中远海能 20260902

地缘冲突常态化下的油运景气度：供需边际改善驱动运价高位运行

摘要

- VLCC 运价受供需边际改善驱动重回 20 万美元/天高位，地缘冲突溢价与能源抢运需求共振，油轮资产战略价值凸显。
- “暗航”模式与 STS 过驳作业常态化，虽效率低于正常通行，但打通了中东货源流向亚洲的物流瓶颈，且过驳损耗进一步消耗有效运力。
- 中国需求回暖成为核心变量，炼厂开工率提升、原油进口及成品油出口配额增加，直接支撑了近期运价的非线性上涨。
- 供给端合规运力极度稀缺，约 20%运力受制裁，20%船龄超 20 年；新船订单虽达 30%但 2028 年后梯度交付，短期无供给压力。
- 中长期驱动力转向运距拉长（南美增产）与消费国补库需求，中东潜在的增产份额竞争将为油运需求提供持续动能。
- 公司财务稳健，资本开支主要覆盖油轮与 LNG 船，分红政策倾向稳定可持续，且所得税影响已通过递延所得税计提提前反映。

Q&A

2026 年以来油运市场的整体情况如何，特别是美伊冲突前后各阶段 VLCC 市场的表现和驱动因素有何不同？

2026 年的油运市场局势相对复杂。以 VLCC 船型为例，市场表现可以美伊冲突为分水岭进行划分。 冲突发生前，市场延续了 2025 年第四季度的高定载水平，运价一度达到 20 万美元/天的水平。这主要由合规运力紧张、中国加大原油进口节奏，以及长航商船控盘带来的行业集中度提升等因素共同推动。到 2026 年 2 月中旬，地缘冲突的风险溢价也对运价起到了助推作用。 2 月 28 日美伊冲突爆发后，市场进入一个复杂阶段。首先，大量风险溢价被计入运价，特别是 TD3C 航线，运价飙升至五六十万美元/天。然而，在 2 月底至 4 月期间，该航线处于高价但贸易停滞的状态，因为冲突初期海峡通行几乎停滞。船东因此将运力调配至红海的延布港以及西非、美湾、巴西等区域。起初，由于大部分船只转向大西洋区域导致运距拉长，运价获得一定支撑。但随着时间推移，到 6 月中旬，由于海峡货源持续稀少，运价出现疲软，从约 16 万美元/天的水平逐步回落至八九万美

元/天，并在 9 万美元/天左右企稳。这一过程可以视为行业在货量缺失情况下的压力测试，结果显示运价依然能在高位获得强力支撑。 从 6 月中下旬美伊签署 60 天和平协议至今，市场进入一个新的阶段，并发生了显著改变。第一，海峡的通过量有所回升，货源不再像封锁初期那样紧张。第二，自 7 月份以来，海峡区域实施的“暗航”模式在一定程度上保证了货物能够流向市场。与第一阶段的刚性封锁相比，当前阶段的货量有显著增长。此外，胡塞武装宣布封锁以色列水域，导致通过曼德海峡的 VLCC 数量显著下降。尽管如此，延布港的出口量未见大幅下滑，市场转而通过替代方案，即利用苏迈德管道将原油从红海端的埃因苏赫纳输送至地中海端的西迪基里尔再运出，这种贸易模式拉长了运距。总结来看，现阶段市场无论在货量还是运距上都较第一阶段有显著增长，体现了石油贸易和油轮运输在面对地缘政治冲突时的强大商业韧性。同时，中国的炼厂开工率和原油进口行为也较冲突爆发初期出现回暖。在这些因素的叠加影响下，VLCC 运价自七八月份以来开启新一轮上升，目前已达到 20 万美元/天以上的水平。 中小船型市场与 VLCC 有所不同，主要受东西方市场差异影响。在原油轮方面，东面市场目前的货源主要来自加拿大的 TMX 出口。在成品油轮方面，海峡地区曾是运往日韩的重要石脑油出口来源，但冲突爆发后货源受到较大冲击，目前随着“暗航”模式的发展有所好转。中小船型的西面市场在 2026 年一直优于东面，主要得益于以欧美为主导的区域性贸易较为活跃。 总而言之，尽管地缘政治事件导致市场波动加剧，但所有油轮船型在 2026 年均表现优异，运价均值处于历史极高水平。

近几周油轮运价显著上升，背后的驱动因素是什么？当前市场的产能利用率是否已恢复至冲突前的高位水平？

近期运价的显著上升，确实是由供需两端的边际改善所驱动。需求方面，通过“暗航”模式，中东地区尤其是海峡的出口货盘得到明显恢复，特别是面向包括中国在内的亚洲国家的货量有所增加。供给方面，部分航线通过沙特苏伊士区域的绕行拉长了航距，进一步消耗了有效运力。 关于产能利用率，尽管需求恢复和供给消耗共同推高了运价，但目前的产能利用率尚未恢复到冲突前的高点。当前这波运价飙升，更多是基于短期内供需边际改善所驱动的表现。

在当前地缘政治冲突持续的背景下，油轮市场的基本逻辑、参与方心态以及运价表现与冲突前相比发生了哪些根本性变化？当前的高运价是否具备持续性？

当前油轮市场的评估前提已与冲突前完全不同。市场不得不默认，未来油运市场将在较长时间内面临冲突持续但无法根本解决的局面，这已成为常态化考量。在此背景下，确保石油能够顺利运出对产油国而言至关重要。因此，部分中东主体对获取运力（无论是租赁还是购买）表现出强烈偏好。同时，一些海峡区域的经营主体，即便面临较大的安全风险，也愿意参与运输以获取收益。部分参与者是为了盈利，而另一部分则是必须将石油运出。这种情况下，油轮已成为对部分国家具有真正战略价值的资产，其价值已超越了单纯的供需或产能利用率问题，比冲突前更为昂贵。从实体经营的一线体感来看，租家缺船的心态非常强烈，船东

的信心也处于高涨状态。综合来看，当前运价反映了战争风险溢价和强劲的能源抢运需求。油轮的战略价值凸显，并受到一年期期租价格的有力支撑。只要不发生极端事件，短期内市场的乐观态势预计仍将持续。

对于近期通过“暗行”方式运出的货量规模及其未来的增长潜力，市场上有不同看法，如何评估其对市场的影响？

关于“暗行”的具体货量数据来源多样，有说法称短期内曾达到每日 600-700 万桶，甚至有原油与成品油合计达到每日 1,500 万桶的说法。但从实际操作来看，通过船对船过驳作业的效率，必然低于船舶直接进港装载的正常通行模式。因此，“暗行”运输量完全达到冲突前海峡正常流通的水平，可能性较低。然而，对市场而言，关键并非货量峰值能达到多高，而在于它能以一种相对可持续的方式持续进行。这种持续性为石油买家提供了他们认可的采购窗口或信号。在地缘政治摩擦进入拉锯状态的背景下，买家需要把握每一个可利用的机会进行采购或补充库存。因此，石油能够通过这种方式运出来，这一点本身对市场就至关重要。

关于船对船过驳作业，其操作方式、对运营效率的影响，以及这种效率损失如何反作用于 VLCC 的有效运力？

STS 作业通常是两艘 VLCC 直接并靠进行过驳。这种操作所耗费的时间，包括停泊等待的时间，都会计入 TCE（等价期租租金）计算公式中的分母，即营运天数。虽然目前没有精确的单次过驳时长数据，但预计不会太慢。从行业角度看，STS 作业导致的效率损失，类似于船舶绕行导致航距拉长，实际上会消耗 VLCC 的有效运力。当采用过驳方式的运输规模增加时，会进一步加剧运力的紧张状况，从而对边际供需关系产生改善作用，这对市场而言可以被视为一个积极因素。

近期有报道称阿曼与伊朗就海峡问题达成协议，考虑到当前“暗行”主要通过阿曼附近海域进行，如何看待这一事件对未来的潜在影响？

无论协议内容如何，通过阿曼南面路线进行的“暗行”运输已经是既成事实，有船舶正在使用该航线。因此，相关的讨论是基于已经发生的情况。需要关注该协议最终会产生何种具体结果。不过，当前无论是美伊关系还是阿曼与伊朗的互动，似乎都与贸易的直接关联性不大。

随着“暗行”打通，中国等亚洲国家从中东的进口量正在回升，同时中国近两个月也增加了成品油出口配额。如何看待中国原油及成品油需求的恢复及其对市场的影响？

作为船公司，很难预测出口配额这类政策性安排。但从当前市场情况看，中国的成品油出口相较于美伊冲突爆发初期已出现边际好转。炼厂开工率提升、成品油出口增加以及原油进口增长，这三者之间存在连锁关系。这些事件已经发生，并且对当前的运价产生了实际影响。展望未来，短期内这些积极状况预计将具有--

定的延续性。

尽管行业老龄化问题突出，但 2026 年以来新船订单有所增加，尤其是欧洲船东的下单较为积极。如何评估从 2027 年开始，特别是 2028 年之后的新船交付对行业供给端的压力？

客观上，运力的净增长确实会使供需关系面临恶化压力。但需要从几个层面理解当前的新船订单情况。首先，这批 VLCC 订单的交付将从 2028 年才开始，对近两年的市场不会产生重大影响。其次，到 2028 年，船队的老龄化程度将更为严重。目前，已有接近 20%的 VLCC 运力被列入制裁名单，同时另有 20%的运力船龄超过 20 年，这些老旧船舶基本不会被合规船东使用，市场本身已处于缺船状态。因此，市场参与者下单造船是相对合理的行为。当前新船订单占现有船队比例约 30%，且交付将是梯度式的，而非集中在某个时间点。综合来看，订单增加无疑会给未来运价带来压力，但运价是供需两端共同作用的结果。未来两年的市场变化尚不可知，虽然可以对供给增加保持担忧，但不必盲目悲观，目前的订单量尚未达到能对行业基本面造成根本性破坏的程度。

在当前地缘政治影响减弱或航运模式调整后，从中长期视角看，原油海运的需求增长趋势和主要驱动力是什么？

从中长期来看，原油海运需求存在增长动能。首先，从石油生产端来看，运距拉长是既有趋势，其中南美地区，特别是巴西近两年的产量增长，对行业运距有显著的正面贡献，并且这将是未来的一个主要增长点。其次，补库存需求将成为一个重要的驱动因素。经历当前地缘政治动荡后，各石油消费国可能会提升其安全库存的储备量。这种补库意愿预计将在短中期内持续，成为消费国愿意考虑并实施的行动。

考虑到近期全球去库存明显且终端消费偏弱，未来一到两年内，哪些条件能够促使补库存需求更显著地释放？

补库存需求能否有效释放，最核心的条件是建立一个相对平稳的模式，确保原油能够顺利运出。例如，当前形成的暗航模式，打通了物流环节，使得购买石油成为可能，这是支撑采购行为的一个非常重要的前提。如果没有这种打通物流的运输模式，即使有购买意愿也未必能买到石油。因此，航运运输模式为应对当前局势而发展得更加成熟，是补充库存行为得以实现的关键前提。

2025 年下半年，中东和南美的原油增产是驱动油运市场景气度提升的重要因素。展望未来，中东地区恢复其市场份额的增产潜力，是否能成为未来一到两年内油运需求增长的另一个中期驱动力？

增产对于油运市场而言是积极的。从运输角度看，只要下海的货量增加，就会对运价产生正面作用。近期阿联酋退出 OPEC 组织，整体趋势也指向增产。因此，

增产对油运市场是利好因素。如果未来中东能够延续其恢复全球原油出口市场份额的进程，同时南美继续增产，这将成为油运需求端一个值得期待的中期驱动力。

如果未来伊朗所受制裁得以解除，将对油运市场的需求和供给两端产生何种影响？

伊朗解禁的可能性目前难以预期，尤其考虑到近期美伊关系的紧张局势。若进行情景分析，其影响主要体现在两方面。需求端，伊朗近两个月的原油出口量被压制在每日八九十万桶的低位，远低于冲突前约一百五六十万桶的水平，这在一定程度上对合规市场有拉动作用，因为买家会转向采购合规原油，从而使用合规运力。如果制裁彻底解除，伊朗的石油出口量可能在短期内恢复至每日 200 万桶的水平，大量原油将重返合规市场。供给端，为伊朗石油提供服务的影子船队中，根据判断，那些被列入美国制裁名单的船舶大概率无法回归合规市场，这可能导致一部分运力被市场出清。

公司后续的资本开支计划、资金来源以及分红政策是怎样的？

关于资本开支，具体可参考公司中期报告发布的 PPT。目前主要的资本开支以油轮和 LNG 船的节点船款支付为主。这些开支的资金来源大部分是银行贷款，同时部分船舶的建造也使用了 2025 年定增募集的资金。在分红方面，公司目前的想法是倾向于维持一个比较稳定且可持续的分红模式。

随着公司外贸油运业务盈利大幅增加，若维持 50%的分红比例，是否会导致公司整体的所得税率上升？

所得税率不会因此上升。公司的会计政策是，在每个报告期都会计提递延所得税，这在利润表上已经提前反映，而不是在分红时才计提。与一些海外子公司利润不计提递延所得税负债的公司不同，本公司采取计提政策，因此相关影响已在各报告期的利润表中体现。

公司如何展望未来两年的行业景气度和业绩表现？

公司对油运行业的景气度依旧非常看好，且信心比过去几年更为坚定。这主要基于几个方面：一是在当前地缘政治冲突的乱世格局下，油轮行业的战略重要性凸显；二是供需基本面结构良好，约 20%的油轮受到制裁，导致合规油轮具有稀缺性；三是行业竞争格局得到优化。综合来看，油运行业值得持续关注，随着景气度的持续，行业后续的利润表现也值得期待。

