



航运港口行业研究

买入（维持评级）

 行业月报
 证券研究报告

交通运输组

分析师：李丹（执业 S1130526040004）

lidan6@gjzq.com.cn

VLCC 刷新极值，北半球冬天是否还有惊喜？

核心观点

1、中东局势紧张加剧，霍尔木兹海峡与曼德海峡通行受阻，油运高景气延续。2月28日，美伊冲突爆发，严重扰乱霍尔木兹海峡通行。随着风险溢价上升，TD3C-TCE 水平迅速抬升，9月17日已达到120万美元/天以上；然而，该航线市场成交量极小，无法代表船东的实际收益。VLCC 成交主要集中在红海、西非和美国墨西哥等地，VLCC-TCE 9月17日抬升至70万美元/天以上的水平，此后连续触达历史最高位置。当前处于美伊博弈阶段，海峡封锁情况反复，影响市场信心；叠加红海地区出现新的地缘风险，短期内市场仍在重复该逻辑：海峡通行受阻→石油供应紧张+船舶避险绕行→油运价格抬升；因此，我们认为短期内油运将维持景气。

船舶市场被运价带动，高度景气：根据 Braemar, 2026 年 9 月第四周，VLCC 非环保型/环保型/环保过滤型一年期租价格分别达到 23.5/24.25/25 万美元/天，反映出期租市场的高度景气；Clarksons 的口径较为保守，2026 年 9 月，Aframax/Suezmax/VLCC 一年期租价格环比+15.8%/+34.7%/+24.3%，同比+98.7%/+155.6%/+186.5%，船舶租价站在历史高位。2026 年 1 月起 VLCC 船舶 5 年期价格高于新船，7 月起 VLCC 船舶 10 年期价格高于新船，价格出现倒挂，反映出市场对即期市场的高度看好。

2、需求：冲突烈度加剧，石油产业链高度景气，需求端行情火热。霍尔木兹海峡的关闭引发石油的严重断供，原油进口需求逐渐转向大西洋市场，美湾至亚洲的运距为中东至亚洲的 2.6 倍，大幅推升吨海里需求。9 月以来美伊冲突烈度急剧抬升，美伊沙三方均有商船受到袭击，至当地时间 9 月 10 日，沙特输送至延布港的油运东西管道遇袭受损，标志油运紧张程度进入新阶段。根据路透社 9 月 16 日报道，沙特阿美向亚洲长协客户增加阿曼 Sohar 外海过驳货源，涵盖轻质、中质及重质原油。Energy Aspects 卫星跟踪估计，过去一周 Ras Tanura、Juaymah 日均装载量翻倍至约 400 万桶；过驳方式使得油运效率大幅降低。

石油产业链上下游高度景气，支撑油运行情高度景气。上游供给端，截至 9 月 23 日，WTI 原油期货价 92.16 美元/桶，布伦特原油期货价 103.08 美元/桶，原油价格处于相对高位水平；下游炼化端，截至 9 月 23 日，汽油裂解价差 59.01 美元/桶；柴油裂解价差 99.69 美元/桶；9 月 22 日，美国总统特朗普公开支持限制柴油出口，以压低美国国内的燃料价格；美国财政部长贝森特随后表示政府正在评估其可行性。若政策落地，其他地区的炼化利润将有望进一步推高，从而使进口商有更大空间承受原油运输的天价运费；同时，美国将有更多原油可供出口，利好跨大西洋航线的阿芙拉型油轮运价。

3、供给：在手订单大幅增长，但现役船队老龄化严重，龙头份额提升。在手订单大幅增长。在红海危机船只绕行运力紧张及前期旺季催化下，2024Q1-Q2 和 2025Q4-2026Q1 新订单迎来集中签订，带动当前 VLCC、苏伊士型船、阿芙拉船在手订单分别占比各自运力的 32.6%/29.1%/7.4%，处于近年来的相对高位。受限于船坞产能紧张以及排期靠后，交付预计集中于 2027-2029 年。截至 2026 年 9 月，当前油轮船队在手订单与运力之比为 28.02%，环比上月提高 0.46pct，处于 2015 年以来的历史高位。

当前原油轮老龄化严重。原油油轮/VLCC20 岁以上船舶分别占比 22.4%/20.3%，运营压力较大；未来几年是 2009 年-2012 年交付船舶集中加速老龄化时期，拆船压力加剧。近期在手订单疾速增长或可缓解该潜在威胁。

寡头控盘叠加制裁加码，加剧供给紧张。全球前十大 VLCC 船东共控制 380 艘船舶合计占全球船队规模的 40.6%，行业集中度空前提高，供给端被人为锁住，运价利润中枢抬升；受制裁原油轮占比快速提升，而影子/受制裁船队效率低，供给或减少。

投资建议

石油产业链上下游景气，供给刚性确定，全球补库提供需求端支撑，中国、印度等亚太新兴国家的需求增量驱动油运需求向上。美伊冲突后全球石油贸易重构带动运距显著拉长，美湾、南美及西非等长运距地区出货增加，有望进一步带动吨海里需求向上。我们继续看好油运景气周期的演绎，推荐招商轮船、中远海能，建议关注招商南油。

风险提示

地缘政治风险，大国关系风险，市场需求下行或供需失衡风险。



内容目录

1、油运市场回顾.....	5
1.1 中东地缘局势紧张扰动，油运大周期再临.....	5
1.2 市场高度景气，VLCC 一年期租超过 20 万美元/天.....	6
2、冲突烈度加剧，石油产业链高度景气，需求端行情火热.....	7
2.1 快变量：地缘冲突导致航距变长与效率下降.....	7
2.2 快变量：石油产业链上下游高度景气.....	10
2.3 慢变量：各国或将增购，上游原油增产.....	11
3、供给端在手订单大幅增长，但现役船队老龄化严重，龙头份额提升.....	14
3.1 市场需求旺盛，新签订单大增.....	14
3.2 市场有效供给下滑，船舶老龄化严重.....	17
3.3 寡头控盘叠加制裁加码，加剧供给紧张.....	18
4、投资建议.....	19
4.1 招商轮船：综合航运龙头，油散景气共振.....	19
4.2 中远海能：全球油运龙头，外贸油运贡献弹性.....	20
三、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：霍尔木兹海峡通行受限.....	5
图表 2：VLCC 运价创新高（美元/天）.....	5
图表 3：9 月以来中东地缘政治风险急剧抬升.....	5
图表 4：9 月 10 日沙特油运东西管道遇袭后暂时停运.....	5
图表 5：原油 BDTI 与成品油 BCTI 运价指数.....	6
图表 6：原油轮分船型 TCE（美元/天）.....	6
图表 7：VLCC 分航线 TCE（美元/天）.....	6
图表 8：成品油轮分航线 TCE（美元/天）.....	6
图表 9：油轮分船型一年期期租价格（美元/天）.....	6
图表 10：2026 年 9 月第四周油轮期租价格（万美元/天）.....	7
图表 11：VLCC 期租价格高景气（美元/天）.....	7
图表 12：VLCC 船价出现倒挂（百万美元/艘）.....	7
图表 13：俄乌冲突前，俄罗斯与欧洲石油贸易航线.....	8
图表 14：俄乌冲突后，俄罗斯与欧洲石油贸易航线.....	8
图表 15：地缘冲突导致中东石油出口出现波动（百万桶/天）.....	8
图表 16：中东通过替代管带改道延布港出口.....	8



图表 17:	2026 年 9 月以来霍尔木兹海峡及其周边地区遭遇军事攻击的商船名单 (截至 9 月 25 日)	8
图表 18:	中东地缘政治风险导致全球油运航距增加	9
图表 19:	船对船过驳将造成一定效率损失	9
图表 20:	2026 年以来 STS 原油过驳次数明显增加	9
图表 21:	2026Q2 VLCC 单航次平均空放天数环比+23%	9
图表 22:	油运运距预测	9
图表 23:	国际原油价格 (美元/桶)	10
图表 24:	部分航线原油运价折算 (美元/桶)	10
图表 25:	汽油裂解价差 (美元/桶)	10
图表 26:	柴油裂解价差 (美元/桶)	10
图表 27:	2026 年美国航运柴油出口各区域均有上升	10
图表 28:	2026 年至今美国出口前 15 大目的地国家	10
图表 29:	山东地炼开工率 (%)	11
图表 30:	主营炼厂开工率 (%)	11
图表 31:	美国炼厂开工率 (%)	11
图表 32:	欧洲 16 国炼厂开工率 (%)	11
图表 33:	历史原油库存与油价表现存在负相关性	11
图表 34:	OECD 国家正在消耗原油库存 (百万桶)	11
图表 35:	海上浮仓库存持续下降	12
图表 36:	美国战略原油库存急剧减少, 已达警戒水位 (亿桶)	12
图表 37:	美国原油净进口量已转正 (千桶/日)	12
图表 38:	日本原油库存一度达到历史最低点 (亿升)	12
图表 39:	韩国原油库存处于历史低位 (千公吨)	12
图表 40:	印度原油库存断崖下滑 (千公吨)	12
图表 41:	地缘事件导致石油供不应求, 预计仍偏紧	13
图表 42:	欧佩克原油产量尚未恢复至 2022 年水平 (千桶/日)	13
图表 43:	美国原油产量 (千桶/日)	13
图表 44:	美洲地区部分国家原油产量 (百万桶/日)	13
图表 45:	OPEC 对 2026、2027 年全球石油需求预测 (百万桶/日)	13
图表 46:	EIA 对 2026、2027 年全球石油需求预测 (百万桶/日)	14
图表 47:	原油/成品油运输供需平衡表	14
图表 48:	新签订单 (DWT)	15
图表 49:	原油轮在手订单与运力之比	15
图表 50:	VLCC 交付量 (艘)	15
图表 51:	Suezmax 交付量 (艘)	15



图表 52: Aframax 交付量 (艘)	15
图表 53: LR2 交付量 (艘)	15
图表 54: LR1 交付量 (艘)	16
图表 55: MR 交付量 (艘)	16
图表 56: 原油轮新船价格 (百万美元/艘)	16
图表 57: 成品油轮新船价格 (百万美元/艘)	16
图表 58: VLCC 二手船价格 (百万美元/艘)	16
图表 59: Suezmax 二手船价格 (百万美元/艘)	16
图表 60: Aframax 二手船价格 (百万美元/艘)	17
图表 61: LR2 二手船价格 (百万美元/艘)	17
图表 62: LR1 二手船价格 (百万美元/艘)	17
图表 63: MR 二手船价格 (百万美元/艘)	17
图表 64: 原油轮平均船龄持续攀升至历史高位 (年)	17
图表 65: 船龄分布 (截至 2026 年 7 月 24 日, 载重吨口径)	17
图表 66: 老旧油轮产能利用率下滑	18
图表 67: 老旧油轮周转次数下滑	18
图表 68: 全行业油轮拆解量偏低 (百万 DWT)	18
图表 69: 原油轮主要船型拆解量 (艘)	18
图表 70: 冲突发生以来影子/制裁船队效率损失 (%)	18
图表 71: 冲突以来被制裁油轮比例迅速攀升 (%)	18
图表 72: 可比公司估值情况	19
图表 73: 招商轮船是全球第二大 VLCC 运营商 (百万 DWT)	19
图表 74: 招商轮船收入结构 (亿元)	19
图表 75: 招商轮船油运业务盈利弹性测算	19
图表 76: 招商轮船 2026Q4 盈利弹性测算	20
图表 77: 中远海能各业务营收 (亿元)	20
图表 78: 部分业务毛利率	20
图表 79: 中远海能外贸原油油运业务盈利弹性测算	20
图表 80: 中远海能 2026Q4 原油盈利弹性测算	20



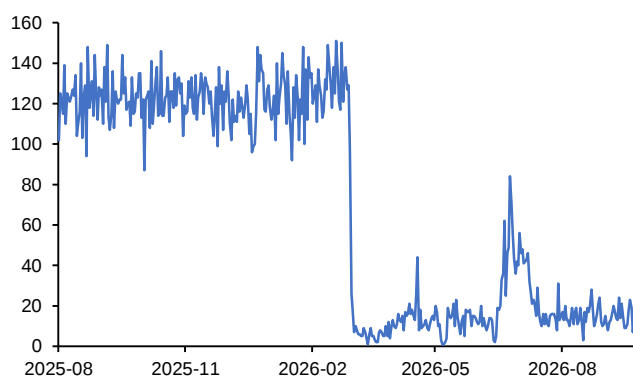
1、油运市场回顾

1.1 中东地缘局势紧张扰动，油运大周期再临

2026年2月28日，美伊冲突爆发，严重扰乱霍尔木兹海峡通行；经过几个月的反复拉锯，9月冲突烈度持续升级，美伊沙三方均有商船受到袭击，至当地时间9月10日，沙特输送至延布港的油运东西管道遇袭受损，标志油运紧张程度进入新阶段。随着风险溢价上升，TD3C-TCE水平迅速抬升，9月17日起已达到120万美元/天以上；然而，该航线市场成交量极小，无法代表船东的实际收益。VLCC成交主要集中在红海、西非和美国墨西哥等地，VLCC-TCE自9月17日开始同样抬升至70万美元/天以上的水平，连续触达历史最高位置。

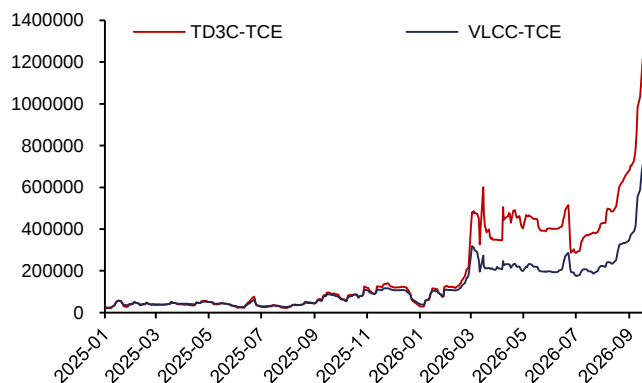
当前处于美伊博弈阶段，海峡封锁情况反复，影响市场信心；叠加红海地区出现新的地缘风险，短期内市场仍在重复该逻辑：海峡通行受阻→石油供应紧张+船舶避险绕行→油运价格抬升；因此，我们认为短期内油运将维持景气。

图表1：霍尔木兹海峡通行受限



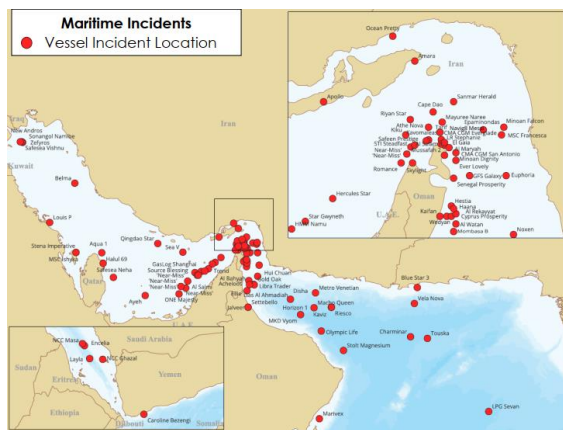
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表2：VLCC 运价创新高（美元/天）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表3：9月以来中东地缘政治风险急剧抬升



来源：Clarksons，国金证券研究所

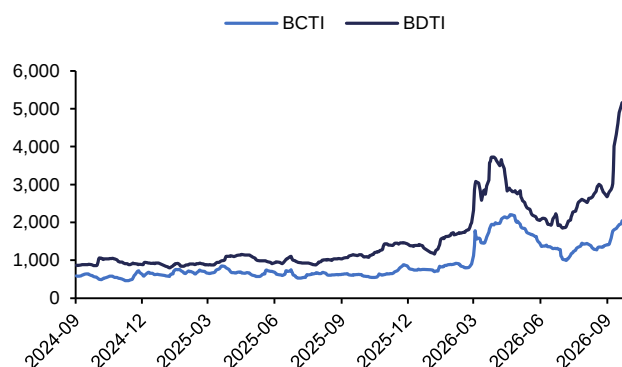
图表4：9月10日沙特油运东西管道遇袭后暂时停运



来源：路透社，国金证券研究所

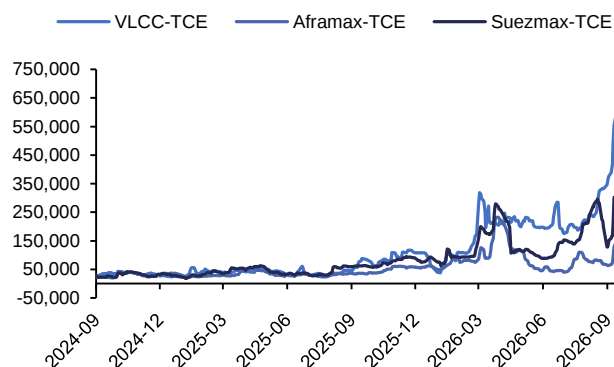


图表5: 原油 BDTI 与成品油 BCTI 运价指数



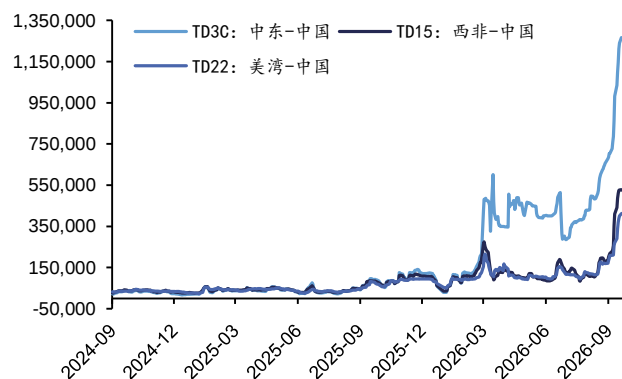
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表6: 原油轮分船型 TCE (美元/天)



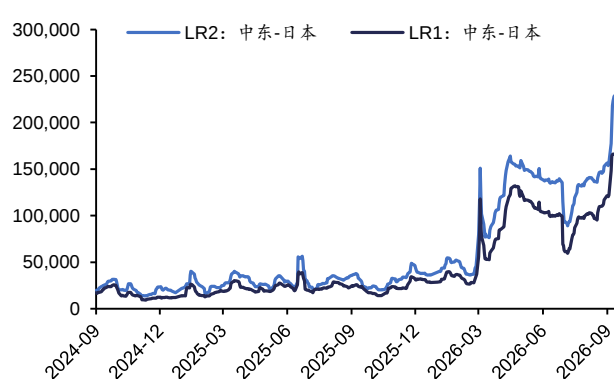
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表7: VLCC 分航线 TCE (美元/天)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表8: 成品油轮分航线 TCE (美元/天)

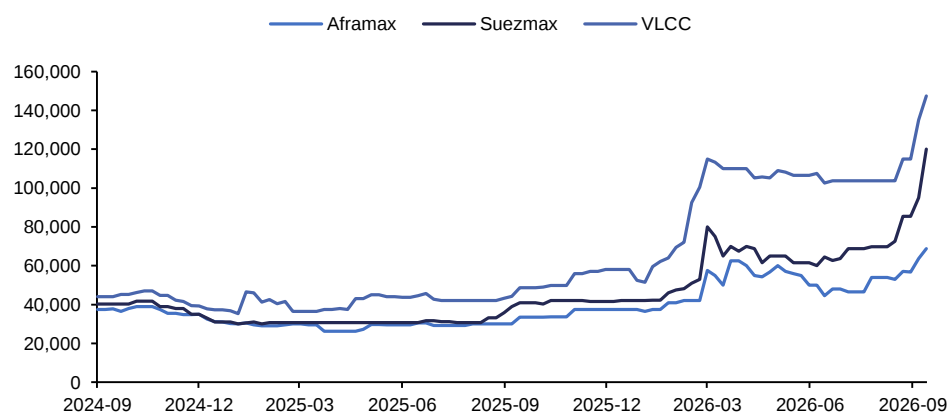


来源: Clarksons, 国金证券研究所

1.2 市场高度景气, VLCC 一年期租超过 20 万美元/天

船舶市场被运价带动, 高度景气。根据 Braemar, 2026 年 9 月第四周, VLCC 非环保型/环保型/环保过滤型一年期租价格分别达到 23.5/24.25/25 万美元/天, 反映出期租市场的高度景气; Clarksons 的口径较为保守, 2026 年 9 月, Aframax/Suezmax/VLCC 一年期租价格环比+15.8%/+34.7%/+24.3%, 同比+98.7%/+155.6%/+186.5%, 船舶租价站在历史高位。2026 年 1 月起 VLCC 船舶 5 年期价格高于新船, 7 月起 VLCC 船舶 10 年期价格高于新船, 价格出现倒挂, 反映出市场对即期市场的高度看好。

图表9: 油轮分船型一年期期租价格 (美元/天)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

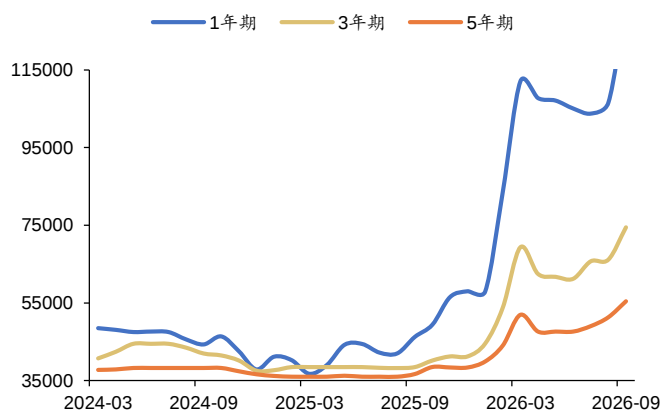


图表10: 2026年9月第四周油轮期租价格(万美元/天)

船舶类型		1 年期		2 年期		3 年期		5 年期	
		年化租金	环比增加	年化租金	环比增加	年化租金	环比增加	年化租金	环比增加
VLCC	非环保型	23.5	5	17.35	3	10.2	1		
	环保型	24.25	5	17.75	3	10.7	1	8.25	0.5
	环保过滤型	25	5	18	3	11	1	8.5	0.5
Suezmax	非环保型	13.9	0.5	10	1	7.2	0.5		
	环保型	15.25	1.5	10.5	1	7.7	0.5	6	0.25
	环保过滤型	15.5	1.5	11	1	8	0.5	6.26	0.25
Aframax	非环保型	9.6	1	6.3	0.5	4.95	0.55		
	环保型	9.8	1	6.8	0.5	5.05	0.55	3.8	0.2
	环保过滤型	10	1	7	0.5	5.25	0.55	4	0.2

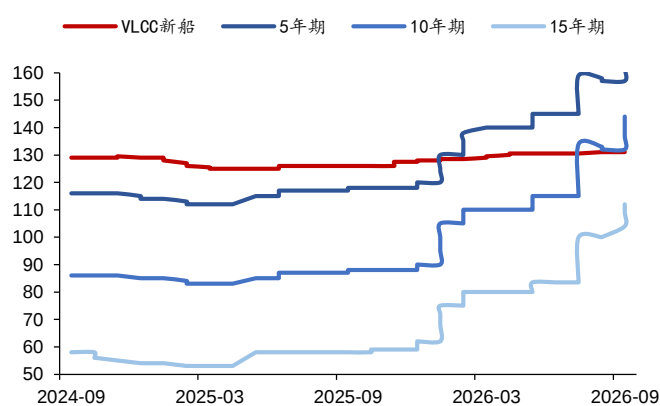
来源: Braemar, 国金证券研究所

图表11: VLCC 期租价格高景气(美元/天)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表12: VLCC 船价出现倒挂(百万美元/艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

2、冲突烈度加剧，石油产业链高度景气，需求端行情火热

2.1 快变量：地缘冲突导致航距变长与效率下降

复盘 2022 年俄乌冲突，全球石油贸易航线发生重构。原本俄罗斯与欧洲的贸易路线主要是：1) 波罗的海线：波罗奈斯克港(Primorsk)和卢加港(Ust-Luga)出发，主力船型是阿芙拉船；2) 黑海线：新罗西斯克港(Novorossiysk)，可以泊苏伊士船。欧洲禁运俄油后对航线的影响：1) 俄油需要寻找新客户，即远东买家；2) 欧洲需要美国、中东进口替代。这都极大拉长航程，且激发 VLCC 需求。

2026 年中东地缘政治风险，导致全球石油贸易航线重构 2.0。霍尔木兹海峡的关闭引发石油的严重断供，原油进口需求逐渐转向大西洋市场。此时，美国投放战略原油储备和美洲国家原油增产，支撑美湾出货持续旺盛。而且由于美湾至亚洲的运距为中东至亚洲的 2.6 倍，大幅推升吨海里需求。

9 月以来美伊冲突烈度急剧抬升，美伊沙三方均有商船受到袭击，至当地时间 9 月 10 日，沙特输送至延布港的油运东西管道遇袭受损，标志油运紧张程度进入新阶段。根据路透社 9 月 16 日报道，沙特阿美向亚洲长协客户增加阿曼 Sohar 外海过驳货源，涵盖阿拉伯轻质、中质及重质原油。Energy Aspects 卫星跟踪估计，过去一周 Ras Tanura、Juaymah 日均装载量翻倍至约 400 万桶；这一方式实际上降低了油运的效率。

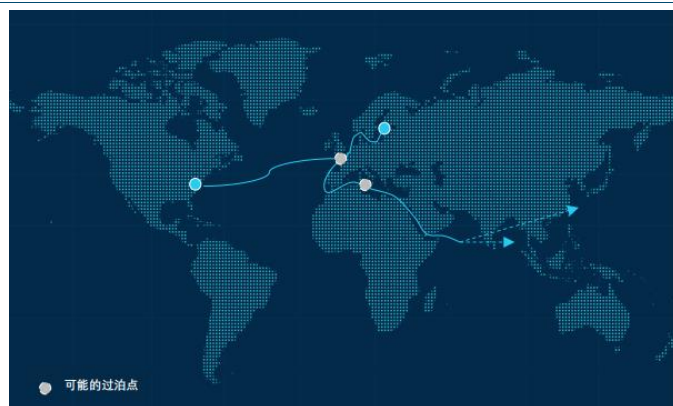


图表13: 俄乌冲突前, 俄罗斯与欧洲石油贸易航线



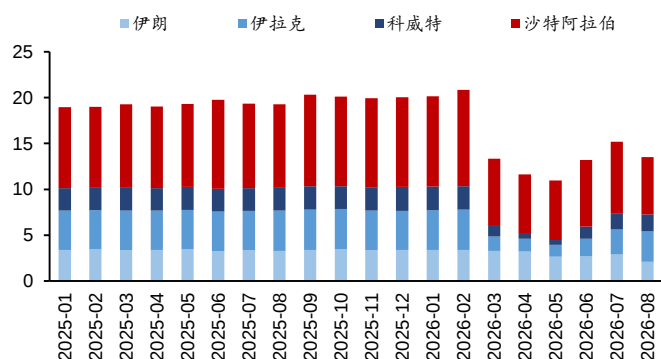
来源: 波交所, Clarksons, 国金证券研究所

图表14: 俄乌冲突后, 俄罗斯与欧洲石油贸易航线



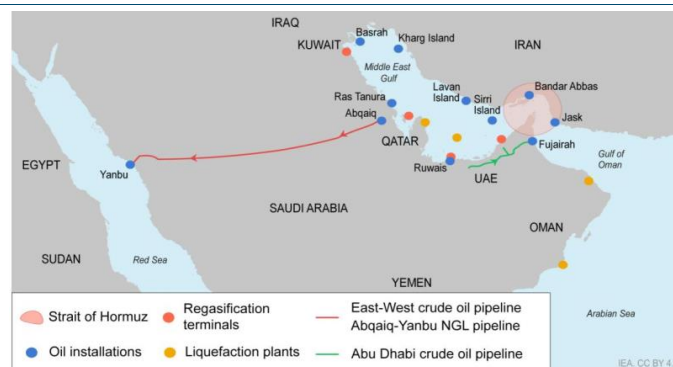
来源: 波交所, Clarksons, 国金证券研究所

图表15: 地缘冲突导致中东石油出口出现波动 (百万桶/天)



来源: EIA, 国金证券研究所

图表16: 中东通过替代管带改道延布港出口



来源: 中远海能公告, 国金证券研究所

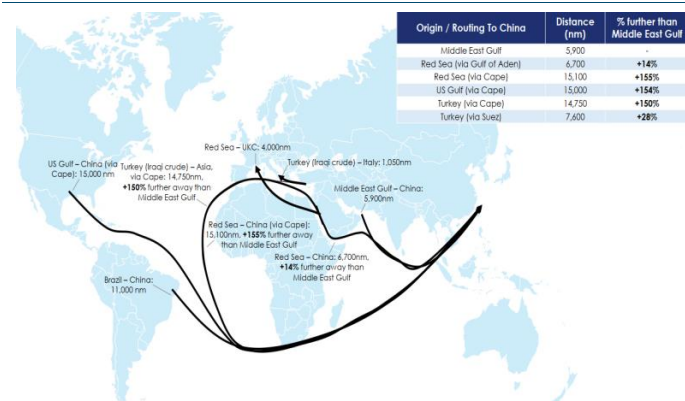
图表17: 2026年9月以来霍尔木兹海峡及其周边地区遭遇军事攻击的商船名单 (截至9月25日)

日期	船舶名	船舶载重量 (DWT)	货物类型	遇袭地区
2026/9/23	Cape Dao	170089	干散货	霍尔木兹海峡
2026/9/21	Al Maryah	54474	LPG	霍尔木兹海峡
2026/9/21	LR Stephanie	72825	成品油	霍尔木兹海峡
2026/9/16	STI Steadfast	109999	成品油	霍尔木兹海峡
2026/9/16	Trend	7119	成品油	霍尔木兹海峡
2026/9/13	El Gaia	47999	成品油	霍尔木兹海峡
2026/9/10	Romance	49700	成品油	霍尔木兹海峡
2026/9/9	New Andros	302477	成品油	波斯湾
2026/9/8	Derya	319295	原油	波斯湾
2026/9/8	Kaviz	115390	原油	阿曼湾
2026/9/8	Riesco	106500	原油	阿曼湾
2026/9/8	Charminar	50922	化学品与成品油	阿曼湾
2026/9/5	Downy	296894	原油	波斯湾
2026/9/5	Stark I	159681	原油	阿曼湾

来源: Clarksons, 国金证券研究所



图表18: 中东地缘政治风险导致全球油运航距增加



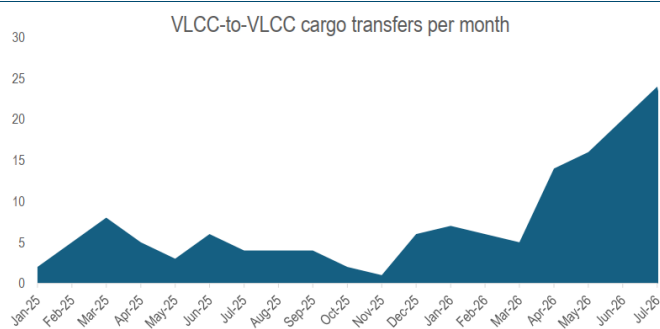
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表19: 船对船过驳将造成一定效率损失



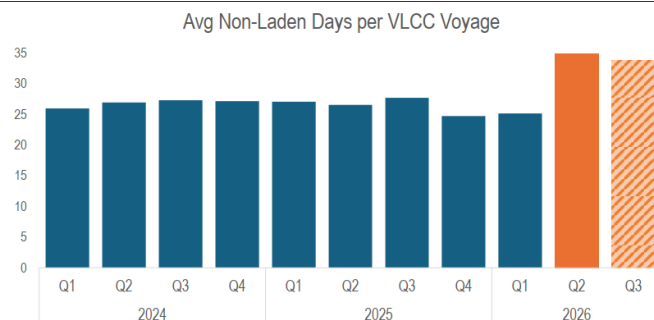
来源: 信德海事, 国金证券研究所

图表20: 2026年以来 STS 原油过驳次数明显增加



来源: FRO 公告, 国金证券研究所

图表21: 2026Q2 VLCC 单航次平均空放天数环比+23%



来源: FRO 公告, 国金证券研究所

我们认为, 即使美伊冲突停火, 中东石油贸易格局短期也难以重回冲突前; 作为替代, 美湾、南美及西非等长运距地区出货增加均能带动吨海里需求向上。根据克拉克森预测, 全球原油平均海运运距 2026-2027 年分别较美伊冲突前(2025 年)分别拉长 7.6%、5.4%; 全球成品油平均海运运距 2026-2027 年分别较美伊冲突前(2025 年)分别拉长 17.1%、16.6%。

图表22: 油运运距预测

	运量 (百万吨)	周转量 (十亿吨海里)	运距 (海里)	同比	较美伊冲突前 (2025 年)
原油					
2023	1,965	10,391	5,287		3.2%
2024	1,943	10,590	5,452	3.1%	6.4%
2025	2,012	10,991	5,463	0.2%	6.7%
2026E	1,865	10,524	5,643	3.3%	10.2%
2027E	2,003	10,839	5,411	-4.1%	5.7%
成品油					
2023	1,074	3,435	3,197		5.8%
2024	1,070	3,685	3,443	7.7%	14.0%
2025	1,062	3,642	3,428	-0.4%	13.5%
2026E	968	3,315	3,423	-0.2%	13.3%
2027E	1,029	3,531	3,432	0.3%	13.6%

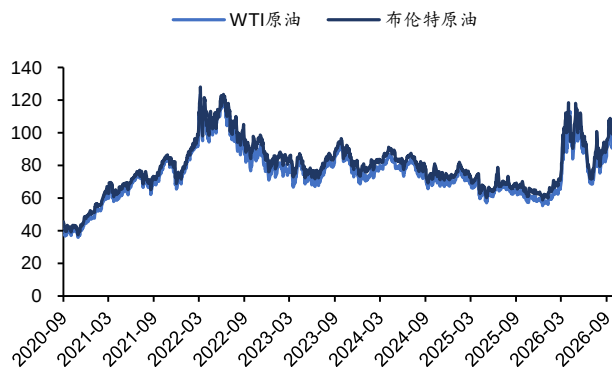
来源: Clarksons, 国金证券研究所



2.2 快变量：石油产业链上下游高度景气

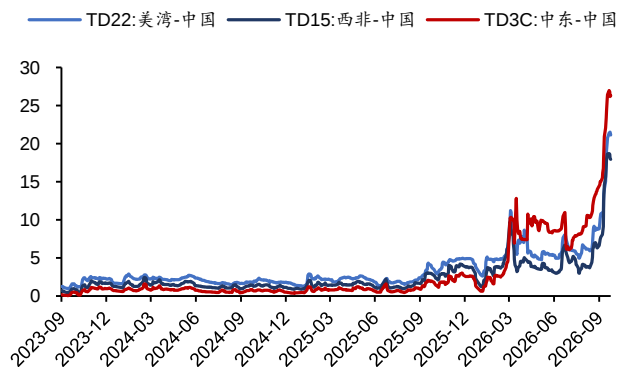
石油产业链上下游高度景气，支撑油运行行情高度景气。上游供给端，截至9月23日，WTI原油期货价92.16美元/桶，布伦特原油期货价103.08美元/桶，原油价格处于相对高位水平；下游炼化端，截至9月23日，汽油裂解价差59.01美元/桶；柴油裂解价差99.69美元/桶；考虑各主要航线的每桶原油运价水平，截至9月24日，TD22美湾-中国航线运价21.13美元/桶，TD15西非-中国航线运价17.95美元/桶，TD3C中东-中国运价26.31美元/桶，虽然运价处于历史高位，但占价格比例不足30%。

图表23：国际原油价格（美元/桶）



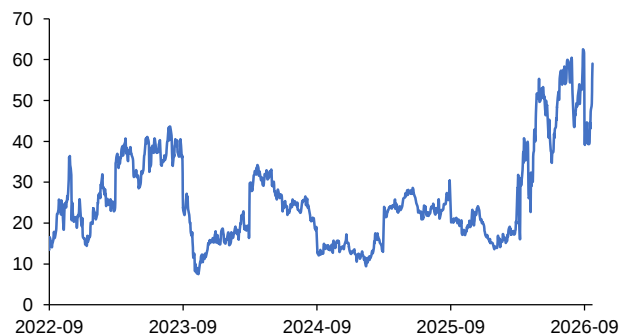
来源：iFind，国金证券研究所

图表24：部分航线原油运价折算（美元/桶）



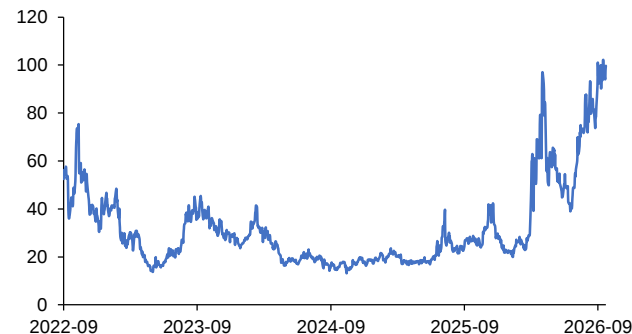
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表25：汽油裂解价差（美元/桶）



来源：iFind，国金证券研究所

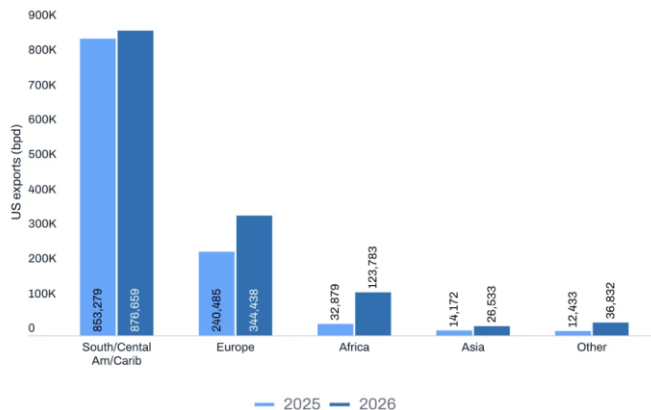
图表26：柴油裂解价差（美元/桶）



来源：iFind，国金证券研究所

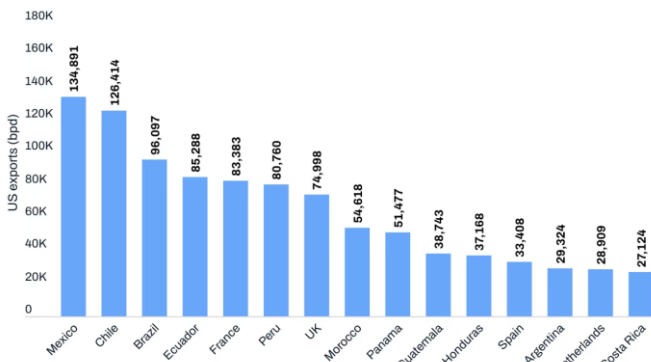
9月22日，美国总统特朗普公开支持限制柴油出口，以压低美国国内的燃料价格；美国财政部长贝森特随后表示政府正在评估其可行性。若政策落地，其他地区的炼化利润将有望进一步推高，从而使进口商有更大空间承受原油运输的天价运费；同时，美国将有更多原油可供出口，利好跨大西洋航线的阿芙拉型油轮运价。

图表27：2026年美国航运柴油出口各区域均有上升



来源：劳氏日报，国金证券研究所

图表28：2026年至今美国出口前15大目的地国家



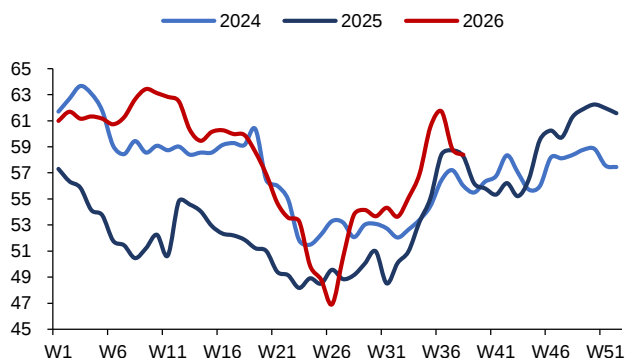
来源：劳氏日报，国金证券研究所

截至9月23日，山东地炼开工率58.40%，截至9月24日，主营炼厂开工率74.63%，截至9月18日，美国炼厂开工

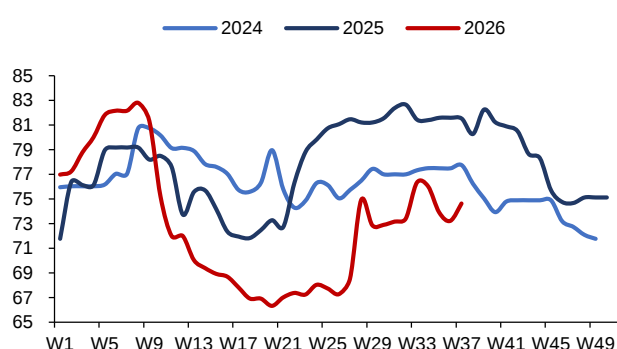


率 94.0%；截至 8 月底，欧洲 16 国炼厂开工率 90.43%；整体处于略微承压但可控水平，需求端边际表现平稳。为保证消费端的稳定，各国的增购需求或将持续兑现。

图表29：山东地炼开工率（%）



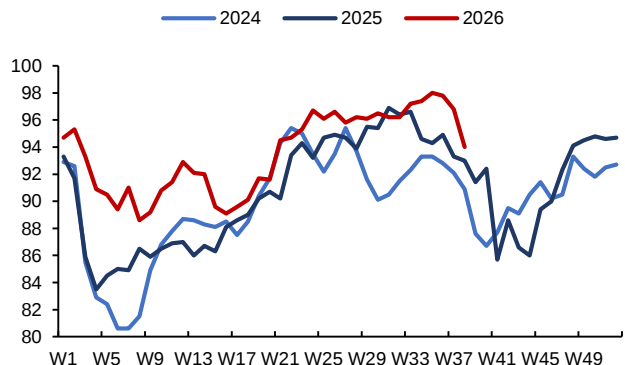
图表30：主营炼厂开工率（%）



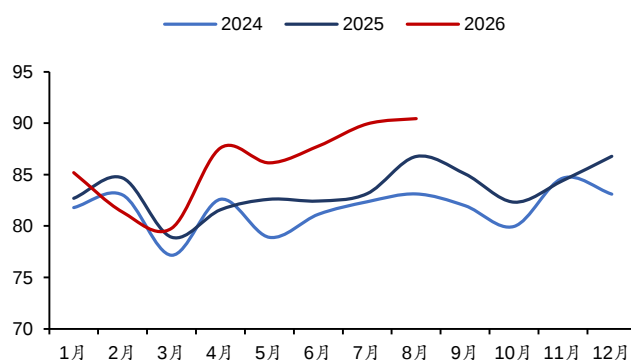
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表31：美国炼厂开工率（%）



图表32：欧洲 16 国炼厂开工率（%）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

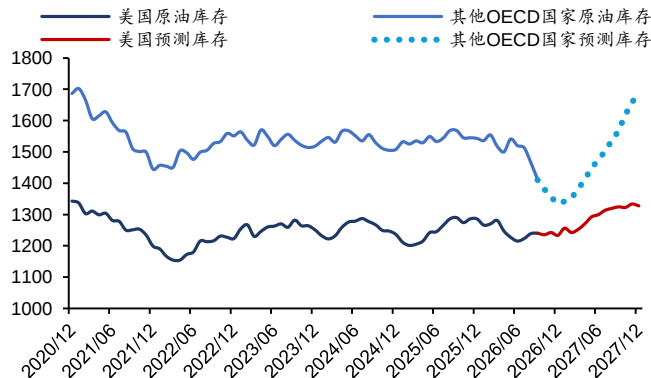
2.3 慢变量：各国或将增购，上游原油增产

中国增加原油采购，OECD 国家库存处相对低位，增购潜力逐步兑现。中东供应的中断，导致各石油进口国库存快速下降，若将来地缘冲突缓和，海湾地区积压的库存外运与消费国补库需求叠加，将带动海运原油贸易量阶段性反弹，当前该逻辑已逐步兑现。据彭博社 8 月 20 日报道，荣盛石化和部分国有炼厂已经购买至少 800 万桶伊拉克原油，要求近期交付；PetroChina、中化、Unipac、荣盛等购买合计 1000 万桶沙特现货；此外部分中国炼厂还获得至少 1400 万桶 9 月装船的沙特长协配额，石油增购需求已进入落地阶段。

图表33：历史原油库存与油价表现存在负相关性



图表34：OECD 国家正在消耗原油库存（百万桶）

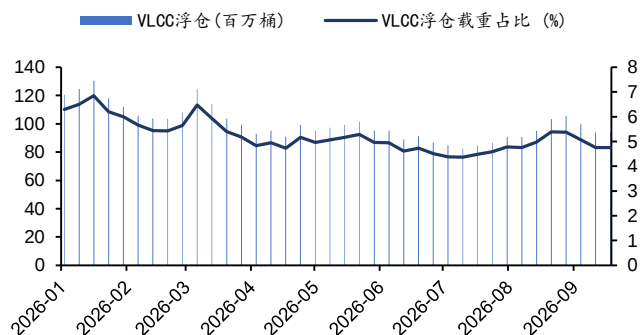


来源：wind，国金证券研究所

来源：EIA，国金证券研究所

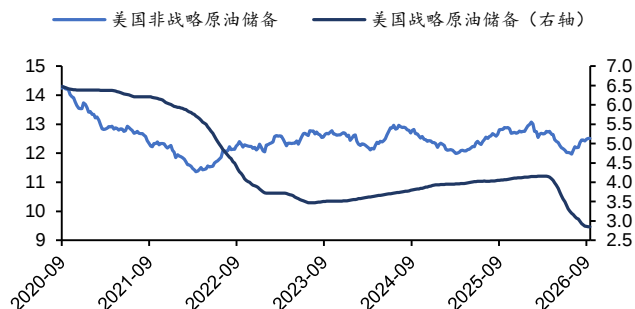


图表35：海上浮仓库存持续下降



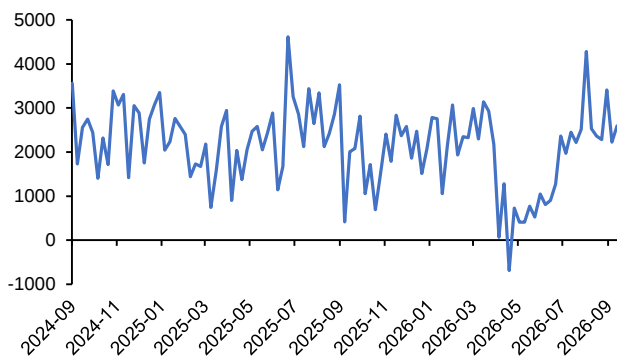
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表36：美国战略原油库存急剧减少，已达警戒水位（亿桶）



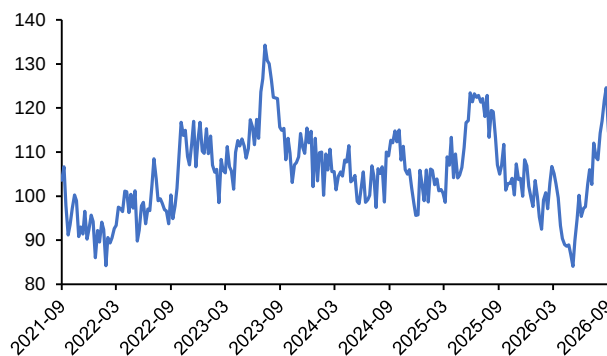
来源：iFinD，国金证券研究所

图表37：美国原油净进口量已转正（千桶/日）



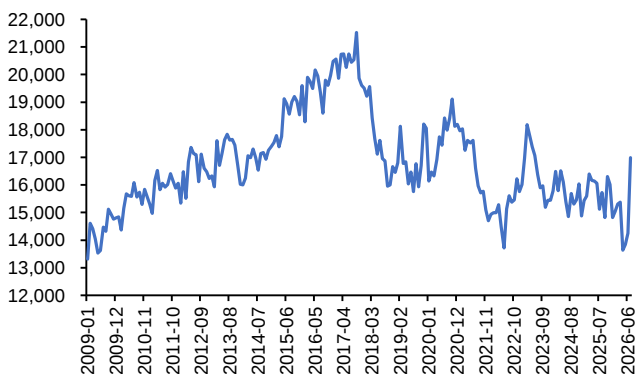
来源：IEA，国金证券研究所

图表38：日本原油库存一度达到历史最低点（亿升）



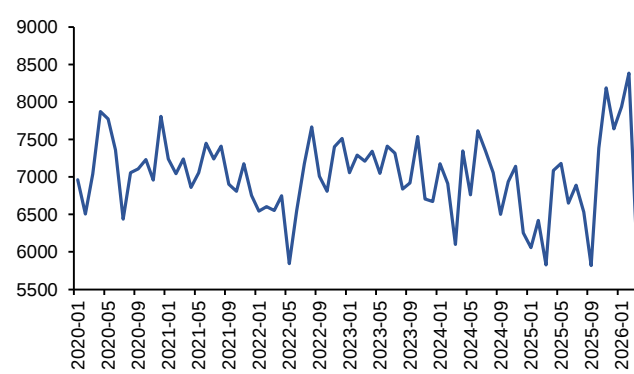
来源：iFinD，国金证券研究所

图表39：韩国原油库存处于历史低位（千公吨）



来源：wind，国金证券研究所

图表40：印度原油库存断崖下滑（千公吨）



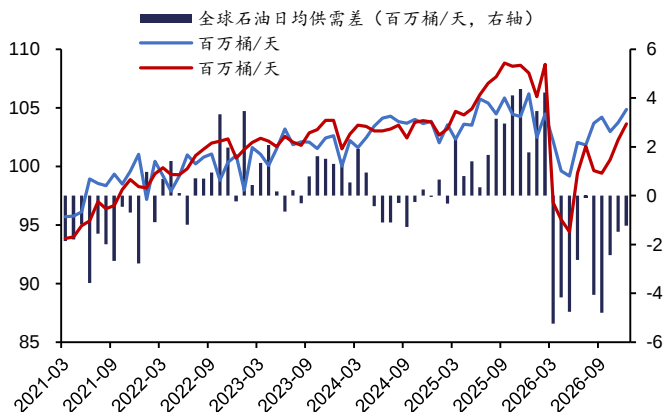
来源：wind，国金证券研究所

OPEC+逐步解除减产措施。OPEC+已解除 220 万桶/日的减产措施，并在 2025 年 10 月-12 月、2026 年 5 月部分解除 165 万桶/日的减产措施；未来仍有 303.3 万桶/日的减产解除空间，相当于全球需求量约 3%，有望持续支撑原油运输需求，但实际增产效果需待观察。

非 OPEC+持续增产。据 EIA 预测，2026 年非 OPEC+国家将增产 120 万桶/日，美国、巴西、圭亚那和加拿大将引领产量增长，推动油运吨海里需求提升。

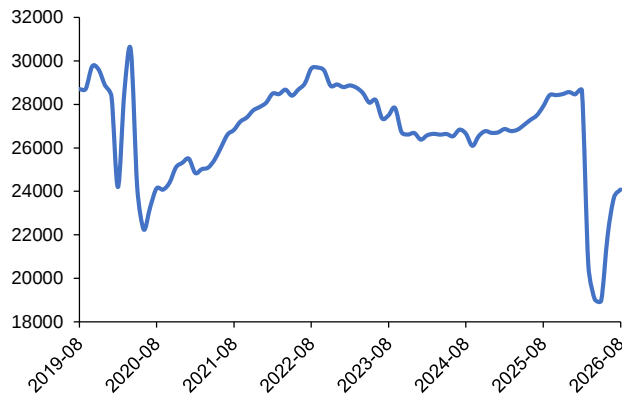


图表41：地缘事件导致石油供不应求，预计仍偏紧



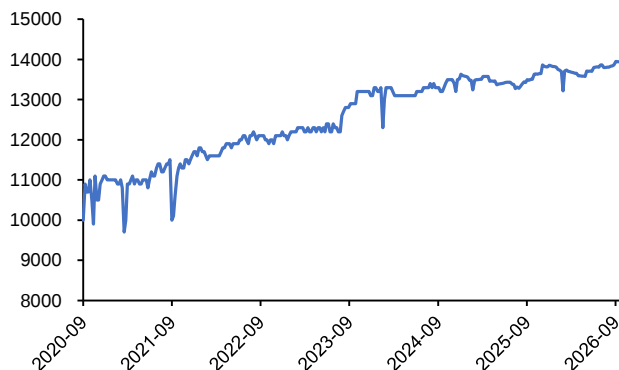
来源：iFinD，国金证券研究所

图表42：欧佩克原油产量尚未恢复至2022年水平（千桶/日）



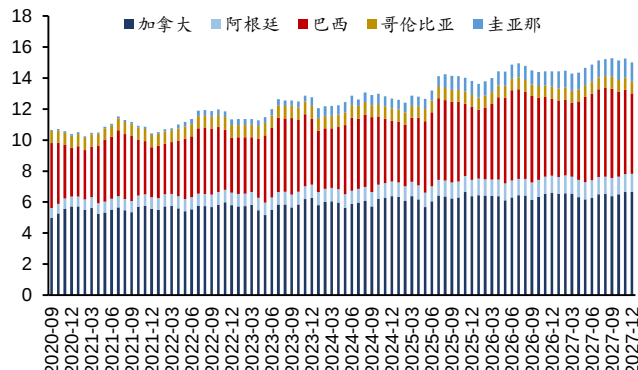
来源：iFinD，国金证券研究所

图表43：美国原油产量（千桶/日）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表44：美洲地区部分国家原油产量（百万桶/日）



来源：EIA，国金证券研究所

图表45：OPEC对2026、2027年全球石油需求预测（百万桶/日）

	2025	2026	2027	2026 增幅	2027 增幅
美洲	25.58	25.87	25.97	1.1%	0.4%
美国	20.74	20.98	21.06	1.2%	0.4%
欧洲	13.52	13.33	13.52	-1.4%	1.4%
亚太	7.14	6.94	7.08	-2.8%	2.0%
OECD	46.25	46.14	46.57	-0.2%	0.9%
中国	16.88	16.90	17.28	0.1%	2.2%
印度	5.65	5.71	6.11	1.1%	7.0%
其他亚洲	9.85	9.96	10.37	1.1%	4.1%
拉美	6.94	7.07	7.21	1.9%	2.0%
中东	8.82	8.75	9.09	-0.8%	3.9%
非洲	4.92	5.05	5.21	2.6%	3.2%
俄罗斯	4.01	4.05	4.10	1.0%	1.2%
其他欧亚	1.31	1.35	1.38	3.1%	2.2%
其他欧洲	0.83	0.85	0.87	2.4%	2.4%
非 OECD	59.21	59.70	61.62	0.8%	3.2%



	2025	2026	2027	2026 增幅	2027 增幅
全球	105.46	105.84	108.19	0.4%	2.2%

来源：OPEC，国金证券研究所

图表46：EIA 对 2026、2027 年全球石油需求预测（百万桶/日）

	2025	2026	2027	2026 增幅	2027 增幅
OECD	46.20	45.69	46.16	-1.1%	1.0%
美国	20.61	20.58	20.80	-0.1%	1.1%
加拿大	2.55	2.56	2.53	0.4%	-1.2%
欧洲	13.51	13.36	13.50	-1.1%	1.0%
日本	3.09	2.96	2.95	-4.2%	-0.3%
其他 OECD	6.28	6.12	6.25	-2.5%	2.1%
非 OECD	58.08	56.90	58.83	-2.0%	3.4%
欧陆	5.11	5.07	5.03	-0.8%	-0.8%
欧洲	0.80	0.80	0.80	0.0%	0.0%
中国	16.58	16.08	16.45	-3.0%	2.3%
其他亚洲	14.95	14.82	15.55	-0.9%	4.9%
其他非 OECD	20.64	20.14	20.99	-2.4%	4.2%
全球	104.28	102.59	104.98	-1.6%	2.3%

来源：EIA，国金证券研究所

根据 Clarksons 9 月对原油以及成品油供需差的预测，原油 2026-2027 年供需差分别-9.3%、-1.5%，成品油 2026-2027 年供需差分别为-15.9%、-0.8%。

图表47：原油/成品油运输供需平衡表

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
原油轮						
需求量增速	6.50%	2.10%	-1.40%	3.80%	-7.30%	7.40%
吨海里增速	6.50%	5.50%	1.90%	3.80%	-4.30%	3.00%
供给增速	4.20%	1.80%	0.30%	0.70%	3.80%	5.80%
供需差	2.70%	2.80%	0.60%	4.20%	-9.30%	-1.50%
成品油轮						
需求量增速	5.10%	2.40%	-0.70%	-0.50%	-8.90%	6.30%
吨海里增速	7.10%	6.40%	7.30%	-1.20%	-9.00%	6.50%
供给增速	2.10%	2.00%	1.70%	5.20%	7.20%	5.50%
供需差	4.40%	2.50%	3.50%	-5.70%	-15.90%	0.80%

来源：Clarksons，国金证券研究所

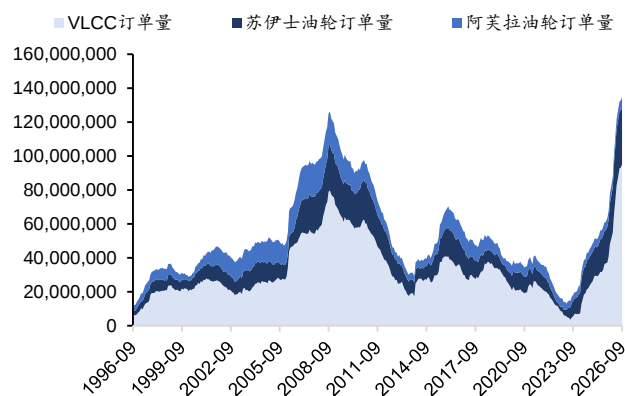
3、供给端在手订单大幅增长，但现役船队老龄化严重，龙头份额提升

3.1 市场需求旺盛，新签订单大增

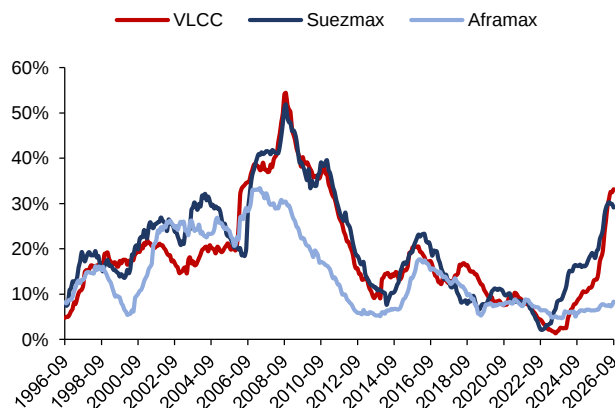
船舶市场被运价带动，高度景气，在手订单大幅增长。在红海危机船只绕行运力紧张及前期旺季催化下，2024Q1-Q2 和 2025Q4-2026Q1 新订单迎来集中签订，带动当前 VLCC、苏伊士油轮、阿芙拉油轮在手订单分别占比各自运力的 33.1%/29.1%/8.4%，处于近年来的相对高位。受限于船坞产能紧张以及排期靠后，交付预计集中于 2027-2029 年。截至 2026 年 9 月，当前油轮船队在手订单与运力之比为 28.02%，环比上月提高 0.46pct，处于 2015 年以来的历史高位。



图表48: 新签订单 (DWT)



图表49: 原油轮在手订单与运力之比

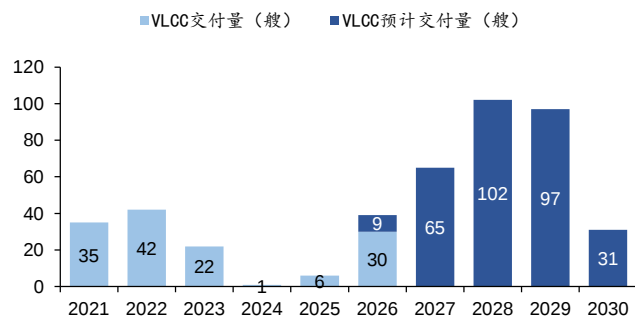


来源: Clarksons, 国金证券研究所

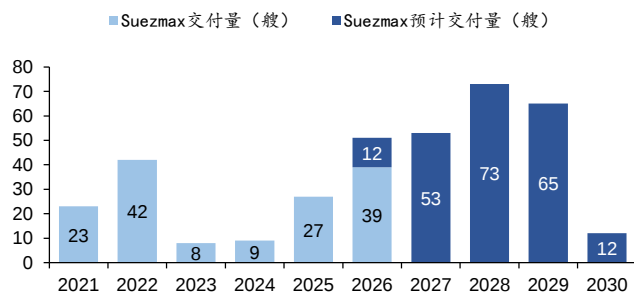
来源: Clarksons, 国金证券研究所

受限于船坞产能紧张以及排期靠后, 交付预计集中于 2027-2029 年。2027-2028 年, VLCC 预计分别交付 65、102 艘, Suezmax 预计分别交付 53、73 艘, Aframax 预计分别交付 18、15 艘; LR2 预计分别交付 64、68 艘, LR1 预计分别交付 28、18 艘, MR 预计分别交付 107、108 艘。

图表50: VLCC 交付量 (艘)



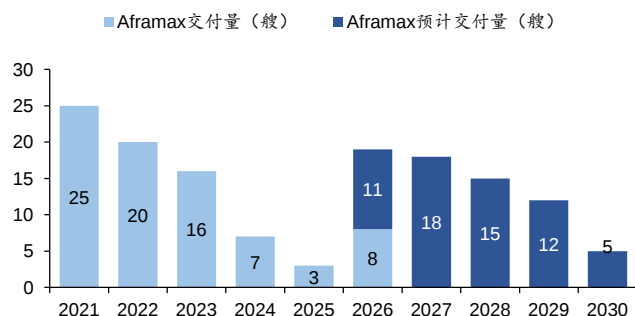
图表51: Suezmax 交付量 (艘)



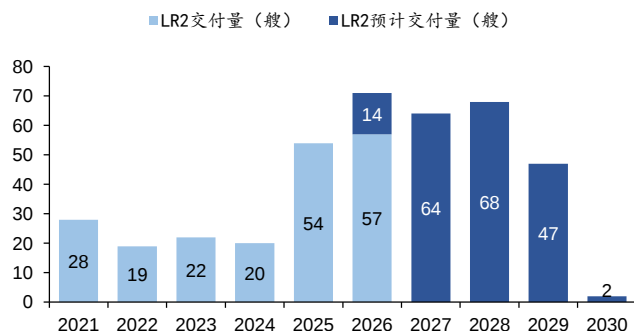
来源: Clarksons, 国金证券研究所

来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表52: Aframax 交付量 (艘)



图表53: LR2 交付量 (艘)

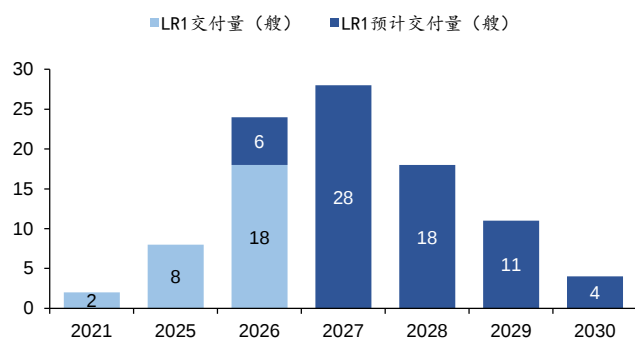


来源: Clarksons, 国金证券研究所

来源: Clarksons, 国金证券研究所

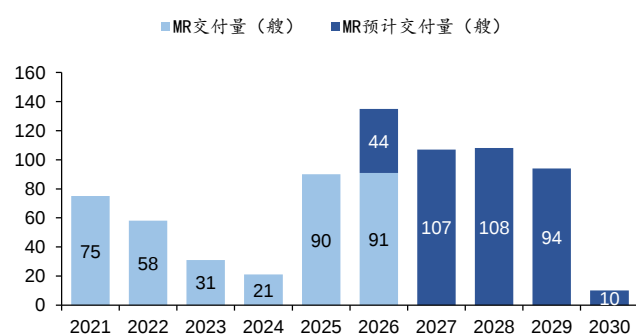


图表54: LR1 交付量 (艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

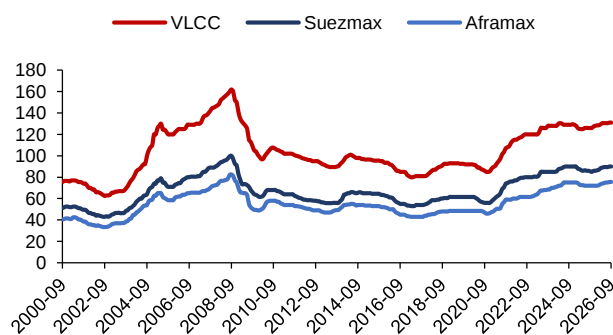
图表55: MR 交付量 (艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

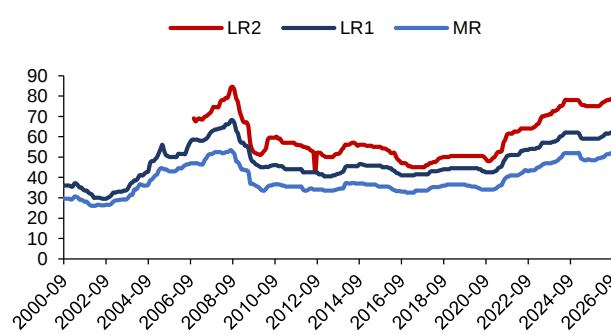
新船价格持续上涨, 处 2009 年下半年以来的高位。截至 2026 年 9 月, VLCC/Suez/Afra 新船价格分别为 1.31、0.90、0.76 亿美元, 同比上涨 4.0%、5.3%、4.9%; LR2、LR1、MR 新船价格分别 0.79、0.62、0.52 亿美元, 同比上涨 4.7%、5.1%、7.2%。

图表56: 原油轮新船价格 (百万美元/艘)



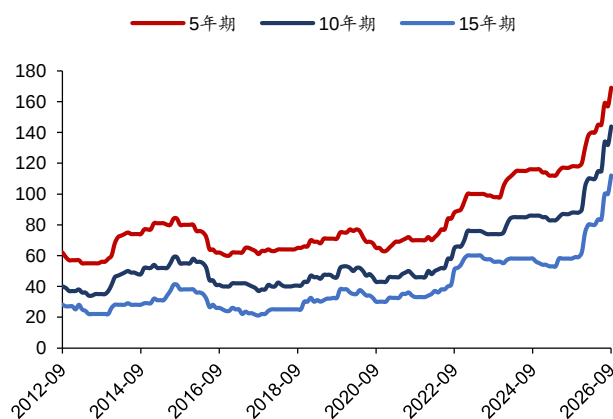
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表57: 成品油轮新船价格 (百万美元/艘)



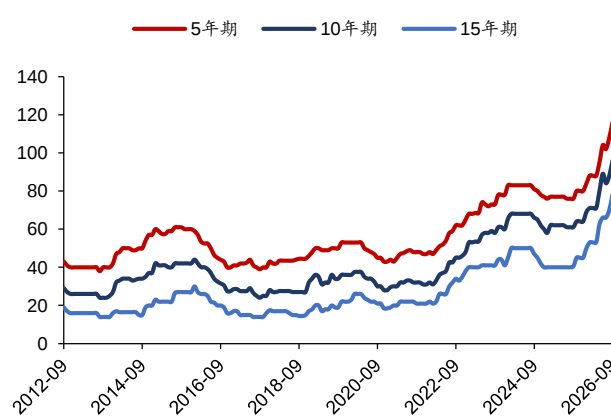
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表58: VLCC 二手船价格 (百万美元/艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

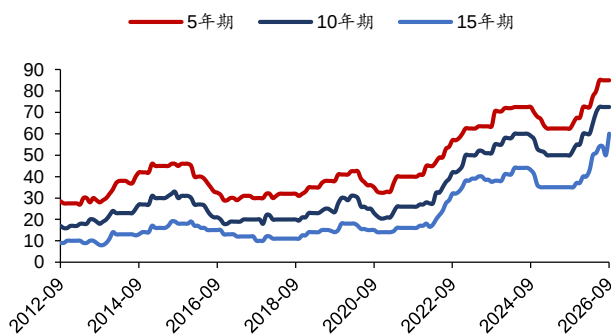
图表59: Suezmax 二手船价格 (百万美元/艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

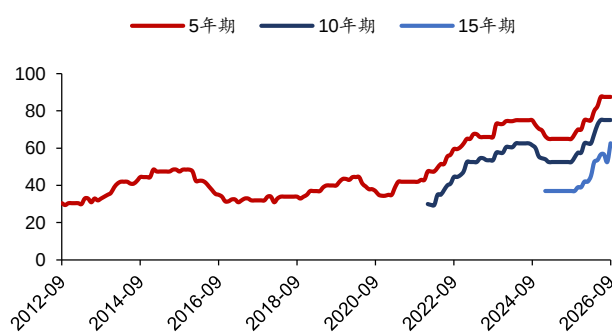


图表60: Aframax 二手船价格 (百万美元/艘)



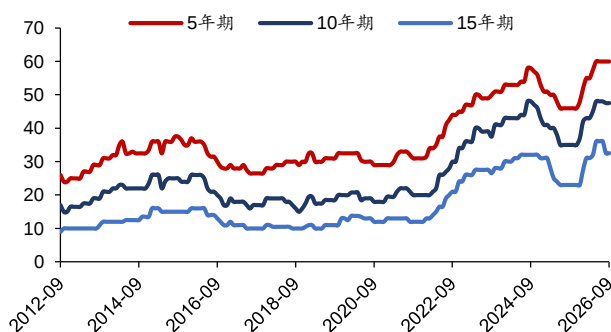
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表61: LR2 二手船价格 (百万美元/艘)



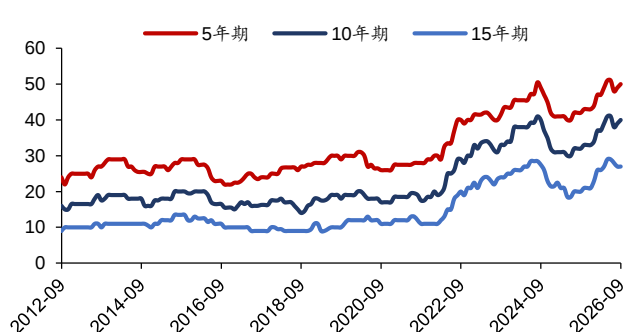
来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表62: LR1 二手船价格 (百万美元/艘)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表63: MR 二手船价格 (百万美元/艘)

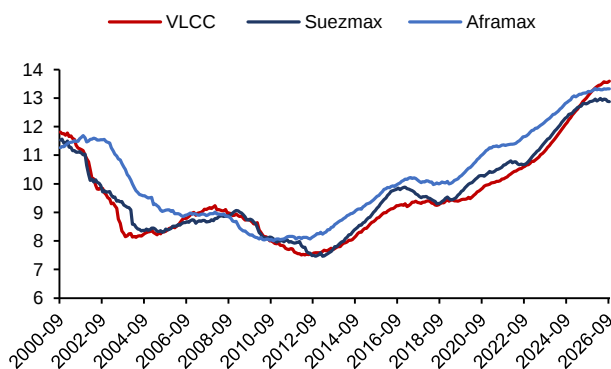


来源: Clarksons, 国金证券研究所

3.2 市场有效供给下滑, 船舶老龄化严重

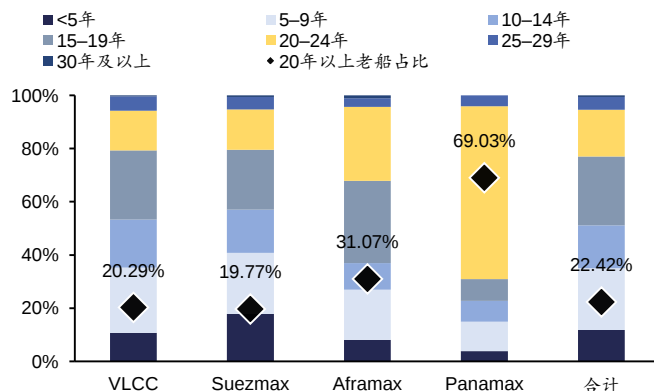
当前原油轮老龄化严重。原油油轮/VLCC 20 岁以上船舶分别占比 22.4%/20.3%，未来几年是 2009 年-2012 年交付船舶集中加速老龄化时期，拆船压力加剧。近期在手订单疾速增长或可缓解该潜在威胁。

图表64: 原油轮平均船龄持续攀升至历史高位 (年)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表65: 船龄分布 (截至 2026 年 7 月 24 日, 载重吨口径)

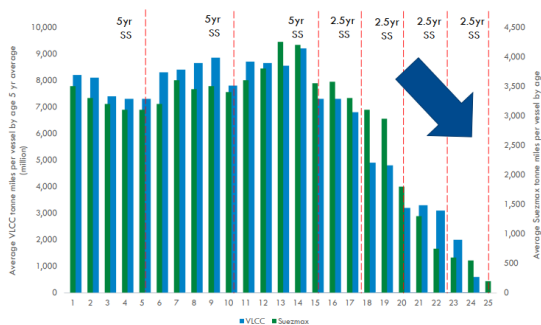


来源: Clarksons, 国金证券研究所

船舶老龄化将导致有效供给下滑: 1) VLCC 多用于远洋跨区域航线, 15 年以上的 VLCC 产能利用率会下滑 20% (较船龄 15 年以内的船), 一旦迈过 20 年, 产能利用率会进一步下滑。大型石油公司对船龄要求较高, 老船很难获得航次合同, 未拆解也变相退出了市场; 2) VLCC 在过了 15 岁后, 特检频率由 5 年缩短至 2.5 年。

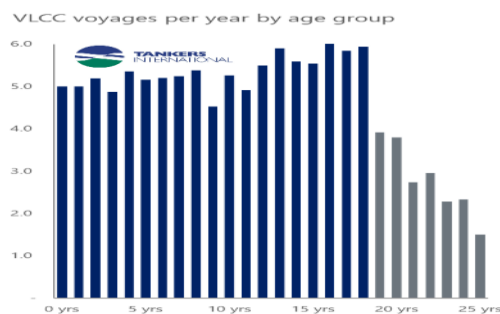


图表66: 老旧油轮产能利用率下滑



来源: EuroNav, 国金证券研究所

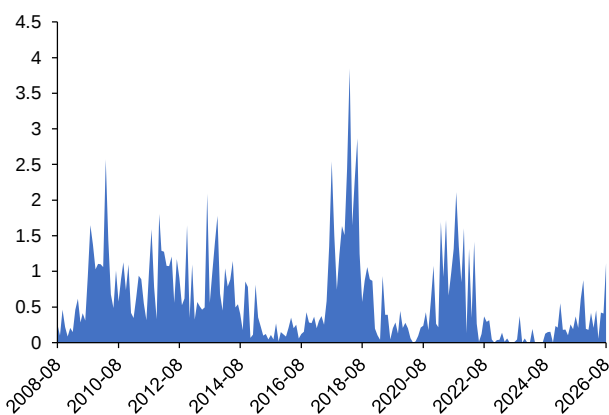
图表67: 老旧油轮周转次数下滑



来源: Tankers International, 国金证券研究所

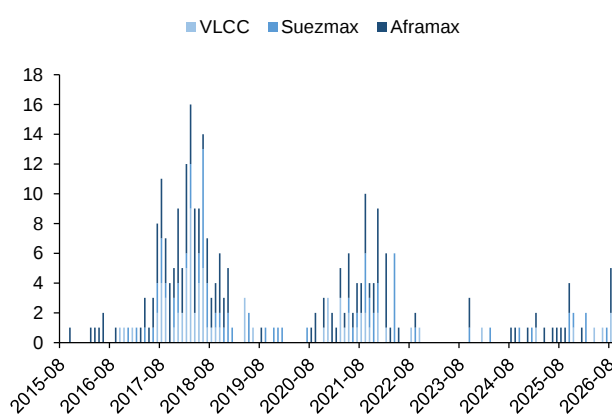
2026 年 8 月全行业全行业拆船 9 艘, 其中 VLCC 2 艘。我们认为, 当下局势反复, 船舶市场景气, 导致拆船不及预期。

图表68: 全行业油轮拆解量偏低 (百万 DWT)



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表69: 原油轮主要船型拆解量 (艘)



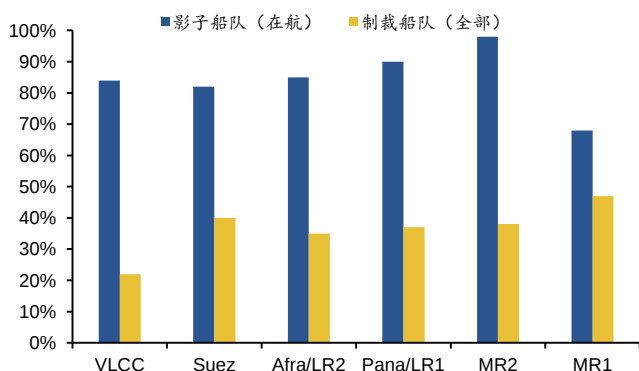
来源: Clarksons, 国金证券研究所

3.3 寡头控盘叠加制裁加码, 加剧供给紧张

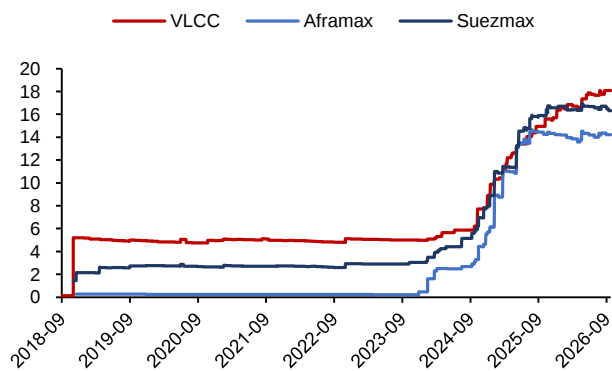
长锦商船控盘, 寡头定价。当前船舶市场景气, 二手船价走高; 买家愿意支付巨额溢价购买旧船, 获取即期运力抢占货运订单, 市场运力供给趋于紧张。在此背景下, 截至 2026 年 2 月, 通过频繁租购船囤运力, 长锦商船将通过自有及期租方式控制 118 艘 VLCC (包括船舶交付和重新交付以及现有 TC 延期等各种假设), 占当前运营中 VLCC 船队的 13% (含影子船队)。全球前十大 VLCC 船东共控制 380 艘船舶合计占全球船队规模的 40.6%, 行业集中度空前提高, 供给端被人为锁住, 运价利润中枢抬升。

冲突以来受制裁原油轮占比快速提升, 影子/制裁船队效率低, 供给或减少。一方面, 受制裁船舶通常难以获得主流租家、港口、银行、船级社及国际理赔协会服务, 基本退出合规油运市场。另一方面, 影子船队虽然仍能承运受制裁原油, 但其运输过程往往需要关闭或伪造 AIS 信号、频繁更换船旗和所有权, 并通过多次船对船过驳掩盖货物来源, 运营效率显著低于主流船队。

图表70: 冲突发生以来影子/制裁船队效率损失 (%)



图表71: 冲突以来被制裁油轮比例迅速攀升 (%)





来源：McQuillling Services，国金证券研究所

来源：Clarksons，国金证券研究所

4、投资建议

石油产业链上下游景气，供给刚性确定，全球补库提供需求端支撑，中国、印度等亚太新兴国家的需求增量驱动油运需求向上。美伊冲突后全球石油贸易重构带动运距显著拉长，海湾、南美及西非等长运距地区出货增加，有望进一步带动吨海里需求向上。我们继续看好油运景气周期的演绎，推荐招商轮船、中远海能，建议关注招商南油。

图表72：可比公司估值情况

公司名称	总市值	收盘价	EPS(元)					PE				
	(亿元)	(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
招商轮船	1690.00	20.93	0.63	0.74	2.25	2.08	2.12	33.37	28.11	9.29	10.08	9.86
中远海能	1109.52	21.40	0.85	0.74	2.29	2.08	2.11	25.29	28.97	9.35	10.28	10.16

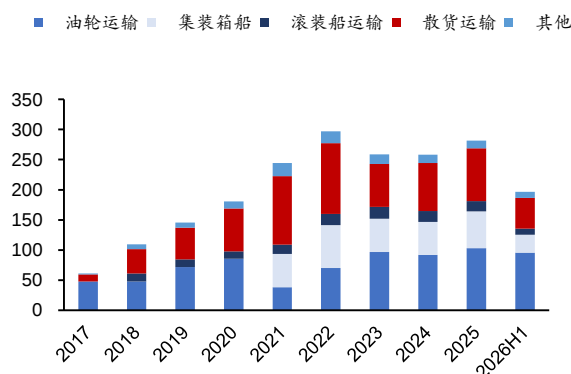
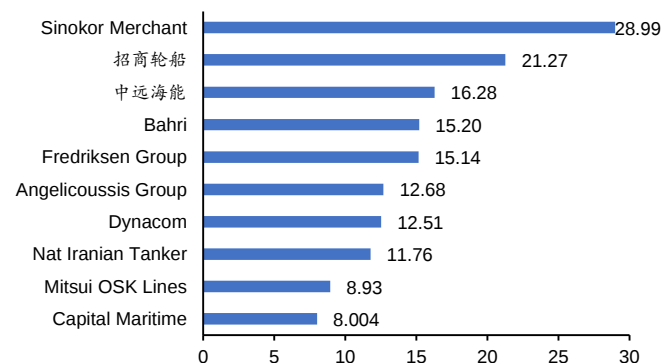
来源：iFinD，国金证券研究所；收盘时间 2026 年 9 月 24 日，其中 2026-2028 年盈利为国金证券研究所预测

4.1 招商轮船：综合航运龙头，油散景气共振

招商轮船是国内最大、世界第二 VLCC 船东，自有 VLCC 运力 2127 万 DWT。公司 8 月 30 日发布半年度公告，公司业绩实现爆发式增长。2026H1，公司实现营业收入 196.51 亿元，同比增长 56.2%；实现归母净利润 69.60 亿元，同比大增 227.6%；扣非后归母净利润为 69.07 亿元，同比增长 262.4%；其中，公司油运板块实现营收 95.83 亿元，同比增长 115.7%；净利润 61.89 亿元，同比激增 378.6%。

图表73：招商轮船是全球第二大 VLCC 运营商（百万 DWT）

图表74：招商轮船收入结构（亿元）



来源：Clarksons，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表75：招商轮船油运业务盈利弹性测算

	艘数	盈亏平衡点	TCE 上涨 1 万美元/天， 税前净利润增厚（亿元）	TCE 上涨 1 万美元/天， 税后净利润增厚（亿元）
油轮	59		14.24	12.11
其中：VLCC	51	26000	12.31	10.46
其中：Aframax	8	16000	1.93	1.64
假设	营运天数	355		
	平均汇率	6.8		
	所得税税率	15%		

来源：公司公告，国金证券研究所



图表76：招商轮船 2026Q4 盈利弹性测算

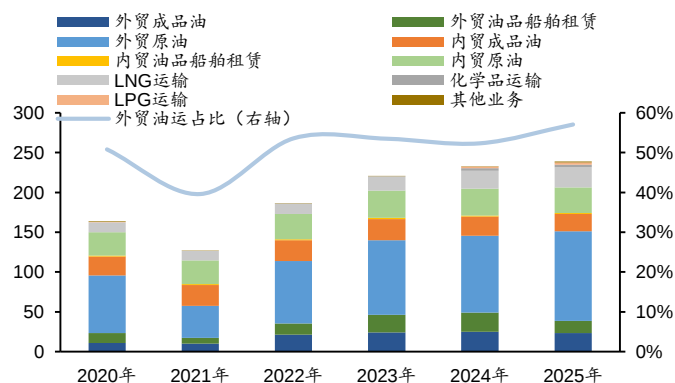
VLCC-TCE (万美元/天)	40	45	50	55	60	65	70	75	80
VLCC 净利润 (亿元)	97.84	110.93	124.01	137.09	150.17	163.25	176.33	189.41	202.49
Aframax-TCE (万美元/天)	10	12	14	16	18	20	22	25	30
Aframax 净利润 (亿元)	3.45	4.27	5.09	5.91	6.73	7.55	8.37	9.60	11.65
其他业务净利润 (亿元)	14.88	14.88	14.88	14.88	14.88	14.88	14.88	14.88	14.88
合计 (亿元)	116.17	130.07	143.98	157.88	171.78	185.68	199.58	213.89	229.03

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 中远海能：全球油运龙头，外贸油运贡献弹性

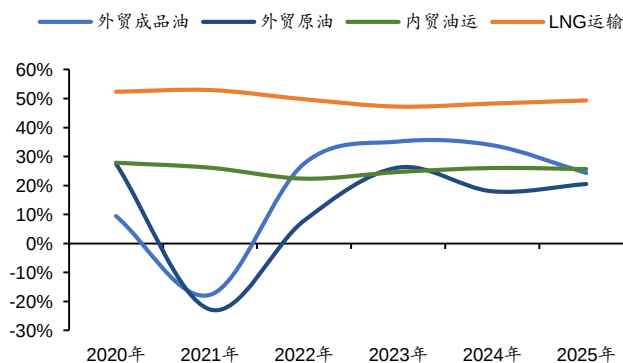
油轮运输是中远海能的核心业务。近十年油运营收占比长期超八成，其中外贸原油及成品油运业务周期属性更强，波动大；而内贸油运和 LNG 运输业务则相对稳定，起到业绩安全垫作用。2026 年 8 月 28 日，中远海能发布半年度报告，公司业绩强劲增长，外贸油运业务成为核心引擎。2026H1，公司实现营业收入 151.46 亿元，同比增长 30.0%；实现归母净利润 45.45 亿元，同比大增 143.2%。其中，公司外贸油运上半年实现收入 105.23 亿元，同比+43.9%，毛利率高达 44.4%，同比增加 26.8pct。

图表77：中远海能各业务营收 (亿元)



来源：iFinD，国金证券研究所

图表78：部分业务毛利率



来源：iFinD，国金证券研究所

图表79：中远海能外贸原油油运业务盈利弹性测算

	艘数	盈亏平衡点	TCE 上涨 1 万美元/天， 税前净利润增厚 (亿元)	TCE 上涨 1 万美元/天， 税后净利润增厚 (亿元)
VLCC	41	32500	9.76	8.29
Suezmax	3	25300	0.71	0.61
Aframax	6	22500	1.43	1.21
灵便型	4	20000	0.95	0.81
原油外贸合计	54		12.85	10.92
假设	营运天数	350		
	平均汇率	6.8		
	所得税税率	15%		

来源：公司公告，国金证券研究所

图表80：中远海能 2026Q4 原油盈利弹性测算

VLCC-TCE (万美元/天)	35	40	45	50	55	60	65	70	75
VLCC 外贸净利润 (亿元)	65.84	76.20	86.57	96.94	107.31	117.68	128.04	138.41	148.78
其他平均 TCE (万美元/天)	10	12	14	16	18	20	22	25	30



中小船队原油外贸净利润 (亿元)	5.10	6.42	7.73	9.05	10.36	11.68	12.99	14.97	18.25
其他业务净利润 (亿元)	18.85	18.85	18.85	18.85	18.85	18.85	18.85	18.85	18.85
合计 (亿元)	89.79	101.47	113.16	124.84	136.52	148.20	159.89	172.23	185.88

来源：公司公告，国金证券研究所

三、风险提示

（一）地缘政治风险

全球地缘政治局势持续紧张，关键地区与航道区域的武装冲突、军事对峙乃至关闭、战争风险将对公司业务的正常开展造成影响。

（二）大国关系风险

中美战略博弈的长期性、复杂性更加明显，国际市场不确定性加大，加剧油价和大宗商品价格波动，同时削弱对大宗商品运输的稳定需求，导致美线货运量可能面临收缩。

（三）市场需求下行或供需失衡风险

受全球经济形势、地缘政治变化及一些突发事件等影响，叠加部分船型的持续新船订造和运力投入，市场需求恢复慢于市场新运力增加，可能造成航运市场供需失衡，导致运价承压下行。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究