

2026 年 07 月 21 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

张付哲

SAC: S1350525070001

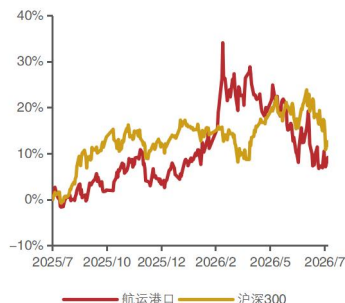
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

高树根

gaoshugen@huayuanstock.com

板块表现：



美伊冲突再起，难扰油运基本面向好趋势

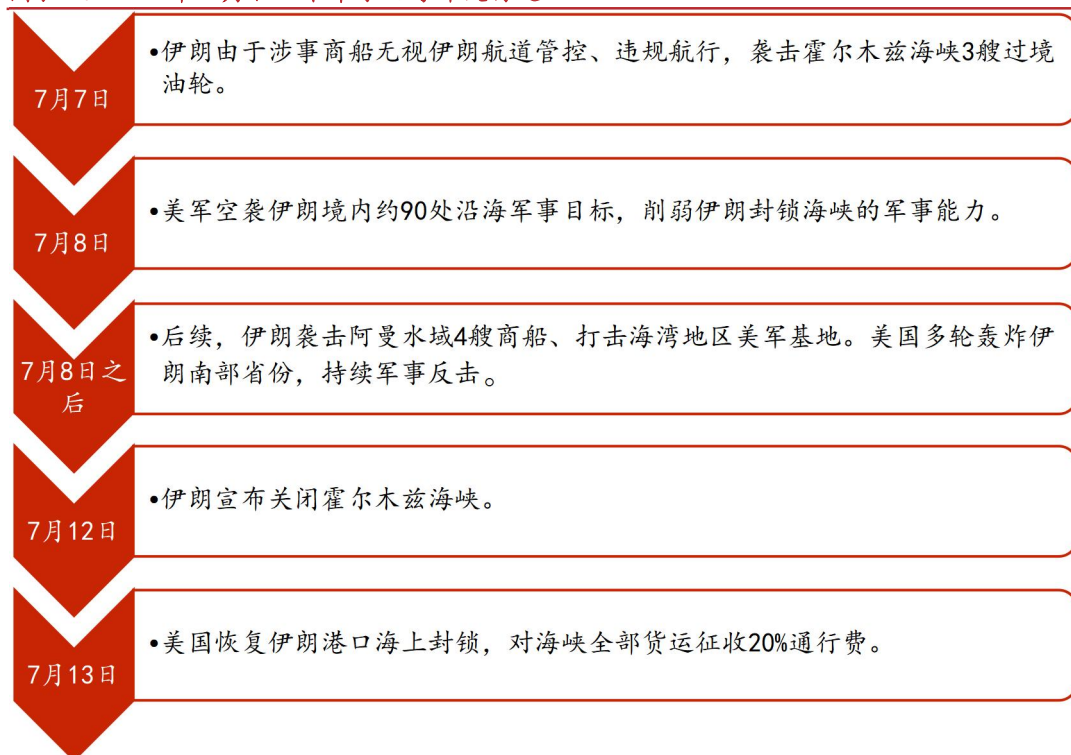
——航运船舶市场系列（21）

投资要点：

- **美伊中东冲突再起，海峡通行成导火索。**7月7日，伊朗由于涉事商船无视伊朗航道管控、违规航行，对途经霍尔木兹海峡的三艘油轮发动袭击。7月8日，美军对伊朗反击，打击了约90个伊朗军事目标。此后，伊朗与美国爆发了自4月初临时停火协议签署以来最激烈的交火：伊朗在阿曼水域附近袭击了四艘船只，打击了多个海湾地区的美军基地；美国则对伊朗南部省份发动多轮轰炸。7月12日，伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡。7月13日，美国宣布恢复对伊朗港口的海上封锁。美伊停火协议或实质破裂，霍尔木兹海峡再度进入“冲突状态”，海峡船舶通行量急剧下滑，自6月中旬以来逐步恢复的部分通行秩序“已实际崩溃”。
- **美伊在6月达成备忘录是双方在面临经济与内政问题上的相互妥协。**6月17日，美国与伊朗签署了谅解备忘录，其核心内容为：美国解除对伊朗的海上封锁、分批解冻伊朗部分海外资产、临时豁免伊朗原油与化工产品出口等；伊朗推动霍尔木兹海峡航运逐步恢复至冲突前状态。据国务院发展研究中心世发所分析，**从美国角度看，此次“停火止损”是通胀与内政压力共同作用的结果；对伊朗而言，签署协议是缓解经济危机、稳定国内局势的必然选择。**整体来看，美伊双方签署谅解备忘录只是阶段性的缓冲，是美伊双方经济与内政问题上的相互妥协。美伊之间的核心矛盾并未得到根本解决。
- **美国原油战储屡创历史新低，通胀压力或影响特朗普中期选举。**2月28日开始的美伊冲突造成霍尔木兹海峡航运受限，中东原油出口受限导致国际油价大幅上涨。为缓解全球能源通胀，美国当地时间3月11日晚宣布，将在未来120天释放战略石油储备1.72亿桶的计划。美国战略石油库存本就在2022年大量释放后补充有限，本次释放让原就低位的战略库存进一步捉襟见肘。截至7月10日，美国原油战略库存仅剩3.17亿桶，持续刷新43年以来的新低。美国中期选举临近，未经国会授权的军事行动叠加美国国内高通胀与高油价，持续损耗执政党民意支持度。若冲突延续，处于历史低位的美国战略石油储备难以持续压制油价上行，居高不下的油价与通胀压力或将持续对特朗普团队的中期选举形势形成负面冲击。
- **美国重启对伊制裁与封锁，伊朗国内经济持续承压。**美伊冲突爆发后，美军曾在4月13日至6月18日对伊朗实施海上封锁，导致伊朗原油出口大减。随后6月美伊达成临时和平协议，中东原油供应迅速恢复，导致国际油价逐步下行至冲突前水平。下游需求端对于政策不确定的伊朗原油持谨慎态度，更倾向于购买油价更低的合规油，导致伊朗原油滞销。截至7月1日，伊朗原油与凝析油在海上积压规模已超过5800万桶；在亚洲水域停留超过七天的伊朗原油已超过2000万桶，较一周前增加近18%，九成原油未售出。原油出口为伊朗核心外汇与财政收入来源，外销受阻直接导致伊朗原本恢复国内经济的目的未达预期。随着冲突再起与制裁恢复，伊朗原油销售问题较一个月前并未得到有效缓解，甚至进一步加重。伊朗国内经济韧性或将持续承压，且情况未较6月达成协议时有所改善。

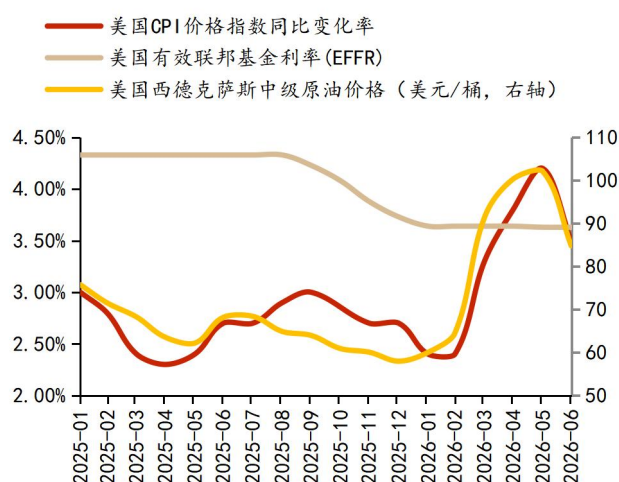
- **中东各国财政持续承压，已经降价急售原油。**中东主要产油国财政收入高度依托油气产业。经 IMF 测算，2026 年伊拉克与卡塔尔财政收入超 80% 来源于油气产业，科威特、沙特、阿联酋三国财政收入对油气产业的依赖度超 40%。美伊冲突再起导致海峡通行受阻，中东各国原油出口再受冲击。中东各国财政营收与原油外销深度绑定，叠加各国刚性公共支出难以缩减，整体财政或持续承压。美伊达成“停火备忘录”之后，中东部分产油国为缓解国内财政压力，已下调原油外销基准价格，希望通过降价的方式快速恢复原油出口量与收入。
- **美伊中东三方或难以承受冲突持续，地缘冲突、中东原油出口与油运运价中枢三大趋势有望共振。**6 月 17 日美伊达成“停火备忘录”以来，美伊中东三方的各自情况未有根本性缓解：美国仍受原油战储新低与内政问题约束；伊朗原油出口受阻，国内经济持续承压；中东产油国面临财政压力。本次中东冲突再起更多在于施压并定义霍尔木兹海峡的威慑格局，而非引爆全面冲突，且美伊中东三方或难以承受冲突持续，后续或将重回早前的“停火备忘录”状态。即便后续中东冲突反复，中东产油国受制于财政压力，短期或将采取“原油降价”与“暗航”方式维持原油出口；中长期来看，沙特、阿联酋与伊拉克均有新修或扩建原油出口管道的计划，以避免开易受冲突影响的霍尔木兹海峡，维持各自的油气贸易流与油气收入。若中东原油出口恢复，油运需求有望持续向好，合规 VLCC 有望“一船难求”。从中长期看，地缘冲突、中东原油出口与油运三大趋势有望共振：1）地缘冲突或将逐步缓和；2）中东原油出口有望逐渐恢复；3）中东原油海运量恢复有望驱动油运运价中枢持续上移。
- **投资分析意见。**当前美伊冲突短期扰动中东原油出口。从中长期看，**地缘冲突或将逐渐缓和、中东原油出口有望逐渐恢复、油运运价中枢有望持续提升，三大趋势有望共振。**中东与大西洋地区持续增产原油，亚洲原油进口多元化布局拉长海运航距，原油海运有望量距齐增，叠加合规 VLCC 供给端受限、老船淘汰节奏加速，油运基本面持续向好；“长锦因素”重塑行业定价逻辑，以及潜在地缘变局催化，“油运大时代”有望来临。我们认为，VLCC 运价在 2026 年初以来的强势表现是由基本面、供给侧重构和地缘变局，三重趋势性利好推动。本轮“油运大时代”的高度与持续性有望持续超预期。**建议关注招商轮船、中远海能、招商南油。**
- **风险提示：中东地缘冲突全面升级风险、原油增产不及预期、原油需求不及预期、老船淘汰不及预期、全球宏观经济增长不及预期。**

图表 1：2026 年 7 月初以来中东地缘冲突再起



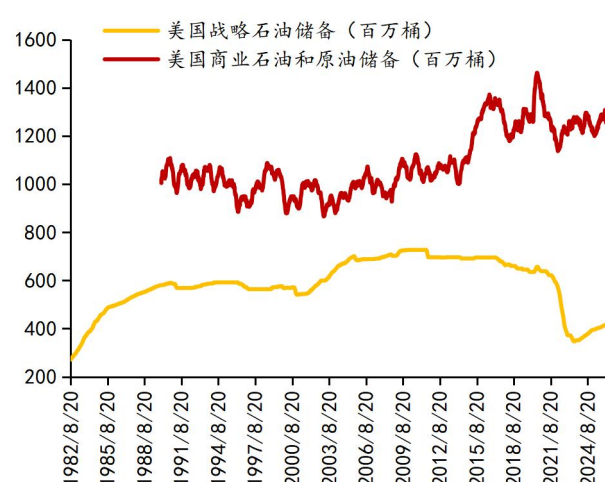
资料来源：中国新闻周刊、华尔街见闻、中国新闻网、华源证券研究所

图表 2：油价大涨导致美国国内经济持续通胀



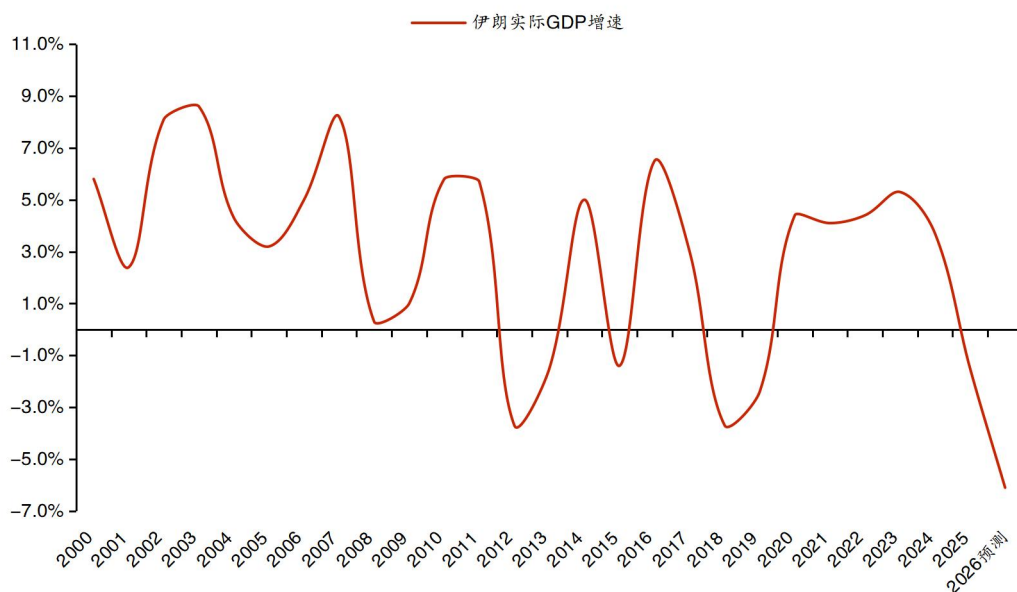
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 3：美国战略石油库存降至历史新低



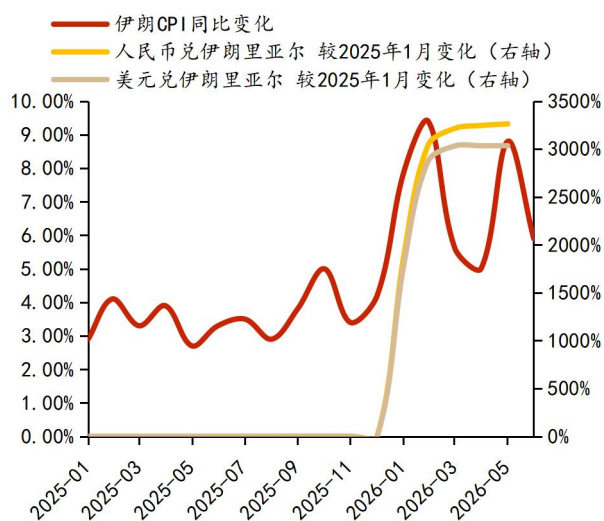
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表4：美伊冲突爆发后，IMF在4月将伊朗2026年GDP增速预测大幅下调至-6.1%



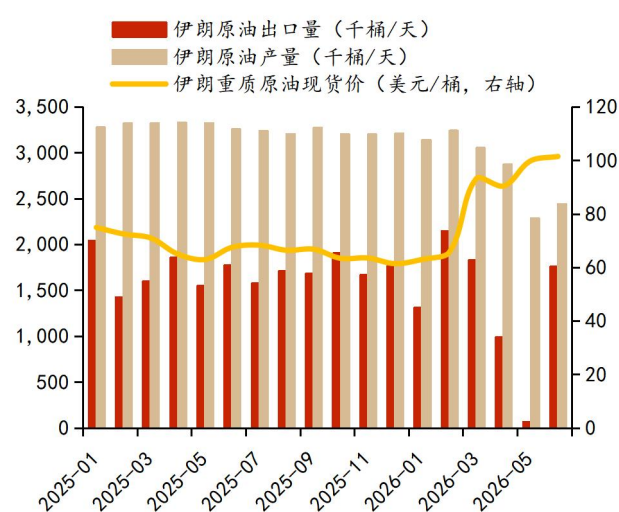
资料来源：IMF、华源证券研究所

图表5：美伊冲突爆发后，伊朗国内CPI指数及汇率大幅增长



资料来源：ifind、Trading Economics、华源证券研究所

图表6：美军从4月开始封锁伊朗，导致伊朗原油出口在5月几乎停滞

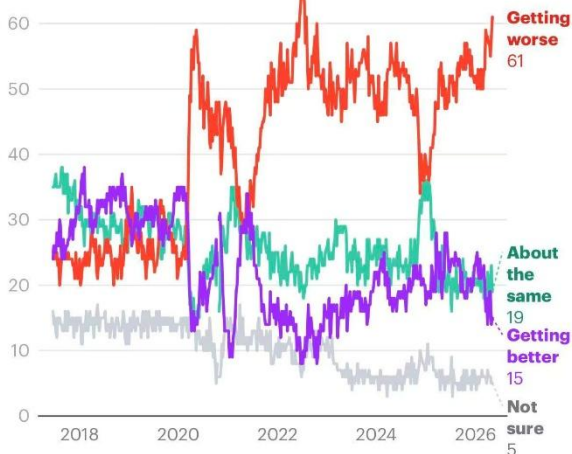


资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 7：美伊冲突后，美国民众对经济发展前景感到悲观的占比明显提升

Is the U.S. economy getting better or worse?

Overall, do you think the economy is getting better or worse? (% of U.S. adult citizens)



Note: Responses of "don't know" are not shown. Data for Sept. 26 - Nov. 14, 2020 is among registered voters only.

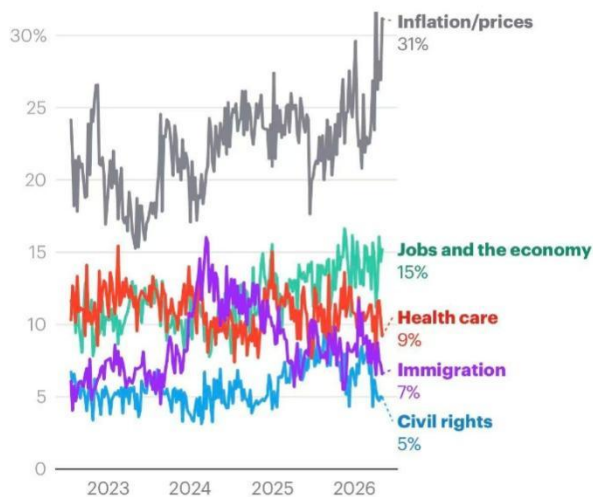
YouGov The Economist / YouGov | June 18, 2017-May 4, 2026 • Get the data

资料来源：YouGov、华源证券研究所

图表 8：美伊冲突后，更多美国民众将通胀作为个人最重要的关注点

Americans' most important issues

Which of these is the most important issue for you? (% of U.S. adult citizens)



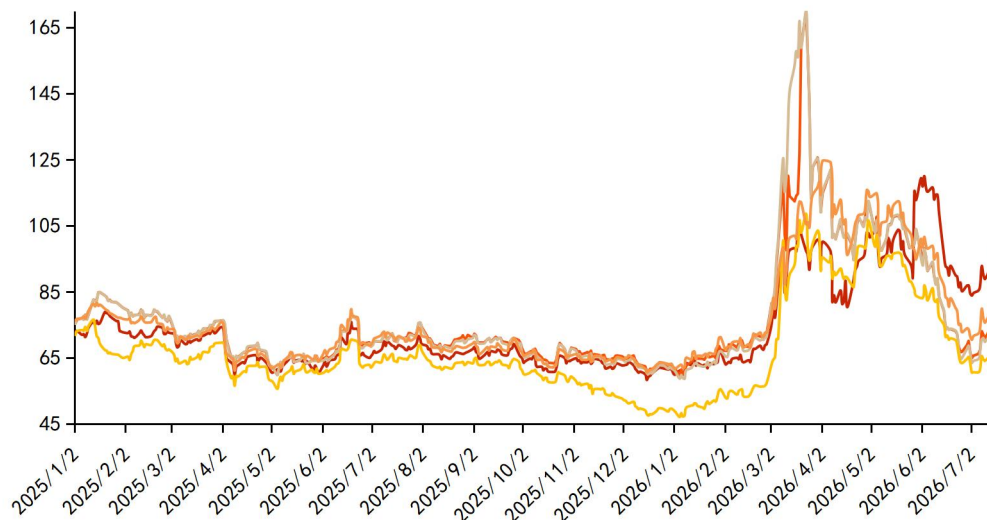
Note: This chart shows several of the most frequently chosen issues from a list of more than a dozen issues. Other issues are not shown.

YouGov The Economist / YouGov | July 16, 2022-May 4, 2026 • Get the data

资料来源：YouGov、华源证券研究所

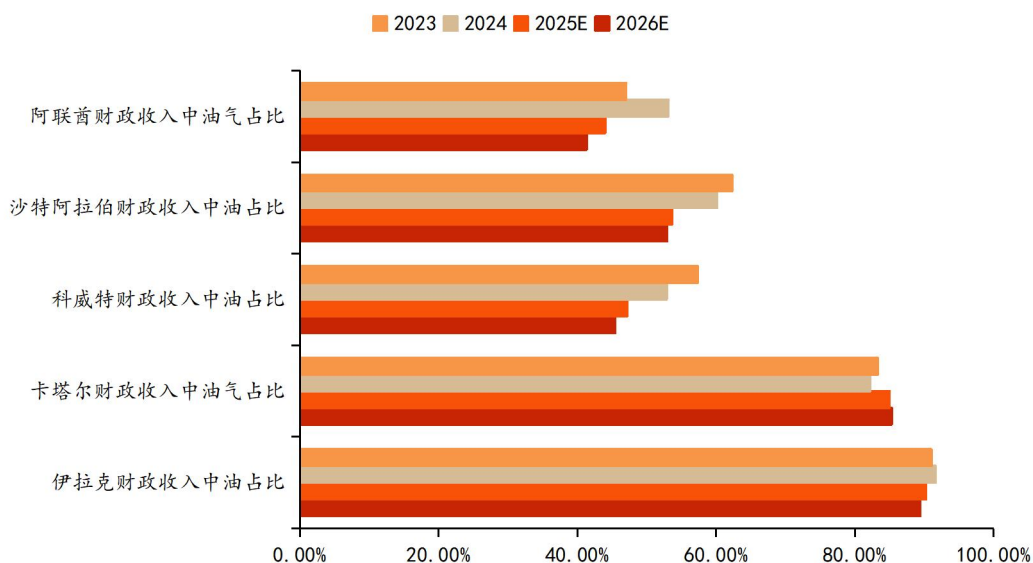
图表 9：美国海上封锁伊朗，导致伊朗油价格明显高于其他中东与西非油

— 伊朗重质原油现货价 (美元/桶) — 穆尔班(阿联酋)原油现货价 (美元/桶)
— 阿曼原油现货价 (美元/桶) — 俄罗斯ESPO原油现货价 (美元/桶)
— 邦尼(尼日利亚)原油现货价 (美元/桶)



资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 10：中东各国油气/油占财政收入比例较大，原油销售受限或导致各国财政持续承压



注：卡塔尔、伊拉克 2024 年数据为预测值/估计值

资料来源：IMF、华源证券研究所

图表 11：沙特、阿联酋、伊拉克或将陆续开展原油管道计划，以降低对霍尔木兹海峡的依赖

沙特东西输油管道 潜在扩容规划	阿联酋绕霍尔木兹海峡输油 新管道建设项目	伊拉克原油管道 新建与扩容项目
潜在规划：现有管线峰值原油运力 700 万桶/日，沙特或考虑扩展一定的原油输送能力，并新建一条较小的第二管道用于输送成品油。与此同时，科威特、巴林和卡塔尔等国因缺乏绕过海峡的输油线路，可能正在与沙特洽谈管线接入合作。	新建管线规划：项目已完成近 50%，计划 2027 年建成投运。该项目或将经富查伊拉港绕海峡，原油出口能力将翻倍，目前运营中的富查伊拉管道输送能力约为 180 万桶/日。	- 巴士拉 — 哈迪斯萨跨境原油新建管道：2026 年 5 月正式动工，管线全长约 700 公里，设计运力 250 万桶/日，远期或可延伸连通土耳其、叙利亚的出海港口。 - 库尔德 — 杰伊汉北线原油管道翻新扩容工程：计划将经库尔德地区输往地中海沿岸的杰伊汉港的管道输送能力从当前约 22 万桶/日提升至 77 万桶/日，全部扩容工作将在三个月内落地完成。

资料来源：财联社、环球网、新阿拉伯人报、中国经济报导、华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。