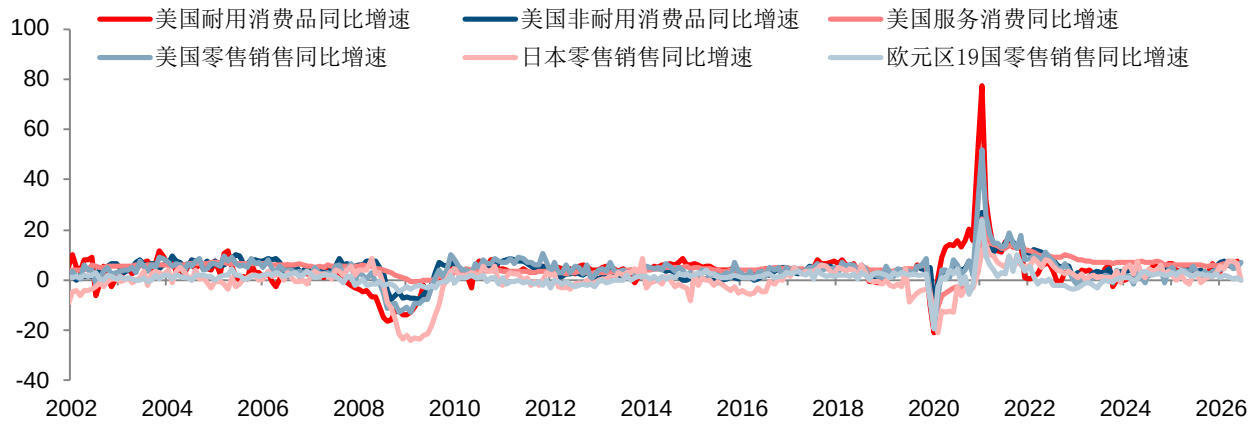


数据来源：Wind，中信建投

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

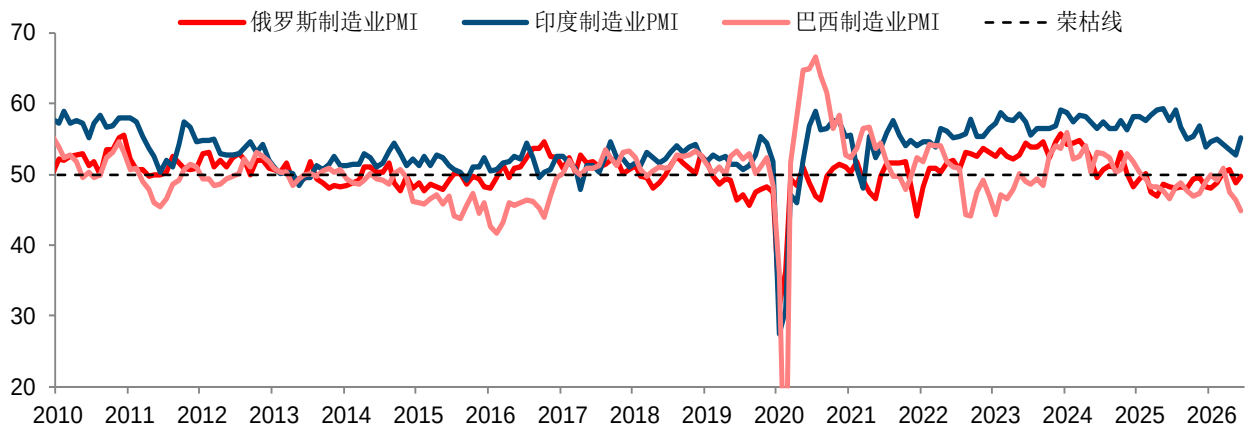
图 10：美国耐用消费品和非耐用消费品变化趋势（%）



数据来源：Wind，中信建投

3.2 9 月新兴市场制造业 PMI 总体下降

图 11：新兴国家制造业 PMI 走势（%）



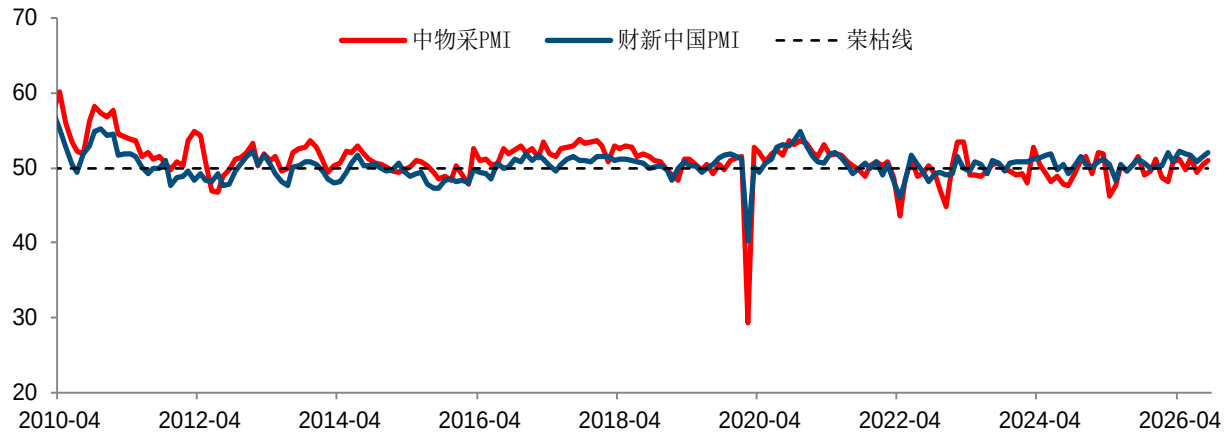
数据来源：Wind，中信建投

3.3 9 月中国 PMI 指数环比上升

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：中国 PMI 走势（%）



数据来源：Wind，中信建投

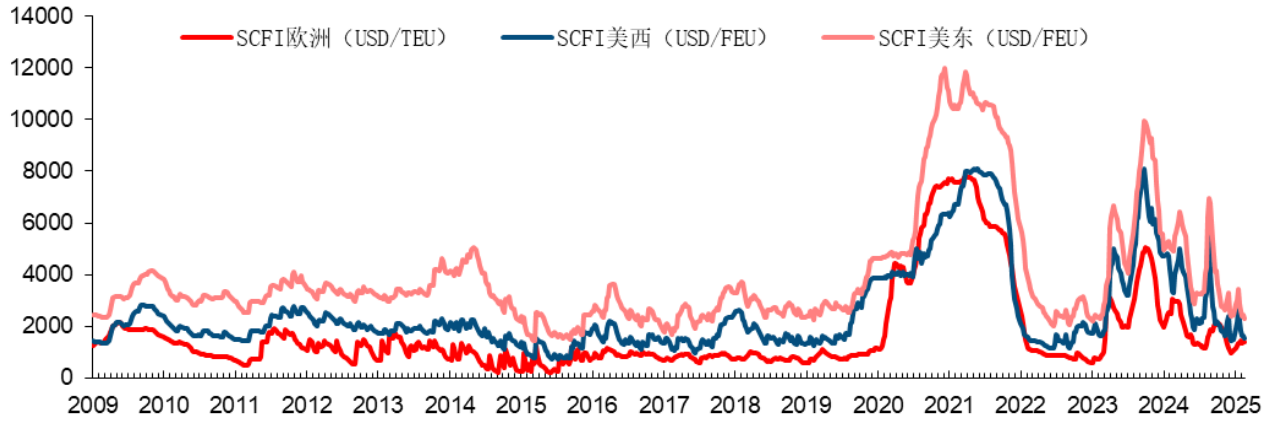
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

四、航运港口：成品油指数上涨，原油、干散货指数下跌

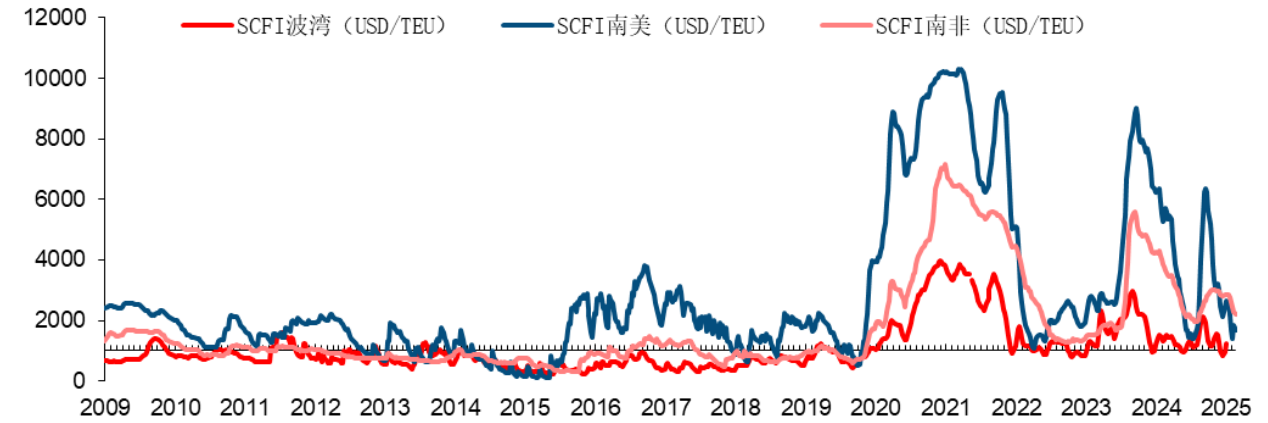
4.1 集运：运输需求保持平稳，市场运价互有涨跌

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

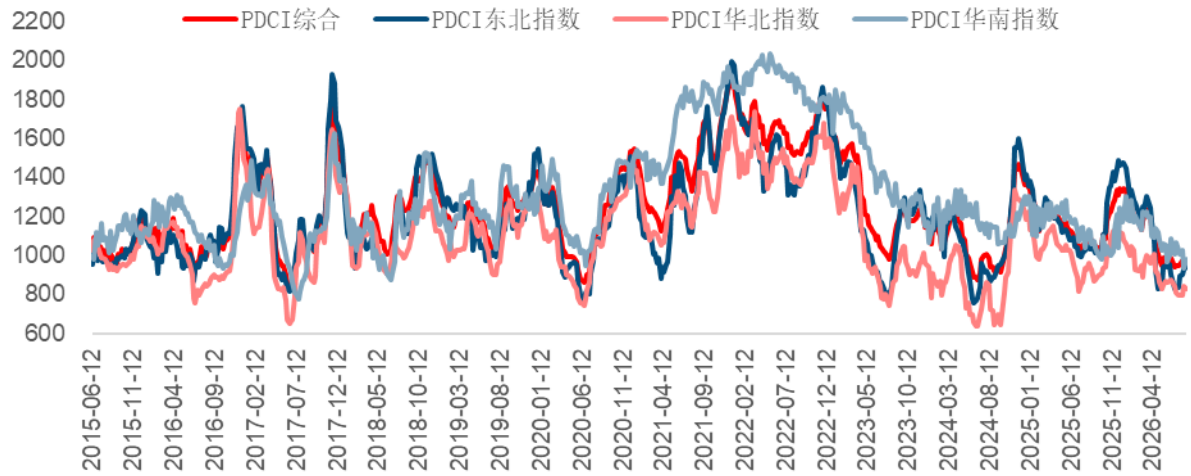


数据来源：Wind，中信建投

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

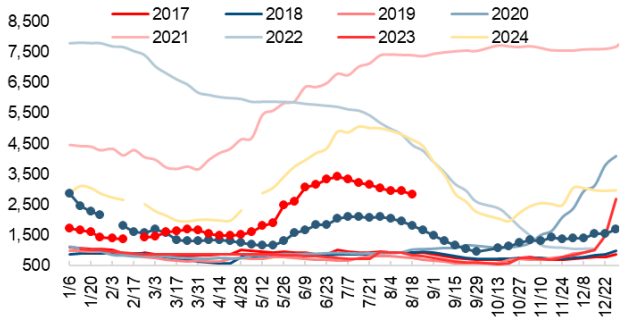
图 17：全球集装箱海运航线月度运量运价数据

（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	2017
		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%	-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	723	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%
	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%			
欧洲航线	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%		
		运价	2072	2603	2975	2429	1671	1387	1294	1305	1844	2092	1796	1123	1186
		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%	-42.8%
	欧洲-远东	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	437
		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%	-26.5%
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）

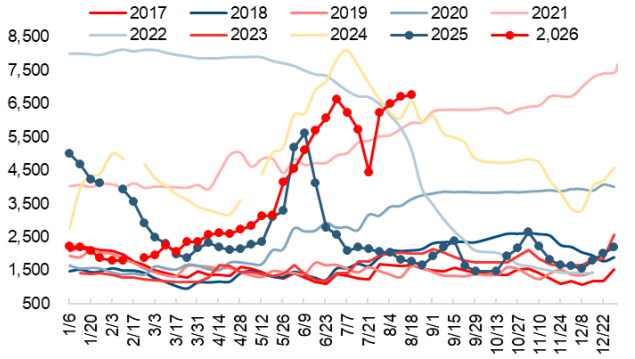
资料来源：PIERS，CTS，Drewry，上海航运交易所，中信建投

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

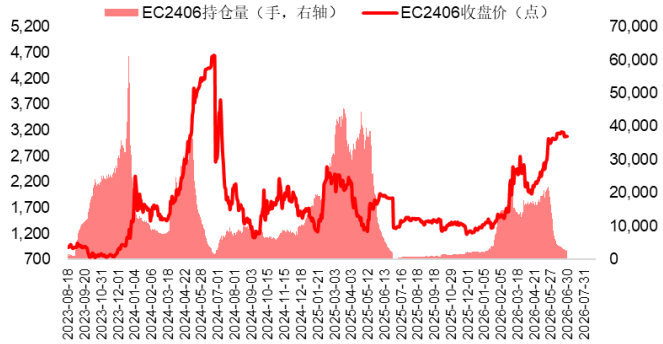
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：集运指数（欧线）总持仓量（万手）



数据来源：Wind，中信建投

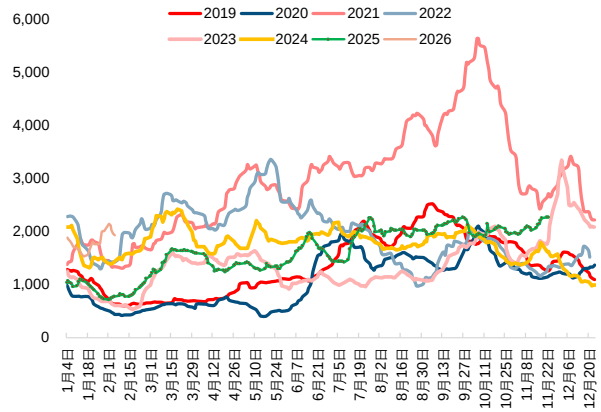
图 21: EC2406 收盘价和持仓量



数据来源：Wind，中信建投

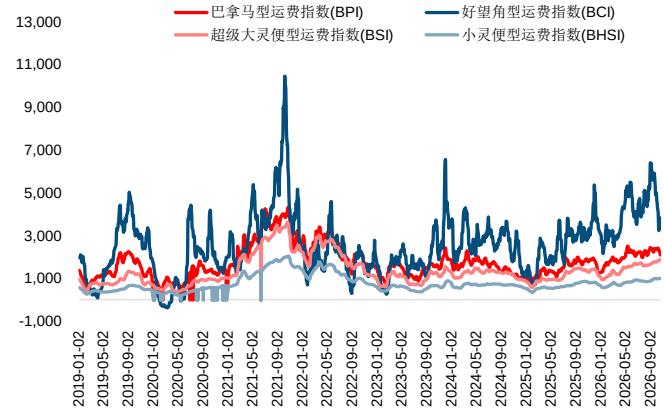
4.2 干散货运：BDI 综合运价指数下跌

图 22: BDI 干散货运价格指数



数据来源：Wind，中信建投

图 23：各干散货船型价格指数



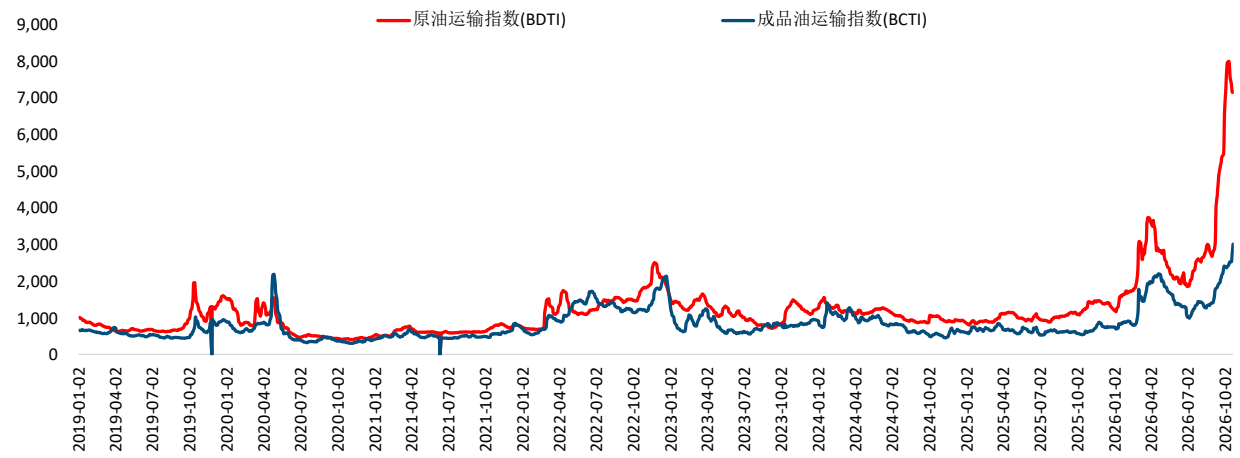
数据来源：Wind，中信建投

4.3 油运：原油指数下跌，成品油指数上涨

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

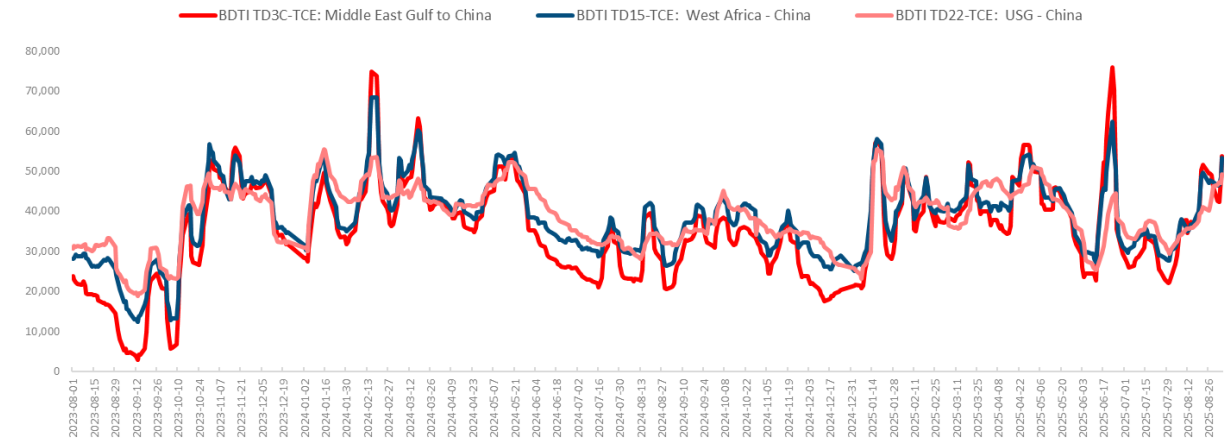
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24: BDTI（原油）和 BCTI（成品油）运输价格指数



数据来源：Wind，中信建投

图 25: BDTI（原油）进口运输价格指数



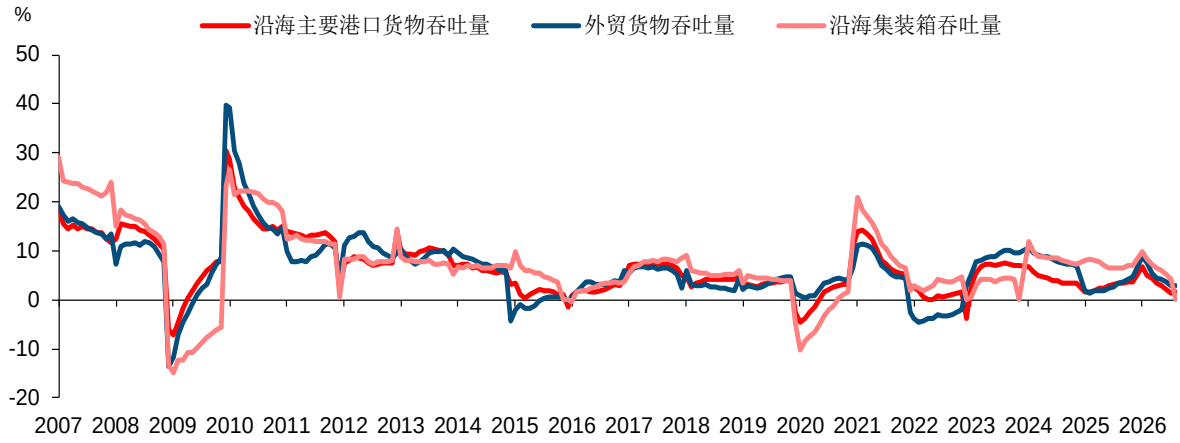
数据来源：Wind，中信建投

4.4 港口：8 月主要港口累计完成货物吞吐量同比-3.8%

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：中国沿海主要港口吞吐量（亿吨）



数据来源：Wind，中信建投

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：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
上港集团	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
	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%
	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
	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%
宁波港	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
	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%
北部湾港	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	3016.12	3,287.90	2,948.54
	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

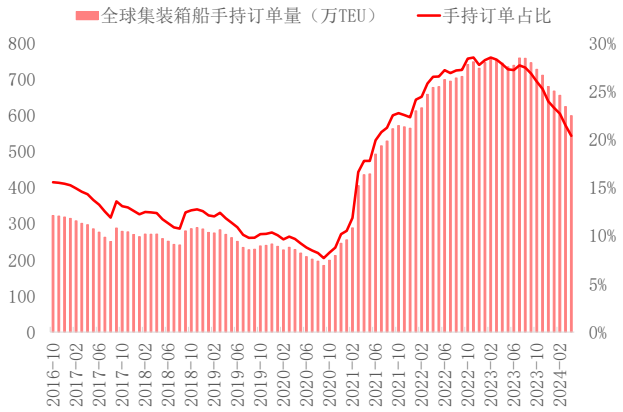
据克拉克森统计数据，2024 年前 5 月集装箱新交付运力 133.53 万 TEU，较 2023 年同期新交付运力翻了一番，接近前三年（2021-2023 年）同期新交付运力的总和。截至 6 月初，全球集装箱运力规模较年初增长 129.16 万 TEU；预计全年增长约 260 万 TEU，增幅达 9.3%，增速较 2023 年上升 1.1 个百分点，高出全球集装箱海运量增速 4.6 个百分点（见图）。

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。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

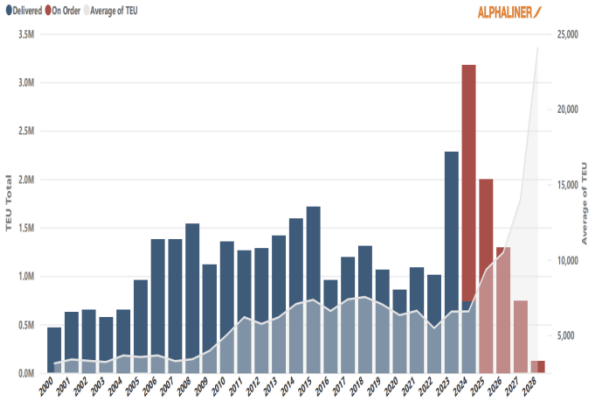
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：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 29：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 30：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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

五、投资评价和建议

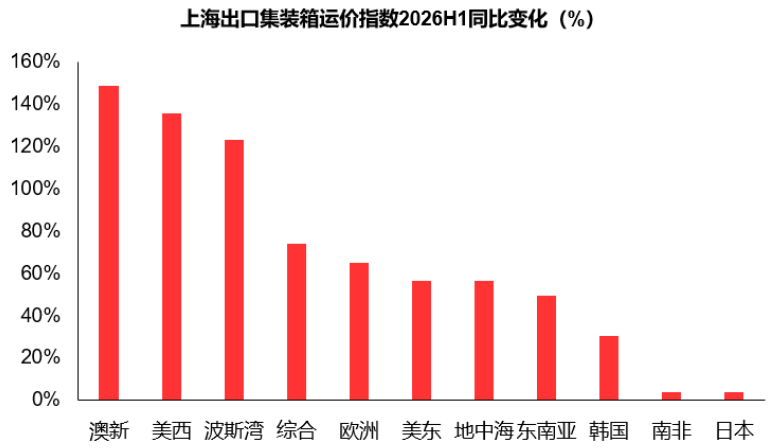
5.1 回顾：2026 年上半年运价大幅上涨，霍尔木兹海峡封锁推高燃油成本，关税抢运引发“旺季提前”，多因素叠加市场呈量价齐升态势

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 31：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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：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%
	亚洲-非洲	135.67	173.97	28.23%	375.08	478.65	27.61%
大洋洲流出	大洋洲-亚洲	63.01	65.38	3.76%	190.1	195.52	2.85%
欧洲流出	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%
	欧洲-南亚次大陆与中东	118.67	102.69	-13.47%	367.43	374.83	2.01%
南亚次大陆与中东流出	南亚次大陆与中东-北美	71.05	65.6	-7.67%	207.51	214.79	3.51%
	南亚次大陆与中东区域内	119.41	103.01	-13.73%	345.37	372.43	7.84%
	南亚次大陆与中东-欧洲	122.59	110.88	-9.55%	339.87	361.3	6.31%
	南亚次大陆与中东-亚洲	110.69	107.73	-2.67%	319.98	342.46	7.03%
	南亚次大陆与中东-非洲	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	非洲-亚洲	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

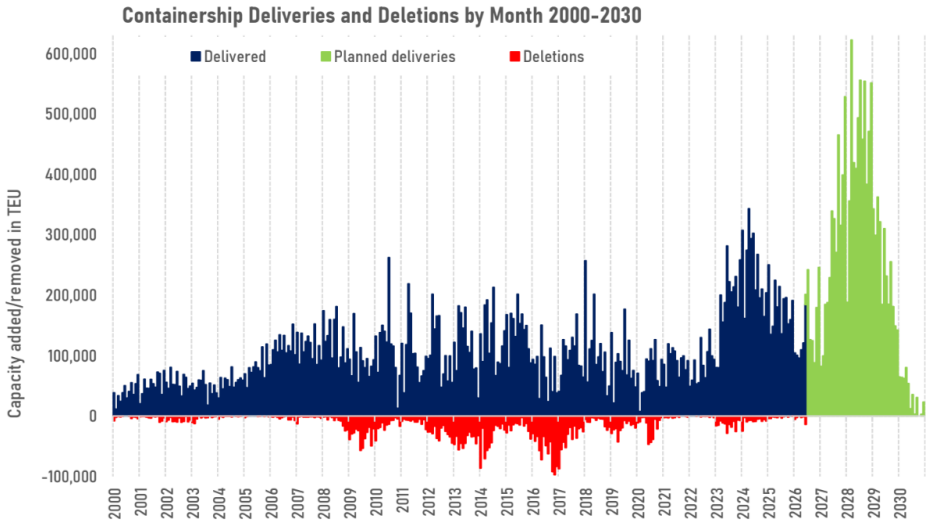
从新增供给上看，2026 年预计交付 150 万 TEU 运力，名义运力增速约为 3.7%，是过去 3 年以来的最低值，然而 2027、2028、2029 年预计分别交付 340 万、370 万、250 万 TEU 运力规模，未来供给端将承受较大压力。然而，目前行业 15 年以上的老旧船比例在 36%，20 年以上的老旧船比例在 16%。如果市场能够有效地在未来 5 年逐步清退 20 年以上的老旧船，那么市场运力供给将不会出现大幅波动。

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33: 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。

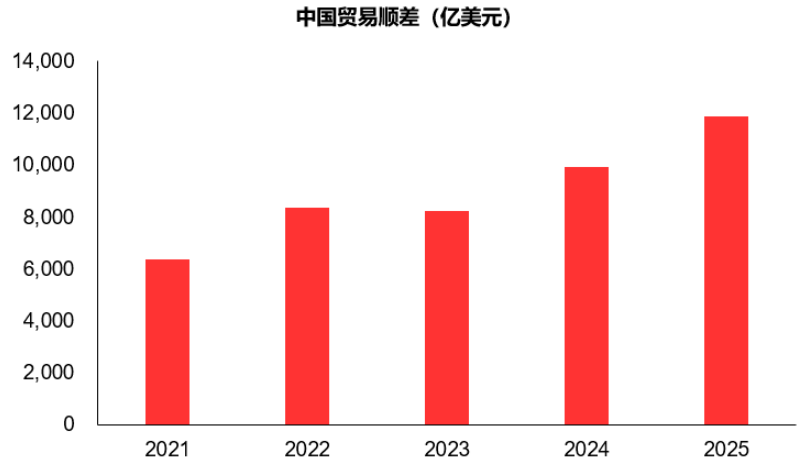
贸易顺差的持续提升或将引发其他国家对华关税政策的改变。当前部分国家对中国商品审查力度持续加强，欧盟已在电动汽车、钢铁、太阳能等领域持续推进贸易调查，东盟国家对中国商品经由本地区"转口绕道"出口欧美的警惕也在上升，未来针对中国出口的关税行动或将更趋频繁。

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

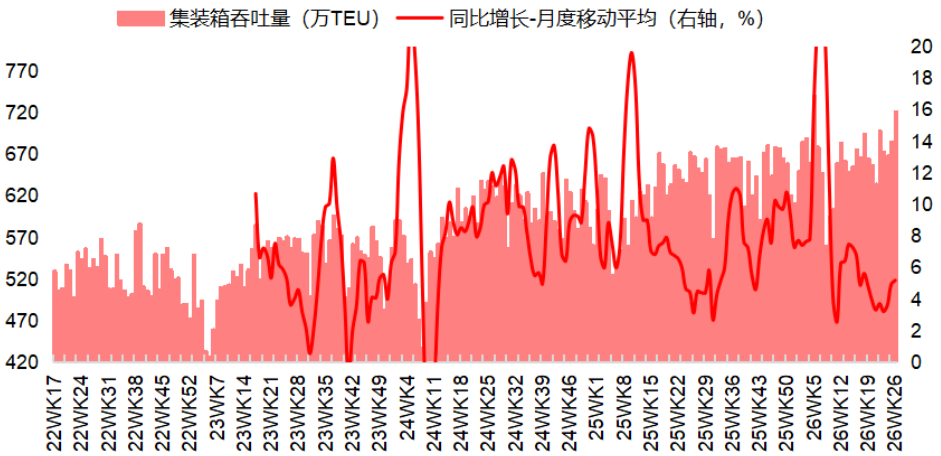
下载日志已记录，仅供内部参考

图 34: 2021-2025 年中国贸易顺差情况



数据来源：ifind，中信建投证券

图 35: 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

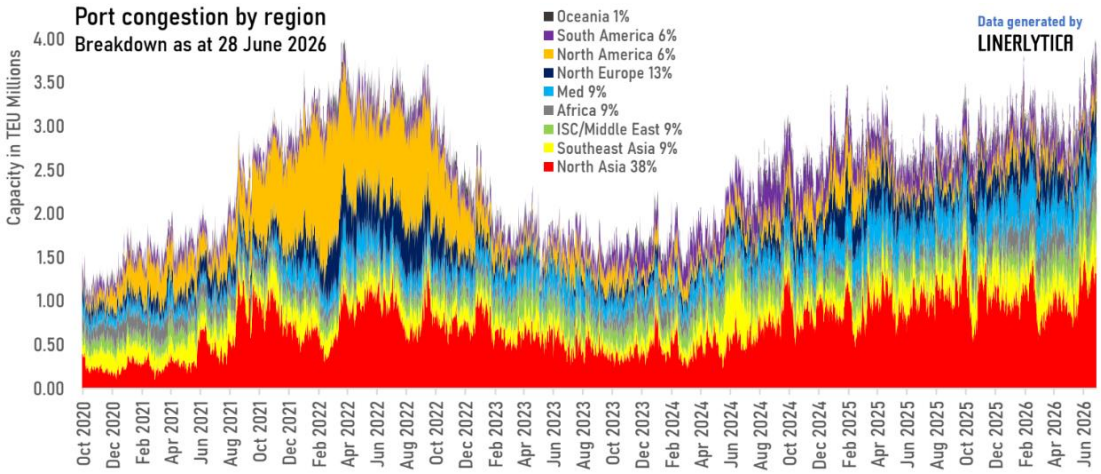
近年全球港口拥堵程度逐步提升，当前全球港口拥堵水平已与全球公共卫生事件时期持平，其中东北亚地区港口拥堵情况最严重，占总拥堵运力的 40%，东南亚与地中海地区各占总拥堵运力的 10%。港口拥堵根源在于过去几年集装箱船队的持续扩张与港口基础设施投入的长期滞后。

此外，港口拥堵拉长集装箱在港滞留时间、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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36: 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。

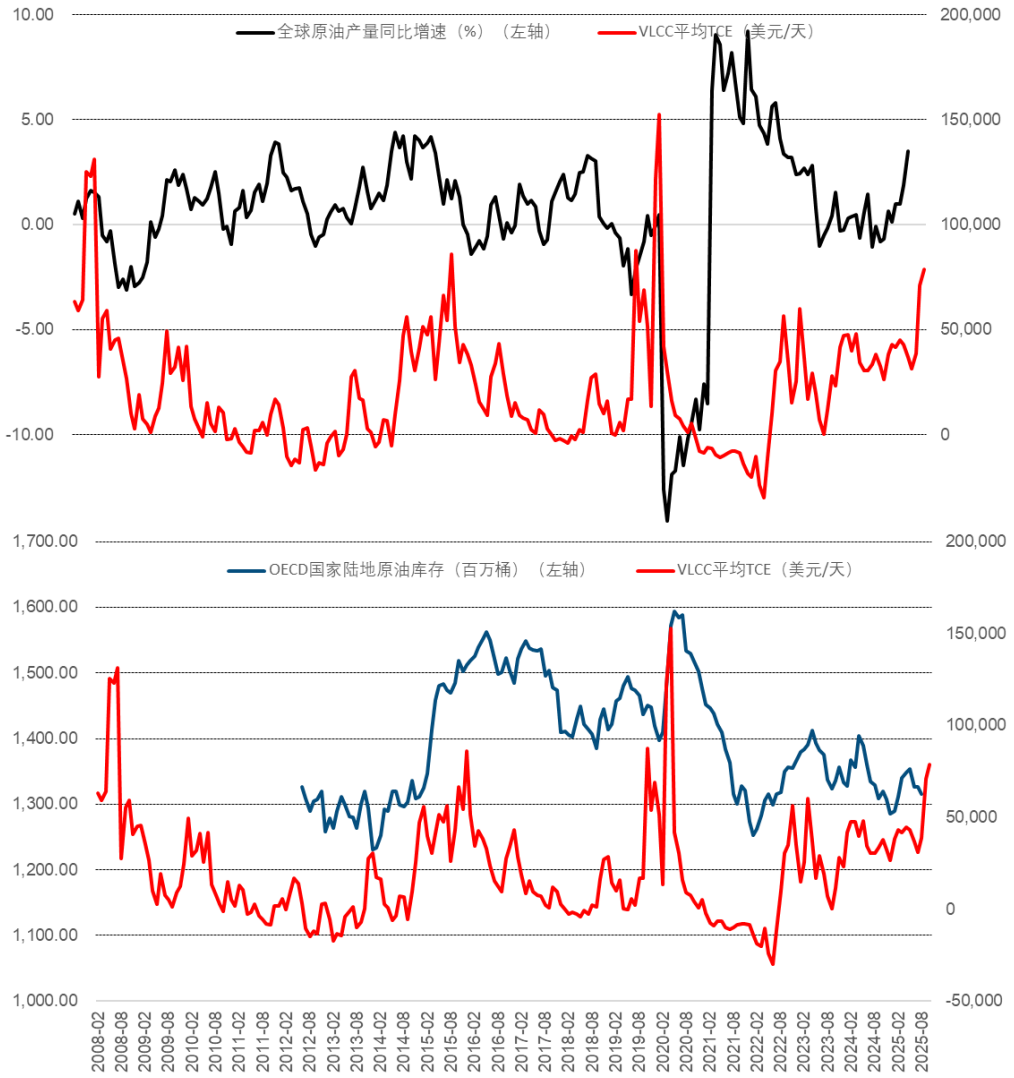
5.2 油运：逐步走向合规牛

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37: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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

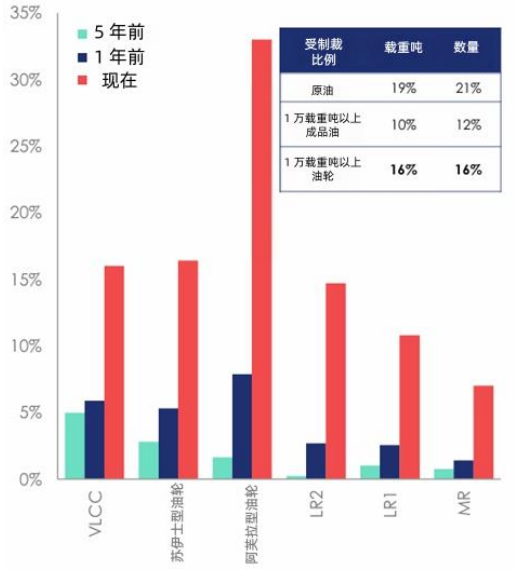
由于欧美对于影子船队的扩大制裁，特别是自 2025 年年初以来，美国加大了对影子船队的制裁，导致市场上有效运力缩减，推升了运价中枢，也提高了运价在旺季的弹性。目前 VLCC 中有约 16%船队属于受限船，特别是与俄罗斯紧密相关的阿芙拉型船占比已经达到 33%。

图 38:制裁油轮的艘数占比



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

图 39：制裁油轮的扩大化



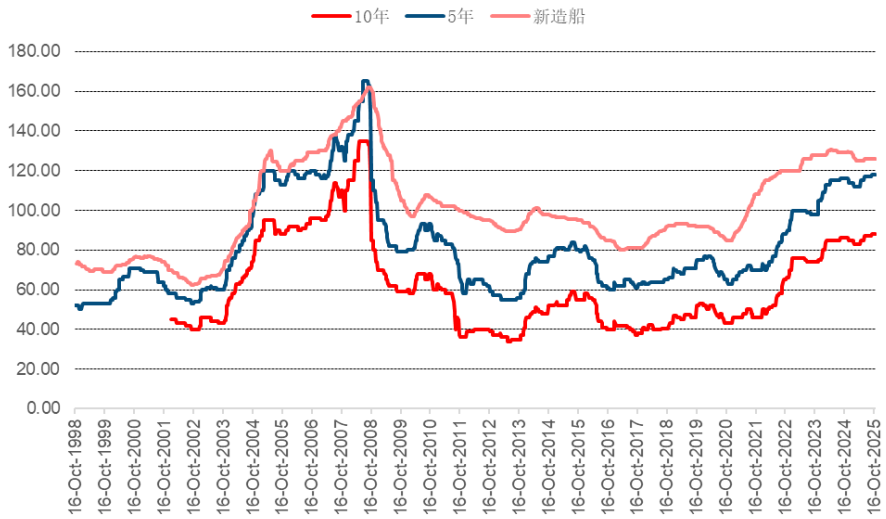
数据来源：Clarksons. Sanctioned Fleet includes vessels in the fleet sanctioned by USA, UK, EU & UN & US Advisory，中信建投证券

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%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40:二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 41:2026 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

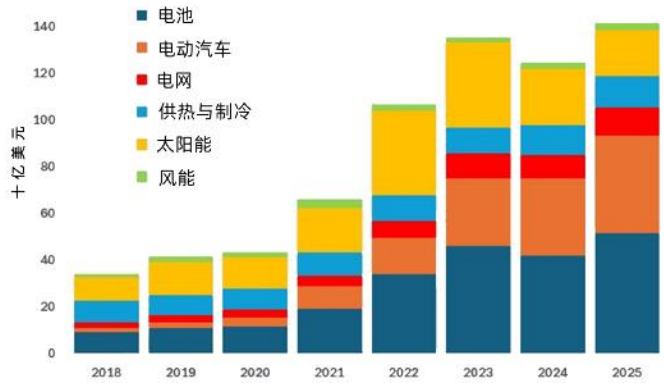
5.3 特运：新三样出口带动市场需求，特种货出口景气度延续

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运输方向转变，特别是风电设备、储能柜等产品。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

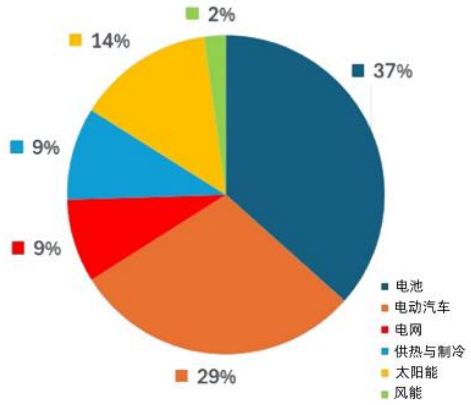
下载日志已记录，仅供内部参考

图 42:中国新能源产品出口额



数据来源：Ember，中信建投证券

图 43：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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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告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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster