长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 行业周报 | 海运

以史为鉴，如何看待 VLCC 运费的持续性——迎接“效率脱钩牛”

报告要点

复盘历史，1）下游产业链高利润往往驱动贸易需求；2）下游景气外溢，客户愿意为海运支付更高运费。当前，俄罗斯、中东柴油出口受限，美国炼厂开工率高企，以及季节性旺季，柴油高裂解价差有望延续，驱动套利需求活跃，VLCC-TCE 创历史新高只是序章。同时，在“国油国运”保障体系下，国内龙头油运企业具备稳健兑现高景气的能力。预计在地缘风险及供需格局未见缓解之前，油运进入趋势性单边市场，重申看好中远海能、招商轮船。

分析师及联系人



韩轶超

SAC：S0490512020001

SFC：BQK468



韦铖

SAC：S0490526050001

| 证券研究报告 |

2026-09-28

行业研究 | 行业周报

投资评级 看好 | 维持

海运

以史为鉴，如何看待 VLCC 运费的持续性——迎接“效率脱钩牛”

油运：以史为鉴，如何看待 VLCC 运费的持续性

周度复盘：截至 9 月 25 日，克拉克森评估 VLCC-TCE 录得 59 万美元/天。分航线看，阿曼-远东 79 万美元/天；西非/美湾-中国分别为 52 万和 40 万美元/天。VLCC 一年期期租租金本周录得 22 万美元/天。此外，成品油轮 MR 太平洋一揽子运价录得 7 万美元/天。

周度聚焦：当前，驱动 VLCC 运价上行核心因素有二：1）**VLCC 效率损失严重；**2）**高裂解价差驱动套利需求。**复盘 2007-2008 年干散货海运周期，中国城镇化带动大宗商品繁荣并驱动贸易活跃，期间铁矿石海运费占钢铁行业盈利约 20-23%（最高达 108%），对比长周期（2007-2026 年）铁矿石海运费占钢铁行业盈利比值仅为 7%，我们可以得到 2 点启示：**1）海运费占货值比例长期较低，但具备较高弹性；2）海运在全球贸易中的不可替代性往往在产业链景气上行期能提升其议价能力。**2026 年初至今，原油海运费占裂解价差比值约 25%（最高达 60%）。此外，我们想要强调 VLCC-TCE 创历史新高只是序章，其持续性同样值得期待。**高柴油裂解价差的持续性将利好原油海运需求**：1）俄罗斯受俄乌冲突影响，限制柴油出口（2025 年俄罗斯柴油供应占全球 11%）；2）美国炼厂开工率高企（96.5%）但国内柴油供应紧张，有限制柴油出口的可能性；3）北半球迎来农业生产柴油消费旺季。多因素共振下，柴油高裂解价差有望延续，驱动套利需求活跃。综上，**1）下游产业链高利润往往驱动贸易需求；2）下游景气外溢，客户愿意为海运支付更高运费，VLCC-TCE 创历史新高只是序章，持续性可期。**

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 9 月 25 日，波罗的海干散货运价指数 BDI 录得 3,426 点，周环比+1.7%。分项看，BCI、BPI 和 BSI 分别录得 5,784 点、2,407 点和 1,786 点，分别周环比+0.3%、+6.9%和+1.1%。铁矿石节前货盘走弱，大船运价高位震荡；澳洲/印尼煤炭需求走强，巴拿马船领涨。

周度聚焦：复盘历史，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；2）通行能力下降后，部分船舶绕行降低周转效率，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。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：区域内旺季来临，运价涨幅明显

周度复盘：截至 9 月 24 日，上海集装箱出口运价指数 SCFI 录得 3,687 点，周环比持平。其中，美东航线 10,497 美元/FEU，周环比-0.8%；东南亚航线 1,166 美元/TEU，周环比+5.6%。此外，9 月 18 日，内贸集装箱运价指数 PDCI 录得 1,004 点，周环比+1.5%，底部企稳回升。

周度聚焦：近洋航线传统旺季来临，加之中东地缘风险和跨太平洋航线高景气支撑，东南亚运价涨幅明显。此外，外贸景气虹吸下，内贸船东加大外贸运力部署，内贸运价四季度旺季可期。

投资建议：迎接“效率脱钩牛”——高裂解价差有望延续，VLCC 运费持续性可期

油运效率损失不可逆，VLCC-TCE 创历史只是序章。多因素共振下，高裂解价差利好 VLCC 运费持续性，同时在“国油国运”保障体系下，国内龙头油运企业具备稳健兑现高景气的能力。预计在地缘风险及供需格局未见缓解之前，油运进入趋势性单边市场，**重申看好中远海能、招商轮船。**此外，海运的底层逻辑正从效率优先转为安全优先，继续推荐海运&船舶产业链，核心标的海通发展、太平洋航运、海丰国际、中谷物流、中国船舶、松发股份、苏美达。

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)



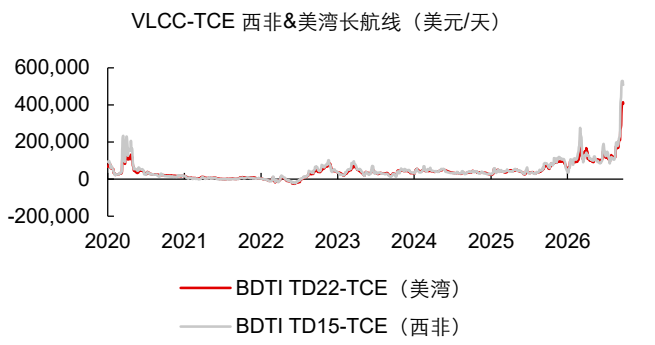
资料来源：Wind

相关研究

- 《效率损失不可逆，VLCC-TCE 创历史只是序章——迎接"效率脱钩牛"》2026-09-20
- 《迎接“效率脱钩牛”——风浪越大，“运力”越贵》2026-09-13
- 《迎接“效率脱钩牛”——成品油轮三问三答》2026-09-07

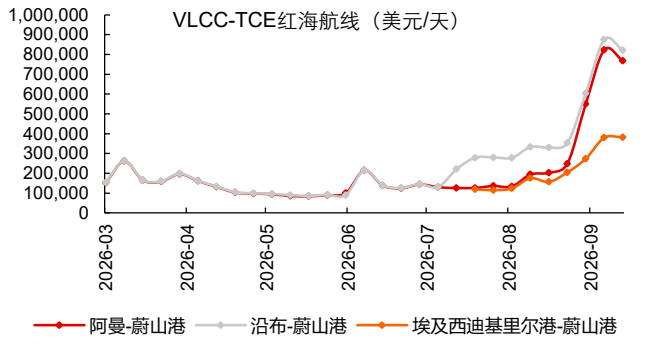
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：VLCC-TCE 西非&美湾长航线（美元/天）



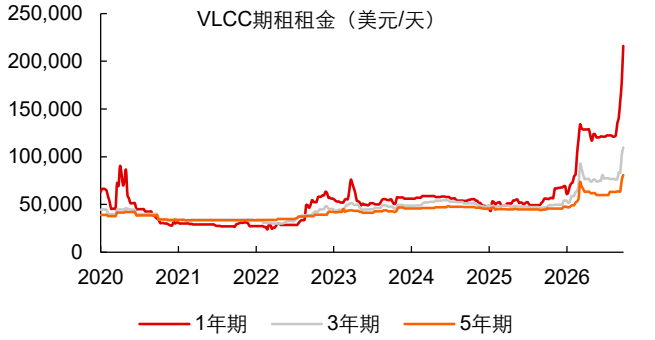
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：VLCC-TCE 中东相关航线（美元/天）



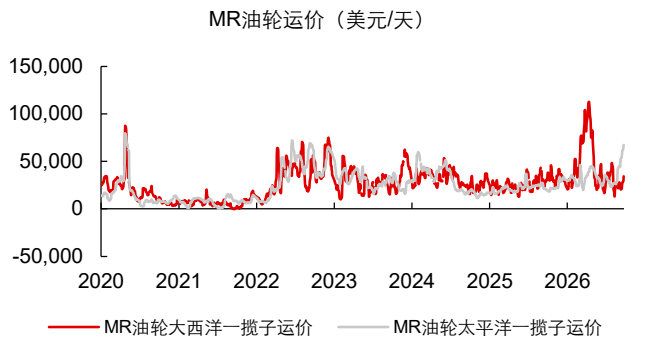
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 3：VLCC 期租租金（美元/天）



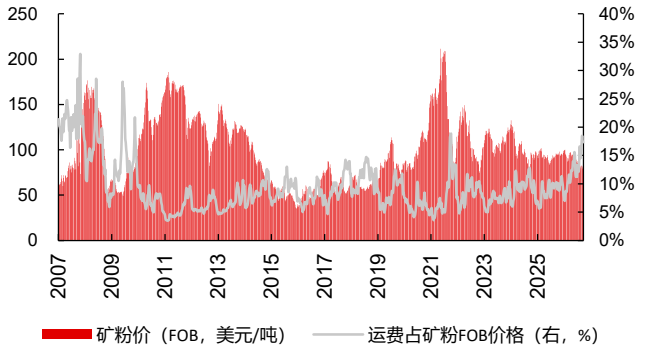
资料来源：Clarksons，长江证券研究所（注：均为 Scrubber-Fitted Eco VLCC）

图 4：MR 油轮 TCE 运价



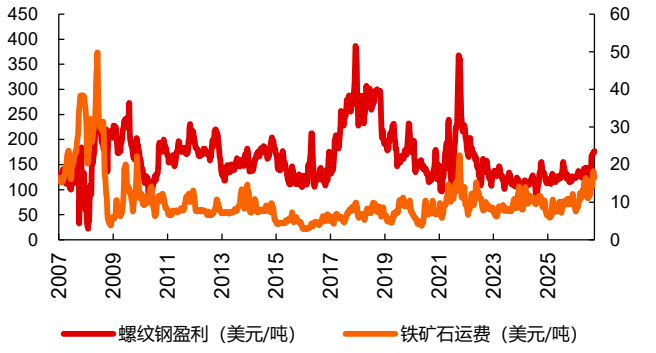
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 5：铁矿石运费占矿粉货值比例



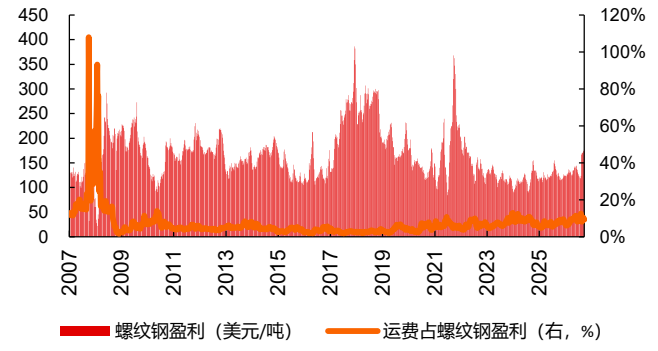
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：铁矿石价格采用中国北方:铁矿石价格指数，并扣除运费成本；铁矿石运费采用运价:铁矿石:西澳-青岛）

图 6：钢铁盈利情况和铁矿石运费走势



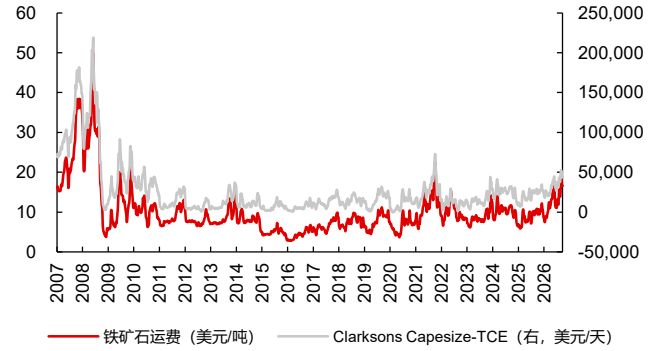
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：螺纹钢价格采用中国:上海:价格:螺纹钢；铁矿石运费采用运价:铁矿石:西澳-青岛）

图 7：铁矿石运费占钢铁盈利比值



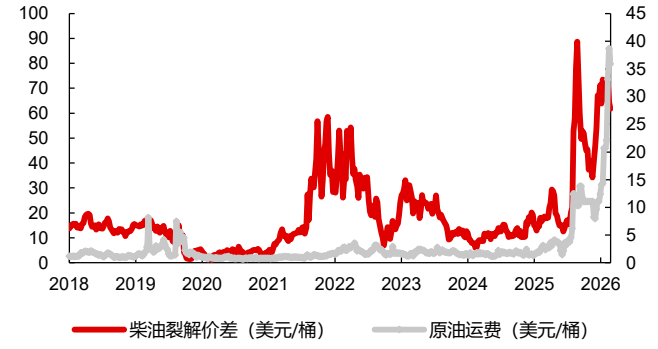
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：螺纹钢价格采用中国:上海:价格:螺纹钢；铁矿石运费采用运价:铁矿石:西澳-青岛）

图 8：铁矿石程租&期租运费情况



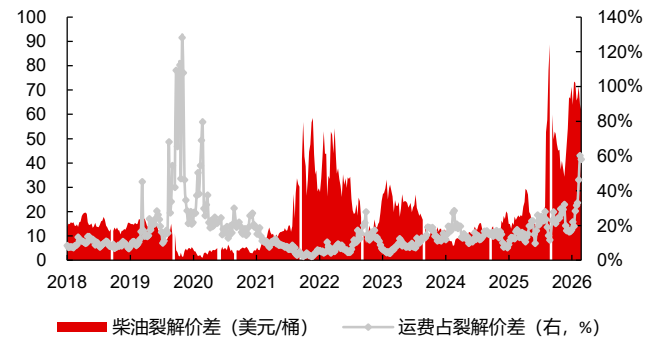
资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所（注：铁矿石运费采用运价:铁矿石:西澳-青岛）

图 9：柴油裂解价差情况和原油运费走势



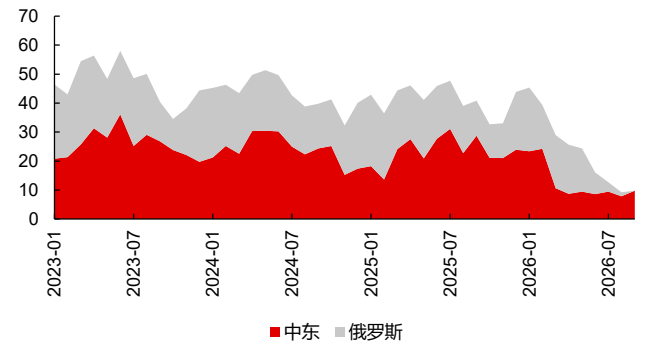
资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所（注：柴油裂解价差采用亚太、美湾、中东和欧洲裂解价差的均值；原油运费采用 Ras Tanura 港至宁波港运费）

图 10：原油运费占裂解价差比值



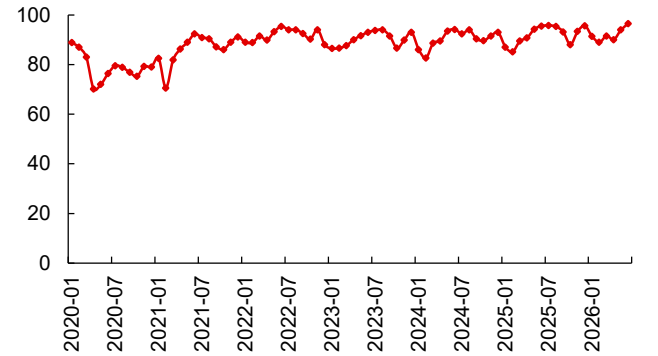
资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所（注：柴油裂解价差采用亚太、美湾、中东和欧洲裂解价差的均值；原油运费采用 Ras Tanura 港至宁波港运费）

图 11：俄罗斯和中东柴油出口（百万桶）



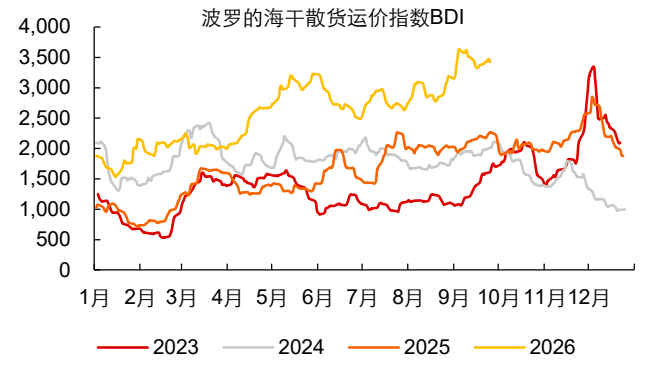
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 12：美国炼厂开工率（%）



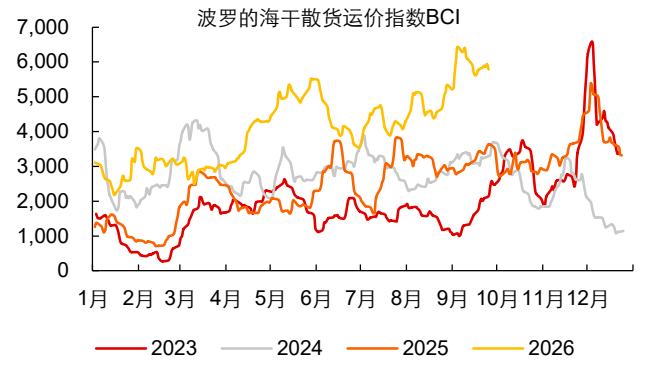
资料来源：EIA，长江证券研究所

图 13：波罗的海干散货运价指数 BDI



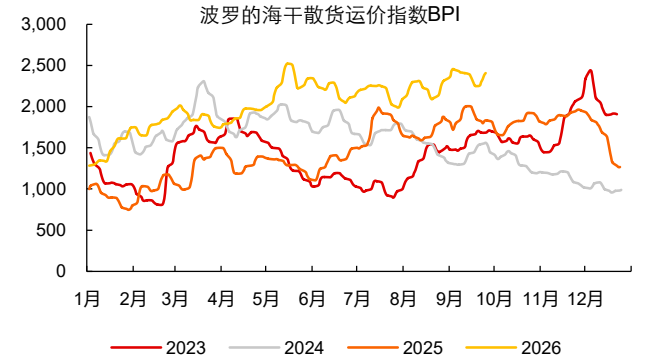
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：波罗的海干散货运价指数 BCI



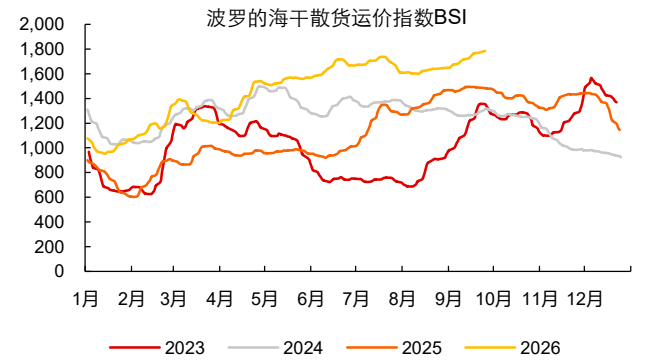
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：波罗的海干散货运价指数 BPI



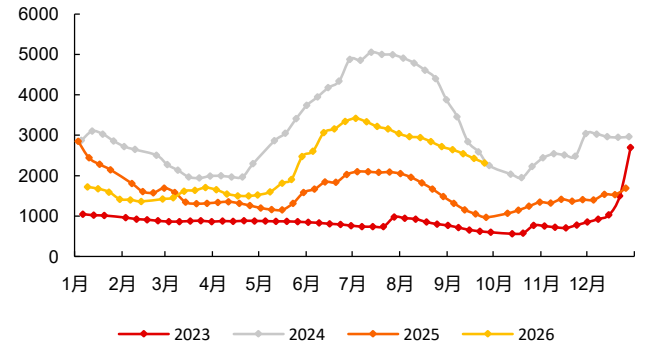
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：波罗的海干散货运价指数 BSI



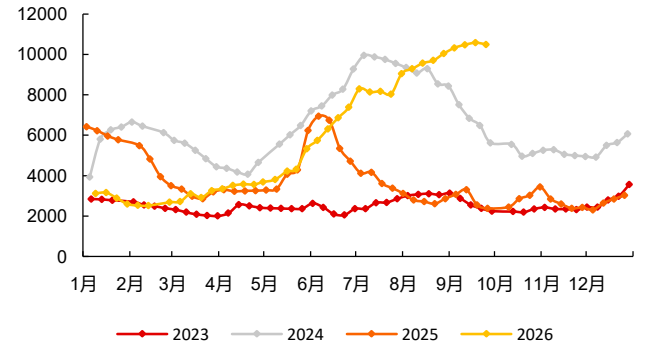
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：SCFI：欧洲航线（美元/TEU）



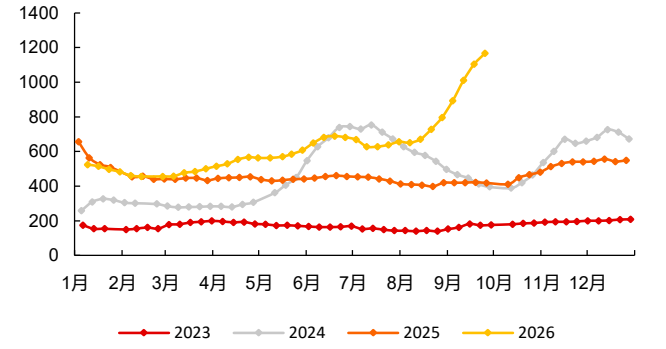
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 18：SCFI：美东航线（美元/FEU）



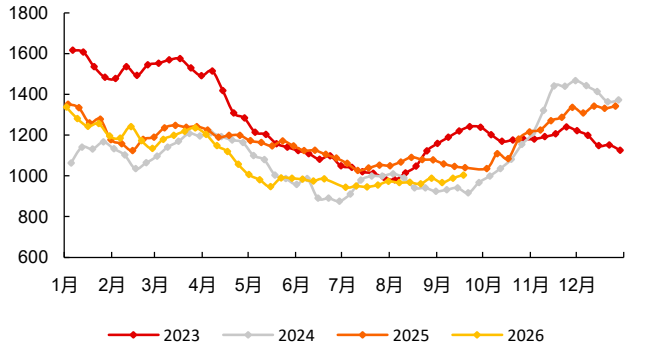
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 19：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 20：内贸集装箱运价指数 PDCI



资料来源：Wind，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。