

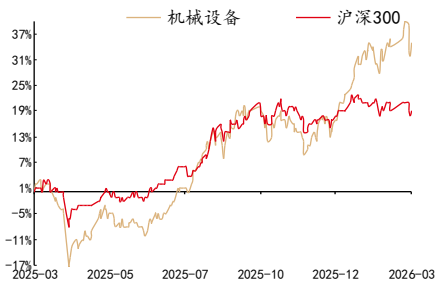
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2363.94
52周最高	2452.72
52周最低	1446.85

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：刘卓
SAC 登记编号：S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com

近期研究报告

《商业航天系列专题之卫星篇（1）：梳理中国星座计划》 - 2026.01.09

油轮（VLCC）：地缘冲突有望拉长拉高本轮超级周期

● 投资要点

1、VLCC 运价周期：基本面主导的上行周期有望 2027 年后见顶，地缘冲突是放大器

VLCC（超大型油轮）运价周期是造船周期的决定因素之一。本轮运价上行周期从 25 年 9 月份左右开始启动，参考中国进口油轮运价指数，从过去两年的 3-4 万美元/天的中枢涨至现阶段的最高接近 50 万美元/天，值得注意的是，在本次中东地缘冲突升级致霍尔木兹海峡封锁前就已经达到 20 万美元/天的高位，这个位置是近 5 年的历史高位。

油轮运价的基本面周期影响因素：2025 下半年启动的运价上行周期，是一轮中长期基本面主导的上行周期，地缘冲突只增强，不改变方向。主要的基本面因素包括，全球原油贸易格局重构导致中长期运力需求持续增加，如印度受次级制裁，减少俄油采购、转向中东/美湾，长航线占比大幅提升；欧洲持续减少俄油、增加美湾/西非进口，平均运距拉长。但是供给端来看，受产能制约影响新船交付缓慢。我们认为供需偏紧的局势至少还要维持 1-2 年，本轮基本面主导的 VLCC 运价上行周期见顶时间可能要看到 2027 年以后。

地缘冲突是本轮运价周期的放大器：此前一些地缘因素，如红海危机大概率面临常态化，本次中东地缘冲突对短期油运影响甚大，霍尔木兹海峡油运规模占 30% 左右，对运力供给影响明显，多数船只只能停靠等待，供需紧张进一步加剧。我们认为本次中东地缘冲突也可能存在中长期常态化的可能，加速了本轮运价上涨，大幅推高本轮周期高度。

2、造船周期：油轮老龄化+环保政策驱动的更新周期驱动本轮超级周期

运价周期带动船东盈利提升驱动老旧船淘汰加快：老船更新周期从 2024 年开始启动，2024 年在造船单价维持相对高位以及油轮运价没有明显上涨的情况下，订单量迎来爆发式增长，相较前几年增长显著，2020-2023 年全球全年订单量仅 10-20 艘。背后的核心因素之一是老龄化。据我们调研了解，现阶段 15 年以上船龄的占比可能已经接近一半。VLCC 经济寿命约 20-25 年，目前已进入老旧船更新周期。且随着运价上涨周期已至，船东盈利有望大幅提升，老旧船淘汰更新的逻辑更加顺畅。

2023 年起的环保政策加严也是推动本轮 VLCC 造船周期的核心因素。影响最大的是环保四大法规，IMO EEXI/CII + 欧盟 ETS + 香港公约。

IMO EEXI（现有船舶能效指数）：生效时间 2023 年 1 月 1 日（已全面实施）。核心要求所有现有船舶必须达到最低能效设计标准

(EEXI), 否则强制限速、罚款、禁入欧盟/美国等主要港口。对 VLCC: 30 万载重吨 VLCC 的 EEXI 基准线已固化, 老船 (2005 年前建造) 几乎全部不达标, 必须降速 (通常降 1-2 节) 或改造才能运营。我们认为, VLCC 降速后, 年运力将会有所损失, 叠加燃油效率低下, 单船年利润损失进一步加大, 改造费用可能超过残值, 船东普遍选择直接拆解。

IMO CII (碳强度指标): 实施时间 2023 年起, 年度评级 + 逐年收紧。以 2019 年为基线, 每年强制降低碳强度。20 年+船龄 VLCC, CII 评级天然为 D/E, 改造费>船价, 2026-2028 年集中退出。

欧盟 ETS (碳排放交易体系): 纳入时间 2024 年 1 月 1 日起, 分阶段全额覆盖: 2024 年: 40%排放量需买配额; 2025 年: 70%; 2026 年起: 100% 全额承担。覆盖范围: 停靠欧盟港口的船舶, 欧盟内航线 100% 计入, 欧盟外航线 50% 计入。

香港公约 (船舶回收公约): 生效时间: 2025 年 6 月 26 日 (已生效)。核心要求船龄≥25 年的船舶, 必须在合规船厂拆解, 禁止“沙滩拆船”, 拆解成本大幅上升。

运力需求增加+运价上涨周期驱动造船周期进一步拉高拉长。全球原油贸易格局重构使得油轮运力需求持续增长, 运力供给受产能制约试访缓慢, 中长期运力供需偏紧, 运价上涨大周期有望 2027 年后见顶。油轮运营商盈利在本轮运价上涨周期中有望大幅提升, 驱动老旧船只淘汰更新, 以及新造油轮迎合持续增长的运力需求。

造船周期总结: VLCC 本轮造船周期是由基本面因素驱动, 老旧船老龄化+环保因素强化带动更新需求向上, 全球原油贸易格局重构带来运力需求提升, 从而拉动造船新增需求, 预计中长期向上, 地缘冲突短期造成 VLCC 运价飙升, 船东预期盈利大幅提升, 进一步增加造船投入, 加速这一轮 VLCC 造船超级周期拉长拉高。我们预计本轮运价周期高点在 2027 年后, 造船订单高点预计在 2027 年后, 或者说从 2024 年开始到 2027 年造船订单预计将一直保持较高的高位韧性, 由于油轮产能偏紧, 一直到 2029 年, 随新产能陆续投放, 国内造船业业绩有望保持持续高速增长, 这将是一轮长达 5 年的超级大周期。

3、造船格局变化: 国产造船业崛起, 从最新订单结构看已近乎垄断地位

26-29 年造船业整体业绩将迎来快速增长, 且造船业格局也发生重大变化, 国产造船厂崛起, 市场份额大幅提升。全球 VLCC 产能主要集中在中国和日韩。2026 年至今, 全球 VLCC 新订单约 50 艘, 国内以恒力重工为代表的造船厂份额大幅提升。

从客户结构来看, 希腊和新加坡及香港偏向国内造船厂, 主要船东包括希腊的 Dynacom、Capital、Maran 等, 以及新加坡/香港的东太平洋 (EPS)、FSL 等。中东船东偏向韩国造船厂, 包括阿曼 Asyad、沙特 Bahri 等。

内外因共同驱动国内造船厂迅速崛起。过去几年全球造船业更新周期开启叠加全球贸易格局重构带动运力供需紧张, 各类船型需求增

长迅速，导致日韩主要造船厂 VLCC 有效产能收缩，有限产能优先集装箱船和 LNG 船等，从今年新单的交付速度来看，显然还是国内造船厂更有优势。从内因来看，随着国内造船业的持续发展，以恒力重工为代表的主要造船厂在批量造船能力方面已更有优势，日韩过去更偏向于少量高端化，未来批量需求增加，国内造船厂优势显著，未来国内造船厂份额有望长期占据绝对比重。

投资建议：我们认为这是一轮地缘冲突催化下的 VLCC 造船业超级大周期。运价周期预计到 2027 年后见顶，主要是考虑到 2024 年造船订单才猛然激增，产能受限导致今年船舶交付有限，明年后才能陆续提升交付量，而且这两年还在加速淘汰老旧船只，运力供给持续紧张，运价有望持续上行，带动 VLCC 运营商盈利大幅提升，保证 2026-2027 年的造船新订单还保持较高韧性，且今年是订单再度大幅增长的大年，我们预计全年新订单在 80-100 艘左右，产业端的加速演进将贯穿全年，从产业周期角度现阶段值得重视。从业绩角度，主要造船厂恒力重工年初至今大量接单，在手订单较为饱满，今年新订单交付时间预计要到 2030 年，跟随新产能释放节奏未来 3 年业绩将保持持续高速增长。建议关注：恒力重工（*ST 松发）。

● **风险提示：**

地缘冲突持续升级风险；市场竞争加剧风险；政策变化风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048