长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 行业周报 | 海运

迎接“效率脱钩牛”——重视散运布局窗口期&成品油量价上行预期

报告要点

厄尔尼诺对于巴拿马运河的影响持续发酵，将沿着周转效率下降从而推涨运价的路径逐步兑现；同时，西芒杜铁矿石发运将迎来旺季，重视散运布局窗口期，核心标的海通发展、太平洋航运。原油轮维持高景气，同时美伊冲突以来，成品油轮受亚洲贸易量下降而压制，行业呈现“西强东弱”的特征。中东出口逐步恢复、国内炼厂开工率提升，边际上成品油轮有望量价修复上行。集运景气延续，三季度板块业绩有望高增，推荐中谷物流、海丰国际。

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 |

2026-08-31

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”——重视散运布局窗口期&成品油量价上行预期

油运：国内炼开工率底部提升，成品油轮有望量价上行

周度复盘：截至 8 月 28 日，克拉克森评估 VLCC-TCE 录得 22.1 万美元/天，周环比-3.4%。分航线看，西迪基里尔-蔚山港 VLCC-TCE 录得 15.7 万美元/天，周环比-10.8%；阿曼湾-远东 VLCC-TCE 录得 20.3 万美元/天，周环比+4.2%；美湾航线 VLCC TD22-TCE 录得 17.1 万美元/天，周环比+0.5%（8 月 27 日数据）。成品油轮方面，MR 油轮太平洋一揽子运价录得 4.1 万美元/天，周环比+50.8%（8 月 27 日数据）。

周度聚焦：我国成品油炼厂开工率底部提升，截至 8 月 27 日，我国独立炼厂和国营炼厂开工率为 52.7%和 76.3%，较 7 月均值环比提升 6.1 pct 和 3.7 pct。美伊冲突致霍尔木兹海峡封锁，中东成品油出口锐减，亚洲国家实施出口限制，部分买家转向美湾、西非等远洋货源，长距离贸易增加支撑吨海里需求，二季度以来 MR 成品油轮市场呈现“冲高回落、西强东弱”的显著特征。当前，原油裂解价差达 75.3 美元，创 2006 年以来新高，出口套利空间可观。**随着中东出口逐步恢复、国内炼厂开工率提升，成品油轮有望量价修复上行，重视成品油轮投资机会。**

散运：厄尔尼诺影响初现，重视干散货布局窗口期

周度复盘：截至 8 月 28 日，波罗的海干散货运价指数 BDI 录得 3,186 点，周环比+12.1%。分项看，BCI、BPI 和 BSI 分别录得 5,336 点、2,315 点和 1,647 点，分别周环比+17.2%、+10.1%和+0.4%。矿商发运回升，加上台风天气影响船舶周转，大船运价上行。

周度聚焦：历史复盘看，厄尔尼诺气候发生期间，散运往往表现较好，传导路径主要是：1）巴拿马运河通行能力因干旱而下降，运河管理局收紧通行额度并提高通行费，从而增加运河通行成本抬高运价；2）通行能力下降后，部分船舶扰动降低周转效率，供需收紧后向运价传导。**2023-2024 年厄尔尼诺期间，巴拿马运河干散货船通行量下降七成，受冲击最大。**8 月至今，干散货船、集装箱船和油轮的巴拿马运河通行量较 7 月周均值分别下滑-27.9%、-4.6%和-4.4%。**展望四季度，厄尔尼诺影响持续发酵，西芒杜铁矿石发运将迎来旺季，重视干散货布局窗口期。**

集运：美线景气延续，三季度业绩有望高增

周度复盘：截至 8 月 28 日，上海集装箱出口运价指数 SCFI 录得 3,510 点，周环比+2.9%。分项指数看，美东航线录得 10,046 美元/FEU，周环比+3.6%；中东和东南亚航线分别录得 6,139 美元/TEU 和 796 美元/TEU，分别周环比+7.2%和+9.3%。

周度聚焦：巴拿马运河通行能力的受限，美洲航线运价延续高景气；中东地缘风险和远洋高景气支撑下，近洋航线涨幅明显，**集运板块三季度业绩有望高增。**

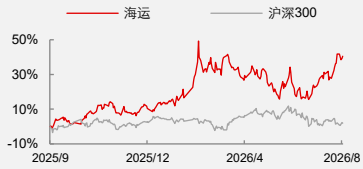
投资建议：迎接“效率脱钩牛”——重视散运布局窗口期&成品油量价上行预期

厄尔尼诺对于巴拿马运河的影响持续发酵，将沿着周转效率下降从而推涨运价的路径逐步兑现；同时，西芒杜铁矿石发运将迎来旺季，重视干散货布局窗口期，核心标的**海通发展、太平洋航运。**原油轮维持高景气，美伊冲突以来，成品油轮受亚洲贸易量下降而压制，行业呈现“西强东弱”的特征。**中东出口逐步恢复、国内炼厂开工率提升，边际成品油轮有望量价修复上行。**集运景气延续，三季度业绩有望高增，推荐**中谷物流、海丰国际。**

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)



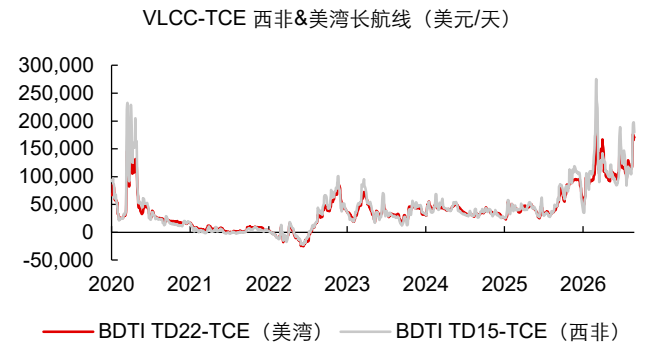
资料来源：Wind

相关研究

- 《迎接“效率脱钩牛”——油运效率和需求再审视》2026-08-24
- 《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

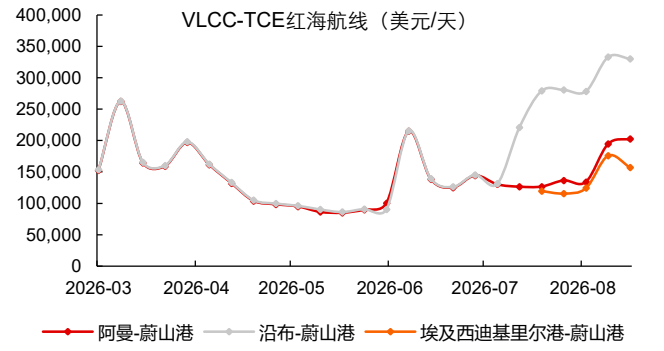
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：VLCC-TCE 西非&美湾长航线（美元/天）



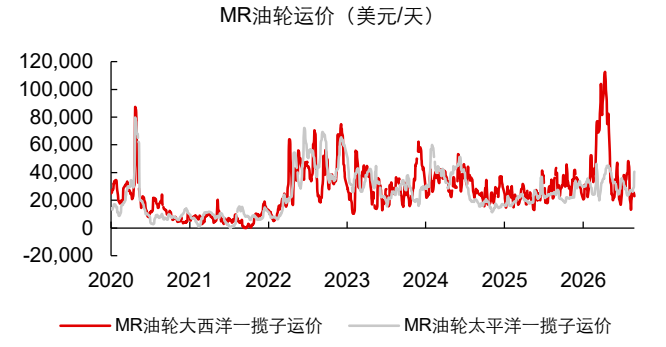
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 2：VLCC-TCE 中东相关航线（美元/天）



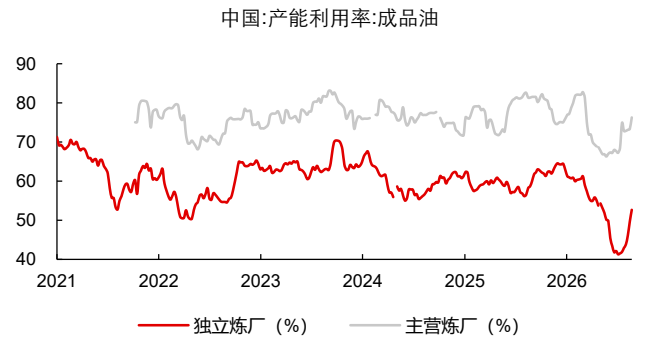
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 3：MR 油轮 TCE 运价



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 4：中国：产能利用率：成品油



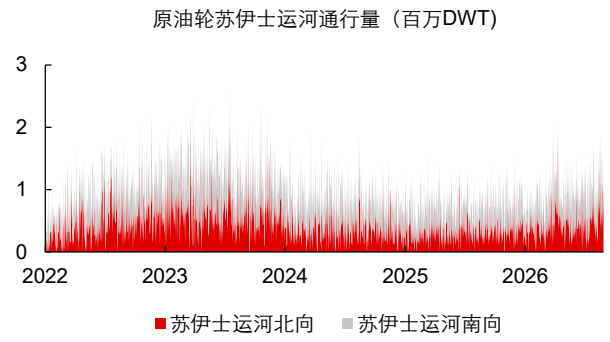
资料来源：Wind，长江证券研究所

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%

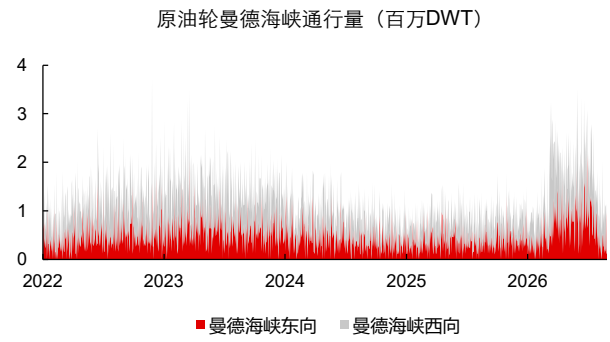
资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所

图 5：原油轮曼德海峡通行量（百万 DWT）



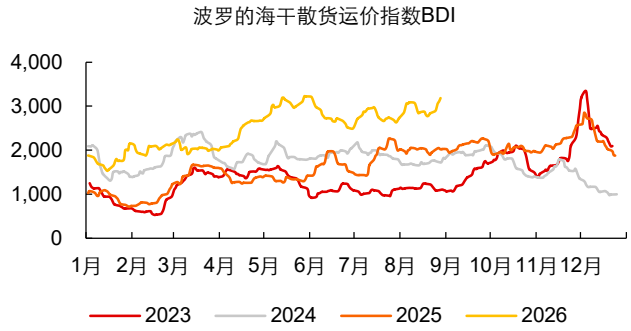
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 6：原油轮苏伊士运河通行量（百万 DWT)



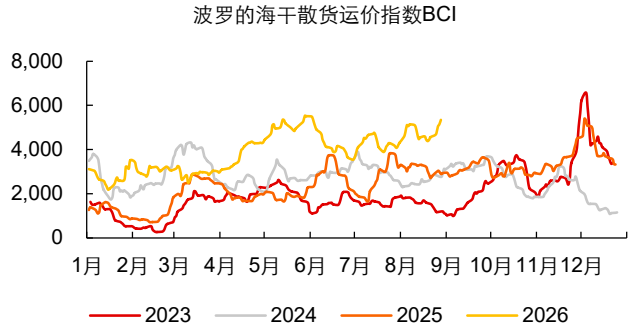
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 7：波罗的海干散货运价指数 BDI



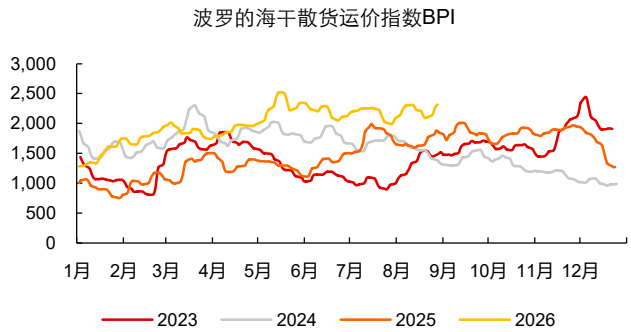
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：波罗的海干散货运价指数 BCI



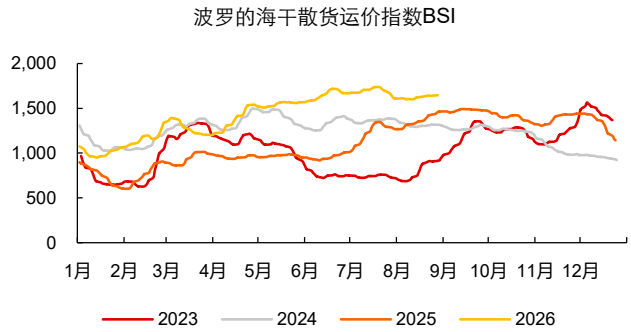
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：波罗的海干散货运价指数 BPI



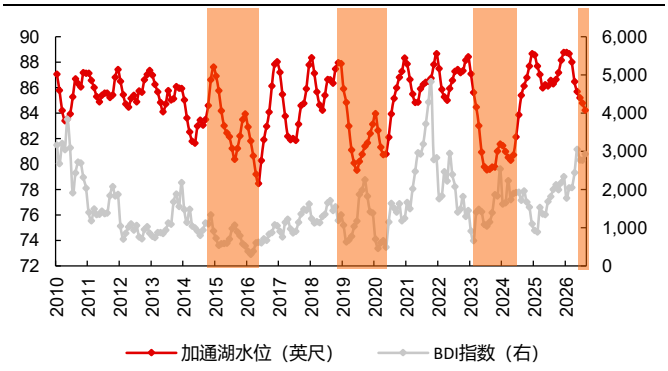
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：波罗的海干散货运价指数 BSI



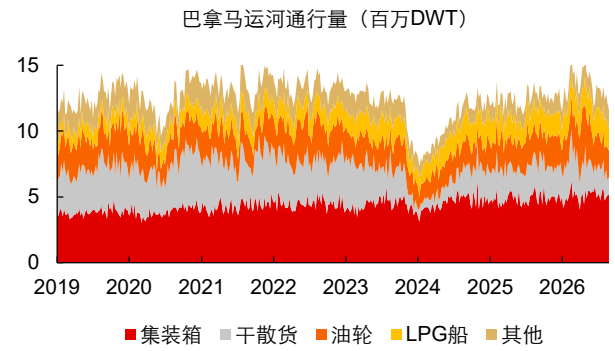
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：加通湖水位 vs. 干散货运价指数 BDI



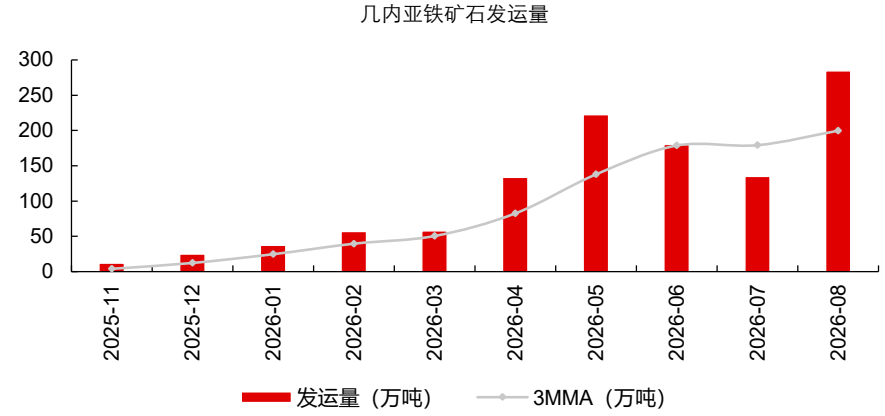
资料来源：Wind，巴拿马运河管理局，长江证券研究所

图 12：巴拿马运河通行量（百万 DWT）



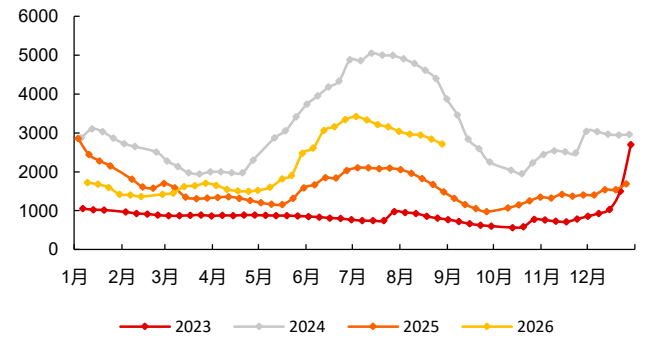
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 13：几内亚铁矿石发运量



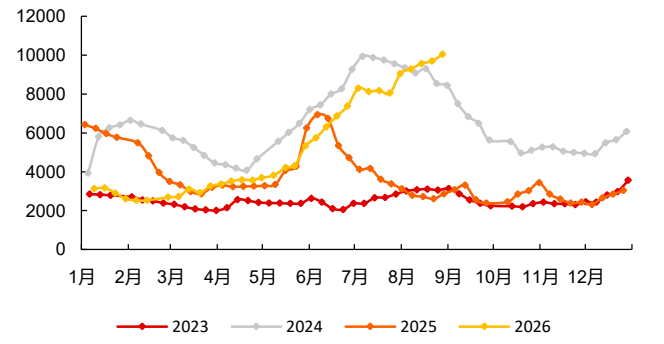
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 14：SCFI：欧洲航线（美元/TEU）



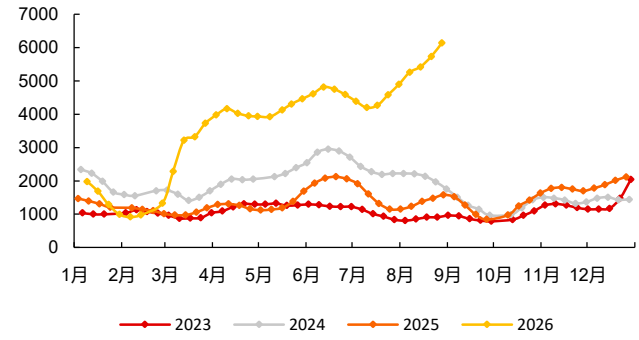
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 15：SCFI：美东航线（美元/FEU）



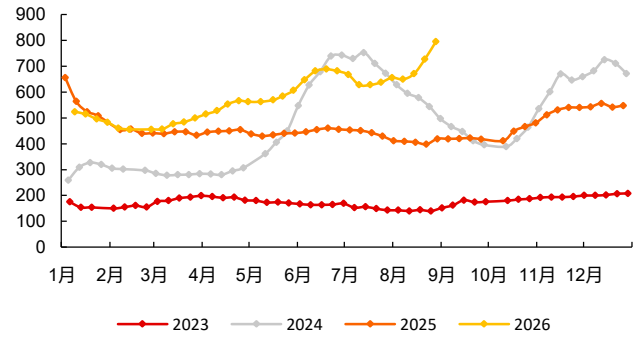
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 16：SCFI：波斯湾（迪拜）航线（美元/TEU）



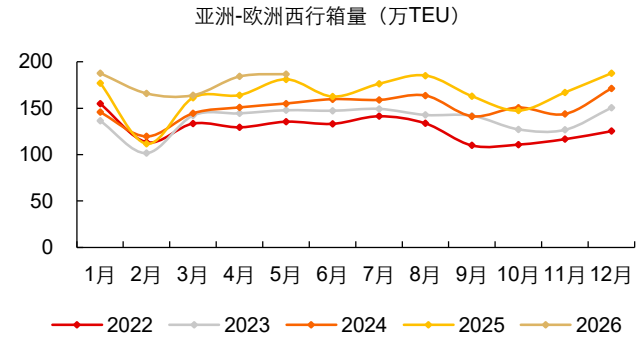
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 17：SCFI：东南亚（新加坡）航线（美元/TEU）



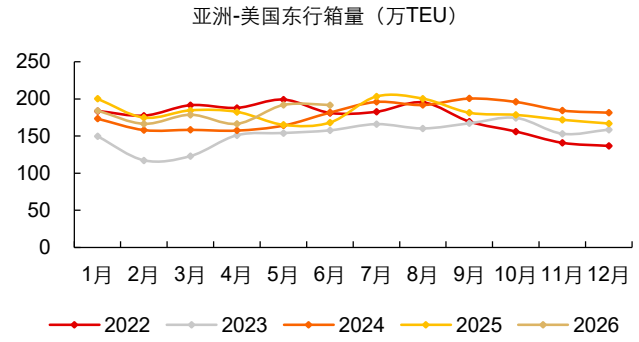
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 18：亚洲-欧洲西行箱量（万 TEU）



资料来源：日本海事，长江证券研究所

图 19：亚洲-美国东行箱量（万 TEU）



资料来源：日本海事，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。