

# 淡季休整，蓄势待发

## ——2023H2交运行业投资策略航运篇

行业评级：看好

2023年6月5日

分析师	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003
研究助理	秦梦鸽、卢骁尧

## 1、航运：供给收缩奠定周期向上基础，静待需求释放迎运价高涨

- 2020年以来，在新冠疫情、供应链受阻、地缘冲突等因素影响下，航运子领域运力供需关系大幅波动，带动运价显著变化，2023年至今，集运干散运价已大幅回落，油运仍处于高位震荡，中期供需关系提供运价强支撑。
- 根据Clarksons数据，预期2023-2024年，原油油轮、成品油油轮、集装箱船舶、干散货船舶供给增速分别为1.9%/0.6%、1.5%/0.3%、7.0%/5.8%、2.4%/0.8%，航运子领域运力供给逐步仍逐步收缩，供给收缩奠定未来周期基础，静待需求释放迎运价高涨。
- **IMO环保压力形成中长期供给制约。**2021年6月，国际海事组织（IMO）通过了《国际防止船舶造成污染公约》修正案，同时要求现有船舶进行能效指数（EEXI）和碳排放强度指数（CII）认证，自2023年1月1日起生效。随着环保规定趋于严格，老旧船舶和低效率船舶将加速报废，另一方面船舶平均航速受到制约，从而进一步减少运力供给。

## 2、油运：淡季运价或呈震荡，旺季高度值得期待

- **原油运价春节后扶摇而上，Q1淡季不淡。**俄罗斯原油制裁后新贸易格局逐步形成，俄油出口恢复正常，运距显著拉长的新贸易格局已基本形成，叠加国内疫后复苏、节后复工，主要进口国需求集中释放，驱动VLCC需求向上。
- **Q2运价大幅回调，淡季冷清符合预期。**OPEC+减产，叠加4月以来节假日多、行业传统淡季，需求疲弱，运价季节性下滑。
- **底层逻辑不变：供给向下奠定周期向上基础。**截至2023年5月，行业原油在手订单运力占现有运力比重2.5%，环比4月下降0.2pct，仍为历史最低水平。根据克拉克森预测，2023-2024年供需差分别为4.2%、5.2%。
- **我们预计运价5-8月或在低位震荡，进入Q4传统旺季，运价有望再创新高。**后续催化：亚太炼厂检修期后，叠加暑期出行高峰、国内第二批成品油出口配额下发，有望刺激油运需求向上；美国宣布4-6月释放2600万桶SPR，并补充1000万桶SPR。
- **推荐标的：**中远海能、招商轮船、招商南油。

## 3、集运：外贸运价持续回落，内贸运价稳定性较强

- 2022年，外贸集运市场呈现前高后低的趋势，22H1出口集装箱运价指数维持高位，下半年逐渐走弱，2022年CCFI和SCFI指数同比分别+7%和-10%，23Q1延续向下走势，CCFI和SCFI同比分别-68%和-80%；内贸集运得益于其良性竞争格局，运价整体较为稳定，2022年和23Q1PDCCI指数同比分别+13%和-10%。

- **外贸集运运价企稳，中期供给压力犹存。** 经过2022年的剧烈调整，外贸集运运价已回落至疫情前水平，截至2023年5月26日，SCFI指数为983.46点，较2023年以来最低点回升了8.5%，运价水平有所改善。2023-2024年全球集运行业供给端增速分别为7.0%和5.8%，需求端增速分别为-1.4%和3.3%，随需求回暖，2024年集运运力供需矛盾有望得到一定缓和，但中期供给压力犹存。
- **供需差有望为内贸集运运价提供支撑。** 内贸集运市场政策准入背景下具有一定的独立性，受益于国内疫后经济复苏，内贸集运市场有望走出独立行情，预计2023年，内贸集运行业需求端及供给端（剔除散改集）增速分别为5.1%和22.7%。相较于2020年，预期内贸集装箱吞吐量增长16%，沿海集装箱船舶运力供给总量增长8.2%，需求端的增长有望为运价提供较强支撑。
- **推荐标的：** 中谷物流。

#### 4、干散货航运：供给受限有望带动行业景气周期向上

- **2023年上半年BDI指数触底反弹。** 2022年受全球经济增速放缓及国内疫情影响，全球干散货航运市场呈前高后低的趋势，2023年年初延续下跌趋势，2月中旬BDI指数最低跌至530点，随后逐渐反弹，截至5月31日，BDI指数为977点，较最低点上涨84%。
- 2022年，受全球宏观经济波动、俄乌冲突以及中国疫情等因素影响，需求端大幅下滑，2022年全球铁矿石、焦煤、动力煤、粮食等干散货海运贸易量同比分别-3%、-1%、0%、-3%，预期2023年，随着中国经济复苏，干散货贸易需求有所改善。
- **干散货船舶运力供需差有望逐步扩大，供给增速放缓有望迎周期向上。** 根据Clarksons数据，2023-2024年，全球干散货船舶供给增速分别为2.4%和0.8%，需求增速为2.4%和2.5%，供给增速放缓有望带动行业景气周期。
- **推荐标的：** 国航远洋。

# 风险提示

- 1、宏观经济波动风险
- 2、油价、汇率大幅波动风险
- 3、地缘政治风险等

# 目录

CONTENTS

01

## 航运2023H1行情回顾

相对收益和绝对收益

供给收缩奠定周期向上基础，静待需求释放

02

## 油运

全球油运贸易重构，带来运距显著拉长

淡季运价或呈震荡，旺季高度值得期待

03

## 集运

外贸集运运价企稳，中期供给压力犹存

供需差有望为内贸集运运价提供支撑

04

## 干散航运

2023年上半年BDI指数触底反弹

供给受限有望带动行业景气周期向上

05

## 风险提示

# 01

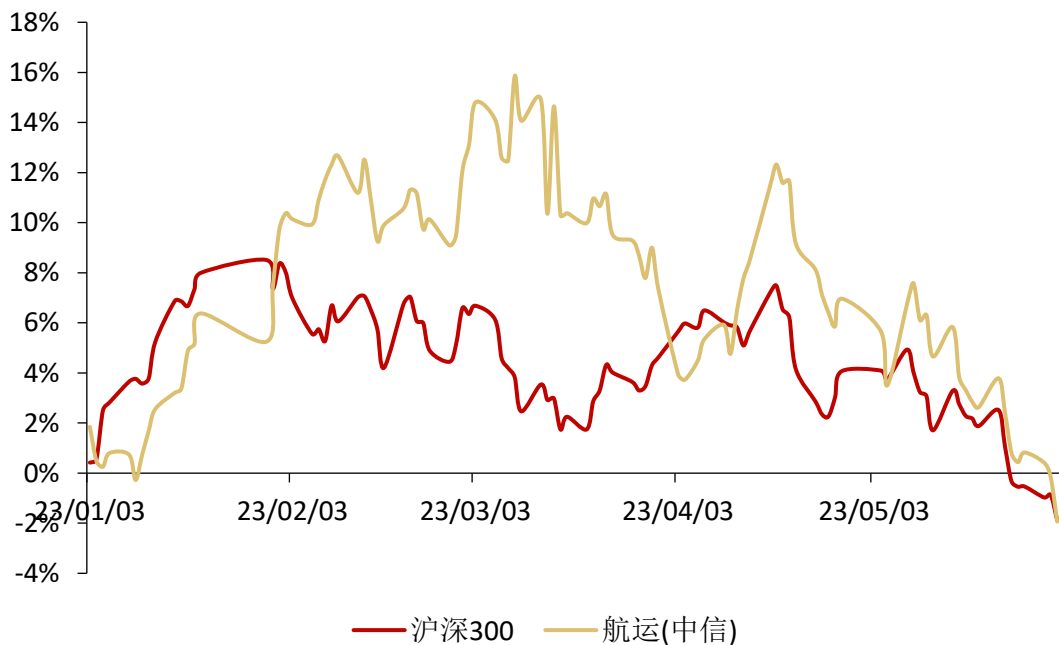
## 航运板块 行情回顾

中信航运指数跑出绝对收益和相对收益

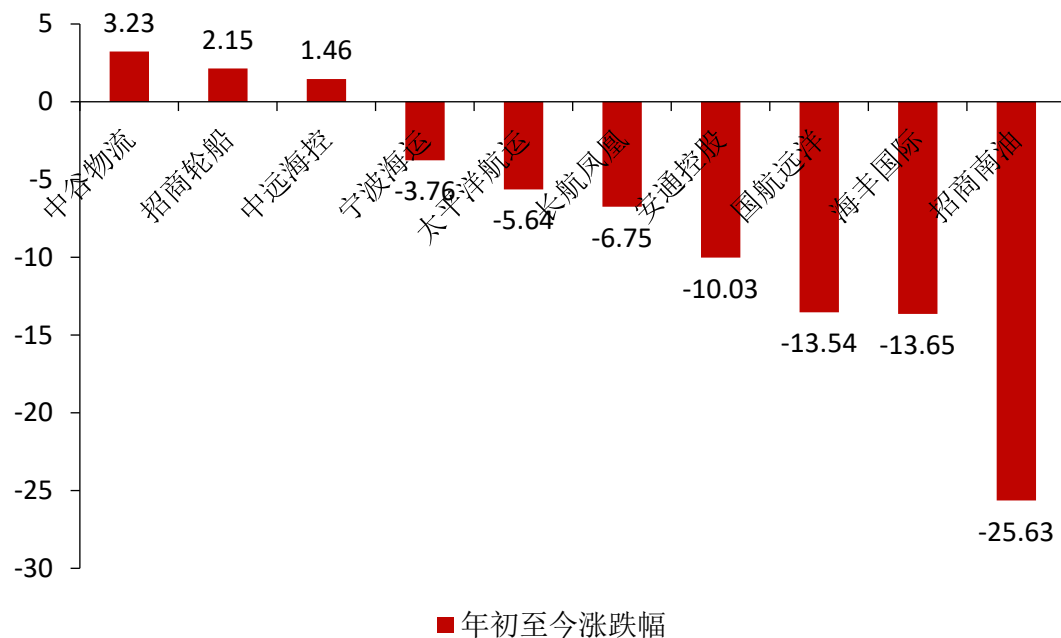
供给收缩奠定周期向上基础，静待需求释放

- **中信航运指数23Q1跑出绝对收益和相对收益，Q2板块回落。** 23Q1航运指数表现突出，大幅领先沪深300指数，23Q2行情有所回落。截至5月31日收盘，航运指数上半年累计绝对收益-1.94%，累计相对收益-0.05%。
- 从航运重点个股来看，跑出绝对收益的标的为：中谷物流（+3.23%）、招商轮船（+2.15%）、中远海控（+1.46%）。

图：2023年初至今航运板块累计涨跌幅情况（截至5-31收盘）



图：2023年初至今航运个股累计涨跌幅情况（截至5-31收盘）

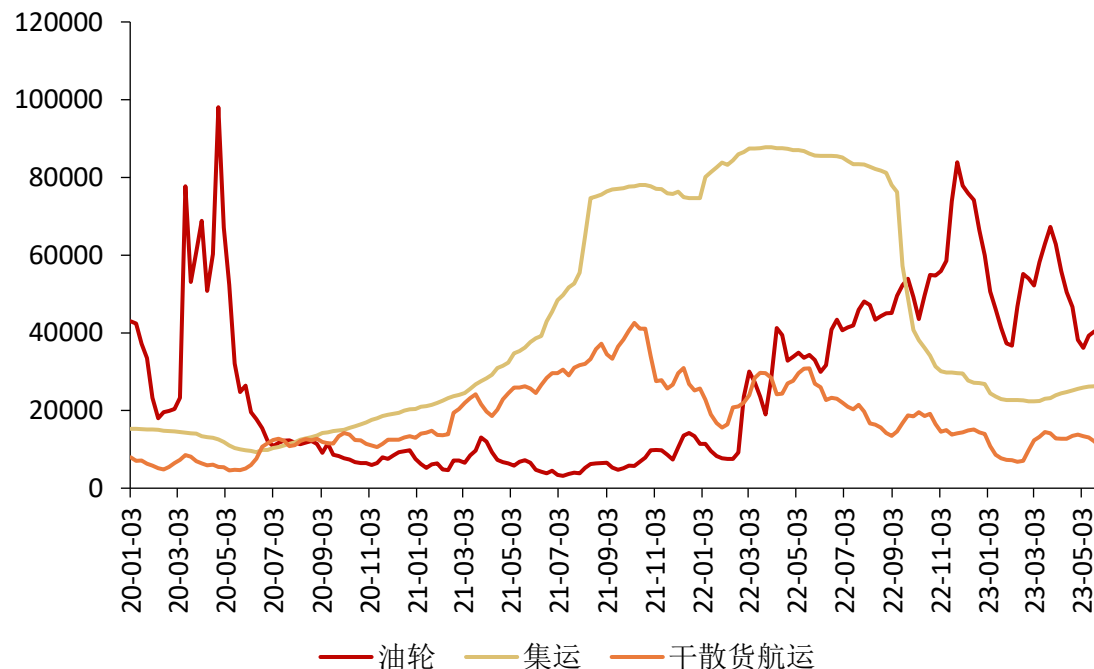


- 航运运力供给增长有限，奠定周期向上基础。** 2020年以来，在新冠疫情、供应链受阻、地缘冲突等因素影响下，航运子领域运力供需关系大幅波动，带动运价显著变化，2023年至今，集运干散运价已大幅回落，油运仍处于高位震荡，中期供需关系提供运价强支撑。
- 根据Clarksons数据，预期2023-2024年，原油油轮、成品油油轮、集装箱船舶、干散货船舶供给增速分别为1.9%/0.6%、1.5%/0.3%、7.0%/5.8%、2.4%/0.8%，航运子领域运力供给逐步仍逐步收缩，供给收缩奠定未来周期基础，静待需求释放迎运价高涨。**

表：航运细分行业运力供给汇总表（2023年5月）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
原油油轮 (m. dwt)	388.4	390.1	402.4	423.3	431.3	433.7
YOY	4.2%	0.4%	3.2%	5.2%	1.9%	0.6%
成品油油轮 (m. dwt)	165.2	165.5	169.9	174.2	176.8	177.4
YOY	4.9%	0.2%	2.6%	2.5%	1.5%	0.3%
集装箱 (m TEU)	23	23.7	24.8	25.8	27.6	29.2
YOY	4.0%	2.9%	4.5%	4.0%	7.0%	5.8%
干散货船舶 (m. dwt)	879.6	913	945.9	972.9	996.7	1,005.10
YOY	4.0%	3.8%	3.6%	2.9%	2.4%	0.8%

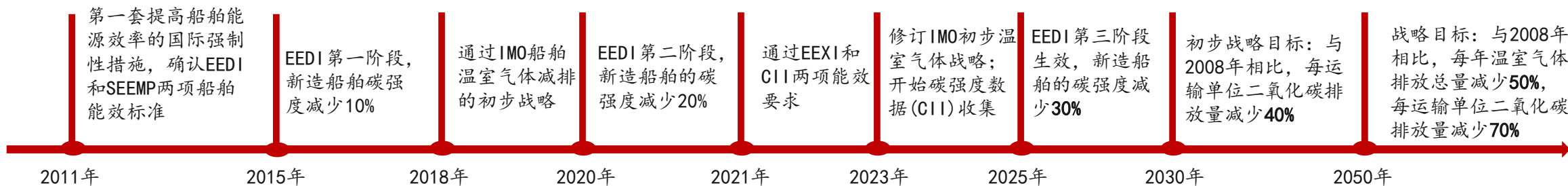
图：2020年以来航运子版块运价变化（\$/day）





□ **IMO环保压力形成中长期供给制约。**2021年6月，国际海事组织（IMO）通过了《国际防止船舶造成污染公约》修正案，同时要求现有船舶进行能效指数（EEXI）和碳排放强度指数（CII）认证，自2023年1月1日起生效。随着环保规定趋于严格，老旧船舶和低效率船舶将加速报废，另一方面船舶平均航速受到制约，从而进一步减少运力供给。

图：IMO减少航运温室气体排放的行动



	EEXI（现有船舶能效指数）	CII（碳强度指标）
<b>适用范围</b>	所有400总吨及以上的国际航行船舶（限于EEDI船型）	所有5000总吨及以上适用EEDI要求的国际航行船舶
<b>内涵及相关机制</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ EEXI是指在特定于船舶的参考条件下，每容量吨英里所排放的二氧化碳克数，是EEDI（船舶设计能效指数）的演进版本；</li> <li>➢ 现有船舶所需的EEXI应使用每种船舶的EEDI参考线乘以船舶尺寸规定的折减率来计算；</li> <li>➢ 每艘船计算出的EEXI值必须低于要求的EEXI值，以确保船舶符合最低能效标准。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ CII指的是在特定的评级内为确保持续降低船舶的营运碳强度所需的年度折减系数；</li> <li>➢ 船舶必须记录实际的年度营运CII，并将其与所要求的年度营运CII相比，从而确定船舶的营运CII评级；</li> <li>➢ 根据船舶的CII，共分为A、B、C、D或E五个等级，分别代表“优秀”、“良好”、“中等”、“较差”、“差”五个性能水平。</li> <li>➢ 连续三年被评为D级或E级的船舶，其管理人员必须提交一份优化行动计划，说明如何达到所要求的C等级及以上水平。</li> <li>➢ 修正案鼓励行政部门、港口当局以及其他利益攸关方酌情向达到A等级或B等级的船舶提供奖励。</li> </ul>

# 02

## 油运

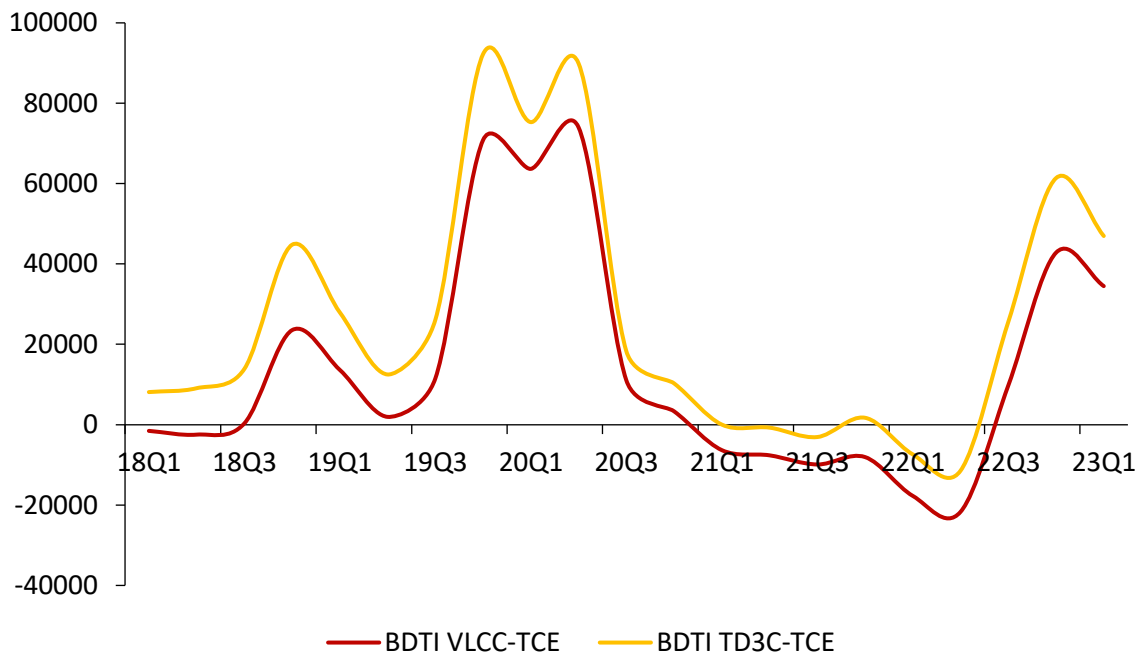
**Q1原油运价高企，成品油运价环比回落**

**全球油运贸易重构，带来运距显著拉长**

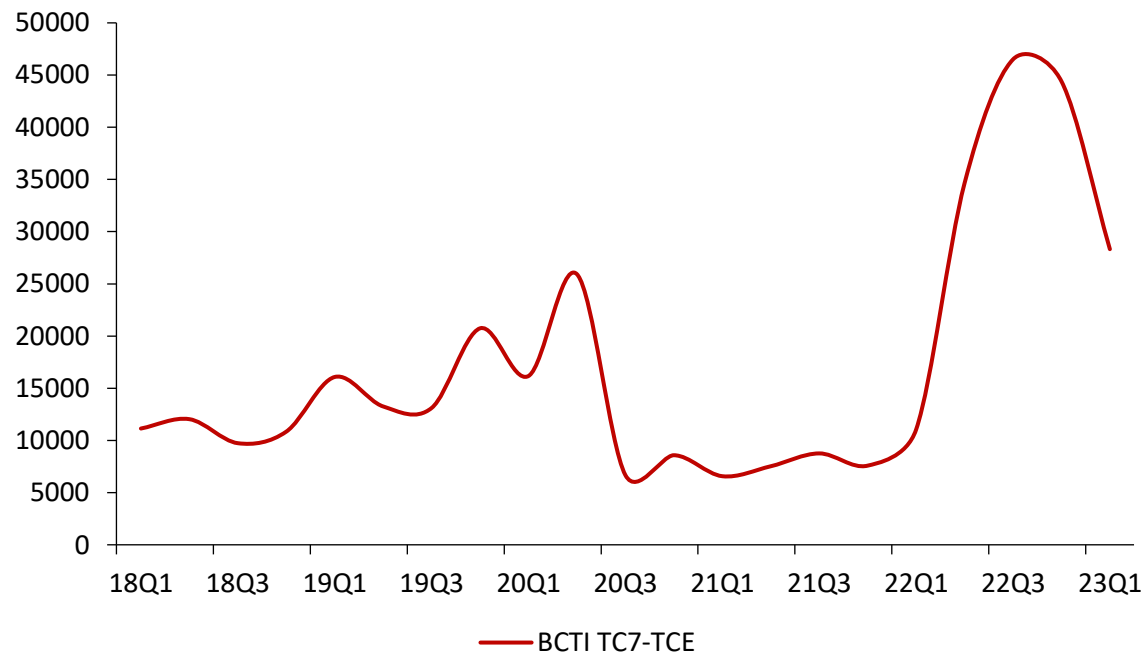
**淡季运价或呈震荡，旺季高度值得期待**

- **原油运价高企，23Q1淡季不淡。** 俄原油于2022.12.5被制裁生效后出口受阻、叠加美湾出口减少，运价在2023年年初大幅下跌，春节后国内复工、俄油出口恢复，运价涨幅超预期，23Q1VLCC运价均值34,498美元/天，其中TD3C-TCE均值46,967美元/天。
- **成品油运价环比回落，但仍处高位。** 欧美对于俄成品油制裁于2023.2.5生效，当前处于类似于俄原油制裁生效初期的混乱局面，运价环比出现明显回落，但从历史维度看仍处高位，23Q1MR-TC7-TCE均值28,320美元/天，环比22Q4下降36%。

图：VLCC-TCE及TD3C-TCE季度均值(美元/天)

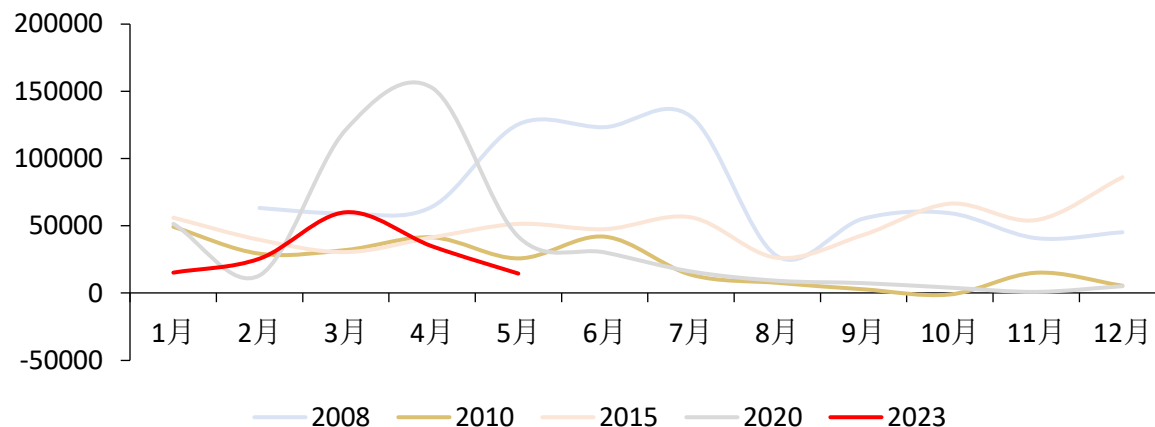


图：MR-TC5-TCE季度均值(美元/天)

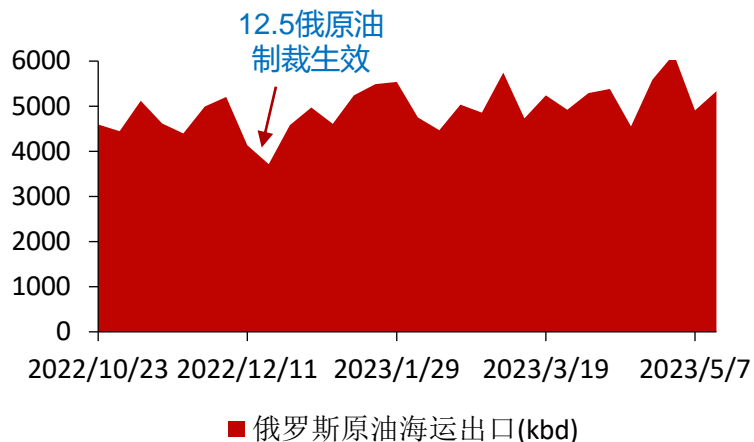


- **俄罗斯原油制裁后新贸易格局逐步形成、俄油出口持续高位。** 俄油出口恢复正常，运距显著拉长的新贸易格局已基本形成，根据Kpler，截至4月，全球原油海运运距5363英里，同比+6%，较俄乌冲突前（2021年同期）+8%。
- **主要进口国需求集中释放。** 国内疫后复苏、节后复工，联合石化2023年2月起在市场上密集拿船，驱动VLCC需求向上。
- 在以上双重催化下，23Q1行业淡旺季特征淡化，VLCC运价均值 34,498 美元/天，其中 TD3C 均值 46,967 美元/天。

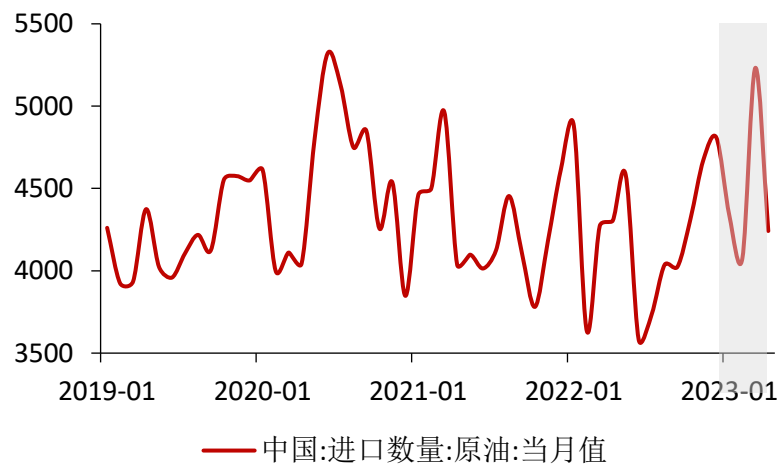
图：VLCC月度运价(美元/天)



图：俄罗斯原油海运出口量



图：中国原油海运进口量(万吨)

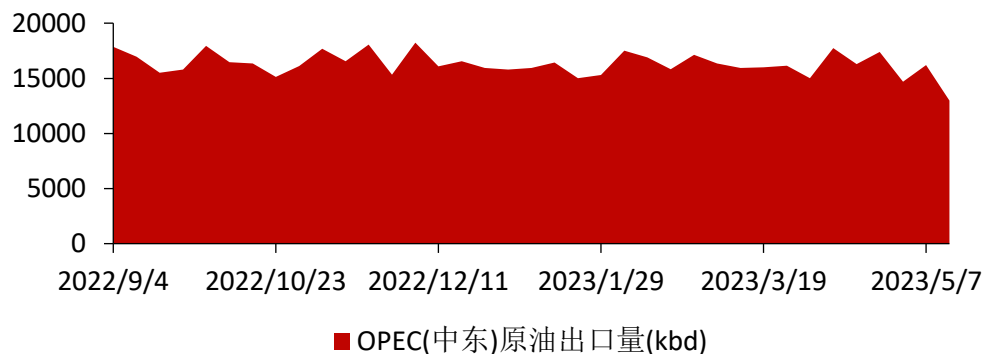


图：部分联合石化 (unipec) 成交订船订单

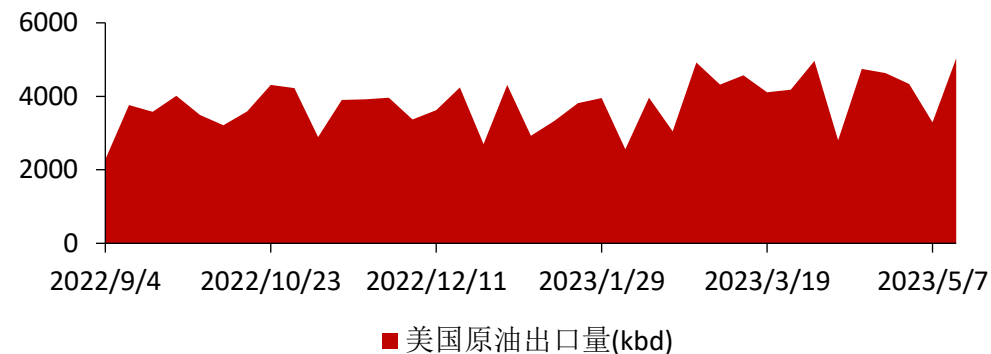
日期	船名	船东	客户	状态
Thursday, 9 Feb	Nissos Nikouria (2022)	Kyklades Maritime	USG/UKC	On Subs
Wednesday, 8 Feb	Serenity (2021)	Trafigura	AG/China	On Subs
	Captain X. Kyriakou (2013)	Athenian Tankers	AG/China	On Subs
	Eurovictory (2009)	Eurotankers Inc.	AG/China	On Subs
	Ithaki (2011)	Dynacom	AG/EC/India	On Subs
	Singapore Loyalty (2007)	Trafigura	AG/Vietnam	On Subs
	Front Discovery (2019)	Frontline	W Afr/China	On Subs

- **OPEC+宣布预防性自愿减产。**OPEC+为挺油价，以及海外银行业危机引发衰退担忧下，为预防过剩，OPEC+主要成员国在4月宣布：自5月起到2023年年底将减产165万桶/天。
- **叠加4月以来节假日多、行业传统淡季、货盘减少，下游炼厂进入传统检修季，开工率偏低，需求疲弱，运价出现季节性下滑。**

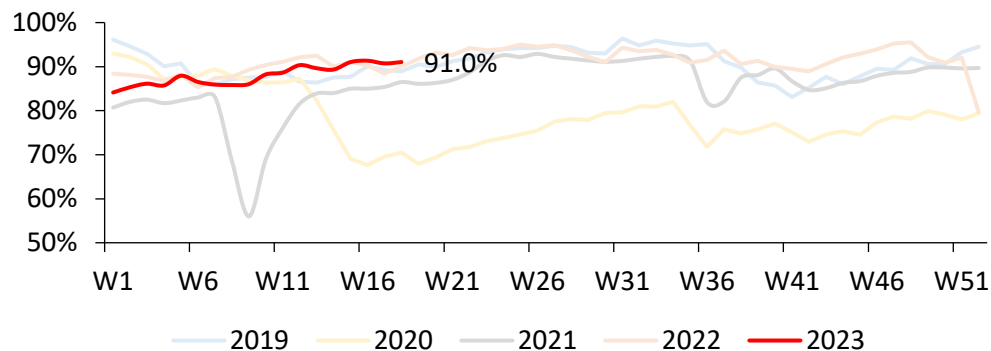
图：中东原油出口量



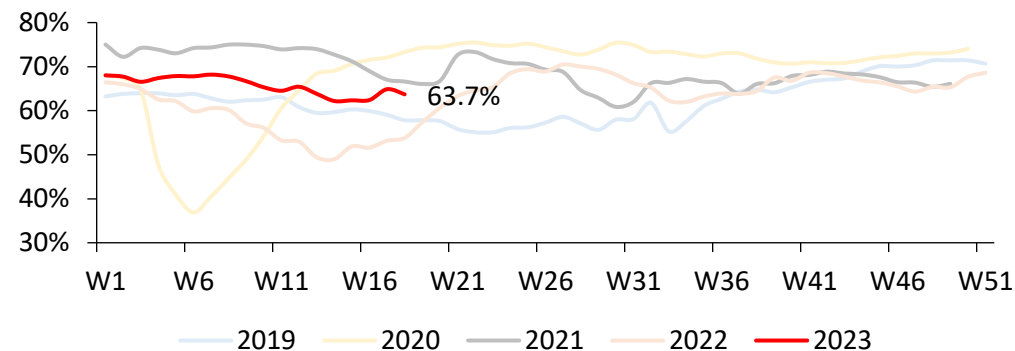
图：美湾原油出货量



图：美国炼厂开工率

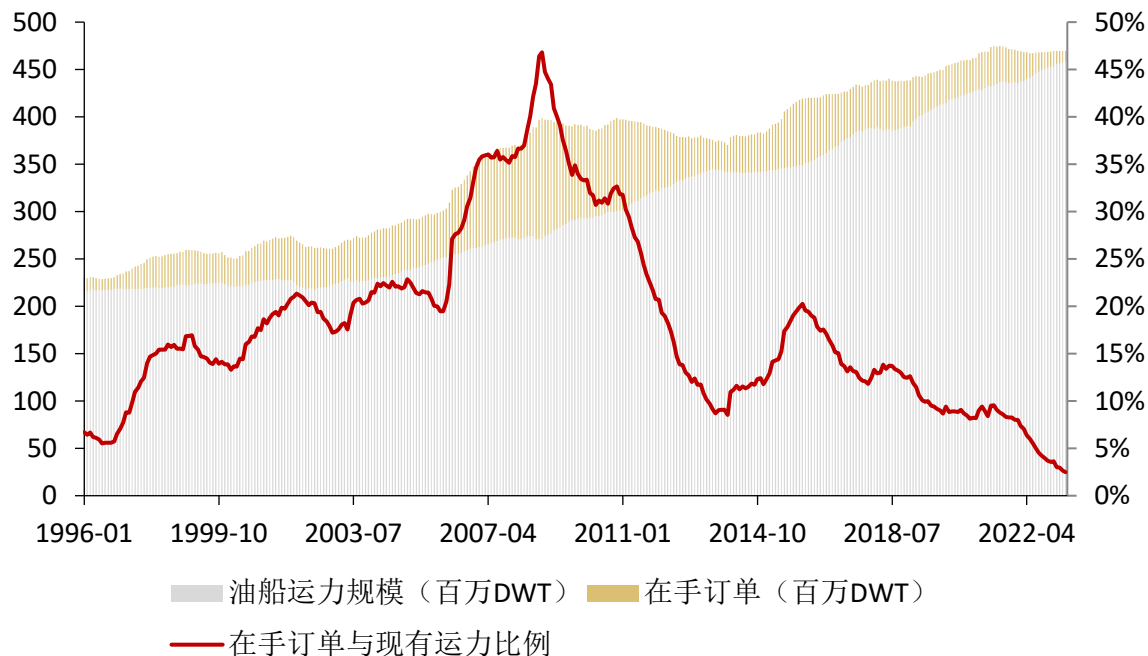


图：山东炼厂开工率



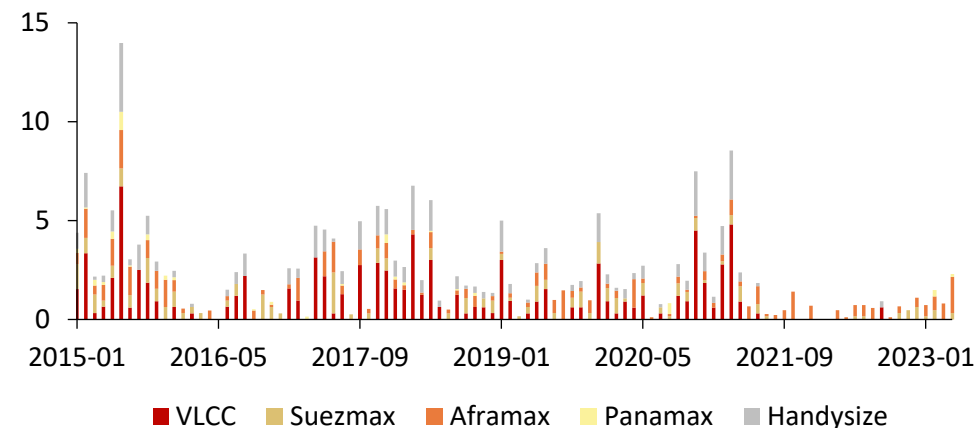
- **在手订单仍处历史低位，且新订单有限。**截至2023年5月，行业原油在手订单运力占现有运力比重2.5%，环比4月下降0.2pct，仍为历史最低水平。
- **VLCC即将进入供给真空期。**2022年8月至今无VLCC新订单，新订单主要为Aframax。截至2023年5月，全行业VLCC在手订单中绝大部分预计2023年交付完毕，2024年无新船交付。

图：原油轮在手订单历史低位



资料来源：Clarksons，浙商证券研究

图：原油轮分船型月度新订单(百万DWT)



表：全行业VLCC在手订单预计交付时间

运力(DWT)	下单时间	预计交付时间
309,000	2022/8/25	2025-11
309,000	2022/8/25	2026-03
300,000	2021/6/18	2023-05
300,000	2021/4/13	2023-10
300,000	2021/3/11	2023-09
300,000	2021/3/11	2023-10
300,000	2021/3/11	2023-05
300,000	2021/3/11	2023-06
320,500	2021/2/17	2023-07
300,000	2020/11/30	2023-05
300,000	2020/11/30	2023-06
300,000	2020/11/30	2023-07
310,000	2019/2/1	2023-07

- 重申：我们认为，即使俄乌停战，俄欧石油贸易格局短期也难以重回冲突前。
- 根据克拉克森预测：
  - 全球原油平均海运运距2023-2024年分别较俄乌冲突前(2021年)分别拉长 4.4%、5.1%；
  - 全球成品油平均海运运距2023-2024年分别较俄乌冲突前(2021年)分别拉长9.1%、11.8%。

表：油运运距预测

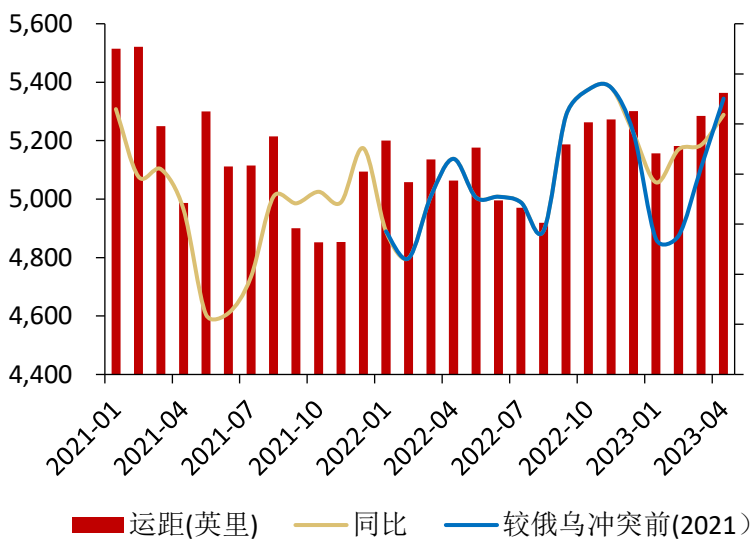
	周转量(十亿吨海里)	货运量(百万吨)	平均运距(海里)	同比	较俄乌冲突前(2021)变动
原油					
2021	9,306	1,854	5,020	-3.1%	
2022	9,950	1,974	5,040	0.4%	0.4%
2023E	10,510	2,006	5,239	4.0%	4.4%
2024E	11,114	2,106	5,278	0.7%	5.1%
成品油					
2021	3,103	1,015	3,057	3.5%	
2022	3,264	1,048	3,115	1.9%	1.9%
2023E	3,620	1,085	3,335	7.1%	9.1%
2024E	3,886	1,137	3,419	2.5%	11.8%



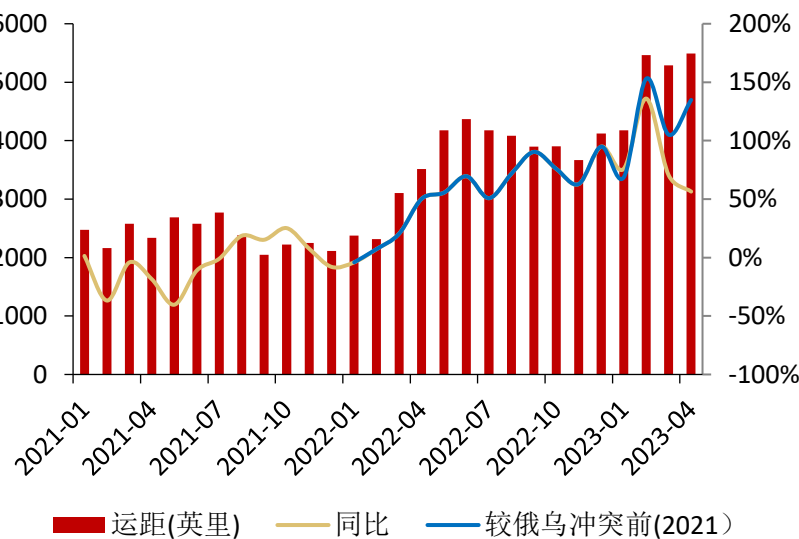
□ 根据Kpler，截至2023年4月：

- **全球**原油海运运距5363英里，同比+6%，较俄乌冲突前（2021年同期）+8%；
- **俄罗斯**原油出口运距5492英里，同比+56%，较俄乌冲突前（2021年同期）+135%；
- **欧盟**原油进口运距3052英里，同比+11%，较俄乌冲突前（2021年同期）+32%。

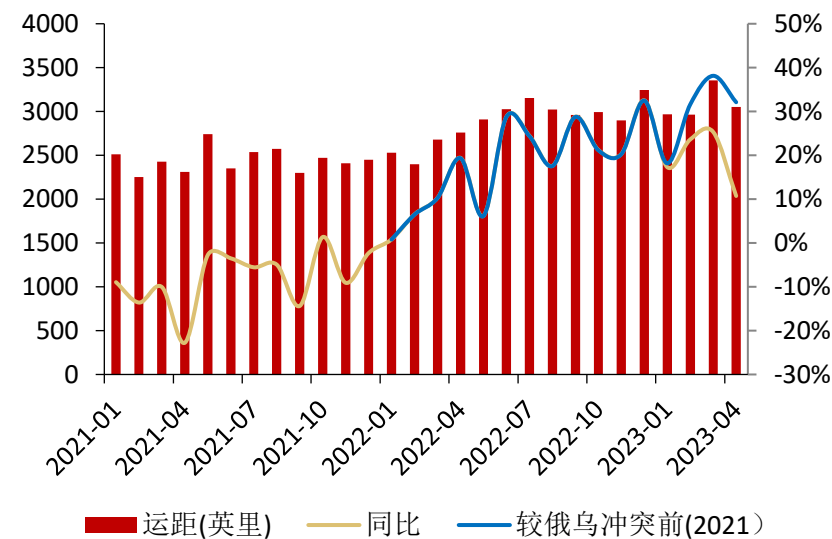
图：全球原油海运运距



图：俄罗斯原油出口运距



图：欧盟原油进口运距

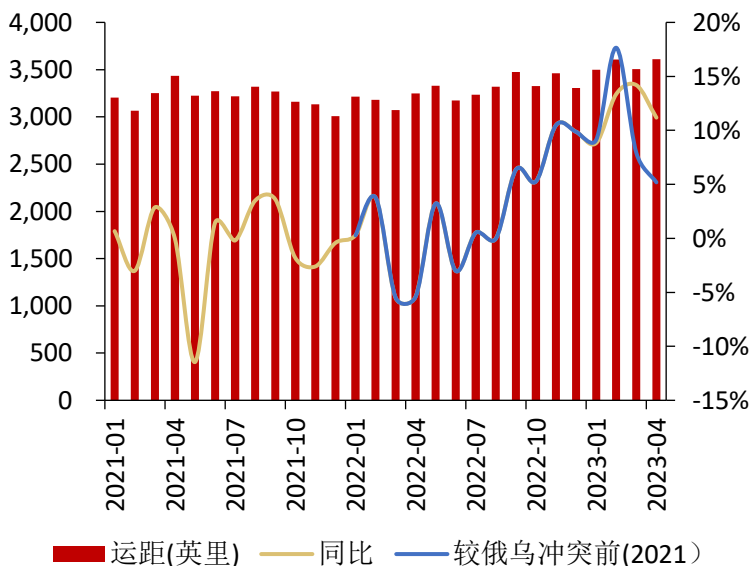




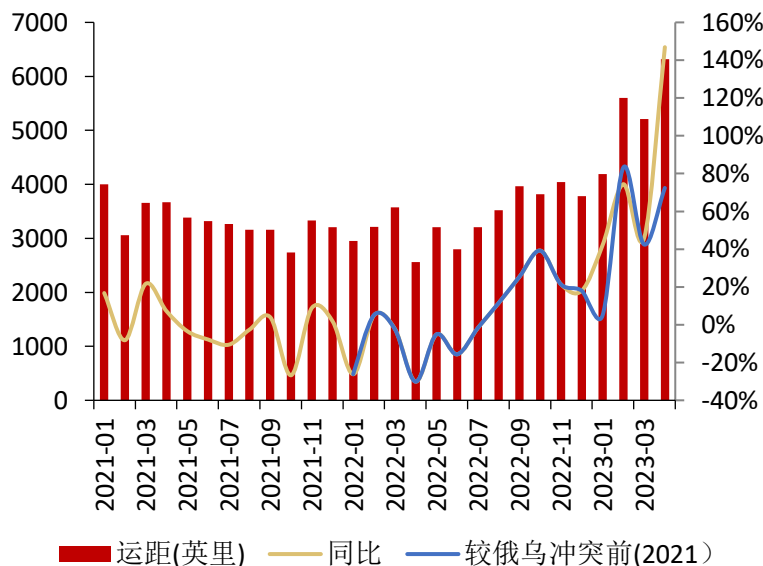
□ 根据Kpler，截至2023年4月：

- **全球**成品油海运运距3612英里，同比+11%，较俄乌冲突前（2021年同期）+5%；
- **俄罗斯**成品油出口运距6319英里，同比+147%，较俄乌冲突前（2021年同期）+72%；
- **欧盟**成品油进口运距2808英里，同比+22%，较俄乌冲突前（2021年同期）+32%。

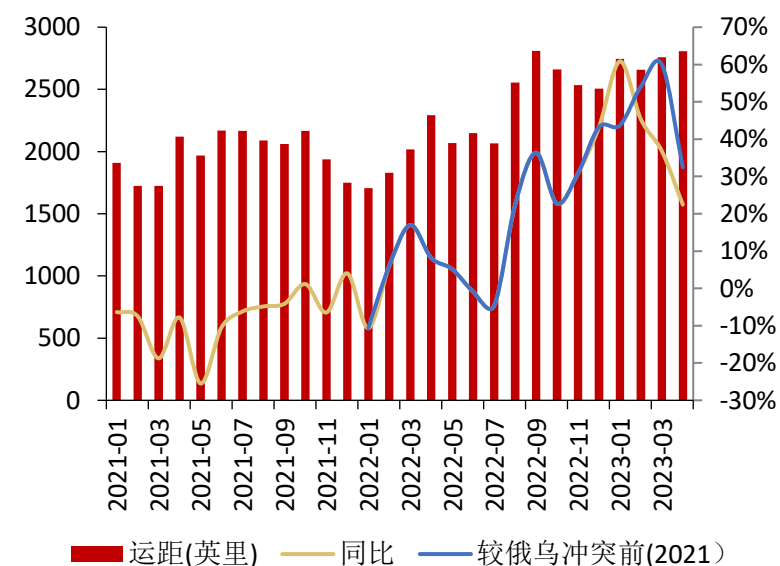
图：全球成品油海运运距



图：俄罗斯成品油出口运距

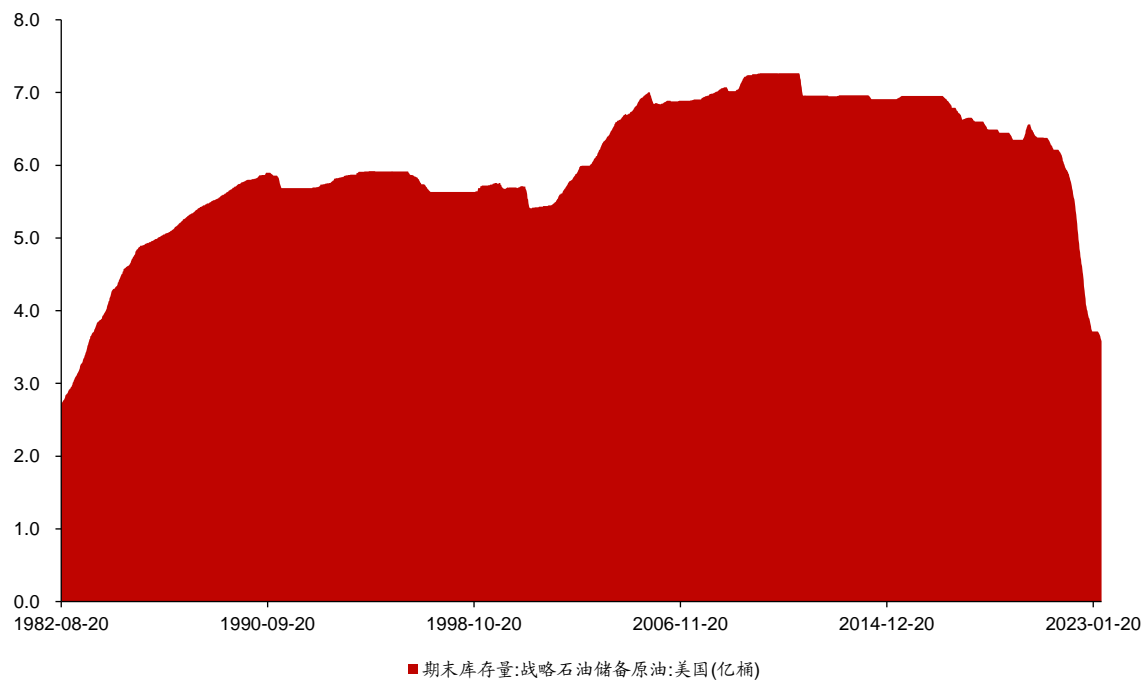


图：欧盟成品油进口运距

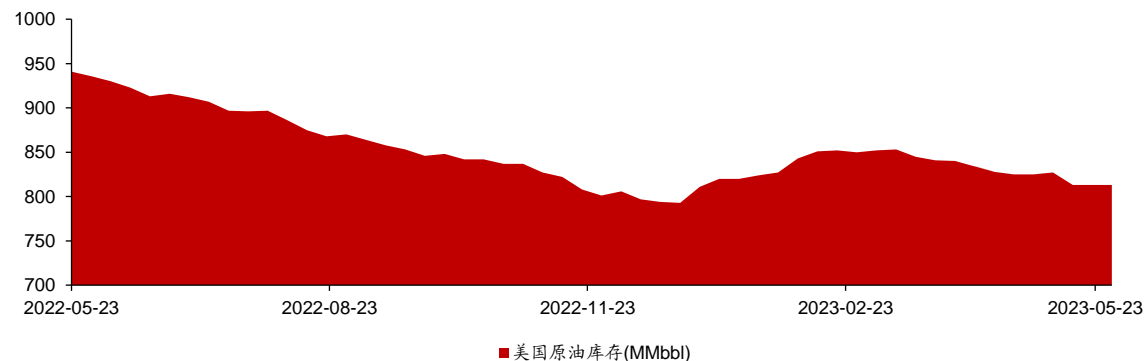


- 截至2023.5.26，美国战略石油储备3.55亿桶，环比上周下降252万桶，持续突破1984年以来的最低值。
- 根据Kpler，截至2023.5.29，美国原油库存8.13亿桶，欧盟原油库存3.02亿桶，环比上周均无变化。

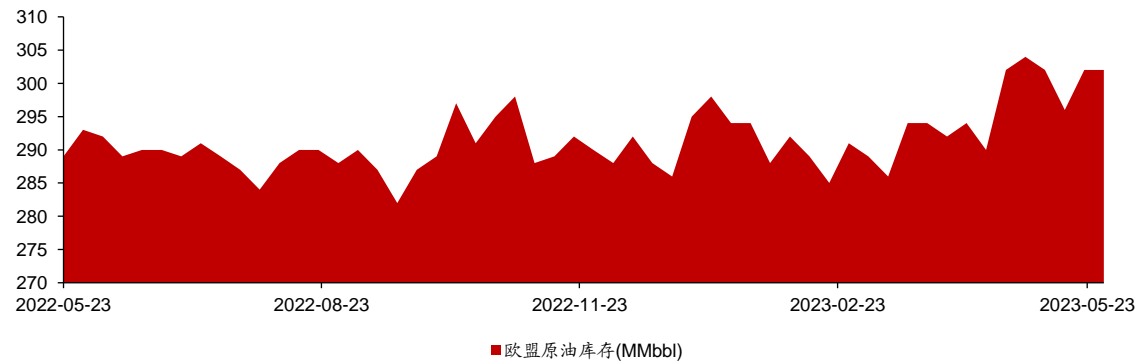
图：美国战略石油储备



图：美国原油库存



图：欧盟原油库存



- 受OPEC+减产影响，Clarkson下调2023年吨海里增速至6.1%，2023-2024年供需差分别为4.2%、5.2%。
- 我们预计运价5-8月或在低位震荡，进入Q4传统旺季，运价有望再创新高。后续催化：
  - ✓ 亚太炼厂检修期后，叠加暑期出行高峰、国内第二批成品油出口配额下发，有望刺激油运需求向上；
  - ✓ 美国宣布4-6月释放2600万桶SPR，并补充1000万桶SPR。

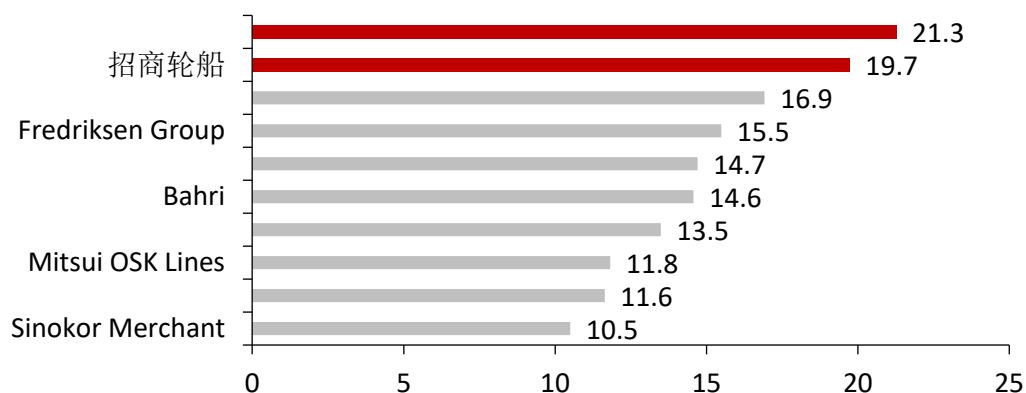
表：油运供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023(f)	2024(f)
原油						
需求增速-吨海里	-1.7%	-7.5%	-3.1%	7.1%	6.1%	5.8%
需求增速-货量	-2.1%	-8.4%	0.4%	6.8%	1.9%	4.7%
供给增速-有效运力	4.2%	0.4%	3.2%	5.2%	1.9%	0.6%
<b>供需差</b>	<b>-5.9%</b>	<b>-7.9%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>1.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>5.2%</b>
成品油						
需求增速-吨海里	-0.1%	-8.8%	8.8%	5.0%	11.7%	6.9%
需求增速-货量	-3.4%	-10.6%	5.1%	3.5%	4.3%	4.2%
供给增速-有效运力	4.9%	0.2%	2.6%	2.5%	1.5%	0.3%
<b>供需差</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.2%</b>	<b>6.6%</b>

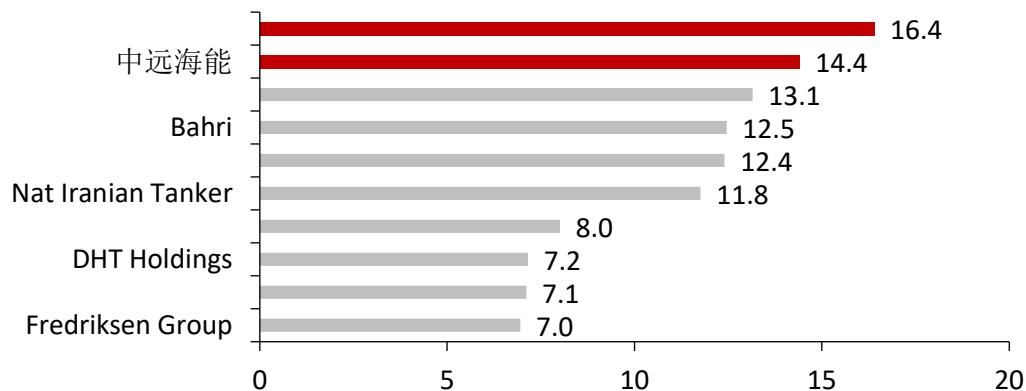
□ **中远海能**：全球最大油船船东，自有油船运力2127万DWT

□ **招商轮船**：全球最大VLCC船东，自有VLCC运力1640万DWT

图：全球前十大油船船东（百万DWT）（截至2023年4月）



图：全球前十大VLCC船东（百万DWT）（截至2023年4月）



资料来源：Clarksons、公司公告，浙商证券研究所注：船队结构截至2022年底

表：中远海能油轮船队

类型	市场	板块	船型	艘数	万载重吨	平均船龄
自有	外贸	原油	VLCC	47	1,501	9.6
			苏伊士型	3	64	2.3
			阿芙拉型	6	67	8.0
			巴拿马型	1	7	17.7
			灵便型	4	23	14.6
	内贸	成品油	LR2	8	88	7.0
			LR1	13	97	9.4
			灵便型	9	43	8.4
		原油	阿芙拉型	3	33	18.5
			巴拿马型	17	123	13.1
			灵便型	18	77	16.1
			LR1	2	13	15.8
成品油	灵便型	12	48	12.2		
	通用型	8	9	14.8		
租入	外贸	原油	VLCC	5	152	8.3
	内贸	原油	巴拿马型	1	7	17.5
合计				157	2,274	11.2

表：招商轮船油轮船队

类型	船型	艘数	万载重吨	平均船龄	订单艘数	万载重吨
自有	VLCC	51	1580	7.7	1	30.7
自有	Aframax	5	54	14.2	3	34.5
合计		56	1634	8.3	4	65.2

表：招商轮船业绩弹性测算

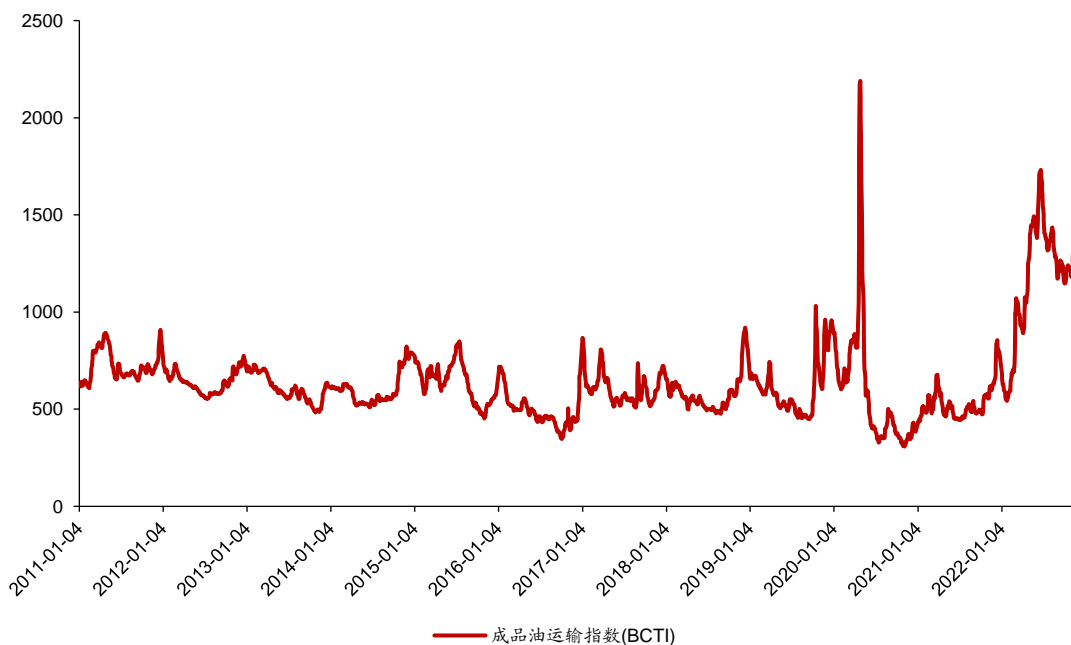
	艘数	盈亏平衡点 (美元/天)	TCE上涨10000美元/天, 税前净利润分别增厚 (亿元)	TCE上涨10000美元/天, 税后净利润分别增厚 (亿元)
VLCC	51	21000	12.3	11.1
阿芙拉型	5	14000	1.2	1.1
TCE (美元/天)	VLCC船队盈利 (亿元)	中小船队盈利 (亿元)	假设散+集+滚+LNG盈利 (亿元)	盈利合计 (亿元)
40,000	21.1	1.7	50.0	72.7
45,000	26.6	2.0	50.0	78.6
50,000	32.1	2.3	50.0	84.5
55,000	37.7	2.7	50.0	90.3
60,000	43.2	3.0	50.0	96.2
70,000	54.3	3.6	50.0	107.9

表：中远海能业绩弹性测算

	艘数	盈亏平衡点 (美元/天)	TCE上涨10000美元/天, 税前净利润分别增厚 (亿元)	TCE上涨10000美元/天, 税后净利润分别增厚 (亿元)	
原油	65				
VLCC	51	28,000	11.7	9.9	
Suezmax	3	24,000	0.7	0.6	
Aframax	6	18,000	1.4	1.1	
Panamax	1	16,000	0.2	0.2	
Handysize	4	14,000	0.9	0.8	
成品油	30				
LR2	8	18,000	1.8	1.5	
LR1	13	16,000	2.9	2.5	
MR	9	12,000	2.0	1.7	
	<b>TCE (美元/天)</b>	<b>VLCC船队盈利 (亿元)</b>	<b>中小船队盈利(亿元)</b>	<b>假设内贸+LNG盈利(亿元)</b>	<b>盈利合计(亿元)</b>
	40,000	11.7	20.0	14.0	45.7
	45,000	16.5	24.2	14.0	54.7
	50,000	21.4	28.4	14.0	63.8
	55,000	26.3	32.6	14.0	72.8
	60,000	31.1	36.8	14.0	81.9
	70,000	40.9	45.2	14.0	100.0

- 远东成品油运领先者。**公司的成品油运输业务以外贸市场为主，旗下运营27艘MR油轮，其中，五星旗MR油轮共8艘，可兼营内外贸业务，方便旗MR油轮共19艘，从事外贸业务，另有4艘在建MR成品油轮。目前公司的MR船队在国内及苏伊士运河以东区域占据优势地位，成为远东地区成品油运市场的领先者，拥有较强品牌声誉。
- 测算估计当TCE运价上涨1万美元/天，公司利润增厚约6.73亿元。**

图：成品油运输指数 (BCTI) 变化情况



表：招商南油弹性测算

	情景一	情景二	情景三
TCE假设 (美元/天)	40000	50000	60000
成品油轮数量 (艘)	30	30	30
保本点水平 (美元/天)	13000	13000	13000
运营天数假设 (天)	330	330	330
汇率假设	6.8	6.8	6.8
成品油运净利润 (亿元)	18.18	24.91	31.64

# 03

## 集运

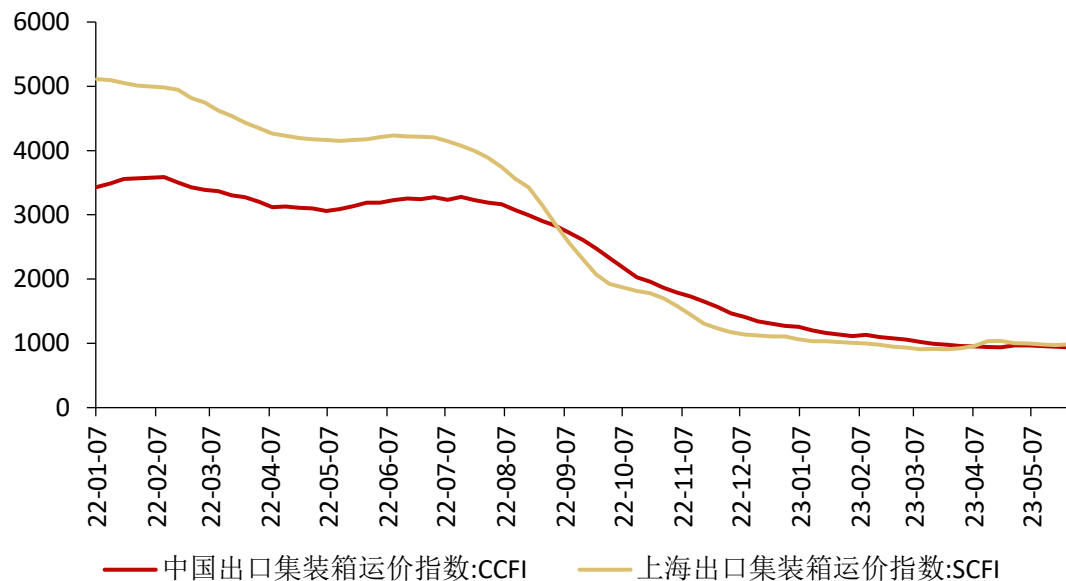
外贸集运运价企稳，中期供给压力犹存

供需差有望为内贸集运运价提供支撑

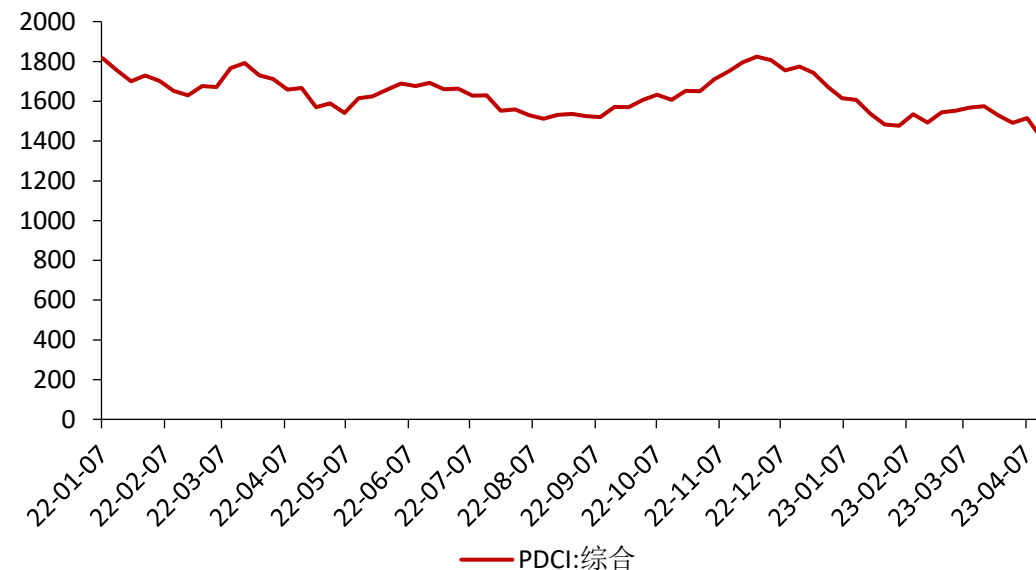


□ **外贸运价持续回落，内贸运价稳定性较强。**2022年，外贸集运市场呈现前高后低的趋势，22H1出口集装箱运价指数维持高位，下半年逐渐走弱，2022年CCFI和SCFI指数同比分别+7%和-10%，23Q1延续向下走势，CCFI和SCFI同比分别-68%和-80%；内贸集运得益于其良性竞争格局，运价整体较为稳定，2022年和23Q1PDCI指数同比分别+13%和-10%。

图：2022年至今外贸集装箱运价指数趋势



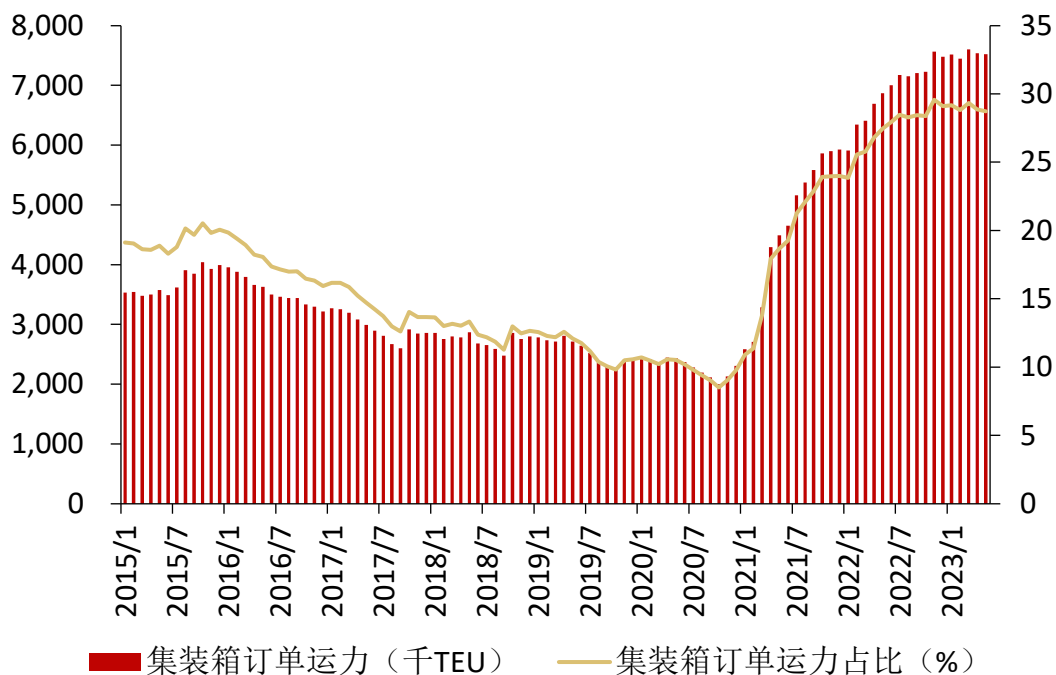
图：2022年至今内贸集装箱运价指数趋势



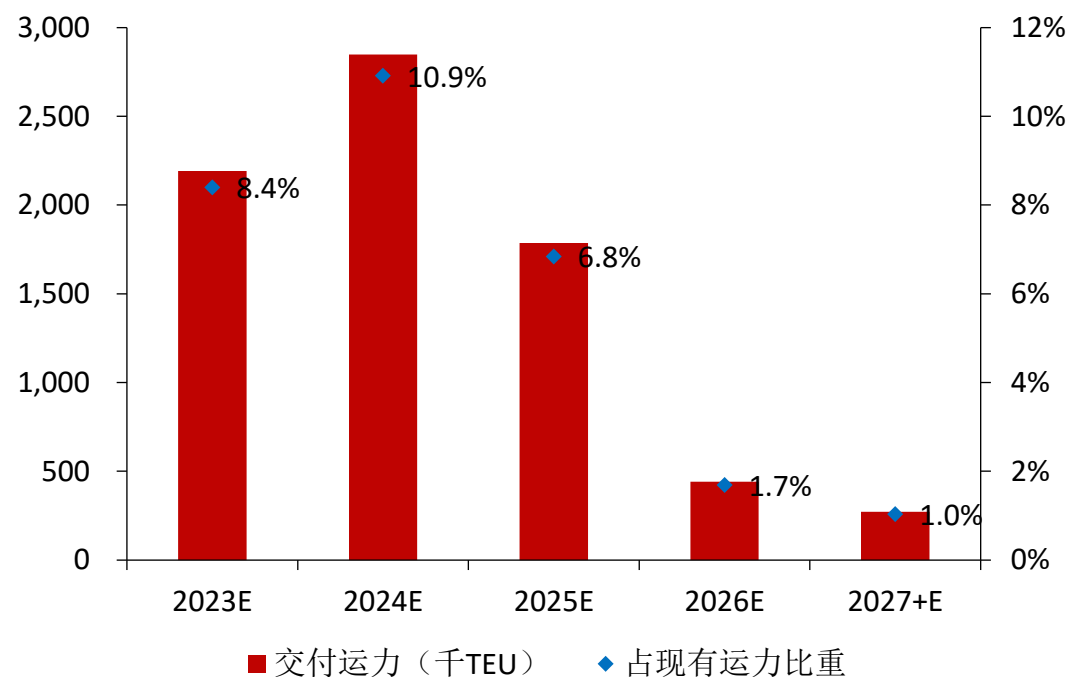
	外贸集运				内贸集运	
	CCFI	同比	SCFI	同比	PDCI	同比
2022	2792	7%	3410	-10%	1660	13%
23Q1	1087	-68%	969	-80%	1539	-10%
23Q2	950	-70%	996	-76%	1300	-21%

□ **外贸集运船舶订单逐步交付，中期供给压力犹存。**2020年10月以来全球集装箱船舶订单运力快速增长，截至2023年5月，集装箱船舶订单运力达7522千TEU，占现存总运力的28.72%，订单运力仍处于高位，根据Clarksons预测，2023年-2025年将分别交付8.4%、10.9%和6.8%的订单运力。

图：集装箱船舶订单运力及运力占比变化

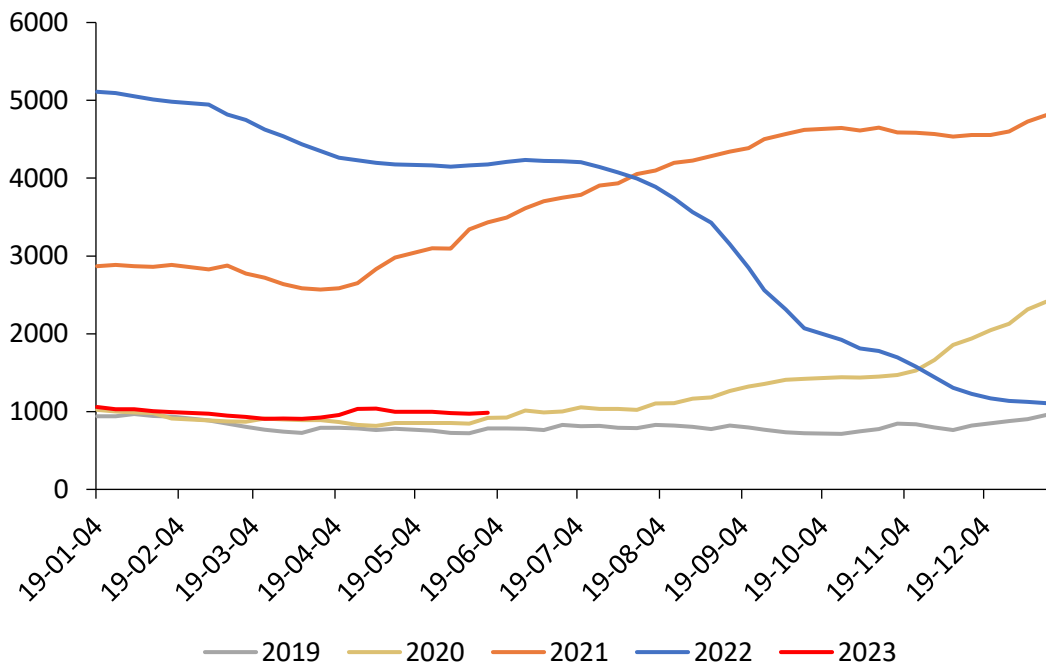


图：预期未来订单运力交付情况



- **2023年以来运价水平逐渐企稳。**经过2022年的剧烈调整，外贸集运运价已回落至疫情前水平，截至2023年5月26日，SCFI指数为983.46点，较2023年以来最低点回升了8.5%，运价水平有所改善。
- 根据Clarksons数据，2023-2024年全球集运行业供给端增速分别为7.0%和5.8%，需求端增速分别为-1.4%和3.3%，随需求回暖，2024年集运运力供需矛盾有望得到一定缓和，但中期供给压力犹存。

图：SCFI历史水平对比

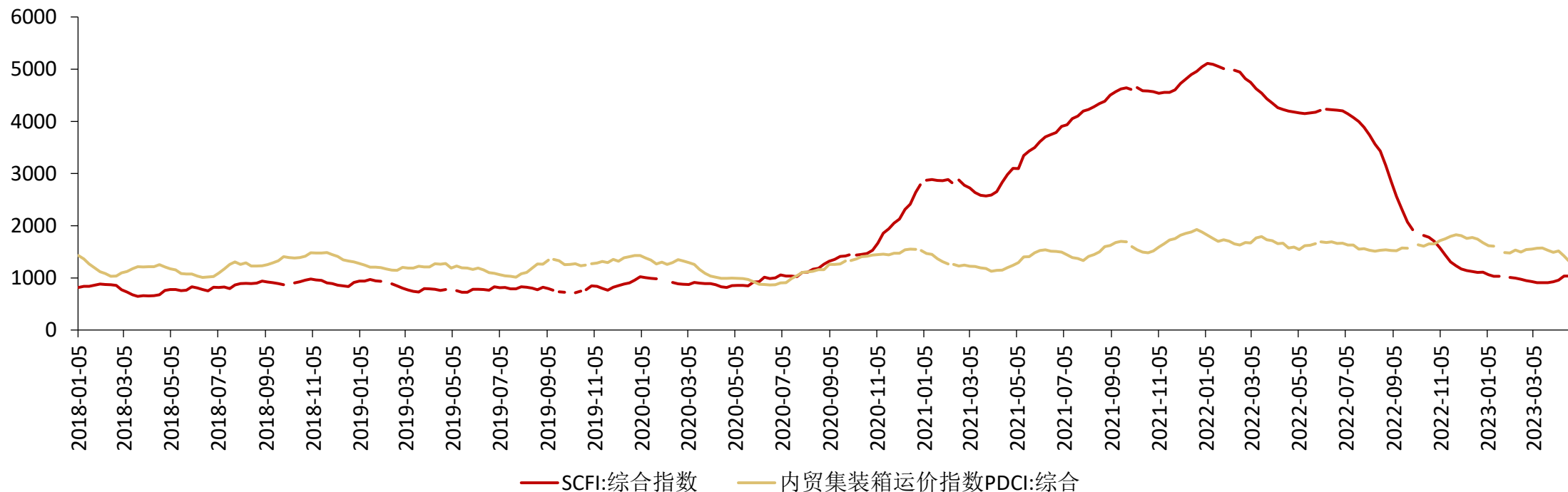


表：外贸集运行业供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
供给-集装箱船舶运力 (m TEU)	23	23.7	24.8	25.8	27.6	29.2
YOY	4.0%	2.9%	4.5%	4.0%	<b>7.0%</b>	<b>5.8%</b>
需求-集装箱贸易 (bn TEU-miles)	990.1	974.1	1,040.60	988.8	975.2	1,007.40
YOY	2.3%	-1.6%	6.8%	-5.0%	<b>-1.4%</b>	<b>3.3%</b>

□ 内贸集运市场政策准入背景下具有一定的独立性，受益于国内疫后经济复苏，内贸集运市场有望走出独立行情。《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》和《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》明确国内水上运输公司须由中方控股。外商不得经营或租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营国内水路运输业务及其辅助业务；在未经中国政府批准的情况下，水路运输经营者不得使用外国籍船舶经营国内水路运输业务。因此，相较于外贸集运市场，内贸集运市场较为独立。

图：内贸运价指数与外贸运价指数对比



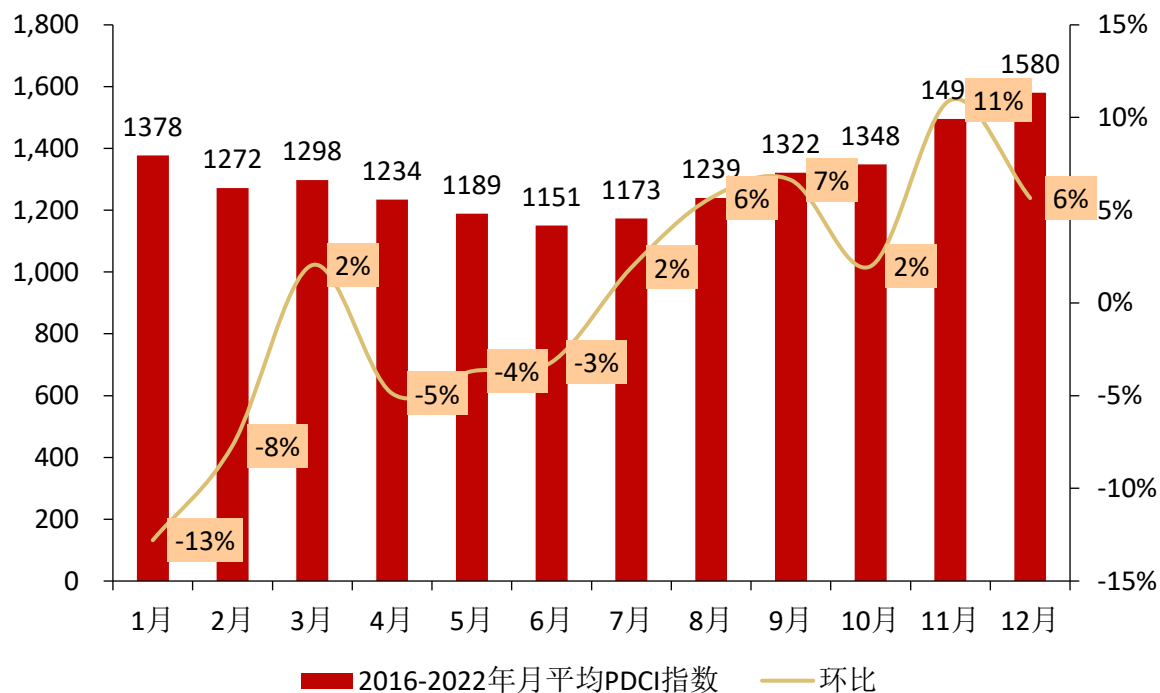
- 考虑到中谷物流及信风海运大船交付节奏，预期2023年新增加权平均总运力增长3.2万TEU，预计2023年，内贸集运行业需求端及供给端（剔除散改集）增速分别为5.1%和22.7%。相较于2020年，预期内贸集装箱吞吐量增长16%，沿海集装箱船舶运力供给总量增长8.2%，需求端的增长有望为运价提供较强支撑。

表：内贸集装箱行业供需测算

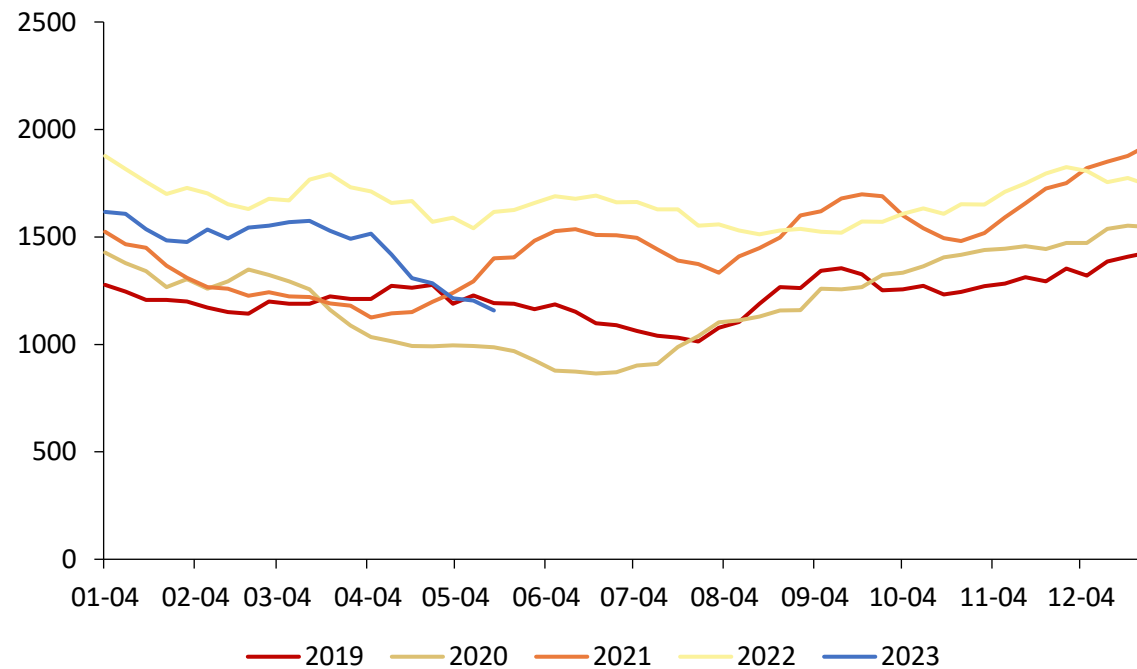
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E VS2020	2024E VS2020
PDCI	1241	1221	1204	1469	1660				
YOY	1%	-2%	-1%	22%	13%				
需求端									
GDP不变价-YOY	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	3.0%	5.1%			
规模以上港口内贸集装箱吞吐量-YOY	9.4%	6.2%	3.1%	8.0%	2.4%	5.1%	5.0%	16.2%	22.1%
供给端									
总运力（万TEU）	71.6	77.1	79.7	78.8	83.0	86.2	90.3		
总运力YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-1.2%	5.3%	3.9%	4.7%	8.2%	13.3%
剔除1/3散改集运力						85.2	86.0		
剔除散改集运力YOY						2.6%	1.0%		
内贸剔除散改集运力估算	71.6	77.1	79.7	60.5	61.7	75.7	83.4		
内贸剔除散改集运力YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-24.2%	2.0%	22.7%	12.4%	-5.1%	4.6%

□ 二季度为内贸集运传统淡季，随货量增长三四季度运价有望回升。根据2016-2022年月均PDCI指数，PDCI指数具有一定的季节性波动，二季度通常为季节性低位，年中最低为6月，平均PDCI指数为1151点，7月指数逐渐回升，12月达最高点为1580点。2023年以来，在内贸集运良好的竞争格局和供需关系支撑下，运价仍保持较强的稳定性，二季度运价下跌幅度有限，三四季度随货量增长运价有望回升。

图：2016-2022年月均PDCI指数变化趋势

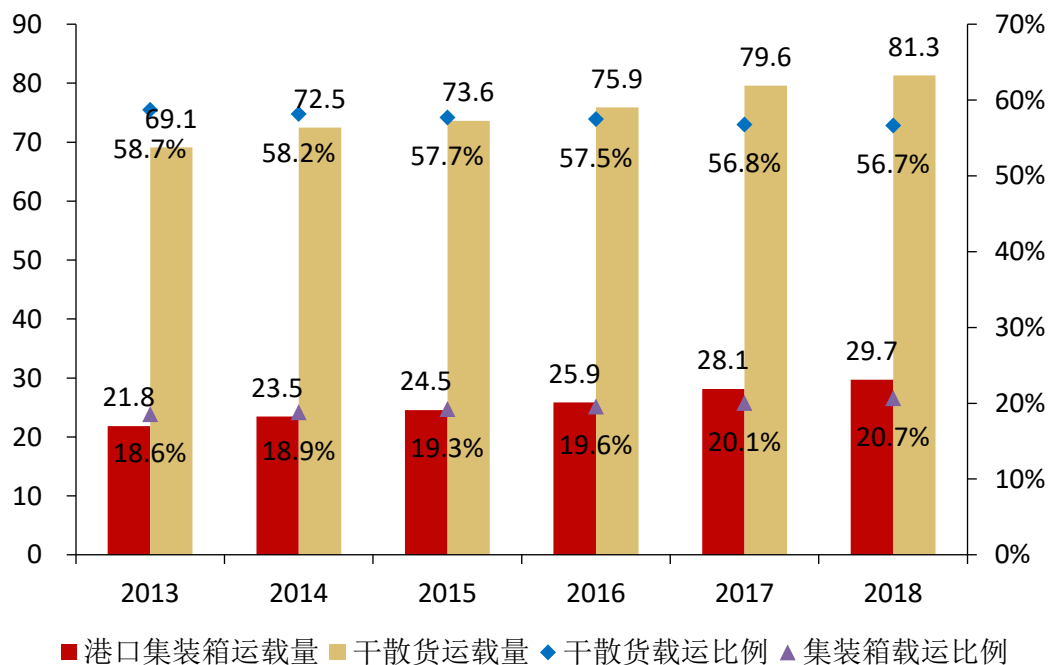


图：PDCI指数同期对比

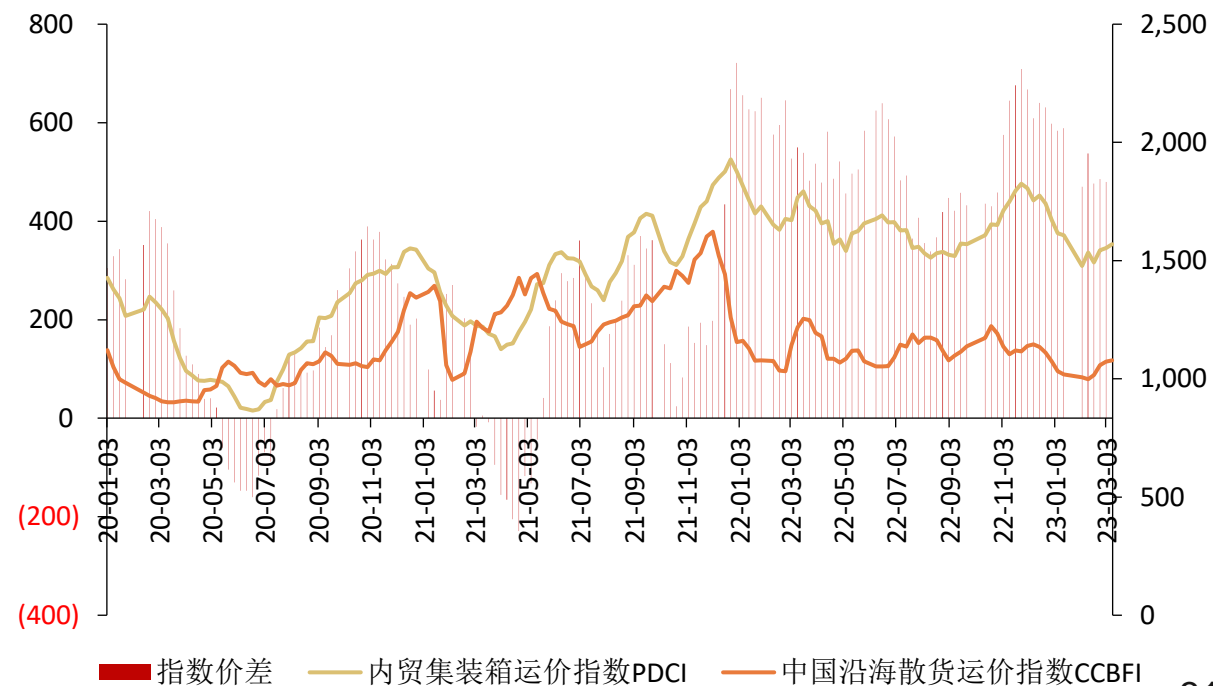


- 海运干散货运输市场规模远远大于集装箱运输市场，散改集增量市场广阔，带动中期业务量提升。根据中谷物流招股书数据显示，2018年国内港口干散货载运量约为81.3亿吨，占比约为56.7%，同期集装箱载运量仅为29.7亿吨，占比约为20.7%。
- 随着散货和集运之间的价差缩小，利好散改集增量货源开发。2020年至2022年，内贸集装箱运价PDCI指数维持在较高的水平，同时，2022年以来，沿海散货运价指数CCBFI大幅下跌，集运与散运价差拉大；随着疫后复苏，干散货运价指数逐步提升，2023年集运与散运价差缩小，有助于开拓散改集增量货源。

图：港口集装箱及干散货载运量（单位：亿吨）

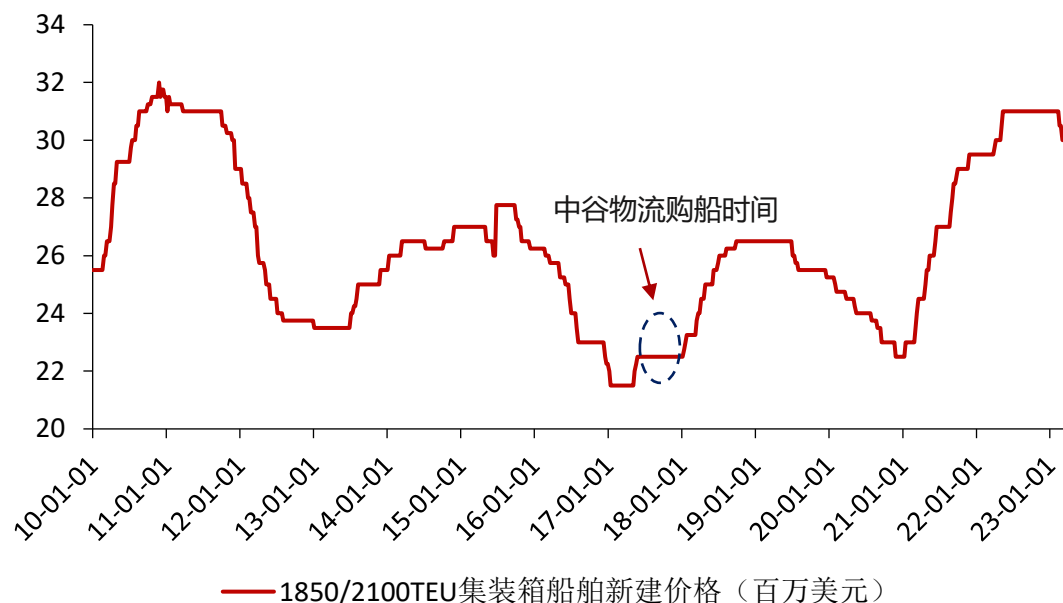


图：内贸集运VS散货运价指数价差变化

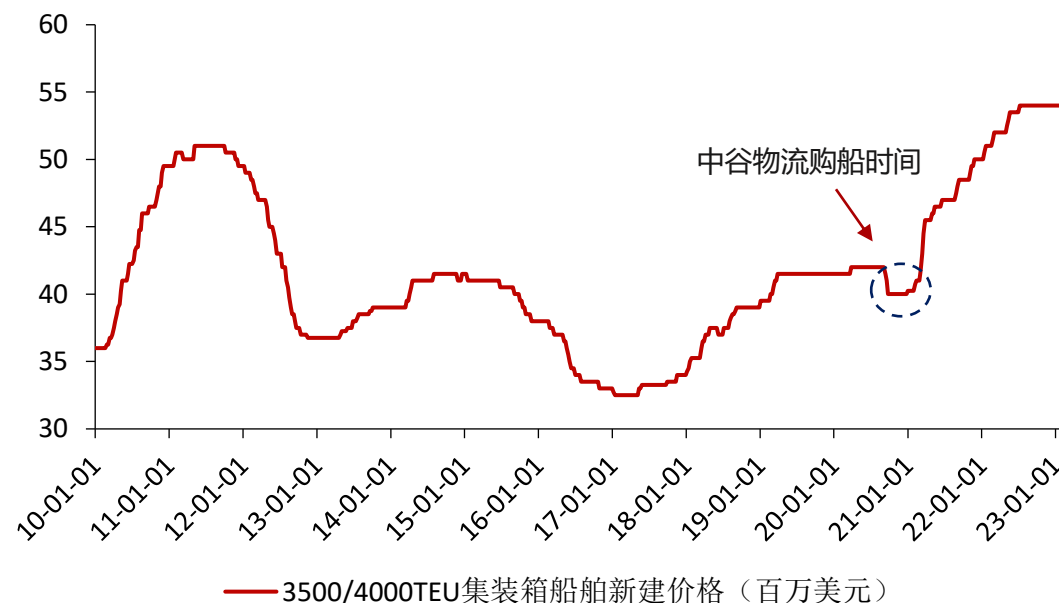


- 国内第二大内贸集装箱物流企业，致力于提供全程集装箱物流解决方案。中谷物流是国内最早专业经营内贸集装箱物流的企业之一，公司成立于2003年，以标准化集装箱为载体，为工农商贸提供以水路运输为核心的多式联运全程物流服务。
- 2021年公司与国内船厂签订18艘4600TEU集装箱船舶订单，从2022年10月起逐步交付，购船时机决定了船公司的生命线，公司低点造船打造核心成本优势。

图：1850/2100TEU集装箱船舶建造价格趋势



图：3500/4000TEU集装箱船舶建造价格趋势

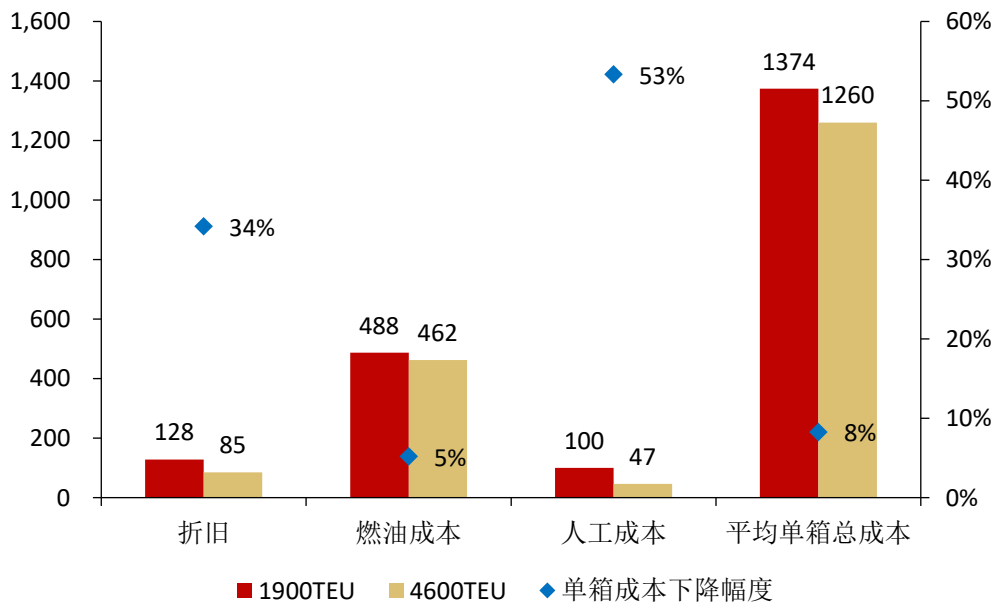




### □ 大船叠加小高箱，助力散改集货源拓展。

- 对比中谷物流2020年建造的1900TEU船型和2021年建造的4600TEU两种船型的盈利能力，以2017-2021年平均运价水平为基础进行测算，相较于小船而言，4600TEU的**大船单箱成本下降幅度约8%**，盈利能力大幅提升。单箱成本下降主要来源于单箱折旧、燃油及人工成本的降低。
- 2022年6月，中谷物流推出加强型小高箱，在普通小平箱的基础上将箱体加高加固，随着高度和载重的提升，同种货物相比小平箱节省约**12%**的运费，同时，中谷加强型小高箱更加便捷，可实现铁路无换装高效作业。

图：单箱成本下降主要来源于折旧、燃油、人工成本等



图：中谷加强型小高箱



- 上市以来保持高分红，未来三年现金分红率不低于60%。2020/2021/2022年公司现金分红分别为6.00 / 14.38 / 20.15亿元，占当期归母净利润的比例分别为58.89% / 59.82% / 73.51%。公司发布《未来三年（2021-2023年）股东回报规划》，如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，未来三年以现金形式累计分红不少于累计实现可分配利润的60%，彰显了公司对未来盈利能力的信心以及与股东共享发展成果的理念。

表：公司上市以来利润分配情况

	利润分配方案	当期归母净利润 (亿元)	期末未分配利润 (亿元)	股本基数 (亿股)	现金分红 (亿元)	现金分红比例
2020年度	每股派发现金红利0.90元	10.19	21.95	6.67	6.00	58.89%
	每股转增0.3股，不派送红股	-		8.67		
2021年度	每股派发现金红利1.50元	24.04	37.82	9.59	14.38	59.82%
	每股转增0.48股，不派送红股	-		14.19		
22H1	每股派发现金红利1.20元	15.42	38.86	14.19	17.03	73.51%
2022年度	每股派发现金红利0.22元	27.41	31.5	14.19	3.12	
	每股转增 0.48股					

# 04

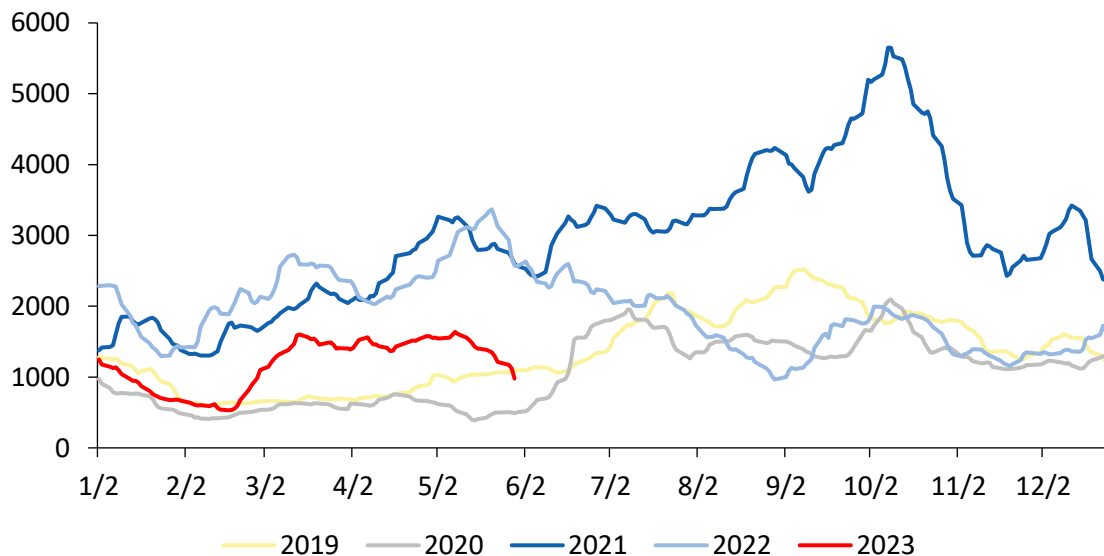
## 干散货航运

2023年上半年BDI指数触底反弹

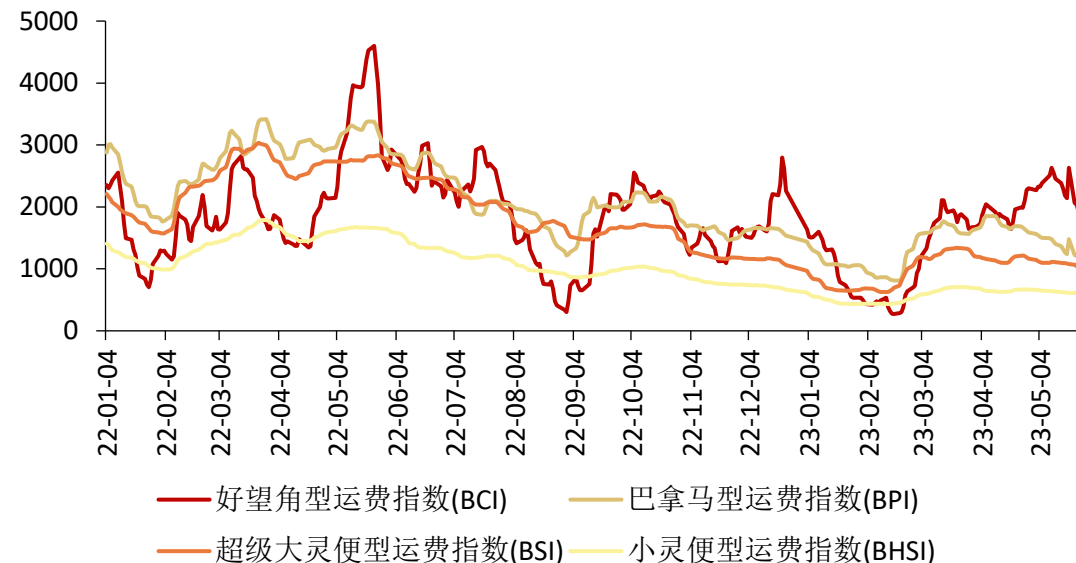
供给受限有望带动行业景气周期向上

□ **2023年上半年BDI指数触底反弹。**2022年受全球经济增速放缓及国内疫情影响，全球干散货航运市场呈前高后低的趋势，2023年年初延续下跌趋势，2月中旬BDI指数最低跌至530点，随后逐渐反弹，截至5月31日，BDI指数为977点，较最低点上涨84%。

图：波罗的海干散货指数变化趋势



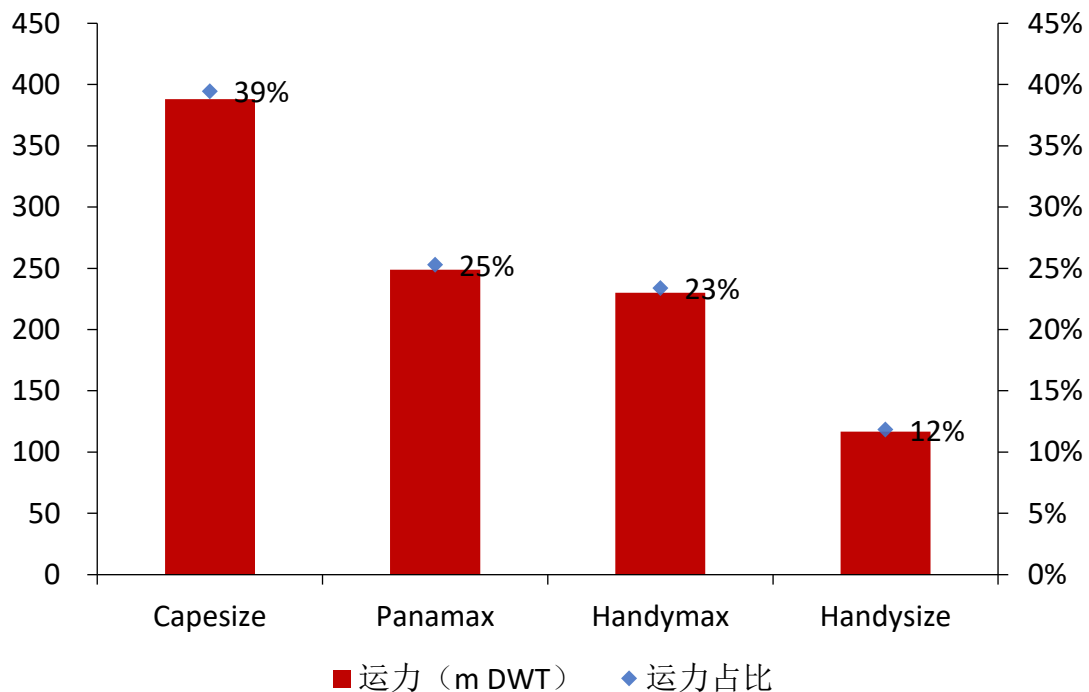
图：干散货指数分船型变化趋势



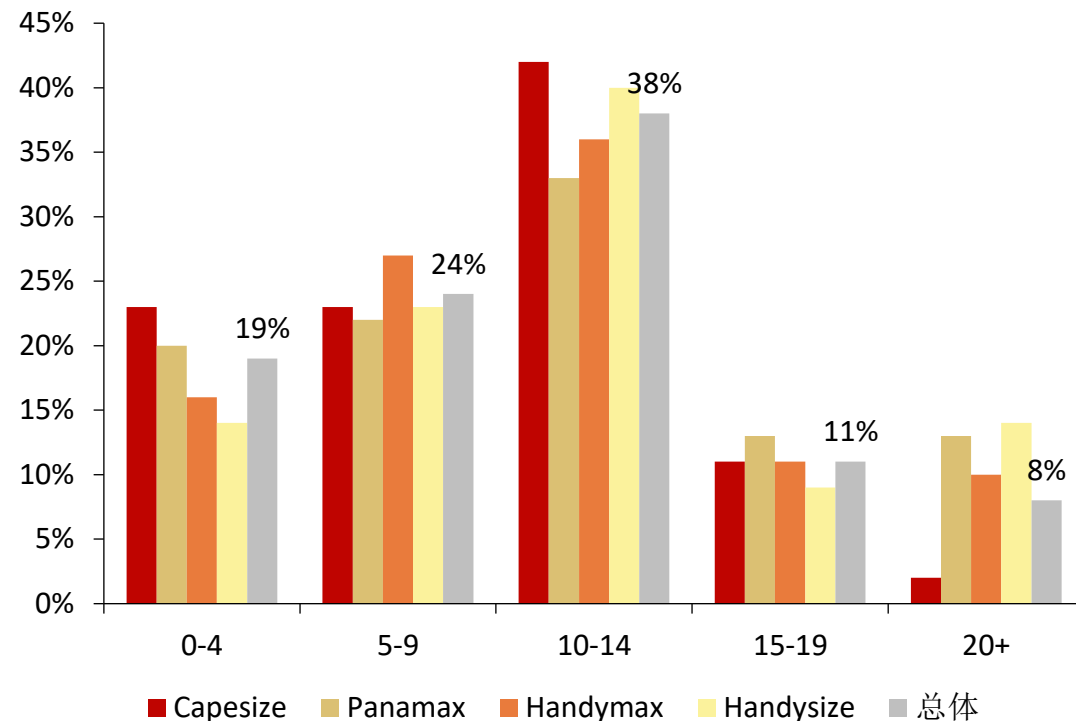
	BDI	同比	BCI	同比	BPI	同比	BSI	同比
2021	2943		4022		2987		2433	
2022	1934	-34%	1951	-52%	2304	-23%	2014	-17%
23Q1	1011	-50%	1103	-38%	1258	-51%	925	-60%
23Q2	1447	-43%	2051	-21%	1508	-49%	1106	-58%

□ **Capesize 船型运力占比约四成，干散货船舶老龄船运力占比约8%。**截至2023年5月，全球干散货船舶共984百万载重吨，其中Capesize、Panamax、Handymax和Handysize船型运力占比分别为39%、25%、23%和12%，四种船型中20年以上的老龄船占比分别为2%、13%、10%和14%，干散货船舶整体老龄船运力占比约8%。

图：干散货船舶各船型运力及其占比（2023年5月）

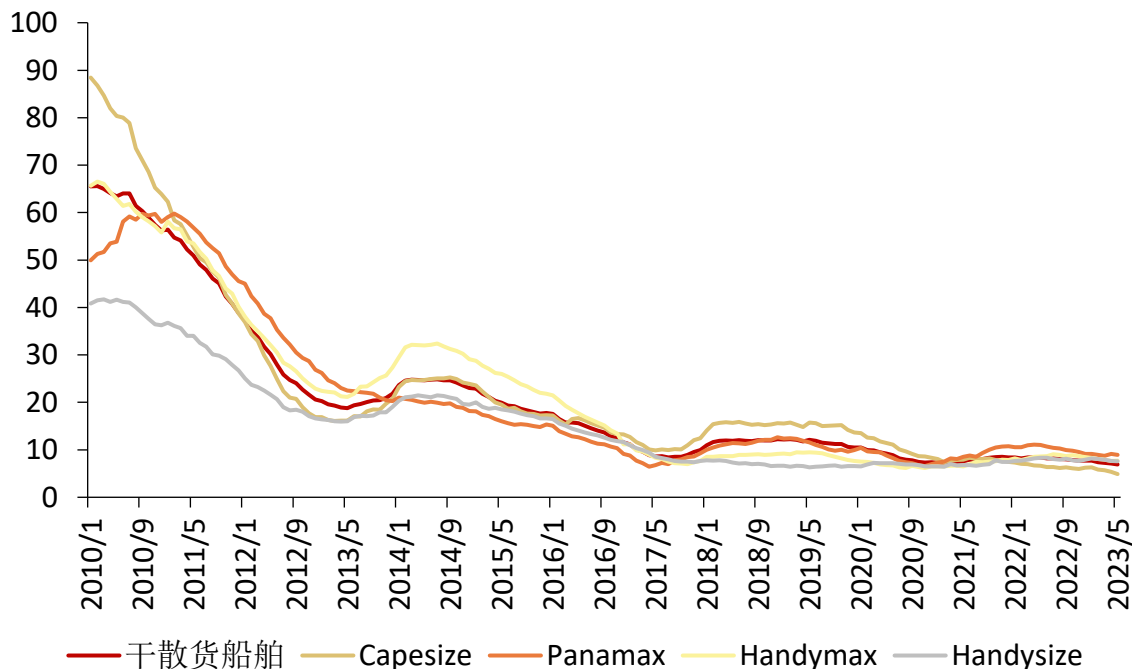


图：干散货船舶各船型船龄结构

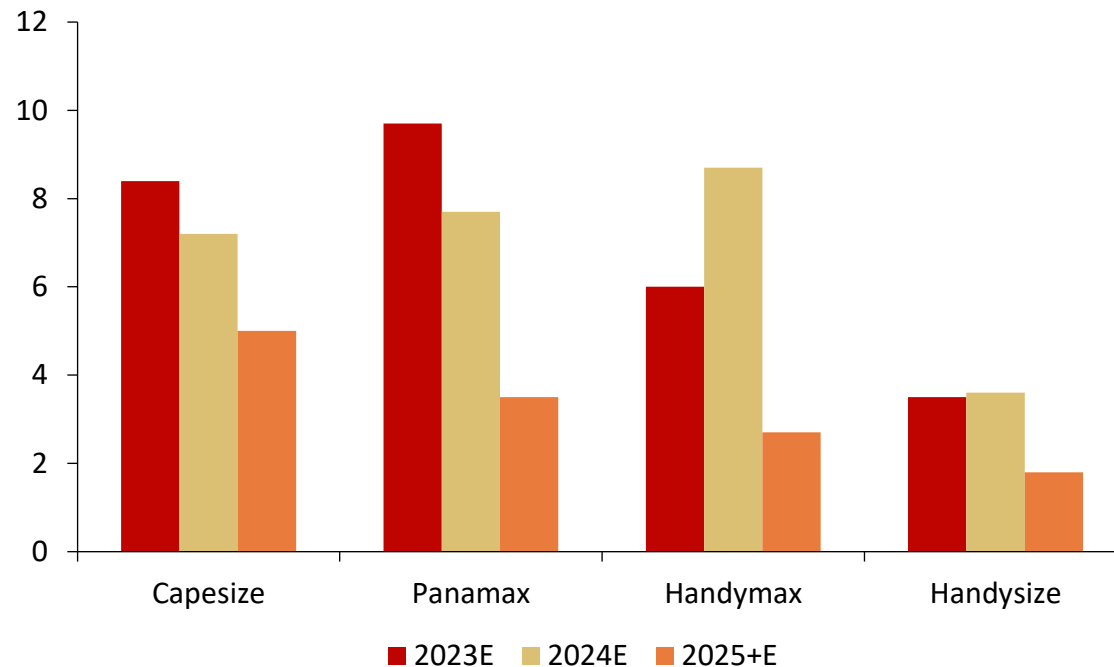


□ **订单运力占比处于低位，运力增长有限。**截至2023年5月，干散货船舶订单运力占比约6.88%，处于历史低位，根据Clarksons数据，预期2023-2025年，干散货船舶交付运力分别为27.1、27.3和13.0百万载重吨运力，增量运力有限。同时，老旧船舶面临环保要求制约，运力供给有望进一步受限。

图：干散货船舶订单运力占比处于低位（单位：%）

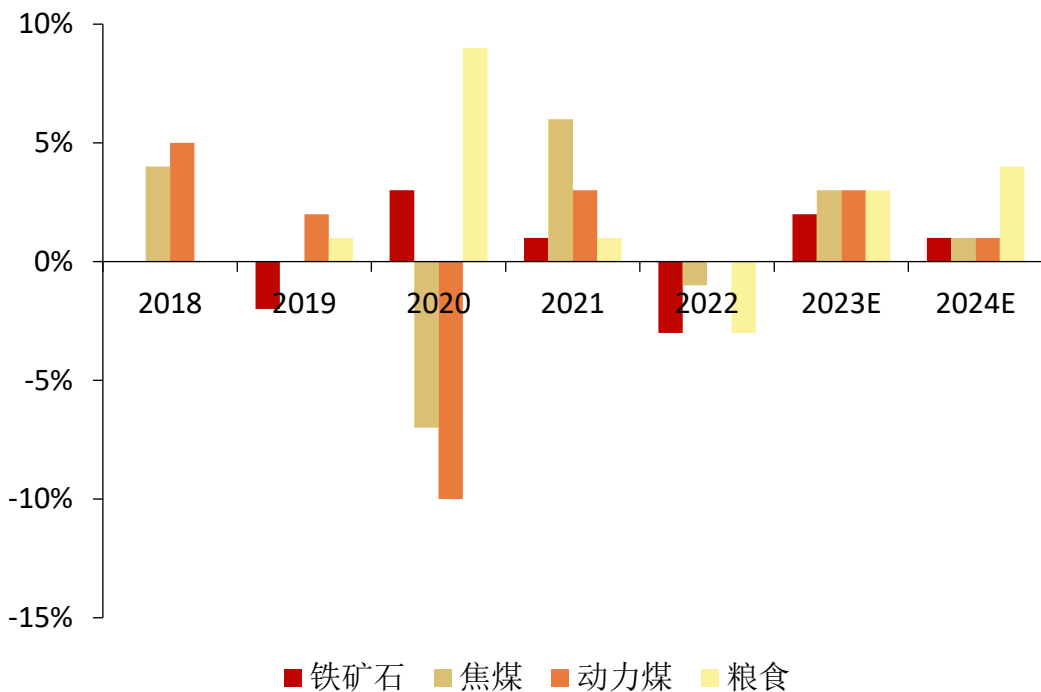


图：干散货船舶订单运力预期交付情况（单位：百万载重吨）



- 2022年，受全球宏观经济波动、俄乌冲突以及中国疫情等因素影响，需求端大幅下滑，2022年全球铁矿石、焦煤、动力煤、粮食等干散货海运贸易量同比分别-3%、-1%、0%、-3%，预期2023年，随着中国经济复苏，干散货贸易需求有所改善。
- 干散货船舶运力供需差有望逐步扩大，供给增速放缓有望迎周期向上。根据Clarksons数据，2023-2024年，全球干散货船舶供给增速分别为2.4%和0.8%，需求增速为2.4%和2.5%，供给增速放缓有望带动行业景气周期。

图：主要干散货海运贸易增长情况

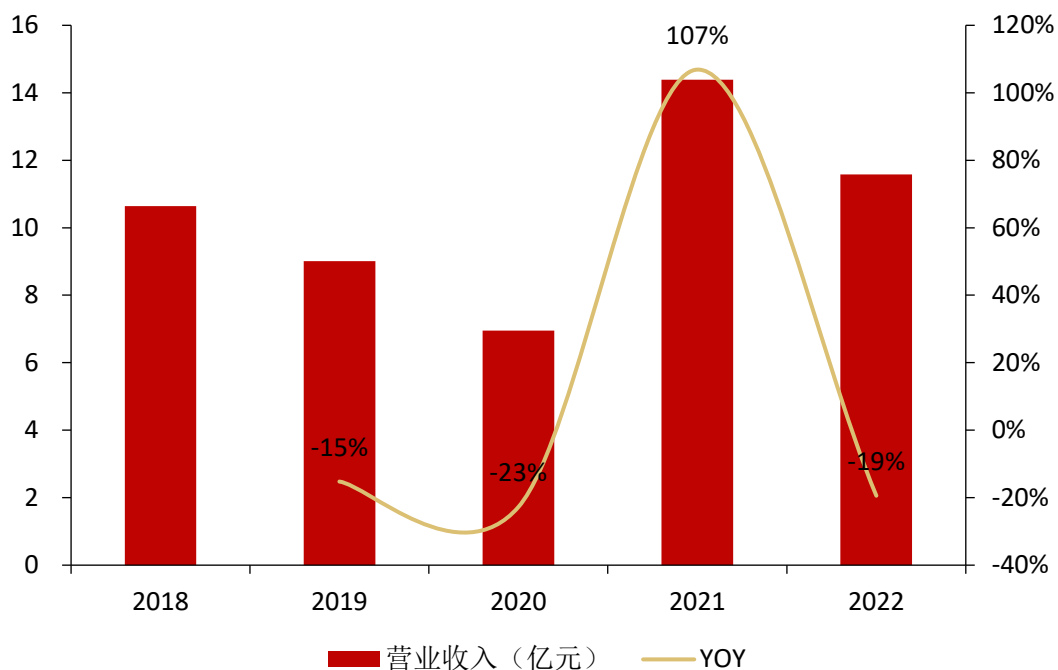


表：全球干散货船舶运力供需平衡表

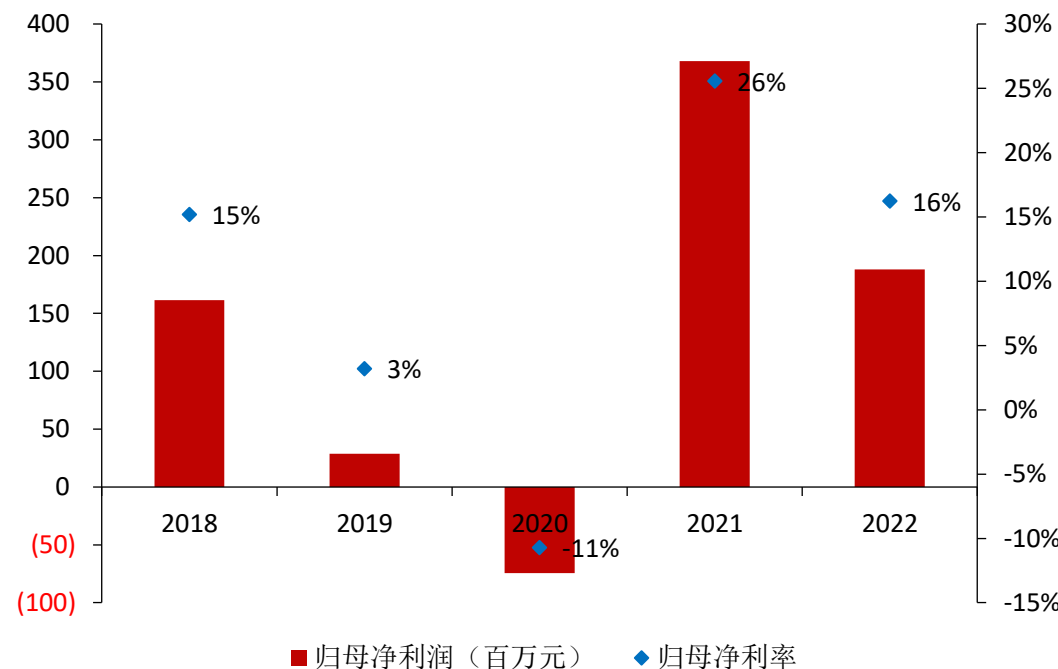
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
干散货船舶						
供给	4.0%	3.8%	3.6%	2.9%	2.4%	0.8%
需求	0.1%	1.0%	3.7%	-1.4%	2.4%	2.5%
Capesize						
供给	3.9%	3.8%	4.3%	2.0%	1.9%	0.3%
需求						
铁矿石贸易吨英里增长	-2.5%	4.8%	2.0%	-4.3%	2.1%	1.2%
Panamax						
供给						
需求						
煤炭贸易吨英里增长	5.3%	5.0%	3.5%	3.8%	3.5%	1.0%
需求						
谷物贸易吨英里增长	-1.1%	-9.7%	4.1%	3.2%	3.2%	0.5%
Supramax						
供给						
需求	7.3%	11.2%	1.0%	-2.0%	4.0%	4.5%
小宗商品贸易吨英里增长						

- 国航远洋为国内大型干散货运输企业，内外贸兼营提高经营效率。公司主要从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，经过二十余年的发展，成长为国内大型干散货运输企业之一，2022年12月5日于北交所上市。
- 2022年公司实现营业收入11.58亿元（-19.48%），实现归母净利润1.88亿元（-48.87%），业绩下滑主要受全球经济放缓及国内疫情影响，干散货运价大幅下降。2022年外贸收入占比达48.3%，较去年提升8.9pct。

图：国航远洋营业收入及增速趋势



图：国航远洋归母净利润及净利率变化趋势



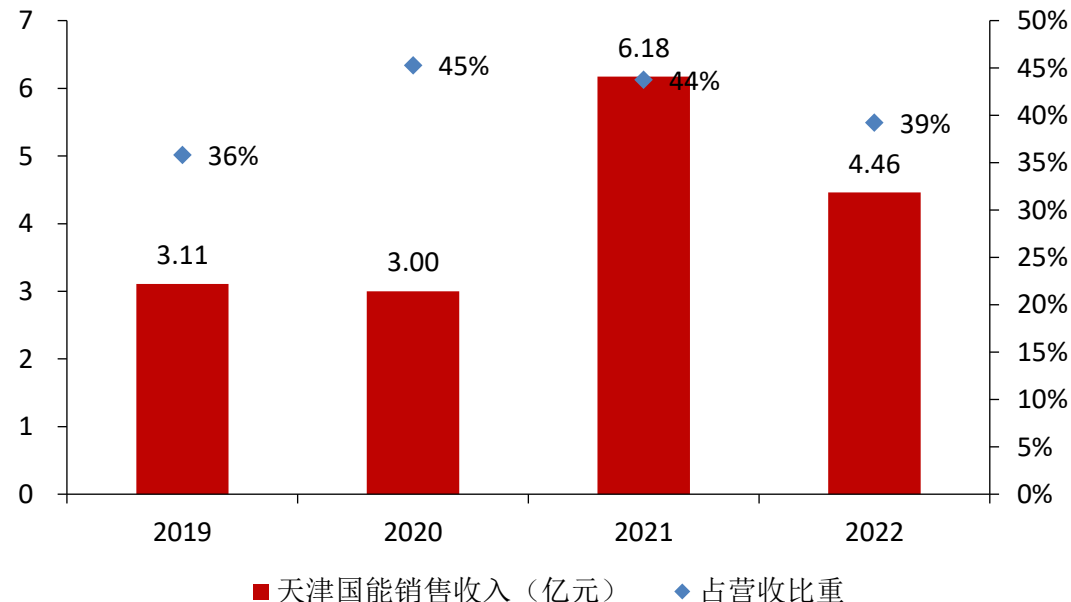


- 聚焦中型船舶，绑定优质客户，提高抗风险能力。**公司旗下船型以巴拿马型和灵便型干散货船舶为主，一方面能够实现长距离海洋运输，另一方面，兼具了载货和经营上的灵活机动，能够运输绝大部分干散货物，停靠全球大部分的港口，提高船舶的周转率和经营效率；公司积累了优质稳定的客户资源，客户类型涵盖了煤炭、钢铁、矿石和粮油等多领域，与国家能源集团、BHP（必和必拓）、RIOTINTO（力拓）、等客户建立了较为稳定的合作关系。
- 新建船舶强化规模优势。**2023年1月16日，公司发布新船舶建造的公告，拟与海通海洋公司签订散货船建造合同及补充协议，建造四艘7.38万载重吨散货船，及两艘船舶建造选择权，四艘船舶拟于2024年底逐渐交付，均挂五星红旗，可内外贸兼营。

表：干散货运输主要船舶介绍

货物种类	船舶规模（DWT）	Capesize	Panamax/ Kamsarmax	Supramax/ Ultramax	Handysize/Ha ndymax
		>100k	65-100k	50-65k	10-50k
大宗货物	Iron Ore铁矿石	✓	✓	✓	
	Coal煤炭	✓	✓	✓	
	Grain粮食		✓	✓	✓
	Bauxite铝土	✓	✓	✓	✓
小宗货物	Steel钢铁			✓	✓
	Cement水泥			✓	✓
	Forest Products林 木产品			✓	✓
	Potash/Fertilizer钾 肥/化肥			✓	✓
	Other			✓	✓

图：第一大客户销售收入占比稳定



05

风险提示

- 1、宏观经济波动风险：**油运、集运、干散航运的需求端均与宏观经济有较强的相关性，若宏观经济大幅波动，将导致航运需求不及预期，影响上市公司业绩。
- 2、油价大幅波动风险：**燃油成本是航运企业的主要成本，若油价大幅上涨，将导致航运企业成本端大幅提升，进而影响上市公司利润。
- 3、地缘政治风险等：**航运企业多为全球经营，国家之间的政治风险对航运企业经营具有较强影响。

## 股票的投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>