证券代码：601872　　证券简称：招商轮船

招商轮船投资者关系活动记录表

活动类别	□特定对象调研　□分析师会议　□媒体采访 □业绩说明会　□新闻发布会　□路演活动 ☑现场交流　☑电话会议　☑投资策略会 □其他
参与单位	华泰证券策略会（11 月 2 日）、中信证券策略会（11 月 5 日）、广发证券香港（11 月 5 日，现场交流）、中国人保、招商银行、东方证券、中信证券、复星恒利、南方基金、易方达基金、富安达基金、光大永明资产、广发基金、景顺资管、前方基金、北京诚旸投资、国泰证券投资信托、人保资产、华泰资产管理、财通证券资管、前海海富资管、华宝基金、江苏瑞华投资、国联安基金、中信保诚资产、杭州东方嘉富、纽伯格伯曼（路博迈）、新方程、海通期货、日斗投资、万联证券、上海森锦投资、农银汇理基金、鹏扬基金、施罗德投资、华安基金、中银基金、鹏华基金、红杉中国、嘉实基金、阳光资产管理、上海复胜资管、上海方物私募、中信证券资管、海富通基金、中信证券固收、汇华理财、华泰保兴基金、博时基金、马可波罗资管、淡水泉投资、富达基金、Point72、广州康祺资产、宇诚私募、瀚亚投资（香港）、碧云资本、上海珪宝投资、南京璟恒投资、鲸域资管、上海拾贝能信私募、上海泾溪投资、静瑞私募、上海勤远私募、博道基金、永安国富资管、上海勤辰私募、诺安基金、太平基金、山东英轩捷信投资、海南希瓦、上海明河投资等约 200 家投资者。
时　间	2026 年 11 月 2-5 日
地　点	线上/ 香港线下会议
上市公司参加人员姓名	董事会秘书孔康、资深投资者关系总监刘宇丰、资深证券事务代表赵娟
投资者关系活动主要内容	**主要介绍内容如下：** **一、三季报概况** 1.整体业绩：公司三季度实现归母净利润 50.2 亿元，同比增长 327%、环比增长 19.7%，创上市以来单季度最好业绩；前三季度累计归母净利润 119.8 亿元，同比增长 263%，资产负债率、有息负债率开始快速下降。 **油运**：三季度实现净利润约 37.5 亿元，同比增长 527%、环比略增。受长航次运输及收入确认滞后影响，三季度业绩主要反映 5—8 月的定载运价水平，9 月以来现货市场运价快速上涨基本尚未体现在当期利润中。截至三季报披露日，公司已锁定四季度约三分之二营运天，锁定运价较前三季度实现水平巨幅增长，费率好于已经披露锁定情况的欧美同行中等以上规模公司。

干散货：三季度实现净利润 6.6 亿元，同比增长 127%、环比下降 11%。三季度干散货市场高位宽幅震荡，好望角型船运价冲高后回落，叠加季节性及经营收益确认节奏等因素，板块利润环比小幅下降。

集运：三季度东南亚市场处于淡季，中日航线受贸易关系影响；其他市场总体保持增长。公司正在增加中南美洲、印度及印度—中东航线覆盖。

滚装：现有合同及欧洲长航线结算存在滞后，三季度收益涨幅未完全跟上市场运价上涨。第四季度新运价将逐步兑现，同时两艘滚装船陆续交付并计划投入欧洲长航线，运力和价格均将提升，良好态势有望延续至次年。

2.关联交易额度：公司同时公告拟将 2026 年与中国石化集团及下属公司的油品运输费用及船舶租金关联交易额度，由不超过 60 亿元提高至不超过 160 亿元，新增额度 100 亿元，尚需股东会审议。本次大幅提高额度主要源于 9 月以来 VLCC 运价暴涨，以及公司判断年内运价持续大幅回落的可能性较小。

3.近期油轮运价/FFA 回调：近日 VLCC 运价极高位回调和波动，主要因为伊朗加大相关行动后，中东湾内至湾外的 STS 作业量、湾外货量减少及波动，另外极高运费成本导致部分租家放缓租船活动，大西洋市场货盘竞争力下降，套利窗口阶段性关闭。短期市场进入观望状态，交易活跃度有所下降，并非终端需求、船队布局或供需结构发生根本逆转。4 日美国中期选举结果导致市场交易地缘风险下降，FFA 回落，但是实际市场供需格局暂未看到明显变化, 需要持续跟踪。公司认为一两个季度可见性较强，运费上行风险、下行风险并存，2027 年需求端或好于 2026 年前三季度。真正的下行风险或延后至 2028 年甚至更后。中国船东保持全球领先的高现货敞口，可以在保障核心客户需求的同时持续获得丰厚的现金流。

4.长航线与 STS 恢复：前期中东受阻后，巴西、西非等长航线需求得到提振，长航线对运力的消耗增加。近日中东 STS 货源恢复，相关船舶通行量由低点每天约 2—3 艘回升至约 6—8 艘，带动上周运价企稳反弹。市场传闻部分产油国可能进一步增加湾内至湾外的穿梭运力。沙特东西天然气管道阶段性改为原油用途、延布/埃及 Sidi 港出货量值得密切跟踪，可能进一步催化市场波动。

5.油价与运价：高油价并不是由高运价单独造成的。油价上涨的根本原因是全球石油需求旺盛、地缘风险以及有效供应不足。VLCC 供需出现历史罕见的极端紧张，瓶颈效应使油轮环节在石油产业链利润分配中的占比显著提高。当前运价超出我们的乐观预期，但不能据此倒推出油运费率是油价和成品油价格上涨的根本或主要原因。海外炼厂自俄乌冲突以来已连续多年维持较高利润，未来较长时间全球有效炼油能力不足的问题暂时看不到缓解路径。虽然今年已经交付近 40 艘 VLCC，明后年累积预计有 160-170 艘交付，但达到 15/20 岁门槛的老船越来越多，老船有效营运天和效率下降中，VLCC 供需错配的情况我们预计在 2028 年下半年之前较难逆转；全球去库已经两三个季度，库存缓冲正在衰竭，我们预计地缘扰动持续时间越长，各国对石油供应安全的担忧越强，后续正常采购及补库需求可能进一步放大供应链紧

张，全球性的补库可能需要在 27 年下半年甚至 28 年才会展开，补库量级或被市场低估。

Q&A

Q1：第三季度油运板块实现的 VLCC 平均 TCE 大约是多少？

A1：券商测算公司第三季度实现平均 TCE 约为 14 万美元/天。7—8 月运价相对 6 月有所回落，9 月开始明显上升。

Q2：第三季度及后续船舶运营天数情况如何？

A2：二三季度市场低迷期，公司安排的船舶维修和坞修/cap1 检验/加装脱硫塔较多，因此可运营天数有所减少，7 月底红海扰动也影响了部分船舶营运。四季度公司坞修计划减少，同时公司在关联方船厂的大力协调修船资源的支持，努力争取缩短坞修时间。即使不考虑新运力交付，公司油轮船队 2027 年有效营运天也有望增加。

Q3：第三季度中东航线和长航线的货量如何分布？

A3：从 6 月开始，公司大部分船舶重新回到中东方向。美湾货源受到美国战略石油储备释放节奏及更多原油流向欧洲等因素影响，远东长航线运输量相对较少。相较巴西航线，同一艘船在相同周期内可执行更多中东航次，因此中东货源更受市场青睐。巴西需求主要在 10 月中旬以后恢复，原因是中东货量阶段减少时，炼厂和贸易商重新增加长航线采购。这些均有波动，没必要过度关注。公司通过灵活的经营策略保持高效运营。

Q4：公司第四季度已经锁定的 VLCC 运价处于什么水平？

A4： 9 月以来，公司已定载的大西洋和中东航线 TCE 均远高于前三季度实际实现的水平，也高于已经披露锁定情况的部分欧美同行。

Q5：公司目前期租船占比如何，年底会有什么变化？

A5：公司持续保持现货和一年以内短租为主，一年及以上期租比例维持行业较低水平。公司认为中国油轮公司目前的现货比例均在 80%以上，全球领先。

Q6：公司为何仍不愿大幅增加期租锁定收益？

A6：这是一个简单的小学低年级算术题。具体可参考最近一次披露的投资者关系记录。需要提醒投资者的是，极端市场情况下比如目前的超级景气阶段，期租费率往往是评估值，严重缺乏交易背书，和远期 FFA 一样指示性有限。

Q7：为何部分海外船东持续提高期租比例，而国内船东更偏好现货运营？

A7：首先，经营目标和风险偏好不同。公司需要保留足够运力满足核心客户需求，并根据中东、大西洋等市场变化灵活调配。货主控制的长期期租运力通常主要围绕自身货源/贸易需求安排航次，偶尔 relet 到市场，因此船舶整体运营效率可能下降。公司目前不允许自有 VLCC 进入高风险湾内区域。其次，公司除经济收益外，还要兼顾安全、能源运输保障及客户服务，我们的

经营考核也是非常市场化的，同时也需要对股东负责，因此保留足够自营运力符合公司及股东利益、商业逻辑。第三，风险和融资结构差异较大。部分海外船东财务实力较弱，风险较高，需要以长期期租合同作为融资或降杠杆工具；央企船东资信水平较高，债务融资成本较低，不以船舶必须绑定长期合同为前提。

Q8：公司如何看待产业端强烈的期租需求与二级市场看空之间的差异？

A8：二级市场三月份以来持续在交易地缘缓和、运价快速回落风险，部分投资者认为航运高景气是地缘红利/战争代理，过去的高运价都认为不可持续，当前的超高运价更加不可持续，大家这个交易已经很长时间、好像超过一年了？地缘到底会如何演绎？运价后面会不会更高？我们没有能力分析地缘，对运价的持续性也难以判断，也不会去交易超越自身能力的东西。二级市场偏好博弈和预判，我们也无能为力。

从产业角度，我们多做情景分析和应对，少预判，不博弈，可能是更合适的做法。

Q9：公司与核心客户合作时，是否会因保供要求以低价长期提供运力？

A9：不存在以低于市场的价格长期锁定运力，更不会故意向关联方输送利益损害公司及其他股东的利益。关联交易额度上调反映的是市场现状和核心客户的运输需求。公司会优先保障核心客户需求，但商业条款仍需符合市场定价原则。

Q10：公司对 2027 年及未来 VLCC 市场的判断如何？

A10：公司目前坚定看好 2027 年油轮市场格局以及公司经营现金流的创造能力、坚定看好公司油轮船队的持续盈利能力；如果中东不能达成可持续的和平协议、地缘问题彻底解决，我们预计 2028 年的油轮市场仍可能保持高景气甚至超高景气的状态，未来两年 160-170 条 VLCC 新船的交付或大量被老船效率下降、改变用途/拆解等对冲。未来运费上行下行风险并存，若地缘持续扰动，后续不排除出现类似 2021—2022 年集运极端行情的情况，我们倾向于同意申万宏源分析师把目前的油轮市场与 2020 年中开始的集运市场进行的类比，但大家都没有水晶球，更重要的还是抓住市场机会，对我们而言就是尽量抓住高景气和超景气，多给股东创造现金回报。

Q11：公司如何理解当前 VLCC 进入“超级周期”的判断？投资者应该如何把握？

A11： 我们个人观点 9 月开始本轮油轮大周期进入超级景气阶段，2025 年属于大周期启动阶段，景气的高度和长度均有可能被偏好预判和拐点研究的二级市场投资者低估。二三季度湾外运价未达到预期，主要因为地缘因素抑制了中东实际货盘流量；9 月以后，中东出口和暗航需求快速恢复，多数中东产油国出口量超过战前，而下游库存缓冲已经大幅下降，中国需求也有望持续恢复，供需紧张由预期转为现实。我们半年报对航运市场分析框架的讨论仍然有讨论价值，建议投资者多关注相关上市公司的定期报告、临时公告、行业专业媒体等一手信息，少交易财经新闻头条，尤其是对于博弈能力较弱

的部分中小投资者而言。我们频繁交流的目的也是希望通过我们微薄的努力减少信息不对称。

Q12：高运价是否必须建立在炼厂暴利之上？

A12：不一定。历史上比如二季度欧洲炼厂裂解利润很高时，油轮运价也可能只是十几万美元/天；当前 VLCC 成为石油贸易链中最瓶颈的环节，因此从经济性原理来判断可以获得更高比例的利润。产业链利润会向最稀缺的环节集中，没必要把裂解价差和贸易利润与油轮运价机械绑定。高运价会影响炼厂采购节奏，但原油供应安全和海运需求具有刚性。高裂解利润我们认为是有利于油轮行业获取超额收益的，但是不是充要条件。

Q13：如何看待地缘缓和预期下，成品油轮相对于原油轮的投资机会？

A13：如果投资者更担心地缘局势缓和后原油轮运费暴跌，成品油轮可能是另一种对冲思路。我们理解，地缘缓和局势缓和初期，原油价格跌幅或大于成品油，原油供应和炼厂开工可能恢复，成品油贸易海运量将上升；相较之下，VLCC 等原油轮的战争风险溢价可能下降。因此，成品油轮与原油轮在不同地缘情景下或具有不同弹性。

Q14：沙特在新加坡等海外节点建设库存，是否会像 STS 一样重塑供应链并推升远期运价？

A14：沙特等产油国建设海外库存，反映其对中东地缘风险长期化的担忧，但现有海外库存绝对规模较小，对 VLCC 需求的直接拉动有限。新加坡、日本及中国台湾等地历史上均存在中东产油国库存，通常只需少量船舶维持滚动补货。新加坡具备期货交割、混油和现货交易功能，仓容使用灵活、交易频繁，因此适合设置商业库存。不过当地仓储成本较高，新增储备可能同时依赖浮仓等方式。更值得关注的是东南亚及日本持续加强战略石油储备。战略库存建设会形成长期补库需求，并影响 VLCC 有效供给和航程结构。

Q15：STS 是否已经是本轮供应链重塑的最终形态？即使达成和平协议，STS 会立即消失吗？

A15： STS 并非供应链重塑的终点。即使美国与伊朗达成协议、海峡重新开放，主流船公司也不会很快恢复正常进湾内运营，我们估计至少需要至少两三个月观察协议的可持续性和安全形势。ADNOC、阿曼航运等认为 STS 模式在协议达成后仍可能维持 3—6 个月，甚至 6—9 个月，我们赞同这个判断。长期地缘风险还会推动产油国增加海外库存、替代管道和多元化运输安排。海峡和供应链不会简单恢复到冲突前状态，而可能形成更复杂、冗余度更高的结构。单纯根据名义船舶订单、传统供需周期和短期地缘新闻判断油运，已经难以解释当前市场。有效运力会受到绕航、STS、维修延长、安全限制和船舶合规等因素影响；能源安全、战略库存及贸易流重构也会创造新的运输需求。我们建议投资者可以采用情景分析，评估不同地缘状态下的货量、航程和有效运力，而不是试图精确预测某次和谈，或高频数据进行短期博弈。

Q16：近期 TD34 运价走势及区域价差情况如何？

A16：9 月以来 VLCC 运价（TD34）快速上行至接近 900 点，国庆后维持在 800 点附近的极高水平。10 月中下旬伊朗加强对海峡民用船舶的袭击，通航量下降、交易趋冷，TD34 回落至 550 点至 600 点并趋稳；最近一周伊朗袭击节奏放缓、频次下降，运价回升，中东市场交易运价基本在 600 点以上。主要区域运价基本处于同一水平，伊朗加大对霍尔木兹海峡 STS 船舶袭击时，叠加大西洋出口国油价折扣，可能再次打开贸易套利窗口，原油消费国采购转向长航线，对长航线运价形成支撑。投资者或可观察 Brent-Dubai EFS 价差、布油 WTI 价差等。

Q17：如何判断霍尔木兹海峡通行与中东出口的恢复节奏？黑船目前是什么状态？

A17：海峡可能较长时间维持半通不通的状态。从 6 月伊斯兰堡协议签订到 10 月，延布出口量有波动，中东近期恢复到日均 900 万桶、高峰期超 1000 万桶的出口量。相关变量并非瞬时转换，格局维持时间会比资本市场交易的瞬时切换更长。黑船具体运营情况我们不了解。

Q18：受袭船舶通常在哪里检修？不同损伤程度对应的检修地点和周期如何？

A18：若损失不是特别严重，船舶通常会被拖至阿曼港口的修船厂维修，修理后考虑再装载一载；若运营状态保持良好，之后再回到中国做进一步处理。阿曼修理周期取决于损伤程度，估计 2 周至 1 个月。若主机整体被破坏、主机驱动力受损，甚至需要更换主机或尾轴，则需要远洋拖轮拖至就近的大型修缮厂区，地点可能是东南亚、印度或土耳其，我们不是太了解。但如果是重载船舶失去动力，情况会复杂化，通常需要卸载（需要动力）后才能进厂修理。

Q19：伊朗袭击船舶是否会导致湾内摆渡出来的油量减少？

A19：湾内摆渡油量预计会持续波动。对伊朗而言，完全掐死海峡会使其失去博弈筹码，其可能根据斗争、博弈和谈判需要，加强或放松对过驳船舶的攻击，并在不同国家对象之间切换。这种波动主要影响现货运费和即期市场，金融市场炒预期则可能是另一套逻辑。我们多次说过，相比地缘新闻，更重要的是观察实际流量。

Q20：公司四季度锁定运营天中最后一批的租金水平、圣诞节前货盘及季节性回调幅度怎样？

A20：我们认为短期成交细节对权益投资指导意义不大，投资仍应关注中长期因素。近期可观察到的成交中，大西洋-远东航线约为 7,000 多万美元，该价格为总的包干价，通常还需要发生额外的滞期费。目前看折算约十几二十美元/（中东）桶和 30 多美元（大西洋）桶并没有需求破坏的明显迹象。

Q21：公司阿芙拉船队目前的运营策略是怎样的？新交付船舶是否仍会保持现货与期租约一半一半的比例？

A21：公司阿芙拉船队主要跟随中国及全球核心客户需求、市场贸易格局变化调节运力，与 VLCC 具有协同效应。阿芙拉在苏伊士东、苏伊士西两边均

	有市场，且现货运费波动经常比 VLCC 更大。公司上一批建造的 5 条阿芙拉船配合核心客户长期需求，长期绑定给客户。后续 10 条船预计从 2027 年春节前后开始交付，这些船均计划投放在现货市场。公司已于 2026 年三季度启动 Aframax pool，主要覆盖西部市场，阿芙拉油轮有望成为油轮船队经营的重要支点和利润增量来源。 **Q22：如何判断原油补库周期及启动补库的紧迫性？** **A22：**油价在 85 美元/桶以上时，历史上看主要进口国不大会大规模补库，比如中国一般不会进行补库；如果油价快速下跌、则有可能启动补库，但海运费过高也可能影响补库。目前我们基本判断是补库应是 2028 年之后的事，2027 年正常贸易需求能否恢复和满足尚存在不确定性，有可能还要去库一段时间。 **Q23：如何看 A 股与欧美股油运公司的定价差异？** **A23：**欧美油轮上市公司的商业模式多数类似于资产管理公司，其估值定价不完全建立在持续经营假设之上，另外各自的风险坐标系也不一样，不建议简单类比。