仅供内部参考，请勿外传

交通运输

油运：重视海峡通行与伊朗制裁解除叠加带来的上行机遇

霍尔木兹海峡放开与伊朗制裁解除有望叠加演绎。2026 年 6 月 17 日美伊谅解备忘录提到，（1）美国将立即着手解除对伊朗的海上封锁并将在 30 天内完全解除海上封锁，伊朗承诺商船通行将立即启动并于 30 天内全面落实；（2）美国承诺将签发豁免许可，允许伊朗原油、石油产品及衍生品出口，以及银行交易、保险、运输等全部配套服务。2026 年 6 月 22 日，美国财政部 O

销售、交付或卸载涉及的所有交易的制裁，豁免有效期至 26 年 8 月 21 日。地缘局势趋向缓和，海峡通航与伊朗原油制裁解除有望同时演绎。

全球原油深度去库，霍尔木兹海峡通行后，全球补库/扩库周期有望开启。霍尔木兹海峡关闭后，波斯湾原油出口下降并启动减产，虽然沙特阿拉伯延布港和阿联酋富查伊拉替代路线出口增加、美湾和西非等地区出口增长、战略库存释放、下游降负荷，但难以弥补海峡关闭的流量损失。根据 IEA，3 月全球可观测石油库存下降 1.29 亿桶，4 月又进一步下降 7400 万桶，5 月进一步加速至 1.43 亿桶，全球石油深度去库。海峡放开后，不同国家补库紧迫性或不同，补库周期拉长。海峡放开后，能源供应紧张状态的国家或率先开启补库，其能源保供的优先级或高于油价本身；而对于中国等能源储备安全、已成功开展能源转型的国家，补库的体量和开始的时点或会观察国际油价的升贴水结构。霍尔木兹海峡一旦放开，全球补库具有确定性，且由于不同国家补库节奏的差异，本轮补库的时间周期或拉长。

伊朗制裁解除，合规市场供需关系吃紧。伊朗制裁解除，一方面，伊朗原油合规化推升合规市场 VLCC 需求，美伊冲突前伊朗原油出口量稳定在 150 万-200 万桶/天，该部分原油回归合规市场对应的年化 VLCC 需求约 45 条；根据 EIA，伊朗 2025 年原油产量 338 万桶/天，若其出口量增长至 300 万桶/天，对合规 VLCC 的年化需求则将进一步增长至 68 条。另一方面，当前被制裁的 VLCC 达 168 条，占全球运力的 18.34%，根据 EIA 的交叉验证数据，绝大部分被制裁 VLCC 从事过伊朗原油的运输。被制裁船舶平均船龄达 21.85 年，20 年（含）以上船舶合计占比 74.40%，呈现明显的老龄化特征；此外，美国已批准 GMS 收购拆解部分涉及伊朗制裁的集装箱船，若后续扩展至油轮，有望推动受制裁老船的拆解。综合受制裁船舶船龄、船况、港口要求、租家偏好、美国 O

裁油轮走向，后续若伊朗制裁长期解除，上述 168 条 VLCC 中的大部分船舶大概率无法回归合规市场，合规市场供需关系收紧。

Sinokor 持续加码 VLCC 市场，船东在景气周期的议价能力提升。Sinokor 目前自有和租入船队控制全球主流 VLCC 20%-25%运力，其收购和租入二手船舶成本较高，对运价的容忍度低；且其入局后，VLCC 市场行业集中度提升，剔除非合规运力，前十大船东合计控制 53%的主流船队和 59%船龄 20 年以下的运力，景气周期船东的控价议价能力增强。

油运运价弹性大，船东业绩弹性大。补库和制裁解除背景下，VLCC 行业供需矛盾转换更为敏感，运价弹性显著，且供需关系的基础上，船东心理预期、头部船东经营策略则会放大运价弹性。以中远海能 VLCC 测算，运价波动 1 万美元/天，对应的业绩弹性为 9.52 亿元。

投资建议：当前地缘局势趋于缓和，霍尔木兹海峡通行和伊朗制裁解除有望叠加演绎，VLCC 运价将在全球原油补库周期中呈现显著弹性，重点关注招商轮船、中远海能 AH 和招商南油。

风险提示：中东局势反复；霍尔木兹海峡长期关闭；原油需求大幅下降；测算误差风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 罗月江

执业证书编号：S0680525030001

邮箱：luoyuejiang@gszq.com

分析师 杨振华

执业证书编号：S0680525040001

邮箱：yangzhenhua@gszq.com

相关研究

1、《交通运输：地缘缓和趋势渐明，继续推荐油运及航空》 2026-06-21

2、《交通运输：霍尔木兹海峡通行或现转机，把握航空及油运投资机会》 2026-06-13

3、《交通运输：油运：海峡或现转机，布局时机已至，重视招商轮船、中远海能和招商南油 》 2026-06-13

内容目录

1.油运框架及美伊冲突后的油运股价复盘 3
2.海峡通行与伊朗制裁解除带来双重利好 5
2.1 海峡通行，全球原油补库有望启动 5
2.2 伊朗原油制裁解除，油运供需缺口将扩大 8
2.3 Sinokor 有望“锦上添花” 12
3.运价与利润弹性可期 14
3.1 VLCC 运价弹性大 14
3.2 油轮公司经营弹性大 15
4.投资建议 17
5.风险提示 17

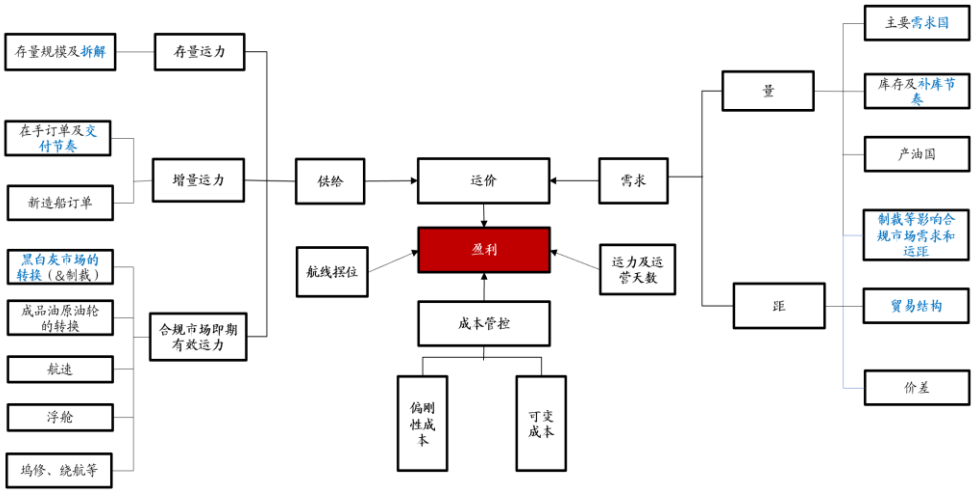
图表目录

图表 1: 油运行业研究框架 3
图表 2: 美伊局势时间线 4
图表 3: 油运股价复盘（元/股，截止 2026 年 6 月 25 日） 4
图表 4: 海峡关闭对全球原油流量的影响 5
图表 5: 沙特阿拉伯替代出口路线 6
图表 6: 霍尔木兹海峡原油通行量（千桶） 6
图表 7: OPEC 原油产量变化（百万桶/天） 6
图表 8: 全球原油产量变化（百万桶/天） 6
图表 9: 全球可观测石油库存变化（百万桶） 7
图表 10: 山东地炼开工率（%） 7
图表 11: 美国商业原油库存（百万桶） 7
图表 12: 美国战略原油储备（百万桶） 7
图表 13: 全球海上原油浮舱储油量（千桶） 7
图表 14: 全球在途原油数量（千桶） 7
图表 15: 霍尔木兹海峡通行条件 8
图表 16: 霍尔木兹海峡船舶通行量 8
图表 17: 委内瑞拉原油产量（千桶/天） 9
图表 18: 委内瑞拉原油出口流向分布（2026 年 1 月至 6 月中旬） 9
图表 19: 伊朗原油出口量变化（千桶/天） 9
图表 20: 伊朗原油产量（百万桶/天） 9
图表 21: 伊朗原油合规化对合规 VLCC 的需求测算 10
图表 22: 被制裁 VLCC 各船龄段占比 10
图表 23: 被制裁 VLCC 船龄分布 10
图表 24: 全球被制裁油轮明细 11
图表 25: VLCC 平均船龄与订单/船队比率 11
图表 26: VLCC 订单交付节奏 11
图表 27: 各类型油轮老龄船占比 11
图表 28: 各类型油轮新造船订单及占现有运力比 11
图表 29: VLCC 历年交付、在手订单、拆解及老船数量总览 12
图表 30: Sinokor VLCC 收购记录（部分） 12
图表 31: 全球主要船东 VLCC 运力分布（单位：条） 13
图表 32: 中东-中国 VLCC 运价（美元/天，截止 2026 年 6 月 26 日） 14
图表 33: 西非航线运价已经开始上涨（美元/天，截止 2026 年 6 月 26 日） 14
图表 34: 中远海能外贸油运运力构成（截止 2026 年 6 月初） 15
图表 35: 招商轮船油运运力构成（截止 2026 年 3 月 31 日） 15
图表 36: 招商南油油运运力构成（截止 2025 年 12 月 31 日） 15
图表 37: 中远海能业绩弹性 16

1.油运框架及美伊冲突后的油运股价复盘

油运作为典型的周期行业，核心驱动为供需关系。供给端，可分为**存量运力**（核心关注现有运力的拆解）、**增量运力**（新造船订单及交付节奏）、**即期市场有效运力**（航速、坞修、合规和非合规船舶、原油轮和成品油轮的转换等）。需求端，核心驱动为运输量和航距，**运量**关注下游实际需求、库存、原油供给等因素，**航距**则重点关注贸易格局。

图表1：油运行业研究框架

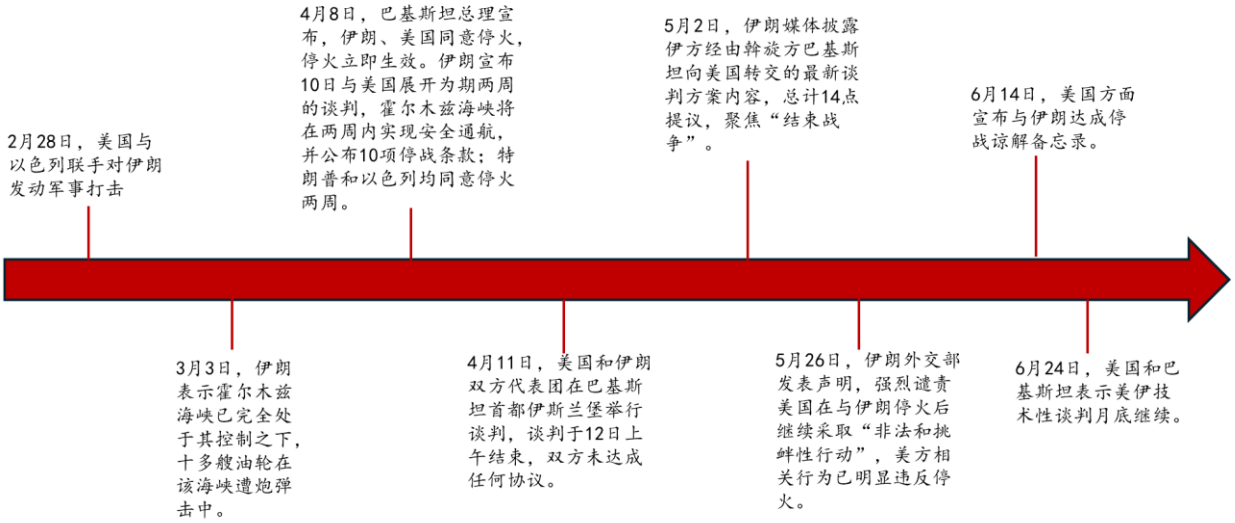


资料来源：国盛证券研究所绘制

2026 年 2 月 28 日美伊冲突开始后，A 股油运股股价走势可大致分为五个阶段：（1）战争初期，市场交易战争风险溢价提升、油运运价上涨，股价短期上涨；（2）伊朗方面宣布关闭霍尔木兹海峡，市场担心货运量下降、油运供需关系失衡，即使表观运价高位运行，但股价回落；（3）随着霍尔木兹海峡持续封闭，原油库存下降，市场交易逻辑转向海峡放开后的补库逻辑，且中间伴随着多次美伊谈判信息，股价修复后维持震荡走势；（4）5 月 26 日美伊局势信息再度影响市场，股价持续回落；（5）6 月伴随新一轮美伊谈判和谅解备忘录的出炉，市场交易海峡放开与伊朗制裁解除的预期，股价修复上行。

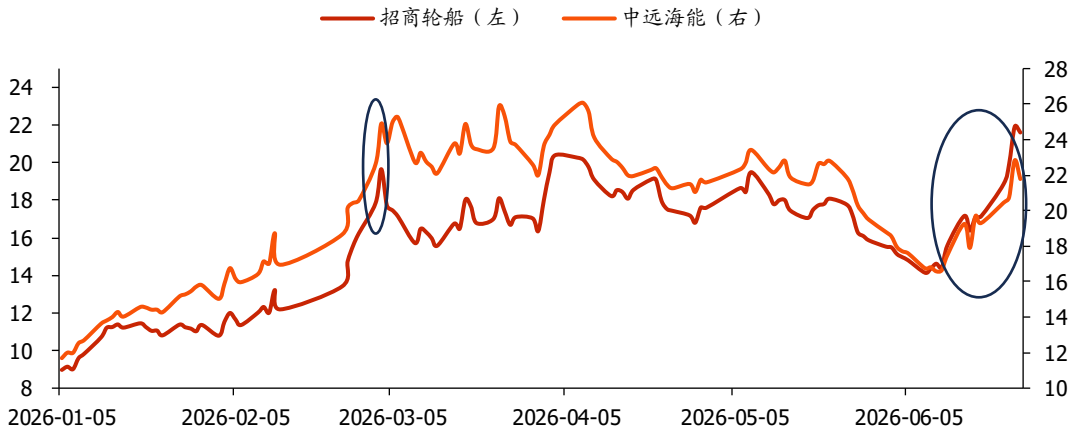


图表2：美伊局势时间线



资料来源：中国新闻网，新华网，国盛证券研究所

图表3：油运股价复盘（元/股，截止 2026 年 6 月 25 日）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.海峡通行与伊朗制裁解除带来双重利好

2026 年 6 月 17 日美伊双方公布谅解备忘录，其中，对油运最为利好的条款为：（1）美国将立即着手解除对伊朗的海上封锁及针对该国的任何干扰或阻碍行为，并将在 30 天内完全解除海上封锁。（2）伊朗将尽最大努力做出安排，确保商船在 60 天期限内免费安全往返于波斯湾和阿曼湾之间。商船通行将立即启动，考虑到需要移除技术和军事障碍以及由伊朗方面进行排雷工作，商船通行将于 30 天内全面落实。伊朗将与阿曼进行对话，并与其他波斯湾沿岸国家协商，依据适用的国际法及霍尔木兹海峡沿岸国家的主权权利，确定霍尔木兹海峡未来的管理及海事服务安排。（3）美国承诺，自本谅解备忘录签署之日起至制裁解除之日，美国财政部将签发豁免许可，允许伊朗原油、石油产品及衍生品出口，以及银行交易、保险、运输等全部配套服务。

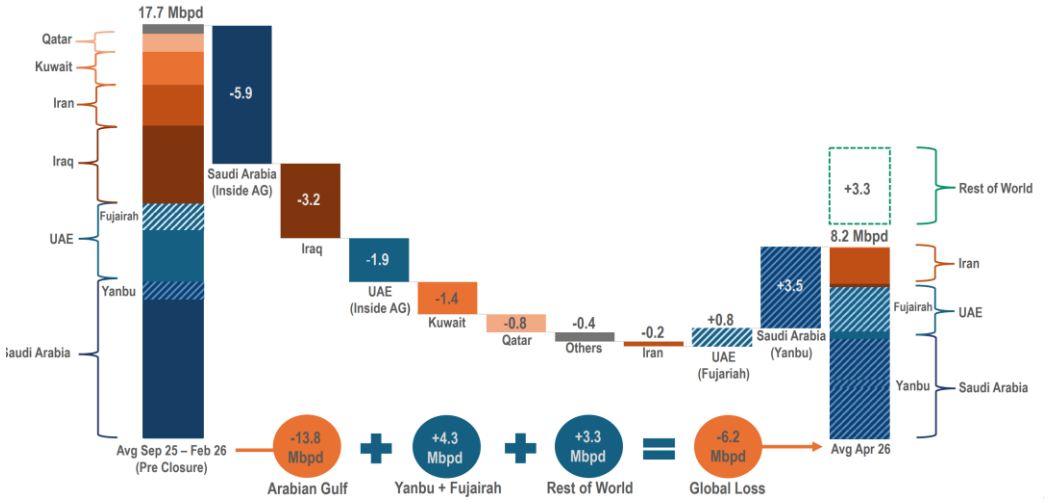
2026 年 6 月 22 日，美国财政部 O
除伊朗原油及产品生产、销售、交付或卸载涉及的所有交易的制裁；（2）伊朗自身被制裁船舶暂时解除制裁；（3）豁免有效期至 26 年 8 月 21 日。

换言之，美伊冲突缓和，伴随霍尔木兹海峡通行和伊朗制裁解除。

2.1 海峡通行，全球原油补库有望启动

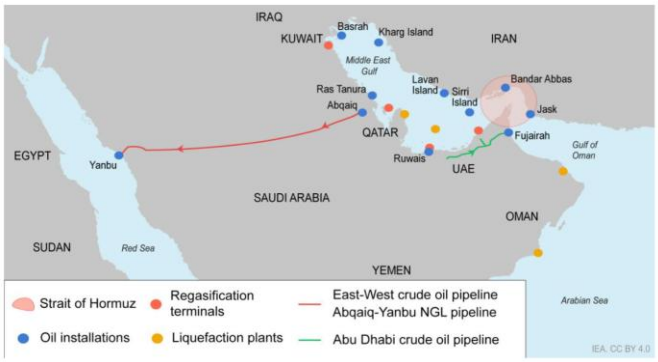
霍尔木兹海峡关闭，原油替代路线难以弥补波斯湾出口流量损失。霍尔木兹海峡是全球能源要道，美伊冲突前维持 1770 万桶/天（2025 年 9 月至 2026 年 2 月平均值）的石油供应量。海峡关闭后，以 4 月平均来看，沙特阿拉伯减少流量 590 万桶/天，伊拉克减少 320 万桶/天，阿联酋减少 190 万桶/天，科威特减少 140 万桶/天，波斯湾内原油出口合计减少 1380 万桶/天；但随着原油出口替代线路的开辟，沙特阿拉伯延布港出口量增长 350 万桶/天、阿联酋富查伊拉出口增长 80 万桶/天，以及全球其他地区原油出口增长 330 万桶/天，全球原油出口合计平均减少 620 万桶/天。

图表4：海峡关闭对全球原油流量的影响



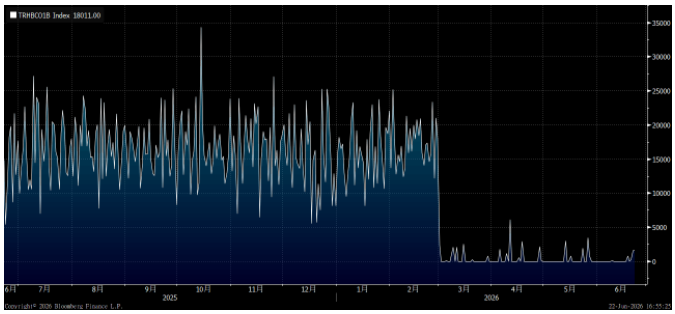
资料来源：

图表5：沙特阿拉伯替代出口路线



资料来源：中远海能，国盛证券研究所

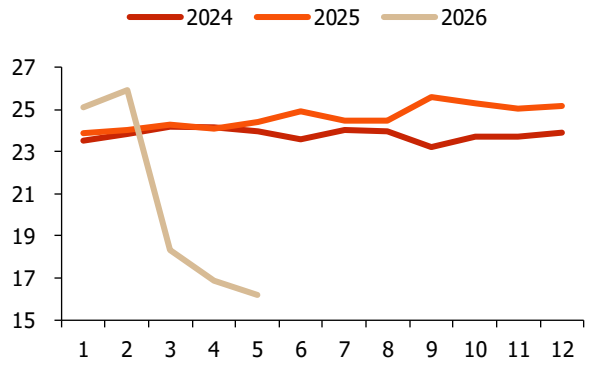
图表6：霍尔木兹海峡原油通行量（千桶）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

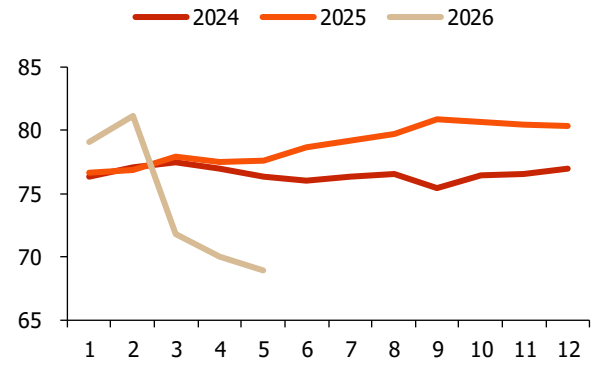
受霍尔木兹海峡关闭、原油出运受限影响，波斯湾内原油生产国减产。以 2026 年 2 月原油产量作为比较基准，截止到 5 月底，OPEC 原油产量下降 971 万桶/天，非 OPEC 国家原油产量下降 250 万桶/天，全球原油产量合计下降 1221 万桶/天。

图表7：OPEC 原油产量变化（百万桶/天）



资料来源：EIA，国盛证券研究所

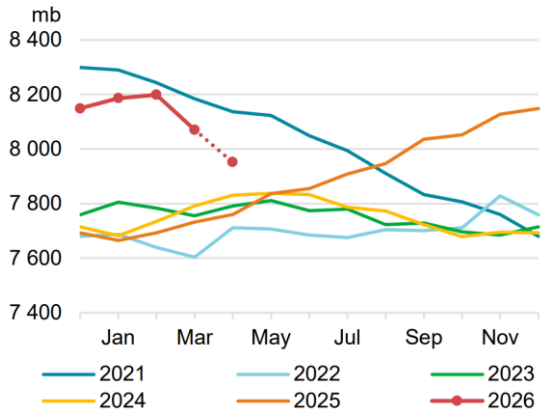
图表8：全球原油产量变化（百万桶/天）



资料来源：EIA，国盛证券研究所

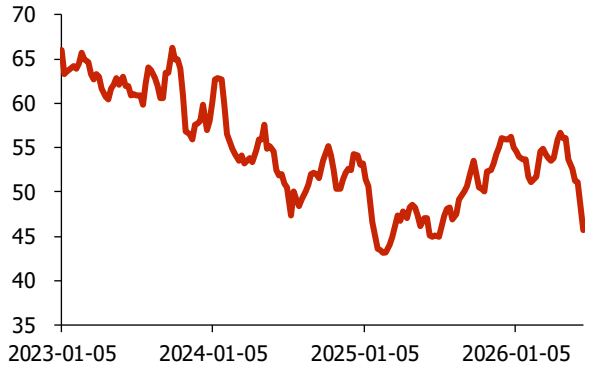
全球陆上原油库存持续下降，下游开工率下降；海上浮舱下降；在途原油量增长；下游补库潜力大。根据 IEA，3 月份全球可观测到的石油库存减少了 1.29 亿桶，4 月份又进一步减少了 7400 万桶（7400 万桶数据采用 IEA 6 月报告数据，其 5 月报告显示 4 月库存下降 1.17 亿桶），5 月份进一步加速至 1.43 亿桶。根据 EIA，美国由于出口增加和 SPR 的持续释放，商业原油库存和战略原油储备持续下降。

图表9：全球可观测石油库存变化（百万桶）



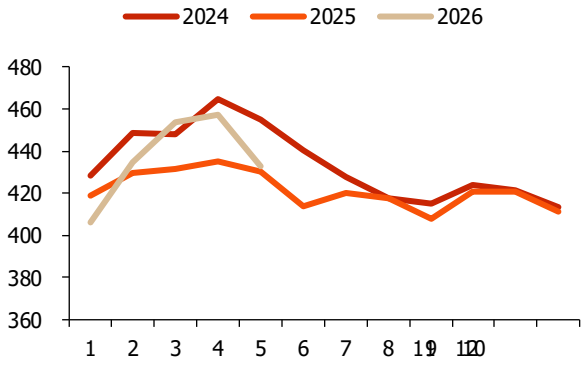
资料来源：IEA，国盛证券研究所
注：IEA 口径的石油库存包括了成品油库存

图表10：山东地炼开工率（%）



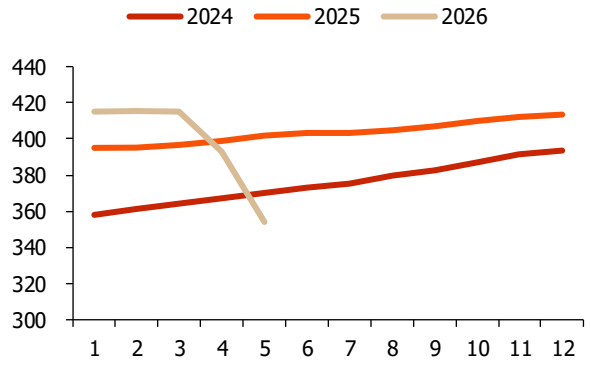
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：美国商业原油库存（百万桶）



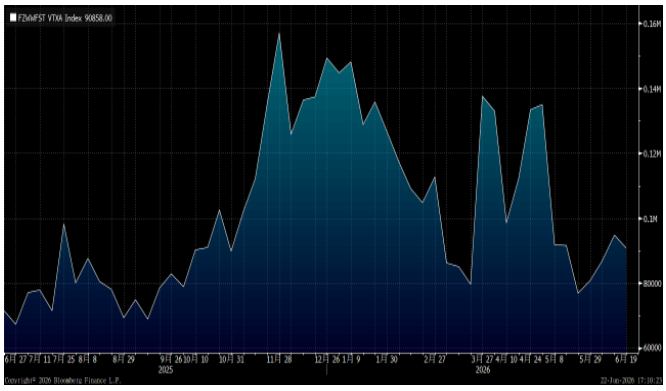
资料来源：EIA，国盛证券研究所

图表12：美国战略原油储备（百万桶）



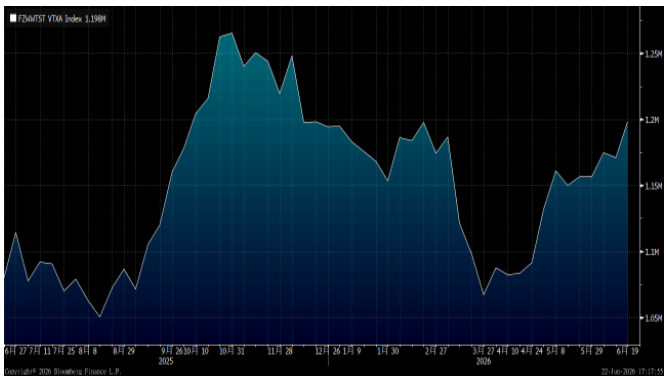
资料来源：EIA，国盛证券研究所

图表13：全球海上原油浮舱储油量（千桶）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所
注：浮舱定义为装载原油（含凝析油）的油轮在海上保持静止状态 7 天以上

图表14：全球在途原油数量（千桶）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

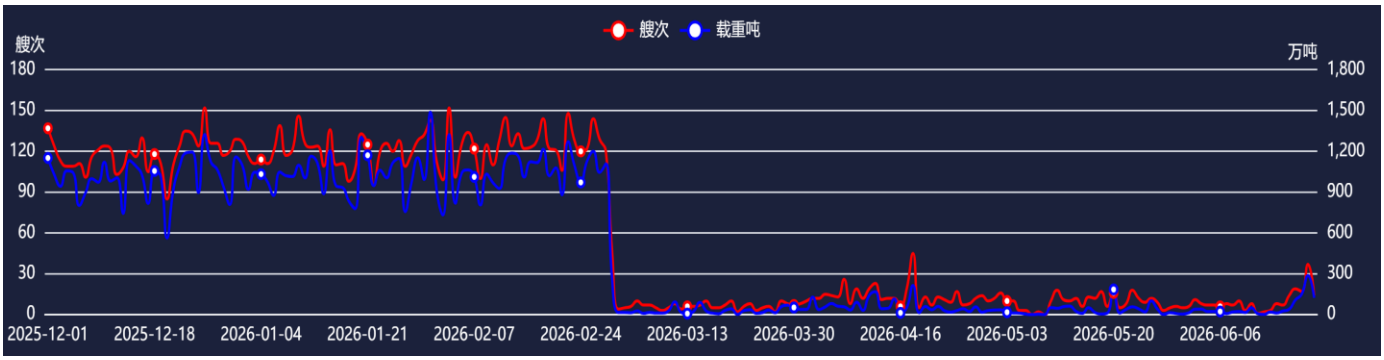
海峡放开后，不同国家补库紧迫性或不同，补库周期拉长。霍尔木兹海峡封闭至今，菲律宾等国宣布进入能源紧急状态，越南、柬埔寨等国家能源供应紧张，部分国家如韩国、日本、印度、越南等采取了限电、节能、释放储备等应急措施面对此轮能源危机。海峡放开后，能源供应紧张状态的国家或率先开启补库，其能源保供的优先级或高于油价本身；而对于中国等能源储备安全、已成功开展能源转型的国家，补库的体量和开始的时点或会观察国际油价的升贴水结构。由此，在全球持续去库的背景下，霍尔木兹海峡一旦放开，全球补库具有确定性，且由于不同国家补库节奏的差异，本轮补库的时间周期或拉长。

图表15：霍尔木兹海峡通行条件

1.在规定时间段内，凡按要求提交通行申请并符合相关条件的船舶，将予以安排通行；
2.船只过境申请须在抵达霍尔木兹海峡区域前至少 48 小时提交；
3.在 60 天期限内，涉及安全保障与环境服务的费用，以及与伊朗相关的船舶保险等费用，将不向船主收取，费用将由伊朗政府承担；
4.由于该区域受水雷影响，有必要确保船舶通行安全并防止碰撞。每艘船在进入海峡前，必须遵照指定的航线及通行时间，未遵守该规定所造成的后果将由船主承担。

资料来源：新闻联播，国盛证券研究所

图表16：霍尔木兹海峡船舶通行量



资料来源：船视宝，国盛证券研究所

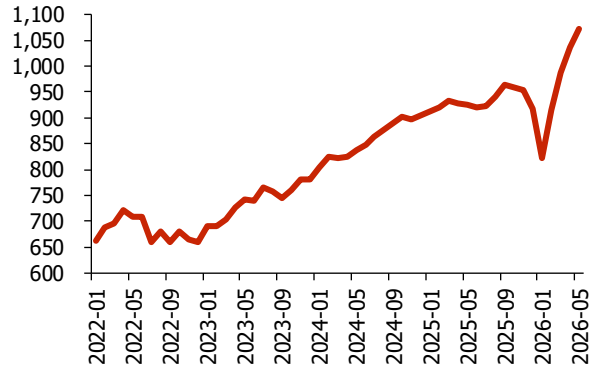
能源供应来源的多样化有望推动油运中期吨海里需求。此次霍尔木兹海峡关闭导致的全球能源供应紧张与油价上涨，或推动下游国家寻求原油供应多元化，降低对中东国家的依赖度，增加西非、美湾、巴西等地区的进口，进而拉动吨海里需求。

2.2 伊朗原油制裁解除，油运供需缺口将扩大

委内瑞拉原油合规化的影响——原油合规化，被制裁船舶未能合规化。2026 年 1 月 3 日，美军突袭委内瑞拉并逮捕其总统及夫人，此后，美国控制委内瑞拉石油产业，并扣押与委内瑞拉有关的油轮。美国于 1-2 月恢复了多项涉及委内瑞拉能源业务的许可证；2026 年 6 月 10 日，美国财政部 O

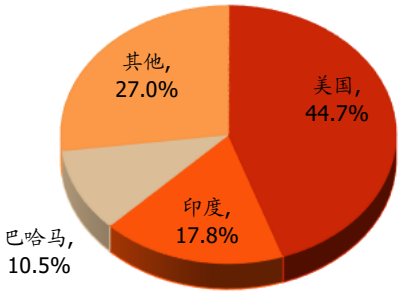
延长并扩大现有授权范围。委内瑞拉自其原油解除制裁后，其原油产量和出口量逐步提升，以 7 日移动均值统计，月度装船量实现连续 6 个月环比上涨：1 月约 62 万桶，至 6 月中旬已攀升至约 150 万桶，累计涨幅约 144%；2026 年以来日均装船量约 110 万桶，达到 2024 年和 2025 年全年平均水平的 2 倍。从出口流向看，44.7%流向美国，17.8%流向印度，对应的油轮船型分布为阿芙拉型占 38%，VLCC 占 32%，苏伊士型占 24%。

图表17：委内瑞拉原油产量（千桶/天）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

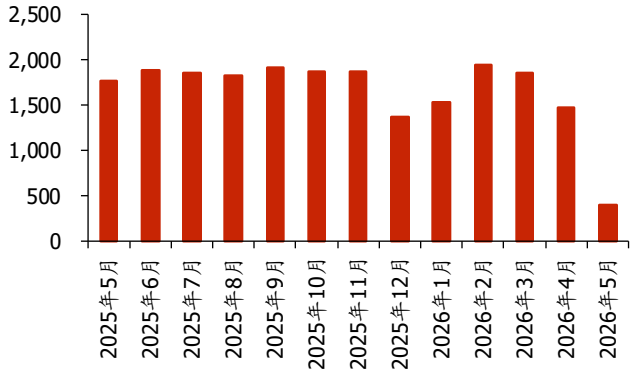
图表18：委内瑞拉原油出口流向分布（2026 年 1 月至 6 月中旬）



资料来源：中国远洋海运 e 刊，国盛证券研究所

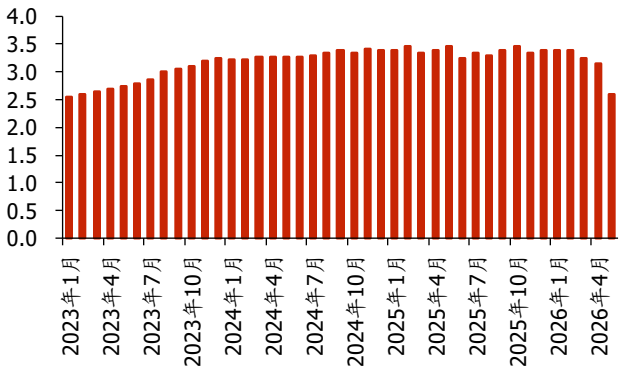
伊朗原油合规化将推升合规市场 VLCC 需求。美伊冲突前，伊朗原油的出口量基本稳定在 150 万-200 万桶/天。若美国对其制裁取消，预计对应的年化 VLCC 需求约 45 条。而根据 EIA 的数据，伊朗 2025 年的平均产量为 338 万桶/天，若伊朗原油合规化后，其出口量逐步增长至 300 万桶/天，对合规 VLCC 的年化需求则将进一步增长至 68 条。

图表19：伊朗原油出口量变化（千桶/天）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表20：伊朗原油产量（百万桶/天）



资料来源：EIA，国盛证券研究所

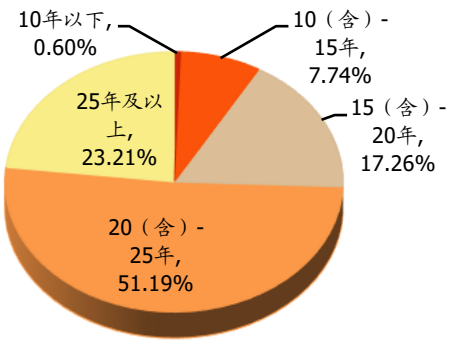
图表21：伊朗原油合规化对合规 VLCC 的需求测算

	情景 1	情景 2	情景 3
出口量（万桶/天）	200	300	400
一年运行天数（天）	360	360	360
全年出口量（万桶）	72000	108000	144000
1 条 VLCC 的装载量（万桶）	200	200	200
1 条 VLCC 往返一次天数（天）	45	45	45
1 条 VLCC 一年往返次数（次）	8	8	8
1 条 VLCC 一年运量（万桶）	1600	1600	1600
对应 VLCC 需求（条）	45	67.5	90

资料来源：航逸国际物流，船视宝，国盛证券研究所测算

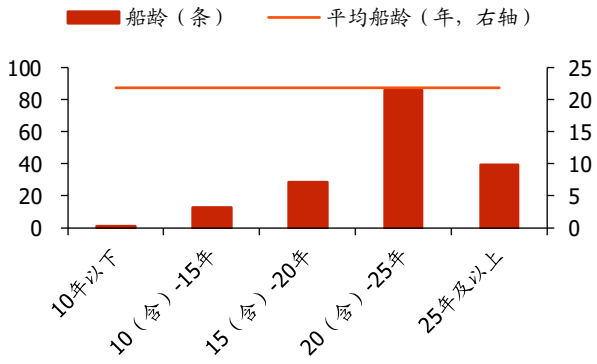
被制裁船舶无法回归合规市场将进一步扩大市场供需差。根据 Tankertrackers，其统计的当前被 O
EIA 的交叉验证数据，绝大部分被制裁 VLCC 从事过伊朗原油的运输。被制裁船舶平均船龄达 21.85 年，船龄分布看，15 年以下船舶 14 条，占比 8.33%；15（含）-20 年船舶 29 条，占比 17.26%，20 年以下船舶合计占比 25.60%；20（含）-25 年船舶 86 条，占比 51.19%；25 年及以上船舶 39 条，占比 23.21%，20 年（含）以上船舶合计占比 74.40%。被制裁船舶呈现明显的老龄化特征，老龄船舶运营效率低于新船，相同船龄的老龄船，被制裁船舶由于维修、保险等不健全，其船况不及合规船舶，租家偏好程度低。
此次美国财政部 O
豁免期内相关船舶只能运输伊朗石油而不能参与合规市场运输。此外，美国已批准 GMS 收购拆解部分涉及伊朗制裁的集装箱船，若后续扩展至油轮，有望推动受制裁老船的拆解。综合受制裁船舶船龄、船况、港口要求、租家偏好、美国 O
瑞拉被制裁油轮走向，后续若伊朗制裁长期解除，上述 168 条 VLCC 中的大部分船舶大概率无法回归合规市场，但考虑到船龄，前述 43 条 20 年船龄以下的船舶有回归合规市场的可能性。

图表22：被制裁 VLCC 各船龄段占比



资料来源：Tankertrackers，国盛证券研究所

图表23：被制裁 VLCC 船龄分布



资料来源：Tankertrackers，国盛证券研究所

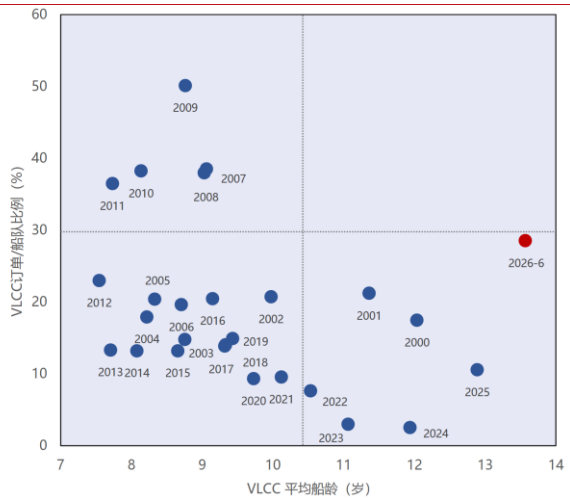
图表24：全球被制裁油轮明细

	VLCC	Suezmax	Aframax	LR2	LR1	MR（CPP）
数量（条）	168	118	245	79	51	146
占比	18%	17%	35%	15%	13%	8%

资料来源：中远海能，Tankertrackers，国盛证券研究所

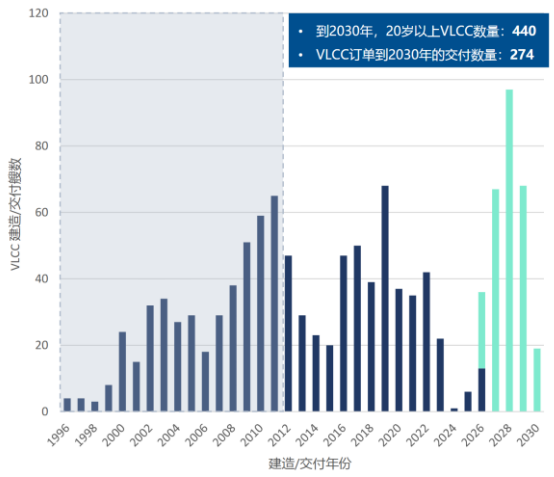
制裁油合规化、制裁船舶逐步退出市场，缓解 VLCC 新交付订单压力。截止 2026 年 6 月，VLCC 新造船订单 251 条，占现有运力比升至 27.3%。从交付节奏看，2026 年下半年有 27 条 VLCC 待交付，2027 年交付 62 条，2028 年及之后交付 162 条，行业新增供给有所加速。但 VLCC 老龄化严重，当前 20 岁以上船舶占比 20%，15 岁以上船舶占比 44%。以 2030 年为观察时点，不考虑拆船因素，20 岁以上老船数量达到 440 条，但行业累计交付量为 274 条。一旦出现老船拆解，行业供给压力便会明显缓解。

图表25：VLCC 平均船龄与订单/船队比率



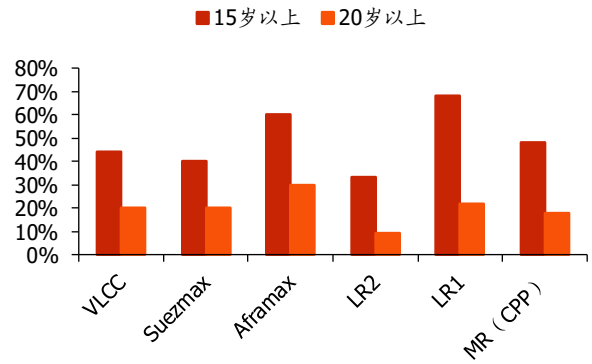
资料来源：中远海能，国盛证券研究所

图表26：VLCC 订单交付节奏



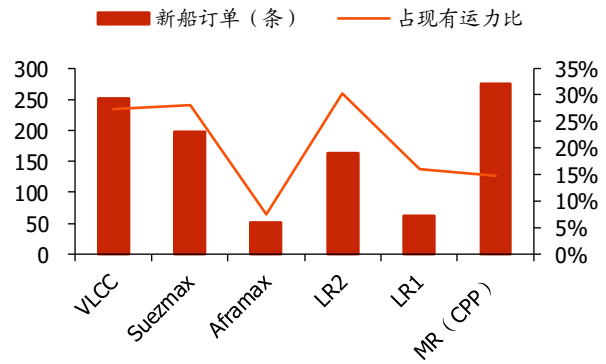
资料来源：中远海能，国盛证券研究所

图表27：各类型油轮老龄船占比



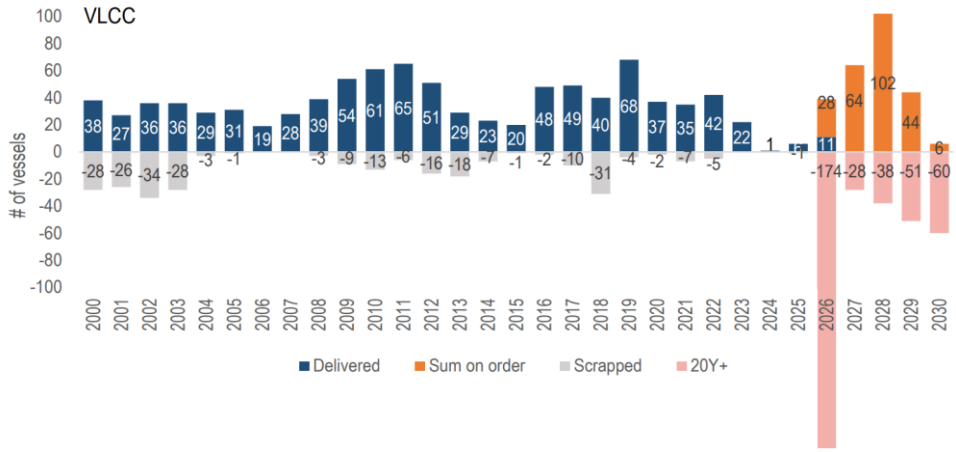
资料来源：中远海能，国盛证券研究所

图表28：各类型油轮新造船订单及占现有运力比



资料来源：中远海能，国盛证券研究所

图表29：VLCC 历年交付、在手订单、拆解及老船数量总览



资料来源：

2.3 Sinokor 有望“锦上添花”

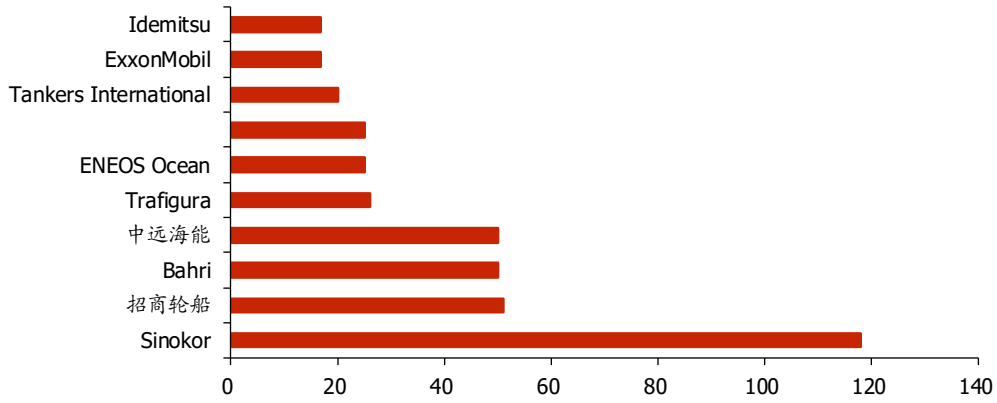
Sinokor 持续加码 VLCC 运力，VLCC 市场集中度提升，船东议价能力有望提升。韩国长锦商船 Sinokor 自 2025 年底至 2026 年初，大幅削减集装箱船资产，将资源集中投向 VLCC 市场，批量收购 VLCC。根据信德海事，公司目前自有 VLCC 80 艘，另有 14 艘大型油轮待交付；含租入船队总规模超 100 艘，控制全球主流 VLCC 20%-25%运力。长锦商船收购和租入二手船舶成本较高，意味着其对运价的容忍度低；且其入局后，VLCC 市场行业集中度提升（根据 BRS，目前全球前十大 VLCC 船东共控制 392 艘船舶，占据该板块全球市场份额的 42%；若剔除非合规运力，前十大船东合计控制了 53%的主流船队，以及 59%船龄在 20 年以内的运力），景气周期船东的控价议价能力增强。

图表30：Sinokor VLCC 收购记录（部分）

交易对象或船名	数量（艘）	总额（亿美元）	单价（亿美元/艘）	船舶建造时间（年）
Dynacom	13	9	0.69	2010-2014
CMB.Tech	6	5.2-5.3	0.87-0.88	2007-2016
Capital 系	2	1.4	0.7	2010
TMS 系	2	1.36	0.68	
International Seaways	2	1.6	0.8	2010/2012
Eagle Varna	1	0.87	0.87	2013
Eagle uver	1	0.87	0.87	2013
Shaybah	1	0.59	0.59	2008
Ingrid 、Ilma	2	1.78	0.89	2012
Kondor	1	0.78	0.78	2012
Maxim	1	0.83	0.83	2011

资料来源：信德海事，国盛证券研究所

图表31：全球主要船东 VLCC 运力分布（单位：条）



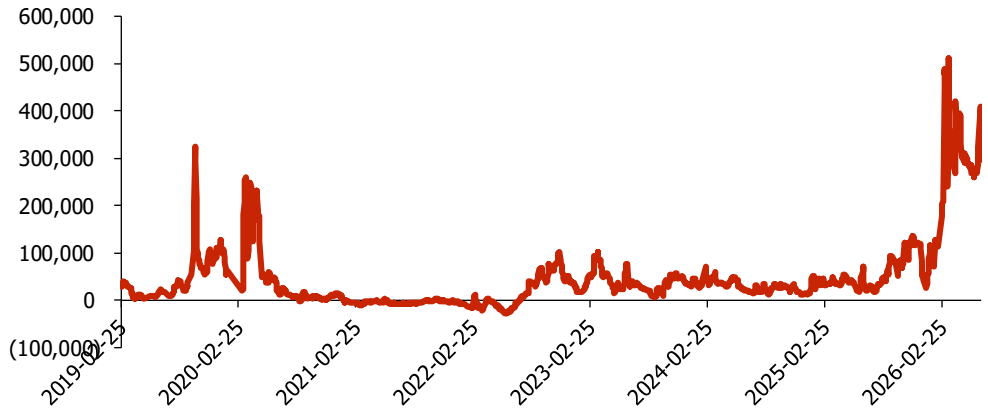
资料来源：中远海能，招商轮船，沿海运价指数，国盛证券研究所

3.运价与利润弹性可期

3.1 VLCC 运价弹性大

补库行情与伊朗原油合规化首先带动中东航线运价。2019 年至今，VLCC 运价出现了几个小周期，但不同阶段的驱动因素不同，其中以补库为主要上行驱动因素的阶段为 2020 年上半年。2020 年 3 月，由于公共卫生事件，全球原油需求预期悲观，油价大幅下跌，并形成明显的 Contango 结构；另一方面，由于短时间出运不畅，中东产油国陆上储罐不足。油价的 Contango 结构导致下游国家快速补库，直接带动 VLCC 运输需求，以及部分贸易商的囤油投机需求；陆上储罐的不足导致部分货主租用 VLCC 做临时浮舱。补库+浮舱储油双重驱动，VLCC 产能利用率快速提升，运价迎来快速上行。此次霍尔木兹海峡关闭背景下，全球深度去库，海峡放开后的集中补库，需求提升、VLCC 产能利用率提升，亦将带来较大的运价弹性。

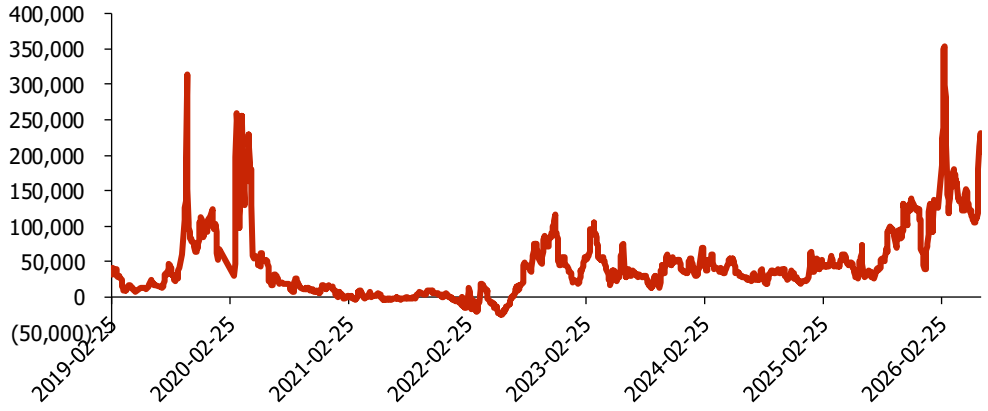
图表32：中东-中国 VLCC 运价（美元/天，截止 2026 年 6 月 26 日）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

中东航线走强，西非和美湾等长航线运价驱动向上。全球运价具有联动性，VLCC 从其他地区往波斯湾调度，西非和美湾等长航线可用运力下降，运价有望同步上行。

图表33：西非航线运价已经开始上涨（美元/天，截止 2026 年 6 月 26 日）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 油轮公司经营弹性大

运价波动 1 万美元/天，对应中远海能 VLCC 利润弹性为 9.52 亿元。

图表34：中远海能外贸油运运力构成（截止 2026 年 6 月初）

	类型	自有（艘）	租入（艘）	平均船龄（年）	在手订单（艘）	预计交付时间
原油	超大型油轮	41	7	12	6	2027-2028
	苏伊士	3		5.5		
	阿芙拉	6	4	9.5	4	2028
	巴拿马					
	灵便型	4		17.8		
成品油	LR2	6	1	7.8	4	2028-2029
	LR1	13		12.6		
	灵便型	13		12.2		

资料来源：中远海能，国盛证券研究所

图表35：招商轮船油运运力构成（截止 2026 年 3 月 31 日）

	类型	船舶艘数（艘）	总载重吨（万吨）	平均船龄（年）	在手订单（艘）	在手载重吨（万吨）
自有船	Aframax	8	88.4	7.47	5	57.5
	VLCC	51	1576.01	10.59	15	460
	DPST 穿梭油轮				1	15.4
	燃料加注船	1	0.8	1.7		
	合计	60	1665.21	10.03	21	532.9
租入船	VLCC	1	30.1	19.2	3	91.8

资料来源：招商轮船，国盛证券研究所

图表36：招商南油油运运力构成（截止 2025 年 12 月 31 日）

	类型	船舶艘数（艘）	总载重吨（万吨）	在手订单（艘）	在手载重吨（万吨）
原油	Panamax	2	13	6	39
	MR	16	77.06		
	Handysize	6	15.78		
	合计	24	105.84	6	39
成品油	MR（自有）	24	114.84	4	20
	LR2	0	0	2	23
	MR（POOL）	12	56.61		
		36	171.45	6	43

资料来源：招商南油，国盛证券研究所

图表37：中远海能业绩弹性

	船型	每 1 万美元/天的 TCE 变化所带来的边际收益（单位：万元）
原油	超大型油轮	95166
	苏伊士	5046
	阿芙拉	22650
	巴拿马	2523
	灵便型	7304
成品油	LR2	18994
	LR1	31087
	灵便型	10356

资料来源：中远海能，国盛证券研究所
注：基于自有及租入，并投入即期市场运营的外贸油轮

4.投资建议

从当前美伊局势看，若霍尔木兹海峡放开与伊朗制裁解除同时兑现，油运板块将受益于：（1）对于已经进入能源紧急状态的国家，原油保供的紧要性或高于油价本身；对于原油储备充足的国家，补库的紧急程度或滞后于能源紧急状态的国家，全球原油补库具备强度和持续性，且海峡封闭时间越久，补库弹性有望越大；（2）若制裁解除，一方面，伊朗原油将重回合规市场，增加合规市场需求 150-200 万桶/天；另一方面，全球共有 168 条 VLCC 被制裁，占 VLCC 全球总运力的 18.34%，该部分船舶考虑到船龄、船况以及保险等因素，回归到合规市场的概率很小；结合美国财政部（O
解四艘涉伊制裁箱船，这一动作若外展至 VLCC，受制裁船舶有望退出市场；（3）此次霍尔木兹海峡关闭危机或导致石油进口国持续推动石油供应多元化，拉动中远期吨海里需求；（4）在以上基础上，Sinokor 的控盘预计更为成功。油运板块有望迎来显著上行期，油运公司业绩弹性大，重点关注招商轮船、中远海能 AH 和招商南油。

5.风险提示

中东局势反复：当前地缘局势趋于缓和，若中东局势反复，霍尔木兹海峡通行和石油运输将受到影响，船东的经营将受到负面冲击。

霍尔木兹海峡长期关闭：霍尔木兹海峡是全球重要的能源要道，若霍尔木兹海峡长期关闭，即使考虑到原油替代路线以及其他地区出口增加，也难以完全弥补波斯湾的流量损失，原油整体需求下降，运价和运量受损。

原油需求大幅下降：若原油需求大幅下降，可能导致 VLCC 供需失衡，出现供给过剩局面，运价下跌，业绩下滑。

测算误差风险：本报告中，伊朗原油合规化对合规 VLCC 市场的影响为测算所得，测算分别基于伊朗原油出口量、VLCC 于伊朗和中国的往返时间、VLCC 装载量等因素进行，若上述相关因素出现变化或与实际有出入，测算结果会出现误差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com