长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 行业周报 | 海运

# 拆解油轮供需平衡表，缺口难补景气持续——迎接“效率脱钩牛”

## 报告要点

我们以今年前三季度全球原油出口规模和结构为基础进行测算：1）全球 VLCC 缺口在 19 艘左右，若红海延布港出口逐步恢复，缺口将进一步扩大至 50 艘；2）即使明年 VLCC 有 68 艘名义供给交付，考虑到老龄化以及新船交付节奏，实际有效供给仅 12 艘。因此，地缘缓和之前，油轮效率损失将持续扩散且不可逆。阶段性调整后，1）期租租金中枢对公司盈利下限有强指引；2）重置成本构建强安全边际。油运再迎配置窗口期，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



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

| 证券研究报告 |

2026-11-01

行业研究 | 行业周报

投资评级 看好 | 维持

海运

# 拆解油轮供需平衡表，缺口难补景气持续——迎接“效率脱钩牛”

## 油运：如何拆解当前油轮供需平衡表？缺口难补景气持续

**周度复盘：**截至 10 月 30 日，Clarksons 评估 VLCC-TCE 录得 64 万美元/天，周环比+20%。分航线看，阿曼-韩国航线录得 70 万，周环比+24%；西非/美湾-中国分别录得 64 万和 52 万美元/天，周环比+16%和+14%。Suezmax-TCE 录得 57 万美元/天，周环比-14%；成品油轮 MR 太平洋一揽子运价录得 8 万美元/天，周环比-8%。

**周度聚焦：**本周，红海延布港、巴西等地货盘逐步释放，可用运力有收紧迹象，运价逐步企稳。近期，市场仍在担忧美伊冲突加剧，但复盘发现冲突阶段性加剧板块将迎来配置窗口期。近期，市场比较关心在当前原油出口结构下的 VLCC 供需平衡表。我们以今年前三季度全球原油出口规模和结构为基础进行测算：1）**静态出口结构下，全球 VLCC 有效需求 596 艘，当前缺口仍有 19 艘左右**；2）**若红海延布港出口逐步恢复，VLCC 缺口将进一步扩大至 50 艘**；3）**即使明年 VLCC 有 68 艘名义供给交付，考虑到船舶老龄化加剧以及新船交付节奏，实际有效供给仅有 12 艘。**因此，**在地缘缓和之前，油轮效率损失将持续扩散且不可逆。**油轮公司三季报已披露，阶段性调整后，油运再迎配置窗口期：1）截至 10 月 30 日，三年期期租租金和五年期期租租金分别录得 13 万和 10 万美元/天，**期租租金中枢大幅上移对公司盈利下限有强指引**；2）**重置成本构建强安全边际。**油运股市值回调至重置成本水平，中远海能和中远海能 H 市值分别为当前重置成本的 0.9 和 0.8 倍，提供估值支撑。

## 散运：运价逐步企稳

**周度复盘：**10 月 30 日，波罗的海干散货运价指数 BDI 录得 2,714 点，周环比+2.0%。分船型看，BCI、BPI 和 BSI 分别录得 4,126、1,889 和 1,865 点，周环比+8.8%、-10.4%和-1.2%。

**周度聚焦：**临近周末，西澳-中国好望角船走强，铁矿石货盘持续释放带动大船运价修复上行。展望未来，**冬储需求、西芒杜发运持续增加、超强厄尔尼诺催化从预期走向现实，散运多重催化临近。**落地投资，风险充分释放，散运再迎配置时点。

## 集运：欧线运价提涨，关注苏伊士运河复航动态

**周度复盘：**截至 10 月 30 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 10,199 美元/FEU，周环比-1.8%；欧洲航线 2,370 美元/TEU，周环比+0.8%；东南亚航线 1,164 美元/TEU，周环比+1.6%。

**周度聚焦：**欧线延续小幅上涨，年末长协谈判将至，船公司可能会通过增加空班力度继续挺价。此外，**自马士基宣布恢复红海通行以来，苏伊士运河集装箱通行量显著回升。**截至 10 月 30 日当月，苏伊士运河北向和南向集装箱通行量恢复至巴以冲突前（2023 年均值）的 58%和 61%。

## 投资建议：地缘缓和之前，油运效率损失不可逆——迎接“效率脱钩牛”

我们以今年前三季度全球原油出口规模和结构为基础进行测算：1）全球 VLCC 缺口在 19 艘左右，若红海延布港出口逐步恢复，缺口将进一步扩大至 50 艘；2）即使明年 VLCC 有 68 艘名义供给交付，考虑到老龄化以及新船交付节奏，实际有效供给仅 12 艘。因此，地缘缓和之前，油轮效率损失将持续扩散且不可逆。阶段性调整后，1）期租租金中枢对公司盈利下限有强指引；2）重置成本构建强安全边际。油运再迎配置窗口期，**重申看好中远海能、招商轮船。**

## 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**

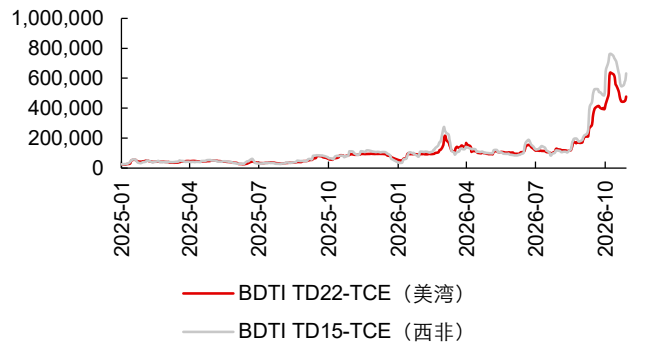
- 《安全垫托底，油运再迎配置窗口期——迎接“效率脱钩牛”》2026-10-26
- 《油散再迎击球区——迎接“效率脱钩牛”》2026-10-19
- 《油运景气走向更长、更宽——迎接“效率脱钩牛”》2026-10-11

更多研报请访问
长江研究小程序



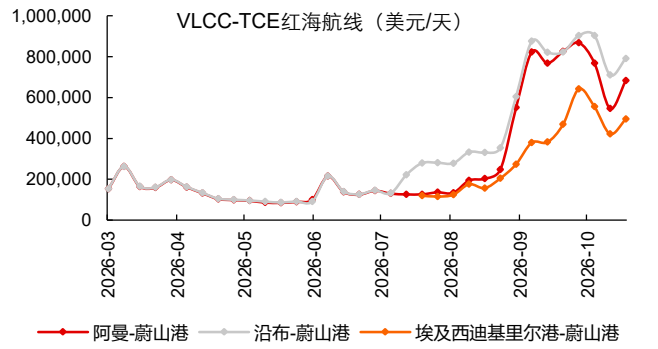
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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）



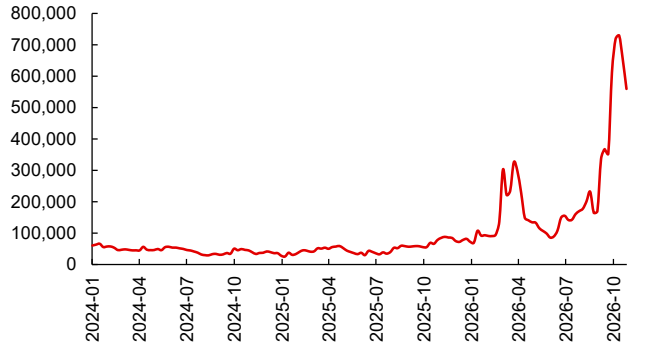

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 3：VLCC 期租租金（美元/天）



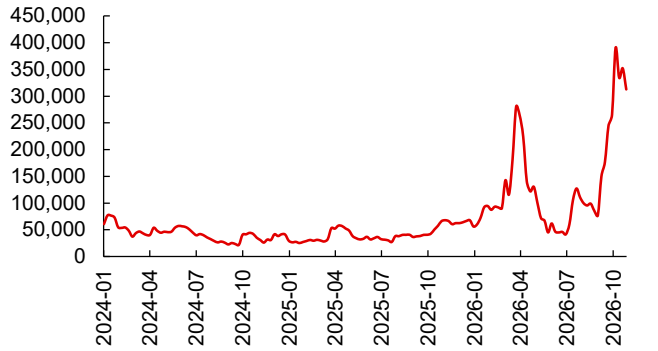

资料来源：Clarksons，长江证券研究所（注：均为 Scrubber-Fitted Eco VLCC）

图 4：克拉克森评估 Suezmax-TCE（美元/天）



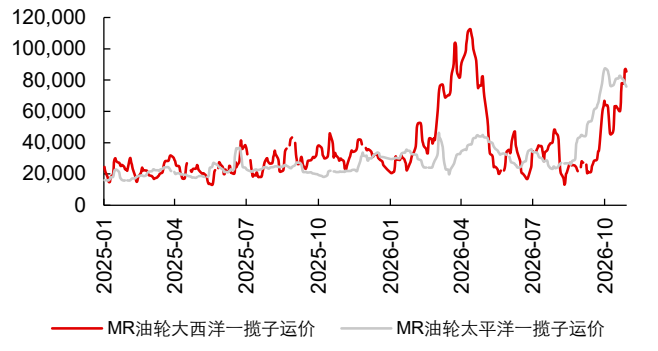

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 5：克拉克森评估 Aframax-TCE（美元/天）




资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 6：MR 油轮 TCE 运价

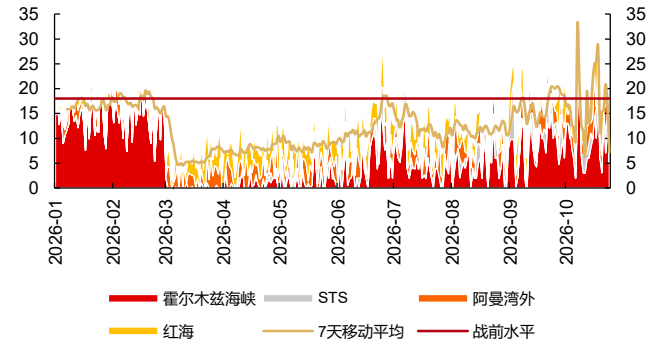



资料来源：Clarksons，长江证券研究所



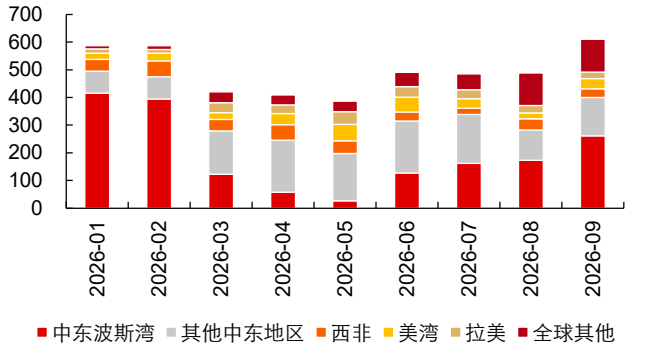
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 7：中东原油出口情况（百万桶/天）




资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 8：VLCC 原油运输量（百万桶）




资料来源：Kpler，长江证券研究所

表 1：VLCC 需求测算

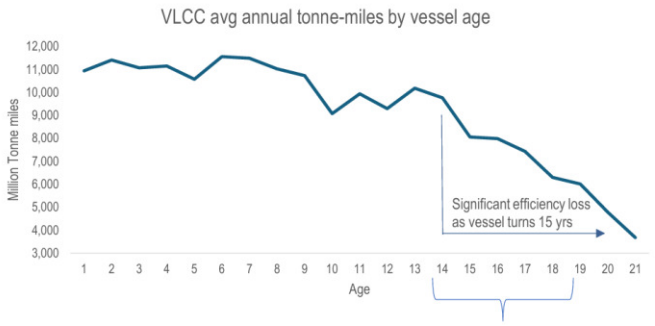
| 出口地 | 目的地 | VLCC 原油运量（百万桶/月） | 去程运距（海里） | VLCC 需求（艘） |
|---|---|---|---|---|
| 波斯湾 | 中国 | 91.7 | 5905 | 75 |
| | 印度 | 36.2 | 1515 | 11 |
| | 韩国 | 24.0 | 6374 | 21 |
| | 波斯湾其他 | 109.6 | 4906 | 43 |
| 波斯湾 STS | | | | 82 |
| 阿曼湾 | 日本 | 36.0 | 5429 | 27 |
| | 韩国 | 13.1 | 5898 | 11 |
| | 新加坡 | 10.5 | 3353 | 5 |
| | 阿曼其他 | 26.1 | 4906 | 15 |
| 红海 | 埃及 | 30.8 | 11878 | 29 |
| | 韩国 | 19.6 | 15655 | 38 |
| | 日本 | 12.7 | 16036 | 26 |
| | 红海其他 | 30.9 | 4906 | 37 |
| 西非 | 中国 | 21.5 | 9453 | 27 |
| | 印度 | 7.9 | 6892 | 7 |
| | 其他 | 11.5 | 6759 | 11 |
| 美湾 | 韩国 | 10.4 | 15610 | 20 |
| | 泰国 | 2.5 | 13986 | 4 |
| | 日本 | 10.1 | 15988 | 20 |
| | 其他 | 12.8 | 7521 | 17 |
| 拉美 | 中国 | 9.6 | 13138 | 16 |
| | 印度 | 8.3 | 10401 | 11 |
| | 韩国 | 1.7 | 13590 | 3 |
| | 其他 | 9.8 | 7504 | 10 |
| 全球其他 | | 48.9 | 3996 | 29 |
| **全球合计** | | | | **596** |

资料来源：Clarksons，Kpler，长江证券研究所（注：VLCC 按照 355 天运营天数计算；平均航速为 12 节；正常在港和等泊时间为 7.5 天/航次；）



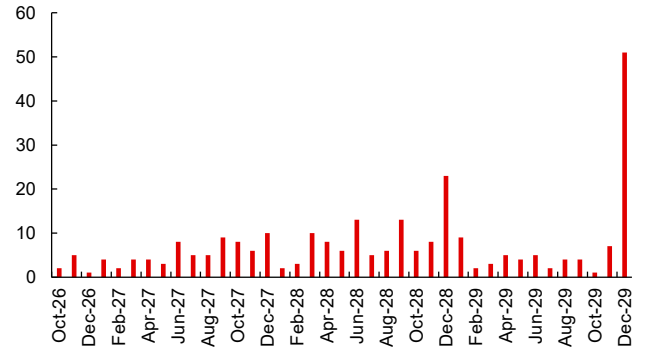
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 9：VLCC 随着船龄增加有效运营效率逐步下降




资料来源：Frontline，长江证券研究所

图 10：VLCC 新船交付节奏（艘）



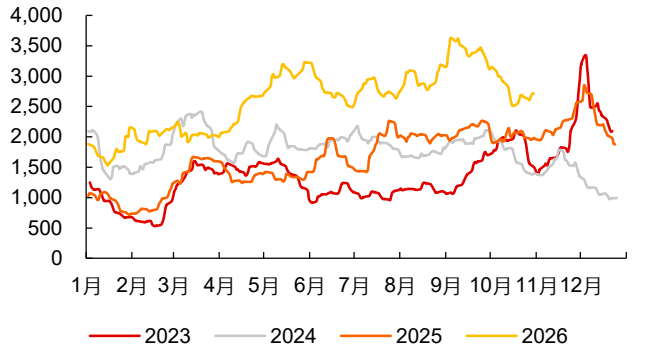

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

表 2：VLCC 有效供给测算（艘）

| | VLCC 规模 | 影子船队 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 0-5 | 98 | | 98 | 56 | 34 |
| 6-10 | 229 | 1 | 228 | 220 | 203 |
| 11-15 | 166 | 13 | 153 | 161 | 179 |
| 16-20 | 242 | 34 | 208 | 232 | 229 |
| 21-25 | 139 | 100 | 39 | 50 | 70 |
| 26+ | 56 | 40 | 16 | 23 | 27 |
| **名义运力合计** | **930** | **188** | **742** | **742** | **742** |
| **有效运力合计** | | | **575** | **550** | **533** |
| 名义交付 | | | 8 | 68 | 103 |
| **实际交付** | | | **1** | **30** | **45** |
| 名义供给 | | | 750 | 818 | 921 |
| **有效供给** | | | **577** | **589** | **646** |

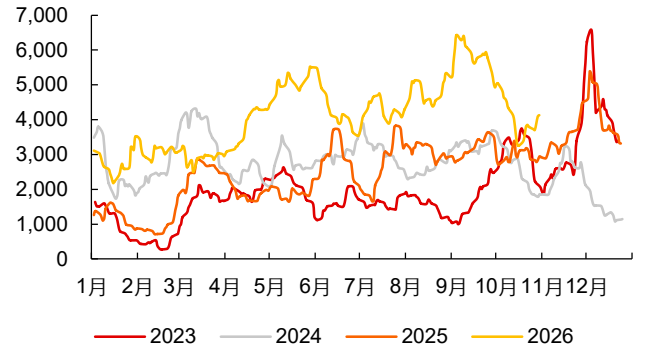
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 11：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 12：波罗的海干散货运价指数 BCI

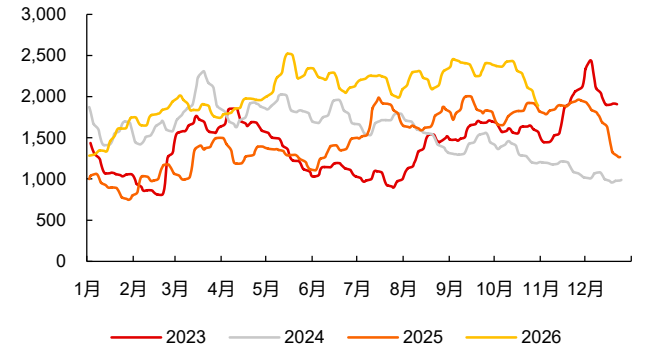



资料来源：Wind，长江证券研究所



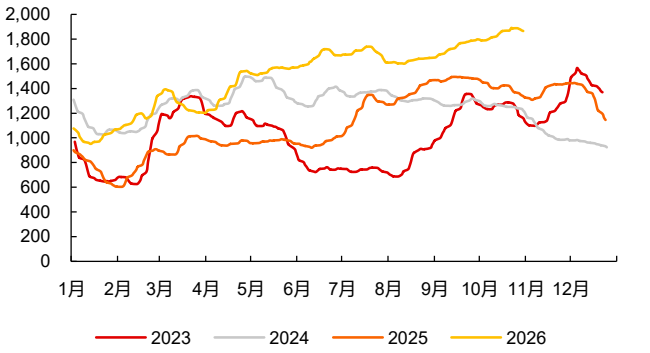
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 13：波罗的海干散货运价指数 BPI



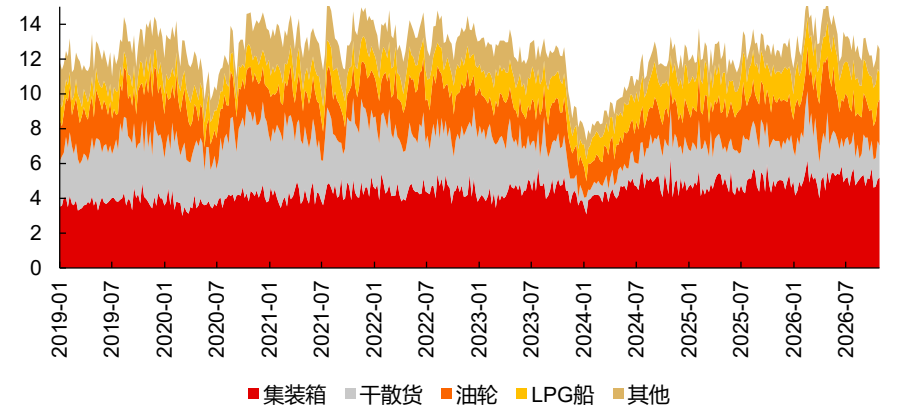

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：波罗的海干散货运价指数 BSI



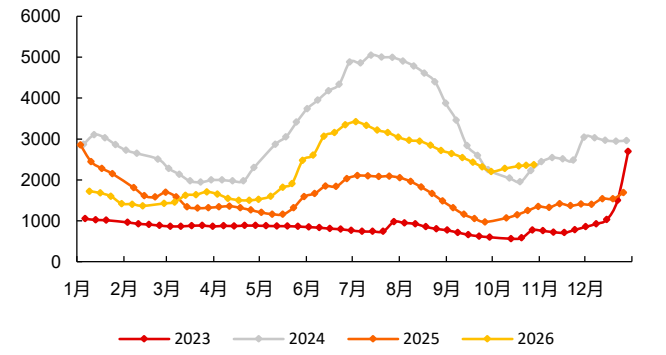

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：巴拿马运河通行量（百万 DWT）



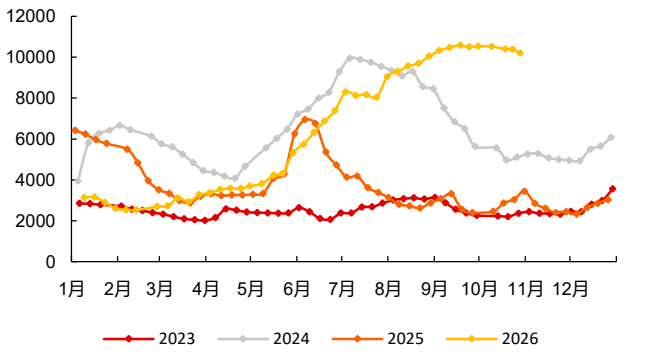

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 16：SCFI：欧洲航线（美元/TEU）




资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 17：SCFI：美东航线（美元/FEU）

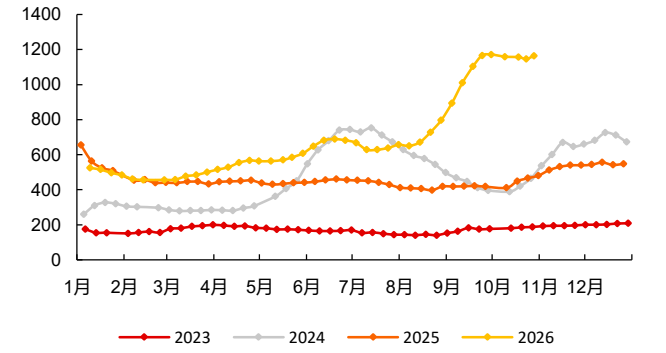



资料来源：Clarksons，长江证券研究所



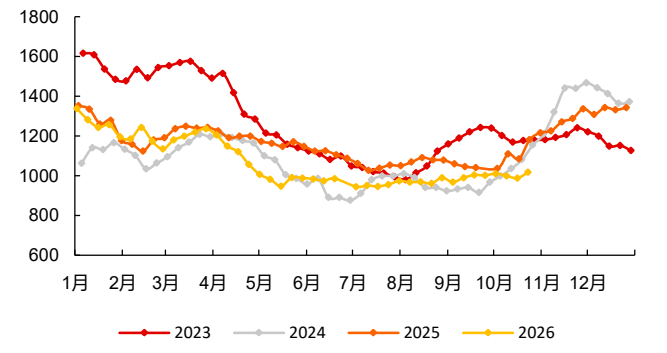
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 18：SCFI：东南亚（新加坡）航线（美元/TEU）



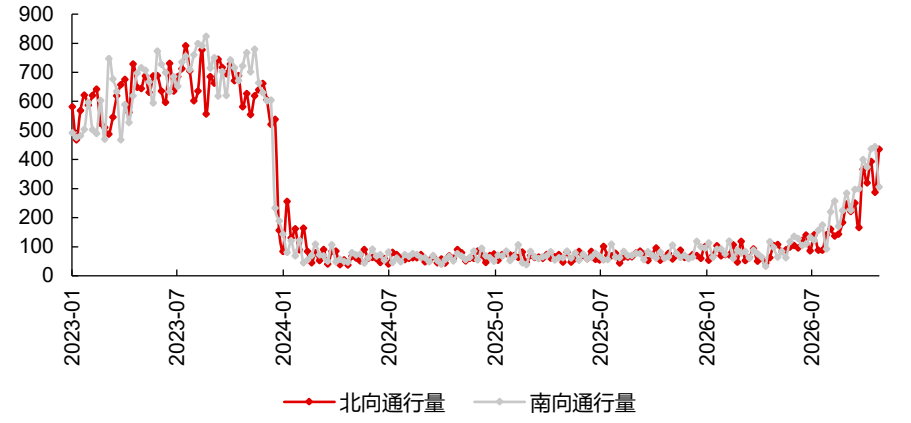

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 19：内贸集装箱运价指数 PDCI




资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：苏伊士运河集装箱船通行量（kTEU）




资料来源：Clarksons，长江证券研究所



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

# 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。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

## 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）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

## 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。






Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster