

中东冲突油运紊乱， 期待超高景气持续 ——交通运输行业**2026**年中期策略之【油运行业】

2026年5月28日

行业评级：增持

姓名：岳鑫（分析师）

邮箱：yuexin@gtht.com

电话：0755-23976758

证书编号：S0880514030006

姓名：刘国强（分析师）

邮箱：liuguoqiang@gtht.com

电话：021-38031657

证书编号：S0880526040004



投资要点（行业评级：增持）

01

油运长逻辑：两阶段成就“超级牛市”——即使没有地缘冲突，高景气也将持续数年

- 【第一阶段】自2022年：“地缘冲突”驱动全球原油贸易重构，油运产能利用率升至阈值，景气中枢显著上升且持续两年
- 【第二阶段】自2025下半年：“原油增产”驱动油运需求继续增长，油运产能利用率越过阈值升至高位，进入高景气且将持续
- 特别值得关注，韩国长锦商船积极控制VLCC超百艘，高产能利用率下将提升供需边际变化控制力，为运价盈利表现“锦上添花”

02

油运贸易紊乱：中东冲突——即使没有地缘冲突，高景气也将持续数年

- 美以伊冲突爆发后，霍尔木兹海峡受阻，全球原油供给缩减，油价飙升贸易紊乱，油运运价中枢飙升，中国船东运营效率高于行业
- 中东出口大幅缩减，海湾延布出口大增，但全球原油海运出口量仍同比下降超一成。其中，亚洲影响直接显著，全球去库应对危机

03

油运意外期权：灰色市场变化，将提供“供需意外”——非脉冲式影响，将成就超高景气且可持续

- 伊朗/俄罗斯/委内瑞拉被原油制裁，导致油运市场近年呈现“二元结构”——“合规市场”与“灰色市场”，并产生持续负面影响
- 若灰色市场制裁彻底取消，其出口将转为合规需求，而相关影子船队将难以转回合规市场，油运将现超高景气且可持续数年

04

策略：油运具有供给瓶颈，期待超高景气持续，维持油运增持评级

- VLCC在手订单占比22%，未来五年27%将超20岁，船厂船台紧张保障数年内难有新增交付，主流市场供给刚性提供难得供给瓶颈
- 油运战略价值凸显，中国船队价值将超预期。未来关注补库与灰色市场变化，有望成就超高景气且持续，提供业绩估值双重空间
- 增持评级：中远海能、招商轮船、招商南油、中国船舶租赁

05

风险提示

- 地缘局势、经济波动、制裁风险、油价风险、环保政策执行不及预期、安全事故风险等

目录 / CONTENTS

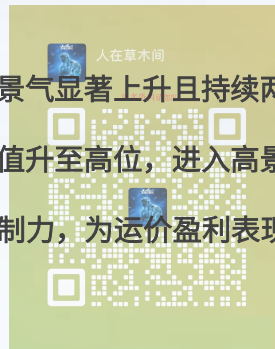
- 01 油运长逻辑：两阶段成就“超级牛市”
- 02 油运贸易紊乱：中东冲突海峡受阻，贸易紊乱运价高企
- 03 油运意外期权：灰色市场变化，将提供“供需意外”
- 04 策略：油运具有供给瓶颈，期待超高景气持续，维持油运增持
- 05 风险提示

01

油运长逻辑： 两阶段成就“超级牛市”

油运：两阶段成就“超级牛市”——即使没有地缘冲突，也已进入高景气且将持续

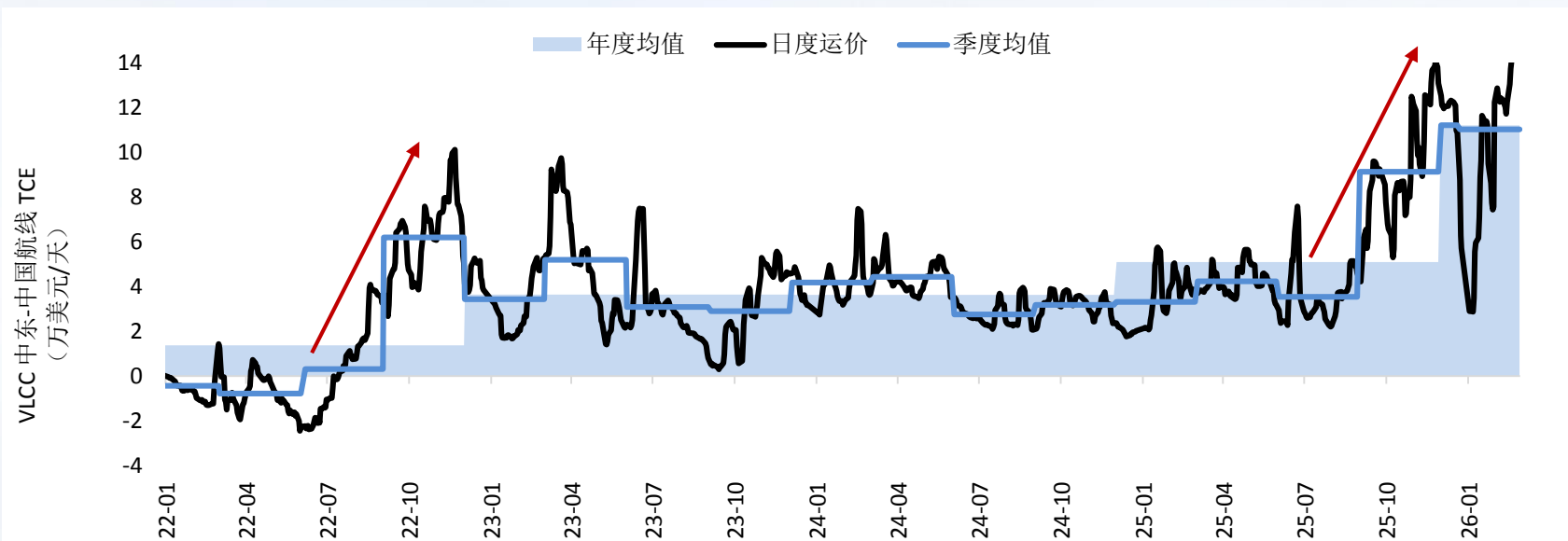
- 回顾航运业数十年历史，“超级牛市”需两大成因——“需求意外”+“供给瓶颈”。“超级牛市”将提供业绩估值双重空间
- 过去四年，油运市场上演超预期跨年度景气上行。即使没有地缘冲突，我们认为油运也将两阶段成就过去数十年首次“超级牛市”
- 【第一阶段】自2022年：“地缘冲突”驱动全球原油贸易重构，油运产能利用率升至阈值，景气显著上升且持续两年
- 【第二阶段】自2025下半年：“原油增产”驱动油运需求继续增长，油运产能利用率越过阈值升至高位，进入高景气且将持续
- 特别值得关注，韩国长锦商船积极控制VLCC超百艘，高产能利用率下将提升供需边际变化控制力，为运价盈利表现“锦上添花”
- 展望：未来数年，原油增产将持续，油轮合规供给刚性，供需将继续向好。即使没有地缘冲突，也将成就高景气且可持续“超级牛市”
- 重点提示：若未来俄乌和谈，考虑欧盟对能源安全的战略态度，预计原油贸易重构回退或有限，相关影子船队出清有望进一步对冲影响



油运已完成“第一阶段”景气上行——全球原油贸易重构，驱动油运景气显著上升

- 【第一阶段】自2022年：“地缘冲突”驱动全球原油贸易重构，油运产能利用率升至阈值，景气显著上升且持续两年
 - 2022年-24上半年：景气显著上升，产能利用率升至阈值——俄欧“舍近求远”，全球原油海运平均航距显著拉长达8%且航距拉长仍在持续
 - 2024下半年-2025上半年：经历阶段性压力测试后，产能利用率再次恢复至阈值——两大扰动：地缘油价影响炼厂开工+伊朗增产影响合规市场
 - 重点提示：若未来俄乌和谈，考虑欧盟对能源安全的战略态度，预计原油贸易重构回退或有限，相关影子船队出清有望进一步对冲影响

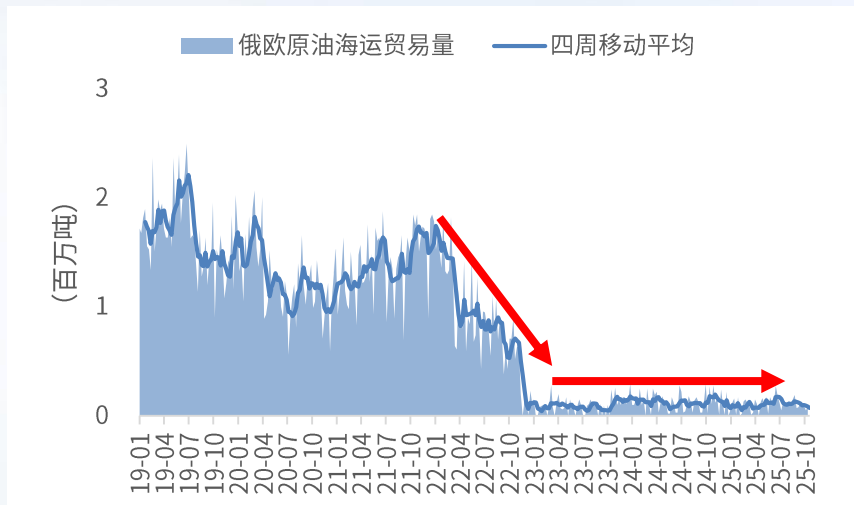
图1：中东-中国航线VLCC TCE：过去四年两阶段景气上行——2022下半年开启“第一阶段”景气上行，自2025年8月开启“第二阶段”景气上行



【第一阶段】全球油运贸易重构：俄欧“舍近求远”提供“需求意外”，产能利用率升至阈值

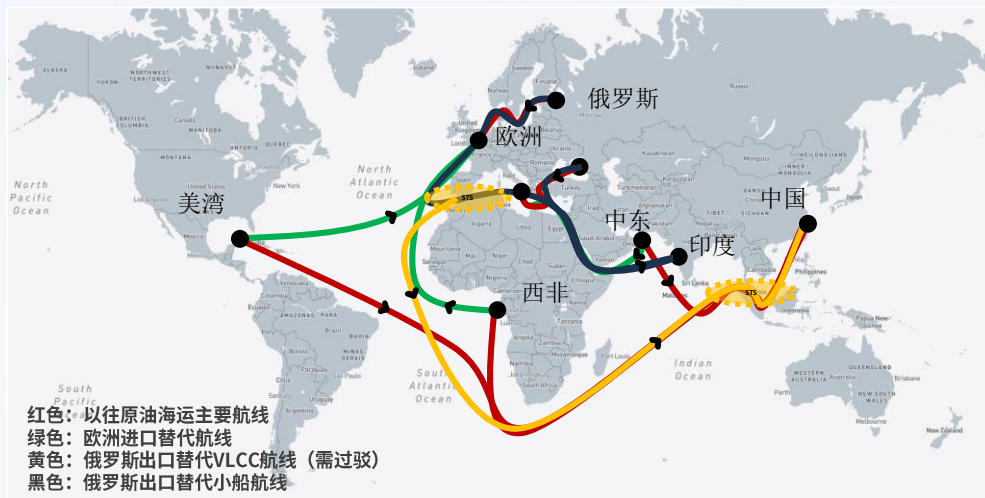
- 油运出现“需求意外”——全球油运贸易重构：2022年初，俄乌冲突爆发，导致俄欧石油贸易“舍近求远”，油运航距持续拉长
- 油运需求同比大增近一成——估算2024上半年较2019年同期，油运平均航距拉长8%，驱动油运需求（吨*海里）增长近一成
- 油运产能利用率升至阈值——油运需求大增，而供给增长有限，估算产能利用率升至阈值90%左右，驱动运价中枢上行且弹性增大

图2：自俄乌冲突俄欧原油贸易开始缩减，对俄制裁后缩减至低位并持续



备注：俄欧贸易量不包含不参与制裁的欧洲国家。

图3：全球油运贸易重构示意图——俄欧“舍近求远”，油运航距显著拉长



【第一阶段】全球油运贸易重构：俄欧“舍近求远”持续性将超预期

- 欧洲：禁止进口俄油，改为长航线自美湾/西非/中东等进口。2025年5月，欧盟宣布将提前三年于2027年完全摆脱俄能源
- 俄罗斯：欧美要求俄油限价出口第三国，向欧洲出口大幅缩减，改为长航线向印度/中国等出口
- 市场担忧，若俄乌和谈，全球油运贸易重构将完全回退。我们认为，核心在于欧洲会否恢复以往对俄罗斯能源的高度依赖
 - 考虑欧盟认为“过度依赖俄罗斯能源进口构成安全威胁”，以及美国能源出口需求，我们预计油运贸易重构回退或较为有限
 - 同时，若对俄制裁取消，俄油将转为合规需求，相关影子船队将可能加速出清，有望进一步对冲影响

图4：欧洲原油进口结构：美湾西非中东长航线替代俄油

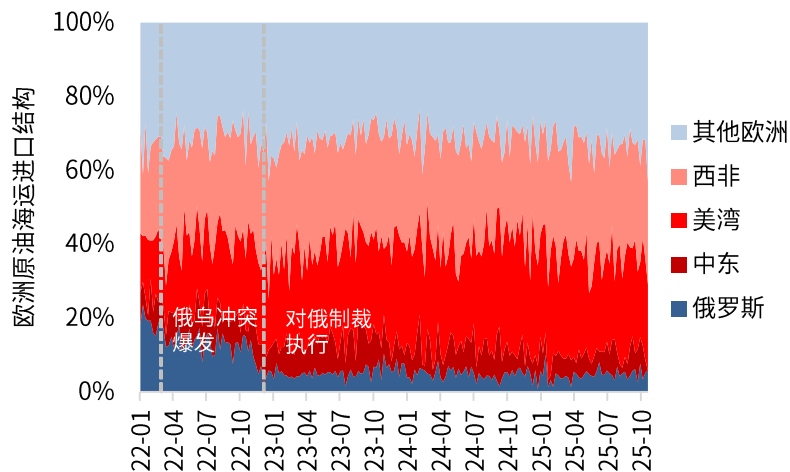
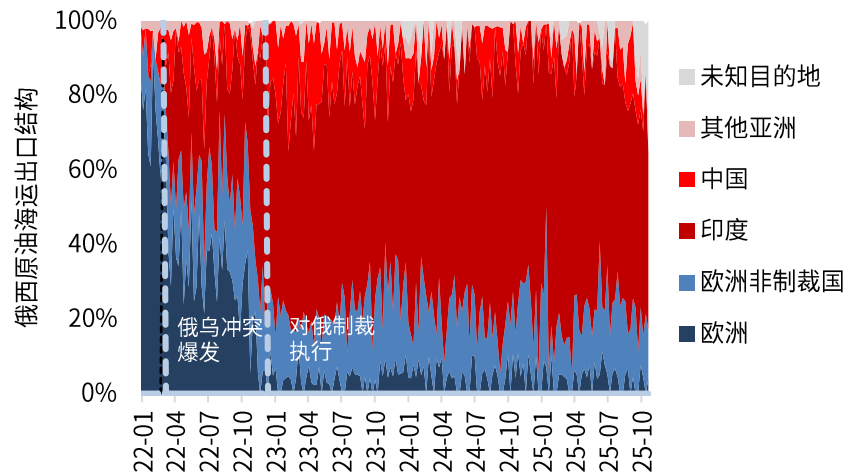


图5：俄罗斯西部港口原油出口结构：印度/中国等长航线替代欧洲



【波折】2024下半年，油运市场经历压力测试——地缘油价+伊朗增产

- 2024年原油运价中枢持平2023年，其中上半年淡季不淡景气创新高，而下半年经历压力测试旺季低迷
- 原因一：地缘油价。2024下半年中国等原油需求增长不及预期，而油价仍因地缘冲突而高企，炼厂开工不足导致油运需求缩减
- 原因二：伊朗增产。伊朗原油出口持续增长，而中东其他国家缩减，贸易结构性变化致合规VLCC产能利用率回落相对更为明显

图6：2024下半年炼厂开工率同比显著偏低，致油运需求缩减

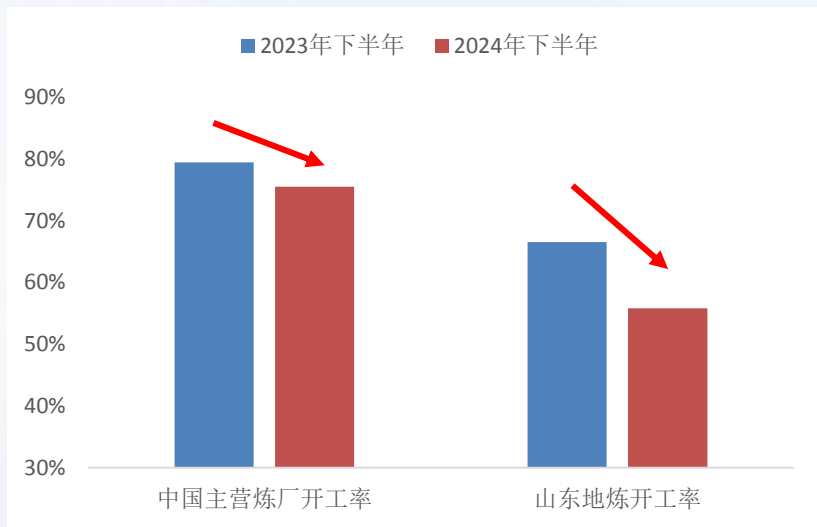
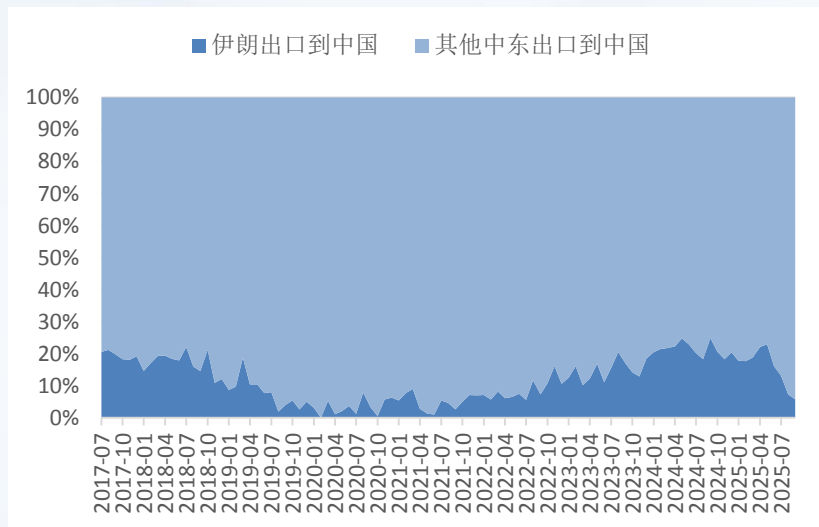


图7：2024年伊朗原油出口持续增长，影子船队分流合规市场货盘



【修复】2025上半年，油运产能利用率重回阈值——油价中枢回落+伊朗制裁升级

- 2025上半年，原油运价中枢已显著回升，油运产能利用率重回阈值附近，意味着运价对供需边际变化将富有弹性
- 改善一：油价中枢回落。油价由地缘定价逐步回归供需定价，叠加原油增产，油价中枢回落助力炼厂开工提升与贸易恢复
- 改善二：伊朗制裁升级。美国对伊朗及相关影子船队制裁升级，且国内港口合规要求加强，助力合规市场供需恢复

图8：2025年原油价格中枢回落，中国主营炼厂开工率回升

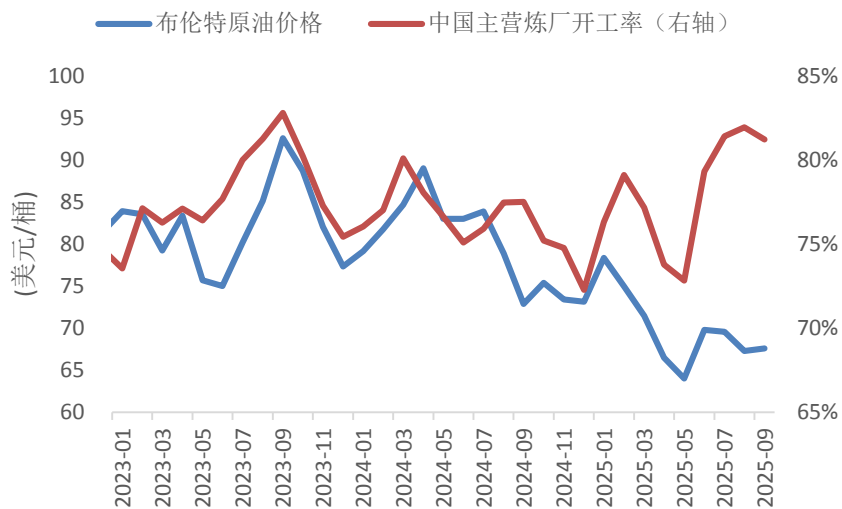
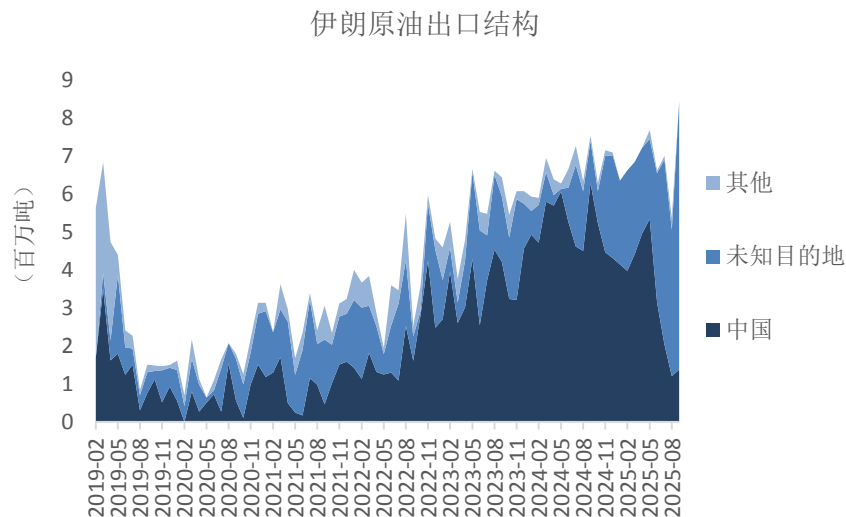


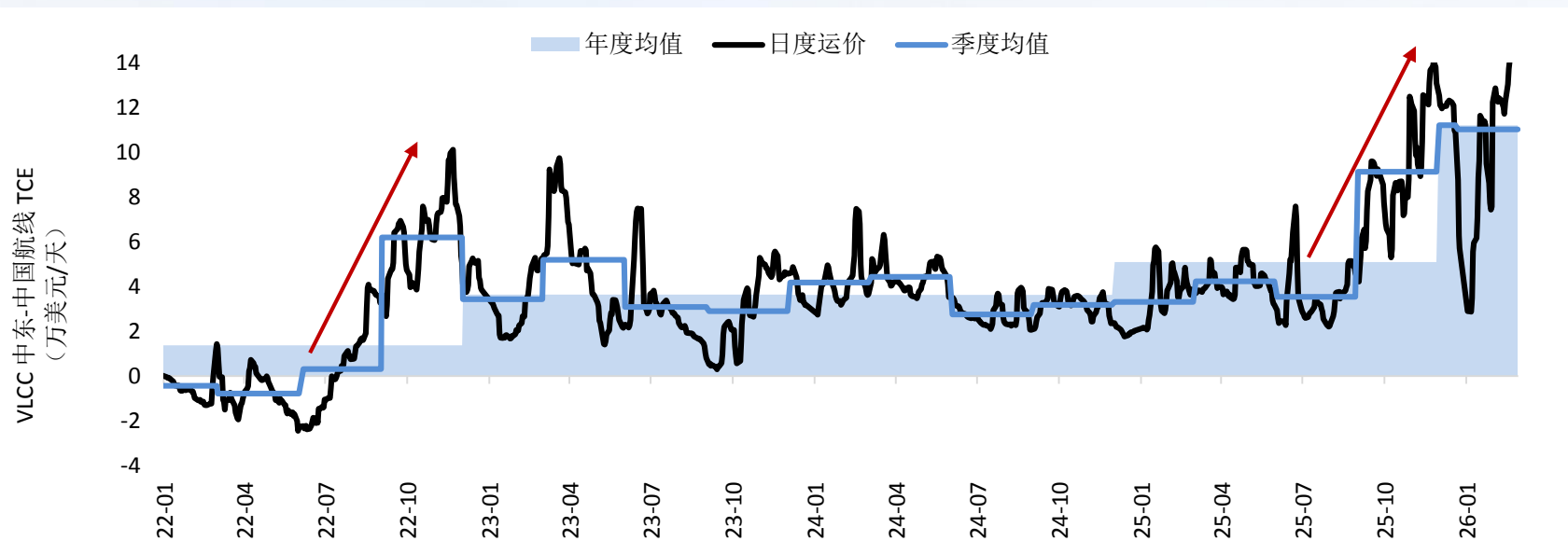
图9：2025上半年，伊朗原油出口量仍处高位，接驳转运降低影子船队效率



油运已开启“第二阶段”景气上行——全球原油增产，驱动进入高景气阶段

- 【第二阶段】自2025下半年：“原油增产”驱动油运需求继续增长，油运产能利用率越过阈值升至高位，进入高景气且将持续
 - 2025上半年：OPEC+2025年4月转而增产，标志着全球原油供给正式进入增产周期。我们提示原油增产利好油运需求增长，且下半年利好体现
 - 2025下半年：景气再次显著上升，产能利用率越过阈值升至高位——OPEC+增产效应显现+南美大幅增产+对俄制裁致印度增加合规VLCC需求
 - 展望：未来数年，原油增产将持续，油轮合规供给刚性，油运供需将继续向好。即使没有地缘冲突，油运也将成就高景气且可持续的“超级牛市”

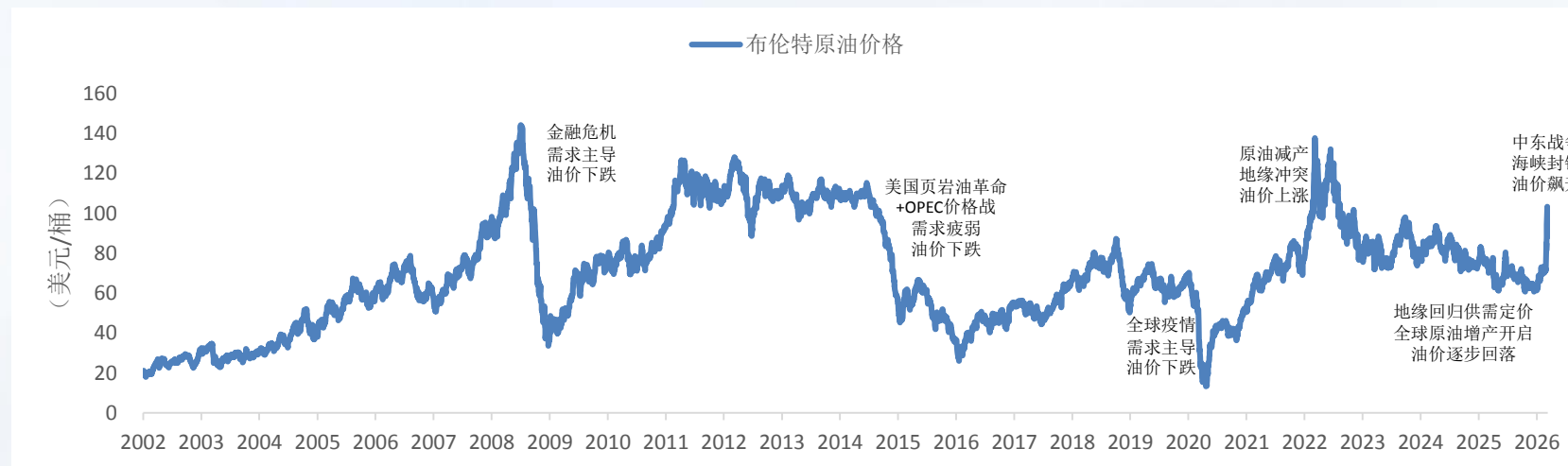
图10：中东-中国航线VLCC TCE：过去四年两阶段景气上行——2022下半年开启“第一阶段”景气上行，自2025年8月开启“第二阶段”景气上行



【第二阶段】全球原油增产周期：原油增产，将驱动油运需求继续增长

- 2025年油价持续下跌，对油运是利好还是利空？核心在于油价下跌原因：供需定价下，若由于需求疲弱则利空，若由于增产则利好
- 我们提示，全球原油增产将利好油运需求，增产导致的油价下跌将保障增产计划落地为原油出口增长与油运需求增长
- 2025年4月OPEC+转而增产，标志着全球原油供给由减产周期正式进入增产周期，且下半年OPEC+与南美增产利好开始体现
- OPEC+加速增产夺回份额，且南美/北美/非洲等长航线持续增产，未来数年将双轮驱动油运吨海里需求继续增长
- 考虑未来数年油轮合规供给刚性，油运供需将继续向好。即使没有地缘冲突，油运也将成就高景气且可持续的“超级牛市”

图11：布伦特原油价格——2025年油价中枢明显下降，背后是原油定价逻辑由地缘回归供需+全球原油增产周期开启



【第二阶段】全球原油增产周期——OPEC+：2025年转而增产，未来增产将持续

- 2022-24年，OPEC+实施三轮减产，协议减产国名义减产15%，实际缩减全球原油供给约4%——旨在通过缩减原油产量支撑油价维持高位
- 2024年，OPEC+内部减产执行分化，并多次讨论由延长减产转为增产——希望提升产量夺回份额，对冲油价中枢下行压力
- 2025年4月OPEC+开启一期增产，并加速增产提前一年完成；2025年10月开启二期增产，2026Q1暂停，计划2026年4月恢复增产
- 2025下半年OPEC+增产利好效应开始显现：增产初期受先前自愿减产执行不足且内需旺季对冲增产效应，2025下半年出口才开始增长
- 假设未来两年OPEC+匀速增产至2022年10月减产前，且出口比例较增产初期提升，我们预计年增加全球油运需求约2-3%

图12：OPEC 2025年4月开启原油增产，其海运出口量自9月明显增长

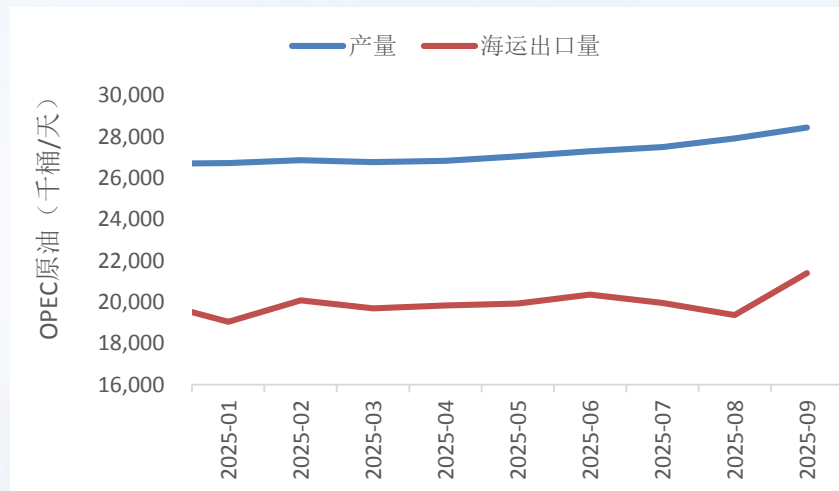
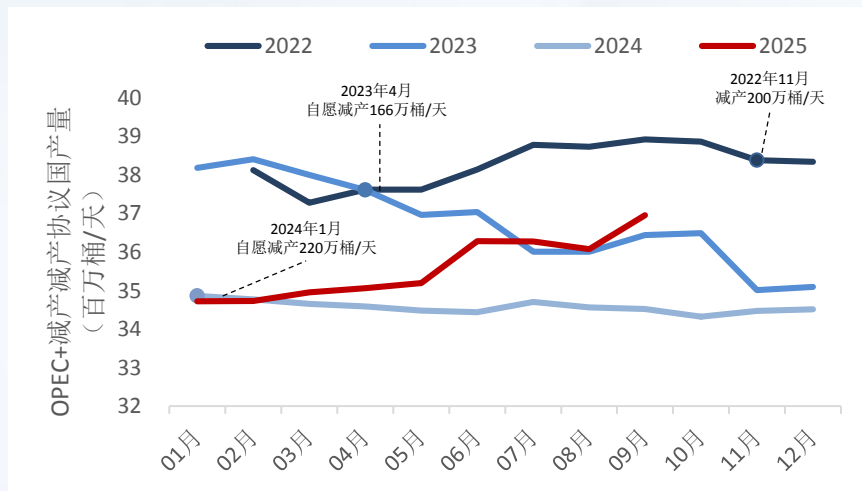


图13：OPEC+2025年加速完成一期增产，并于自2025年10月开启二期增产



【第二阶段】全球原油增产周期——南美：2025下半年大幅增产，未来数年将持续

- 南美：石油储量巨大，自2025下半年大幅增产，且至亚洲航距是中东的2倍，助力油运吨海里需求增长与油运市场景气上行
- 南美页岩油革命与港口管道建设，将助力未来产量保持高增；此外，IEA预计未来数年西非、北美等长航线均将持续稳健增产
- 假设未来海峡恢复通行，中东原油出口恢复，考虑中东及南美原油将继续增产，我们预计年增加全球油运需求约3-4%
- 全球原油增产利好自2025下半年体现，叠加美对俄制裁致印度增加合规VLCC需求，共同驱动油运进入高产能利用率与高景气阶段
- 展望：未来数年，原油增产将持续，油轮合规供给刚性，供需将继续向好。即使没有地缘冲突，也将成就高景气且可持续“超级牛市”

图14：中南美开启原油大幅增长：2025年下半年产量同比增长达11%

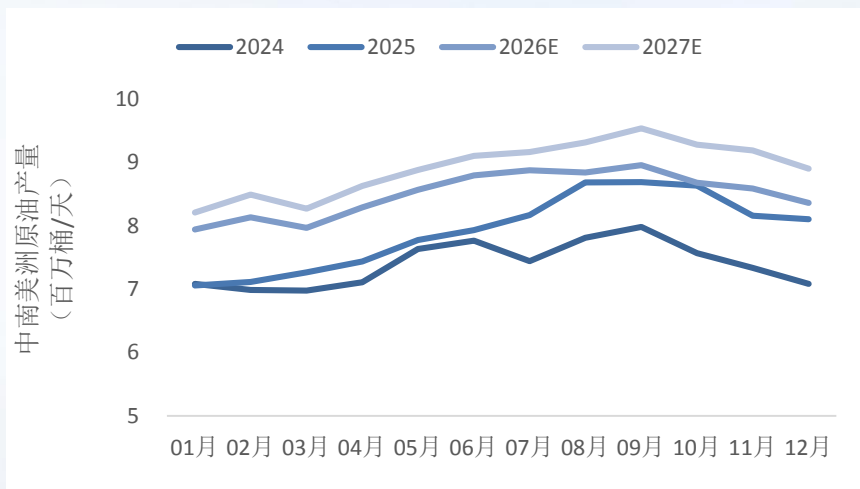
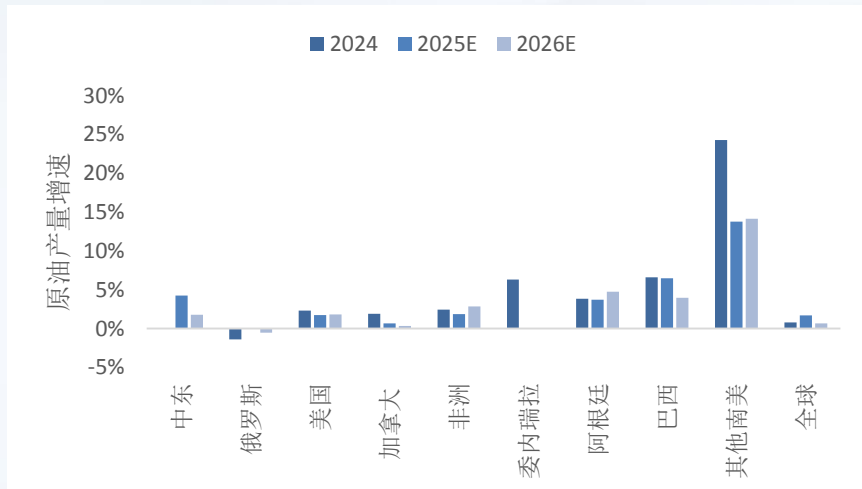


图15：IEA预计2025-26年中东、北美、南美、西非均将原油增产



高产能利用率阶段，船东加强运力控制将“锦上添花”

- 2026年，油运市场已进入高产能利用率阶段——意味着，运价对供需边际变化已变得极为敏感
- 美以伊冲突爆发前，油运运价传统淡季出现超预期的快速上涨，我们认为背后有三重驱动力：1) 地缘局势升级致油价看涨，驱动油运需求淡季不淡；2) 船东情绪高涨，挺价坚决；3) 船东加强现货市场运力控制锦上添花
- 特别值得关注，韩国长锦商船SINOKOR通过长期租入与高价收购积极控制VLCC超百艘，提升对现货市场供需边际变化的控制力
- 我们认为，船东加强运力控制在行业高产能利用率阶段积极有效，高产能利用率下现货市场运价对供需边际变化极为敏感，小幅运力控制将可驱动运价飙升，对油运高景气下的运价与盈利表现锦上添花

图16：中东-亚洲航线VLCC TCE快速上冲至40万美元以上，创历史新高

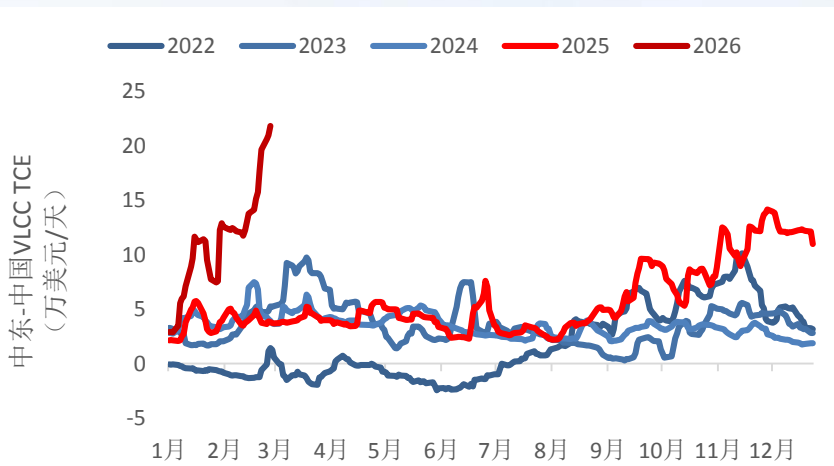
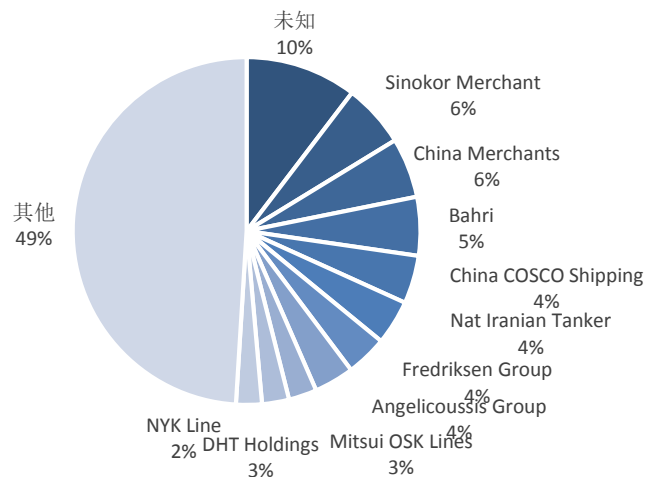


图17：VLCC船东运力集中度提升——前十大船东船队规模占比超四成



02

油运贸易紊乱： 中东冲突海峡受阻，贸易紊乱运价高企

油运：中东冲突海峡受阻，贸易紊乱运价高企

• 中东冲突海峡受阻，贸易紊乱运价高企

- 美以伊冲突爆发后，霍尔木兹海峡受阻，全球原油供给缩减
- 油价飙升贸易紊乱，油运运价中枢飙升，大船高位震荡小船近期回落
- 延布港与美湾原油出口大增，驱动抢运需求及运价高企
- 中国船东VLCC运营效率持续高于行业

• 出口跟踪：海峡受限中东缩减，美俄延布出口增长

- 2025下半年OPEC+与南美等原油增产利好体现
- 中东原油海运出口全球占比近半，自2026年3月霍尔木兹海峡受阻，估算4月全球原油海运出口量同比降幅略扩大至12%
- 延布港出口大增部分填补缺口，4月中东出口仍不足正常水平一半。4月美湾出口持续增长并创新高

• 进口跟踪：海峡受限进口缩减，亚洲影响直接显著

- 亚洲原油海运进口量全球占比超六成，且对中东依赖度较高而影响直接显著。欧洲影响较为有限
- 进口影响滞后体现，估算4月全球原油海运进口量同比缩减16%
- 中国转增延布港进口，印度转增俄油，日本转增美湾，全球去库应对危机

（一）油运高频跟踪：中东冲突海峡受阻，贸易紊乱运价高企

- 原油：中东冲突海峡受阻，出口骤减油价飙升，区域油价差异显著
- 油运：原油贸易紊乱持续，运价中枢大幅飙升，大船高位震荡小船近期回落
- 霍尔木兹海峡：船舶通行大幅缩减超八成，导致中东原油出口缩减近半；VLCC驶入主要归属伊朗，超四成运往中国印度
- 延布港原油出口：2026年3-4月原油出口大增，估算填补中东供给缩减缺口近三成，主要运往亚洲多国
- 中国船东VLCC摆位跟踪：中远海能和招商轮船VLCC主要运营中东方向航线（含Yanbu）、西非航线及美洲航线，运营效率保持高位且高于行业

原油：中东冲突海峡受阻，出口骤减油价飙升，区域油价差异显著

- 2025年，霍尔木兹海峡承载全球原油消费量的20%，全球原油海运出口量的35%
- 自2026年3月，美以伊冲突爆发，霍尔木兹海峡船舶通行受阻，中东原油出口量骤减，显著影响全球原油供给
- 2026年3-4月全球原油海运出口量同比缩减超一成
- 其中，3月中旬同比缩减最大超两成，4月同比缩减约12%
- 全球原油供给骤减，导致原油价格飙升
- 2026年4月，WTI与布伦特原油价格均超百美元/桶
- WTI明显低于布伦特原油价格，区域价差、战储释放、抢运等导致全球原油贸易紊乱且持续

图18：估算2026年3-4月全球原油海运出口量同比缩减超一成

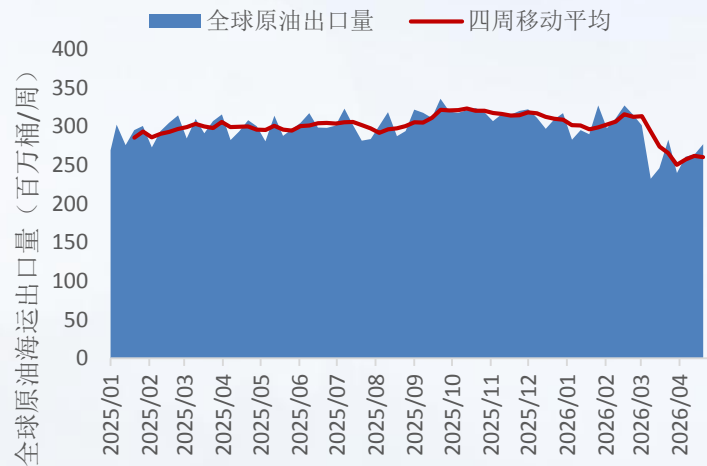


图19：自2026年3月油价飙升，且WTI与布伦特原油价差显著扩大



油运：原油贸易紊乱持续，运价中枢大幅飙升，大船高位震荡小船近期回落

- 2026年1-2月，油价看涨抢运与长锦控制运力，驱动油运淡季不淡，运价中枢升至超十余万美元/天高位
- 自2026年3月，美以伊冲突爆发，海峡通行受阻，贸易紊乱持续，运价中枢大幅飙升，并创历史新高
- 中东航线运价高位震荡，海峡短暂通行催生运价极值
- 苏伊士和阿芙拉等小型油轮运价跟随大船亦运价中枢上涨，并创历史新高，峰值超二十万美元/天
- 部分成品油轮洗舱转运原油，成品油轮西向运价亦现飙升
- 近期大船运价高位震荡，小船运价自高位回落

图20：全球原油贸易紊乱，VLCC运价中枢大幅飙升，近期高位震荡

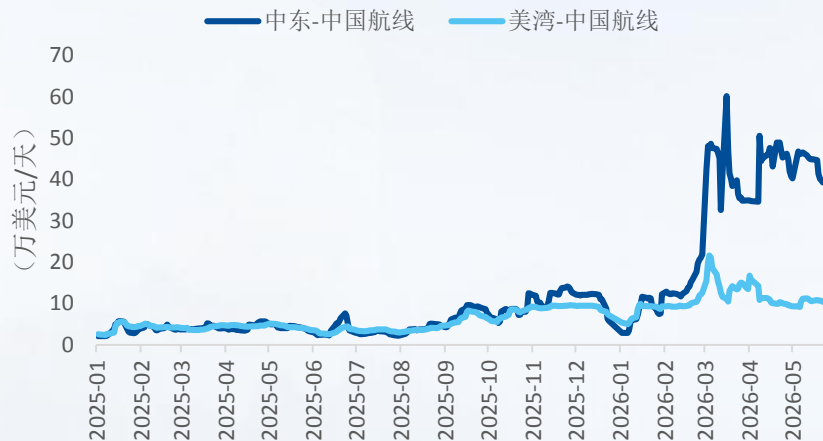
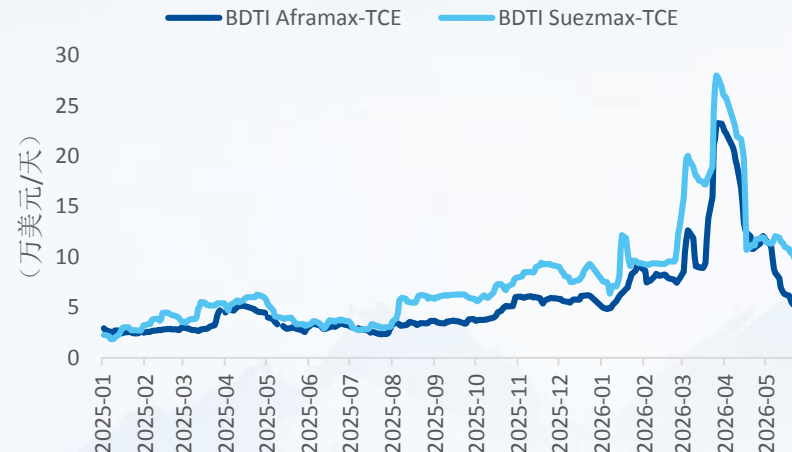


图21：苏伊士和阿芙拉等小型油轮亦运价中枢上涨，近期自高位回落



霍尔木兹海峡：油轮通行缩减超八成，显著影响中东原油出口

- 美以伊冲突爆发后，伊朗封锁霍尔木兹海峡
- 估算2026年3-4月海峡船舶通行量缩减八成以上
- 其中，VLCC通行量由日均十余艘降至不到3艘

- 经霍尔木兹海峡原油出口量大幅缩减近八成
- 显著影响中东原油出口量与全球原油供给

图22：霍尔木兹海峡通行受阻，2026年3-4月日均油轮通行量缩减超八成

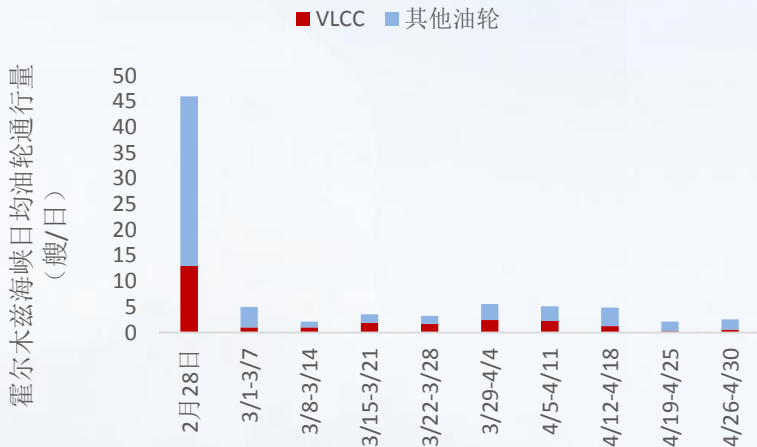
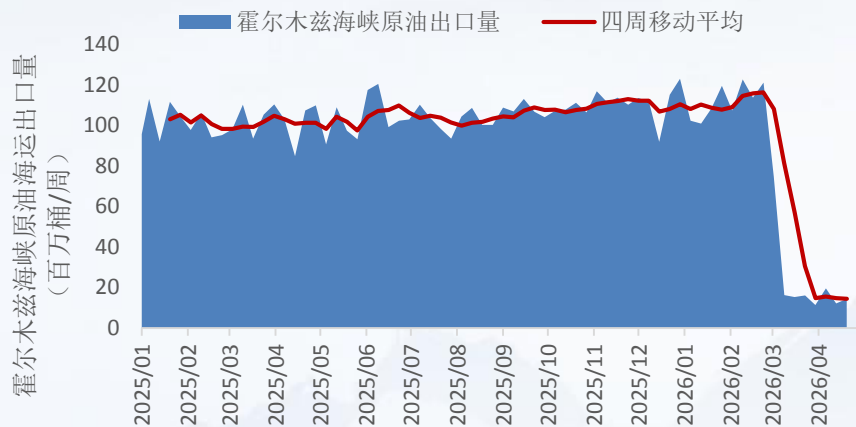


图23：经霍尔木兹海峡原油出来量大幅缩减近八成



霍尔木兹海峡：VLCC驶入主要归属伊朗，超四成运往中国印度

- 2026年3-4月，驶入海峡的VLCC：
- 约五成归属伊朗所有
- 约四成或为影子船队

- 2026年3-4月，驶出海峡的VLCC：
- 超五成识别为灰色活动
- 约四成运往中国与印度

图24：2026年3-4月驶入VLCC约五成归属伊朗，约四成或为影子船队

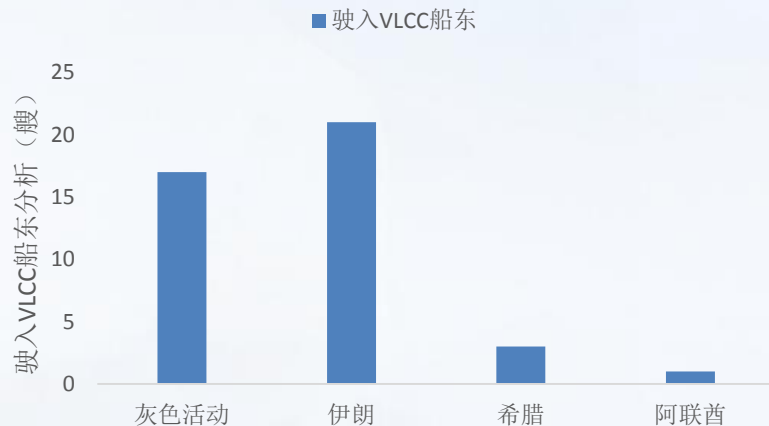
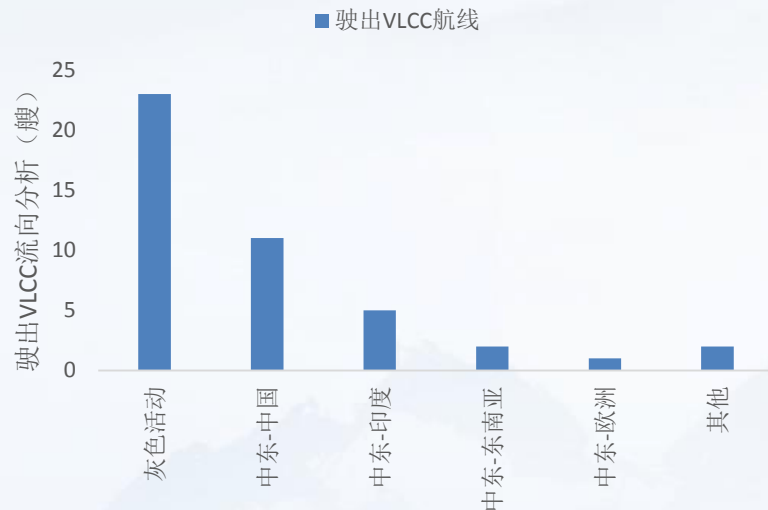


图25：2026年3-4月驶出VLCC超五成为灰色活动，约四成运往中国与印度



延布港：原油出口大增，填补中东海峡缺口近三成，主要运往亚洲多国

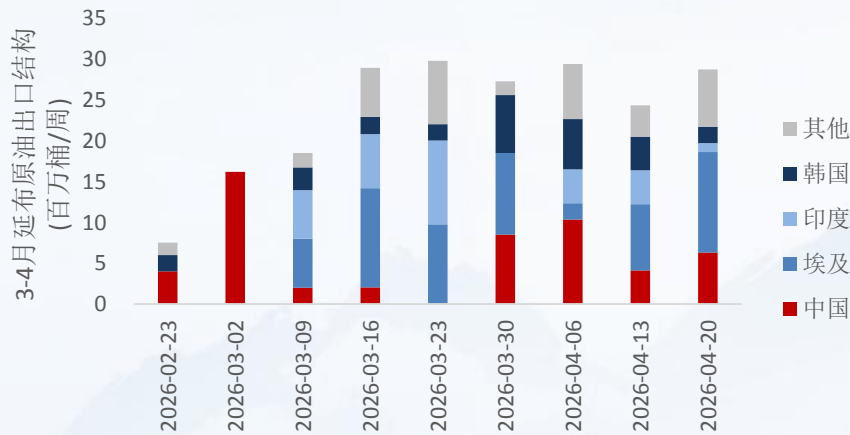
- 自2026年3月霍尔木兹海峡通行受阻，Yanbu港原油出口量开始快速增长，并创历史新高
- 2026年4月，Yanbu港周均原油出口量增长近四倍，填补经霍尔木兹海峡原油出口量缩减缺口近三成
- Yanbu港原油出口增量主要运往亚洲多国



图26：自2026年3月延布港原油出口量快速增长，4月累计增长近四倍



图27：延布港原油出口：主要运往亚洲多国



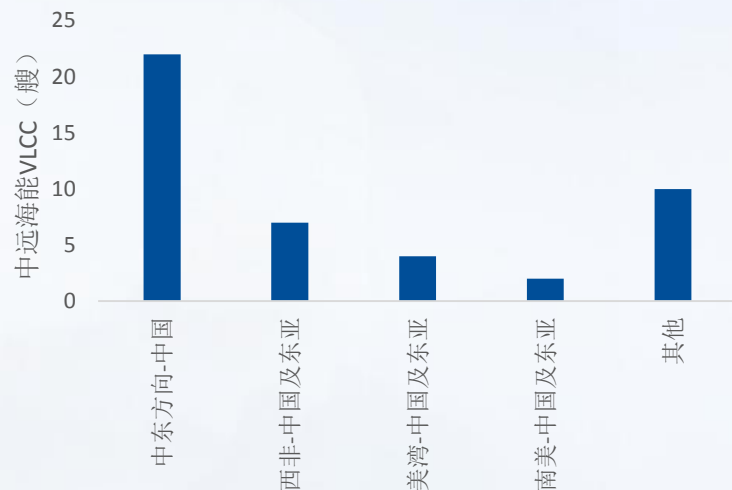
请参阅附注免责声明

中国船东VLCC：经营积极摆位灵活，运营效率保持高位且高于行业

中远海能VLCC：

- 近半运营中东方向（含Yanbu）-中国航线
- 近两成运营西非-中国航线，一成运营美洲长航线
- 两艘VLCC与五艘小型油轮仍处于霍尔木兹海峡内
- VLCC运营效率已提升至高位，且高于行业

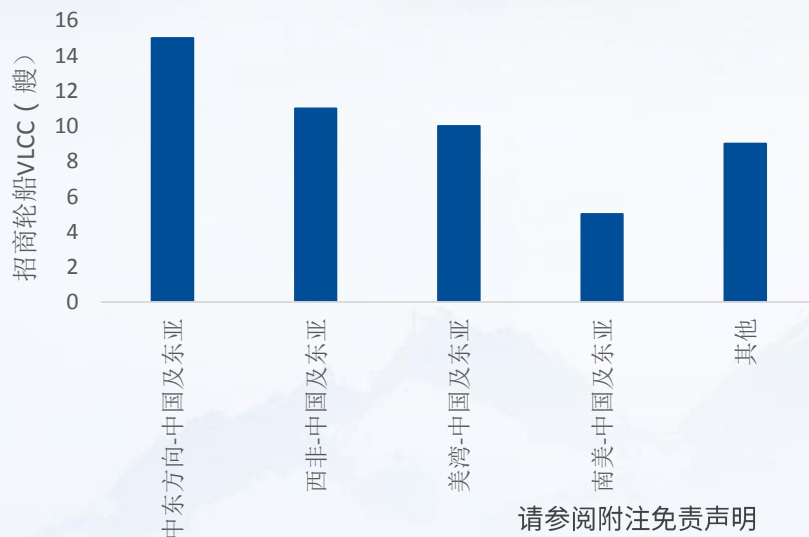
图28：中远海能VLCC：近半运营在中东方向-中国航线



招商轮船VLCC：

- 近三成运营中东方向（含Yanbu）-中国及东亚航线
- 二成运营西非-中国及东亚航线，三成运营美洲长航线
- 公司VLCC运营效率保持高位，且高于行业

图29：招商轮船VLCC：相对更多运营在西非与美洲航线



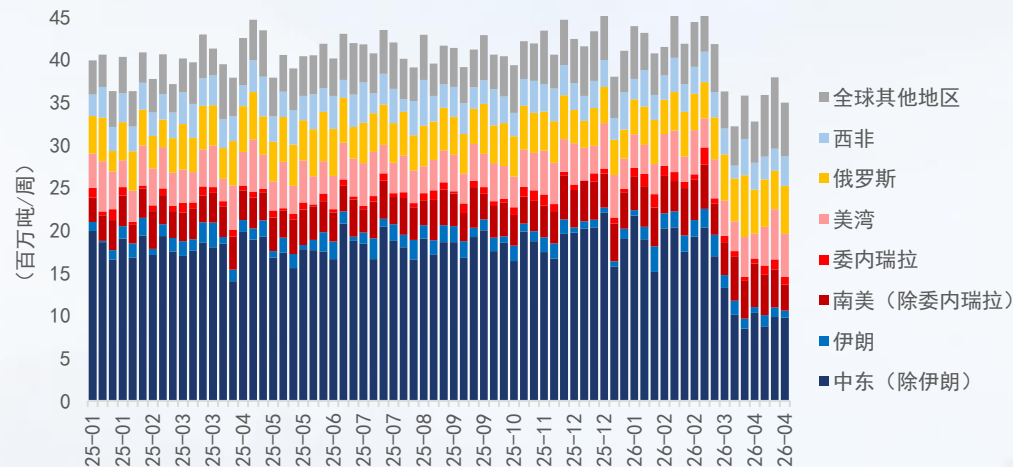
(二) 油运出口跟踪：海峡受限中东缩减，美俄延布出口增长

- 全球原油海运出口：2025下半年原油增产利好体现，2026年4月海峡受阻持续致同比缩减12%
- 中东（除伊朗）：2025下半年增产利好体现。自2026年3月大幅缩减，延布港填补缺口，4月仍不足正常水平50%
- 伊朗：自2026年3月把控霍尔木兹海峡，出口未有缩减而小幅增长
- 美湾：2026年3-4月出口量持续增长，4月同比大增28%创新高，欧洲已替代亚洲成为主要目的地
- 俄罗斯：俄乌冲突以来出口量平稳且“舍近求远”，自3月出口量增长，4月同比增长7%
- 南美（除委内瑞拉）：2025下半年大幅增产，中国占比提升。2026年继续增产，4月同比增长21%，再创新高
- 委内瑞拉：2026年初出口短暂缩减后恢复，出口方向由中国转向美印
- 西非：过去五年出口量平稳，且出口结构亦较为稳定

全球原油海运出口：2026年4月海峡受阻持续，估算同比缩减超12%

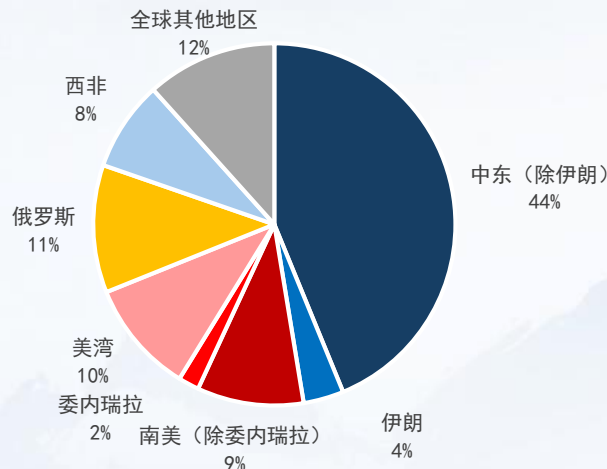
- 全球原油海运出口量：
- 2025下半年受益于低基数与OPEC+南美增产，估算同比增长超8%
- 2025年下半年原油增产利好体现，全年同比增长4%
- 自2026年3月霍尔木兹海峡受阻，估算4月同比缩减扩大至12%

图30：全球原油海运出口量：2025年同比增长超8%，2026年4月同比缩减12%



- 全球原油海运出口结构（2025年）：
- 中东占比近半，其中伊朗全球占比4%
- 美湾占比10%，南美占比11%
- 西非占比8%，俄罗斯占比11%

图31：全球原油海运出口结构（2025年）——中东占比近半



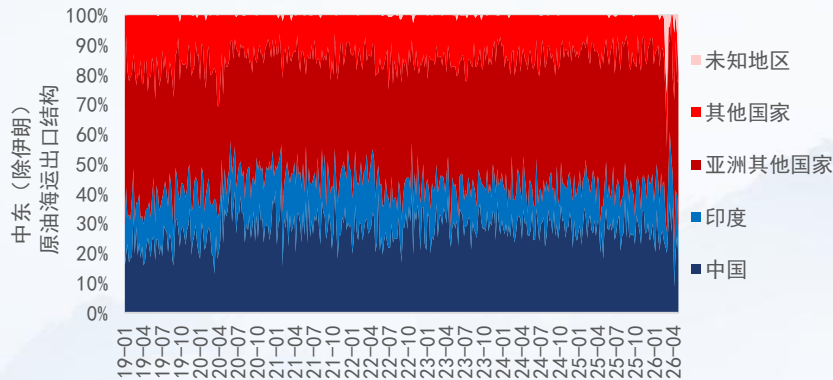
中东（除伊朗）：2026年3-4月出口大幅缩减，延布港小幅填补供给缺口

国泰海通2026中期策略会

图32：中东（除伊朗）原油海运出口2026年：3-4月显著缩减



图34：中东（除伊朗）原油海运出口结构：亚洲为核心市场

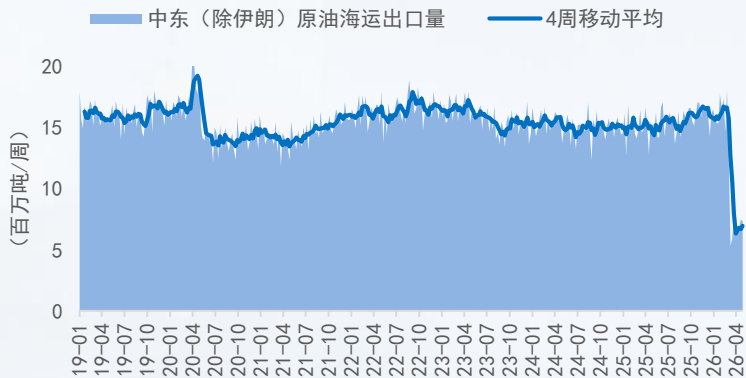


请参阅附注免责声明

27

- **出口量：**2025下半年OPEC+增产利好体现。由于霍尔木兹海峡通行受阻，2026年3月上半月开始显著缩减，自3月下半月受益延布港出口大增而略有回升，但4月仍不足正常水平50%
- **出口结构：**亚洲为核心市场，受中东出口缩减影响直接

图33：中东（除伊朗）原油海运出口量：2025下半年增产利好体现



伊朗：自2026年3月把控霍尔木兹海峡，4月出口显著缩减

- **出口量：**伊朗把控霍尔木兹海峡后，其4月原油出口环比减少21%
- **出口结构：**2024年中国占比较高。自2025年美国加强对伊朗与影子船队制裁，出口目的地不透明度大幅提升

图36：伊朗原油海运出口量：周度数据创六年新高

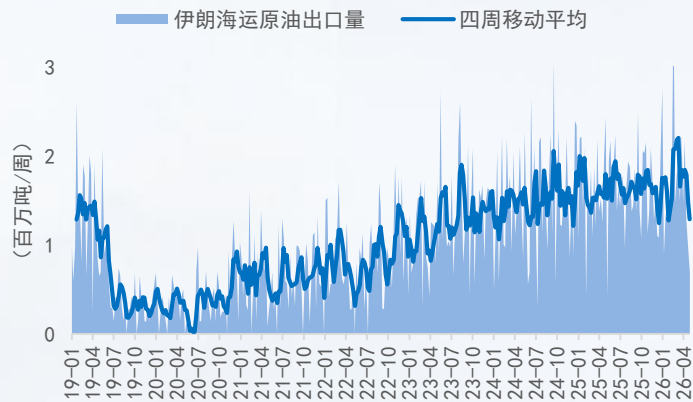
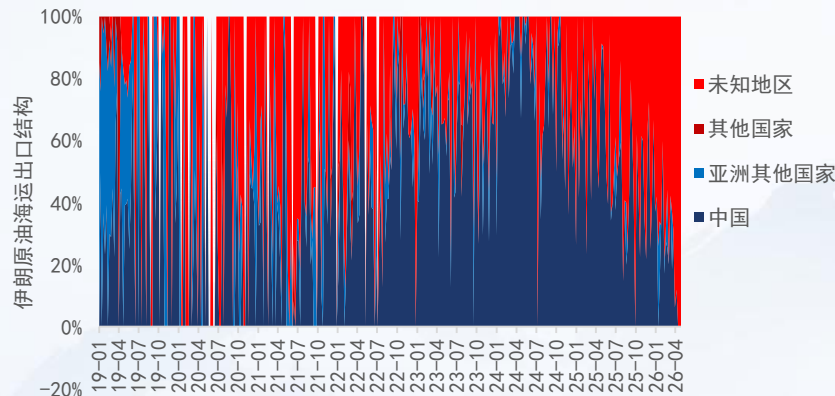


图35：伊朗原油海运年出口2026年：2月底存在出口高峰



图37：伊朗原油海运出口结构：出口不透明度持续提升



美湾：2026年4月出口大增创新高，欧洲已替代亚洲成为主要目的地

国泰海通2026中期策略会

- **出口量：**2025年下半年增长明显。过去数周受益于战略储备释放，出口量持续增长，4月同比大增28%创新高
- **出口结构：**过去四年俄欧“舍近求远”，美湾加大向欧洲出口，而向亚洲出口缩减。近期往南美洲与大洋洲出口增加

图39：美湾原油海运出口量：战略储备释放驱动温和增长

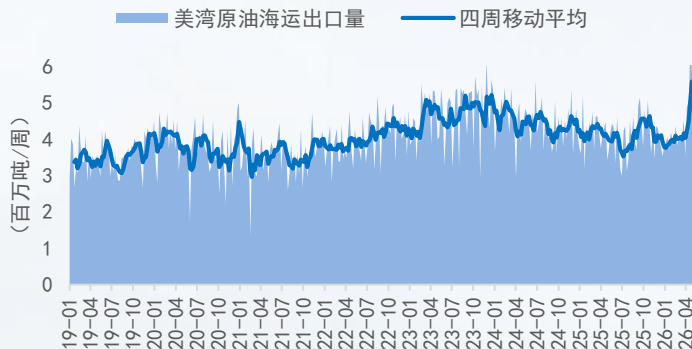


图38：美湾原油海运出口2025-2026年：2025年下半年显著增长

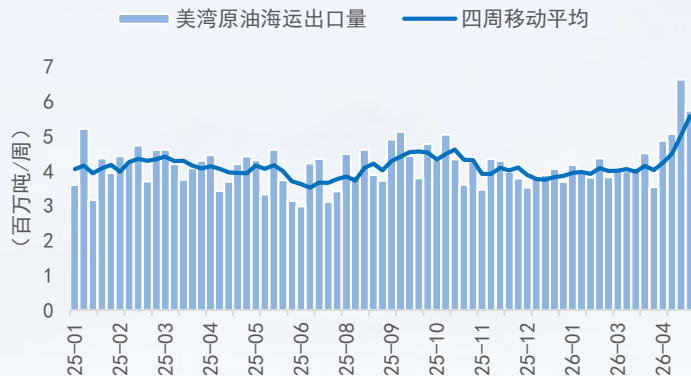
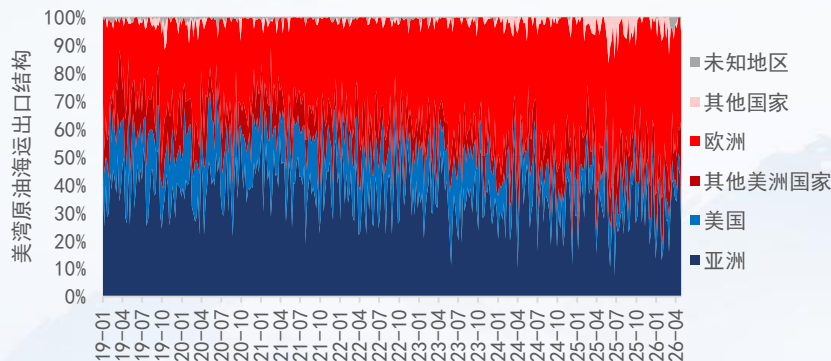


图40：美湾原油海运出口结构：加大向欧洲出口，缩减向亚洲出口



俄罗斯：俄乌冲突以来出口量平稳且“舍近求远”，近期出口量增长

仅供内部参考，请勿外传

国泰海通2026中期策略会

图41：俄罗斯原油海运出口2026年：近期出口量小幅增长

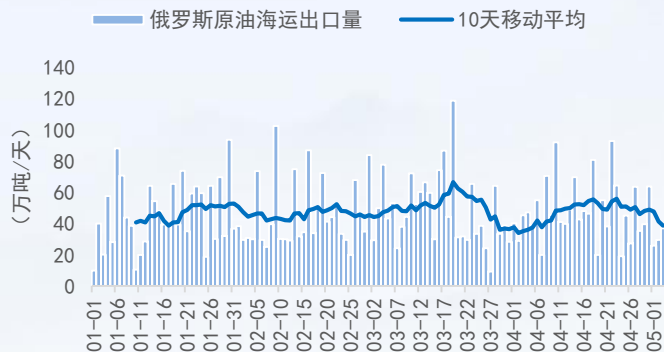
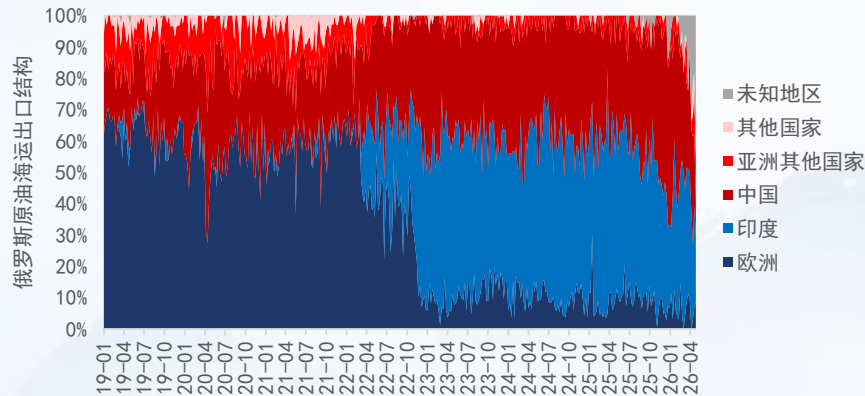


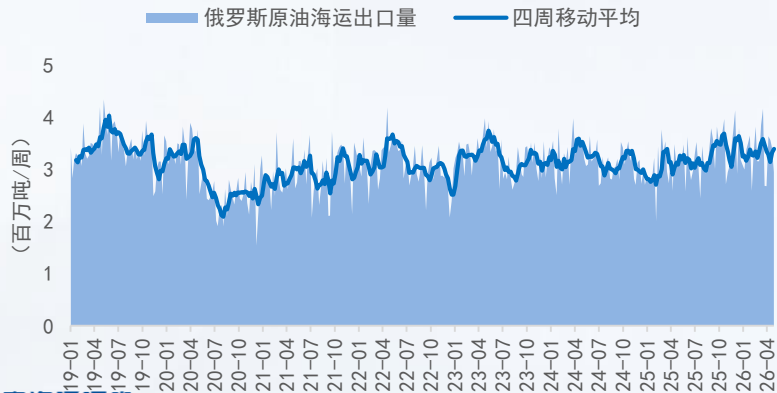
图43：俄罗斯原油海运出口结构：2025年8月制裁使中国替代印度承接俄油



请参阅附注免责声明

- **出口量：**俄乌冲突以来保持平稳。自2026年3月开始增长，4月同比增长7%
- **出口结构：**俄乌冲突以来，印度占比大幅提升替代欧洲。自2025年8月美加强对俄制裁，印度出口明显缩减，中国占比提升。近期出口目的地不透明度提升

图42：俄罗斯原油海运出口量：俄乌冲突以来保持平稳



南美（除委内瑞拉）：2026年继续大幅增产，中国占比有所提升

国泰海通2026中期策略会

- **出口量：**2025下半年南美大幅增产利好体现，同比大增26%。2026年继续增产，4月同比增长21%，再创新高
- **出口结构：**过去五年欧洲占比显著提升，自2025下半年中国占比有所提升

图45：南美（除委）原油海运出口量：2025下半年增产利好体现

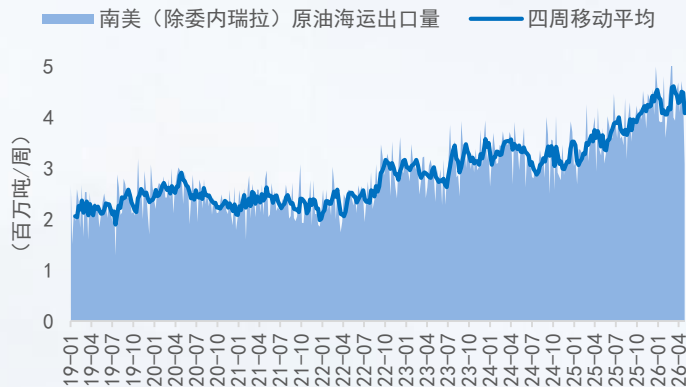
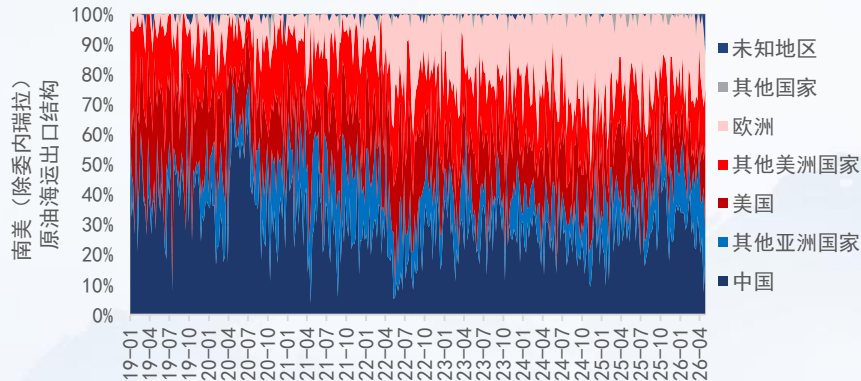


图44：南美（除委）原油海运出口2026年：3月出口继续环比增长三成



图46：南美（除委）原油海运出口结构：2025下半年中国占比有所提升



委内瑞拉：2026年初出口短暂缩减后恢复，出口方向由中国转向美印

国泰海通2026中期策略会

- **出口量：**2024-25年持续增产，年均增长近两成。2026年初美国闪击后，出现短暂缩减，现已基本恢复
- **出口结构：**2025年中国占比超五成，2026年以来出口结构变化剧烈，美国印度占比显著提升，替代向中国出口

图48：委内瑞拉原油海运出口量：2024-2025年持续增产

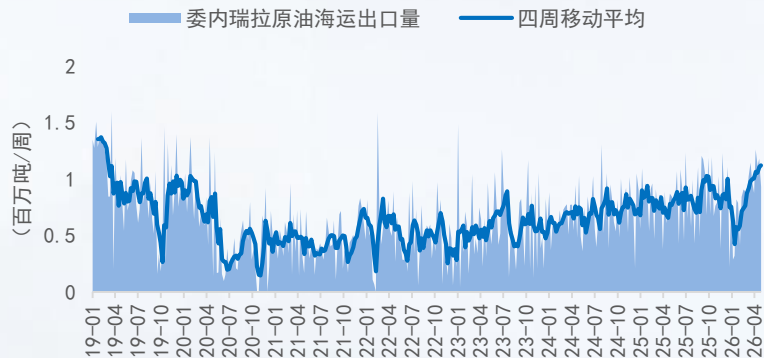


图47：委内瑞拉原油海运出口2025-2026年：2025年中国占比超五成

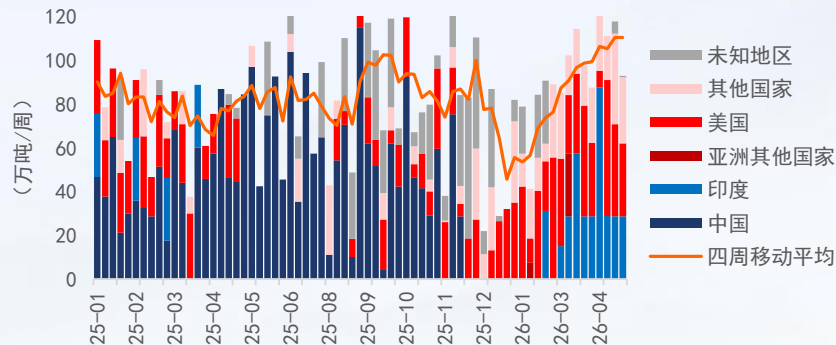
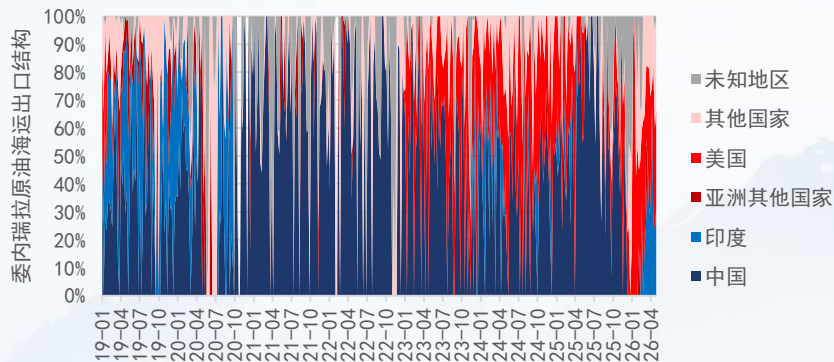


图49：委内瑞拉原油海运出口结构：2026年初向美印出口代替向中国出口



- **出口量：**过去五年保持平稳，近期亦较为平稳
- **出口结构：**亚洲占比过半，结构亦较为稳定。
近期亚洲出口占比进一步提升

图51：西非原油海运出口量：长期保持平稳

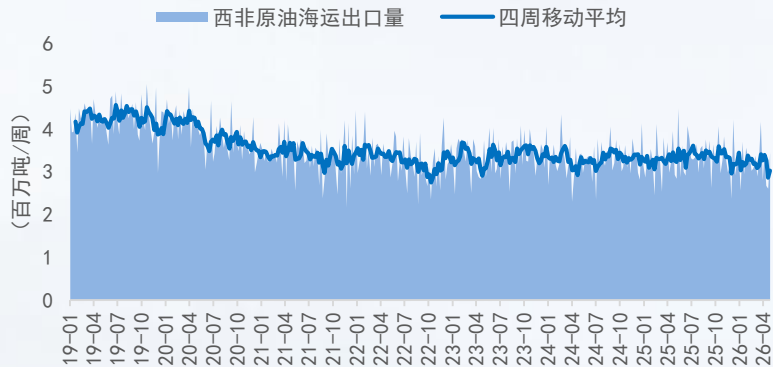


图50：西非原油海运出口2025-2026年：未出现明显波动

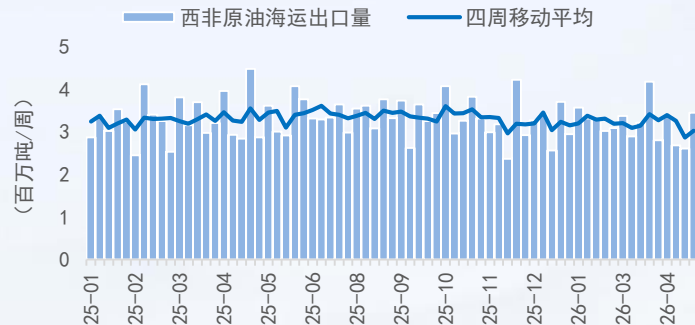
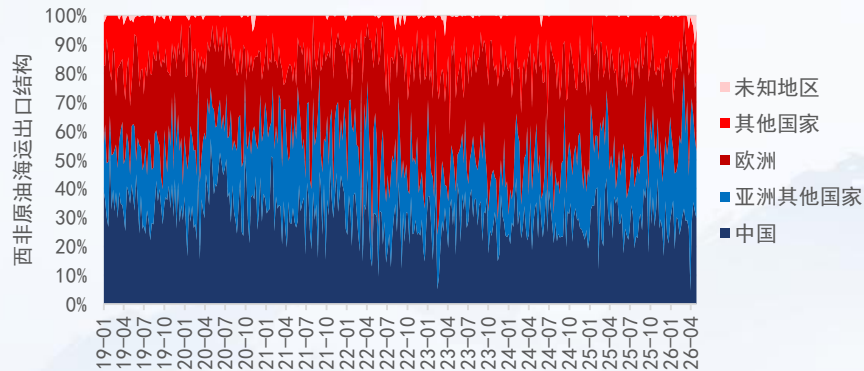


图52：西非原油海运出口结构：亚洲占比过半，结构较为稳定



（三）油运进口跟踪：海峡受限进口缩减，亚洲影响直接显著

- 全球原油海运进口：霍尔木兹海峡受阻滞后影响进口量，估算4月同比缩减16%，亚洲影响直接显著
- 中国：2026年4月原油海运进口量同比缩减28%，近期延布港进口增加，中东（含延布）占比降至四成以下
- 印度：2026年4月原油海运进口量同比缩减8%，近期俄油进口有所恢复
- 日本：2026年4月原油海运进口量同比大幅缩减70%，以往中东占比超九成，影响最为直接显著，近期美湾进口增加
- 欧洲：2026年4月原油海运进口量同比相对平稳，进口来源多样化且中东依赖度极低，受中东影响相对有限

全球原油海运进口：霍尔木兹海峡受阻滞影响进口，4月同比缩减16%

- **全球原油海运进口量：**霍尔木兹海峡受阻滞影响进口量
- 2025年下半年原油增产利好体现，驱动原油进口量同比增长6%
- 2025年全年全球原油进口量同比增长2%
- 2026年3-4月受中东供给缩减，估算4月原油进口量同比缩减16%
- **全球原油海运进口结构（2025年）：**
- 亚洲占比达六成，其中中国占比1/4，印度占比超一成
- 欧洲占比约1/4

图53：全球原油海运进口量：估算2026年4月同比缩减16.2%

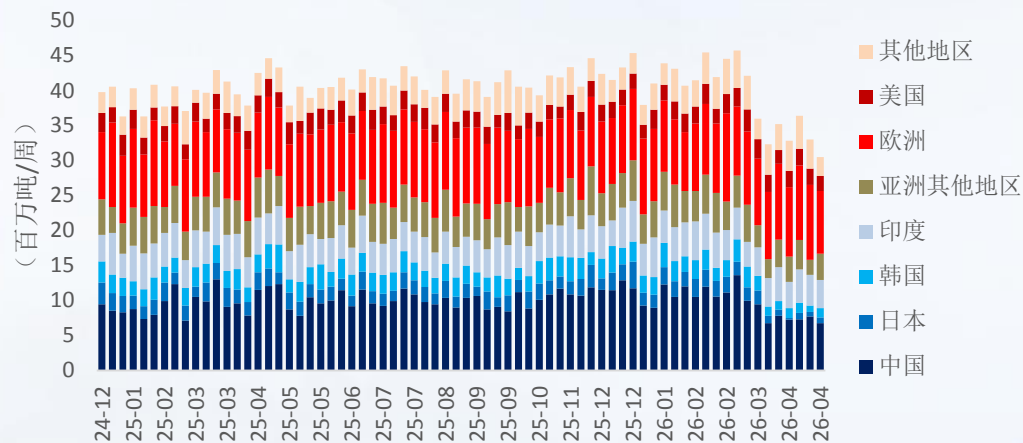
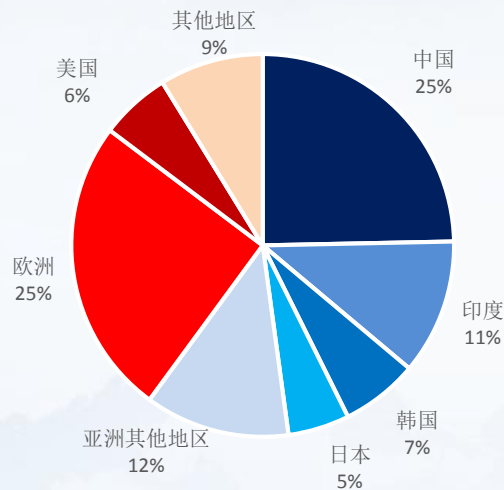


图54：全球原油海运出口结构（2025年）



中国：2026年4月原油进口缩减28%，中东（含延布）占比降至四成以下

- 进口量：**受中东局势升级及霍尔木兹海峡通行受阻影响，2026年3-4月逐步下降，估算4月同比缩减28%
- 进口结构：**以往中东占比过半，4月中东（含延布）整体占比降至四成以下，近期延布港进口增加，同时增加其他来源降低中东影响程度

图55：2026年中国原油海运进口量：美伊冲突以来下滑明显

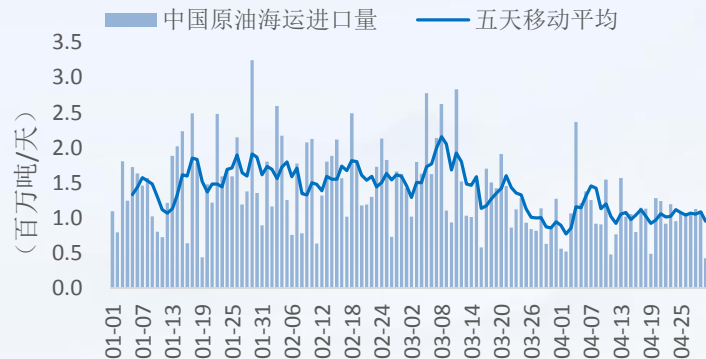


图57：19-26年中国原油海运进口结构：中东占比过半，近期降至四成以下

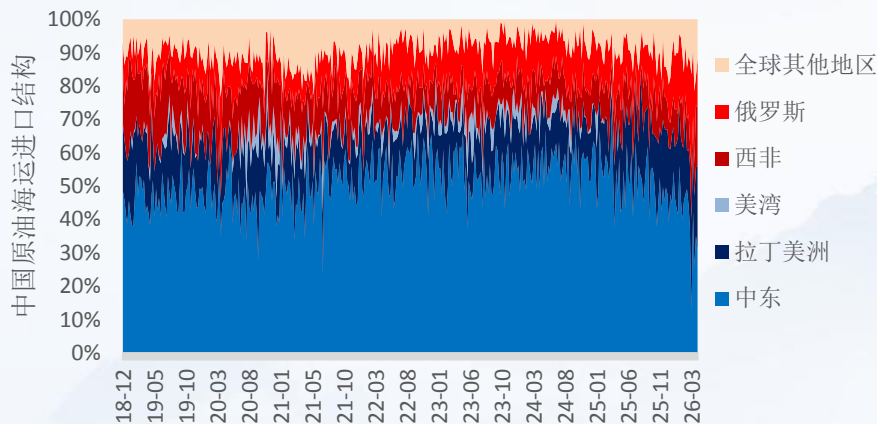
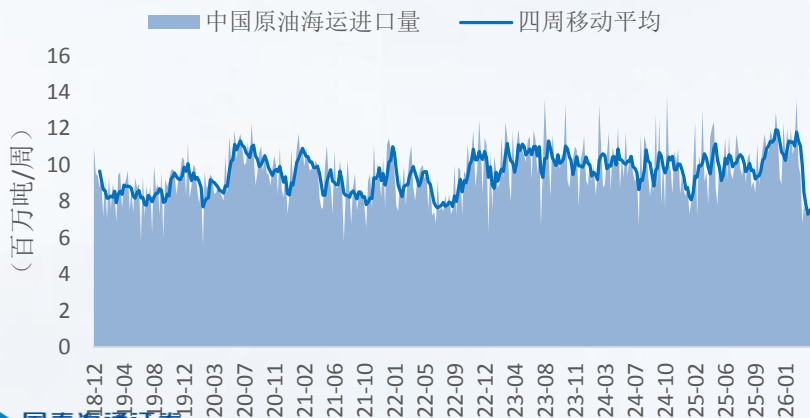


图56：中国原油海运进口量：受冲突影响2026年3-4月下滑明显



印度：2026年4月进口缩减8%，近期俄油进口有所恢复

- **进口量：** 2026年4月原油进口量同比缩减8%
- **进口结构：** 2023-24年俄油替代中东进口，2025下半年受美国次级制裁而降低俄油提升中东占比至过半。近期俄油进口量有所恢复

图59：印度原油海运进口量：2026年4月同比缩减8%



图58：2026年印度原油海运进口量：近期有所恢复

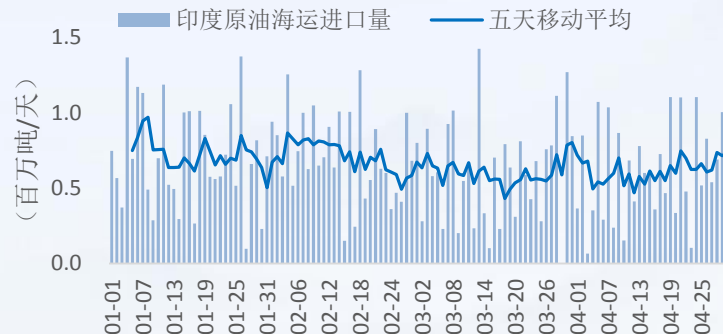
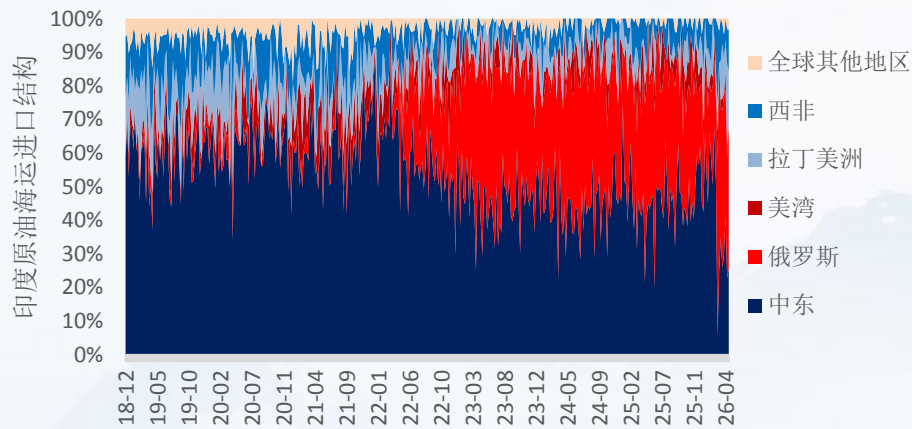


图60：印度原油海运进口结构：近期俄油进口量有所恢复



日本：2026年4月进口大幅缩减70%，中东影响最为直接显著

- **进口量：**2026年4月原油进口量同比大幅缩减70%
- **进口结构：**中东占比长期超九成，受中东影响最为显著。近期美湾进口显著增加

图62：日本原油海运进口量：2026年3-4月同比缩减70%

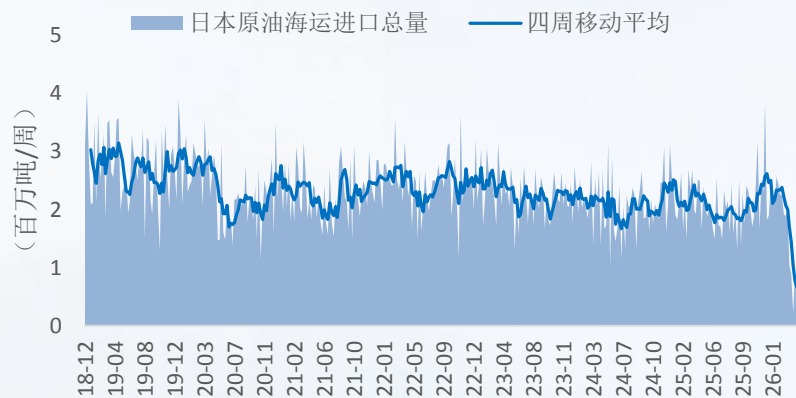


图61：2026年日本原油海运进口量：霍尔木兹海峡受阻以来进口量下滑明显

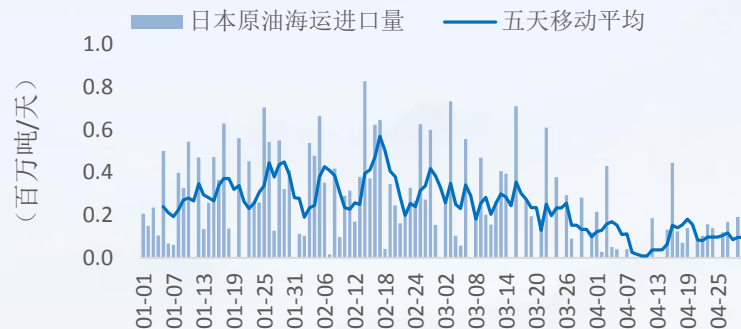
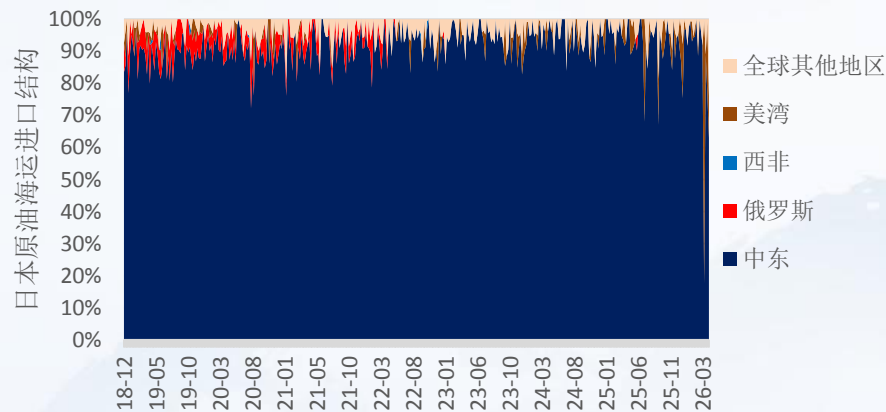


图63：19-26年日本原油海运进口结构



欧洲：2026年3-4月进口相对平稳，受中东影响相对有限

- **进口量：** 2026年3-4月原油进口量同比相对平稳
- **进口结构：** 过去四年对俄油依赖度显著下降，对美湾依赖度提升，进口来源多样化且对中东依赖度极低，影响相对有限

图65：欧洲原油海运进口量：2026年4月同比上涨5%



图64：2026年欧洲原油海运进口量：4月以来进口量相对稳定

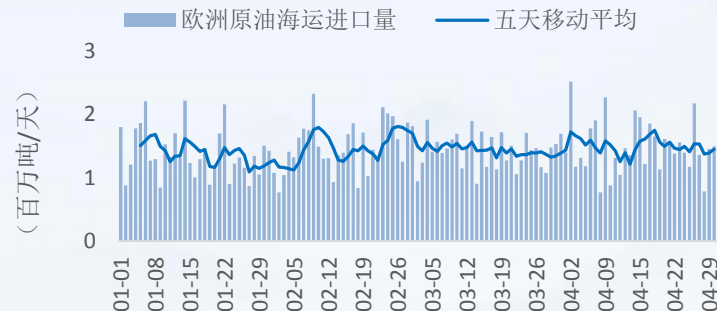
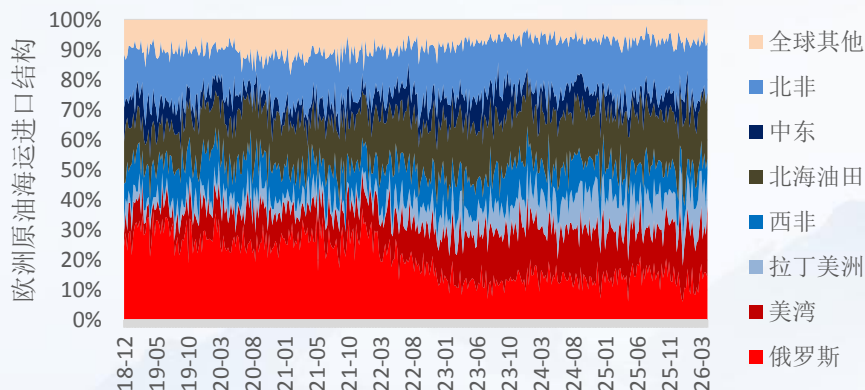


图66：19-26年欧洲原油海运进口结构：加大美湾进口代替俄油



03

油运意外期权： 灰色市场变化，将现超高景气

油运意外期权：灰色市场变化，将提供“供需意外”，成就超高景气且可持续

- 我们2025年前瞻提示，油运市场不仅正在演绎“超级牛市”长逻辑，更兼具灰色市场变化“供需意外”期权
- 伊朗/俄罗斯/委内瑞拉持续被原油制裁，导致油运市场近年呈现显著的“二元结构”——“合规市场”与“灰色市场”
- 过去四年，油运市场景气跨年度上行，但同时也承受着“灰色市场”持续双重负面影响——分流合规需求，推迟老船淘汰
- 我们重申：只要灰色市场有变化，对油运市场就是利好
- 【短期变化】若灰色市场制裁执行趋严，其出口将可能缩减，将利好合规市场替代需求增加——如2025年8月加码对俄制裁
- 【长期变化】若灰色市场制裁彻底取消，其出口将转为合规需求，而相关影子船队将难以跟随转回合规市场，油运将现超高景气且可持续数年，提供业绩估值双重空间——2026年以来中东局势升级为长期变化提供契机

石油制裁，导致油运市场呈现显著的“二元结构”——“影子船队”服务“灰色市场”

- 过去数年，美国对伊朗/俄罗斯/委内瑞拉实施持续石油制裁，但三者仍在持续出口并形成庞大的“灰色市场”
- 过去四年VLCC仅拆解5艘，20岁以上老旧油轮未及时拆解，而是普遍作为“影子船队”转投“灰色市场”持续运营
- 目前，油运市场呈现显著的“二元结构”——“合规市场”和“灰色市场”，“灰色市场”对“合规市场”产生持续负面影响
- 自2025年以来，美国重点加强对影子船队制裁，全球已有17%的VLCC由于涉及相关制裁国原油运输而被美国制裁

图67：20岁及以上VLCC普遍转投灰色市场运营

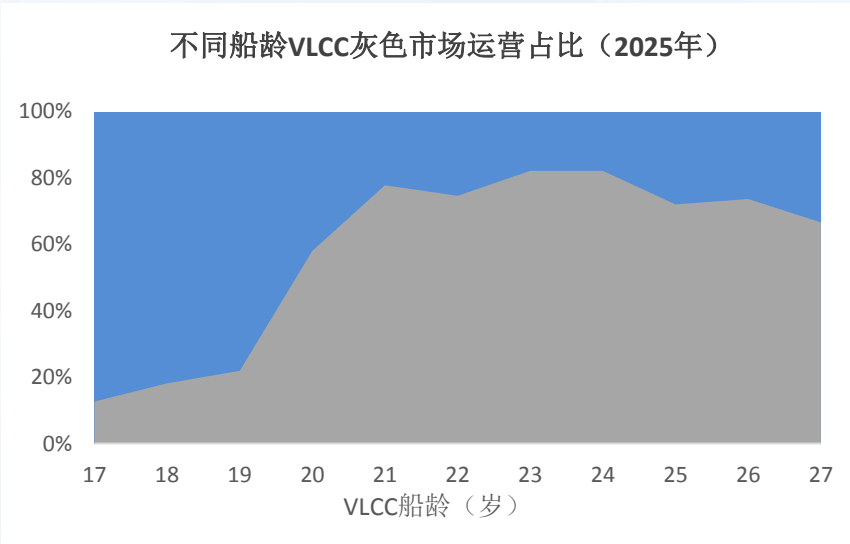
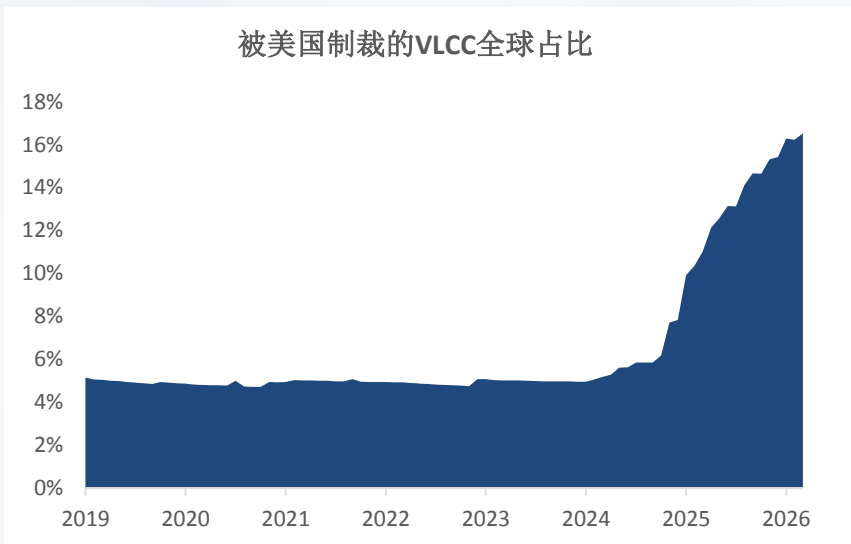


图68：美国自2025年初加强对影子船队制裁，全球约17%的VLCC已被美制裁



若灰色市场变化，将提供“供需意外”——将成就油运超高景气且可持续

- 若灰色市场制裁取消，油运将现超高景气且可持续数年，提供为油运标的提供业绩估值双重空间
- 灰色市场出口将转为合规需求，而相关影子船队将难以跟随转回合规市场，合规市场高产能利用率将进一步提升，成就超高景气
- 过去十余年全球油轮安全环保监管逐步趋严，主流市场货主普遍偏好年轻油轮——降低事故风险、符合环保监管、更佳经济性
- 近年油运供需持续趋紧运价上升，大油公司船龄要求由15岁以内放宽至20岁但仍优选年轻船，贸易商亦基本不考虑20岁以上老船
- 而影子船队基本均为船龄在20岁以上本该拆解的老旧油轮，灰色市场变化将大幅压缩其运营空间，而加速其淘汰出清

图69：伊朗被美国制裁，过去数年持续增产且2025年处于高位

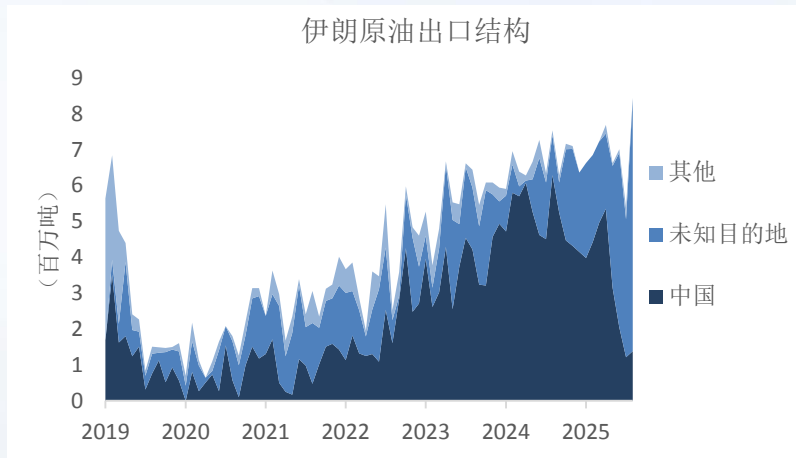
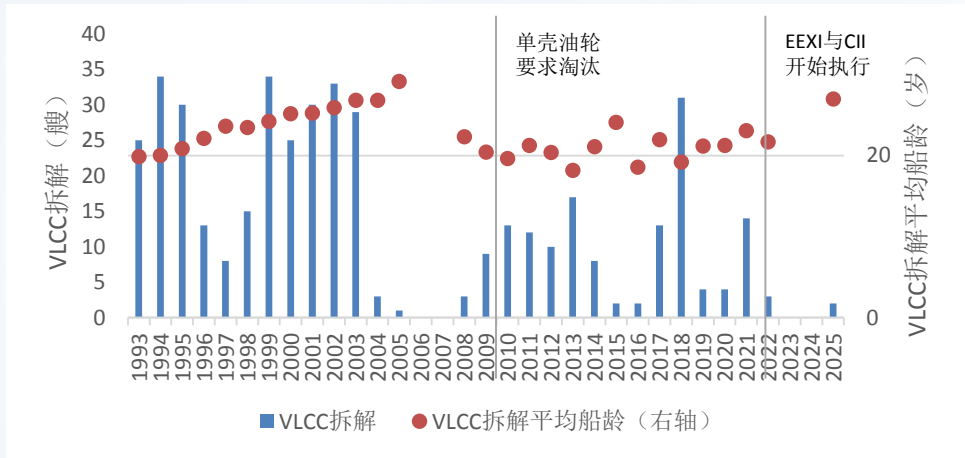


图70：过去十余年全球油轮安全环保监管逐步趋严，VLCC拆解船龄一般在20岁上下



2026年，中东局势升级为灰色市场变化提供契机

- 2026年以来中东局势持续升级，2月28日美以伊冲突爆发，短期导致能源供给缩减贸易紊乱，未来有望为伊朗灰色市场变化提供契机
- 近期，霍尔木兹海峡持续受阻，中东原油大幅缩减，多国释放战储缓解压力，战争风险、贸易紊乱与能源抢运驱动运价创历史新高
- 若中东局势复杂持续，预计中国船队将有望展现超预期价值；若海峡恢复通航，或将驱动补库抢运需求，将保障油运市场维持高景气
- 建议重点关注灰色市场变化，若未来伊朗制裁发生变化，将有望为油运市场带来非脉冲式影响，油运将现超高景气且可持续数年
- 长期期租大幅上升，或反映业界对油运景气长期上升乐观预期——当前VLCC一年期超12万美元，三年期超6万美元，五年期约5万美元

图71：中东-亚洲航线VLCC TCE快速上冲至40万美元以上，创历史新高

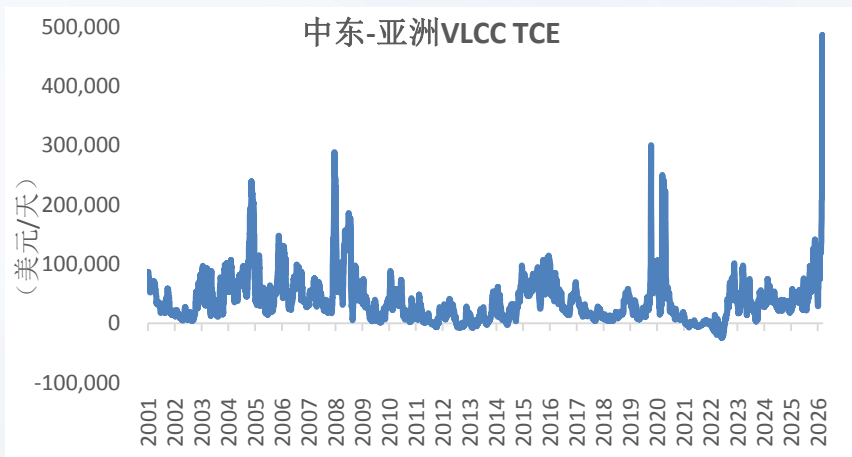
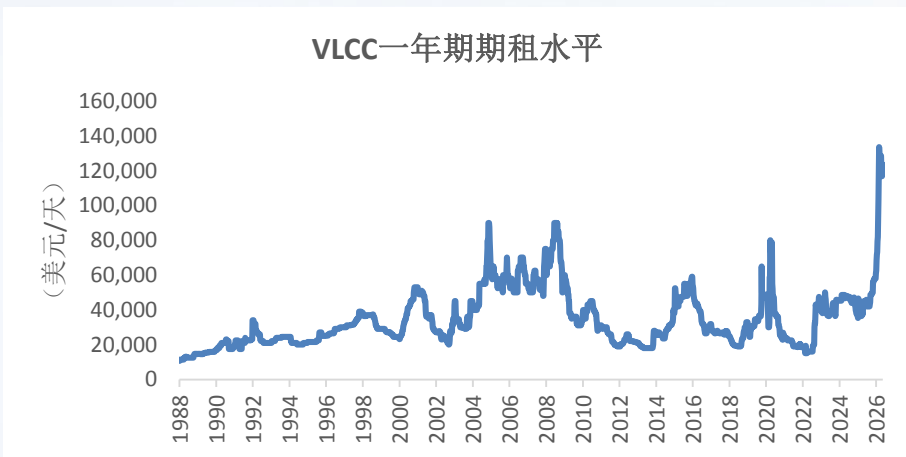


图72：VLCC一年期期租水平超12万美元，反映业界长期乐观预期



04

油运：维持增持评级

油运具有供给瓶颈，期待超高景气持续

油运供给与估值：高景气可持续，提供估值空间

- 回顾周期行业投资机会，行业景气高度将决定业绩弹性空间，而行业景气的持续性将决定估值空间
- 周期行业的供给瓶颈，将决定其高景气的可持续性
- 油运行业具有难得的供给瓶颈，我们预计将保障其高景气可持续数年，将进一步提供估值空间
- 2026年以来，油运高景气持续预期驱动VLCC下单，目前在手订单占比27%且已排期至2030年，船台紧张保障数年内难有新增交付
- 油轮仍处加速老龄化阶段，未来五年27%的VLCC将超20岁，在手订单如期交付亦难以维持20岁以下运力规模
- 预计油运主流市场实际有效运力供给刚性持续，将保障油运市场高景气可持续数年
- 中国船东VLCC船队运营效率高于行业，预计2026Q2业绩大增有望继续好于预期
- 若霍尔木兹海峡恢复通行，产能利用率恢复、补库、长锦控盘将保障高景气持续
- 若未来伊朗等灰色市场变化，油运将现超高景气且可持续数年，提供业绩估值双重空间
- 策略：维持油运增持评级。推荐：中远海能、招商轮船、招商南油、中国船舶租赁

油轮VLCC在手订单占比22%，计划未来五年陆续交付

- VLCC规模：目前918艘；在手订单251艘，相当于现有运力规模27%，计划于未来五年陆续交付
- 假设在手订单如期交付，不考虑新下单及拆解，预计2026-29年船队规模（期初期末DWT均值）增速为4%、7%、9%、5%
- 市场担忧，船东批量下单与新船陆续交付，将可能导致油运市场供需承压而景气回落
- 我们提示，未来五年油轮仍处于加速老龄化阶段，在手订单如期交付亦难以维持20岁以下运力规模，预计主流市场实际供给刚性持续

图73：VLCC目前全球918艘，过去四年仅拆解5艘

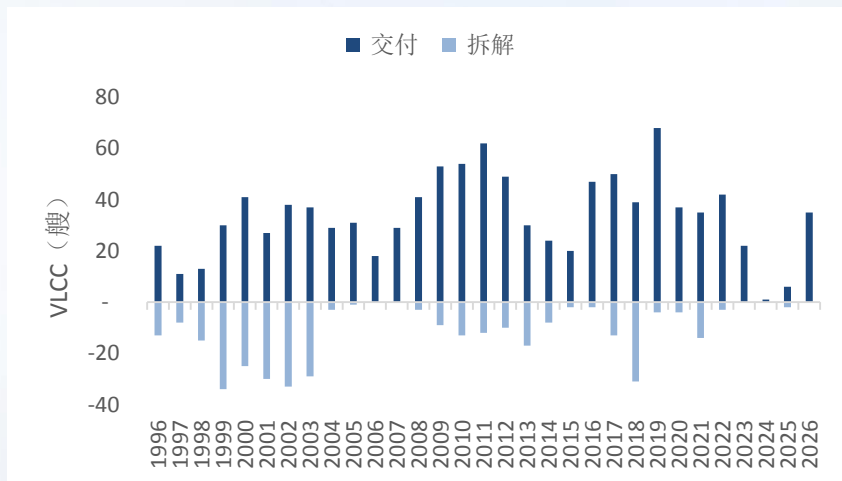
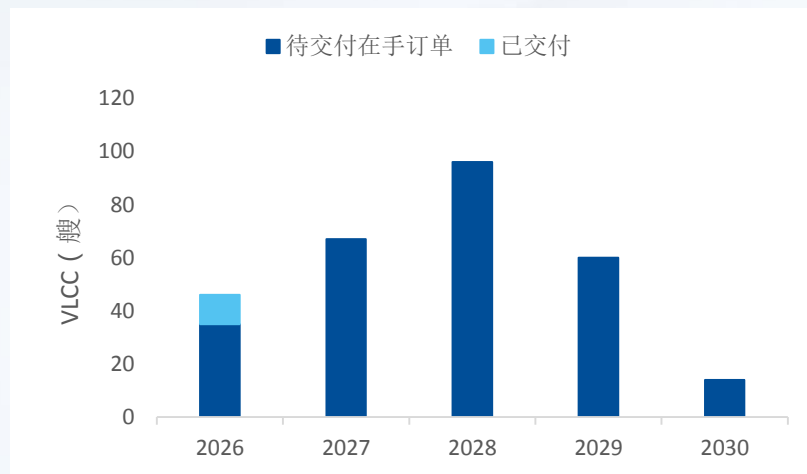


图74：VLCC目前在手订单251艘，计划于未来五年陆续交付



油轮VLCC未来五年将加速老龄化，20岁以内船队规模刚性持续

- 油运业对安全性要求高，老船经济性低且难以达标环保监管要求，大油公司普遍偏好年轻船，并愿意为船龄支付溢价
- 随着近年油运市场产能利用率高企，大油公司租用船舶船龄有所放宽，但主流市场运营仍普遍为20岁以内VLCC
- 油轮老龄化严重：目前全球VCC船队20岁及以上老船占比已达22%
- 油轮老龄化仍将加速：未来五年，目前VLCC船队将再有27%船龄超过20岁
- 即使VLCC在手订单未来五年如期交付，我们估算仍难以维持20岁以下运力规模

图75：VLCC老龄化仍在加速：20岁及以上老船占比22%，未来五年将再增27%

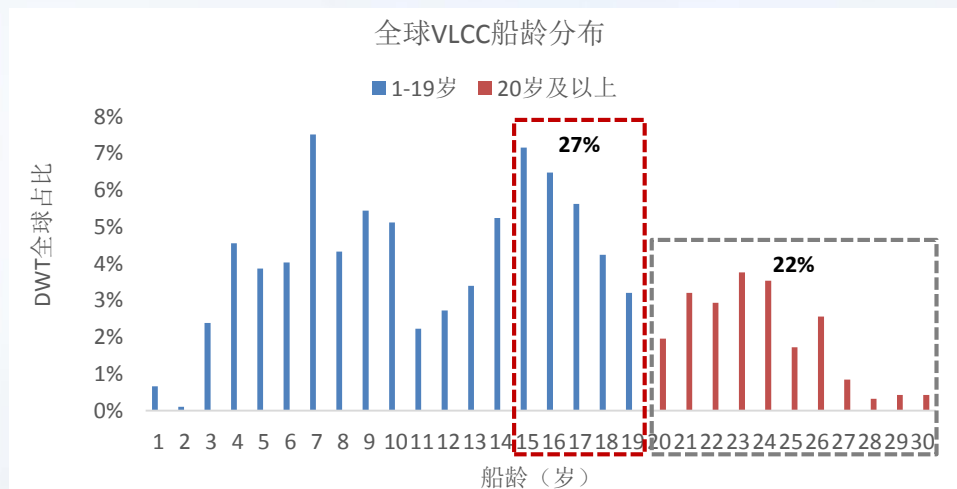
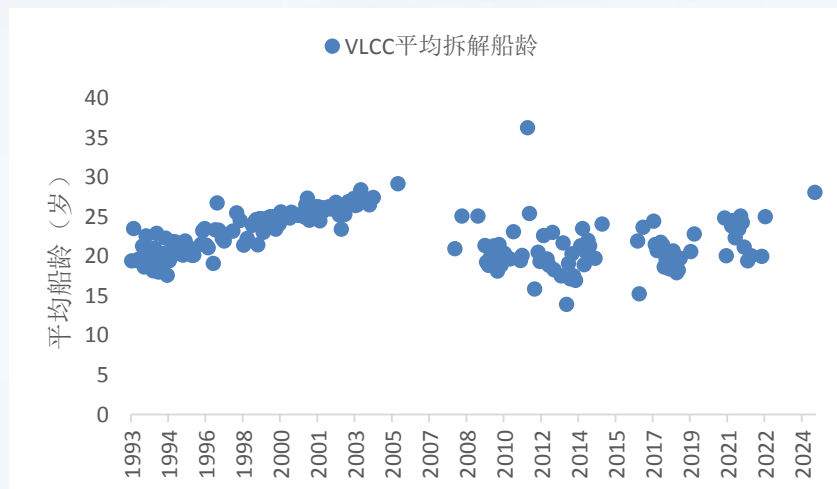


图76：过去三年，VLCC平均拆解船龄明显上升



油运景气上行驱动VLCC下单，船台紧张保障数年内难有新增交付

- 船东景气预期上行：2025年景气上行且2026年灰色市场变化预期增强，VLCC长期期租显著上行，催化船东对单船投资回报乐观预期
- 欧洲船东率先下单：2026年1-4月VLCC新下单106艘，计划于2028-30年分别交付48、44、14艘，绝大部分为欧洲船东下单
- 恒力重工大量承接：2026年1-4月VLCC新下单49%由恒力重工承接，基本填补其2028-29年产能排期，并排期至2030年
- 目前全球新造船价仍处于历史高位，反映未来数年船台仍紧张——即使VLCC继续规模下单，预计数年内新增交付将极为有限
- 船厂船台持续紧张，将成为油运提供难得的供给瓶颈，将保障油运高景气可持续数年，从而进一步提供估值空间

图77：2026年VLCC长期期租价格显著上行，欧洲船东率先批量下单

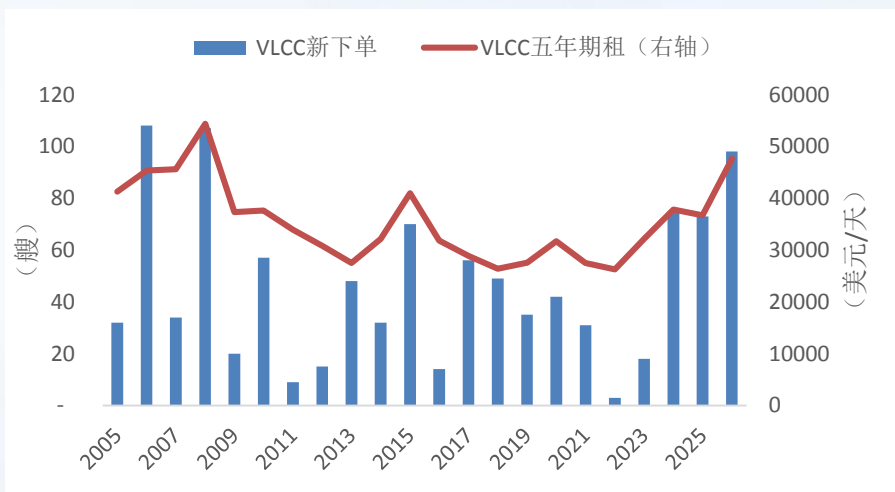
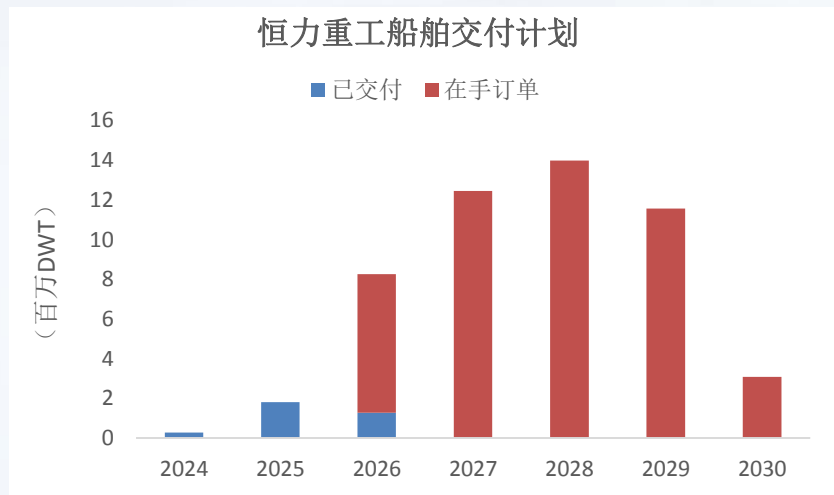


图78：2026年以来VLCC新下单近半由恒力重工承接，排单已至2030年



策略：油运具有供给瓶颈，期待超高景气持续，业绩估值双重空间，增持评级

国泰海通2026中期策略会

- 中远海能：类似“油运ETF”——50艘VLCC（租入9艘）+内贸油轮+LNG
- 招商轮船：类似“油运增强型航运指数基金”——51艘VLCC+干散船队+集运船队
- 招商南油：成品油运龙头，近期受益原油运高景气传导，长期受益全球炼厂东移
- 油运运价自2025年8月显著上升，2025Q4盈利开始大增，2026Q1同比大增数倍
- 中国船东VLCC船队运营效率高于行业，预计2026Q2业绩大增有望继续好于预期
- 若霍尔木兹海峡恢复通行，产能利用率恢复、补库、长锦控盘将保障高景气持续
- 若未来伊朗等灰色市场变化，油运将现超高景气且可持续数年，提供业绩估值双重空间
- 业绩弹性：VLCC TCE中枢上涨1万美元，中远海能&招商轮船年增净利约10亿元人民币
- 估值空间：油运供给刚性持续，高景气可持续数年，将进一步提供估值空间

表1：A/H股重点油运公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	股价 2026/5/26	归母净利润(亿元)				市盈率(PE)				市净率 (PB)	投资评级
			2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E		
600026.SH	中远海能	21.23元	55	40	110	122	29	29	11	10	2.7	增持
01138.HK	中远海能H	17.81港元	55	40	110	122	21	21	8	7	2.1	增持
601872.SH	招商轮船	17.26元	71	60	145	159	27	23	10	9	3.5	增持
601975.SH	招商南油	5.31元	19	13	20	20	13	19	13	13	1.9	增持
3877.HK	中国船舶租赁	2.31港元	21	18	23	25	5	7	6	6	0.9	增持

表2：中东-中国航线自2026年3月高企，霍尔木兹海峡通行受阻导致该航线对VLCC船队实际期租水平参考性下降

中东-中国航线 VLCC TCE							
业绩对应季度均值						业绩对应年度均值	
	2023	2024	2025	2026		2019	3.7
Q1	3.4	4.2	3.3	11.2	239%	2020	5.4
Q2*	5.2	4.4	4.2	43.4	926%	2021	0.0
Q3	3.1	2.8	3.5			2022	1.4
Q4	2.9	3.2	9.1			2023	3.6
						2024	3.6
						2025	5.1
						2026*	27.2

备注：考虑收入确认滞后运价成交，26Q2业绩对应26年3月至5月下旬运价均值。*为截至26年5月下旬累计均值。

05 / 风险提示

风险提示

- 地缘局势风险。全球地缘政治冲突频发，霍尔木兹海峡等关键通道被封锁，油运行业运价波动加大
- 经济波动风险。全球若出现经济衰退或将拖累原油进口需求，抑制油运行业需求，导致行业景气度回落
- 制裁风险。对俄罗斯以及伊朗制裁加码或放松，会重构贸易航线，打乱现有运力布局
- 油价风险。油价高企抑制补库需求，低油价则刺激囤油，两者均影响油运需求节奏
- 环保政策执行不及预期风险。IMO减排规则执行力度不一，合规船东成本承压，高碳船舶面临淘汰或贬值
- 安全事故风险。油轮发生碰撞、泄漏或爆炸将引发赔偿、船期延误及保险费率上调

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号

邮编：200011

电话：(021) 38676666

E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所交运团队

