下载后无记录，仅供内部参考

证券研究报告

霍尔木兹海峡解封后的油运市场分析

2026年1季度海外油轮业绩总结

证券分析师
张慧 A0230524100001
闫海 A0230519010004
联系人
张慧 A0230524100001
..

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

霍尔木兹海峡解封后的油运市场分析

霍尔木兹海峡解封，恢复缓慢，供给抢先响应，需求反应滞后：

- 霍尔木兹海峡通行缓慢恢复，**全船队恢复到冲突前的40%-50%左右**，干散货船以及杂货船等恢复较快，已达到60%-80%水平；油轮恢复至35%-40%左右；气体船恢复至30%-35%左右；集装箱船恢复至35%左右。
- 供给端：VLCC空载+维修+浮舱吸收5%左右运力；降速吸收3.2%；湾内运力占据7.7%。**合计市场主动吸收供给接近16%。海峡解封后，**空载+浮舱+维修占比3.3%；航速继续下滑，较冲突前低4.3%；湾内重载VLCC仍余20艘，占比2.2%，**意味着供给端仍有9.8%可释放。**
- 美伊冲突后，波斯湾VLCC贸易量断崖式下滑，大西洋美湾及拉美增加+长运距补上一定缺口，但全球VLCC**吨海里贸易缺口仍分别有-29%、-34%和-21%。海峡解封后，波斯湾内原油出货量尚未明显爬坡，全球补库尚未开启。**
- **海峡进一步开放带来的需求释放、补库存需求、伊朗对合规市场的贡献逐步落地后，运价中枢将进一步抬升。**

解封后短期抢油补库；中期战略补库存+原油增产

- **短期抢油3种情境假设：**
  - ①补充湾外减少的原油库存2.6亿桶；②补充湾外国家减少的原油+成品油库存5.2亿桶，若额外考虑1.5个月的运输和炼化周期，则潜在去库水平或达到7-7.5亿桶左右；③补充冲突以来的原油和成品油贸易缺口，约11亿桶。
- **中期，OPEC+较战前增产空间约460万桶日，占贸易量比重10.65%。**
- **VLCC黑市被取缔，委内+伊朗转白后为合规市场贡献约8.2%吨海里需求增量。**

海外油轮船东1季度业绩随市场景气度抬升均实现同环比大涨，2季度锁定运价指引进一步抬升。

风险提示：全球需求不及预期；补库需求不及预期；地缘扰动反复

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 海峡解封后船舶如何调度?
2. 海峡解封后需求恢复如何?
3. 海外油运标的1季报总结
4. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

海峡缓慢复航，公开成交稀少，运价波动放大

- **波斯湾内公开成交稀少，个别租家扰动下运价波动放大。**各方都在摸索阶段，伴随着成交增多，预计定价方向将逐渐清晰，定价明确后也将推动更多成交出现。
- **海峡尚未恢复完全通行，补库尚未开始。**海峡进一步开放带来的需求释放、补库存需求、伊朗对合规市场的贡献逐步落地后，运价中枢将进一步抬升。

图1：VLCC核心航线变化

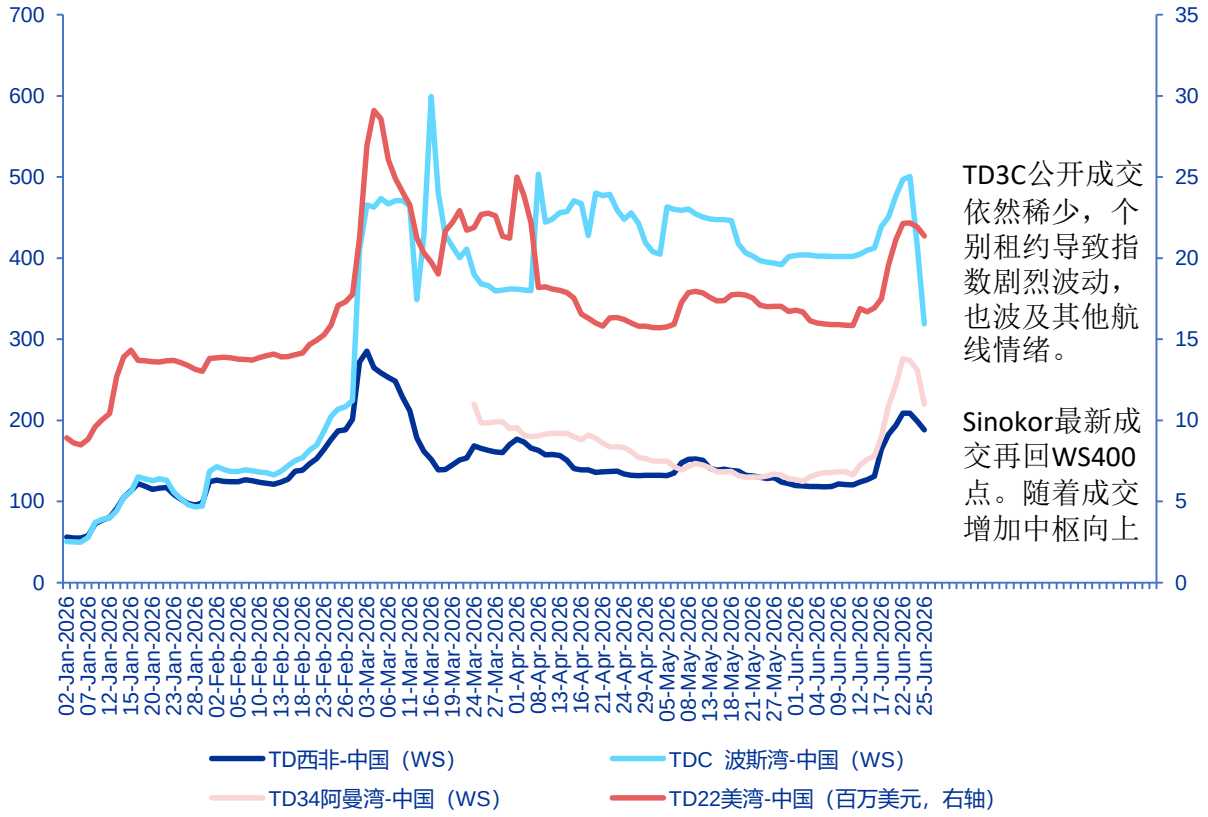
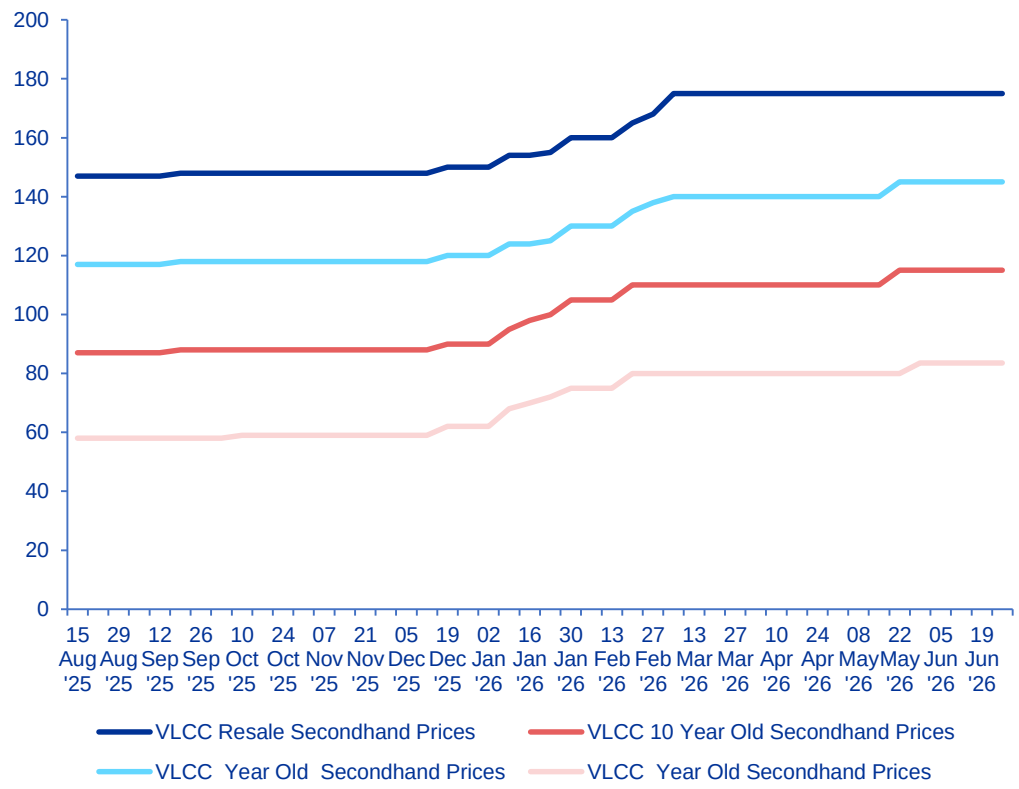


图2：VLCC船舶资产价值持续攀升（百万美元）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

霍尔木兹海峡通行量恢复中

- **从总体通行水平看，已恢复到冲突前40%-50%左右水平；**其中具体船型上，干散货船以及杂货船等恢复较快，已达到60%-80%水平；**油轮恢复至35%-40%左右**；气体船恢复至30%-35%左右；集装箱船恢复至35%左右。

图3：近期霍尔木兹海峡通行统计，按船型分（艘）

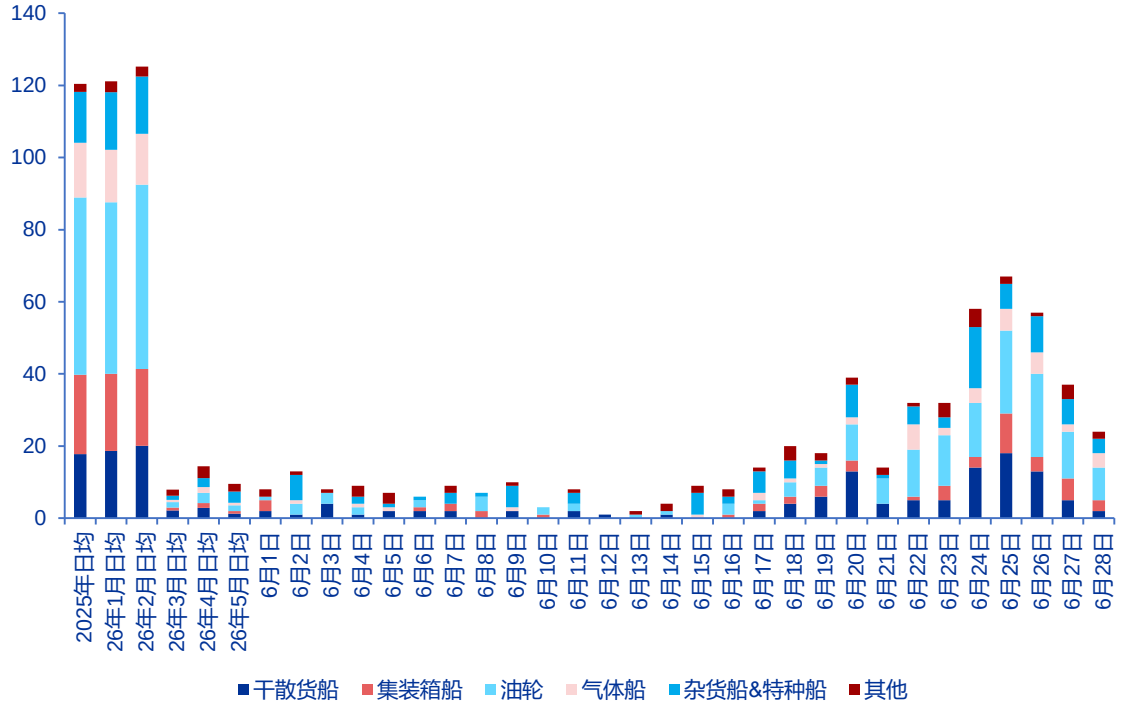
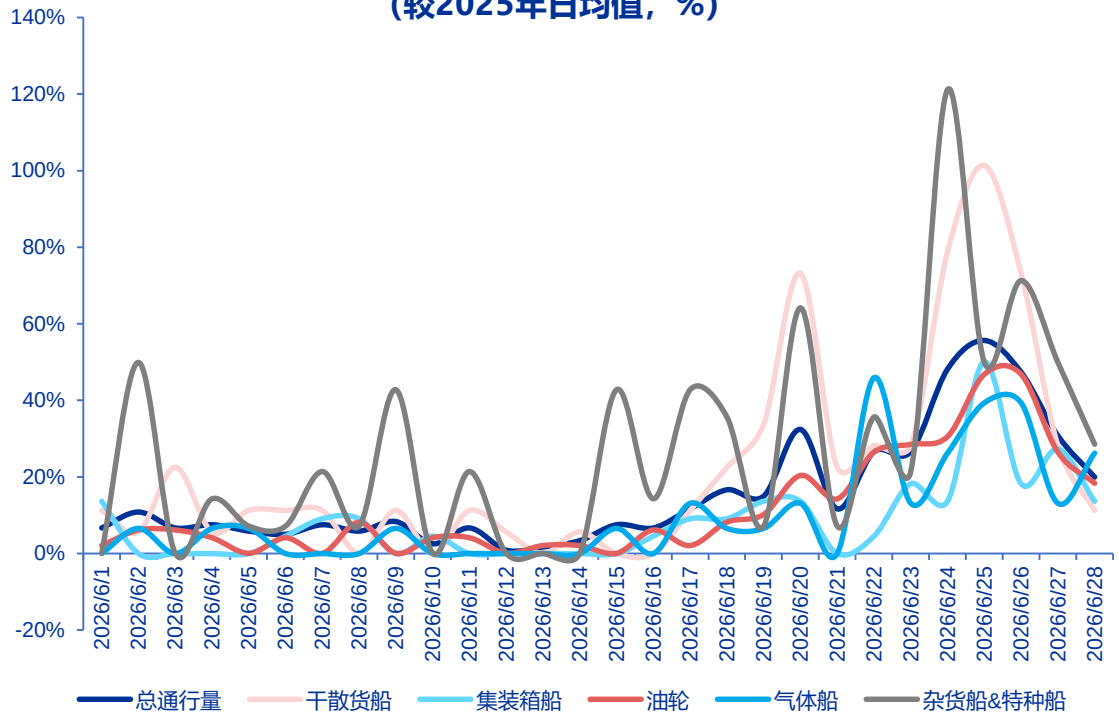


图4：近期霍尔木兹海峡通行各船型恢复程度（较2025年日均值，%）



下载日志已记录，仅供内部参考

霍尔木兹海峡通行量恢复中

- 油轮通行恢复中，具体船型分布较为两级，**大型的VLCC以及小型的MR和Handy恢复最快。**而因伊朗石油及相关运输服务制裁被豁免，近期的通行中黑船的通行明显较少，**大部分增量来自合规运力。**

图5：近期油轮通行量，按船型分（艘）

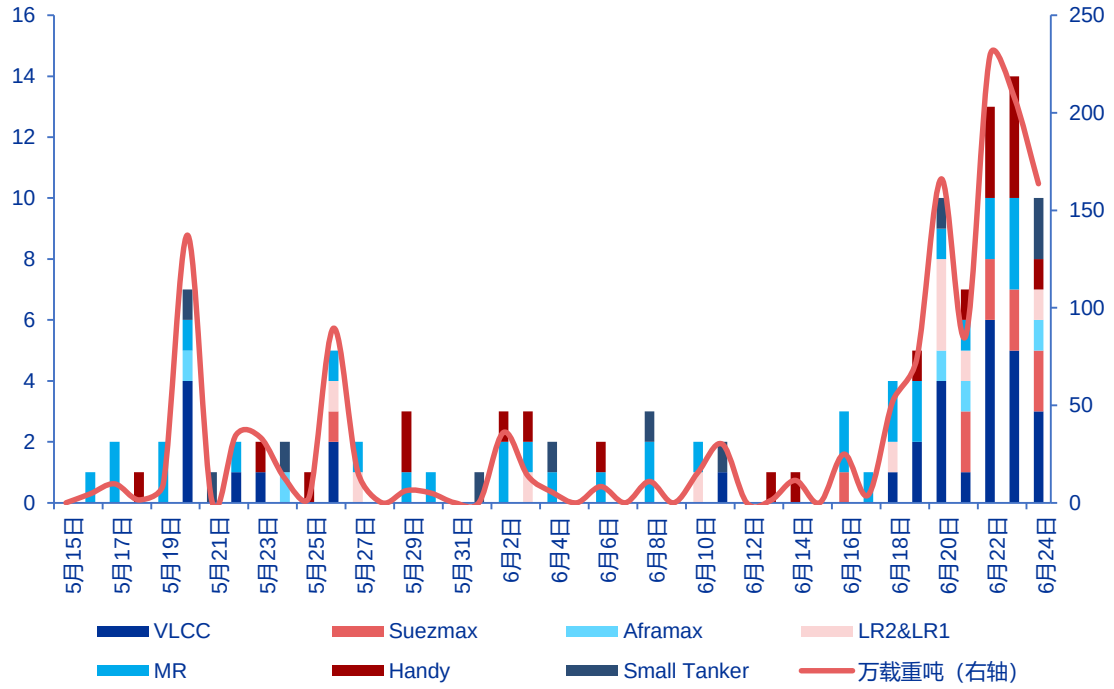
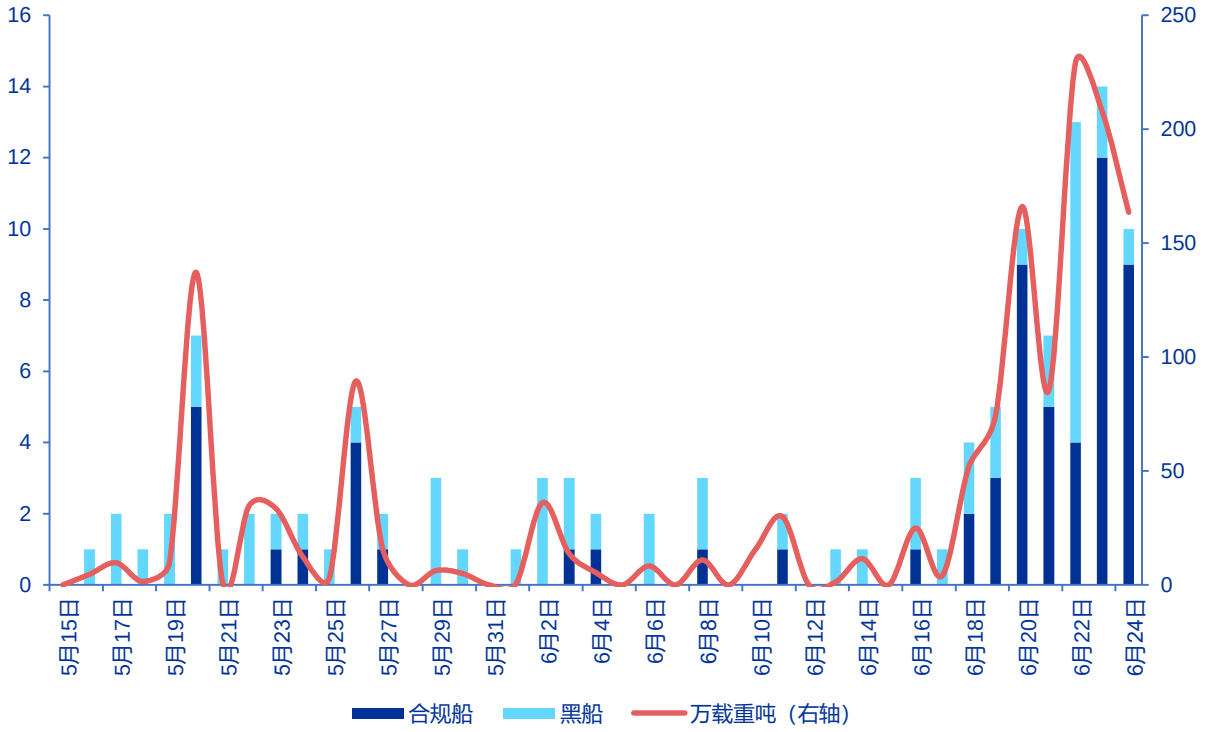


图6：近期油轮通行量，按黑白分（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

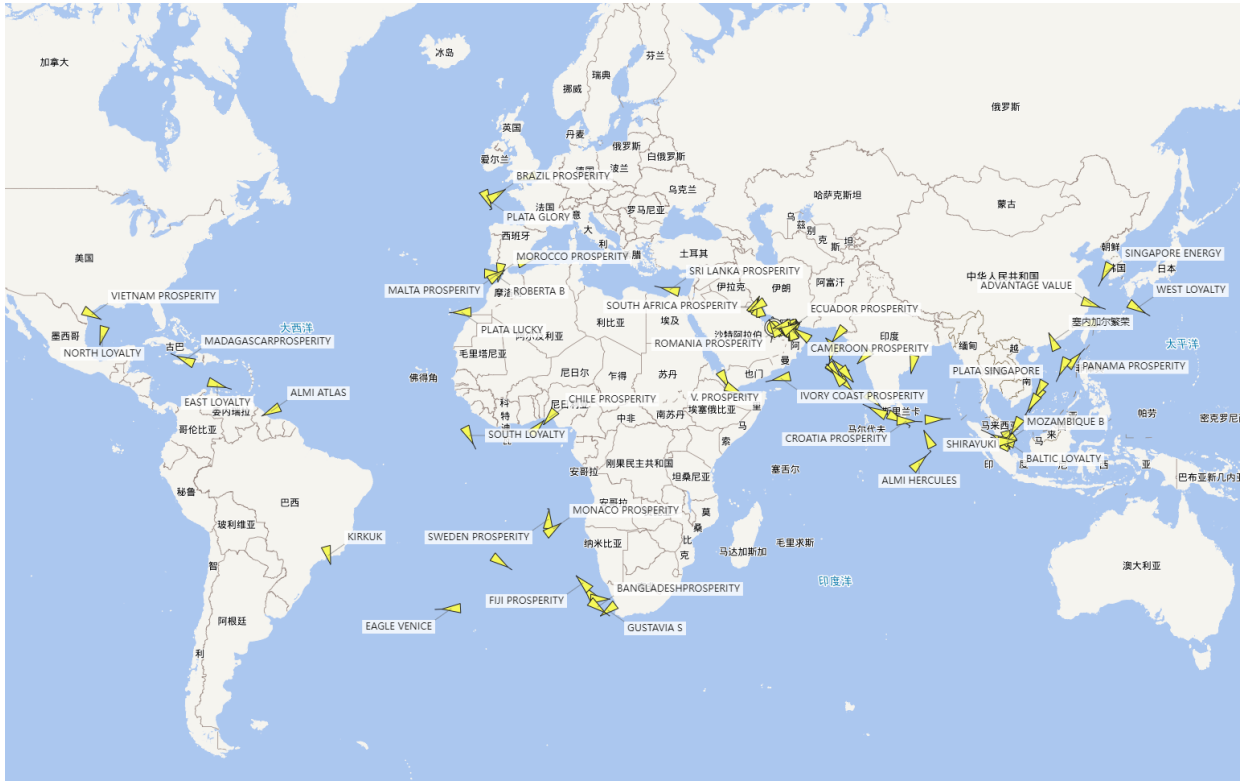
霍尔木兹海峡通行量恢复中

- **Sinokor进出海峡尤为活跃，过去一周统计到的36个VLCC通行中，其占据12个。**

表1：6月18日之后霍尔木兹海峡通行VLCC记录

Date	船名	IMO	船型	船东	进or出
2026/6/28	Rotterdam Energy	9508859	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	进
2026/6/28	Hafeet	9928009	VLCC	Navig8 VL8 Pool	进
2026/6/27	Kuwait Prosperity	9722936	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	进
2026/6/27	Kiku	9329796	VLCC	Trafigura Maritime Logistics	出
2026/6/27	Cyprus Prosperity	9595216	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/27	Cameroon Prosperity	9315159	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/26	Al Bahyah	9937799	VLCC	Navig8 VL8 Pool	进
2026/6/26	Das	9854507	VLCC	Navig8 VL8 Pool	进
2026/6/26	Lila Vadinar	9324100	VLCC	RFK Shipping IFSC Pvt Ltd	进
2026/6/26	Togo Prosperity	9411032	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/26	Almi Hydra	9583720	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/25	Asian Progress Vii	9988683	VLCC	Equinor ASA	出
2026/6/25	Grand Bonanza	9915569	VLCC	Koch Shipping Pte Ltd	出
2026/6/25	Vl Prime	9683685	VLCC	GMF GLV No 3 SA	出
2026/6/25	Mombasa B	9739501	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/25	Bahrain Prosperity	9596947	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/24	Vl Breeze	9926738	VLCC	Hyundai Glovis Co Ltd	出
2026/6/24	Plata Carrier	9358280	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/23	Nissos Kea	9920758	VLCC	ECO	进
2026/6/23	Legio X Equestris	9912256	VLCC	Central Mare Inc	出
2026/6/23	Universal Glory	9794824	VLCC	HMM Co Ltd	出
2026/6/23	Dubai Energy	9602928	VLCC	Sinokor Ship Management Co Ltd	出
2026/6/23	Nissos Heraclea	9419618	VLCC	ECO	进
2026/6/22	South Africa Prosperity	9526461	VLCC	Sinokor Ship Management Co Ltd	进
2026/6/22	Belgium B	9728708	VLCC	Sinokor Ship Management Co Ltd	进
2026/6/21	Monaco Loyalty	9312511	VLCC	Sinokor Ship Management Co Ltd	出
2026/6/20	Majra	9830812	VLCC	Bahri Ship Management DMCC	出
2026/6/20	Gulf Sunrise	9788887	VLCC	Sinokor Petrochemical Co Ltd	出
2026/6/20	Angola B	9623685	VLCC	Sinokor Maritime Co Ltd	出
2026/6/20	Desh Vibhor	9610298	VLCC	Shipping Corp of India Ltd	出
2026/6/19	Tenzan	9851593	VLCC	Kyoei Tanker Co Ltd	出
2026/6/28	Hawk	9362061	VLCC	黑船	进
2026/6/28	Kiara M	9285823	VLCC	黑船	出
2026/6/27	Dan	9357729	VLCC	黑船	进
2026/6/27	Helm	9357391	VLCC	黑船	进
2026/6/26	Natsumi	9331244	VLCC	黑船	进
2026/6/26	Halti	9212890	VLCC	黑船	进
2026/6/24	Amak	9244635	VLCC	黑船	进
2026/6/22	Elva	9196644	VLCC	黑船	出
2026/6/22	Vigor	9262156	VLCC	黑船	出
2026/6/22	Mt virgo	9236250	VLCC	黑船	出
//	ila			黑船	进
2026/6/19	Herby	9362059	VLCC	黑船	进
2026/6/18	Stream	9569633	VLCC	黑船	进

图7：Sinokor部分运力的分布



资料来源：船视宝，Kpler，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

供给端发生了哪些响应？

- **海峡解封前**，市场供给的变化包括：空载增加46艘，浮舱+维修增加5艘，吸收运力约5.5%；航速下降，较冲突前的12.2节航速环比-2.8%；波斯湾内VLCC船73艘，占全球VLCC运力比重约7.9%。**合计市场主动吸收了16.2%供给。**
- **海峡解封后**，因海峡通行恢复缓慢，目前空载+浮舱+维修合计30艘，占比3.3%；航速继续下滑（反映滞后），较冲突前低4.3%；湾内重载VLCC仍余20艘，占比2.2%，**意味着供给端仍有9.8%可释放。**

图8：VLCC船舶状态变化（艘）

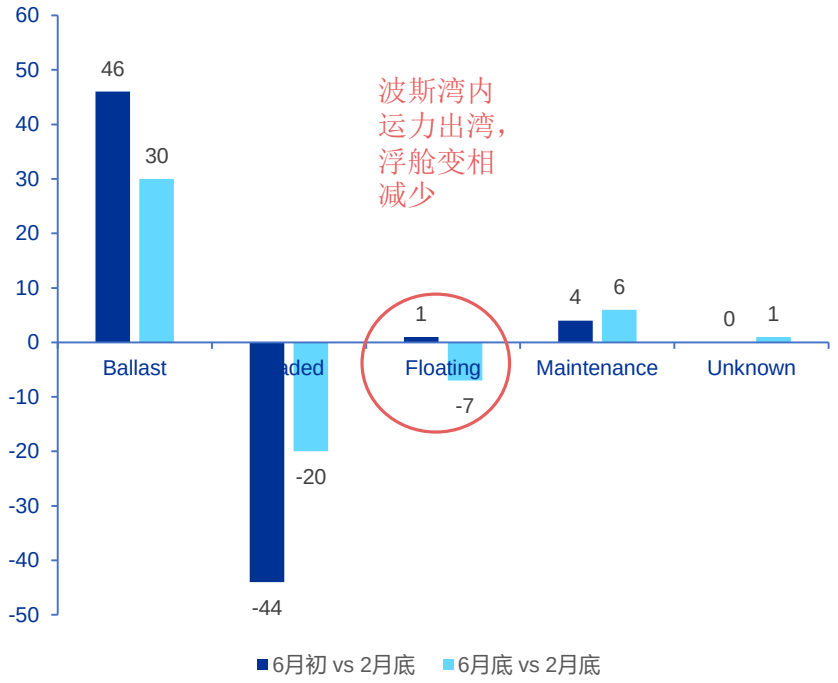


图9：VLCC平均航速（节）

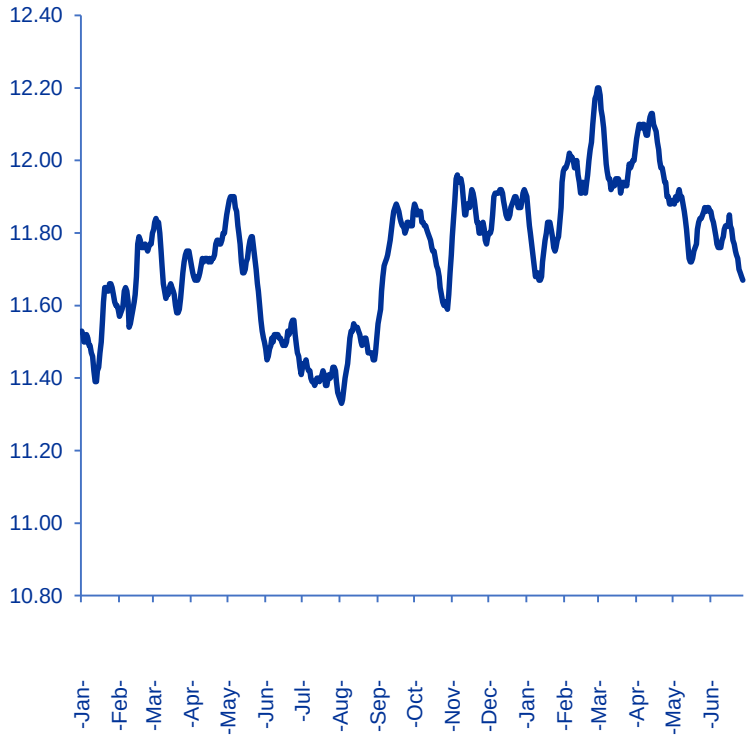
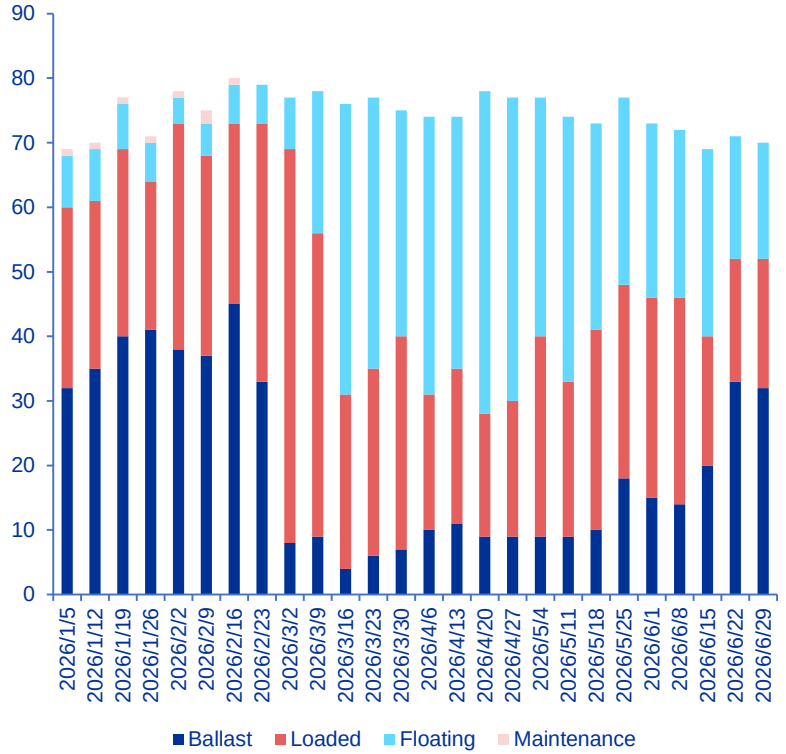


图10：波斯湾内VLCC状态分布（艘）



资料来源：Kpler，Clarksons，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

供给端发生了哪些响应？

- **美伊和谈中，海峡解封的预期吸引运力重新东行，**截至6月28日苏伊士运河以东的VLCC船舶已接近700艘，较6月10日的低点增加了约80艘。但仍尚未回到最高点。
- **运力东行后，反而支撑了大西洋市场的运价。运力调度混乱带来的东西跷跷板行情或重现。**

图11：苏伊士运河以东VLCC运力部署（艘）

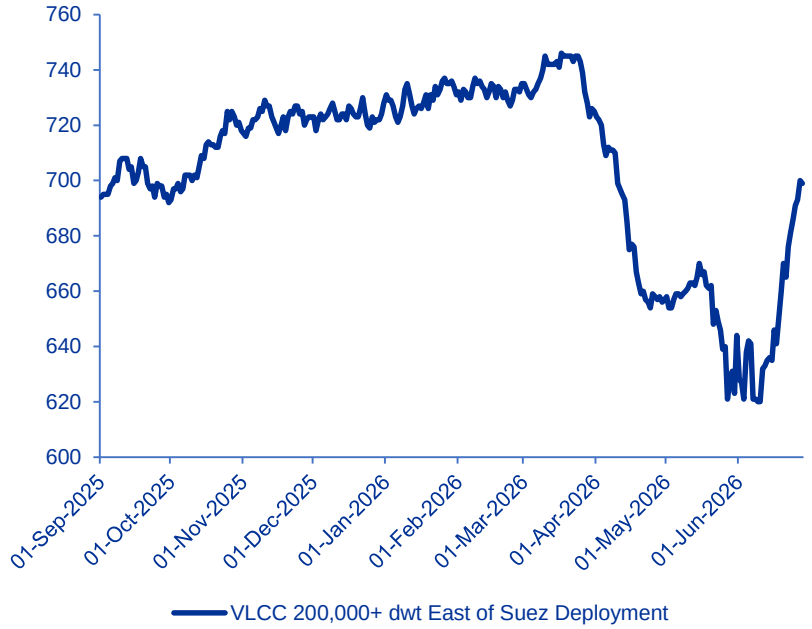


图12：招商轮船部分油轮的全球布局

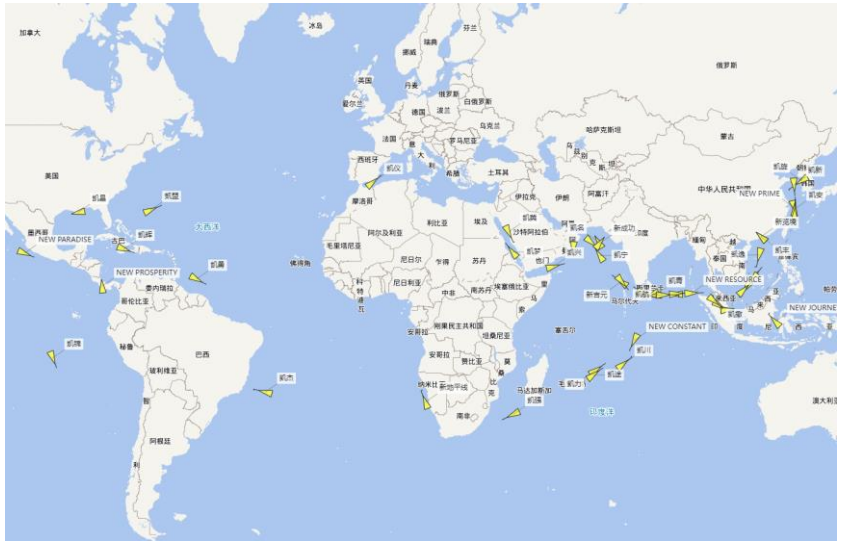


图13：中远海能部分油轮的全球布局



资料来源：船视宝，Clarksons，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 海峡解封后船舶如何调度?
2. 海峡解封后需求恢复如何?
3. 海外油运标的1季报总结
4. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

海峡解封后的需求变化

- **3-5月，全球原油海上贸易量缩减约500-650万桶/天左右。**中东波斯湾原油出口中断，同时叠加4月伊朗石油受到美国阻拦，出口减量从1040万桶日扩大到5月的1400万桶日左右。美国和拉美增量相对明显，美国的增量从3月的16万桶日攀升至约190万桶日；拉美增量稳定在120-130万桶日左右。长运距的拉长抵消了一部分货量的缺失，**5月全球原油吨海里贸易从3-4月的16-18%下滑收敛到-8%。**

图14：3-5月全球石油贸易变化 vs 2025年均值（%）

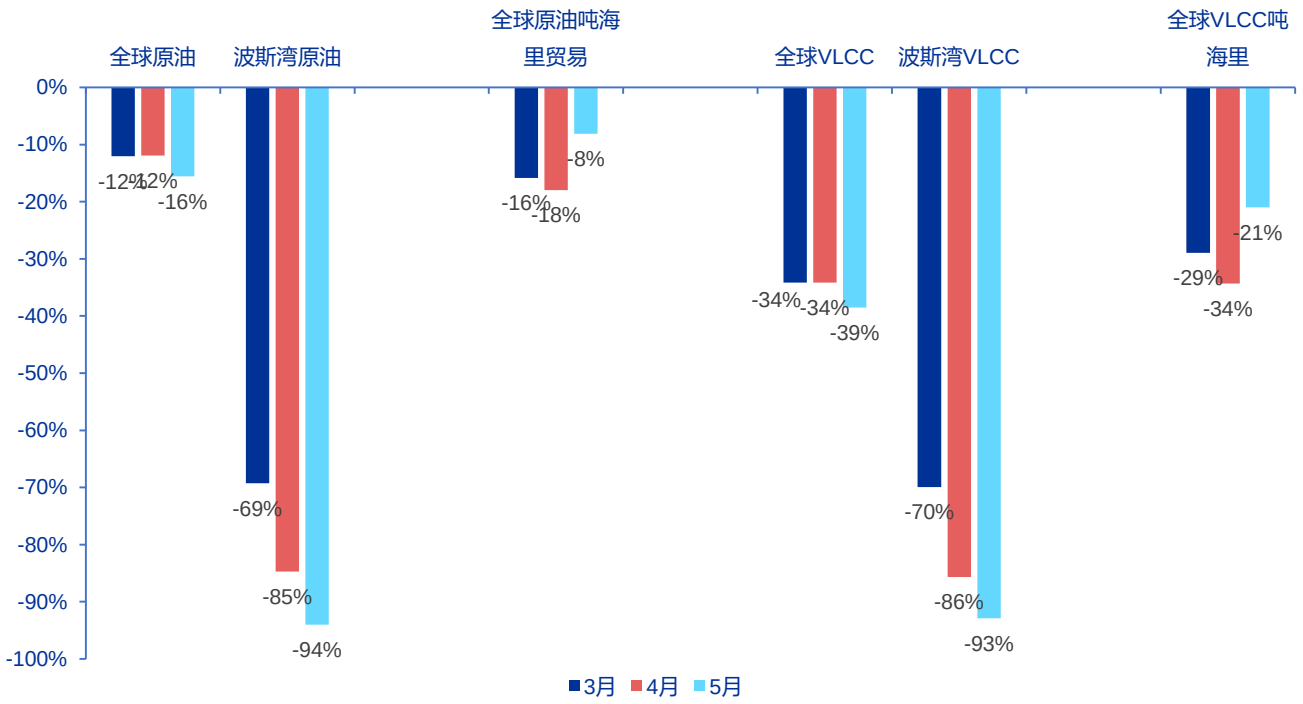


图15：原油轮吨海里变化（百万吨海里，分船型）

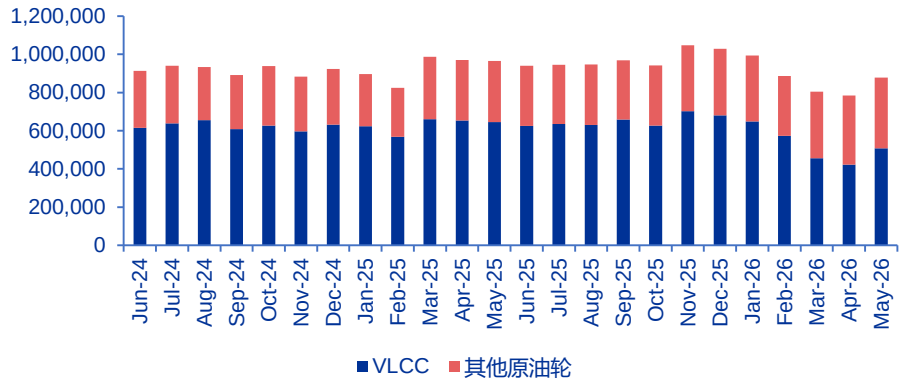
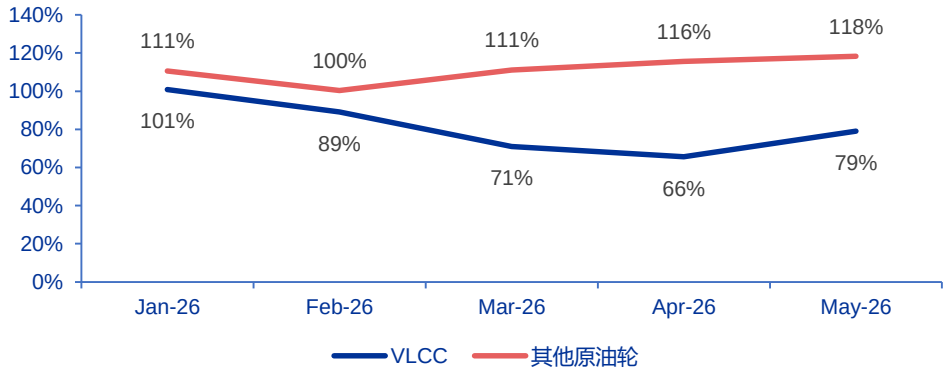


图16：原油轮吨海里 vs 2025年均值的百分比

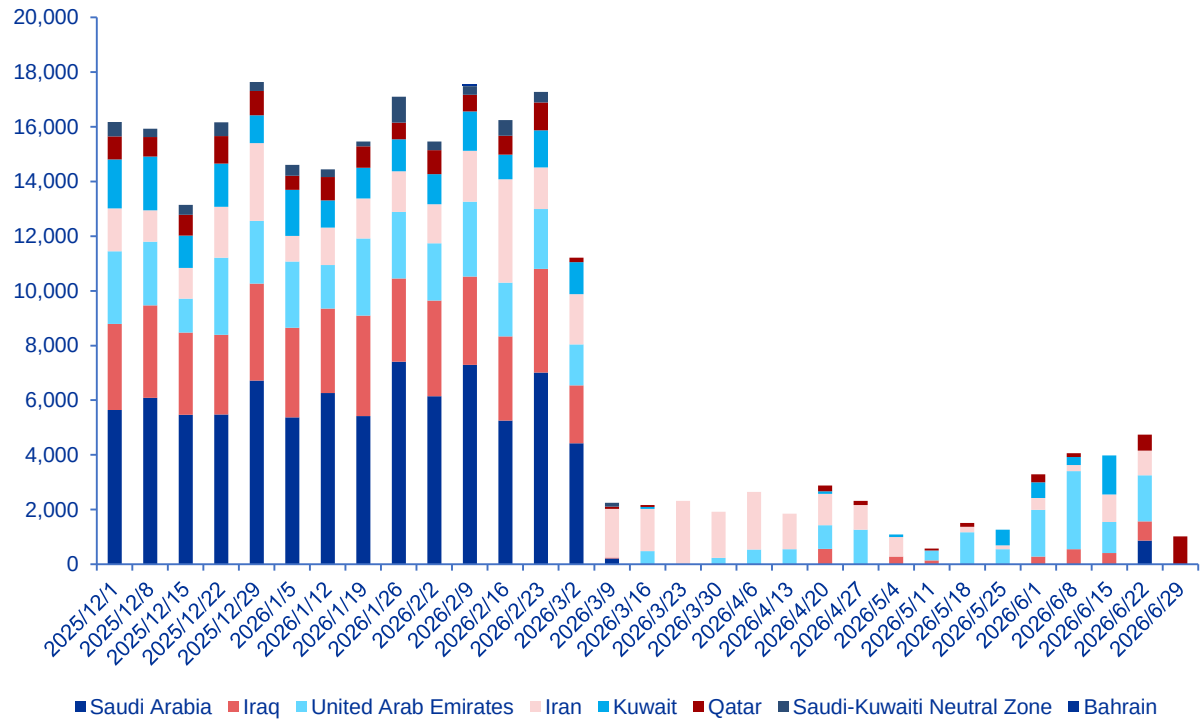


下载日志已记录，仅供内部参考

海峡解封后的需求变化

- **海峡解封后，波斯湾装货量并未明显抬升。**第一周（6月22日当周）出货量约470万桶日，**相当于战前正常水平的32%左右**；但较6月初以来的装货量仅增长了约96万桶日。
- 6月初因科威特与阿联酋通过组织船队运输湾内原油出湾至富查伊拉STS，导致湾内装货量已开始有所提升。
- **解封后海峡解封不完全导致进湾船舶有限，也是无法快速提升装货的原因之一。**6月22日当周统计到进入海峡的VLCC船约17艘，估算可装载量约486万桶日，与当周实际装货量接近。

图17：波斯湾内各国家装货量（千桶/天）



资料来源：Kpler，船视宝，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

原油价格快速下跌

- **一、盘面基础：卖方力量显著大于买方，做空主力为产业套保盘**
- **市场整体供过于求，抛压远大于买盘；空头并非投机资金，而是原油产业主体在抛售期货传统天然期货卖方对冲动力不足**
  - 产油商：多对冲远期产量，极少做空近月合约
  - 囤货商：当前几乎无储罐囤油，该套保群体基本消失
  - 炼厂：依靠成品油做裂解价差对冲，不会单向做空原油
- **贸易商成为主要空头来源：承接实货后立刻卖出期货对冲价格敞口，持续形成卖压**
- **二、实货结构恶化:“孤儿油桶” 激增，海上浮油积压**
  - 传统链路：原油直接从产油商销往炼厂；当前大量货盘滞销，只能由贸易商接盘(称作“孤儿油桶”)
  - 行业逻辑：企业尽量避免卖给贸易商，否则会被认定放任利润流失；销路受阻时才将风险转嫁给贸易商
  - 负面影响：贸易商接手原油长期找不到下游买家，形成海上浮油；持仓期权成本倒逼持续做空，进一步打压油价
- **定价枢纽拥堵：亚洲承接乏力，原油在定价节点大量滞留**
  - 区域油价由当地一段时间原油流通量决定，当前各大定价枢纽原油拥堵过剩
  - 原油传统最终消费市场亚洲接货不畅、去库受阻，过剩原油无法出清，现货承压明显

图18：布伦特&WTI原油期货结算价（美元/桶）

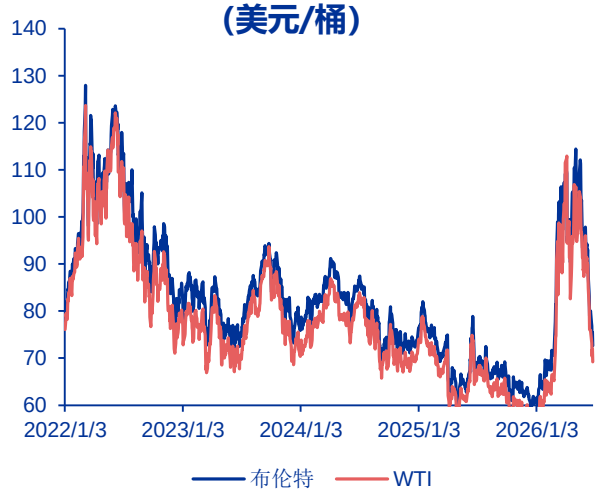
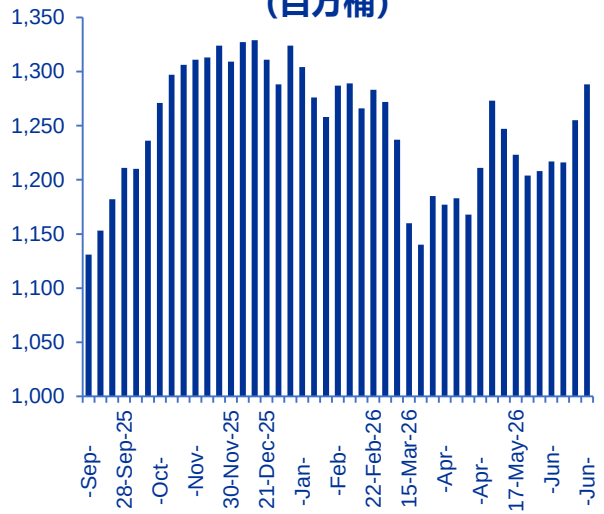


图19：全球原油海上在途运量（百万桶）



下载日志已记录，仅供内部参考

原油价格快速下跌

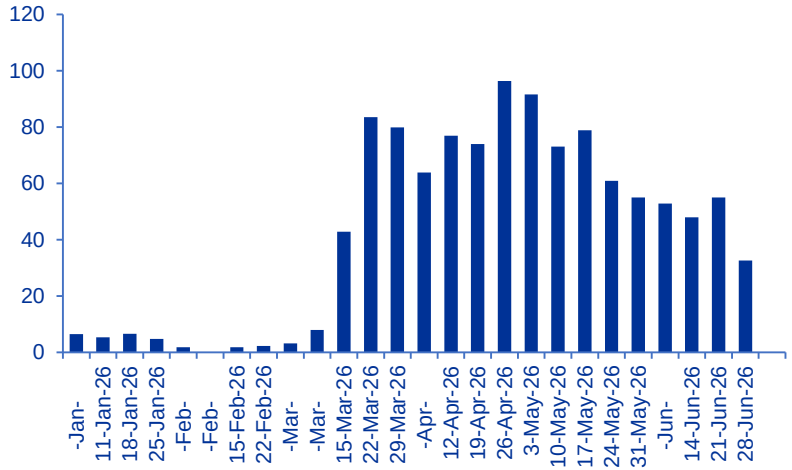
四、核心导火索：中东原油销售模式剧变，无序抛货冲击市场

- 远洋原油交易周期对比
  - ✓ 大西洋原油销往亚洲：到货前约65-70天锁升贴水，备货周期长
  - ✓ 战前中东原油：长协为主，部分现货的模式下，一般货前50~60天交易，节奏匹配炼厂排产
  - ✓ 当前中东原油：迪拜定价机制失效，全面招标出货，交易周期压缩至仅30-35天（运输时间）
  - ✓ 超短周期船货（如7月船货临期叫卖），炼厂排产提前2个月规划无法承接，沦为折价滞销货盘，仅贸易商接盘
- 新旧浮油叠加内卷下跌
  - ✓ 前期约5000万桶积压浮油集中入市，压制现货价格
  - ✓ 中东非但暂缓出货去库存，反而持续投放近月新船货，新旧货源互相压价
  - ✓ 中东倾销根源：产量、运力、需求前景不确定，无稳定装船计划，被动折价甩卖原油；倒逼大西洋原油大幅降价

图20：中东及美湾单程运输路程及时间



图21：波斯湾内原油浮舱



下载日志已记录，仅供内部参考

原油价格快速下跌

五、需求端响应滞后：前期高油价+成品油价下滑，炼厂亏损严重，尚未调整开工率回升

- 前期采购的高油价，叠加近期大幅回落的成品油价格，主营炼厂亏损进一步恶化；
- 中国主营及民营炼厂开工率均降至历史低位，炼厂检修回归仍需时间，开工率不提升无法推动原油采购需求恢复；
- 和谈前已完成的6-7月生产计划安排，解封后变化需要时间适应

六、现货行情反转：前期地缘溢价彻底消退

- 行情反转：3月迪拜原油现货大幅升水，当前布伦特现货大幅贴水，地缘溢价完全出清
- 海运运费侵蚀价差收益，原油亚洲到岸价回落至战前水平，民营地炼采购重新具备盈利空间

七、油价止跌修复必要条件（后市展望）

- 供给端：大西洋盆地（尤其是美国）原油出口显著回落，库存被动抬升；西非、拉美原油外运刚性强，只能靠降价调节供需
- 需求端：中国/日韩/东南亚主动加大原油进口、消耗海上浮油；若需求持续疲软，油价弱势周期将拉长

图22：中国炼厂产能利用率（%）

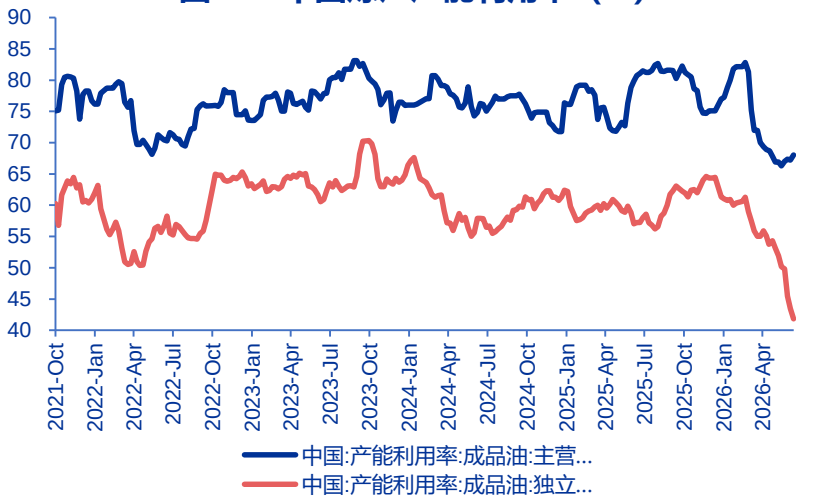
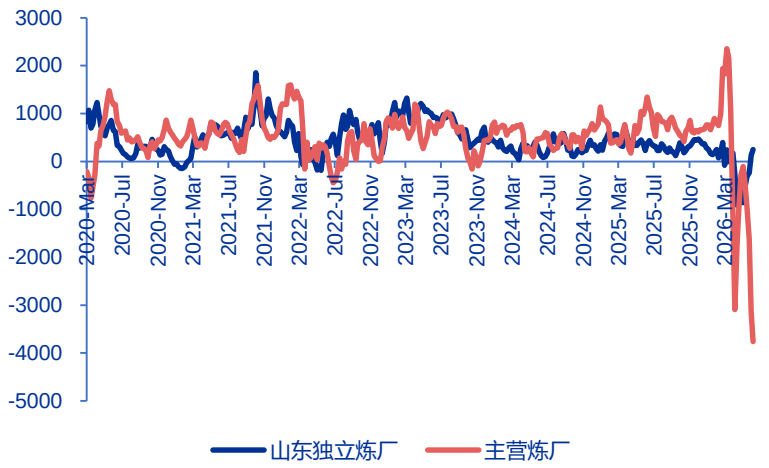


图23：中国炼厂炼油毛利率（元/吨）



下载日志已记录，仅供内部参考

短期：海峡解封后的补库需求

1、按全球原油去库测算：据Kpler数据统计，全球原油库存减少约2.6亿桶

- 海峡解封后，目前尚未看到波斯湾内的明显去库，或波斯湾外的明显累库迹象，**全球补库尚未开启。**

图24：全球原油库存（百万桶）

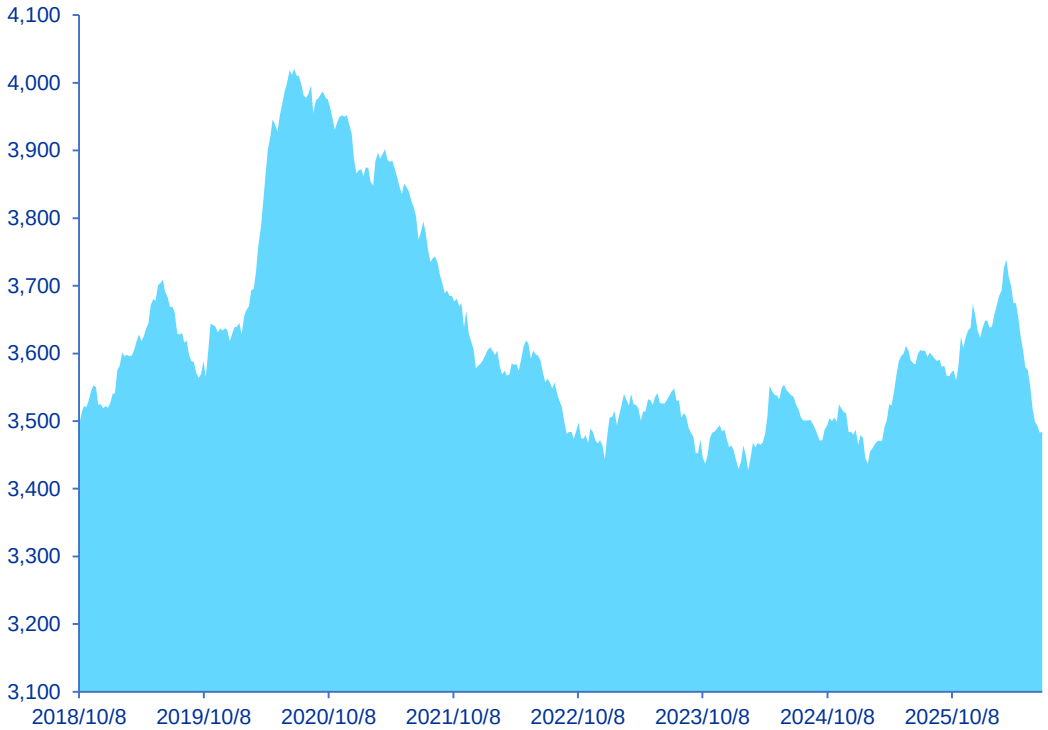
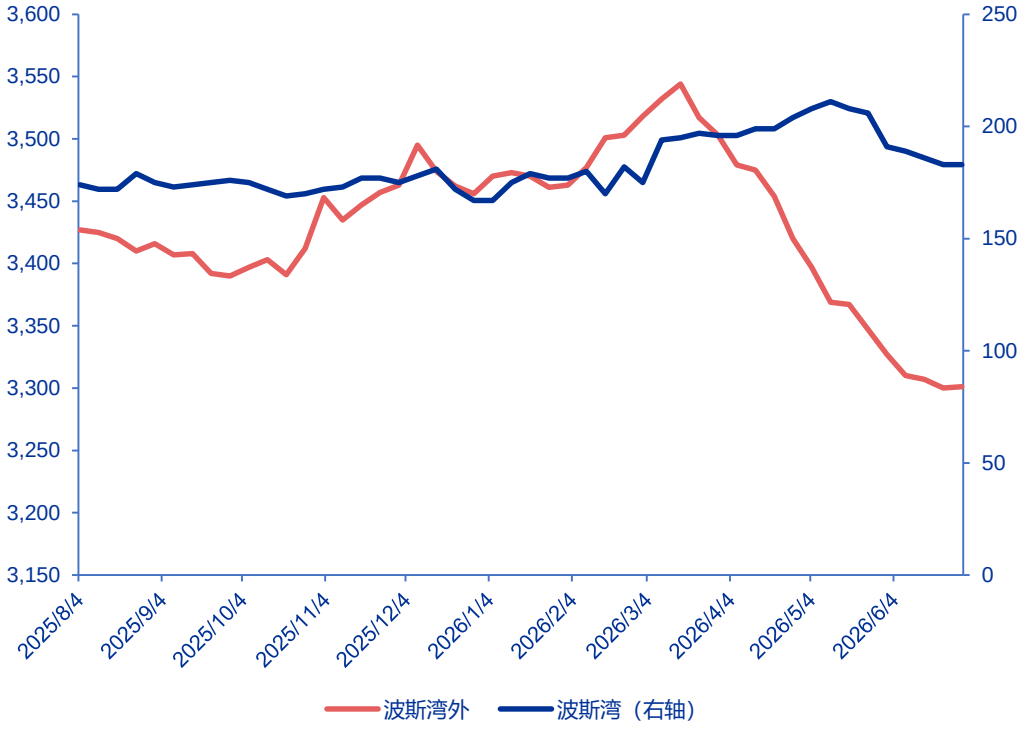


图25：波斯湾内外原油库存走势（百万桶）



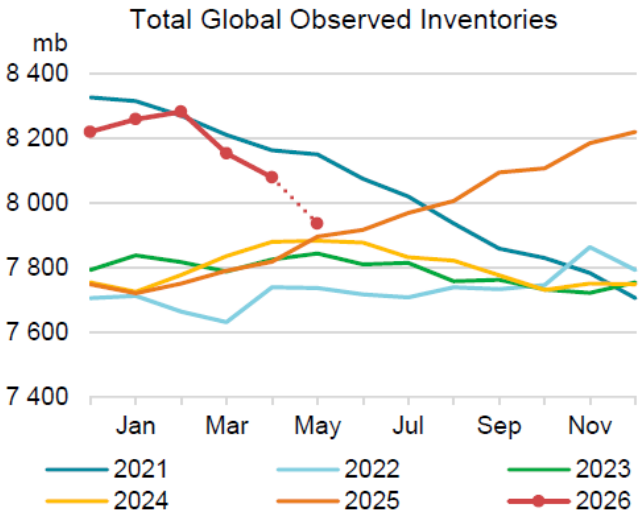
资料来源：Kpler，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

短期：海峡解封后的补库需求

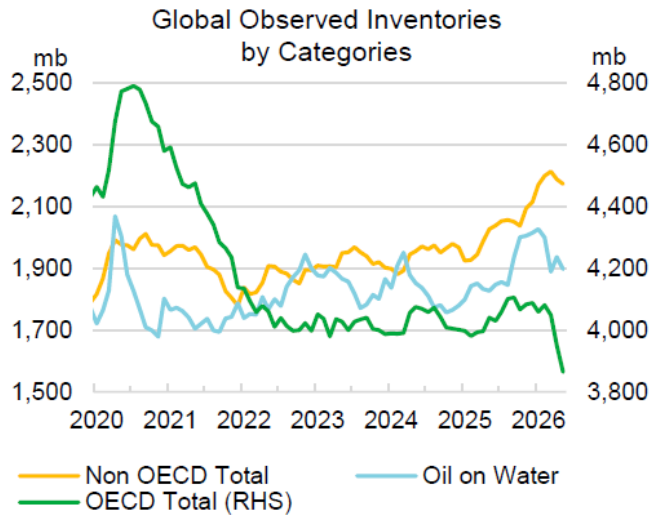
- **2、按全球原油+成品油去库测算：**
  - 据IEA数据显示，截至5月底，剔除波斯湾内石油库存增量，湾外原油及成品油库存减少约5.2亿桶。若额外考虑1.5个月的运输和炼化周期，则潜在去库水平或达到7-7.5亿桶左右。
- **3、按全球原油+成品油贸易缺口计算：**
  - 全球原油+成品油贸易缺口约1000万桶日左右（综合波斯湾减量以及大西洋增量），按3月1日-6月19日111天计算，该期间的需求缺口约11.1亿桶。

图26：全球石油库存（百万桶）-IEA



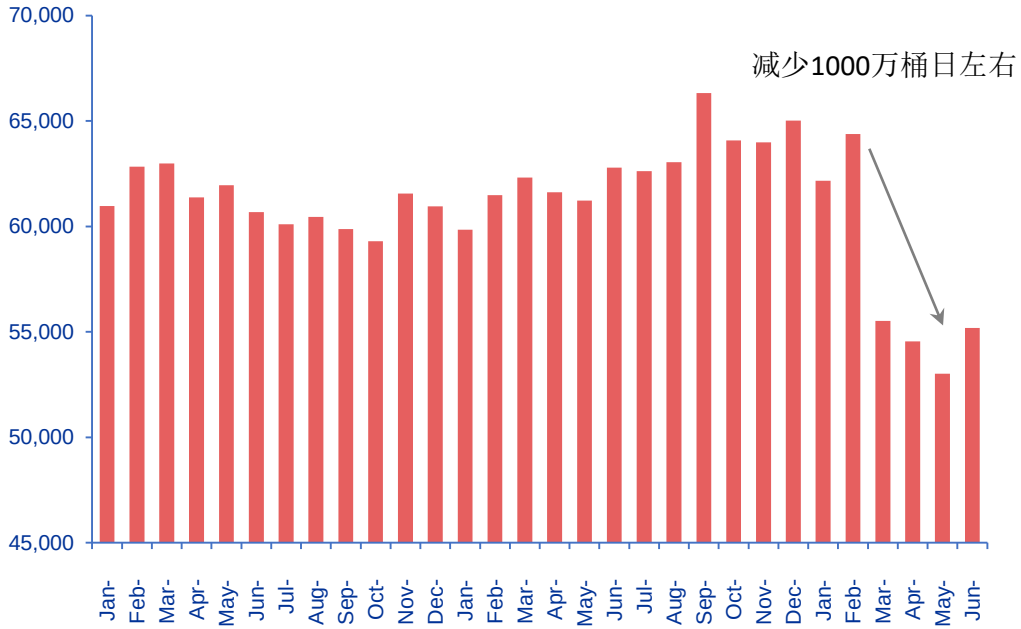
Sources: IEA, *Kayrros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore.*

图27：全球石油库存分油品（百万桶）-IEA



Sources: IEA, *Kayrros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore.*

图28：全球原油&成品油海运贸易量 （千桶/天）



下载日志已记录，仅供内部参考

中期：中东国家增产空间

- OPEC+较美伊冲突前的原油富余产能接近460万桶/天，占全球原油贸易量（冲突前）的10.65%。

图29：OPEC+国家原油产量

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)
(million barrels per day)

	Feb 2026 Supply	Mar 2026 Supply	m-o-m change	Mar 2026 vs Target	Mar 2026 Implied Target[1]	Sustainable Capacity[2]	Eff Spare Cap vs March[3]
Algeria	0.98	0.96	-0.01	-0.01	0.97	1.0	0.0
Congo	0.30	0.27	-0.03	-0.01	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.07	0.06	-0.01	-0.01	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.20	0.19	-0.01	0.01	0.18	0.2	0.0
Iraq	4.57	1.57	-2.99	-2.59	4.16	4.9	n/a
Kuwait	2.54	1.19	-1.35	-1.39	2.58	2.9	n/a
Nigeria	1.31	1.35	0.04	-0.15	1.50	1.4	0.1
Saudi Arabia	10.40	7.25	-3.15	-2.85	10.10	12.1	n/a
UAE	3.64	2.37	-1.26	-1.02	3.39	4.3	n/a
Total OPEC-9	**23.99**	**15.22**	**-8.77**	**-8.01**	**23.23**	**27.1**	**0.1**
Iran[4]	3.69	3.63	-0.05			3.8	
Libya[4]	1.28	1.23	-0.05			1.3	0.0
Venezuela[4]	0.86	0.98	0.12			1.0	0.0
Total OPEC	**29.82**	**21.07**	**-8.76**			**33.2**	**0.2**
Azerbaijan	0.47	0.47	-0.01	-0.09	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.43	1.88	0.45	0.93	0.95	1.8	0.0
Mexico[5]	1.40	1.39	-0.01			1.5	0.1
Oman	0.80	0.84	0.04	0.04	0.80	0.8	n/a
Russia	8.67	8.96	0.29	-0.61	9.57	9.4	
Others[6]	0.78	0.63	-0.15	-0.24	0.87	0.9	n/a
Total Non-OPEC	**13.55**	**14.17**	**0.62**	**0.03**	**12.75**	**14.8**	**0.1**
OPEC+ 18 in Nov 2022 deal[5]	**36.14**	**28.00**	**-8.14**	**-7.98**	**35.98**	**40.4**	**0.1**
Total OPEC+	**43.37**	**35.24**	**-8.13**			**48.0**	**0.3**

资料来源：IEA，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

伊朗制裁取消，VLCC将再无黑市

委内原油合规化，增加合规原油3.2%吨海里需求

- 委内2025年原油出口77万桶/天，占全球原油贸易量约1.8%。2025年VLCC运输量约50万桶日，占VLCC运输比重约2.4%；考虑到委内-远东运输距离更长，吨海里占比约 4.1%。
- 海峡封锁期间，委内原油出口一度达到110万桶日，短期内出口提速明显。其中销往印度和其他亚洲国家的原油数量增加，贡献了合规市场VLCC需求增量。
- **4-6月委内原油VLCC出口吨海里占当期比重4.7%，占冲突前（2025年水平）比重3.5%。委内对全球VLCC的吨海里贡献超之前的预期。**

图30：委内原油产量及出口（千桶/天）

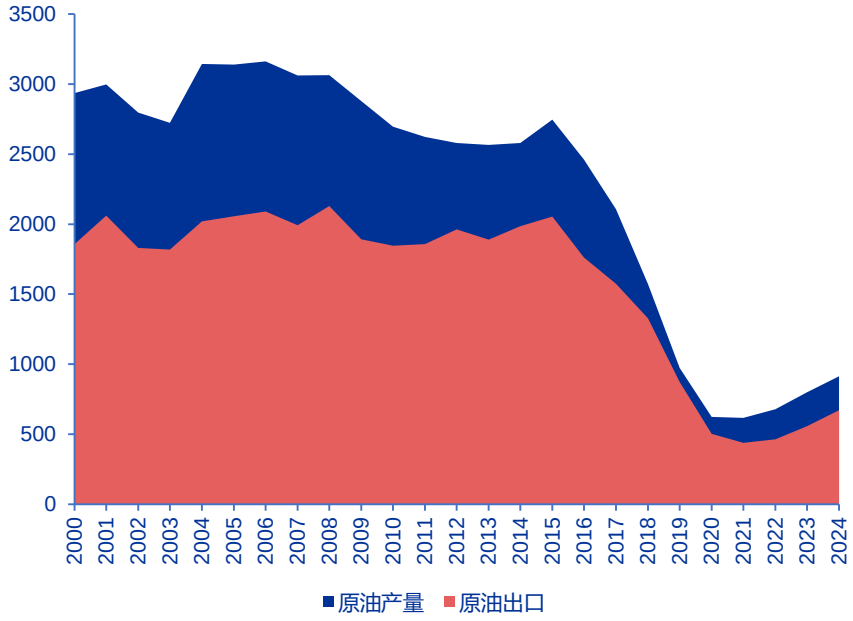
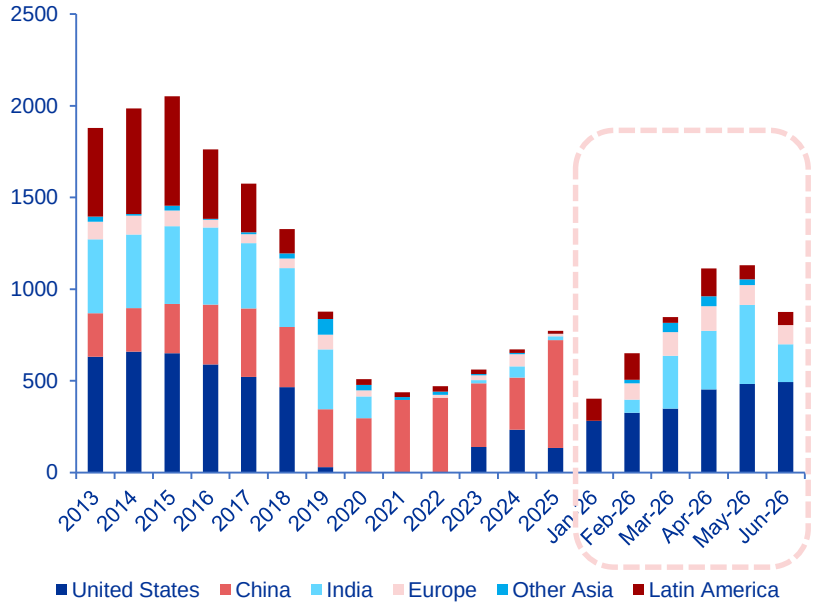


图31：委内原油出口结构（千桶/天）



资料来源： Kpler，BP，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

伊朗制裁取消，VLCC将再无黑市

60天内对伊朗石油及相关服务豁免，若谈判顺利或直接取消伊朗制裁

- 伊朗2025年原油出口167万桶/天，占全球原油贸易量约3.8%。2025年VLCC运输量约145万桶日，占VLCC运输比重约7.1%；吨海里占比约 4.2%。
- 伊朗的油井状态相对活跃，或是制裁取消，产能恢复能力或强于委内，最高历史出口曾达到250万桶日左右。
- **美伊冲突期间，伊朗出货量一度继续攀升至220万桶日；但在伊朗遭遇美国在海峡外拦截后出货量明显回落，即使美国已停止对伊朗石油的拦截，但伊朗目前的装货量仍未回到之前水平，最近两周出后量仅90-100万桶日左右。**
- 假设制裁取消，伊朗原油出口运距变化不大，仍按2025年贸易量计算，则VLCC原油贸易量预计增加合规市场7.9%，**吨海里增加4.7%。**

图32：伊朗原油产量及出口（千桶/天）

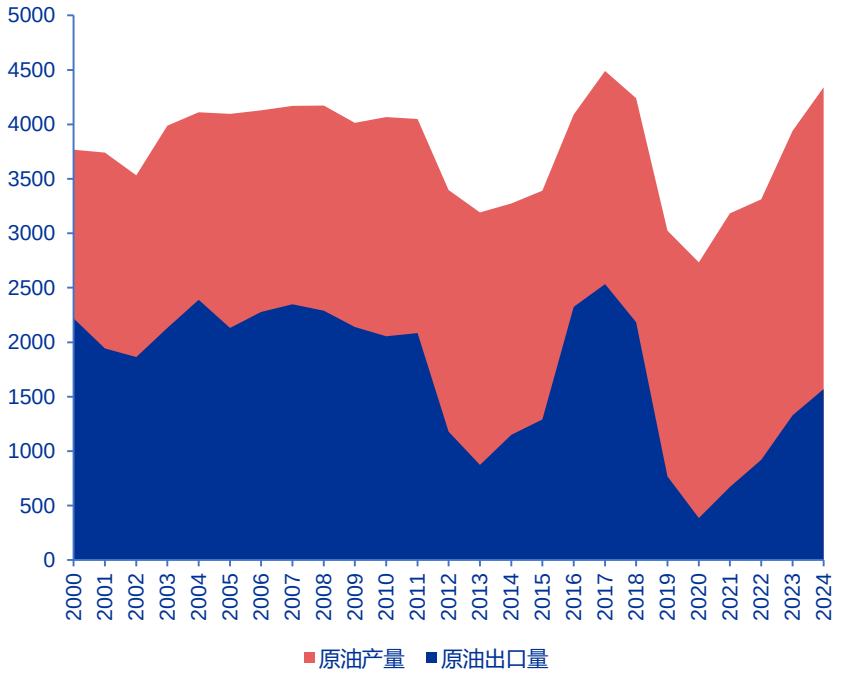
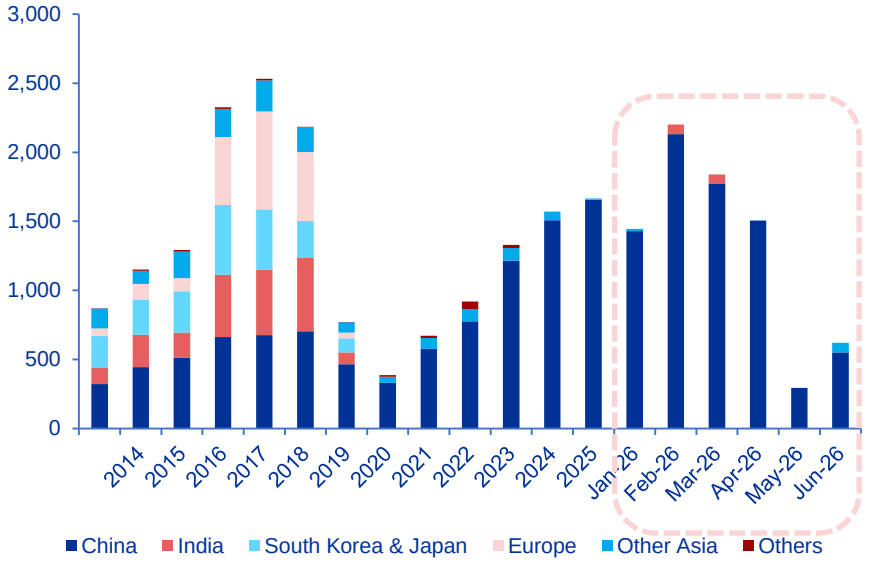


图33：伊朗原油出口结构（千桶/天）



资料来源： Kpler，BP，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 海峡解封后船舶如何调度?
2. 海峡解封后需求恢复如何?
3. 海外油运标的1季报总结
4. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

前线海运(FRO.N)：船价高位灵活处置运力，船队结构优化

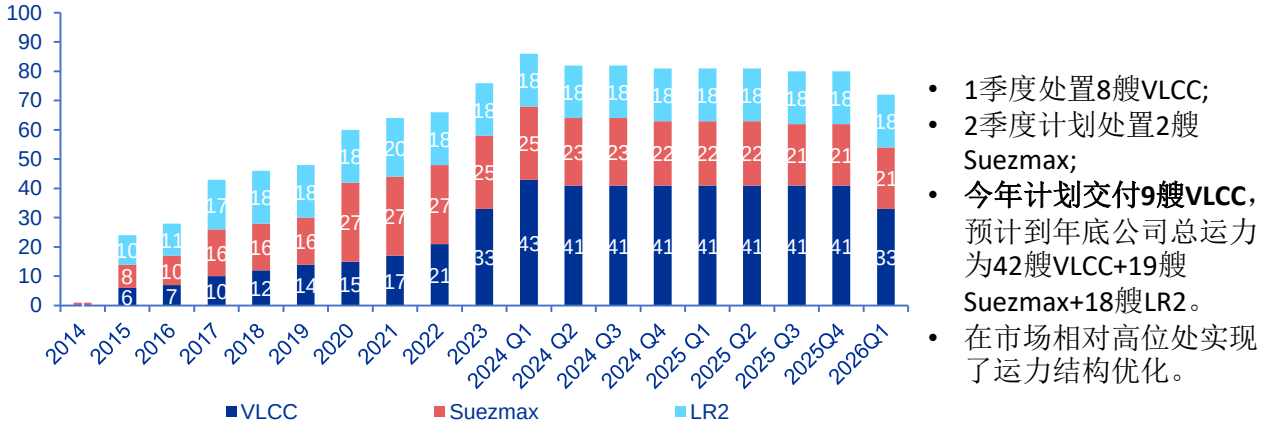
1季度业绩点评：

- 净利润5.59亿美元，创下公司2004年4季度以来最强劲单季度业绩。维持调整后利润100%分红政策。
- 1季度处置 8 艘VLCC，带来 4.77 亿美元的净现金回笼和 2.11 亿美元的处置收益 。此外，公司在 4 月份同意出售 2 艘最老的Suezmax油轮，总价 1.40 亿美元，预计将在2季度带来约 1.06 亿美元的净现金回笼以及约 5,500 万美元的出售收益 。

表2：FRO 2026年1季度业绩

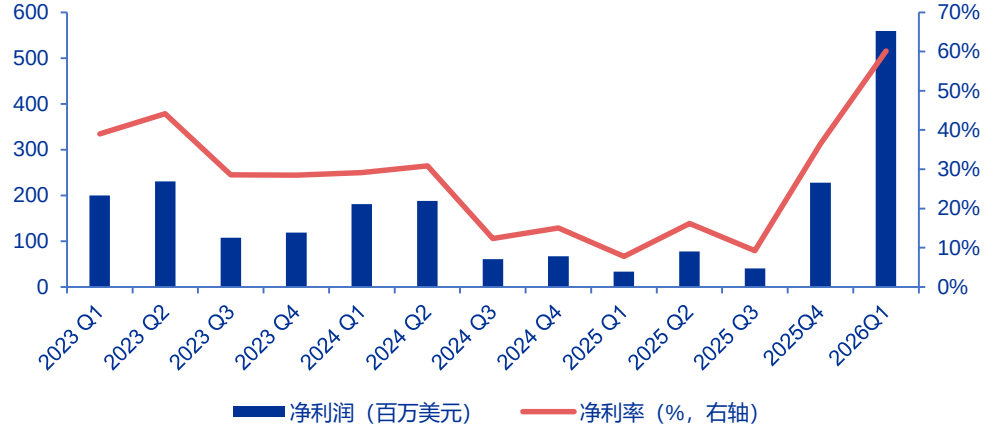
百万美元	2026Q1	q-o-q	y-o-y	2025Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	929	49%	117%	625	439	480	428	443	490	608	621	415	377	522	512
营业收入	714	14%	67%	625	433	480	428	426	490	556	578	415	377	513	497
非经常损益	215			0	6	0	0	18	0	51	43		0	9	14
营业成本	344	-1%	3%	347	343	348	335	314	346	352	370	277	263	269	271
航程成本	181	-9%	0%	198	182	195	180	173	195	198	207	158	145	157	159
船舶运营费用	62	11%	2%	56	63	60	60	55	59	58	60	45	44	44	44
管理费用	26	132%	94%	11	15	12	13	2	7	13	15	14	15	12	13
折旧	76	-8%	-6%	82	83	82	81	83	84	84	88	60	58	57	56
营业利润	585	111%	528%	278	96	132	93	130	145	256	251	138	115	253	241
毛利率	63%	18%	41%	44%	22%	27%	22%	29%	30%	42%	40%	33%	30%	48%	47%
调整后EBITDA	458	27%	160%	359	179	216	176	187	229	288	297	198	173	301	284
净利润	559	145%	1580%	228	40	78	33	67	60	188	181	118	108	231	200
EPS	2.51	146%	1573%	1.02	0.18	0.35	0.15	0.30	0.27	0.84	0.81	0.53	0.48	1.04	0.9

图34：FRO自营船队发展历程（艘）



- 1季度处置8艘VLCC;
- 2季度计划处置2艘Suezmax;
- **今年计划交付9艘VLCC**，预计到年底公司总运力为42艘VLCC+19艘Suezmax+18艘LR2。
- 在市场相对高位处实现了运力结构优化。

图35：FRO净利润及净利率显著提升



下载日志已记录，仅供内部参考

前线海运(FRO.N)：负债减少后船舶盈亏线明显下降，利润双向改善

船队经营点评：

- 公司船队即期运价表现较市场平均水平看，**1季度VLCC表现略低于市场水平。**
- 1季度公司共计7艘1年期期租租出，平均租金水平76900美元/天；除此之外，公司计划于4月和5月新交付的运力也锁了110000美元/天的1年期期租。
- 公司VLCC盈亏线明显改善，主要因债务结构优化。1季度VLCC盈亏线已降至24300美元/天。

表3：FRO 2026年1季度运营数据

百万美元	2026Q1	q-o-q	y-o-y	2025Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
TCE收入	537	26%	123%	425	248	283	241	249	292	358	370	251	229	352	337
TC TCE收入	27	129%	27%	12	14	15	21	22	21	17	14	14	14	11	6
VLCC	16	254%	258%	5	5	5	5	5	3	0	0	0	0	0	0
Suezmax	6	37%	87%	4	3	3	3	3	3	3	0	0	0	0	0
LR2	5	63%	-65%	3	5	7	14	14	14	14	14	14	14	11	6
SPOT TCE收入	510	23%	132%	413	235	268	220	228	272	341	356	237	215	341	332
VLCC	305	15%	129%	264	122	155	133	131	145	182	185	85	86	126	100
Suezmax	130	31%	121%	99	67	72	59	64	81	91	102	97	86	145	153
LR2	75	51%	169%	49	46	42	28	34	46	67	69	55	43	70	79
SPOT运营天数（days）															
VLCC	2947	-17%	-18%	3566	3563	3586	3582	3635	3651	3673	3854	2159	2014	1971	1909
Suezmax	1794	-2%	-5%	1837	1901	1854	1883	1912	2023	2005	2218	2130	2282	2344	2384
LR2	1471	0%	18%	1477	1458	1420	1244	1285	1282	1267	1268	1285	1283	1328	1398
SPOT TCE（$/day）															
VLCC	**103500**	**39%**	**178%**	**74200**	**34300**	**43100**	**37200**	**35900**	**39600**	**49600**	**48100**	**39200**	**42500**	**64000**	**52500**
Suezmax	**72400**	**35%**	**132%**	**53800**	**35100**	**38900**	**31200**	**33300**	**39900**	**45600**	**45800**	**45700**	**37600**	**61700**	**64000**
LR2	**50700**	**51%**	**127%**	**33500**	**31400**	**29300**	**22300**	**26100**	**36000**	**53100**	**54300**	**42900**	**33900**	**52900**	**56300**
Clarksons TCE（$/day）															
VLCC	111492	-14%	22%	95501	37107	43100	33607	35832	30317	48769	50856	42451	43261	64337	50878
Suezmax	120746	2%	23%	74067	48837	47919	39577	42878	39832	51588	58420	51688	37994	65521	72732
LR2	56933	9%	0%	32500	34592	31667	27400	23595	34673	60267	56719	35682	30155	44496	53764
FRO/Market Avg.															
VLCC	**-7%**			**-22%**	**-8%**	**0%**	**11%**	**0%**	**31%**	**2%**	**-5%**	**-8%**	**-2%**	**-1%**	**3%**
Suezmax	**-40%**			**-27%**	**-28%**	**-19%**	**-21%**	**-22%**	**0%**	**-12%**	**-22%**	**-12%**	**-1%**	**-6%**	**-12%**
LR	**-%**			**%**	**-%**	**-%**	**-%**	**%**	**%**	**-%**	**-%**	**%**	**%**	**%**	**%**

图36：FRO即期TCE 水平（美元/天）

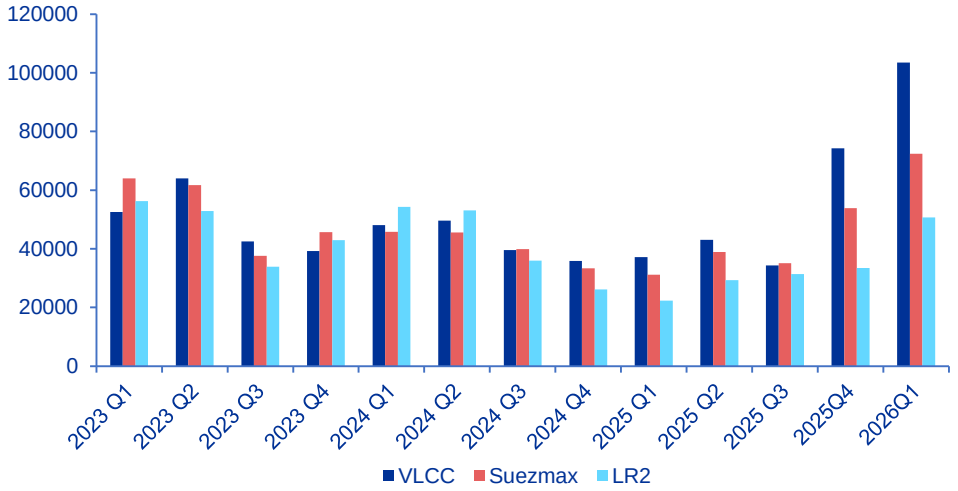
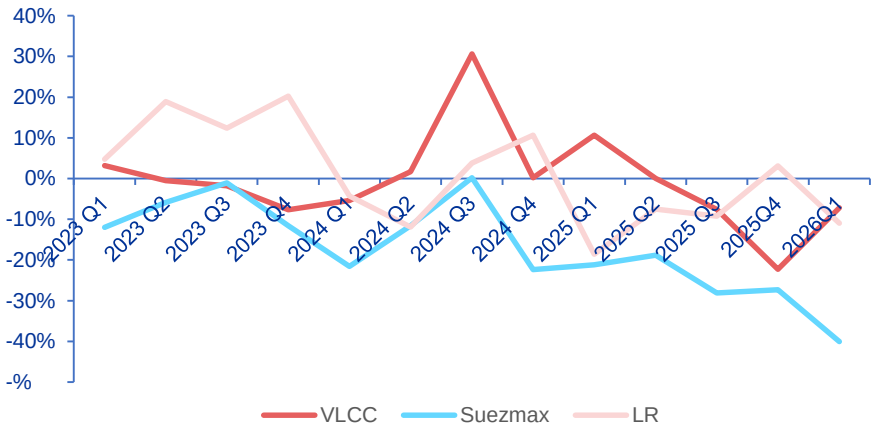


图37： 公司TCE vs 市场平均TCE （%）



下载日志已记录，仅供内部参考

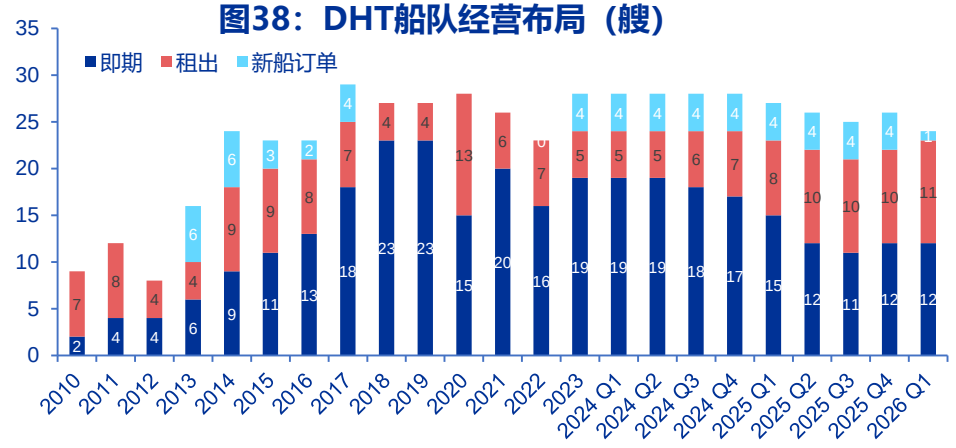
DHT控股(DHT.N)：纯VLCC标的，业绩稳定&高分红

1季度业绩点评：营收和净利润同环比受到市场运价的抬升而显著增长，维持100%常规净利润分红派息政策。公司1季度完成了两艘VLCC资产处置的交付，实现6000万美元的处置收益。另外，公司已签订另一艘VLCC出售，计划于6/7月交付，将获得3420万美元的账面收益。

表4：DHT 2026年1季度业绩

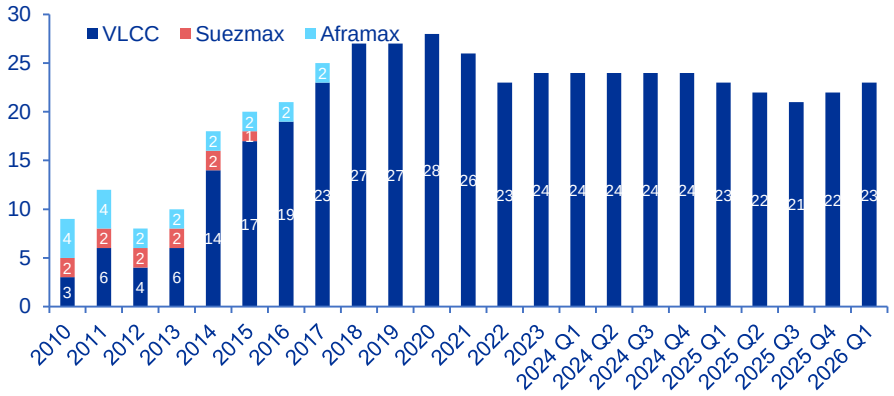
百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**186**	***29%***	***57%***	**144**	**107**	**128**	**119**	**131**	**142**	**151**	**147**	**143**	**132**	**153**	**133**
营业收入	186	***29%***	***58%***	144	107	128	118	131	141	150	146	142	130	152	131
非经常损益	0.2	***-18%***	***-53%***	0.2	0.2	0.4	0.4	0.6	1.0	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
营业成本	**19**	***-75%***	***-73%***	**76**	**60**	**68**	**70**	**98**	**100**	**99**	**92**	**99**	**92**	**90**	**86**
航程成本	29	***12%***	***-25%***	26	28	35	39	45	48	46	40	48	41	39	38
船舶运营费用	19	***12%***	***7%***	17	18	20	18	20	19	20	19	19	19	20	18
折旧摊销	26	***-5%***	***-6%***	27	26	26	27	28	28	28	28	28	28	26	26
管理费用	5	***-12%***	***-11%***	6	4	5	6	6	4	5	5	4	4	5	5
出售船舶所得	-60				-16	-17	-20								
其他收入					-1										
营业利润	**168**	***145%***	***243%***	**68**	**47**	**60**	**49**	**61**	**42**	**52**	**55**	**44**	**39**	**63**	**46**
毛利率	90%	***43%***	***49%***	47%	44%	47%	41%	46%	30%	34%	38%	31%	30%	41%	35%
调整后EBITDA	**133**	***40%***	***136%***	**95**	**58**	**69**	**56**	**61**	**70**	**80**	**84**	**73**	**67**	**90**	**72**
归母净利润	**165**	***149%***	***273%***	**66**	**45**	**56**	**44**	**55**	**35**	**44**	**47**	**35**	**31**	**57**	**38**
EPS	**1.02**	***149%***	***278%***	**0.41**	**0.28**	**0.35**	**0.27**	**0.34**	**0.22**	**0.27**	**0.29**	**0.22**	**0.19**	**0.35**	**0.23**

图38：DHT船队经营布局（艘）



- 1季度和2季度预计连续交付3艘出售的VLCC船。
- 1季度新接3艘新造VLCC船，目前仍余1艘手持订单。可见公司新造船主要用于船队更替，扩张相对谨慎。

图39：DHT自营船队发展历程（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

DHT控股(DHT.N)：现货敞口持续走低

船队经营点评：公司2024年以来现货敞口越来越低，反映了公司更为谨慎保守的期租业务倾向。业绩稳定性增加，但将丧失一定弹性。
1季度57%的现货敞口中实现TCE 91700美元/天，较市场均值低18%。2季度公司再增加2艘期租，租金109000美元/天，即期市场比例或进一步降低。

表5：DHT 2026年1季度运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
TCE收入	157	33%	98%	118	79	93	79	86	93	104	107	95	89	113	94
TC TCE收入	52	16%	100%	45	38	34	26	24	22	17	17	16	17	21	18
SPOT TCE收入	105	44%	97%	73	41	59	53	62	71	87	89	78	72	91	76
运营天数（days）	1994	2%	-4%	1956	1951	2003	2077	2206	2184	2114	2091	2207	2096	2006	1913
运营效率（%）	96%	0%	-8%	97%	101%	100%	105%	100%	99%	97%	96%	100%	95%	96%	92%
SPOT比例（%）	57%	7%	-19%	54%	55%	60%	71%	73%	75%	79%	79%	81%	77%	70%	73%
TC TCE（$/day）	61300	24%	44%	49400	42800	42800	42700	40500	38800	36400	39500	39600	35500	36200	35000
SPOT TCE（$/day）	91700	32%	153%	69500	38700	48700	36300	38200	43700	52700	54000	43600	44700	64800	54600
Clarksons TCE（$/day）	111492	17%	232%	95501	37107	43100	33607	35832	30317	48769	50856	42451	43261	64337	50878
DHT/Market Avg.	-18%			-27%	4%	13%	8%	7%	44%	8%	6%	3%	3%	1%	7%

图40：DHT即期TCE vs 市场平均水平（美元/天）

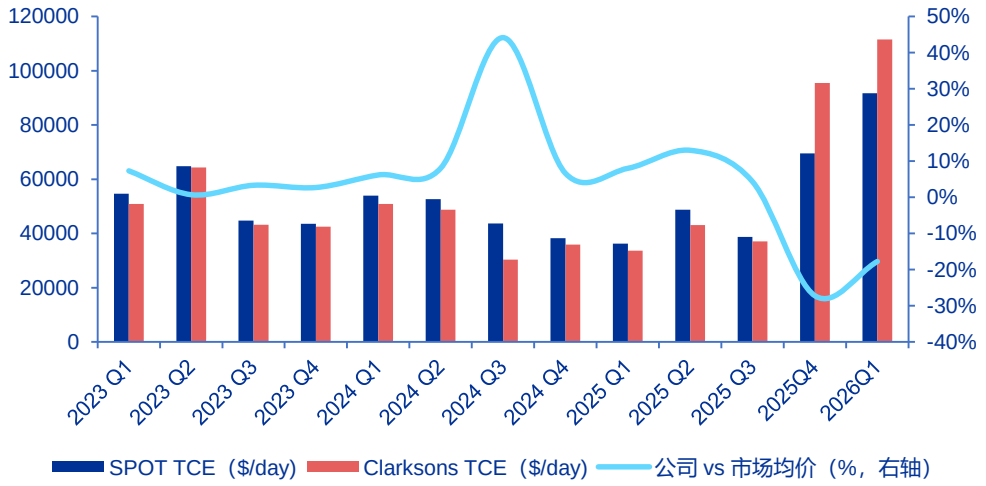
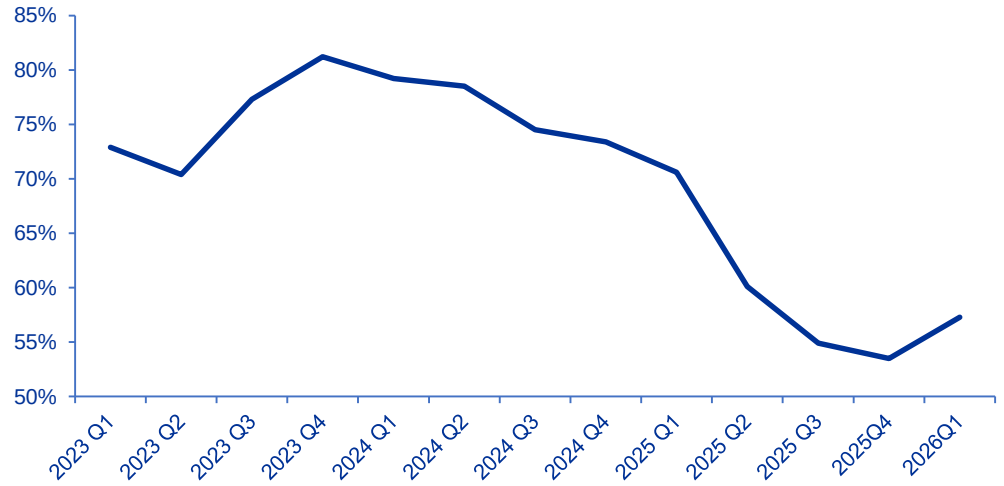


图41：现货敞口比例（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

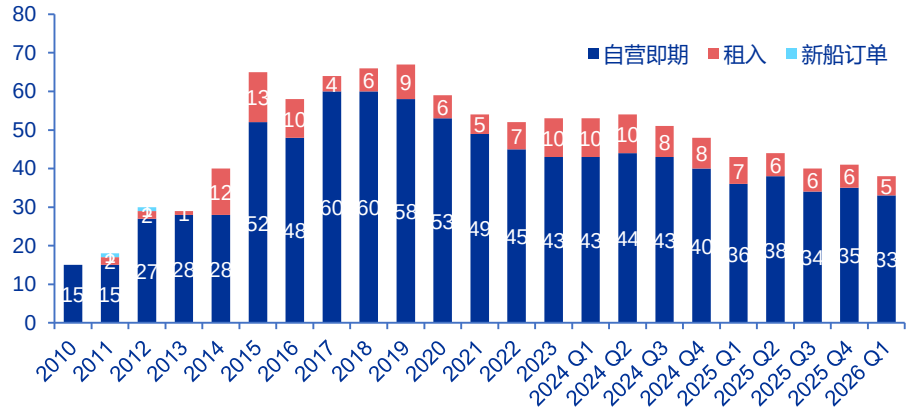
Teekay Tankers(TNK.N)：聚焦于中小型原油轮市场，运力规模下降

1季度业绩点评：营收和净利润跌幅快于市场运价跌幅，3季度公司即期船队运价表现不及期租船运价，虽然Aframax/LR2的即期运价接近市场平均水平，但Suzemax船队运价较市场中枢的折价扩大。

表6：TNK 2026年1季度业绩

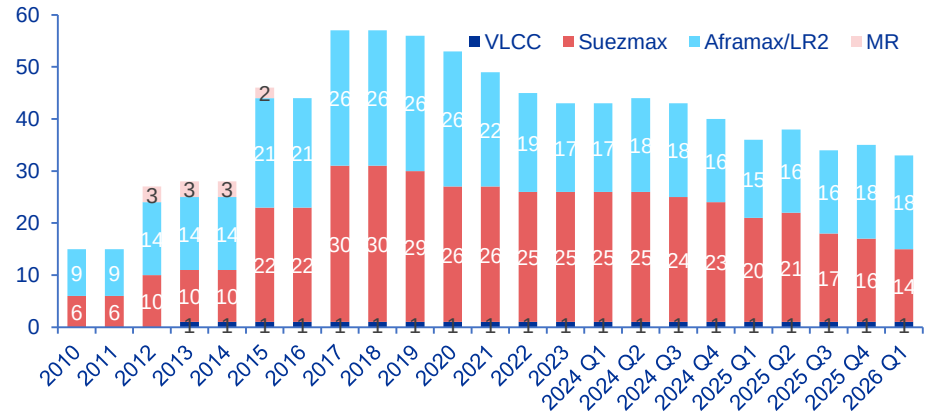
百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**286**	***11%***	***24%***	**258**	**229**	**233**	**232**	**258**	**274**	**297**	**338**	**313**	**286**	**371**	**395**
即期收入	231	***7%***	***20%***	217	189	187	193	218	232	288	329	302	275	360	385
期租收入	14	***31%***	***118%***	10	2	5	6	8	8	5	5	8	8	8	7
其他	41	***33%***	***26%***	31	38	42	33	32	35	4	4	3	3	3	3
营业成本	**138**	***-6%***	***-12%***	**148**	**160**	**178**	**157**	**186**	**219**	**194**	**199**	**200**	**204**	**211**	**213**
航程成本	58	***-17%***	***-34%***	69	83	79	87	95	94	100	117	119	113	118	124
船舶运营费用	61	***5%***	***0%***	58	61	60	61	66	67	38	37	37	36	38	38
期租租金费用	10	***1%***	***-33%***	10	10	12	14	17	18	20	20	20	19	19	13
折旧摊销	22	***3%***	***-5%***	22	21	21	23	24	23	22	23	25	25	24	24
管理费用	10	***-7%***	***7%***	11	11	15	10	10	10	14	14	11	11	12	12
船舶处置收入	-23	***4%***	***-41%***	-22	-26	-14	-38	-26			-12	-10			
船舶改造费用						6			6						1
营业利润	**148**	***34%***	***98%***	**110**	**69**	**55**	**74**	**73**	**56**	**102**	**139**	**113**	**82**	**160**	**182**
毛利率	52%	***9%***	***19%***	43%	30%	24%	32%	28%	20%	34%	41%	36%	29%	43%	46%
调整后EBITDA	**141**	***29%***	***138%***	**110**	**64**	**62**	**59**	**70**	**76**	**124**	**151**	**127**	**106**	**185**	**206**
净利润	**158**	***31%***	***107%***	**120**	**92**	**63**	**76**	**81**	**62**	**107**	**145**	**112**	**81**	**151**	**169**
基本EPS	**4.42**	***27%***	***101%***	**3.47**	**2.66**	**1.81**	**2.2**	**2.36**	**1.7**	**3.11**	**4.23**	**3.27**	**2.38**	**4.43**	**4.97**

图42：TNK船队经营布局（艘）



- 1季度公司购入3艘10年船龄左右的Afranax（其中1艘光租回给卖方，另外两艘将于2/3季度交付。此外，公司购入2艘Suezmax的转售新造船，将于2027年交付。
- 1季度公司出售2艘Suezmax，获得2270万美元处置收益。月/月将分别出售艘Suezmax和1艘VLCC。

图43：TNK自营船队发展历程（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

Teekay Tankers(TNK.N)：船队老龄化严重，估值折价

船队经营点评：公司船队老龄化问题进一步拖累TCE表现，1-2季度公司有增加期租比例的迹象，但即期敞口比例仍然高位。

表7：TNK 2026年1季度运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
TCE收入	**176**	***17%***	***61%***	**151**	**110**	**113**	**109**	**129**	**147**	**193**	**217**	**189**	**169**	**247**	**265**
TC TCE收入	**11**	***37%***	***147%***	**8**	**0**	**3**	**4**	**6**	**8**	**5**	**5**	**8**	**8**	**8**	**7**
Suezmax	6	***45%***		4	0	0	0	2	3	3	3	3	3	3	3
Aframax/LR2	5	***30%***	***21%***	4	0	3	4	4	5	1	2	4	4	4	3
VLCC					0										
SPOT TCE收入	**165**	***16%***	***58%***	**143**	**110**	**110**	**105**	**123**	**139**	**188**	**212**	**181**	**161**	**240**	**258**
Suezmax	84	***5%***	***46%***	80	59	60	57	64	65	97	106	80	79	131	126
Aframax/LR2	81	***29%***	***71%***	63	50	50	47	59	74	91	105	101	83	109	133
VLCC															
TC运营天数（days）															
Suezmax	125	***36%***		92	0	0	0	47	92	91	91	92	92	91	90
Aframax/LR2	164	***27%***	***82%***	129	0	51	90	89	92	30	32	92	92	91	107
VLCC				0	0										
SPOT运营天数（days）															
Suezmax	1354	***-9%***	***-37%***	1494	1780	1822	2148	2265	2103	2163	2248	2153	2251	2269	2247
Aframax/LR2	1349	***-6%***	***-20%***	1437	1628	1577	1694	1937	2058	2082	2157	2276	2256	2177	1971
VLCC	89	***-3%***		92	41										
SPOT比例（%）															
Suezmax	94%	***0%***	***-6%***	94%	100%	100%	100%	100%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Aframax/LR2	88%	***-6%***	***-7%***	94%	100%	94%	95%	95%	96%	100%	96%	96%	96%	96%	91%
VLCC	100%			100%	100%										
TC TCE（$/day）															
Suezmax	44755	***7%***		41969	0	0	0	37513	37513	37513	37512	37513	37513	37513	37513
Aframax/LR2	32507	***2%***	***-34%***	31852	0	49134	49149	49104	49123	49124	47337	47288	47288	47288	32418
VLCC				0	0										
SPOT TCE（$/day）															
Suezmax	**62124**	***16%***	***132%***	**53505**	**33404**	**33089**	**26765**	**28386**	**31024**	**44898**	**47349**	**37041**	**34954**	**57566**	**55891**
Aframax/LR2	**59934**	***37%***	***115%***	**43634**	**30861**	**31547**	**27846**	**30488**	**35876**	**43590**	**48754**	**44545**	**36579**	**50100**	**67346**
VLCC	**87974**	***17%***		**75244**	**33265**										
Clarksons TCE（$/day）															
Suezmax	120746	***2%***	***23%***	74067	48837	47919	39577	42878	39832	51588	58420	51688	37994	65521	72732
Aframax/LR2	56933	***9%***	***0%***	32500	34592	31667	27400	23595	34673	60267	56719	35682	30155	44496	53764
VLCC	111492	***-14%***	***22%***	95501	37107	43100	33607	35832	30317	48769	50856	42451	43261	64337	50878
TNK/Market Avg.															
Suezmax	**-%**			**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**	**-%**
Aframax/LR	**%**			**%**	**-%**				**-**	**-**					
VLCC	**-21%**			**-21%**	**-10%**										

图44：TNK即期TCE vs 市场平均水平（美元/天）

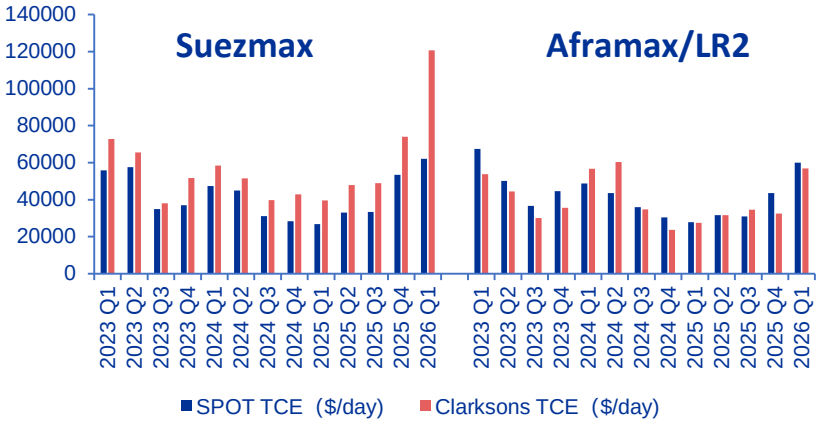
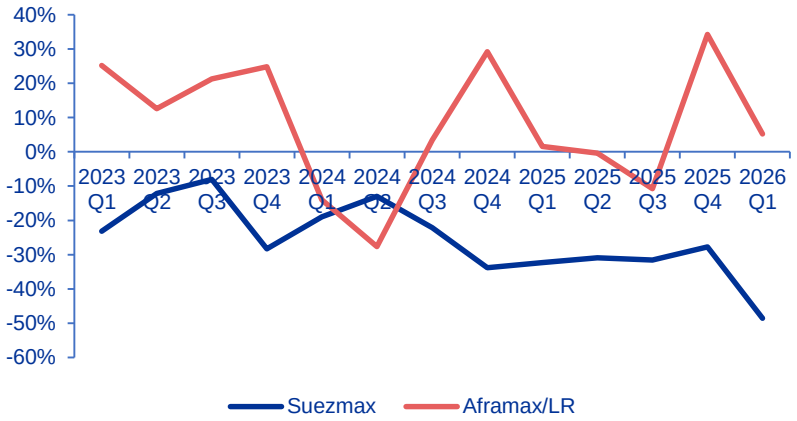


图45：TNK 公司现货TCE vs 市场均值（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

International Seaways (INSW.N)：运营池为主的运营模式

1季度业绩点评：LR1和MR的经营能力依然非常显著。原油轮业务贡献的营收稳步抬升，此外，1季度资产处置收益增加也是净利润增速较快的核心原因。
公司船队：1季度出售7艘老旧船舶（2艘VLCC和5艘MR油轮；目前已接收2艘LR1新造船舶，3季度接收剩余2艘。公司新推出Suezmax运营池。

表8：INSW 2026年1季度业绩

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**325**	*22%*	*77%*	**268**	**196**	**196**	**183**	**195**	**225**	**257**	**274**	**251**	**242**	**292**	**287**
运营池收入	248	*19%*	*81%*	209	146	149	138	145	170	208	226	204	194	248	260
期租收入	61	*33%*	*70%*	46	39.0	36.7	35.9	38.1	36.8	31.1	31.0	29.7	27.6	26.1	13.2
航次期租收入	16	*27%*	*61%*	13	11	10	10	11	18	19	17	17	20	19	14
原油	**191**	*27%*	*118%*	**151**	**96**	**104**	**88**	**96**	**103**	**125**	**127**	**125**	**114**	**152**	**132**
运营池收入	133	*16%*	*113%*	115	68	77	62	67	68	89	90	91	81	120	109
期租收入	45	*58%*	*176%*	29	19	17	16	18	19	20	21	20	19	19	10
租赁程租船收入	6	*9777%*	*1991%*	0	0	0	0	0	3	1	1	3	2	1	2
服务收入	7	*-11%*	*-23%*	8	9	10	9	10	14	15	15	11	13	12	12
成品油	**134**	*15%*	*40%*	**117**	**100**	**92**	**95**	**99**	**122**	**132**	**148**	**126**	**127**	**140**	**155**
运营池收入	116	*22%*	*54%*	95	78	72	75	78	102	118	136	113	114	128	151
期租收入	16	*-9%*	*-19%*	17	20	20	19	20	18	11	10	9	8	8	3
租赁程租船收入	3	*-44%*	*376%*	5	2	0	1	1	1	2	1	3	5	5	0
服务收入															
营业成本	**39**	*-70%*	*-69%*	**130**	**118**	**126**	**124**	**150**	**124**	**103**	**120**	**102**	**129**	**124**	**102**
航程成本	8	*4%*	*63%*	8	4	7	5	4	6	6	3	3	6	4	4
船舶运营费用	61	*-7%*	*-9%*	66	66	67	67	73	71	68	63	71	65	65	59
期租租金费用	8	*5%*	*-16%*	7	7	10	9	9	7	7	7	9	11	11	9
折旧摊销	41	*-2%*	*2%*	41	41	41	40	39	39	37	34	34	33	32	30
管理费用	9	*-28%*	*-30%*	13	12	12	13	15	13	12	12	12	12	12	11
其他费用	0	*-92%*	*45%*	2	2	0	0	0	1	2	0	-1	1	0	0
船舶处置收入	-88	*1056%*	*780%*	-8	-14	-11	-10	9	-13	-28	0	-25	0	0	-11
营业利润	**287**	*107%*	*384%*	**138**	**79**	**69**	**59**	**45**	**101**	**155**	**154**	**149**	**113**	**169**	**185**
毛利率	88%	*36%*	*56%*	52%	40%	35%	32%	23%	45%	60%	56%	73%	47%	58%	65%
调整后EBITDA	**244**	*39%*	*169%*	**175**	**108**	**102**	**91**	**95**	**130**	**167**	**191**	**159**	**151**	**205**	**209**
净利润	**286**	*124%*	*477%*	**128**	**71**	**62**	**50**	**36**	**92**	**145**	**144**	**132**	**98**	**154**	**169**
摊薄EPS	**5.75**	*125%*	*475%*	**2.56**	**1.42**	**1.25**	**1**	**0.72**	**1.84**	**2.91**	**2.92**	**2.68**	**1.99**	**3.11**	**3.47**

图46：INSW自营船队发展历程（艘）

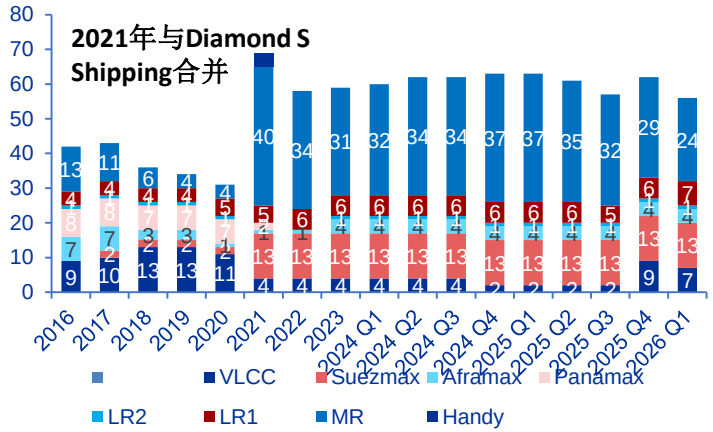
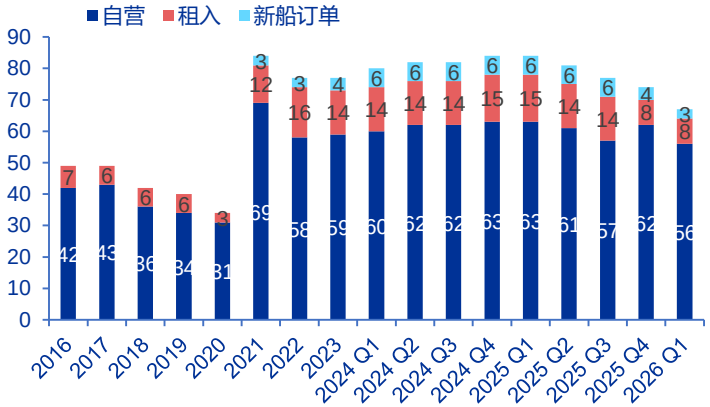


图47：INSW经营船队构成（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

International Seaways (INSW.N)：成品油轮的经营优于原油轮

表9：INSW 2026年1季度原油轮运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
TCE收入	317	28%	82%	248	183	182	174	186	211	241	262	240	227	281	278
原油 TCE收入	185	36%	135%	135	84	90	78	86	87	109	113	115	102	139	120
VLCC	94	59%	191%	59	33	36	32	38	35	49	50	47	46	54	42
Suezmax	73	22%	104%	60	40	43	36	35	44	51	50	53	45	66	62
Aframax	17	8%	66%	16	11	12	10	12	8	9	13	15	11	19	17
SPOT比例（%）															
VLCC	80%	20%	14%	67%	70%	70%	70%	75%	77%	75%	75%	75%	69%	67%	80%
Suezmax	85%	0%	-8%	85%	92%	92%	92%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	92%
Aframax	75%	0%	0%	75%	75%	75%	75%	75%	67%	67%	67%	75%	100%	100%	100%
原油轮SPOT TCE ($/day)															
VLCC	86693	15%	159%	75566	34809	39303	33531	35572	29711	46350	44736	42991	40961	52307	46371
Suezmax	68027	29%	120%	52802	33310	36830	30911	29700	38044	45045	44666	47318	38708	61267	58191
Aframax	51379	22%	102%	42201	28457	30747	25422	31212	25119	31450	40913	43952	34046	53482	50756
Clarksons TCE（$/day）															
VLCC	111492	17%	232%	95501	37107	43100	33607	35832	30317	48769	50856	42451	43261	64337	50878
Suezmax	120746	63%	205%	74067	48837	47919	39577	42878	39832	51588	58420	51688	37994	65521	72732
Aframax	89014	56%	180%	57144	36936	43819	31807	35879	35626	50121	57877	52958	35628	69040	78557
INSW/Market Avg.															
VLCC	-22%			-21%	-6%	-9%	0%	-1%	-2%	-5%	-12%	1%	-5%	-19%	-9%
Suezmax	-44%			-29%	-32%	-23%	-22%	-31%	-4%	-13%	-24%	-8%	2%	-6%	-20%
Aframax	-42%			-26%	-23%	-30%	-20%	-13%	-29%	-37%	-29%	-17%	-4%	-23%	-35%

INSW 2026年1季度成品油轮运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
成品油 TCE收入	133	18%	39%	112	100	92	96	100	124	132	149	125	125	142	157
LR2	4	-1%	0%	4	4	4	4	4	3	3	5	4	3	2	2
LR1	36	49%	82%	24	16	23	20	27	28	27	38	26	39	50	57
MR	93	10%	29%	85	80	65	72	70	93	102	107	95	83	90	99
成品油轮SPOT比例（%）															
LR2										100%	100%	100%	100%	0%	0%
LR1	100%	0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
MR	80%	1%	-1%	79%	77%	78%	81%	77%	78%	82%	85%	88%	89%	91%	97%
成品油轮SPOT TCE ($/day)															
LR2										55485	51027	43666	32603	25594	
LR1	70664	12%	158%	62904	34578	32802	27367	37103	46899	53066	66310	46199	56295	63608	70838
MR	37224	31%	74%	28523	25556	18941	21408	21488	29006	35007	37969	31493	26563	28331	31468
Clarksons TCE（$/day）															
LR2	56933	75%	108%	32500	34592	31667	27400	23595	34673	60267	56719	35682	30155	44496	53764
LR1	42767	69%	116%	25325	26932	25350	19783	17470	27877	47489	44252	27335	25484	37190	45411
MR	30584	33%	71%	22944	22278	20243	17925	17223	24875	35513	33841	28984	25632	30129	33822
INSW/Market Avg.															
LR										-%	-%	%	%	-%	
LR	%			%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
MR	22%			24%	15%	-6%	19%	25%	17%	-1%	12%	9%	4%	-6%	-7%

图48：INSW即期运价 vs 市场运价(%)

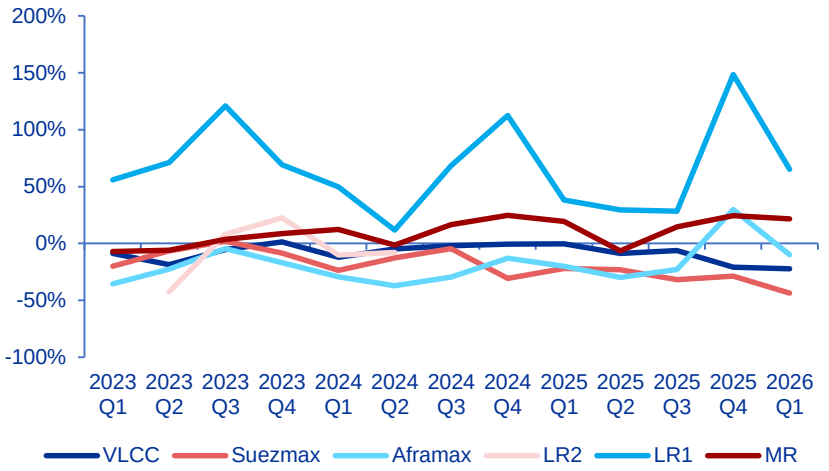
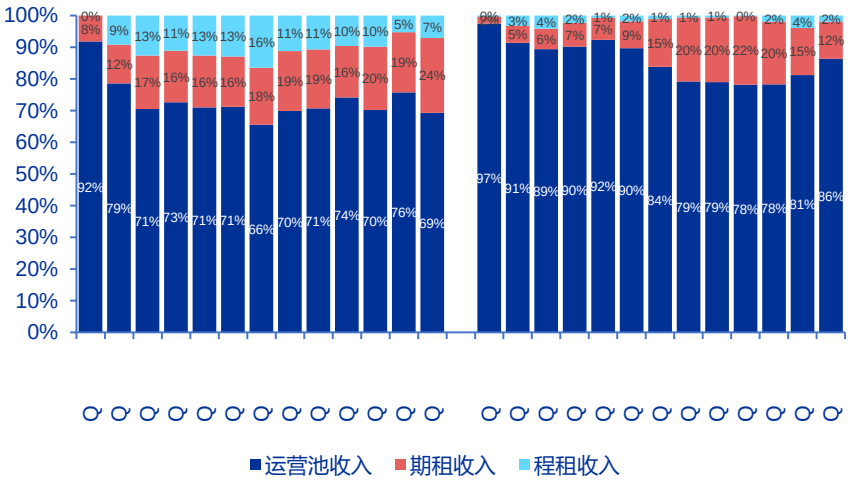


图49：INSW营业收入构成（%）



资料来源：公司公告，Clarksons，Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

Scorpio Tankers (STNG.N):船价高位置换船队

1季度业绩点评：整体船队经营稳定发挥，1-2季度的船舶出售可能贡献业绩超额。公司加大回购力度。

公司船队：公司3-5月打包出售了11艘船舶，包括4艘11-12年船龄的LR2、7艘11-12年船龄的MR，共计5亿元。公司目前手持订单10艘，可作一定的优化和补充。

表10：STNG 2026年1季度业绩

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**313**	***24%***	***46%***	**253**	**241**	**230**	**214**	**204**	**268**	**381**	**391**	**336**	**291**	**329**	**384**
TCE收入	303	***26%***	***48%***	241	233	223	204	192	258	373	390	334	289	328	377
营业成本	**93**	***-22%***	***-39%***	**120**	**159**	**151**	**154**	**109**	**97**	**127**	**146**	**175**	**150**	**159**	**153**
船舶运营成本	69	***-7%***	***-3%***	74	74	69	71	81	81	79	78	84	79	79	74
航程费用	10	***-12%***	***1%***	11	8	7	10	12	10	7	2	2	2	2	7
折旧	41	***-6%***	***-7%***	44	46	45	45	45	46	47	48	51	51	51	50
管理费用	39	***10%***	***37%***	36	30	30	29	24	30	37	30	32	25	27	22
船舶处置收入	-66	***45%***		-45				-53	-69	-43	-11	6	-7		
营业利润	**220**	***65%***	***263%***	**133**	**83**	**79**	**60**	**95**	**171**	**254**	**245**	**162**	**141**	**171**	**231**
毛利率	70%	***18%***	***42%***	53%	34%	34%	28%	46%	64%	67%	63%	48%	49%	52%	60%
调整后EBITDA	**214**	***41%***	***73%***	**152**	**128**	**145**	**124**	**105**	**166**	**278**	**293**	**238**	**200**	**235**	**286**
净利润	**216**	***69%***	***667%***	**128**	**84**	**74**	**28**	**69**	**159**	**227**	**214**	**121**	**100**	**132**	**193**
摊薄EPS	**4.32**	***67%***	***254%***	**2.59**	**1.73**	**1.53**	**1.22**	**1.43**	**3.16**	**4.34**	**4.11**	**2.34**	**1.93**	**2.4**	**3.27**

图50：STNG自营船队发展历程（艘）

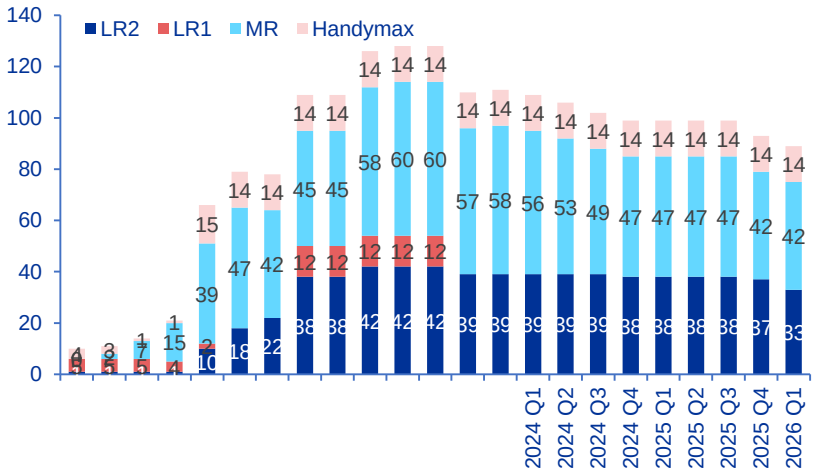
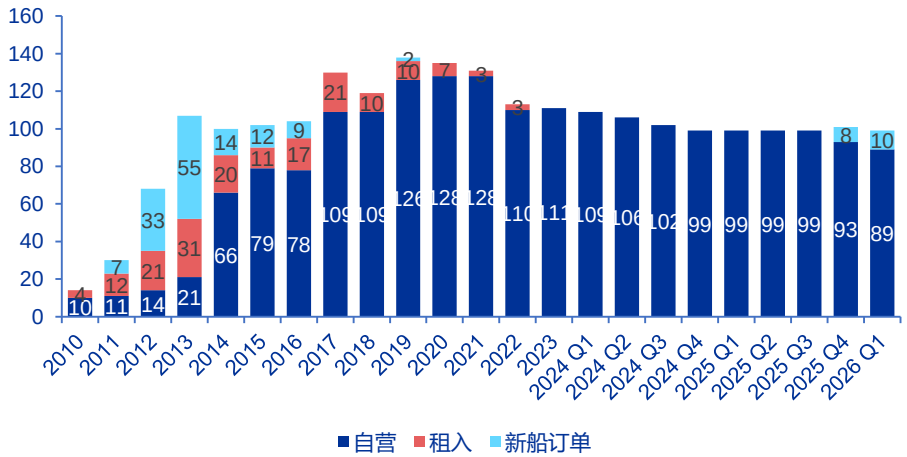


图51：STNG船队经营布局（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

Scorpio Tankers (STNG.N)：LR/MR稳定发挥，Hmx运营水平提升

表11：STNG 2026年1季度运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
TCE收入	303	26%	48%	241	233	223	204	192	258	373	390	334	289	328	377
有效船舶数量（艘）	96.5	0%	-3%	96.5	99	99	99	100.9	104.8	108.7	110.9	111.5	112.1	113	113
LR2	35	-7%	-8%	37.7	38	38	38	38.4	39	39	39	39	39	39	39
MR	42	-6%	-11%	44.8	47	47	47	48.5	51.8	55.7	57.9	58.5	59.1	60	60
Handymax	14	0%	0%	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
运营天数（days）	8038	-7%	-6%	8602	8880	8712	8519	8743	9064	9622	9828	10139	10214	10187	10058
船队运营效率（%）	91%	-7%	-3%	97%	97%	96%	94%	94%	94%	97%	97%	99%	99%	99%	99%
Fleet TCE ($/day)	37697	34%	57%	28066	26231	25569	23971	21978	28488	38813	39660	32949	28313	32154	37500
LR2	44551	31%	47%	33894	31482	32674	30392	27006	36288	47156	50663	36546	29856	39526	43292
MR	32958	35%	58%	24462	23962	20681	20847	19753	24823	35600	33934	31195	28587	28586	33517
Handymax	34822	45%	91%	23963	19784	22595	18240	15487	19605	28011	32427	30427	22875	26784	38349
Spot/Pool TCE ($/day)															
LR2	50830	48%	69%	34364	31481	33185	30137	25594	38011	52807	57250	38431	39430	42647	47356
MR	33633	38%	64%	24428	24085	20421	20529	19351	25146	37019	35025	32080	29181	29207	34616
Handymax	35740	49%	96%	24044	19544	22698	18240	15487	19605	28011	32427	30427	22875	26784	38349
TC TCE ($/day)															
LR2	30775	-6%	-1%	32651	31482	31541	31059	30803	30872	30884	30859	31149	31089	30361	29887
MR	26742	8%	16%	24755	22968	23131	23011	22943	21824	21884	21481	21824	22182	21711	21637
Handymax	22901	0%		22904	22903	22872									
OPEX ($/day)	8355	0%	5%	8358	12986	7630	7924	8708	8395	8017	7743	8181	7669	7669	7244
LR2	8832	-5%	0%	9276	8761	8129	8805	9314	9043	8984	8552	8498	8129	8070	7497
MR	8190	5%	11%	7830	12986	7410	7383	8308	8092	7492	7369	8027	7393	7563	7109
Handymax	7657	1%	4%	7573	7557	7017	7346	8444	7705	7406	7027	7951	7568	7064	7102
Clarksons TCE ($/day)															
LR2	56933	75%	108%	32500	34592	31667	27400	23595	34673	60267	56719	35682	30155	44496	53764
MR	30584	33%	71%	22944	22278	20243	17925	17223	24875	35513	33841	28984	25632	30129	33822
Handymax	37861	55%	54%	24450	19562	24251	24553	16694	21019	37252	41640	39426	28607	49515	61246
STNG/Market Avg.															
LR2	-11%			6%	-9%	5%	10%	8%	10%	-12%	1%	8%	31%	-4%	-12%
MR	%			%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	-%	%
Handymax	-6%			-2%	0%	-6%	-26%	-7%	-7%	-25%	-22%	-23%	-20%	-46%	-37%

图52：STNG现货TCE vs 市场平均水平（美元/天）

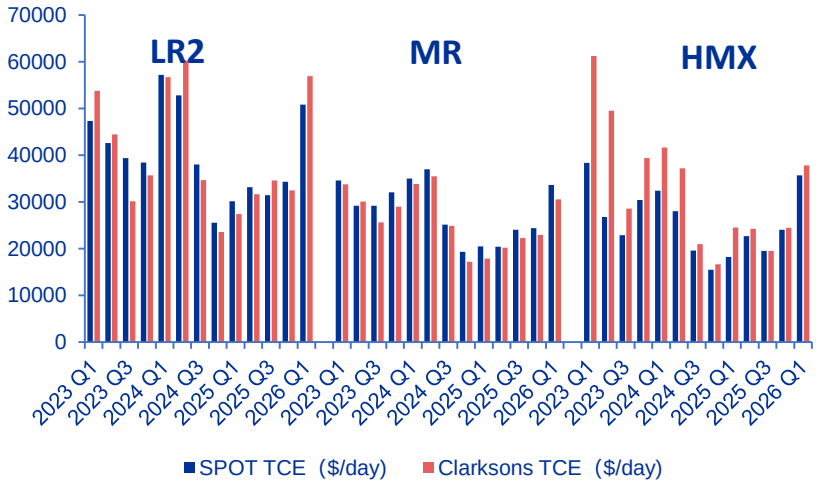
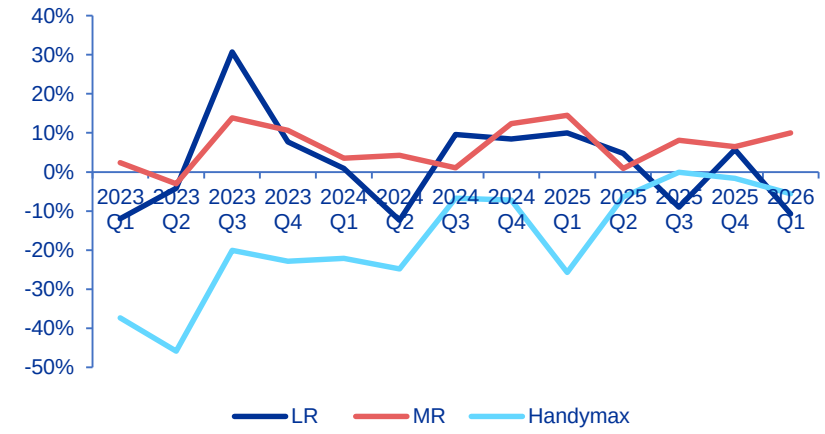


图53： STNG现货TCE vs 市场平均水平（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

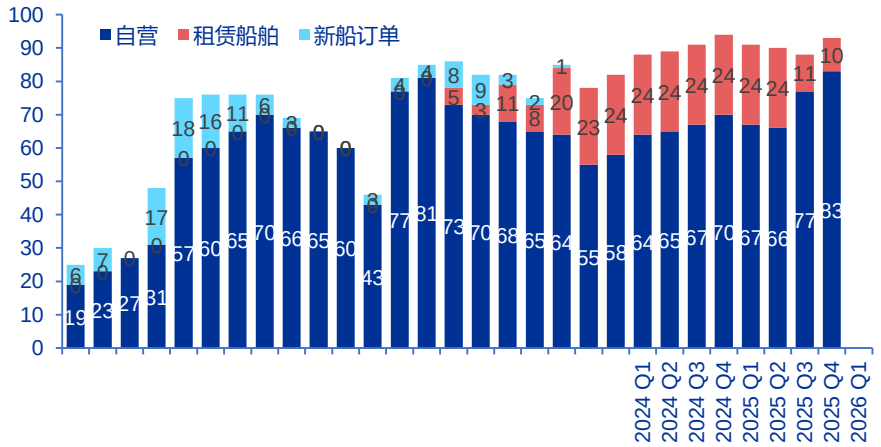
Torm PLC (TRMD.O)：船队仍在扩张，净利率水平高于同行

1季度业绩点评：1季度公司实际TCE较市场水平的溢价明显回落，营收增速不及市场中枢。2季度锁定运价显著抬升。

表12：TRMD 2026年1季度业绩

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**402**	***23%***	***22%***	**327**	**343**	**315**	**329**	**305**	**372**	**438**	**444**	**388**	**358**	**384**	**390**
TCE收入	286	*14%*	*34%*	251	236	208	214	215	263	326	331	267	244	308	265
营业成本	**261**	***14%***	***6%***	**230**	**244**	**241**	**247**	**216**	**230**	**233**	**221**	**205**	**218**	**185**	**227**
航程成本	115	*37%*	*4%*	83	106	105	110	90	106	110	112	121	113	74	122
船舶运营成本	68	*7%*	*2%*	63	59	64	66	63	63	63	57	55	54	55	52
船舶处置收入	-4	*135%*	*-57%*	-2	-1	-5	-9	-13	-11	-11	-17	-40	-7	-4	
管理费用	23	*-21%*	*-11%*	29	27	25	26	23	23	24	26	24	19	22	18
其他费用	0			0	0	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0
折旧摊销	60	*7%*	*12%*	56	53	52	53	53	49	47	43	39	38	37	35
营业利润	**141**	***45%***	***71%***	**98**	**99**	**75**	**82**	**89**	**142**	**204**	**223**	**183**	**140**	**200**	**164**
毛利率	35%	*5%*	*10%*	30%	29%	24%	25%	29%	38%	47%	50%	68%	39%	52%	42%
调整后EBITDA	**206**	***36%***	***49%***	**152**	**159**	**129**	**138**	**135**	**191**	**251**	**267**	**246**	**187**	**200**	**214**
净利润	**122**	*41%*	*95%*	**87**	**78**	**59**	**63**	**78**	**131**	**194**	**209**	**185**	**124**	**185**	**154**
摊薄EPS	**1.18**	*34%*	*90%*	**0.88**	**0.77**	**0.58**	**0.62**	**0.73**	**1.35**	**2.02**	**2.26**	**2.14**	**1.42**	**2.14**	**1.8**

图54：TRMD船队经营布局（艘）

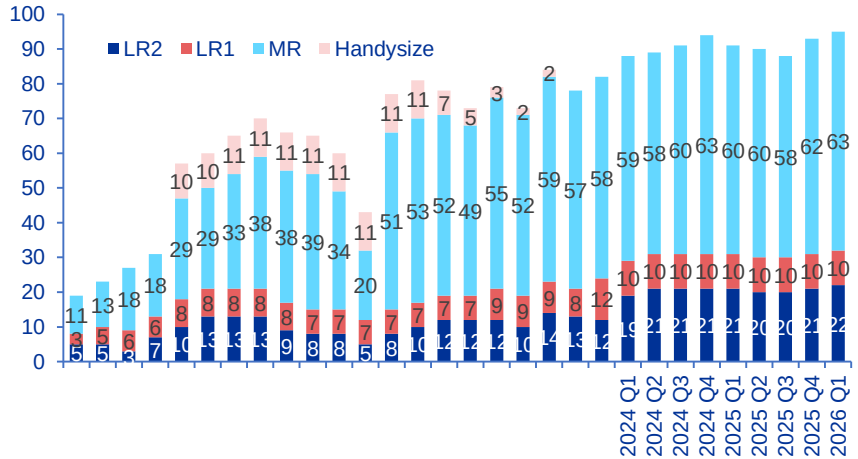


1季度接收二手买入的3艘船舶，2艘10年船龄的LR2和1艘8年船龄的MR。同时，公司1季度出售1艘18年船龄的老旧LR2。

公司2季度预计再接收2艘MR。1季度还新增6艘MR转售的新造船订单，预计2027-2028年交付。

公司的运力扩张方向偏MR船型。

图55：TRMD自营船队发展历程（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

Torm PLC (TRMD.O)：船队经营能力提升

表13：TRMD 2026年1季度运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
TCE收入	286	14%	34%	251	236	208	214	215	263	438	444	388	358	384	390
运营天数（days）	8325	4%	3%	8032	7859	7888	8061	8054	7788	7749	7697	7312	7658	7451	6732
LR2	1826	-2%	-2%	1872	1781	1866	1856	1811	1764	1809	1475	1155	1190	1074	1071
LR1	897	-2%	2%	919	911	905	879	839	892	909	891	1020	1280	1249	758
MR	5602	7%	5%	5241	5167	5117	5326	5404	5132	5031	5331	5137	5188	5127	4903
运营天数（days）	8446	2%	0%	8275	8179	8241	8432	8653	8253	8142	7807	7780	7949	7766	7110
LR2	1902	1%	1%	1892	1840	1871	1890	1932	1932	1888	1512	1158	1196	1183	1170
LR1	900	-2%	0%	920	920	910	900	920	920	910	927	1176	1288	1277	810
MR	5644	3%	0%	5463	5419	5460	5642	5801	5401	5344	5368	5446	5465	5306	5130
运营效率（%）	99%	2%	3%	97%	96%	96%	96%	93%	94%	95%	99%	94%	96%	96%	95%
LR2	96%	-3%	-2%	99%	97%	100%	98%	94%	91%	96%	98%	100%	99%	91%	92%
LR1	100%	0%	2%	100%	99%	99%	98%	91%	97%	100%	96%	87%	99%	98%	94%
MR	99%	3%	5%	96%	95%	94%	94%	93%	95%	94%	99%	94%	95%	97%	96%
Fleet TCE ($/day)	34937	14%	30%	30658	31012	26672	26807	25775	33722	42057	43152	37985	33010	36360	41717
LR2	41062	15%	21%	35567	38685	35459	33806	34444	41064	51907	54443	44048	35054	47918	65551
LR1	34903	12%	40%	31075	29508	27371	24947	22421	33749	42338	48583	40498	32641	36674	42047
MR	32946	14%	34%	28832	28632	23345	24675	23389	31193	38465	39121	36122	32632	33862	36461
Spot TCE ($/day)	39542	27%	55%	31032	29962	26412	25519	23895	32966	43456	44274	37505	31013	35875	42476
LR2	50811	33%	73%	38109	35996	33351	29408	28915	40906	55264	59792	44524	33374	48775	65245
LR1	41618	54%	73%	26949	29770	28679	24025	23039	32139	46019	47985	34038	25997	35060	44141
MR	36253	23%	47%	29515	28310	23950	24659	22585	31275	39500	39972	36793	31730	33336	37058
OPEX（$/day）	8021	6%	2%	7533	7268	7853	7891	7313	7605	7731	7260	7128	6821	7053	7299
LR2	8321	8%	3%	7709	7497	7695	8078	7522	7848	7986	7186	7247	6826	7490	7637
LR1	7743	9%	10%	7087	7836	7282	7044	7257	7484	7314	7184	6449	7230	7534	6709
MR	7964	6%	0%	7547	7093	8002	7963	7252	7539	7712	7294	7249	6724	6839	7314
Clarksons TCE（$/day）															
LR2	56933	75%	108%	32500	34592	31667	27400	23595	34673	60267	56719	35682	30155	44496	53764
LR1	42767	69%	116%	25325	26932	25350	19783	17470	27877	47489	44252	27335	25484	37190	45411
MR	30584	33%	71%	22944	22278	20243	17925	17223	24875	35513	33841	28984	25632	30129	33822
TRMD/Market Avg.															
LR2	-28%			9%	12%	12%	23%	46%	18%	-14%	-4%	23%	16%	8%	22%
LR	-%			%	%	%	%	%	%	-%	%	%	%	-%	-%
MR	8%			26%	29%	15%	38%	36%	25%	8%	16%	25%	27%	12%	8%

图56：公司实际TCE水平（美元/天）

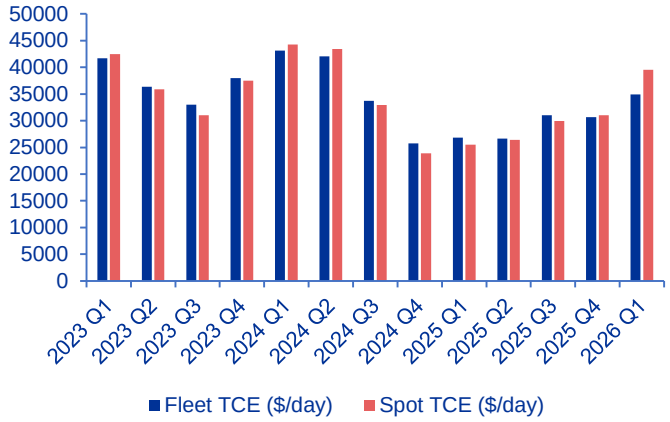
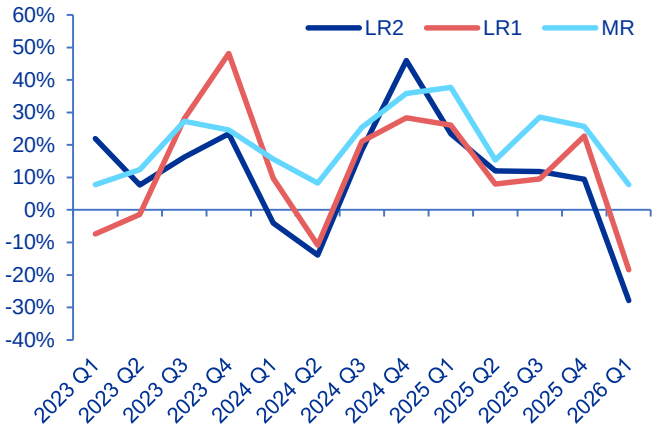


图57：TRMD平均TCE/ 市场平均水平（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

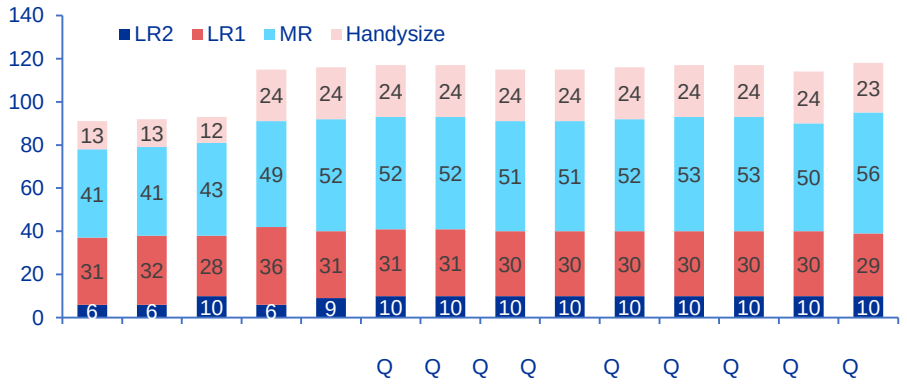
Hafnia Limited (HAFN.N)：新起之秀，运营能力突出

1季度业绩点评：运费水平较市场均值的溢价亦有回落。2025年底购入TORM公司13.97%股权，强强联合，已开始为公司贡献投资收益。

表14：HAFN 2026年1季度业绩

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**689**	*15%*	*24%*	**600**	**594**	**562**	**557**	**540**	**728**	**842**	**795**	**712**	**666**	**711**	**628**
自有船队TCE收入	413	*12%*	*21%*	368	367	347	340	353	498	563	522	472	443	478	523
外部船队运营池收入	258	*15%*	*24%*	225	220	208	208	180	222	268	263	231	208	223	94
其他运营收入	18	*155%*	*96%*	7	7	8	9	7	8	11	10	9	15	10	11
营业成本	**506**	*3%*	*5%*	**490**	**493**	**479**	**481**	**448**	**509**	**580**	**562**	**532**	**498**	**521**	**347**
自有船队航程成本	130	*19%*	*7%*	109	120	115	122	119	136	146	143	142	132	129	145
外部船队运营池航程成本	80	*0%*	*-7%*	80	80	83	86	84	80	84	84	80	80	77	43
外部船队运营池利润分配	178	*24%*	*47%*	144	140	125	121	96	142	184	179	151	129	146	51
船舶运营成本	66	*-8%*	*-3%*	72	73	69	68	69	70	69	70	68	71	65	65
技术管理费用	6	*-32%*	*10%*	8	6	7	5	8	7	8	6	7	7	6	6
船舶租金	9	*2%*	*2%*	9	8	8	9	12	15	12	10	9	10	8	7
管理费用	21	*-23%*	*0%*	27	16	21	21	21	19	23	17	20	16	19	15
折旧摊销	48	*-3%*	*-3%*	49	52	51	50	53	54	55	54	54	53	52	52
船舶处置收入/费用	-33			-9	-3	0	0	-13	-16	0	0	0	0	20	-37
营业利润	**183**	*67%*	*143%*	**110**	**101**	**83**	**75**	**92**	**219**	**262**	**233**	**181**	**167**	**190**	**281**
自有船队毛利率	43%	*45%*	*97%*	29%	27%	23%	22%	25%	43%	46%	44%	38%	37%	39%	53%
外部运营池毛利率	0%			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
调整后EBITDA	**199**	*33%*	*59%*	**150**	**151**	**134**	**125**	**131**	**257**	**317**	**287**	**235**	**221**	**262**	**296**
净利润	**180**	*64%*	*184%*	110	**92**	**75**	**63**	**80**	**216**	**259**	**220**	**176**	**147**	**213**	**257**
摊薄EPS	**0.36**	*64%*	*177%*	**0.22**	**0.18**	**0.15**	**0.13**	**0.16**	**0.42**	**0.51**	**0.43**	**0.35**	**0.29**	**0.42**	**0.51**

图58：HAFN船队经营布局，按船型分（艘）

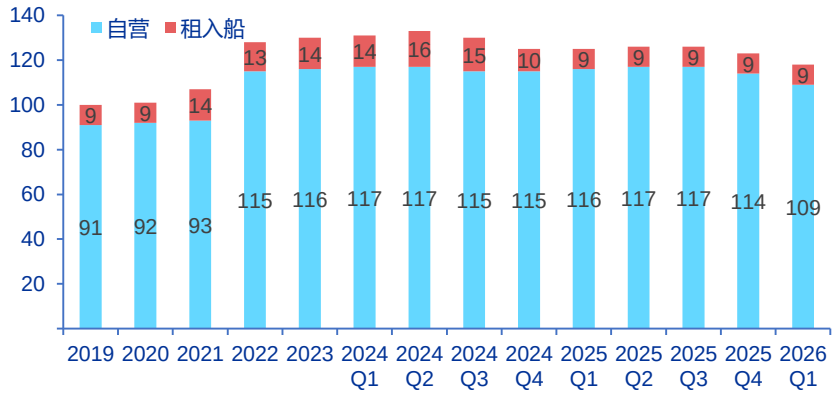


1季度公司出售3艘LR1，2艘MR和1艘Handy油轮，贡献1季度船舶处置收益3250万美元。2季度计划继续交付处置的1艘LR1、2艘MR和3艘Handy。

新船方面，公司宣了8艘MR新船订单，以及2艘新船的选择权。

整体船队规模平稳，有序采取更新替换。

图59：HAFN经营船队，按经营模式分（艘）



下载日志已记录，仅供内部参考

Hafnia Limited (HAFN.N)：船队资产价值抬升

表15：HAFN 2026年1季度运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
自有和租入船收入TCE收入	**413**	***12%***	***21%***	**368**	**367**	**347**	**340**	**353**	**498**	**563**	**522**	**472**	**443**	**478**	**523**
LR2	21	*-13%*	*-25%*	24	28	31	28	23	30	43	30	32	25	25	28
LR1	131	*32%*	*48%*	100	95	91	88	75	130	154	164	122	116	139	159
MR	178	*3%*	*12%*	172	176	168	159	177	241	261	237	230	216	219	237
Handysize	84	*16%*	*28%*	73	67	56	66	78	98	105	92	88	84	94	99
自有船队运营天数（days	**8523**	***-2%***	***-1%***	**8654**	**8673**	**8652**	**8651**	**9149**	**9356**	**9394**	**9328**	**9452**	**9407**	**9192**	**9234**
LR2	540	*0%*	*0%*	541	545	545	540	536	506	544	483	550	552	546	540
LR1	2087	*-2%*	*1%*	2139	1991	1988	2064	2075	2097	2183	2196	2253	2240	2154	2389
MR	3762	*-4%*	*-9%*	3920	4195	4362	4127	4476	4550	4484	4442	4442	4416	4312	4206
Handysize	2134	*4%*	*11%*	2054	1942	1757	1920	2062	2203	2183	2207	2207	2199	2180	2099
Fleet TCE ($/day)															
LR2	**35316**	***6%***	***4%***	**33163**	**36527**	**38241**	**33911**	**25772**	**42829**	**60116**	**52813**	**38884**	**31272**	**36926**	**40791**
LR1	**38194**	***23%***	***63%***	**30986**	**29229**	**28164**	**23418**	**21266**	**37564**	**46986**	**46749**	**32184**	**30198**	**41119**	**43268**
MR	**27958**	***6%***	***23%***	**26307**	**24785**	**22967**	**22821**	**22274**	**31928**	**35913**	**32888**	**31355**	**29141**	**30954**	**34223**
Handysize	**25589**	***7%***	***29%***	**24006**	**22648**	**19808**	**19831**	**24620**	**31047**	**33358**	**28305**	**25459**	**26780**	**30100**	**31144**
Spot TCE ($/day)															
LR2	**51869**	***47%***	***53%***	**35307**	**37625**	**38596**	**33911**	**25508**	**42829**	**60116**	**51668**	**41958**	**33858**		
LR1	**39458**	***25%***	***69%***	**31473**	**29404**	**28216**	**23307**	**21378**	**37689**	**46986**	**46454**	**32532**	**30530**		
MR	**29601**	***8%***	***36%***	**27305**	**24683**	**22157**	**21788**	**20984**	**32896**	**38077**	**34237**	**32710**	**29780**		
Handysize	**26060**	***8%***	***35%***	**24211**	**22699**	**19169**	**19280**	**24401**	**31722**	**34474**	**28475**	**25383**	**27227**		
TC-in TCE ($/day)															
LR2	30660	*0%*		30591	31126	32513						30163	28599		
LR1	31533	*13%*	*27%*	27906	27367	27579	24769	19641				22377	23160		
MR	22026	*-6%*	*-17%*	23549	25080	25741	26688	26985	27524	25674	26211	24951	26267		
Handysize	22311	*0%*	*-11%*	22257	22289	25339	25160	26856	25307	25447	26428	26301	21664		
OPEX（$/day)															
LR2	8663	*2%*	*13%*	8503	8459	8299	7638	7719	8112	7626	8550	6984	8348	8206	7492
LR1	8454	*-8%*	*1%*	9171	8515	8989	8393	7971	8353	8048	8178	7601	8628	7731	7717
MR	8319	*-7%*	*4%*	8933	8476	8085	8022	8187	8044	8050	7812	8131	8093	7621	7330
Handysize	7805	*-3%*	*3%*	8029	8371	7456	7611	8270	8142	8045	7569	7329	7753	7846	7418
Clarksons TCE（$/day)															
LR2	56933	*75%*	*108%*	32500	34592	31667	27400	23595	34673	60267	56719	35682	30155	44496	53764
LR1	42767	*69%*	*116%*	25325	26932	25350	19783	17470	27877	47489	44252	27335	25484	37190	45411
MR	30584	*33%*	*71%*	22944	22278	20243	17925	17223	24875	35513	33841	28984	25632	30129	33822
Handysize	37861	*55%*	*54%*	24450	19562	24251	24553	16694	21019	37252	41640	39426	28607	49515	61246
HAFN/Market Avg.															
LR2	**-9%**			**9%**	**9%**	**22%**	**24%**	**8%**	**24%**	**0%**	**-9%**	**18%**	**12%**		
LR	**-%**			**%**	**%**			**-**							
MR	**-%**			**%**	**%**	**%**									
Handysize	**-31%**			**-1%**	**16%**	**-21%**	**-21%**	**46%**	**51%**	**-7%**	**-32%**	**-36%**	**-5%**		

图60：HAFN平均TCE vs 现货TCE（美元/天）

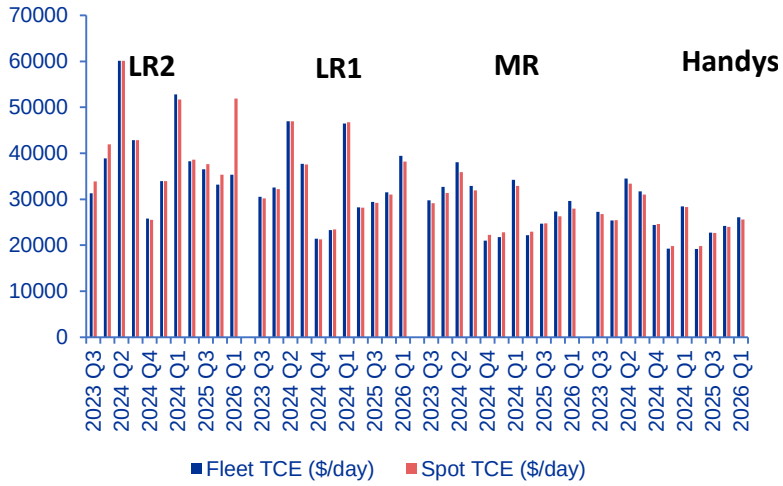
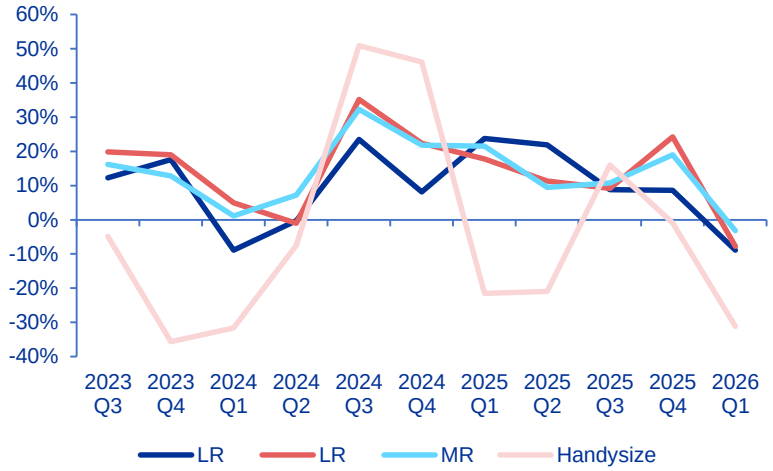


图61：HAFN现货TCE vs 市场平均水平（%）



资料来源：公司公告，Clarksons，Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

Ardmore Shipping (ASC.N)：兼具成品油与化学品运输

1季度业绩点评：公司经营水平稳定优于市场平均；船队规模稳定；分红比例从1/3提升至2/3

表16：ASC 2026年1季度业绩

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
总收入	**88**	*6%*	*19%*	**83**	**81**	**72**	**74**	**82**	**96**	**121**	**106**	**99**	**87**	**92**	**118**
营业成本	**62**	*-9%*	*-7%*	**68**	**66**	**62**	**67**	**71**	**71**	**59**	**65**	**69**	**63**	**65**	**71**
航程成本	25.9	*-13%*	*-16%*	29.7	28.5	25.2	31.0	32.8	34.6	34.7	30.5	33.2	30.6	31.5	36.6
船舶运营成本	17.8	*-7%*	*17%*	19.1	16.4	15.4	15.2	15.1	14.0	16.2	14.9	15.1	14.4	15.3	14.9
租入船运营成本	0.5	*-50%*	*-84%*	1.0	2.4	3.0	3.0	3.0	3.1	2.9	2.8	3.0	2.1	2.2	2.9
租入船租赁费用	0.5	*-50%*	*-84%*	0.9	2.2	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	2.7	1.9	2.1	2.6
折旧	9.4	*-2%*	*23%*	9.5	8.8	7.9	7.7	7.8	7.8	7.6	7.0	7.1	6.9	6.8	6.9
摊销	1.8	*5%*	*100%*	1.8	1.6	1.3	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9	0.7	0.9	1.0
自营船队管理费用	5.2	*-2%*	*5%*	5.3	5.3	4.8	5.0	6.8	6.3	5.3	5.1	5.7	5.1	4.8	5.1
租船及其他船管理费用	1.2	*9%*	*0%*	1.1	1.1	1.3	1.2	1.3	1.2	1.0	1.1	1.4	1.1	1.1	1.2
船舶处置收入/费用										-12.3					
营业利润	**26**	*77%*	*257%*	**14**	**15**	**10**	**7**	**11**	**25**	**62**	**42**	**30**	**24**	**27**	**47**
自有船队毛利率	29%	*12%*	*19%*	17%	19%	15%	10%	14%	26%	51%	39%	30%	28%	30%	40%
调整后EBITDA	**37**	*43%*	*134%*	**26**	**25**	**20**	**16**	**20**	**34**	**58**	**49**	**38**	**32**	**35**	**55**
净利润	**24**	*152%*	*319%*	**9**	**12**	**9**	**6**	**5**	**23**	**62**	**38**	**26**	**21**	**24**	**43**
摊薄EPS	**0.58**	*152%*	*314%*	**0.23**	**0.31**	**0.22**	**0.14**	**0.12**	**0.55**	**1.47**	**0.92**	**0.63**	**0.49**	**0.57**	**1.04**

图62：ASC 自营船队发展历程（艘）

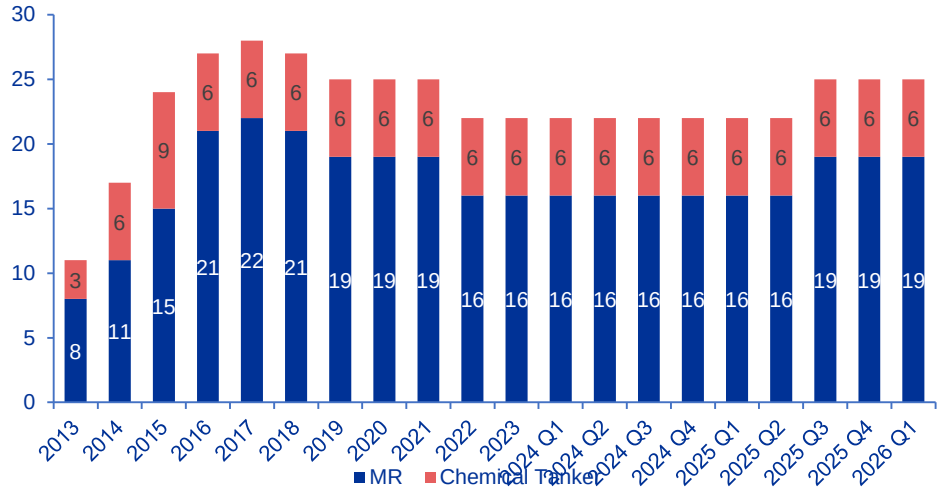
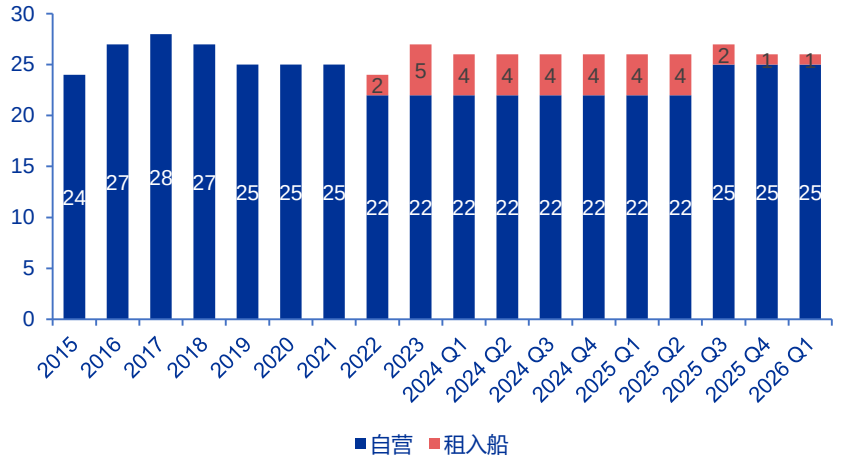


图63：ASC 船队经营布局（艘）



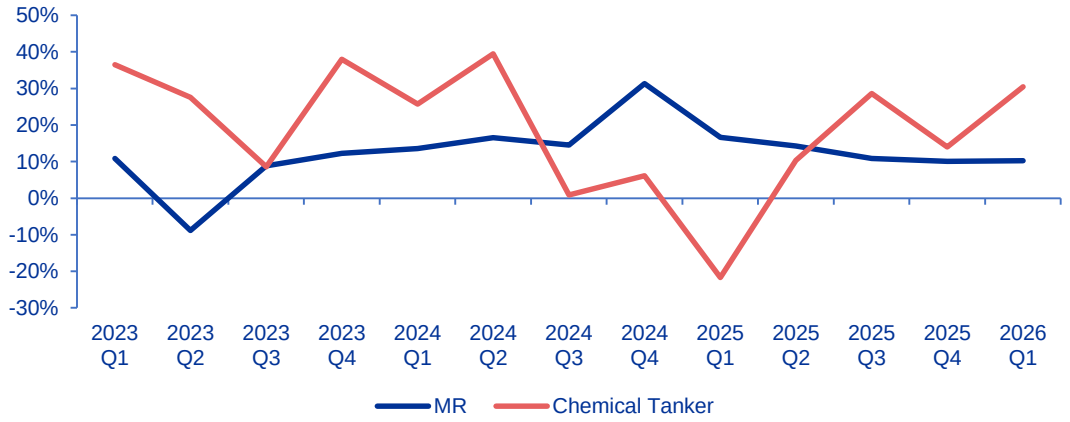
下载日志已记录，仅供内部参考

Ardmore Shipping (ASC.N)：兼具成品油与化学品运输

表17：ASC 2026年1季度运营数据

百万美元	2026 Q1	q-o-q	y-o-y	2025 Q4	2025 Q3	2025 Q2	2025 Q1	2024 Q4	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
自有和租入船收入TCE收入	**114**	*1%*	*8%*	**113**	**110**	**97**	**105**	**115**	**131**	**156**	**137**	**132**	**118**	**123**	**155**
自有船队运营天数（days）	**1629**	*-11%*	*-18%*	**1836**	**1938**	**1975**	**1995**	**2245**	**2279**	**2093**	**2214**	**2293**	**2185**	**2295**	**2386**
期租船舶数量	5			4	1	1	1	1	1	2	1	0	0	0	0
运营效率（%）	61%	*-11%*	*-28%*	69%	73%	83%	85%	94%	95%	88%	94%	96%	91%	97%	102%
即期船比例（%）	81%	*-5%*	*-16%*	85%	96%	96%	96%	96%	96%	92%	96%	100%	100%	100%	100%
Fleet TCE ($/day)	**28686**	*22%*	*40%*	**23524**	**23475**		**20542**	**22353**	**26628**	**37762**	**34720**	**29702**	**26347**	**26541**	**33958**
MR	33705	*33%*	*61%*	25257	24697	23136	20900	22619	28481	41385	38430	32542	27900	27460	37506
Chemical Tanker	22284	*12%*	*49%*	19948	22611	20409	15000	21406	21604	30330	24831	26107	20000	24555	27984
Clarksons TCE（$/day)															
MR	30584	*33%*	*71%*	22944	22278	20243	17925	17223	24875	35513	33841	28984	25632	30129	33822
Chemical Tanker	17083	*-2%*	*-11%*	17500	17583	18500	19167	20167	21417	21750	19750	18917	18417	19250	20500
ASC/Market Avg.															
MR	10%			10%	11%	14%	17%	31%	14%	17%	14%	12%	9%	-9%	11%
Chemical Tanker	30%			14%	29%	10%	-22%	6%	1%	39%	26%	38%	9%	28%	37%

图64：ASC 平均TCE vs 市场平均水平（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 海峡解封后船舶如何调度?
2. 海峡解封后需求恢复如何?
3. 海外油运标的1季报总结
4. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **一、全球需求不及预期**
  - 地缘扰动带来的供给缺口已导致需求端实质性下滑，战后需求恢复不及战前水平；
- **二、补库需求不及预期**
  - 全球适应低库存水平，未发生明显补库行为；
- **三、地缘扰动反复**
  - 美伊谈判不顺利，导致海峡面临重新封锁困境

表：重要公司估值表（2026/6/29）

代码	公司名称	评级	当前股价	EPS(摊薄)				PE			
			2026/6/29	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
600026	中远海能	买入	18.7	0.74	3.29	2.86	3.27	24	6	7	6
601872	招商轮船	买入	18.26	0.74	2.51	2.15	2.38	20	7	8	8

资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志日记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight) ：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日期：2021-12-31 仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志已记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)