

9104 株式会社商船三井 (Mitsui O.S.K. Lines, Ltd.)

Kabugami V3.2 70.18/100 · B+

这家公司是做什么的

商船三井不再只是“运价上涨就赚钱”的传统船公司：它正在把海运船队、LNG与能源运输、化学品物流、码头/物流、房地产和新型能源基础设施组合成一个全球社会基础设施平台，但这个更大平台是否真的提…

最近亮点

BLUE ACTION 2035 Phase 2正式从“Transformation and Expansion”转向“Value Realization”；公司计划到FY2030把核心经营现金流提高至约4,200亿日元、ROE提高至10%以上，并用资产回收与资本纪律…

资料截止 2026-09-09 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-09
研究规则版本 SHA	7c42a6baa766094103d16c2c2dca34ae828a1614
评分版本	V3.2
发布源 SHA	68d79b05964d8d79813fd4c18adae86caa24ae24
交付代码版本 SHA	0bc52b673b4e990f619a86e3a424543d2e201575
交付运行时指纹	7ad03f01646480e5f96e8ac548203213c471929faa52f4c7530fe12afde4adbf

先看研究要点

为什么值得研究	LNG 船约 99%处于长期船舶采购+长期合同，油轮约 86%，说明“稳定收益化”并非纯叙事；全球客户关系、船队与 ONE 持股提供规模、网络和多业务协同；累进分红从 FY2026 的 205 日元起步，股东回报可预测性高于过去纯周期分红。
最需要担心什么	Phase 1 投资速度一度明显快于经营现金流，FY2026 投资现金流约-7,216 亿日元、融资现金流约+3,129 亿日元；Capesize 仍约 42%市场暴露，化学品船多数并非长期货运合同，ONE 仍带来强周期权益法波动；Q1 利息费用明显上升，能源转型船舶、FLNG、LBC 等新资产最终 ROA 尚未经过完整周期证明。
Kabugami 现在怎么看	Phase 2 最值得重视的不是继续扩张，而是管理层终于把问题定义为“让过去扩大的资产产生现金和回报”。合同化确实提高了 LNG、部分油轮和基础设施业务的利润持续时间，但周期没有消失：Capesize、ONE、汽车船、化学品航运仍受运价、地缘和供给周期影响。当前约 0.8 倍 PBR 与约 10 倍预测 PER 并不昂贵，却也不能直接当作低估，因为预测利润包含强市场暴露、会计期间同步和地缘运价影响。股价已经从 2020 低位完成长期迁移并在 2026 突破旧高，因此最有价值的下一步证据是 ROA、核心经营现金流和资产回收，而不是再看一轮船队规模增长。

01 | 这次真正要回答的问题

1.1 | Investment Question：6 万亿日元资产能不能变成更稳定、更高回报的现金机器

本次 Review 没有从“红海会不会推高运价”或“海运股股息高不高”开始，而是先看公司在 Phase 1 之后变成了什么。管理层在 2026 年年初明确指出，集团资产规模已经从十年前约 2 万亿日元扩大到约 6 万亿日元，而下一阶段最难的任务是让这些资产真正产生可持续现金。

因此核心问题是：

商船三井能否把Phase 1 扩大的船舶、LNG/能源、化学品物流、海外码头、房地产和新型基础设施资产，转化成一个以长期合同与稳定业务为底、ROA 和经营现金流持续提高的全球基础设施组合；还是资产扩张最终只是把海运周期波动转化成更高的资本占用、利息和资产减值风险？

相关研究发现：F001·F003

1.2 | Open Discovery 最重要的转折：公司自己也把“KPI”从规模切回回报

BLUE ACTION 2035 Phase 2 从 2026 年 4 月开始，经营重心从“变革与扩张”转成“成果实现”。FY2030 目标包含约 4,200 亿日元核心经营现金流、ROE 10%以上、公司整体 ROA 约 5.5%，同时要求净负债率维持在约 1.0—1.1 倍区间并通过资产回收提高资金效率。

这组目标改变了研究重点。船数、投资额、并购数不再是进步本身；如果一个“稳定收益”项目不能提高集团现金 ROA，它甚至可能只是波动较低但回报也较低的新资本负担。

相关研究发现：F001·F003·F004

02 | 公司本质：从综合海运公司走向全球社会基础设施平台

2.1 | 930 艘级船队只是外壳，真正的经济结构是多个利润池

2026 年 3 月末集团船队约 930 艘，覆盖干散货、油轮、LNG/乙烷、汽车船、化学品船以及其他专业船型；除此之外还拥有物流、码头、房地产和能源基础设施资产，并通过 31%持股参与 Ocean Network Express (ONE) 的集装箱业务。

这意味着商船三井已经不能用一条 BDI 或一组集装箱运价解释。不同业务的合同期限、船舶采购期限、资本强度和市场暴露完全不同，组合价值来自这些现金流是否真的互相错峰，而不是业务名字足够多。

相关研究发现：F002·F007

2.2 | 规模优势真实存在，但海运资产仍然高度可复制、资本密集

MOL 的优势来自长期货主关系、全球航线与船队运营、融资能力、专业船舶技术、安全体系以及与大型能源客户共同开发项目的能力。LNG、汽车、化学品等专业运输需要更复杂的客户认证、船型、码头和运营经验，这不是一夜之间可以复制的网络。

但这种优势和软件式护城河不同。船舶可以新造，竞争者可以下单，行业供给会在高运价后扩张。公司必须持续用合同、客户黏性和资产效率证明“规模”带来超额回报，而不是仅带来更大的资产负债表。

相关研究发现：F002·F003

03 | 稳定收益化：真正成立，但不同业务的“稳定”程度差很大

3.1 | LNG 和油轮的长期合同是最硬的一层底盘

2026 Investor Guidebook 给出的船舶采购/合同结构很有信息量：LNG 船约 99%属于长期采购船+长期货运合同；油轮约 86%属于这一结构。LNG 船队约 103 艘，并继续向约 111 艘扩展。

这说明公司提出“稳定收益型业务”不是把所有航运收入重新命名。LNG 项目往往绑定长期能源项目、货主、码头和专用船，现金流可见度明显高于现货航运。JERA、QatarEnergy、INPEX 等长期 LNG/氨运输合同继续增加，也说明客户关系能转化成多年资产使用率。

相关研究发现：F002

3.2 | 反证：化学品与 Capesize 仍保留很强的市场价格暴露

同一份 Guidebook 也防止我们把“稳定化”说得太满。化学品船约 23% 为长期采购+长期合同，约 77% 则是长期采购船搭配短期合同；Capesize 约 73 艘，其中约 31 艘被公司定义为市场暴露，比例约 42%。

因此 MOL 不是“从周期股变成公用事业”。它更像是在周期上方铺了一层更厚的合同底盘，而仍保留足以显著改变利润的市场暴露。这个不对称结构会让好年份仍然很强，也会让正常化年份比纯合同资产更波动。

相关研究发现：F002·F007

04 | 周期、地缘与 ONE：组合可以互相对冲，但不会自动互相抵消

4.1 | 中东冲突同时给不同板块创造利多与利空

FY2026 Q1 最有价值的观察不是“中东紧张利好海运”，而是同一事件在组合里沿相反方向传导。Capesize、原油船及部分化学品航线从更长吨海里、现货运价和美国货源切换中受益；但汽车船受到波斯湾航行限制、港口拥堵、低效调船和短期租船成本冲击，燃油成本也上升。

管理层的全年预测甚至需要假设霍尔木兹航行从 2026 年 10 月开始恢复、2027 年 1 月趋于正常。这不是坏事，但说明当前利润预测嵌入了明确的地缘路径，而不是一个无条件可重复的稳态。

相关研究发现：F007

4.2 | ONE 让 MOL 分享集装箱网络价值，也保留了大型周期权益法波动

MOL 持有 ONE 31%。集装箱业务已经具备全球规模和网络效应，但新船供给与运价周期仍非常强。ONE 对 MOL 来说既是无需把全部船舶并表的资本效率来源，也是普通利润在行业高低周期中明显摆动的一个重要来源。

因此“业务多元化”不能只看分部数量。真正的组合稳定性要看：当 ONE、Capesize 或汽车船回到普通周期时，LNG、基础设施、房地产和长期合同现金流能否把集团普通利润与经营现金流的下限抬高。

相关研究发现：F007·F003

05 | Phase 1 留下的真正考题：资产变多之后，ROA 有没有变好

5.1 | Phase 1 投资超出原始尺度，Phase 2 必须用回报证明其价值

Phase 1 累计投资约 2 万亿日元，明显高于早期约 1.2 万亿日元的原始设想；其中公司将约 1.6 万亿日元归入稳定收益方向。LBC 化学品码头、FLNG、LNG/乙烷船、能源与房地产等项目把集团的经济边界扩得很快。

大型项目有合理战略逻辑，但“稳定”不是“高回报”的同义词。以 LBC 为例，收购带来长期合同型码头收入，却同时带来收购融资、商誉和资本占用；Delfin FLNG 则让 MOL 从运输进一步进入上游液化基础设施，潜在回报更高，也增加项目建设、商品周期和执行风险。

相关研究发现：F003·F004

5.2 | 最重要的未来数据不是新增船数，而是单个投资群的现金 ROA

Phase 2 把公司整体 ROA 约 5.5% 列为目标，这是正确的方向。真正能改变 Thesis 的证据是：Phase 1 新增资产开始稳定贡献经营现金流、资产回收按计划发生、低回报资产被退出，而且核心经营现金流增长不是靠更多净借款换来的。

公开资料仍不足以把 LBC、FLNG 以及每一组新能源船舶的税后 ROIC 逐项精确拆出。这个 UNKNOWN 不能靠管理层给项目贴“稳定收益”标签解决，必须留到未来实际现金回报。

相关研究发现：F003·F004

06 | 财务质量、现金流与资本强度

6.1 | 过去五年经营现金流为正，但最近投资速度明显跑在内部现金前面

官方现金流历史显示，FY2022—FY2026 经营现金流约 3,076 亿、5,499 亿、3,142 亿、3,605 亿、4,510 亿日元；同期投资现金流约 -1,075 亿、-2,820 亿、-3,529 亿、-4,508 亿、-7,216 亿日元。FY2024 起融资现金流转正，FY2026 约 +3,129 亿日元。

这组数据很重要，因为它把 Phase 2 的资本纪律从口号变成必要条件：MOL 不是缺经营现金，而是最近的投资规模比经营现金增长更快。如果未来核心经营现金流不能追上资产平台，集团只能继续依赖融资或资产出售维持扩张与分红。

相关研究发现：F003

6.2 | Q1 资产继续扩大，利息成本已经开始提醒股东资本不是免费的

2026 年 6 月末总资产约 6.20 万亿日元，较 3 月末继续增加，船舶和在建工程保持高位；长期借款约 1.84 万亿日元，此外还有债券、短期借款和租赁负债。Q1 利息费用约 252 亿日元，明显高于上年同期约 92 亿日元。

约 48% 的权益比率让集团仍有较厚资本垫，JCR/R&I 分别给出 A+ 稳定/A 稳定，也表明本土融资能力较强；但 Moody's 的 Ba1 negative 形成重要反证：国际视角下的信用质量并没有达到“资产再扩大也无成本”的状态。

相关研究发现：F003·F008

07 | 股东、治理、安全与组织执行

7.1 | 董事会独立性和薪酬治理较强，但 ROE 激励必须和资本纪律一起看

2026 年 6 月口径董事会由 5 名内部董事与 5 名外部董事组成，外部董事约占一半；薪酬咨询委员会由外部董事担任委员长并保持外部多数。长期激励包含 TSR、ROE 与中长期个人贡献，并设有 clawback 机制。

这种治理结构对一个正在快速做 M&A、能源项目和资本回收的集团是正面因素。不过 ROE 作为激励指标也可能通过增加杠杆或缩小权益分母得到短期改善，所以 Phase 2 必须同时观察 ROA、核心现金流与净负债，而不是只看 ROE 一项。

相关研究发现：F008

7.2 | 安全不是 ESG 装饰，而是船队经济模型的一部分

2026 年更新的 Safety Vision 把零死亡和零重大事故继续设为底线；FY2025 披露的集团工业事故死亡人数为 0。不过更早年度仍出现过死亡事故，因此不能把安全体系当成已经永久解决的问题。

对 MOL 这种 930 艘级船队和能源运输集团，重大事故会同时影响船员、客户合同、监管、保险、资产停运、融资与品牌。安全控制因此属于护城河和下行防御的一部分，而不是报告末尾的单独 ESG 章节。

相关研究发现：F008

08 | 资本政策：累进分红提高可预测性，但股东回报不能脱离资产回报

8.1 | 205 日元起步的累进分红是真正的结构变化

Phase 2 对 FY2026—FY2030 导入累进分红，FY2026 预测年度分红 205 日元，并以总股东回报约 40% 为目标。Q1 问答进一步明确，超过累进分红的弹性部分主要通过股份回购实现，回购规模会综合业绩、投资、财务状况与股价决定。

这比过去随超级周期大起大落的分红政策更有可预测性。历史上年度分红曾从 560 日元回落至 220 日元，再升至 360 日元；累进机制等于管理层承诺给股东建立更稳定的现金底线。

相关研究发现：F005

8.2 | 当前约 2.9% 收益率意味着市场已经不把它只当高股息航运股

7,039 日元附近对应 205 日元预测分红，股息率约 2.9%。这不是差的回报，却已经明显不同于市场低估海运周期时的高股息逻辑。

因此未来股东回报更多要依靠每股净资产与正常化盈利增长、回购纪律以及估值不恶化。若 Phase 2 ROA 和核心现金流兑现，累进分红会成为质量加分；若现金流不足而仍靠新增融资维护分红，则同一政策会变成资本纪律的反证。

相关研究发现：F005·F003

09 | 估值与安全边际

9.1 | 0.8 倍左右 PBR 与约 10 倍预测 PER 不贵，但利润分母需要清洗

7,039 日元附近，按公司 FY2026 预测 EPS 698.27 日元计算约 10.1 倍 PER；按 2026 年 6 月末普通股股东权益粗算 PBR 约 0.81 倍。单看这两个数字，估值并不激进。

但 Q1 有一个必须保留的会计比较问题：因海外子公司会计期间同步，本财年部分对象会计上纳入 15 个月利润，预计全年增加约 2,070 亿日元收入，却只增加约 39 亿日元普通利润，且商誉摊销限制利润贡献。因此收入增速尤其不能直接当成有机增长；预测 EPS 也仍受运价、地缘、ONE 和资产处置等周期因素影响。

相关研究发现：F006·F007

9.2 | 真正的安全边际来自“正常化 ROA 能不能高于资本成本”

航运公司低 PBR 可能是便宜，也可能是市场在给低 ROA、强周期与资产减值风险打折。对当前 MOL，最合理的估值桥不是把 FY2026 单年 EPS 机械资本化，而是看 Phase 2 到 FY2030 能否让约 6—8 万亿日元级资产平台产生约 5.5% ROA、10% 以上 ROE 和约 4,200 亿日元核心经营现金流。

若这些目标大体实现，0.8 倍左右 PBR 仍有重估空间；若新增资产回报偏低、融资成本继续上升且周期利润回落，账面价值本身也不能提供足够安全边际。

相关研究发现：F001·F003·F006

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

Owner 图后绑定说明：本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承/未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth、Technical、Score、Review 日期与历史身份均未因此改变。

10.1 | Technical Question：2021 以后形成的新价格中心，能否真正站到旧高位之上

纯价格历史先产生问题，而不是用基本面解释走势。MOL 长期价格路径极具周期性：2007 年曾到约 6,800 日元附近，2008 年随后出现超过六成级别的年度崩落；2010 年代又经历多轮大幅回撤。2020 年低位约 500 日元附近后，2021 开始出现完全不同的迁移，随后 2022—2024 年价格重心继续抬高。

2025 年虽然回落到约 4,300 日元附近，却没有重新回到 2020—2021 旧低位；2026 年 8 月 25 日最高约 7,509 日元，终于实质越过长期旧高区。Technical Question 因此是：这次跨越旧高代表新的长期价格吸引区已经建立，还是航运史上又一次会在周期正常化后被大幅重新吸收的高能脉冲？

相关研究发现：F006

10.2 | Chart Truth：长周期中心迁移成立，但“旧状态死亡”还需要一次更深回抽验证

从纯价格事实看，2021—2026 不是一次短反弹。2020 之后低点与主要活动区间连续抬高，2025 修正也守在远高于早期低位的位置；2026 又突破 2007 历史高点附近，说明旧的长期低价格中心重新吸收当前价格的能力已经明显下降。

但 MOL 自己的价格生命史也告诉我们，航运周期可以制造非常深的回撤。当前 7,039 日元距离 8 月 25 日 7,509 日元高点只低约 6%，仍属于突破后的高位区域，还没有经历一次足够深、足够长的 Return Topology 测试。因此当前纯价格状态是更高长期中心正在形成且证据偏强，但价格处于扩张后的高位确认期，不是低风险的底部重建位置。

相关研究发现：F006

10.3 | Event Response：Phase 2 与 Q1 都没有单独解释这轮迁移

纯价格结论形成后再后置观察事件。Phase 2 在 3 月 31 日公布后，股价并未在一个交易日内完成当前 7,000 日元级迁移；4 月底全年业绩公布后，5 月初价格仍在 5,000 日元后段。8 月 7 日 Q1 公布前后短期也出现卖盘与波动，但随后到 8 月 25 日才创 7,509 日元高点。

这更像一个跨数月的价格迁移，而不是“某一份财报造成突破”。Fundamental × Technical Timing 可判断为大体同步、价格略先行：Phase 2 回报逻辑和 Q1 利润提供支持，但市场已先把一部分改善计入更高价格中心。

相关研究发现：F006

10.4 | 下一次真正有信息量的技术证据

最有信息量的不是再创新高本身，而是下一次显著回撤后的停留区域：如果价格在明显回落后仍能围绕 6,000 日元以上建立重复活动区，并且不重新跌回 2024—2025 主要旧中心，新的长期状态会获得更强确认；如果突破后快速回到旧区域并长期停留，Failed Pulse Memory 就会重新成为主导解释。

因此 Technical 得分不因为“突破历史新高”直接给满分。Old-state weakening 很强，但 New-state fully established 尚未完成深回抽验证。

相关研究发现：F006

11 | 风险、催化剂与真正会改变结论的证据

11.1 | 最强正面验证

1. FY2027—FY2028 新增资产开始让核心经营现金流持续高于 Phase 1 水平，并向 FY2030 约 4,200 亿日元目标靠拢；
2. 公司整体 ROA 持续接近 5.5%，而不是只靠航运高运价或权益法利润抬高 ROE；
3. 资产回收按计划发生，净负债率保持纪律，利息费用增速不再快于经营现金增长；
4. LNG/能源与基础设施的稳定利润在 ONE、Capesize 或汽车船普通周期下仍能抬高集团利润底；
5. 累进分红与回购由内部现金支持，而不是以新增融资换股东回报。

相关研究发现：F001·F002·F003·F005

11.2 | 最强反证

最危险的组合是：全球新船供给释放使集装箱/油轮/部分散货运价正常化 + 新能源/FLNG/LBC 等大额资产 ROA 低于计划 + 利息成本继续上升 + 资产回收慢于计划。这样会让“稳定化”看起来收入更平滑，却在股东层面形成更低的资本回报。

另一个关键反证是合同结构本身。如果未来披露显示稳定业务增长主要来自长期资产采购、但客户合同期限仍短、续约议价弱，则“稳定利润”会被重新定义成“固定资本+浮动收入”，风险比今天判断更高。

相关研究发现：F002·F003·F004·F007

12 | Research Dividend、Research Debt、UNKNOWN 与 Research Stop

12.1 | Research Dividend：稳定化不是一句战略口号，而是一张不均匀的合同地图

本次最重要的新理解来自合同结构，而不是管理层形容词。LNG 约 99%、油轮约 86% 属于长期采购+长期合同，说明部分能源运输利润的持续时间确实很长；但化学品船只有约 23% 是长期合同结构，Capesize 约 42% 仍有市场暴露。

因此更准确的公司画像是：MOL 正在把一个高度周期的海运组合改造成“厚合同底盘 + 保留周期上行弹性”的结构，而不是消灭周期。这比简单写“业务多元化、稳定收益增加”更能解释未来利润分布。

相关研究发现：F002

12.2 | Research Debt：每个大项目的实际税后 ROIC 仍无法从当前公开资料完全重建

当前公开材料可以看到 Phase 2 ROA 目标、集团投资额、现金流和部分项目经济逻辑，但不能无假设地把 LBC、Delfin FLNG、每组 LNG 船、新能源船与房地产项目的税后 ROIC 逐项重建。尤其是资产回收的具体时点、出售价格、ONE 向 MOL 上游现金的完整机制，也没有足够公开颗粒度。

这些 UNKNOWN 会直接影响资本效率模块，但今天继续搜索同一批公开资料不会把它们变成可靠数字。未来项目现金流、分部资本回报与资产出售披露才是下一步证据。

相关研究发现：F004

12.3 | Research Debt：能源转型船队具有可迁移性，也存在残值与监管风险

MOL 计划持续增加 LNG、甲醇、氨、CO2 等新燃料/新货种相关资产。EU ETS、FuelEU Maritime 及其他碳规则把燃料选择从环境议题变成真实成本与资产残值问题。LNG 燃料船未来可向 bio-LNG/e-methane 迁移提供一定可选性，但它不等于“零碳资产不会过时”。

当前无法合理量化未来每种燃料、碳价和改造路径的船舶残值敏感度，因此保留为 Research Debt，而不是制造一个单点“绿色溢价”。

相关研究发现：F004

12.4 | Research Stop

Open Discovery 已经把投资问题收敛到“扩张后的资产回报与现金转化”；随后 Coverage35 对公司身份、业务、客户/合同、供应链、竞争、周期、监管、财务、治理、资本配置、估值、会计异常、历史转折与 Technical 逐项进行了公司特定的第二层研究。Domain 34 Technical 独立从完整价格史形成；没有用基本面去决定价格状态。

剩余最重要 UNKNOWN——项目级税后 ROIC、资产回收实现价格、未来新船残值、ONE 完整上游现金路径、正常周期利润底——都需要未来新增披露或未来经营事实。当前可获得的合理高 VOI 公共路径已经不足以显著改变 Thesis、Score、估值或 Technical 判断，因此 Research Stop 成立。

13 | Full Synthesis：MOL 真正的价值创造链

13.1 | Durable Business Portrait

MOL 的耐久性来自全球货主关系、930 艘级专业船队与运营能力、LNG/油轮等长期合同、ONE 网络、化学品物流和码头/房地产等多种资产。它的结构优势不是高毛利，而是能用规模、融资、专业运营和长期客户关系把数十年级基础设施资产持续投入全球贸易与能源流动。

同一结构也制造核心弱点：资本极重、供给可扩张、船价/利率/燃料/碳规则会改变资产经济性，且高景气会诱发新造船和投资扩张。Phase 1 把集团做大了，Phase 2 必须证明这份规模能转化成更高、而不是更低的边际资本回报。

13.2 | Frozen Full Synthesis Map

主链：全球客户关系 + 专业船队/基础设施 → LNG/油轮等长期合同与稳定资产 → 更可预测的现金流底盘 → 核心经营现金流增长 → 支持累进分红、选择性回购与下一轮高 ROA 投资 → 普通股东每股价值增长。

周期链：Capesize/ONE/汽车船/化学品市场暴露 + 地缘/供给/燃料价格 → 运价与权益法利润高波动 → 高景气时盈利放大、低景气时现金和估值承压；合同底盘只能降低波动，不能删除周期。

资本链：Phase 1 大额投资 → 总资产约 6 万亿日元 + 借款/利息上升 → 若项目 ROA 与核心经营现金流兑现，则规模成为更高质量的基础设施平台；若回报落后融资成本，则稳定化只是把波动换成低回报资本占用。

治理/修复链：约半数外部董事 + 资本配置、ROA/ROE 和现金流 KPI + 资产回收 → 有机会修复 Phase 1 投资过快的资本纪律；真正修复必须在现金流和净负债上出现，不以计划文本为完成证据。

Technical 链：2020 低位后价格中心连续抬高，2026 突破 2007 旧高，长周期迁移成立；当前仍靠近 8 月历史新高，尚未经历足够深的 Return 测试，因此价格结构偏强但入场位置并不便宜。

相关研究发现：F001·F002·F003·F004·F005·F006·F007·F008

14 | Kabugami Score 评分卡

14.1 | V3.2 模块评分

模块	权重	判断强度	加权得分	核心理由
财务韧性与下行防御	13	65	8.45	约 48%权益比率与 JCR A+/R&I A 提供融资韧性；但长期借款与利息费用上升，Moody's Ba1 negative 构成重要信用反证。
竞争优势与结构耐久性	14	75	10.50	全球专业船队、能源货主关系、LNG 长期合同和 ONE 网络形成规模与客户壁垒；船舶供给可扩张，超额回报仍受周期侵蚀。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	58	9.86	五年经营现金流均为正，但 Phase 1 投资现金流显著超过内部现金，ROE 从超级周期高位大幅正常化，新增资产 ROA 尚待证明。

商业结构、产品、客户与关键依赖	11	78	8.58	LNG/油轮合同底盘、化学品、汽车、物流、地产与 ONE 形成多利润池；但合同期限与现货暴露高度不均，地缘和燃料仍是关键依赖。
估值与安全边际	15	72	10.80	约 10.1 倍预测 PER、约 0.81 倍 PBR 并不昂贵；但预测利润含周期、地缘与会计期间同步影响，不能把单年 EPS 当正常化盈利。
资本配置与股东回报	10	65	6.50	累进分红与约 40%总回报目标提高可预测性；Phase 1 投资超出原尺度，资产回收和现金 ROA 需要用实际结果修复资本纪律。
治理、所有权与管理层	7	82	5.74	董事会约 50%外部、薪酬委员会外部主导并有 clawback；新管理层仍需证明能把 ROE 激励与 ROA/负债纪律统一。
Kabugami 技术结构	13	75	9.75	2021 以来长期价格中心迁移强、2026 突破旧历史高位；但当前仍在高位扩张区，尚缺一次足够深的 Return 验证。
Total	100		70.18	Rating B+

相关研究发现：F002·F003·F004·F005·F006·F008

14.2 | 为什么不是 A 档

MOL 现在同时有三个真实正面：合同化底盘在变厚、Phase 2 把资本回报放回中心、估值仍低于 1 倍 PBR。但 A 档需要更高置信度地证明这三件事能够在普通航运周期里共同成立。

目前最主要的扣分不是“航运一定会跌”，而是 Phase 1 资产扩张已经发生、资本回报兑现还在未来；现金流历史显示投资超过内部现金；部分业务仍有高现货暴露；当前股价又已经完成一轮明显重估。若未来两年 ROA、核心经营现金流与资产回收同时兑现，Score 有清晰上行路径；若只是利润在地缘/运价高位好看而资产回报不升，Score 反而会下降。

15 | 来源、Research Findings 与 Compliance

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告基于截至 2026-09-09 可获得的公开资料形成，仅用于研究、信息整理与方法验证，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证、个别投资者适当性判断或受托资产管理。海运运价、地缘冲突、燃料价格、汇率、利率、碳监管、船舶供给、项目建设和资产价格均可能快速变化；公司计划、合同数量与长期目标不等于未来已实现现金回报。

15.2 | 本 Review 的方法与身份

- Research Producer：GPT Research Lane。
- Research Review：2026-09-09。
- Research Authority SHA：7c42a6baa766094103d16c2c2dca34ae828a1614。
- Coverage35 Method Epoch：structured-deep-research-v1。
- ResearchSynthesis Method Epoch：full-synthesis-map-v1。
- EditorialRouting Method Epoch：loss-preserving-routing-v1。
- Score Version：V3.2。
- 本 ticker 在当前正式 source 目录没有可继承的完整 Review；本次为当前方法下 FIRST_COMPLETE，没有预填 00-15、Score 或 Findings。
- Open Discovery 先形成“扩张后的资产回报/现金转化”这一公司特定 Investment Question；Coverage35 随后作为第二层盲点保护，而不是反向定义 Discovery。
- Domain 34 Technical 先从完整价格生命史形成纯价格状态，再后置观察 Phase 2/Q1 事件响应；基本面没有被用作纯 Technical 原因。
- Research Stop 成立后才冻结 Full Synthesis；V3.2 Score 随后从同一 Synthesis 裁决，Routing 再把公共安全语义投向 00-15。
- 当前 Review 没有 Owner-selected chart，Owner Media 保持 text-only / null；图表缺席不阻断 Technical Research 或正式发布。

15.3 | 主要公开来源

1. 商船三井 | BLUE ACTION 2035 Phase 2 启动 (2026-03-31)

<https://www.mol.co.jp/pr/2026/26025.html>

2. 商船三井 | BLUE ACTION 2035 Phase 2 说明资料

<https://www.mol.co.jp/corporate/plan/pdf/blueaction2035.pdf>

3. 商船三井 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期 决算短信/说明资料/ONE 资料/Q&A 入口

<https://ir.mol.co.jp/ja/ir/library/mrsfcfh.html>

4. 商船三井 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期 决算说明会 Q&A

[https://ir.mol.co.jp/ja/ir/main/00/teaserItems1/00/linkList/02/link/\(J\)2026_1Q_QA.pdf](https://ir.mol.co.jp/ja/ir/main/00/teaserItems1/00/linkList/02/link/(J)2026_1Q_QA.pdf)

5. 商船三井 | Investor Guidebook 2026

[https://ir.mol.co.jp/ja/ir/library/ig/main/0/teaserItems2/0/linkList/0/link/IG2026\(JP\).pdf](https://ir.mol.co.jp/ja/ir/library/ig/main/0/teaserItems2/0/linkList/0/link/IG2026(JP).pdf)

6. 商船三井 | MOL REPORT 2026 发布说明 (2026-07-31)

<https://www.mol.co.jp/info/article/2026/0731.html>

7. 商船三井 | 2026 年年初社长 Message : 约 6 万亿日元资产与 Phase 2 现金化课题

<https://www.mol.co.jp/pr/2026/26001.html>

8. 商船三井 | 现金流历史

<https://ir.mol.co.jp/ja/ir/finance/cashflow.html>

9. 商船三井 | 分红历史与 FY2026 205 日元预测

<https://ir.mol.co.jp/ja/ir/finance/dividend.html>

10. 商船三井 | Corporate Governance Structure

<https://www.mol.co.jp/en/sustainability/governance/corporate/structure/index.html>

11. 商船三井 | Executive Remuneration / clawback / KPI

<https://www.mol.co.jp/en/sustainability/governance/corporate/remuneration/>

12. 商船三井 | Environmental Regulations

<https://www.mol.co.jp/sustainability/environment/regulation/>

13. 商船三井 | Delfin FLNG FID (2026-06-04)

<https://www.mol.co.jp/pr/2026/26037.html>

14. 商船三井 | INPEX LNG 长期租船 (2026)

<https://www.mol.co.jp/pr/2026/26032.html>

15. 商船三井 | Northern Lights LCO2 长期运输

<https://www.mol.co.jp/pr/2026/26013.html>

16. 商船三井 | JERA 氨运输长期合同

<https://www.mol.co.jp/en/pr/2026/26040.html>

17. 商船三井 | 社债与信用评级

<https://ir.mol.co.jp/ja/ir/library/rating.html>

18. 商船三井 | Safety / Sustainability Data

<https://www.mol.co.jp/en/sustainability/data/>

19. Yahoo!ファイナンス | 9104 近期价格历史

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9104.T/history>

<https://www.investing.com/equities/mitsui-o.s.k.-lines%2C-ltd.-historical-data>

资料边界：Q1 因海外子公司会计期间同步存在 15 个月纳入效应，收入同比不可直接视作有机增长；未来运价、霍尔木兹恢复、资产出售与 Phase 2 项目回报均作为前瞻/条件判断而非既成事实。历史价格使用可公开取得的长期序列并考虑 2022 年 1 拆 3 等公司行动后的可比性，不以单一近期图替代完整价格生命史。

15.4 | Research Findings | 正文↔发现双向追溯

展开本次 Review 的 8 项研究发现

F001 | 真正的投资问题是 Phase 1 扩大的约 6 万亿日元资产能否在 Phase 2 转化成更高 ROA 和核心经营现金流。

研究类型：investment_question

来源研究：OPEN_DISCOVERY

普通股含义：资产规模本身不创造每股价值，新增资产必须跑赢融资成本并形成可分配现金。

不确定性：项目级税后 ROIC 与完整资产回收计划仍未全部公开。

证据：直接证据 | BLUE ACTION 2035 Phase 2 / 2026 President Message。

回到正文：00 | 核心结论 · 01.1 | Investment Question · 13.2 | Synthesis

F002 | 稳定收益化真实存在但高度不均：LNG 约 99%、油轮约 86%为长期采购+长期合同，化学品船约 23%，Capesize 市场暴露约 42%。

研究类型：contract_structure_research_dividend

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：合同底盘可以抬高利润下限，但 MOL 仍保留显著航运周期弹性。

不确定性：非船舶基础设施和未来新增船的完整合同期限分布未全部公开。

证据：直接证据 | Investor Guidebook 2026。

回到正文：03.1 | 长期合同底盘 · 03.2 | 市场暴露反证 · 12.1 | Research Dividend

F003 | Phase 1 投资速度一度明显超过经营现金增长，Phase 2 资产回收与财务纪律不是可选项。

研究类型：capital_efficiency_counterevidence

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：如果核心经营现金流追不上资产平台，稳定业务扩张也可能靠更多融资维持。

不确定性：未来资产出售时点、价格及净负债路径仍取决于执行。

证据：直接证据 | MOL Cash Flow History / Phase 2 capital allocation。

回到正文：05.1 | Phase 1 投资 · 06.1 | 现金流 · 13.2 | 资本链

F004 | LBC、FLNG 与能源转型船队能够延长利润持续时间，也可能把周期风险改造成资本回报与残值风险。

研究类型：asset_return_research_debt

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：战略正确不等于投资回报自动正确，必须以税后 ROIC/ROA 和真实现金回收验证。

不确定性：项目级回报、未来碳价和船舶残值敏感度不足以从当前公开资料精确重建。

证据：直接证据 | Phase 2 / Delfin FLNG / Environmental Regulation。
回到正文：05.1 | 项目扩张 · 05.2 | 现金 ROA · 12.2 | Research Debt · 12.3 | 转型资产 Debt

F005 | 累进分红从 205 日元起步并配合约 40% 总股东回报目标，显著提高股东现金回报可预测性。
研究类型：shareholder_return
来源研究：COVERAGE35
普通股东含义：MOL 正在给高波动航运利润建立更稳定的每股现金底线。
不确定性：长期可持续性仍取决于内部现金、投资纪律与资产回收。
证据：直接证据 | Dividend Policy / Q1 Q&A。
回到正文：08.1 | 累进分红 · 08.2 | 现金纪律 · 11.1 | 正面验证

F006 | 价格已经从 2020 低位完成长期中心迁移并在 2026 突破旧历史高区，但当前仍靠近新高、尚未经历深回抽验证。
研究类型：protected_technical_public_safe
来源研究：TECHNICAL
普通股东含义：长周期结构偏强，但当前位置不再是低位重建型安全入口，追价需要更高基本面兑现。
不确定性：下一次显著 Return 后价格会在哪个区域重新组织。
证据：价格证据 | 长期公开历史价格 + 2026-08-25 约 7,509 高点 / 2026-09-09 约 7,039 收盘。
回到正文：09.2 | 估值安全边际 · 10.1 | Technical Question · 10.2 | Chart Truth · 13.2 | Technical 链

F007 | 中东冲突与全球运输紧张对 MOL 不是一个单向航运 beta：部分散货/油化品受益，汽车船、燃料与物流效率受损。
研究类型：counterevidence_cross_segment
来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
普通股东含义：地缘利好不能机械年化，组合利润取决于不同分部传导的净结果。
不确定性：霍尔木兹恢复与供应链重构路径仍高度不确定。
证据：直接证据 | FY2026 Q1 Q&A / segment outlook。
回到正文：04.1 | 中东双向传导 · 04.2 | ONE 与周期 · 09.1 | 盈利分母

F008 | 约半数外部董事、外部主导薪酬委员会与 clawback 提升治理质量，但资本纪律和安全记录必须以真实执行验证。
研究类型：governance_and_operating_control
来源研究：COVERAGE35
普通股东含义：治理机制有能力约束大型 M&A 与投资，但不能替代项目回报和零重大事故的经营事实。
不确定性：新管理层在 Phase 2 下的实际资产退出与项目筛选记录尚短。
证据：直接证据 | Governance Structure / Remuneration / Safety Data。
回到正文：06.2 | 信用与资本 · 07.1 | 治理 · 07.2 | 安全 · 14.1 | Score

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3503 -->

最后一页 | 合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。