交运行业投资框架之油运 20260905

双海峡危机驱动运力折损，补库需求与老龄化共振开启油运大周期

摘要

- 双海峡危机叠加绕航导致有效运力折损近 20%，绕航好望角航程为原 TD3C 航线的 2.5 倍。
- 海峡解封后补库与扩库需求共振，预计日运输需求增量达 3%，补库周期或超 400 天。
- 伊朗原油若回流合规市场，将提振全球吨海里需求 5.1%，中东-亚洲航线需求增量达 13%。
- VLCC 老龄化严重，15 年以上船龄占比 45%，2028 年后大规模运力出清将开启新大周期。
- 第三方市场实际有效运力不足 450 艘，头部船东集中度高，新港口与托克合计占比近 40%。
- 2026 年下半年运价中枢若维持 20 万美元/天，招商轮船与中远海能对应 PE 仅为 8 倍和 7 倍。

Q&A

当前油运行业的核心观点是什么？

核心观点认为，2026 年第四季度的供需缺口明确，短期内运价存在继续上行的空间，特别是中东至中国航线的运价正持续创下新高。尽管存在海峡通航的不确定性，但短期风险溢价为运价提供了弹性。中期来看，航线重构与供给端的刚性将决定运价中枢。因此，市场强烈看好海峡恢复通航后运价弹性的释放，以及在此背景下招商轮船和中远海能的业绩兑现。

当前油运市场面临哪些主要的供给端和需求端催化因素？

供给端的主要扰动因素有三点：首先，胡塞武装于 7 月 20 日封锁曼德海峡，与此前霍尔木兹海峡的通行受阻形成“双海峡危机”，导致部分船东已开始绕航好望角，该航线运输距离是原 TD3C 航线的 2.5 倍，将极大折损有效运力。其次，

沙特航运公司 Bahri 的 40 艘 VLCC 因曼德海峡封锁被困于红海及地中海地区，相当于退出了全球运营。最后，美国在霍尔木兹海峡的暗航航道拥堵问题影响了约 10 艘 VLCC 的运力。综合来看，这三项供给端扰动将导致近 20%的有效运力折损。需求端方面，短期内伊拉克巴士拉港正以每桶 20 至 30 美元的高折扣价出口原油。同时，中国成品油出口配额的提升也带来了刚性的原油采购需求。尽管国家战略库存充足，但商业库存可能已处于低位，为满足成品油出口需进口更多原油，为原油运输需求提供了支撑。此外，由于海峡长期封锁，部分国家已处于低库存状态，其补库需求也为短期供需缺口提供了明确支撑。船东方面的抱团挺价行为也使得运价的弹性和持续性超出市场预期，系统性地抬升了行业的盈利中枢。

从短、中、长期三个维度来看，油运行业的投资逻辑是怎样的？

短期逻辑在于，市场预期海峡终将恢复通航。一旦通航，积压的补库与扩库需求将集中爆发，从而推高运价中枢，使高运价逐步兑现为企业盈利。 中期逻辑主要受两方面支撑。一方面，新的影子船队通过扫船行为重构了运力格局，为运价形成托底作用。另一方面，若伊朗原油回流至合规市场，预计将提振全球约 5.1%的吨海里需求；如果聚焦于中东至亚洲航线，需求增量可达 13%。因此，高运价具备中长期的支撑基础。 长期逻辑则聚焦于供给侧的结构性变化。当前原油轮，特别是 VLCC 船队的老龄化问题相当严重。预计 3 到 5 年后，船龄超过 20 年的船舶占比将接近一半。结合环保新规的替代要求，未来的运力出清有望创造结构性机会，甚至可能开启下一轮行业大周期。

历史上油运大周期的核心驱动因素是什么？本轮周期与以往有何不同？

复盘历史上三轮油运大周期可以发现，供给端始终是每一轮周期的核心影响因素。行情启动通常源于运力格局的改变，无论是通过运力出清还是有效运力的折损，再结合季节性或特殊事件等需求端催化剂落地，形成供需共振，从而推高整体运价中枢。 本轮大周期与以往的不同点在于，当前 VLCC 船队的老龄化问题尤为严重。目前，船龄 15 年以上的船舶占比超过 40%，20 年以上的占比超过 20%。展望未来 3 到 5 年，即使考虑到新船交付，20 年以上船龄的船舶占比也将超过 40%。叠加环保新规的要求，预计在 2028 年之后，随着 2029 至 2030 年运价可能的回落，将有望开启一轮运力出清，从而延续本轮油运的高景气度。

如果海峡解封，潜在的补库和扩库需求对油运市场将产生多大的影响？

自冲突以来，全球原油市场每天的供需缺口约为 600 万桶。若假定海峡在 2026 年 8 月 31 日恢复通航，全球累计的石油库存损耗将达到约 11 亿桶，届时全球可视总石油库存仅剩 71 亿桶，处于历史中枢偏下水平。要将库存恢复至 82 亿桶的水平，考虑到库存周期和运输时间，整个补库过程将持续一年以上。如果海峡封锁持续到第三季度末，补库周期将超过 400 天。 此外，原油断供风险的常态化将促使东南亚及欧洲等国家上修其原油安全库存天数，预计将产生约 8 亿桶的新增库存需求，对应的扩库时间超过 250 天。如果补库与扩库同步进行，预计每天

可创造 3%的日运输需求增量。若伊朗原油回流至合规市场，将额外为全球带来 5%的吨海里运输需求，其中中东至亚洲航线的需求增量可达 13%。

当前 VLCC 市场的供给格局和运力集中度情况如何？

根据克拉克森的数据，全球在航 VLCC 船队规模已超过 930 艘。剔除在影子船队中服役的 165 艘受制裁运力后，合规市场的运力约为 765 艘。中国主要船东合计掌握了约 17%至 20%的合规运力，占全球总运力（含影子船队）的 14%至 16%，显示出 VLCC 运力向头部集中的明确态势。 在合规运力市场的基础上，还需扣除用于海上浮仓、空置以及国有国运的船舶，因此实际可供第三方市场使用的有效运力供给不足 450 艘。其中，新港口与托克合计掌握的 VLCC 运力规模约为 160 至 180 艘，占第三方市场实际有效运力的近 40%。

未来几年 VLCC 的交付计划和有效运力供给趋势是怎样的？

尽管名义交付量增加，但合规市场的有效运力在 2026 至 2028 年间将持续趋紧。具体的 VLCC 预计交付量为：2026 年 40 艘，2027 年不足 70 艘，而 2028 年及以后将有超过 210 艘的运力交付。与此同时，当前船龄在 15 年及以上的 VLCC 船舶占比已达到 45%，老龄化问题将对有效运力供给形成约束。

基于当前的运价水平，相关公司的估值情况如何？

2026 年第三季度的运价中枢与第二季度基本持平，而第四季度已呈现出“旺季更旺”的季节性特征。若以中性偏保守的 20 万美元/天的运价中枢来预测 2026 年下半年的业绩，招商轮船当前对应的市盈率仅为 8 倍，中远海能则为 7 倍。

人在草木间