证券代码：601872　　证券简称：招商轮船

招商轮船投资者关系活动记录表

投资者关系活动类别	☐特定对象调研　☐分析师会议 ☐媒体采访　☐业绩说明会 ☐新闻发布会　☐路演活动 ☐现场交流　☑电话会议 ☐投资策略会　☐其他
参与单位	申万宏源证券、中信证券、招商证券、麦格里证券、高盛亚洲、摩根士丹利、华泰证券、宏利基金、永赢基金、南方基金、华宝基金、西部利得基金、富国基金、汇添富基金、国联安基金、中海基金、平安基金、太平基金、华夏基金、海南希瓦基金、财通基金、海富通基金、平安资产、中银基金、恒越基金、汇安基金、景顺长城基金、博时基金、路博迈基金、浦银安盛、光大永明、农银理财、上银理财、三井住友、比亚迪等约二百家机构投资者
时　间	2026 年 6 月 26 日-7 月 2 日
地　点	线上会议
上市公司参加人员姓名	董事会秘书孔康、资深投资者关系总监刘宇丰
投资者关系活动主要内容	**主要介绍内容如下：** **1.关于近期中东（湾内）-中国 TD3C 运费指数的剧烈波动** ➢ **TD3C 从三月初海峡封锁以来指数严重失真，短期内预计继续不具备行业参考价值：**主要油轮公司自 2026 年 3 月初起已不再将 TD3C 作为经营对标基准，产业界普遍不将其作为主要参考指标；据媒体报道，个别头部贸易商因 TD3C 指数失真导致其损失，已经起诉波交所；我们认为国内及行业头部油运公司实际达成的运价水平才反映市场真实的状态。 ➢ 即便在过去市场平稳时期，波交所、上海航交所、克拉克森、

	Poten&partners、Fearnleys 等不同机构的日度运价评估结果也经常存在明显差异，日度数据及其波动对非专业人士的参考性有限。 **2. 霍尔木兹海峡通航相关情况** ➢ **通航趋势判断：霍尔木兹海峡流量恢复的趋势确定**，MY 等谈判和多方博弈可能存在波折，，但重新全面封锁的概率很低；*近期科威特、阿联酋、伊拉克、卡塔尔的原油招标量已明显增加，湾内产油国出货意愿强烈，印度、东南亚等进口国原油需求增长强劲。* ➢ **目前大部分油轮公司派船进湾均需要先谨慎评估风险，至少包括：** a) **战争附加险是必须的，其**费率也是风险水平的核心参考指标之一，目前该费率已大幅下降。 b) **需要充分保障船员安全和船员意愿。**据劳氏数据近期进入波斯湾高风险区域已按照国际海事劳工组织相关规则为船员提供额外风险补偿。 c) **需保障货主货物、船舶安全，租家、船东、管理公司等各方需充分评估风险后**，才会考虑承接进湾运输订单，不会仅因商业收益冒险进入。近日进湾的暂时主要是 sinokor 等个别风险偏好比较高的船东。公司也一直有收到货主、贸易商等进湾需求询盘，但暂时仍在谨慎评估。 ➢ **通航恢复节奏：预计到 2027 年才可能完全恢复到战前通行量水平，当前有限通航状态虽然影响货盘数量，但也为市场保留了风险溢价，对油运行业并非利空。** **3. IRAN 限制豁免相关影响** ➢ OFAC 已颁发通用许可证，给予伊 60 天有条件豁免，覆盖原油生产、储运、交付全流程，**预计东北亚、印度等区域对其原油采购需求将提升，采购其原油在法律层面已不存在障碍。** ➢ **运输船舶选择预计主要取决于买家要求：**按 OFAC 临时豁免理论上合规船和非合规船理论上豁免期内均可运输伊朗原油，但大部分买家和港口等对船舶合规性要求较高，除 NITC 自有船相对年轻一点的船外其他非合规船预计接受度低；若 60 天后达成新的伊核协议，伊、俄、委油全部转为合规运输的话，将带来油运合规船队需求的大额增量。 **4. 行业供需与运价展望** ➢ **全球运力布局变化：** a) 短期运力布局变化：2026 年 3-4 月后由于海峡封锁，中东湾外

	货源有限，公司主要将大部分运力布局到大西洋航线，近日大量船舶回到远东，6-7 月中东区域可运营船位已经比较充足；从全市场看，大西洋区域运力供给压力也大幅减少，近期巴西航线成交运价创下新高。 b) 修船市场产能当前也非常紧张，大量船舶去年四季度以来推迟的特检坞修计划集中在近期执行，叠加其他如干散货船老旧船今明年也是特检坞修高峰，预计会进一步收紧有效运力供给。 ➢ **短期市场展望和估计：** a) **预计 2026 年三季度 VLCC 现货运价较二季度大幅增长机会较高，**四五月份实际有效运价持续回落到 10 万美元/日附近后，随着海峡流量的逐渐回复已经触底回升，MY 备忘录签署后湾外延布、富查伊拉、阿曼航线运价短期冲高到 25 万美元/日附近，西非、巴西、美湾航线运价也大幅上涨，近日小有摩擦后虽有所回落，但仍然均较相关备忘录签署前明显抬升，预计随着后续谈判进展及需求恢复，运价中枢有望进一步抬升。 ➢ **中长期运价中枢：** a) 当前 VLCC 新造船价格已上涨至 1.3 亿美元左右，交付期达到 3-4 年，叠加运营成本的上升，行业保本点和 VLCC 成本曲线已经永久性抬升，**过去 3-4 万美元/天的低运费状态将导致全行业陷入亏损，不可持续。** b) 最新多笔期租成交显示，2026 年下半年中国新兴船厂交付的新造船一年期期租价格已达 11.5 万美元/天；韩国船东 29 年底、30 年交付的 4 艘 VLCC 已与 SK 集团签下 20 年超长期期租，租金达 5.55 万美元/天，反映出市场对 VLCC 运价中长期景气的确定性预期。 c) **年初我们曾预计 2026 年全年运价中枢有望达到 15 万美元/天左右，二季度受战争扰动尤其海峡封锁需求低于预期，海峡逐步恢复通航、开启补库情形下我们目前预计下半年运价中枢可以谨慎调高。** ➢ **景气周期持续性：市场部分投资者担心行业景气度 2027 年将回落，但头部市场参与者预期和期租市场成交价均隐含 2028 年下半年才比较可能出现供给端风险，若届时新船订单按期交付率很高同时老船未按预期退出，预计会出现比较大的下行风险。** **5. 需求端核心支撑** ➢ **中国原油进口需求：**2026 年 3-6 月中国原油进口走弱从各方报道看应该主动管理的结果，包括炼厂降负荷、集中检修、主动降库、暂停成品油出口等，不具备可持续性；6 月中旬起已经观察到部分中国买家恢复租船采购（包括抢购中东湾内促销油），媒体报道下半年成品油出口配额将恢复正常甚至有望放宽，中国原油海运进口量有望从 5 月的 600 多万桶/天恢复至正常情形

	下的 1000 万桶/天以上。 ➢ **全球原油长期需求：**埃克森美孚等大油公司判断全球原油需求到 2040 年度左右才会达峰，达峰后下滑速度也非常缓慢，IEA 甚至 BP 也已经大幅调整对原油需求达峰时间的预测，新能源替代的影响被市场过度放大，南方国家人口高达 60 亿以上，**原油作为化工原料的需求仍将长期增长。** ➢ **长航距需求支撑：**大西洋区域原油产量持续刚性增长，挪威、加拿大、墨西哥湾、巴西、圭亚那、纳米比亚的深海油田等增产与油价关联度低，未来将持续向亚洲出口原油；亚洲正取代欧美成为最重要的炼油炼化中心，全球各国原油进口来源多元化的趋势下，对长航距油运的需求将长期存在，不担心中东原油供给恢复导致运距明显缩短。西油东运（原油）、东油西运（成品油）已经是长期确定趋势。 ➢ **补库需求：**当前油价曲线已经走平，补库的经济性障碍逐渐消除，印度、东南亚、澳洲、东北亚等区域补库需求刚性，中国、欧盟、美国存在较大弹性补库空间，**石油公司资深专家预计补库周期将持续 2 年左右，若有新建库/超额补库需求，周期或会进一步拉长。** 6. 公司经营与定位 ➢ **运力结构优势：公司超 60%的 VLCC 为节能型船舶，经营灵活性高，可适配美湾、巴西、西非等西部航线的运营需求。公司带脱硫塔的 VLCC 今年将达到 80%以上。** ➢ **中国船东和部分希腊/欧洲船东的差异：** a) 国内头部航运企业以持续经营为核心假设，同时承担保供等核心责任，与部分欧美、希腊以资产买卖、短期套利为核心的**资产管理型船东存在本质区别**，且欧美油轮公司普遍业务单一、规模较小、抗风险能力低，美股、欧洲航运股的估值定价方法和股价表现对 A 股指导意义很有限。 b) 央企船东新造船要求严格，船舶投资均按照持续运营 20 年预计，历史上没有造船订单违约记录；而希腊等海外资产管理型船东的新造船订单大量附带选择权，历史上多次出现过弃单毁约争议。 ➢ **运营保本点：国内两家头部油运公司的 VLCC 运营保本点处于 2-3 万美元/天的区间。新进入者及高杠杆船东成本曲线通常远高于此数。** 7. 长锦-Sinokor 联盟相关影响 ➢ Sinokor 与 MSC 等组成的联盟是 2026 年以来油运供给端最大的变量，目前已控制至少 120 多艘 VLCC，其运营模式对行业原有定价逻辑产生颠覆性影响，**是油轮超级周期的重要催化因素。** ➢ 该联盟旗下船舶多为老旧船，存在主动闲置情况，整体运营效

率较低，有望进一步支撑行业运价水平。

8. 行业投资观点

- 过度关注短期运价的极端高点和低点意义不大，现货运价离散且本身波动极大，我们继续认同运价中枢抬升、景气周期拉长是中长期趋势。
- 当前行业的利好尚未完全兑现，**原油“黑转白”**带来的贸易流转换需要时间，**相关需求增量尚未完全释放，后续运价中枢和盈利仍有大幅上行的动力。**
- **油运行业作为石油产业链中游海运服务关键供应链环节的产业价值和投资价值长期被市场低估，当前格局下，中游的回报修复应是确定性趋势。**

主要问答如下：

Q1：当前船舶进入波斯湾需要具备哪些条件？在什么情况下才会承接进湾的运输业务？

A1：首先从行业大环境来看，霍尔木兹海峡通航恢复的趋势十分确定，战争以来第 25 周通行流量已出现大幅回升，伊拉克、卡塔尔等国的原油运输招标量持续增加，湾外当前运费在 WS 250 左右，对应 TCE 约 25 万美元/天，富查伊拉港 6 月上旬停泊的 VLCC 约有 60 艘，目前湾内货盘数量充足，伊拉克巴士拉等原油运输仍有租船缺口。承接进湾业务的前提包括：第一，保险是必备条件，但并非有保险就会进湾；第二，需要充分尊重船员的意愿，据劳氏数据近期进入波斯湾高风险区域已按照国际海事劳工组织相关规则为船员提供补偿；第三，需要货主、租家、船东、保险各方充分评估风险，不会仅因商业利益承接进湾业务。

Q2：霍尔木兹海峡解封后，船东的运力调度策略有什么变化？当前大西洋和中东运价均抬升的背景下，后续运力部署如何规划？三季度运价走势如何？

A2：运力调度策略会根据区域需求动态调整，行业内整体运力向中东回流是普遍趋势，直接降低了大西洋区域的运力供给压力，当前巴西、西非、美湾区域船货比持续优化，最近巴西原油运输的成交点位达到 197 点，创下新高。此外当前修船市场十分紧张，大量船舶的拆检计划从去年四季度推迟到 4-5 月集中进行，修船产能不足进一步压缩了有效运力供给。

Q3：目前长锦商船（Sinokor）进出霍尔木兹海峡的运力规模较大，

	但市场上少见其报价，公司是否了解其价格策略和成交情况？该联盟对油运市场有什么影响？ A3：Sinokor 与 MSC 组成的联盟是 2024 年底以来油运供给端最大的变量，已经对行业定价逻辑和经营模式产生了颠覆性影响，是油轮超级周期的重要催化因素。该联盟 2024 年就已控制 120 多条 VLCC，但当时因船舶未全部到位、财务实力不足未能推动市场上行， MSC 入股 Sinokor 后，联盟资本实力和抗风险能力暴增，预计其会抓住市场窗口持续推动运价上行和行业定价逻辑的转变。 当前市场对油运景气度的持续性可能预期不足，新交付 VLCC 的 1 年期期租运价已经达到 11.5 万美元/天，29-30 年交付的 VLCC 的 20 年期期租运价已经达到 5.55 万美元/天，船舶资产价格稳健上行，均充分说明行业长期景气确定性较强。 **Q4：后续油运行业有哪些正面驱动因素和潜在的不确定性风险？** A4：正面驱动因素方面，第一，补库需求确定性强，刚性补库需求来自印度、东南亚、澳洲、东北亚地区，这类需求和油价无关，部分地区还存在新建库存的需求，美国、中国、欧盟的补库需求则有较大弹性；第二，部分地区原油如果“黑转白”，运价的绝对高度可以显著看高一线；第三，目前部分船东的乐观程度甚至已经高于 2025 年圣诞节；第四，霍尔木兹海峡完全通行、逐渐恢复是大趋势，且从湾内出来的油运量增长趋势已经在 2026 年 6 月初得到确认；第五，中国原油进口走弱应该是短期因素导致，不具备持续性，补库是大概率事件；第六，大西洋地区的原油产量持续增长，挪威、加拿大、巴西、圭亚那、纳米比亚的油田增产趋势明确，巴西国油计划未来继续大幅增产盐下油田，印度原油进口需求到 2030 年代将达到 1000 万桶/天以上，为油运提供长期需求支撑；第七，油轮供给端船队老龄化问题突出，新船交付周期长，当前下单造船通常要到 2029 年甚至更晚才能交付，供给约束明显。潜在风险方面，第一，霍尔木兹海峡通行恢复过程中出现波折的概率较大；第二，若相关方在海峡管辖权问题上持续拉扯，可能影响水道通行效率。 **Q5：如果霍尔木兹海峡仅使用阿曼一侧的水道，其容量能否满足船运需求？** A5：阿曼一侧的水道可供东行、西行船舶进出，但该水道宽度仅约 800 米，而 VLCC 船舶长度约 330 米、宽度约 60 米，重载情况下操作难度大，预计会对通行流量造成影响，导致通行流畅度下降，目前的通行状态肯定

	不如正常时期。 **Q6：未来波斯湾地区风险降低后，油运航距会不会出现缩短的趋势？** A6：航距阶段性的缩短或拉长都会存在，战争、地缘、贸易、套利等因素都会导致贸易路线阶段性变化，但长期来看航距不会趋势性缩短。一方面，中东欧佩克产量增加并没有替代大西洋地区发往亚洲的货量，大西洋地区的原油产量持续增长，挪威、加拿大、美国、巴西、圭亚那、纳米比亚的油田都处于增产趋势，这些地区的原油主要销往亚洲、欧洲，长距离运输需求有支撑；另一方面，为了保障能源安全，各国都会采取原油来源多元化策略，避免对单一地区的依赖超过 20%，长距离的跨区域原油运输需求会长期持续。 **Q7：原油补库的节奏取决于哪些因素，本轮补库周期预计持续多久？** A7：补库节奏或取决于油价曲线结构和绝对油价：第一，油价曲线结构是重要影响因素，前期油价处于深度 back 结构（近月价格远高于远月），补库经济性差，企业采购意愿弱，当前油价曲线已经走平，甚至出现了轻微的 contango 结构（近月价格略低于远月），补库的经济性障碍已经消除，采购意愿明显提升；第二，绝对油价也是重要因素，当前布伦特油价在 70 美元/桶左右，亚洲补库需求非常刚性。本轮补库周期预计在 2 年左右，如果有额外的超额补库需求，周期可能进一步拉长。 **Q8：近期运价下跌的原因是什么，后续运价走势如何？** A8：当前 TD3C、TD15 等航线运价的波动属于短期波动，整体运价总体处于稳步上升的趋势，驱动因素包括霍尔木兹海峡通行流量恢复、油轮需求持续回升，除非海峡通行再出现重大逆转。另外 TD3C 价格波动受单一报价影响较大，指数公允性有所下降，实际上阿曼、富查伊拉锚地、西非、美湾的运价相比霍尔木兹海峡备忘录签署之前已经有明显的抬升。 **Q9：成品油板块后续的运价走势如何？** A9：目前成品油需求有支撑，东北亚对中东石脑油的需求刚性，欧美也有从亚洲进口清洁油需求。近期成品油运输成交价格较高，例如有从中东出口清洁油到美国墨西哥湾的小船，折算日租金达到 15 万美元/天，单趟运费约八九万美金。不过成品油运输需求可能会略有滞后，因为中东炼

	厂复产需求释放还需要时间。具体建议咨询成品油运输领域的专家。 **Q10：中长期运价中枢的判断是怎样的？** A10：长期来看，油轮供给端约束强，新船交付周期长，需求端支撑明确，运价中枢会持续抬升，且景气周期拉长的概率较高。 **Q11：霍尔木兹海峡后续会不会长期处于限流状态，能否恢复到战前通行量水平？** A11：霍尔木兹海峡预计要到2027年才能完全恢复到战前的通行量水平，长期限流相当于在海峡装上“拉链”，会保留近端风险溢价，对油轮市场可能反而是利好。当前通行恢复的趋势已经非常确定，6月上中旬KOC、ADMIC的暗航已经得到的默认，相关招标越来越多，通行量预计会逐步提升。 **Q12：本轮油轮景气周期和70年代油轮周期、2005-2007年干散货周期、2020-2022年集装箱周期相比景气度如何？** A12：本轮周期本质是从2020年启动的航运造船超级周期，油轮是其中的组成部分，核心驱动是船队老龄化（20多年前建造的双壳船进入淘汰期），以及金融危机后航运业长期资本支出不足，行业回报长期偏低不可持续。2020-2022年的集装箱超级行情是供需两端严重挤压和混乱导致的，且班轮行业对定价和预期的管理能力更强。油轮船东预计也在学习集装箱行业的经验，过去石油石化产业链中中游海运环节长期只有个位数回报甚至没有回报的不健康状态不利于整个产业链的长期健康可持续发展，预计将得到修正，海运环节的回报会逐步回归合理水平。