仅供内部参考，请勿外传

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 09 月 22 日

相关研究

【兴证交运】交运数据周报（2026.09.14 - 09.20）油轮运价加速上涨，中东风险溢价带来又一主升浪-2026.09.20

【兴证交运】航运八月数据跟踪：原油油轮运价大幅上涨，美线集运、干散货运价亦持续上涨-2026.09.16

【兴证交运】交运数据周报（2026.09.07 - 09.13）中东乱局形势升级，油轮运价走上新高-2026.09.13

分析师：王凯
S0190521090002
wangkai21@xyzq.com.cn

研究助理：林翰
linhan1@xyzq.com.cn

油轮板块跟踪：需求到位，风险溢价与效率折损带来油运主升浪

投资要点：

- **运价与股价复盘：三阶段上行态势明显。** 2026 年 3 月 1 日以来，VLCC-TCE 均值约 24.8 万美元/天、同比+501.5%，波斯湾-中国 TCE 均值 46.6 万美元/天、同比+1041.9%。第一阶段（2025.8-2026.2）制裁与补库推动运价与股价共振上行；第二阶段（2026.3-2026.6）海峡封锁使运价 3 月 3 日冲高至 31.9 万美元/天后回落，6 月 30 日收 18.2 万美元/天、较高点回落 42.9%，“有价无量”担忧与资金结构性分流使股价同步回撤；第三阶段（2026.7-2026.9）成品油短缺驱动量价齐升，VLCC-TCE 自 7 月 2 日低点 17.5 万美元/天升至 9 月 17 日的 70.8 万美元/天、涨幅 304.1%，创 2008 年以来新高，TD3C 与美湾-中国 TCE 分别达 121.3 万美元/天、38.8 万美元/天；同期股价涨幅（招商轮船+60.7%、中远海能+55.3%）落后于运价。

- **总逻辑：原油海运需求是必要条件。** 7 月前“有价无量”、7 月后“有价有量”，分野不在封锁本身，而在于原油需求是否足够强劲。7 月以来，从炼厂端看，成品油紧张与炼厂产能匮乏推高裂解价差，中国放松出口后炼厂提升开工、抢购原油，带来需求基本面；产油国端，财政压力下出口诉求刚性且迫切，分担了运输成本的同时，进一步提高了原油运输的需求。在这一背景下，强需求支撑得以形成，航道风险溢价才通过过驳运输等方式，最终转化为量价增长。

- **助推因素一：裂解价差走阔形成需求基本面。** NYMEX 3:2:1 裂解价差战前平稳于 20-30 美元/桶，3 月封锁后加速上行，8 月 28 日达 75.3 美元/桶峰值；成因是霍尔木兹切断中东成品油出口、俄罗斯炼厂受袭、中国二季度严控出口、全球成品油库存快速消耗（美国汽油、馏分油库存较年内高点分别下降 20%、19%）。7 月初中国放开出口后，主营炼厂开工率自 67.7%回升至 73.2%、独立炼厂自 42.2%回升至 55.0%，裂解价差实际转化为炼厂利润，“暗航-过驳”链路随之规模化。

- **助推因素二：霍尔木兹海峡与曼德海峡“双重危机”，运输路径重构。** 霍尔木兹海峡封锁后，部分需求转向大西洋原油，中国山东到港航距由波斯湾的 6,164 海里拉长至美湾、巴西、西非的 15,448、13,576、10,379 海里；曼德海峡方向，胡塞禁止涉沙特船只通行，延布港货载改经苏伊士运河，航距由 6,934 海里增至 15,465 海里（+123%）。9 月中旬沙特管道泵站遇袭后，货量重返波斯湾高风险航线，风险溢价与吨海里需求同步上行。

- **看长期：供需两端具有潜在利好。** 需求端，库存以创纪录速度去化：美国战略原油库存 9 月降至 2.85 亿桶、回补空间超 4 亿桶；中国港口库存指数 9 月 16 日降至 87.32、续创新低，未来补库需求有望持续支撑油轮量价走向长牛。供给端，原油油轮 20 年以上老船占比达到 22.2%，其中多为承运受制裁原油的“影子油轮”，未来出清只是时间问题；与此同时，市场出现运力巨头——长锦商船，至 2026 年 2 月初，其已控制 118 艘 VLCC（占全球活跃 VLCC 船队的 13%、合规 VLCC 船队的 16%），使前十大船东控制合规运力近 60%，船东控价能力提升，运价向下有坚实底部。

- **投资建议：**炼厂、产油国双端需求正助推油轮量价持续走高，建议继续锚定观察需求端支撑强度；未来待海峡解封，油轮有望向补库周期、黑船退出周期驱动的长牛切换，转向长期温和上行逻辑。推荐招商轮船（油散双主业、外贸敞口最充分，有望充分受益油散共振上行周期）、中远海能（专注油轮、VLCC 运力全球前列）。

- **风险提示：**航道地缘冲突风险、需求承压风险、运输经营风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 复盘运价与股价：三阶段上行态势明显 3
二、 2026 年油运的总逻辑：原油海运需求是必要条件 6
（一） 助推因素一：裂解价差走阔为炼厂带来丰厚利润空间，形成了需求基本面，波斯湾高运价得以兑现。 7
（二） 助推因素二：运输路径的重构：霍尔木兹海峡与曼德海峡的“双重危机” 10
三、 看长期：供需两端具有潜在利好 11
（一） 需求端：原油库存快速去化，未来补库需求显著 11
（二） 供给端：运力供给增量有限，巨头重塑定价机制 12
四、 投资建议 15
五、 风险提示 16

图目录

图 1、 VLCC-TCE 及各航线运价 3
图 2、 其他油轮船型运价 3
图 3、 运价与股价：第一阶段（2025.8-2026.2） 4
图 4、 运价与股价：第二阶段（2026.3-2026.6） 5
图 5、 运价与股价：第三阶段（2026.7-2026.9） 6
图 6、 总逻辑图 7
图 7、 裂解价差与成品油库存对比 9
图 8、 油轮主要航线 11
图 9、 美国战略石油储备 12
图 10、 中国港口商业原油库存指数 12
图 11、 油轮船龄结构（2026 年 8 月末） 13
图 12、 油轮平均船龄 13
图 13、 受制裁原油轮数 14
图 14、 VLCC 市场份额状况（2026 年 2 月） 15
图 15、 VLCC 船价（2026 年 9 月 11 日） 15

表目录

表 1、 推荐及关注标的估值表 16

仅供内部参考，请勿外传

一、复盘运价与股价：三阶段上行态势明显

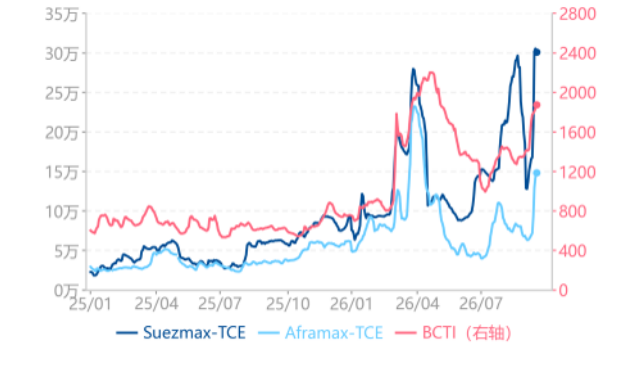
油轮运价：战争催化下中枢显著拉高，7 月以来开启又一轮上行周期。2026 年 3 月 1 日以来，VLCC-TCE 均值约 24.8 万美元/天，同比涨 501.5%；其中波斯湾-中国 TCE 均值约 46.6 万美元/天，同比涨 1041.9%；美湾-中国 TCE 均值为 13.3 万美元/天，同比涨 228.4%。其中，2026 年 7 月以来，油轮运价出现了一波猛烈的上行趋势——7 月 1 日至 9 月 16 日，VLCC-TCE 从 17.8 万美元/天上涨至 67.5 万美元/天，涨幅达 279.5%；其中，波斯湾航线 TCE 在风险溢价助推下，从 28.6 万美元/天上涨至 114.5 万美元/天，涨幅达 300.4%；红海/阿曼湾-中国航线涨势最为凶猛，其 TD34-WS 指数从 155.5 点涨至 766.4 点，涨幅达 392.9%；与此同时，无风险的西非-中国、美湾-中国航线运价在运力抽水之下，亦出现迅速上涨，涨幅分别达到 295.7%、211.6%。

图1、VLCC-TCE 及各航线运价



数据来源：克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理。注：红海/阿曼湾运价系根据 TD34 WS 点位估算。
单位：美元/天

图2、其他油轮船型运价



数据来源：克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理
单位：左轴为美元/天，右轴为指数点

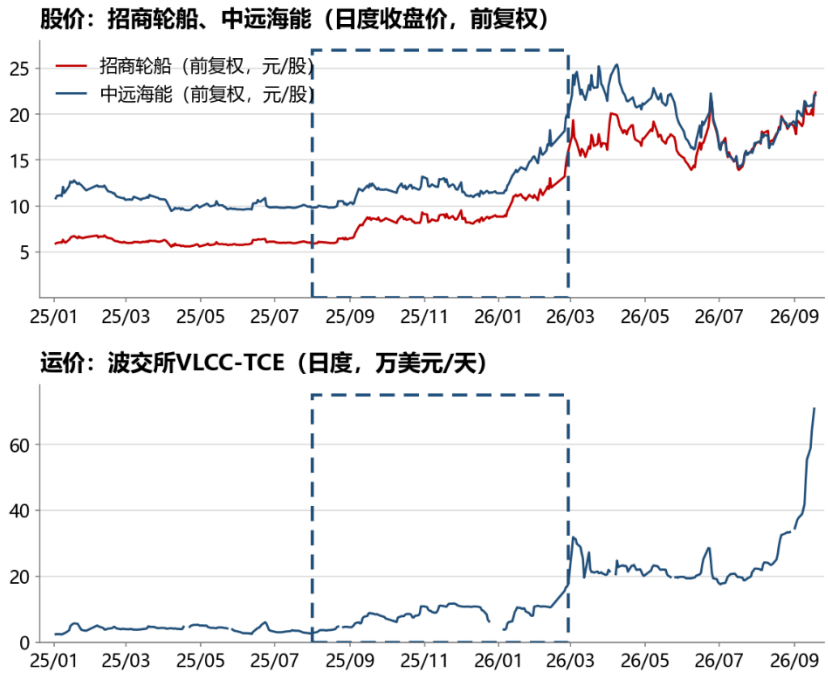
回顾油轮行情：三阶段特征凸显。回顾 2025 年以来油轮运价从低位徘徊到高歌猛进的全程，其可清晰地被分解为三个阶段：

- **第一阶段（2025.8-2026.2）：制裁与原油补库逻辑推动运价上升。**这一时期，VLCC-TCE 运价从 2.8 万美元/天爬升至 17.7 万美元/天，涨幅达 532.1%，运价中枢显著上行；与此同时，招商轮船股价从 5.9 元/股爬升至 16.0 元/股，涨幅达 170.7%；中远海能 A 股价从 9.8 元/股爬升至 20.1 元/股，涨幅达 104.4%。这一阶段行情由两大逻辑驱动：**其一是制裁对供给端的压缩**——美国持续加码对俄罗斯、伊朗的制裁，截至 2026 年 2 月，受制裁原油运力达到 9,041.7 万载重吨、占全球船队的 19.3%，黑色船队的活动空间被大幅压缩、被迫退出合规市场，原油运输需求持续向合规运力集中，直接推升合规市场的运价中枢。**其二是原油增产下，低油价对需求端的刺激**：OPEC+加速退出先前的自愿减产计划，美国、巴西、圭亚那等美洲产油国产量同创新高，

仅供内部参考，请勿外传

供给放量压制油价，布伦特原油 2025 年 12 月一度跌至近 60 美元/桶，有效激发了中国等国家的原油补库需求。

图3、运价与股价：第一阶段（2025.8-2026.2）



数据来源：wind，克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理。注：上图股价数据截至 2026 年 9 月 18 日，下图运价数据截至 2026 年 9 月 17 日。

- **第二阶段（2026.3-2026.6）：霍尔木兹海峡封锁，运价冲高回落，“有价无量”担忧显现。**这一时期，VLCC-TCE 一度冲高至 31.9 万美元/天（2026 年 3 月 3 日），但随后陷入震荡回落，最终于 6 月 30 日收 18.2 万美元/天，较高点回落 42.9%，全区间均值 22.4 万美元/天；与此同时，招商轮船、中远海能 A 股股价分别一度冲高至 21.57 元/股（6 月 24 日）、25.41 元/股（4 月 8 日），但亦陷入震荡回落，最终于 6 月 30 日分别收 17.30 元/股、17.48 元/股，较高点分别回落 19.8%、31.2%。**其背后是两层担忧：第一层是“有价无量”：**海峡封锁后通行量断崖下跌，保险费率飙升，而中国切断了成品油出口，炼厂不具有高价购油的动力，市场担心高运价无法转化为真实收入，实际成交价格无法弥补运输量的下滑。**第二层是资金面的挤压：**2026 年上半年 AI 算力引领的科技牛市对周期板块形成持续的“吸血”效应，资金自油轮板块分流，放大了回撤。然而，2026 年中报有力证伪了“有价无量”。招商轮船上半年油运业务净利润 61.9 亿元、同比+378.6%，中远海能上半年归母净利润 45.5 亿元、同比+143.2%，说明头部船东凭借高营运率与灵活摆位，确实把高运价转化成了真实利润，能够有效对冲运量的消减。

仅供内部参考，请勿外传

图4、运价与股价：第二阶段（2026.3-2026.6）



数据来源：wind，克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理。注：上图股价数据截至 2026 年 9 月 18 日，下图运价数据截至 2026 年 9 月 17 日。

- **第三阶段（2026.7-2026.9）**：需求恢复，量价齐升，运价走向历史新高。运价端，VLCC-TCE 自低点（7 月 2 日）17.5 万美元/天加速上行，于 9 月 17 日达到 70.8 万美元/天的历史新高，涨幅达 304.1%；其中，波斯湾航线 TD3C-TCE 涨至 121.3 万美元/天，阿曼湾-中国 TD34 WS 指数涨至 806 点，美湾-中国 TD22-TCE 涨至 38.8 万美元/天，涨幅分别达到 323.2%、418.3%、234.2%。运价的跳涨主要得益于两大需求端逻辑的到位——**从运量端来说**，中国自 7 月初以来逐步放开炼厂成品油出口配额，巨大的裂解价差得以转化为炼厂的实际利润，由此炼厂产生了高价抢购原油的动力；与此同时中东产油国财政压力加大，出口原油的诉求愈发强烈，部分产油国选择自担运费，进一步扩大了炼厂的利润空间与采购意愿；这一背景下，高运价得以实际成交，出现了“部分船东收取高价，冒险暗航进湾运油，湾外过驳后由其他船东承运剩余航程”的模式，波斯湾原油出口链路打通。**从运距端来说**，胡塞武装于 7 月下旬封锁曼德海峡，大量油轮不得不选择改经苏伊士-好望角航线绕道东行，航距拉长又进一步推高了吨海里需求。值得注意的是，股价涨幅落后于运价——招商轮船、中远海能 A 股股价于 7 月 17 日触底后反弹，于 9 月 18 日分别达到 22.36 元/股、22.07 元/股，涨幅分别为 60.7%、55.3%，落后于运价的增幅，显示市场对高运价的逻辑与持续性尚有疑问，估值尚未得到同步提升。

仅供内部参考，请勿外传

图5、运价与股价：第三阶段（2026.7-2026.9）



数据来源：wind，克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理。注：上图股价数据截至 2026 年 9 月 18 日，下图运价数据截至 2026 年 9 月 17 日。

二、2026 年油运的总逻辑：原油海运需求是必要条件

油轮量价的总逻辑：需求是触发量价增长的必要条件。回顾过往半年的量价走势，同样是霍尔木兹海峡封锁，船舶无法正常进出的状况，为何 7 月之前走出了“有价无量”逻辑，运价实质偏空，而 7 月后则走出“有价有量”的逻辑，运价转而偏多？从前文描述不难得出，霍峡的封锁只是形成高运价的助推器，**其能否真正兑现，全然取决于运输需求是否足以覆盖风险溢价**——上半年，由于各国成品油库存尚能支持正常生产生活活动，且中国基本切断了成品油出口，**炼厂难以将高裂解价差转化为高利润的背景下，对原油的需求自然不足，没有高价购油的动力**；进入下半年，日韩、东南亚、欧洲等多地成品油库存见底，中东成品油难以出口，俄罗斯炼厂遇袭瘫痪，美国成品油库存亦显紧张，多方面因素导致了全球裂解价差的增大；与此同时，中国部分放开炼厂成品油出口，**高裂解价差转化为高利润的通道得以打通，炼厂高价收购原油，跨霍尔木兹海峡的暗航通道才建立起来，油轮运力再次被中东需求吸引，不仅波斯湾线高运价得以坐实，其他航线在运力抽水下亦同步实现涨价，走向了“有价有量”。**由此，我们可以总结出下列逻辑：

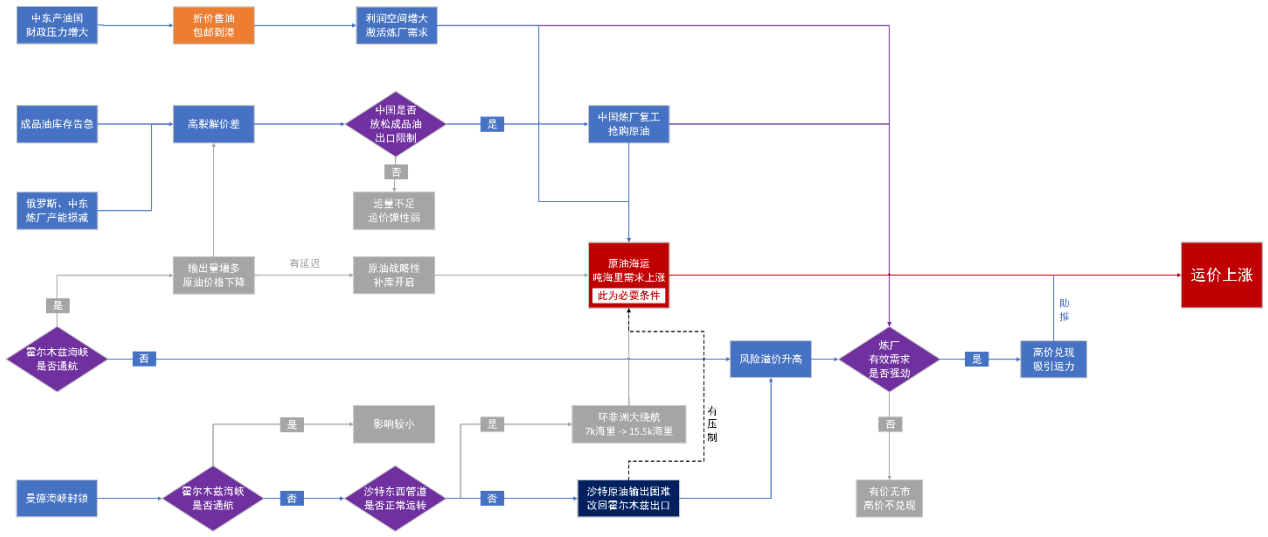
- **需求是触发量价增长的必要条件。**这又可以拆解成三个部分：**炼厂端，**全球成品油库存的紧张、炼厂产能的匮乏带来高裂解价差是需求增长的基础，此时若中国放松成品油出口限制，则中国炼厂将提升开工率，抢购原油，带来需求。**产油国端，**对于经济结构单一、石油依赖度大的部分产油国而言，若

仅供内部参考，请勿外传

原油长期难以出口，其经济、财政状况将显著承压，迫使其自担运费出口甚至折价出口，这又带来有效需求。**运距端，**在关键航道被封锁，但有其他绕道出口时（例如曼德海峡封锁后，油轮经苏伊士运河向北绕行），绕行出口亦带来运距拉长，提升吨海里需求，助推量价增长。

- **在强需求的支撑下，关键航道风险溢价才能有效转化成量价增长。**若需求端尚能通过库存原油/成品油支持，不具有强烈的购油意愿，则高运价只能转化为“有价无市”，此时风险升级更有可能形成利空；反之，若需求强烈，则相应的过驳运输航线能够组织起来，以低效率，高价格承运对应货量，带来量价齐升，此时风险升级更有可能形成利多。

图6、总逻辑图



数据来源：研究员自绘，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）助推因素一：裂解价差走阔为炼厂带来丰厚利润空间，形成了需求基本面，波斯湾高运价得以兑现。

NYMEX 裂解价差是衡量炼厂潜在毛利润的重要指标，其以美国原油、成品油价格为基准，按照“每 3 桶原油可炼制 2 桶汽油+1 桶柴油”的大致比例计算，公式为：

$$S = \frac{2Pg + 1Pd - 3Pc}{3}$$

其中，S 为裂解价差（Crack Spread，美元/桶），Pg 为美国市场汽油价格（Price of Gasoline，美元/桶），Pd 为美国市场柴油价格（Price of Diesel，美元/桶），Pc 为美原油价格（Price of Crude Oil，美元/桶）。因此，从数学上讲，NYMEX 裂解价差的真实含义为“每桶原油炼制为汽油、柴油后可产生的毛利润”。

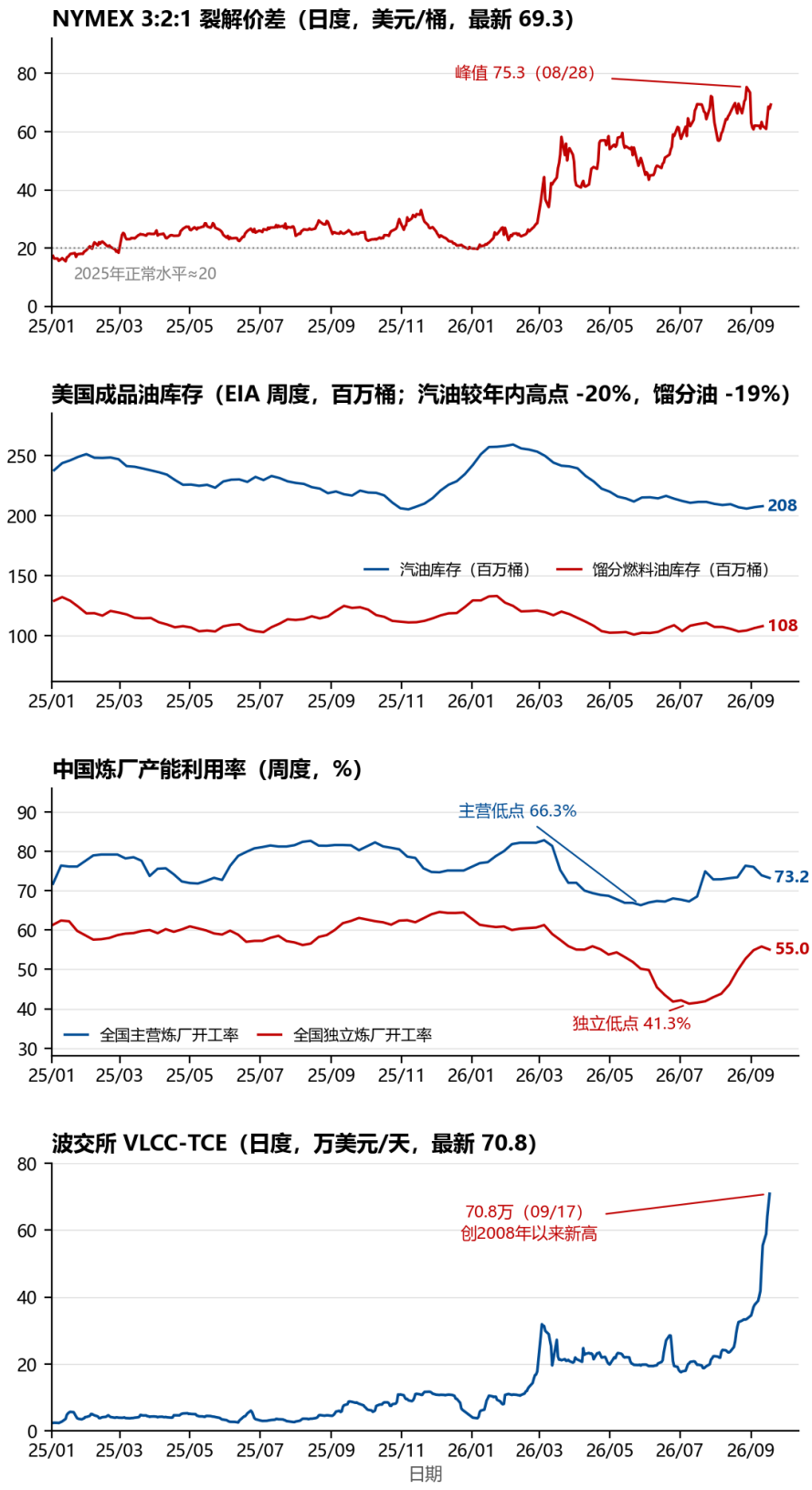
仅供内部参考，请勿外传

从 NYMEX 裂解价差来看，美伊开战之前，裂解价差平稳运行于 20-30 美元/桶左右；2026 年 3 月海峡封锁后，裂解价差开始加速上行，8 月 28 日达到 75.3 美元/桶的峰值，此后随着原油价格的上涨而有所回落，但仍处于高位。究其原因，Q2 以来，霍尔木兹封锁直接切断了中东成品油出口；俄罗斯炼厂持续遭受乌克兰打击，被迫出台柴油出口禁令；中国二季度为保国内成品油供给，基本切断了成品油出口，进一步加剧了亚太市场的紧张；由此，为维持生产生活的正常运转，各国不得不动用成品油库存，使之处于快速消耗中：以美国为例，其汽油库存自 2 月高点约 2.6 亿桶一路去化至约 2.07 亿桶、降幅 20%，馏分燃料油库存自约 1.3 亿桶降至约 1.05 亿桶、降幅 19%。**随着库存持续消耗，补库需求正变得愈发迫切，而同时下游需求亦在持续产生，巨大的供需矛盾推高了裂解价差，为炼厂带来丰厚利润空间。**

7 月初以来，中国放松炼厂出口成品油的限制，中国主营炼厂开工率自 67.7%回升至 73.2%，涨幅达 5.5 个百分点；地方炼厂开工率自 42.2%回升至 55.0%，涨幅达 12.8 个百分点，出口链路的打通与外界成品油库存的下滑形成了供需共振，**裂解价差得以实际转化为炼厂利润，使之有动力以高成本进口原油。**在高运价有了实际接受者后，一条跨越霍尔木兹海峡两端的过驳运输链路被逐步组织起来——部分船东通过暗航等形式，往返波斯湾内装载原油，出湾后通过船对船转运方式，将原油转交由其他船东运往目的港。**相较于直航，过驳运输效率低下（需要占用多艘船舶）且风险高，供需关系相当紧张，这是形成高运价的核心原因。**

仅供内部参考，请勿外传

图7、裂解价差与成品油库存对比



数据来源：NYMEX/CME、EIA、隆众资讯、克拉克森，兴业证券经济与金融研究院整理。
注：从上到下四张分图表，数据分别截至 2026 年 9 月 18 日、9 月 11 日、9 月 17 日、9 月 17 日。

仅供内部参考，请勿外传

（二）助推因素二：运输路径的重构：霍尔木兹海峡与曼德海峡的“双重危机”

霍尔木兹海峡：全球原油出海要道，其封锁造成了多方面影响。据克拉克森统计，美伊战争开始前，全球 20%的石油供应、34%的海上石油贸易、30%的液化石油气（LPG）贸易及 20%的液化天然气（LNG）贸易需经过霍尔木兹海峡；另据 IEA 统计，当时霍尔木兹海峡原油输出量日均 1500 万桶左右，成品油 500 万桶左右。美伊开战以来，由于伊朗军方、美国军方先后对海峡采取封锁措施，以拦阻、炮击等方式禁止商船出入，在船舶信息系统（AIS）统计中，海峡通航量锐减至个位数。这一封锁带来多方面影响：

- **其一，部分原油需求转向长航线，拉高了吨海里需求。**由于全球原油需求、炼厂产能集中于东亚，在波斯湾航线关闭后，炼厂不得不加大对大西洋原油的进口，提升了吨海里需求。以波斯湾-中国山东为例：该航线距离约 6164 海里，海峡封锁后，部分需求转向美湾、巴西与西非，其到达中国的航距分别拉长到 15448 海里、13576 海里、10379 海里，这一吨海里需求的拉长成为上半年油运高运价得以维持的一大重要因素。
- **其二，高风险暗航逐步走向常态化，推动风险溢价逐步兑现。**部分冒险型船东利用伊朗雷达力量薄弱的现状，夜间关闭 AIS 应答器暗航出入海峡，以高风险换取高收益，形成了一条透明度低，数据难以获取的“暗航-过驳”运输链路，而正如前文所言，7 月以来在需求端助推下，这一链路逐步走向了规模化常态化运营，但其运输效率远低战前，实际消耗供给大增。

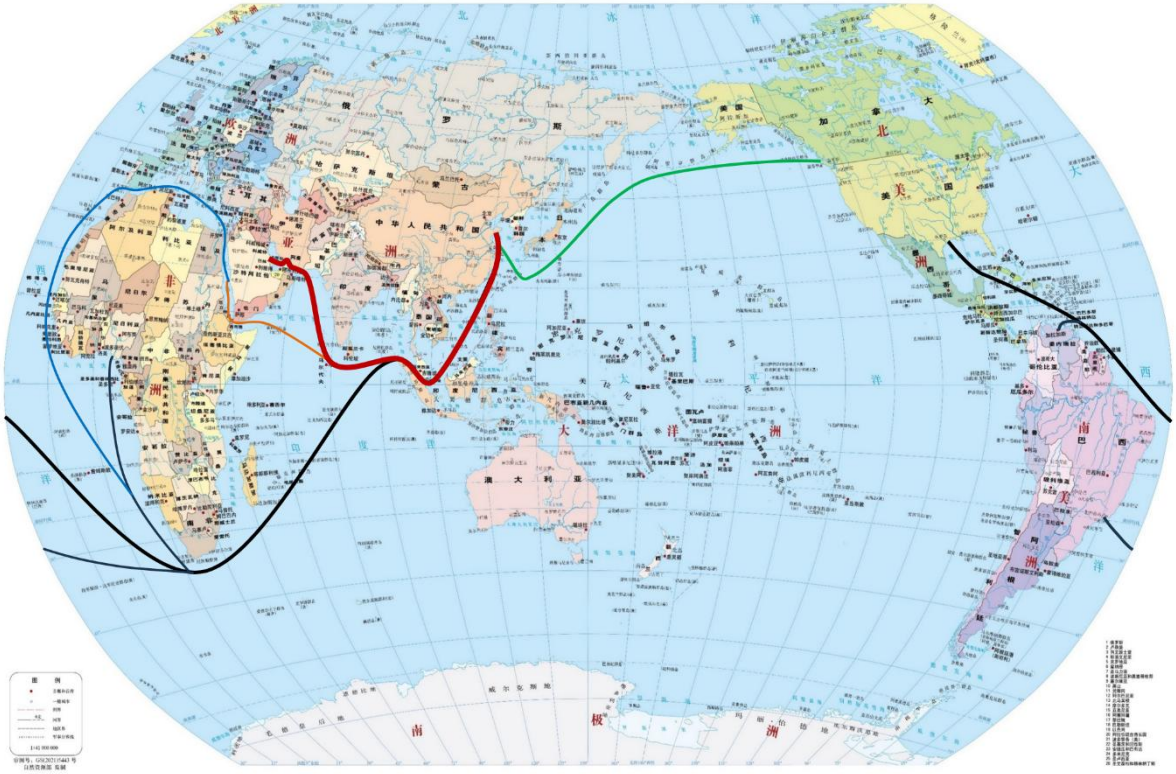
曼德海峡封锁与沙特管道的切断：形势进一步复杂化，先后从吨海里与风险溢价两侧助推行情。

- 霍尔木兹海峡封锁后，沙特凭借其横贯阿拉伯半岛的东西石油管道，改道红海延布港出口原油，一度成为少数尚能输出原油的阿拉伯国家之一，每日出口量约在 500 万桶左右。然而，7 月中旬，沙特与也门胡塞武装再度爆发战争，胡塞武装遂宣布禁止涉沙特船只通过曼德海峡（红海南端出口），此后多次袭击船只；为避免风险，部分船东选择改行苏伊士运河北上出港，经地中海-西非-好望角航线绕道东行；仍以中国山东为目的地计算，延布港经曼德海峡航距约 6934 海里，而经苏伊士运河则需约 15465 海里，航距增幅达 123%，**航距的拉长带来吨海里需求的增长，是 7 月以来油轮运价上涨的又一大助推因素。**
- 9 月中旬，沙特-胡塞矛盾激化，胡塞武装炸毁沙特东西管道泵站，导致其延布港石油出口停止，市场一度又陷入“有价无量”担忧中；随后，沙特选择

仅供内部参考，请勿外传

返回波斯湾出口原油，反而进一步推高了波斯湾高风险航线的需求，运价不仅未回落，还以更大斜率上行，**可见沙特在财政压力与战争压力下，出口石油的需求较为刚性且迫切；东西管道的切断并未压制货量，而是将货量逼向高风险航线，进一步拉低运输效率，推高风险溢价。**

图8、油轮主要航线



数据来源：自然资源部标准地图，兴业证券经济与金融研究院整理。
红线：波斯湾-中国，6,164 n miles；黄线：沙特延布港-中国（经曼德海峡），6,934 n miles；
蓝线：沙特延布港-中国（经苏伊士运河、地中海，曼德海峡封锁后的绕行路径），15,465 n miles；
绿线：加拿大-中国（部分重质原油），5,115 n miles；
黑线：美湾/委内瑞拉/巴西/西非-中国，15,448/13,576/11,154/10,379 n miles。

三、看长期：供需两端具有潜在利好

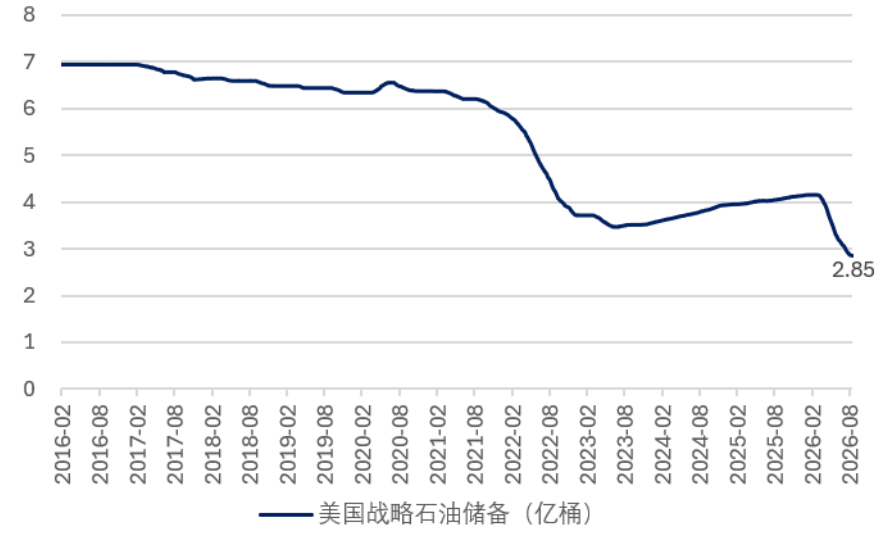
（一）需求端：原油库存快速去化，未来补库需求显著

海峡封锁致原油库存快速去化，未来补库需求显著。据 IEA 统计，2026 年 4 月、5 月 OECD（经合组织）原油、LNG 等炼厂液体原料库存值连续出现 1000 万吨以上的去化，6 月又出现超过 800 万吨去库，去库速度为 2000 年以来最快。作为全球最大的战略储备持有方，美国战略石油储备（SPR）则由 4 月的约 4.05 亿桶进一步降至 9 月的 2.85 亿桶，半年内释放约 1.2 亿桶——按约 7 亿桶的设计容量测算，其回补空间已超过 4 亿桶，而储备绝对水平已降至多年低位，“以储备换时间”的操作空间几近枯竭。中国原油库存同样紧张：港口商业原油库存指数在

仅供内部参考，请勿外传

9 月 16 日进一步降至 87.32，较 8 月低点（89.62）再降 2.6%、单周环比下降 3.2%，进一步探低。当前全球地缘局势不确定性上升，地缘冲突与大国博弈仍在持续，霍尔木兹海峡封锁再次将能源供给风险推至台前，原油库存的重要性愈发凸显；**未来待海峡解封，原油价格与运输风险溢价走低后，预计有望触发一轮强劲的原油补库周期，带动油运量价形成长期稳健的增长的“慢牛”。**

图9、美国战略石油储备



数据来源：wind，EIA，兴业证券经济与金融研究院整理。注：数据截至 2026 年 9 月 11 日。

图10、中国港口商业原油库存指数



数据来源：wind，隆众资讯，兴业证券经济与金融研究院整理。注：数据截至 2026 年 9 月 16 日。

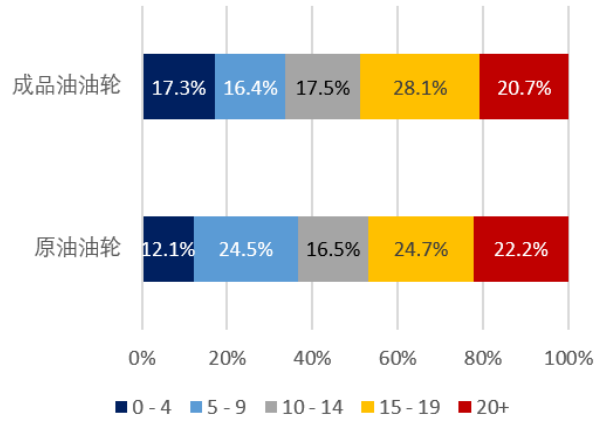
（二）供给端：运力供给增量有限，巨头重塑定价机制

油轮船队高度老龄化，未来运力出清潜力显著。2026 年 8 月末，按载重吨计，原油油轮船队 15 年以上老船占比达到 46.9%，20 年以上老船占比达到 22.2%；成

仅供内部参考，请勿外传

品油油轮船队 15 年以上老船占比达到 48.8%，20 年以上老船占比达到 20.7%；油轮全船队平均船龄升至 14.16 年，已处于二十年以来最高水平。**正常情况下，对于货主而言，15 年以上的老旧油轮已较不受欢迎，而 20 年以上老船更意味着更大的安全风险，几乎无法在合规市场活动，本应归于待拆解序列**；**目前老旧油轮仍能活跃运作，主要原因是美国对俄罗斯、伊朗原油持续制裁下，部分船东收购老旧油轮用于受制裁原油的出口，形成“影子船队”收容老旧运力，阻碍运力出清**——截至 2026 年 8 月末，全球共有 541 艘原油油轮受到制裁，总计运力 9729.19 万载重吨，已占到全船队的 20.36%，几乎与 20 年以上老船占比相当。2025H2 以来，美国对“影子船队”打击力度逐步加大，从金融制裁逐步延伸到武力扣押，从单级制裁延伸到对下游炼厂、穿透关联主体“二级制裁”，“影子船队”的活动空间逐步缩小；未来待俄乌、美伊地缘冲突走向终局，原油出口制裁问题有望得到解决，俄罗斯、伊朗原油回到合规市场后，其需求将由合规船队承接，**而“影子船队”由于船龄、船况均不符合合规市场的运作条件，将无法继续承接运输需求，走向出清只是时间问题。**

图11、油轮船龄结构（2026 年 8 月末）



数据来源：克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理

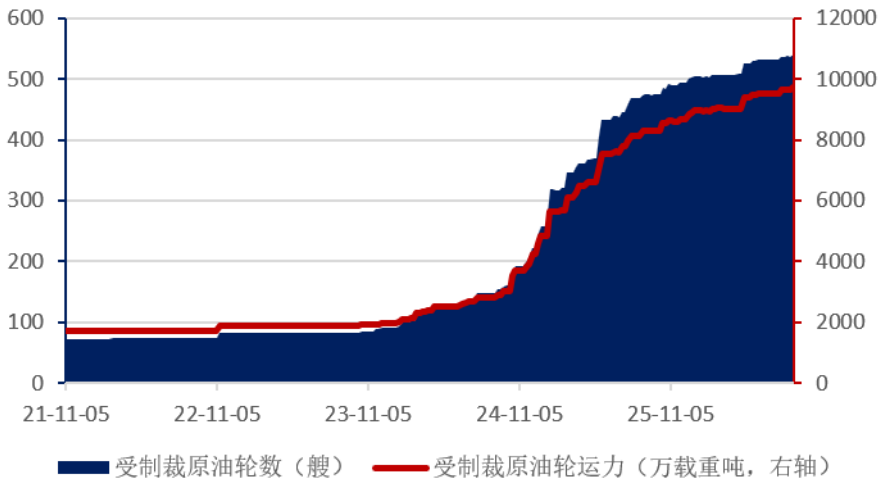
图12、油轮平均船龄



数据来源：克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图13、受制裁原油轮数



数据来源：克拉克森研究公司，兴业证券经济与金融研究院整理

巨头涌现正改变市场定价机制。2025 年 12 月以来，长锦商船（一家韩国非上市船东）大举进入油轮市场，以高溢价大量收购 VLCC 油轮。据船舶经纪商 BRS 跟踪，至 2026 年 2 月初，长锦商船已实现对 118 艘 VLCC 的控制，占全球活跃 VLCC 船队的 13%，合规 VLCC 船队的 16%，成为全球最大 VLCC 运营商。长锦的大规模扩张带来全市场集中度的提升，至 2026 年 2 月初，前十大 VLCC 船东控制了 20 年以下合规运力的接近 60%，这一市场集中度得到史无前例的提升，**头部船东控价能力大大增强，不再是“完全竞争市场”**；同时，由于长锦购船大幅提高了 VLCC 船价（截至 2026 年 9 月 11 日，VLCC 5 年以下、5-10 年二手船价格分别达到 1.62 亿美元、1.37 亿美元，均超过新船价格；15 年以上老船价格亦达到 1.09 亿美元），其对运价高度与持续性的诉求也进一步提高。因此，油轮船东既有能力又有意愿维持运价高度，运价向下具有坚实底部。

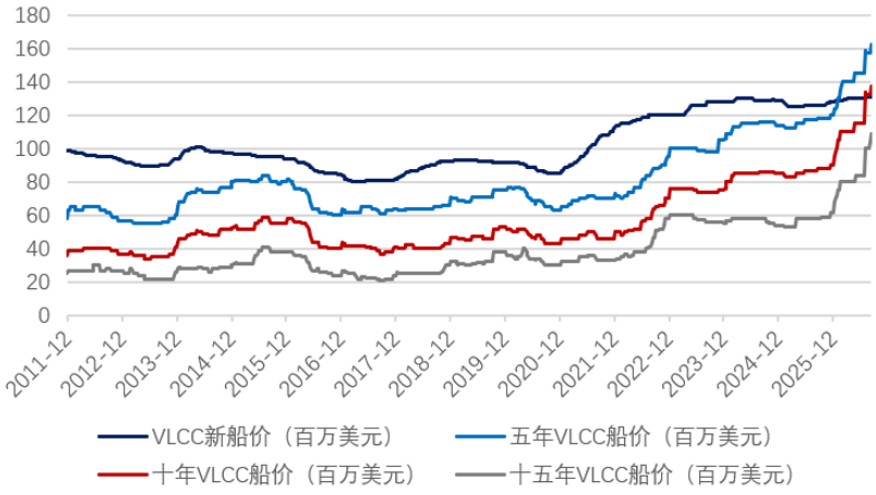
仅供内部参考，请勿外传

图14、VLCC 市场份额状况（2026 年 2 月）



数据来源：BRS，海运圈聚焦，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、VLCC 船价（2026 年 9 月 11 日）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、投资建议

需求是油轮量价上涨的核心必要条件，风险溢价则是行情的重要助推。如今成品油库存告急，炼厂产能已难扩增，裂解价差来到标志性高位；同时中国放松成品油出口限制，高裂解价差正持续转化为炼厂利润，中东产油国亦有迫切的原油出口需求，需求端条件的齐备正助推油轮量价持续走高，建议继续锚定观察需求端支撑强度。未来待海峡解封，油轮有望向补库周期、黑船退出周期驱动的长牛切换，转向长期温和上行逻辑。推荐招商轮船（油散双主业、外贸敞口最充分，有望充分受益油散共振上行周期）、中远海能（专注油轮、VLCC 运力全球前列）。

仅供内部参考，请勿外传

表1、推荐及关注标的估值表

代码	公司	评级	股价（元）	EPS（元）			PE			PB (LF)
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601872.SH	招商轮船	增持	22.91	0.74	2.01	2.29	30.77	11.40	10.00	3.95
600026.SH	中远海能	增持	22.92	0.74	2.16	2.56	31.06	10.61	8.95	2.61

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理，收盘价截至 2026-09-21。盈利预测来源为兴证交运团队最新报告。

五、风险提示

航道地缘冲突风险：若霍尔木兹海峡爆发大规模热战，油轮难以正常通行，对运输量存在不利影响。

需求承压风险：若全球经济压力持续，导致原油需求长期不振，对原油运价或会形成强大压力。

运输经营风险：航运公司决策水准至关重要，若管理层不慎作出错误决策，亦会对公司业绩产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：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；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn