长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 行业周报 | 海运

迎接“效率脱钩牛”——油运效率和需求再审视

报告要点

短期，大西洋航线货盘集中释放叠加西侧 VLCC 可用运力下降，长航线运价显著上涨。长期看，中东原油出口恢复趋势确立，且主要通过“暗航穿梭”和延布港绕行苏伊士运河等方案进行，行业效率损失持续扩散。油运乱纪元下，我们再次强调重视效率损失下行业的非典型牛市。油轮周转时间的拉长将逐步传导至有效运力紧张，最终提振运费。此外，国内炼厂开工率提升以及原油库存去库进一步强化原油补库周期。油运量价弹性可期，重申推荐中远海能、招商轮船。

分析师及联系人



韩轶超

SAC：S0490512020001

SFC：BQK468



韦铖

SAC：S0490526050001



魏爱晓

| 证券研究报告 |

2026-08-24

行业研究 | 行业周报

投资评级 看好 | 维持

海运

迎接“效率脱钩牛”——油运效率和需求再审视

中东原油出口恢复趋势确定，绕行增加大西洋货盘

截至 8 月 21 日，克拉克森评估 VLCC-TCE 录得 228,804 美元/天，周环比+41.8%。分航线看，延布港-蔚山港 VLCC-TCE 录得 333,031 美元/天，周环比+19.7%；西迪基里尔-蔚山港 VLCC-TCE 录得 175,953 美元/天，周环比+41.6%；美湾和西非航线 VLCC TD22-TCE 和 TD15-TCE 分别录得 180,794 和 170,132 美元/天，分别周环比+69.4%和+49.1%（8 月 20 日数据）。**大西洋长航线货盘集中释放，带动运价显著上行**：1）本周，**美湾和南美 9 月货盘集中释放**；2）受胡塞武装威胁对沙特阿拉伯实施航行禁令，曼德海峡原油油轮通行量明显受阻，**延布港-苏伊士运河-好望角-远东的绕行方案正在兑现。**受此拉动，**8 月 24 日当周，VLCC 原油出口量预计创美伊冲突以来新高。**长期看，**中东原油出口恢复的趋势更加确定。**考虑波斯湾内、湾外以及红海（含地中海）等地出口情况，中东原油出口规模已经恢复至 2025 年平均水平 60%以上。一方面，**阿联酋国家石油公司（ADNOC）已开始向中东其他国家开放“暗航穿梭”的运输方案协助中东其他国家原油完成出口，中东波斯湾出口持续恢复；**另一方面，**受胡塞武装威胁，曼德海峡通行受限，经苏伊士运河替代方案下，沙特延布港出口逐步恢复。**整体上，中东原油出口恢复趋势确定，红海绕行增加大西洋货盘。展望未来，**我国成品油炼厂开工率显著提升，且国内原油库存自 4 月高点累计去库 0.9 亿桶，将支撑后续国内原油补库需求。**截至 8 月 20 日，我国独立炼厂和国营炼厂开工率为 46.6%和 73.2%，较 7 月均值环比提升 4.6 pct 和 2.9 pct。经测算，我国炼厂年化开工率每提升 5%，拉到全球原油海运周转量需求 3.4%。

“暗航穿梭”与绕行苏伊士运河，效率损失持续扩散

当前，**大西洋运力紧张提振长航线运费。**6 月中旬，美伊冲突缓解后，船东主动将 VLCC 运力东移至中东地区，导致苏伊士以西 VLCC 运力比例由 6 月上半月的均值 25.4%回落至 8 月 21 日的 21.4%，比例下降 4.0 pct。长期看，“暗航穿梭”与绕行苏伊士运河，效率损失持续扩散。我们在《海运“咽喉”知多少？》中测算，**延布港原油全部通过 VLCC 绕行至远东情形下，运距将拉长 128%，周转量大幅增加下 VLCC 需求将提升至 216 艘，约占全球 VLCC 船队 23%。**同时，考虑到苏伊士运河的吃水要求，VLCC 必须在埃及苏伊士-地中海（SuMed）管道减载 8-10 万公吨原油才能完成运河通行，也将进一步降低航运效率。另一方面，**中东波斯湾“暗航穿梭”的运输方案下，波斯湾内原油出口需要经过 2-3 次船对船过驳（STS）作业，也会增加对于 VLCC 的需求。**我们测算，**从事波斯湾至阿曼湾（穿梭霍尔木兹海峡）的 VLCC 规模大致为 22-55 艘，约占 VLCC 规模的 2%-6%。我们强调重视效率损失下看涨期权，运力周转时间的拉长将逐步传导至有效运力紧张，效率损失持续扩散，最终提振运费。**

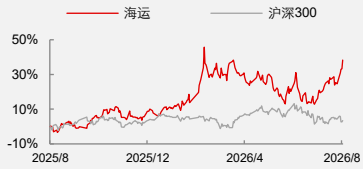
投资建议：油运需求恢复趋势确立，效率损失持续扩散，量价弹性可期

短期，大西洋航线货盘集中释放叠加西侧 VLCC 可用运力下降，长航线运价显著上涨。长期看，中东原油出口恢复趋势确立，且主要通过“暗航穿梭”和延布港绕行苏伊士运河等方案进行，行业效率损失持续扩散。油运乱纪元下，**我们再次强调重视效率损失下行业的非典型牛市。油轮周转时间的拉长将逐步传导至有效运力紧张，最终提振运费。**此外，国内炼厂开工率提升以及原油库存去库进一步强化原油补库周期。油运量价弹性可期，重申推荐中远海能、招商轮船。

风险提示

1、“影子市场”需求合规化不及预期；2、新造船订单加快；3、美伊冲突反复。

市场表现对比图(近 12 个月)



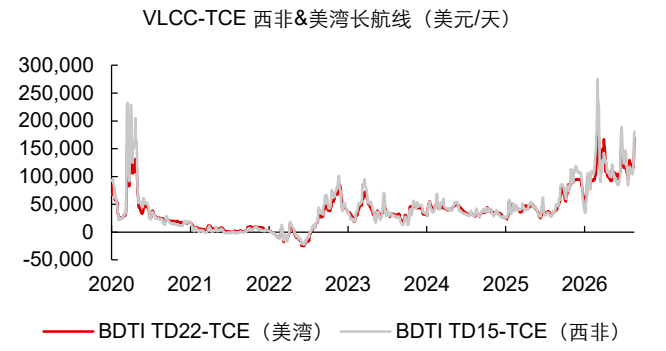
资料来源：Wind

相关研究

- 《曼德海峡+巴拿马运河受阻，效率损失持续扩散》2026-08-17
- 《周期启示录：从集运看存储》2026-08-10
- 《海运“咽喉”知多少？》2026-07-26

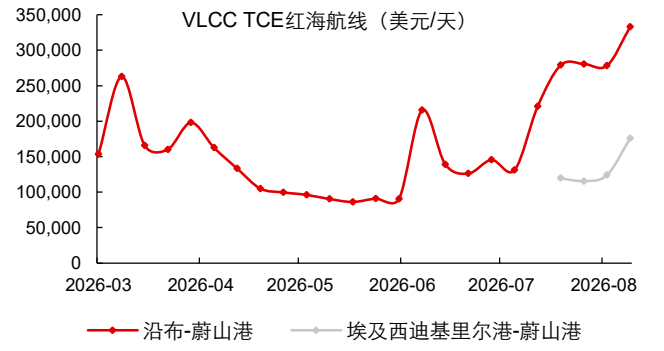
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：VLCC-TCE 西非&美湾长航线（美元/天）



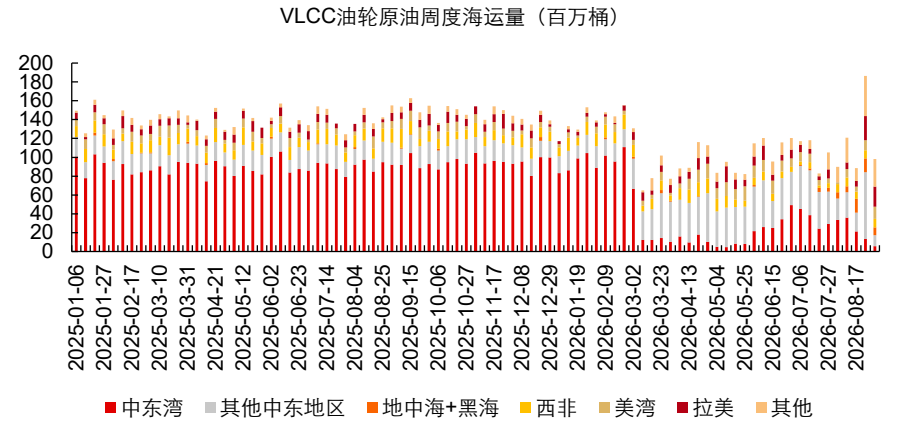
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 2：VLCC-TCE 红海航线（美元/天）



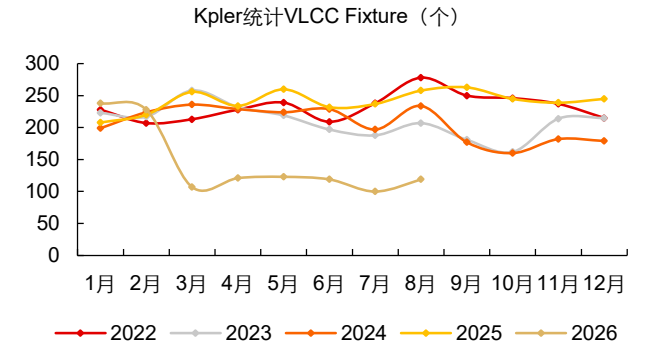
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 3：VLCC 油轮原油周度海运量（百万桶）



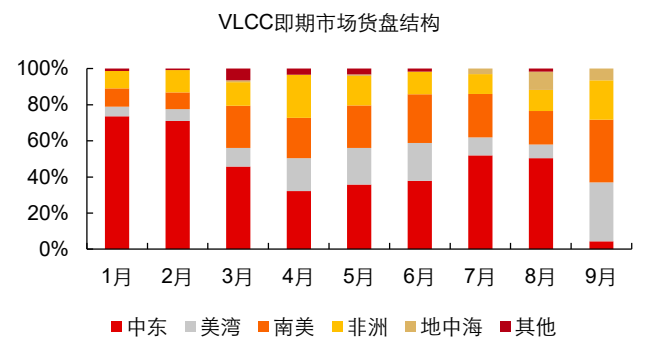
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 4：Kpler 统计 VLCC Fixture（个）



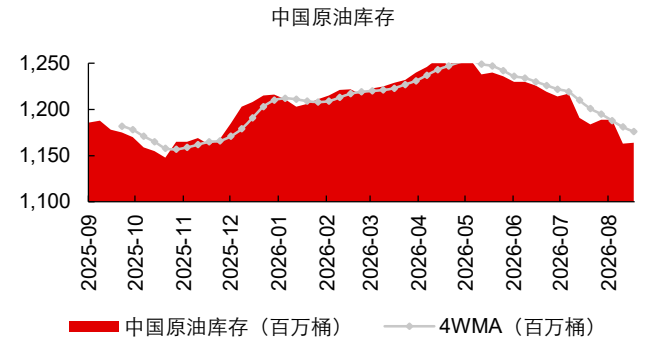
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 5：VLCC 即期市场货盘结构



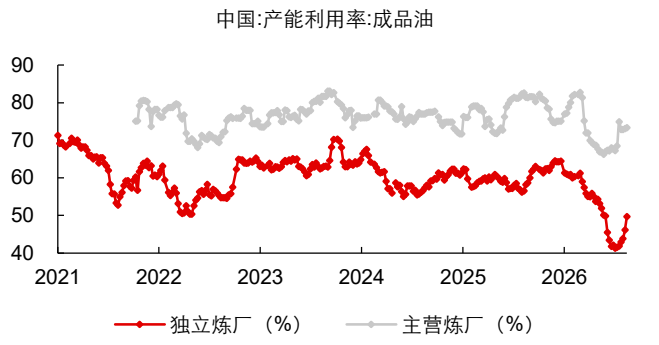
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 6：中国原油库存



资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 7：中国:产能利用率:成品油



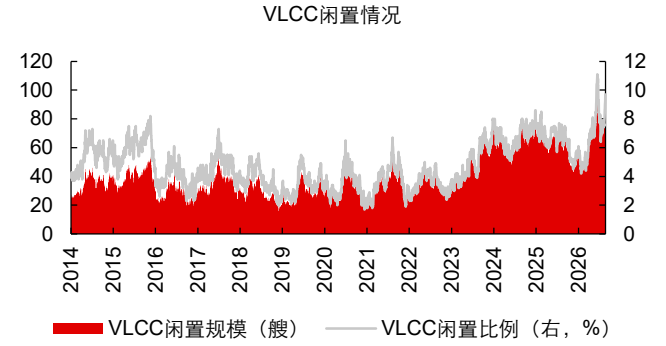
资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：国内炼厂开工率对油运需求弹性测算表

国内炼厂平均开工率降幅	-10%	-5%	0%	5%	10%
国内一次炼油能力（亿吨）	10	10	10	10	10
国内一次炼油年化需求变化（百万吨）	-100	-50	0	50	100
中国 2025 年原油进口量（百万吨）	578	578	578	578	578
较 2025 年进口变化量（%）	-17%	-9%	0%	9%	17%
国内需求变化估计值（百万桶/天）	-2	-1	0	1	2
我国原油进口平均海运运距（千海里）	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
2025 年原油进口周转量（十亿吨海里）	10,993	10,993	10,993	10,993	10,993
预计油运需求减少	-6.8%	-3.4%	0%	3.4%	6.8%

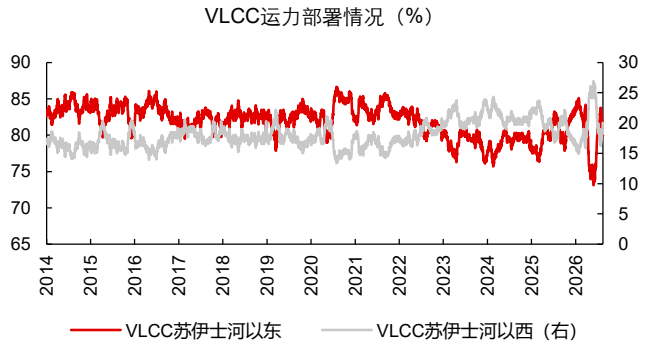
资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所

图 8：VLCC 闲置情况



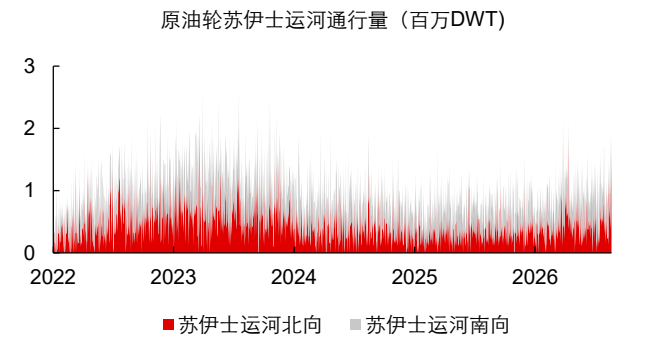
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 9：VLCC 运力部署情况（%）



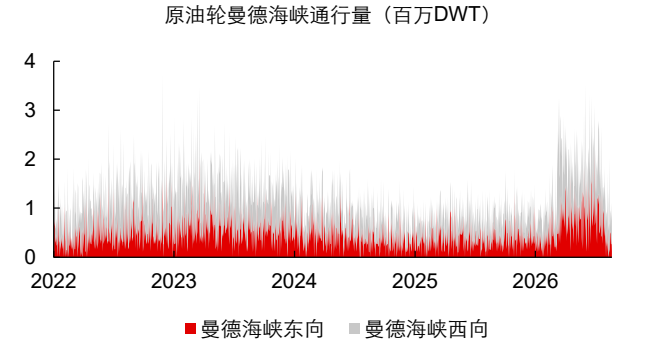
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 10：原油轮曼德海峡通行量（百万 DWT）



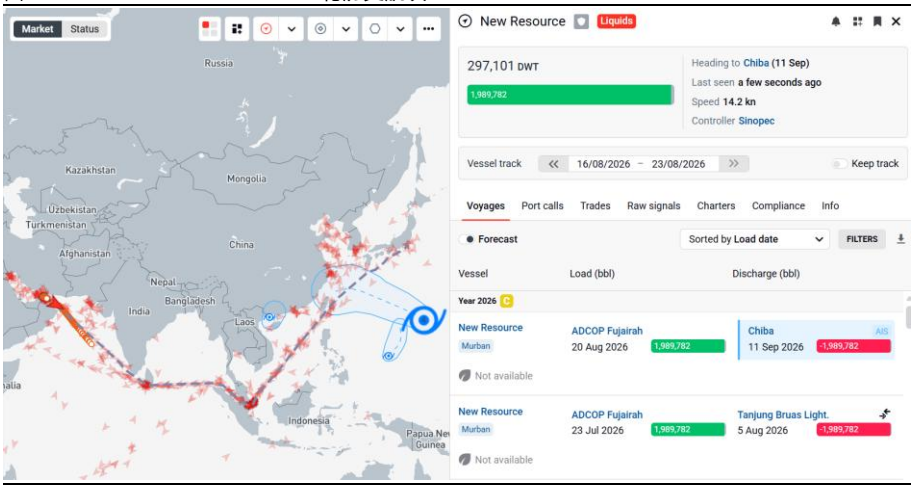
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 11：原油轮苏伊士运河通行量（百万 DWT)



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 12：VLCC“New Resource”轮历史航次



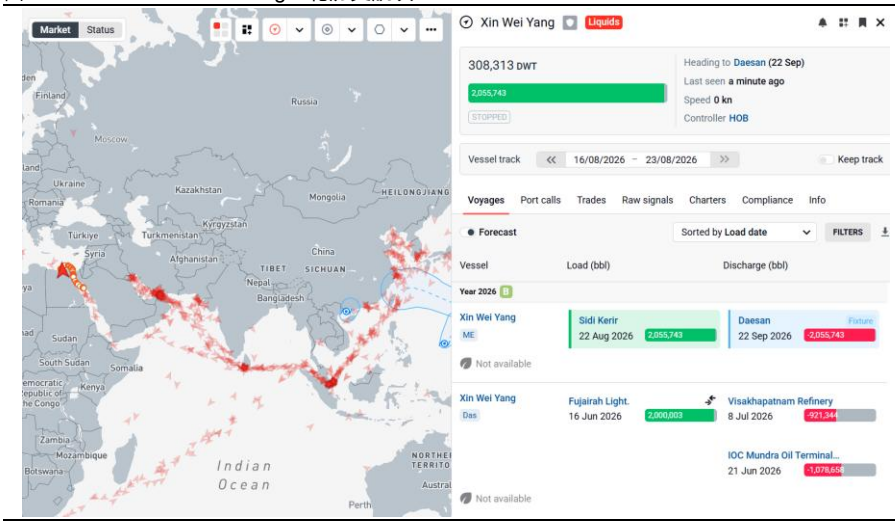
资料来源：Kpler，长江证券研究所

表 2：“暗航穿梭”模式对于 VLCC 油轮需求测算

指标	数值	单位
“暗航穿梭”原油规模-乐观情形	718	万桶/天
“暗航穿梭”原油规模-基础情形	283	万桶/天
VLCC 穿梭单航次时间	15	天
VLCC 单船年运输量	4,733	万桶
VLCC 穿梭需求-乐观情形	55	艘
VLCC 占比-乐观情形	**6%**	**%**
VLCC 穿梭需求-基础情形	22	艘
VLCC 占比-基础情形	**2%**	**%**

资料来源：Clarksons，Kpler，长江证券研究所（注：假设波斯湾外原油出口增量主要由暗航穿梭方式进行）

图 13：VLCC“Xin Wei Yang”轮历史航次



资料来源：Kpler，长江证券研究所

表 3：延布港原油出口绕行对 VLCC 需求影响

指标	数值	单位
冲突爆发后延布港出口	375	万桶/天
年化出口量	136875	万桶
VLCC 单船运力	200	万桶
VLCC 航次数量	684	航次
正常情形（延布港-曼德海峡-远东）		
往返航程	6662	海里
VLCC 平均航速	12	节
正常在港和其他时间	7.5	天
单航次时间	54	天
VLCC 需求	101	艘
占全球 VLCC 船东比例	11%	%
绕行情形（延布港-苏伊士运河-好望角-远东）		
延布港-苏伊士运河-好望角-宁波港	15214	海里
VLCC 平均航速	12	节
正常在港和其他时间	7.5	天
减载+运河通行	1.8	天
单航次时间	115	天
VLCC 需求	216	艘
占全球 VLCC 船东比例	23	%

资料来源：Clarksons，船视宝，上海航交所，长江证券研究所

风险提示

1、**“影子市场”需求合规化不及预期**：当前，委内瑞拉、伊朗和俄罗斯原油出口海运主要以“影子船队”市场运行，随着美国对于委内瑞拉实施打击并接管其原油资产后，委内瑞拉原油海运需求合规化阶段性落地，市场预期伊朗、俄罗斯后续也会合规化。若需求合规化落地不及预期，或导致油运需求不及预期。

2、**新造船订单加快**：当前油运、散运供给受限逻辑之一是新造船价格高企、船台紧张以及替代燃料技术路线不明确导致的订单较少，如果后续订单加快，将导致未来供给压力增加。

3、**美伊冲突反复**：霍尔木兹海峡为全球重要的油运通道，若美伊冲突及霍尔木兹海峡封锁反复发生，将导致油运行业继续面临船多货少局面，或利空油运行业。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。