



俄乌冲突影响贸易结构，催生新石油运输需求

投资要点

- **运输是连接石油供需两端的“桥梁”。**石油运输解决不同地区之间的石油资源与经济发展增速不匹配问题，运输方式主要是海运、管道运输、铁路运输以及公路运输。全球约有60%以上的石油通过海上运输，由不同的船型进行运输。而陆上通常采用管道运输，短途也有铁路、公路运输。
- **俄乌冲突爆发下，欧美采取多种制裁措施，目前石油相关禁令已经生效。**2022年2月，俄乌战争爆发，随即美国、欧盟宣布多项制裁俄罗斯措施，2月通过限制俄罗斯部分银行使用SWIFT系统等手段对俄经济进行初步制裁，3月初，美国、英国宣布禁止从俄罗斯进口能源、石化产品，4月初欧盟宣布禁止进口俄罗斯煤炭，6月初宣布石油禁令，目前海上运输原油、石油产品禁令均生效。
- **欧洲从俄罗斯的石油进口量大幅下降。**2022年6月欧盟进口俄罗斯原油下降至2416.2万桶，占比为13.9%，12月进一步减少为764.7万桶，占比为3.9%。从俄罗斯进口的下降被从其他来源进口的增加所弥补。2022年12月，最大的原油供应国是美国，供应量为3448.3万桶，占17.5%，同比上升5.2pp；挪威的原油供应量则为3289.9万桶，占16.7%，上升了8.8pp。
- **美国石油出口增加，目前库存处于历史级别低位。**据EIA统计，2022年2月美国石油出口同比增长23.5%，而后多次释放SPR（美国战略储备原油）。从出口流向来看，出口到欧洲的比例上升。23年2月出口欧洲占比为22.1%，较21年同期上涨2.7pp。目前SPR接近1982年以来的最低水平，截至7月28日，美国SPR库存仅3.5亿桶，较去年同期下降26.2%。
- **俄罗斯石油供应转向亚洲等地区降低制裁影响，导致石油海运贸易运输距离大幅拉长，石油运输需求在国际油轮运输市场进一步重构中得到显著的提升。**截至到5月，24.9%原油出口到中国，较去年同期增长5.4pp；34.1%原油出口到印度，同比增长+17%；仅有6.5%原油出口到欧盟，同比大幅减少34.9pp。
- **重点关注个股：**招商轮船、中远海能作为全球卓越航运企业，凭借领先的VLCC船队能够受益于上行周期，同时招商轮船拥有的VLCC船队结构较好，部分船舶安装脱硫塔，有望享受更高的运价弹性。我们重点推荐外贸油品运输板块招商轮船（601872）、中远海能（600026），建议持续关注招商南油（601975）。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、疫情反复风险、地缘政治风险等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601872	招商轮船	6.34	买入	0.63	0.76	0.91	10	8	7
600026	中远海能	13.99	买入	0.31	0.8	1.08	45	17	13

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	124
行业总市值(亿元)	30,879.79
流通市值(亿元)	27,666.46
行业市盈率TTM	13.7
沪深300市盈率TTM	12.1

相关研究

1. 交运行业周报(7.31-8.6): 集运指数期货即将推出, 油轮拆解明年或将加速 (2023-08-07)
2. 油运系列报告一: 现代工业第一能源, 分区实现贸易平衡 (2023-08-06)
3. 交运行业 2023Q2 持仓分析: 配比持续回落, 铁运助力内外双循环 (2023-07-31)
4. 交运行业周报(7.24-7.30): 暑期第三周民航恢复较快, 物流枢纽建设不断推进 (2023-07-30)
5. 交运行业周报(7.17-7.23): 上半年原油进口同比增11.7%, 国产首艘大型邮轮正式试航 (2023-07-24)
6. 航空机场6月数据点评: 多航司客座率显著增长, 暑期表现可期 (2023-07-24)

目 录

1 运输连接石油供需两端，运价决定公司经营效益	1
2 俄乌冲突影响贸易结构，催生新石油运输需求	3
3 全球石油贸易格局变动下投资策略	9
4 风险提示	9

图 目 录

图 1：主要油轮船型（按吨位划分）	1
图 2：全球原油贸易海上要道（百万桶/天）	2
图 3：海上运输供需格局	3
图 4：欧美对俄制裁措施	3
图 5：欧美国家对俄罗斯石油依赖度	4
图 6：欧洲原油进口情况	4
图 7：美国石油出口情况	5
图 8：美国战略石油储备（亿桶）	5
图 9：俄罗斯原油出口情况（百万吨）	6
图 10：中国原油进口（万吨）	6
图 11：不同地区到欧洲的运输距离（千海里）	7
图 12：Brent/MEH 价差和运费关系（美元/桶）	8
图 13：美国 Corpus Christi 港口原油装载变化量（千桶/天）	8
图 14：原油和成品油运输指数情况	8

表 目 录

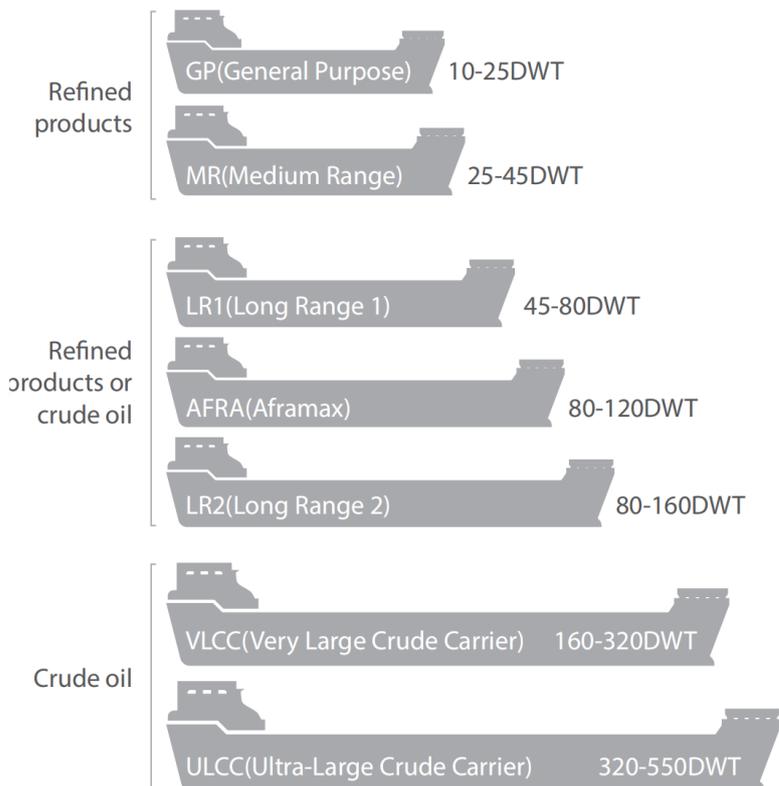
表 1：贸易格局带来的油运需求变化测算	7
表 2：重点关注公司盈利预测与评级	9

1 运输连接石油供需两端，运价决定公司经营效益

运输是连接石油供需两端的“桥梁”。石油运输解决不同地区之间的石油资源与经济发展增速不匹配问题，运输方式主要是海运、管道运输、铁路运输以及公路运输。以全球石油海运量和全球石油消费量来测算，全球约有 60% 以上的石油通过海上运输，由不同的船型进行运输。而陆上通常采用管道运输，短途也有铁路、公路运输。

油轮按载重吨位可分为小型轮 General Purpose (1-2.5 万吨)、中型轮 Medium Range (2.5-4.5 万吨)、LR1 型轮 (4.5-8 万吨)、LR2 型轮 (8-16 万吨)、超大型轮 VLCC (16-32 万吨)、巨型轮 ULCC (大于 32 万吨)。常用的巴拿马型 Panamax (5-8 万吨) 属于 LR1 型油轮，阿芙拉型 Aframax (8-12 万吨) 和苏伊士型 Suezmax (12-15 万吨) 属于 LR2 型油轮。油轮按照运输产品不同分为原油运输油轮以及成品油轮，其中原油运输中 VLCC 为主要船型。船东考虑供需两地之间的航线、港口、经济性等情况选择不同的船型进行运输。

图 1：主要油轮船型（按吨位划分）



数据来源：EIA, INE, 西南证券整理

航运易受重要的通道节点稳定性影响，油运围绕 8 个通道相关的航线运载了绝大部分的海上原油。

通道 1：霍尔木兹海峡 (Strait of Hormuz)，位于阿拉伯半岛和伊朗之间，是波斯湾海上航运的唯一出口，据 EIA 统计，2016 年有 18.5 百万桶/天的原油通过。经过该海峡出口的原油大多流向亚洲，因此该通道的稳定对亚洲国家石油供应安全十分关键。

通道 2: 马六甲海峡 (Strait of Malacca), 连接印度洋、南中国海和太平洋的最短水上航道, 现由新加坡、马来西亚和印度尼西亚三国共同管辖。据 EIA 统计, 2016 年有 16 百万桶/天的原油途经此地。尽管有两条替代通道可以避免该海峡, 但是由于经济性等原因, 鲜有油轮走替代通道。

通道 3: 好望角 (Cape of Good Hope), 位于非洲西南端, 是西非出口原油到亚洲的主要通道, 据 EIA 统计, 2016 年约有 5.8 百万桶/天的原油进过该地。

通道 4: 曼德海峡 (Bab el-Mandab), 连接着红海和亚丁湾、并最终通往印度洋的曼德海峡最窄处仅 18 英里。如果该通道处于不稳定状态, 那么国际油轮将被迫改变航线转往非洲南部的好望角, 同时前往苏伊士运河的大部分油轮也需要经过该通道。据 EIA 统计, 2016 年约有 4.8 百万桶/天的原油进过该地。

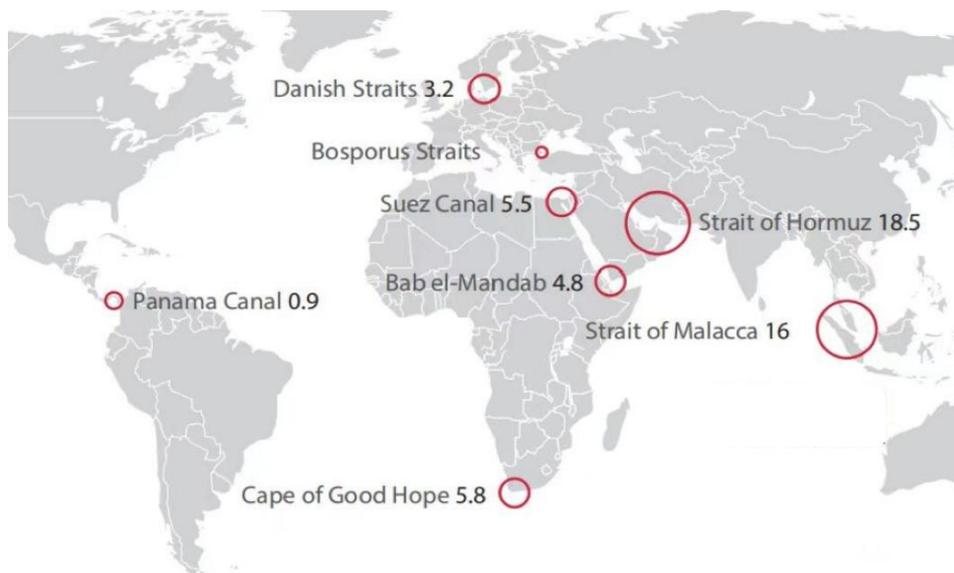
通道 5: 丹麦海峡 (Danish Straits), 东连波罗的海, 西接北海。一小部分来自挪威和英国的石油从丹麦海峡去往波罗的海国家。是俄罗斯出口原油的一条贸易输出通道, 据 EIA 统计, 2016 年约有 3.2 百万桶/天的原油进过该地。

通道 6: 苏伊士运河 (Suez Canal), 贯通埃及苏伊士地峡, 连接红海和地中海。经过此处的原油多数去往欧洲和北美地区, 据 EIA 统计, 2016 年约有 5.5 百万桶/天的原油进过该地。地理位置决定了苏伊士运河的便捷性, 一旦该通道关闭, 油轮将被迫转向好望角绕行, 因此苏伊士运河的航运安全是国际社会关心的主要问题。

通道 7: 博斯普鲁斯海峡 (Bosporus Straits), 一条狭长的水道, 连接着黑海和地中海。它将土耳其伊斯坦布尔的亚洲部分和欧洲部分隔开。该海峡最窄处仅 0.5 英里, 每年平均约有 4.8 万艘船只穿越这片水域。

通道 8: 巴拿马运河 (Panama Canal), 连接着太平洋和加勒比海, 最终流入大西洋。然而由于运河自身水道较窄, 体型较大的超级油轮无法通过这里, 建成后巴拿马运河的效用逐渐减弱。2016 年巴拿马运河扩建船闸竣工通航, 大型油轮足以穿越这里。

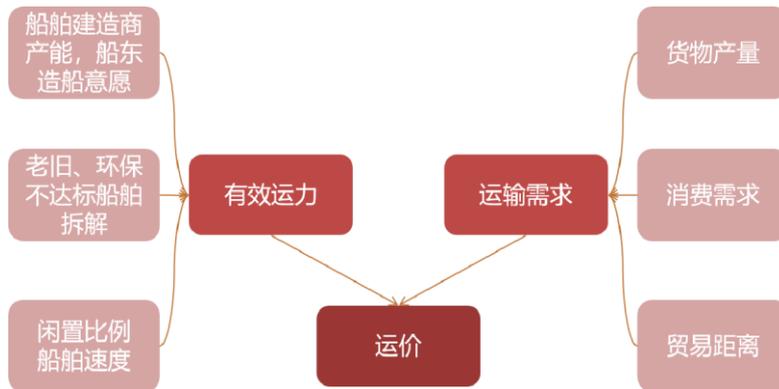
图 2: 全球原油贸易海上要道 (百万桶/天)



数据来源: EIA, INE, 西南证券整理

对于航运公司而言，运价决定了公司的经营效益。船舶有效运力供给和需求的双重作用影响市场运价，从而影响航运企业收益。市场上的船舶增长来自于船舶建造商造新船，退出则是老旧船的报废、拆解。有效运力不仅受船舶数量、总载重吨影响，还受船舶船速、闲置比例影响；运输需求主要是由贸易双方地理位置以及供需结构来决定，需求与有效运力的错配将决定运价走势以及市场景气度，从而影响航运企业收益。

图 3：海上运输供需格局



数据来源：西南证券

2 俄乌冲突影响贸易结构，催生新石油运输需求

俄乌冲突爆发下，欧美采取多种制裁措施，目前石油相关禁令已经生效。2022年2月，俄乌战争爆发，随即美国、欧盟宣布多项制裁俄罗斯措施，2月通过限制俄罗斯部分银行使用 SWIFT 系统等手段对俄经济进行初步制裁，3月初，美国、英国宣布禁止从俄罗斯进口能源、石化产品，4月初欧盟宣布禁止进口俄罗斯煤炭，6月初宣布石油禁令，目前海上运输原油、石油产品禁令均生效。

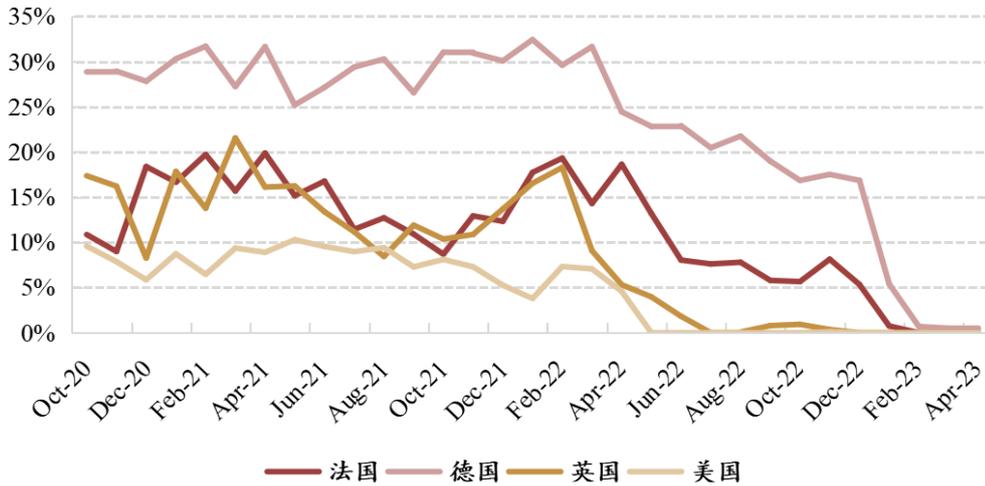
图 4：欧美对俄制裁措施



数据来源：央视网，西南证券整理

制裁下，石油依赖度下降。自俄乌冲突爆发以来，欧美国家减少对俄能源进口，对俄石油依赖度大大降低，截至 23 年 4 月法国/德国/英国/美国对俄罗斯石油依赖度分别为 0%/0.5%/0%/0%，较去年同期大幅下降 18.6pp/24pp/5.3pp/4.6pp。

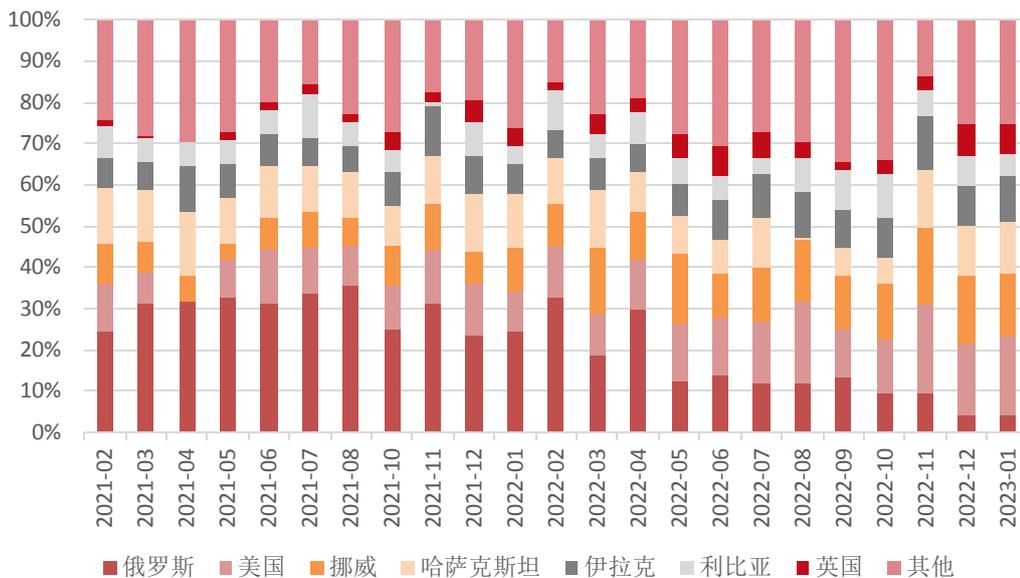
图 5：欧美国家对俄罗斯石油依赖度



数据来源：IEA，西南证券整理。注：对俄罗斯石油依赖度=从俄罗斯石油进口量/总石油进口量

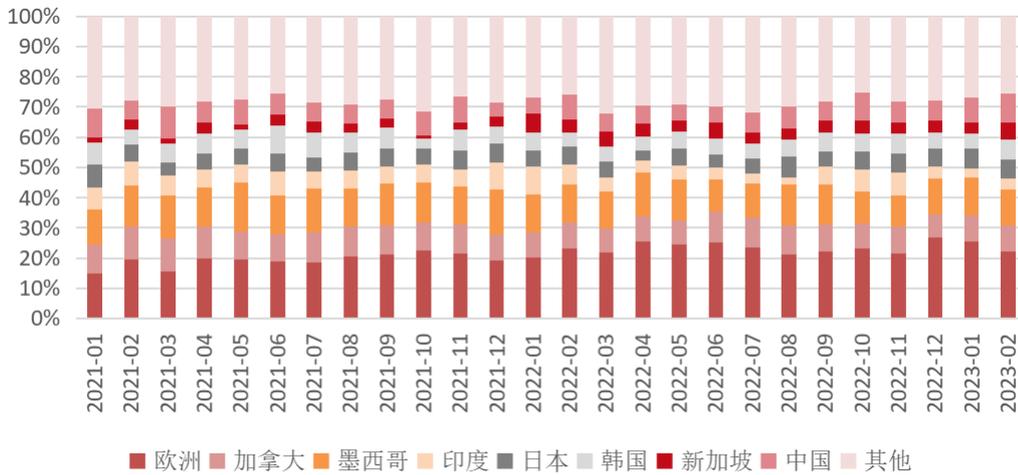
欧洲从俄罗斯的石油进口量大幅下降。2022 年 6 月欧盟进口俄罗斯原油下降至 2416.2 万桶，占比为 13.9%，12 月进一步减少为 764.7 万桶，占比为 3.9%。从俄罗斯进口的下降被从其他来源进口的增加所弥补。2022 年 12 月，最大的原油供应国是美国，供应量为 3448.3 万桶，占 17.5%，同比上升 5.2pp；挪威的原油供应量则为 3289.9 万桶，占 16.7%，上升了 8.8pp。

图 6：欧洲原油进口情况

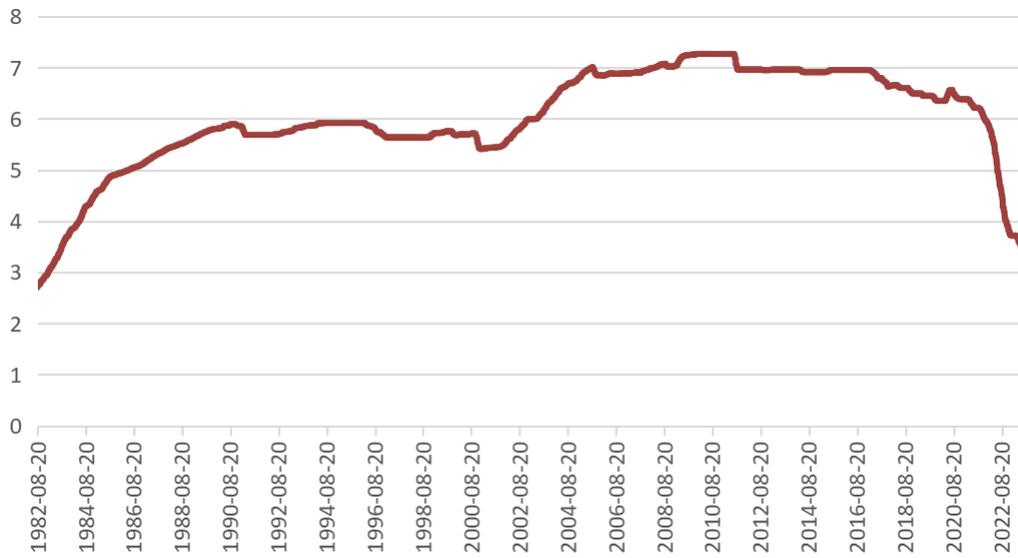


数据来源：IEA，西南证券整理

美国石油出口增加，目前库存处于历史级别低位。据 EIA 统计，2022 年 2 月美国石油出口同比增长 23.5%，而后多次释放 SPR（美国战略储备原油）。从出口流向来看，23 年 2 月出口欧洲占比为 22.1%，较 21 年同期上涨 2.7pp。目前 SPR 接近 1982 年以来的最低水平，截至 7 月 28 日，美国 SPR 库存仅 3.5 亿桶，较去年同期下降 26.2%。

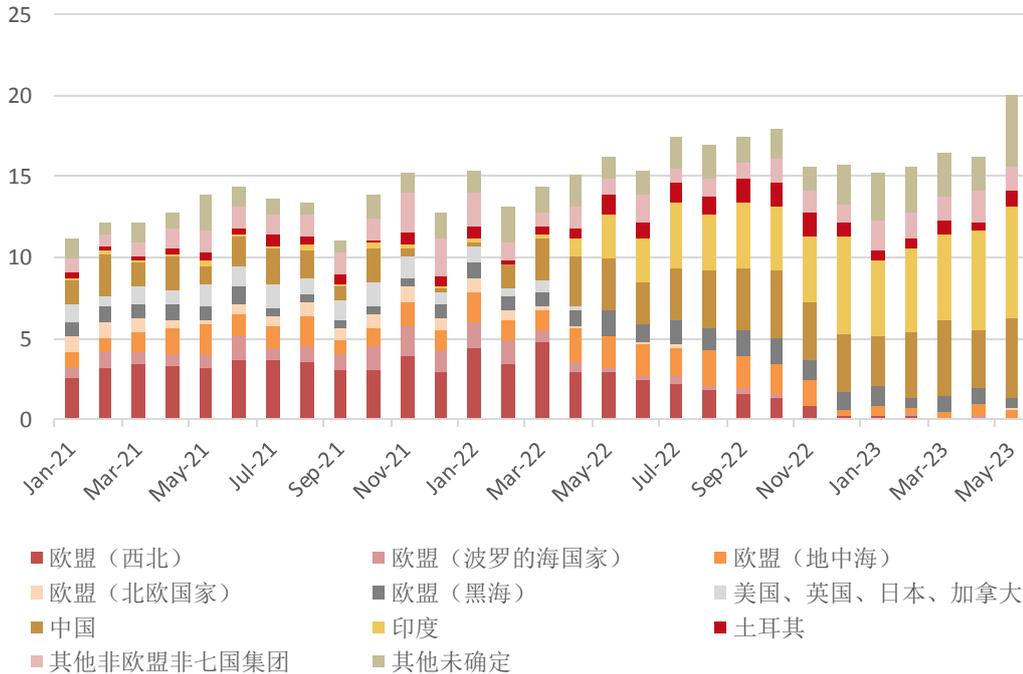
图 7：美国石油出口情况


数据来源：EIA，西南证券整理

图 8：美国战略石油储备（亿桶）


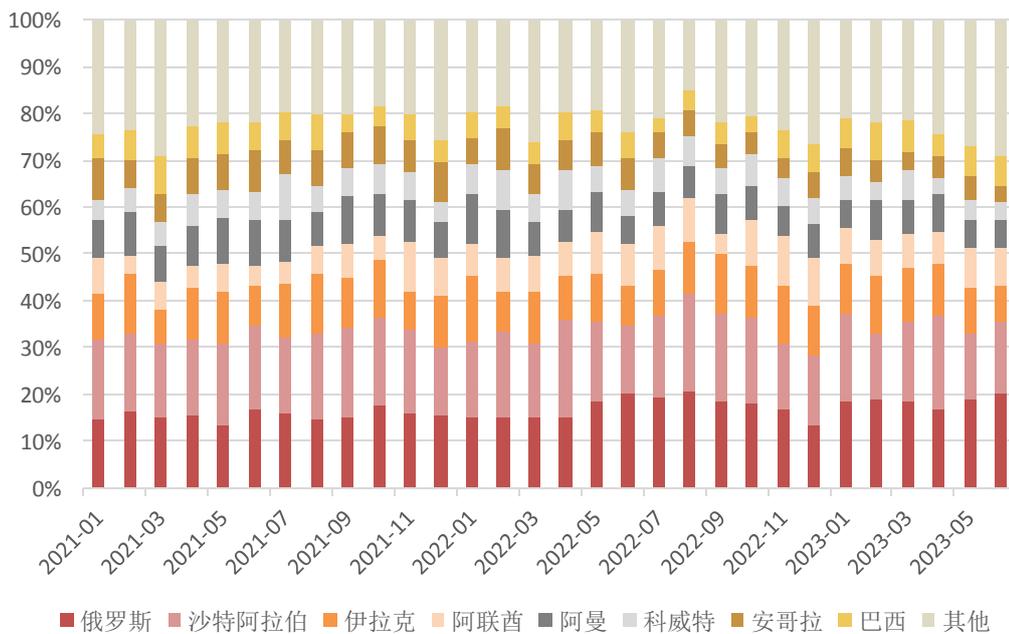
数据来源：EIA，西南证券整理

俄罗斯石油供应转向亚洲等地区降低制裁影响，导致石油海运贸易运输距离大幅拉长，石油运输需求在国际油轮运输市场进一步重构中得到显著的提升。截至到 5 月，24.9%原油出口到中国，较去年同期增长 5.4pp；34.1%原油出口到印度，同比增长+17%；仅有 6.5%原油出口到欧盟，同比大幅减少 34.9pp。

图 9：俄罗斯原油出口情况（百万吨）


数据来源：bruegel，西南证券整理

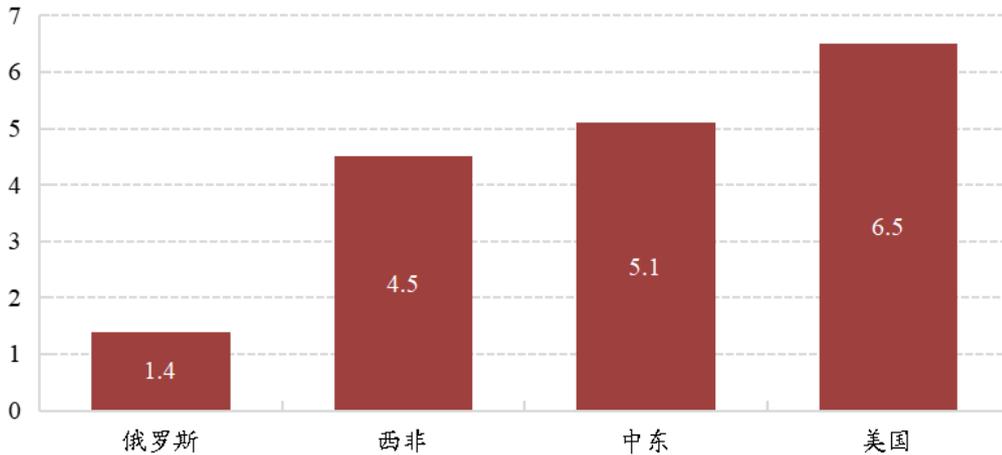
中国进口俄罗斯原油增加。2023年5月，我国进口原油5144万吨，其中进口俄罗斯原油971万吨，同比上涨15.4%，占比为18.9%，进口沙特原油732万吨，占比为14.2%，其余原油来自伊拉克、阿联酋、阿曼等地。

图 10：中国原油进口（万吨）


数据来源：海关总署，西南证券整理

放弃进口相邻国家的能源意味着欧洲石油贸易距离将大幅度提升。据 Clarksons 估计，俄罗斯到欧洲的运输距离为 1.4 千海里，而西非、美国、中东到欧洲的运输距离分别为 4.5、5.1、6.5 千海里，美国、中东成为俄罗斯原油的主要替代，运距成倍增加带来原油运输需求上涨。

图 11：不同地区到欧洲的运输距离（千海里）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

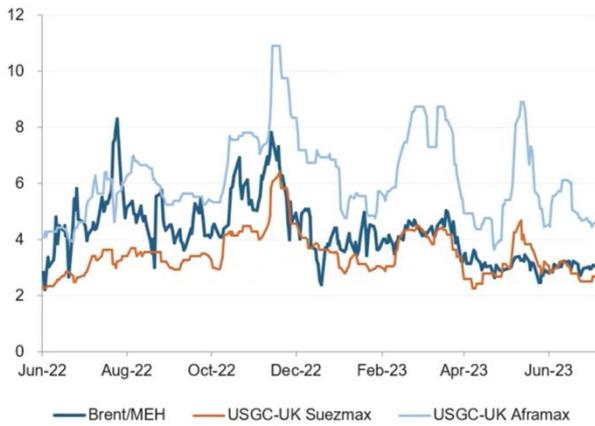
我们以 150 万桶/天（欧洲减少进口俄罗斯的原油量）测算欧洲从俄罗斯进口转向西非、中东、美国等国家，运输需求增量分别为 2316、2764、3810 亿吨海里。

表 1：贸易格局带来的油运需求变化测算

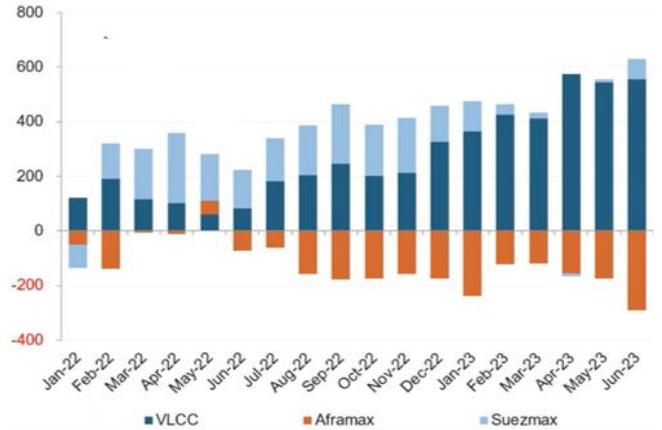
	俄罗斯	西非	中东	美国
距离 (千海里)	1.4	4.5	5.1	6.5
油运需求(十亿吨海里)	104.6	336.2	381.0	485.6
需求增量(十亿吨海里)	-	231.6	276.4	381.0

数据来源：Clarksons，西南证券整理

欧美石油贸易需求大增，小船运价飙升，虹吸效应下 VLCC 运价回暖。全球石油供需总体平衡。Brent/MEH 两地原油价差走势逐渐与 USGC-UK Suezmax 运费相近，表明大船开始转向大西洋航线。同时从美国 Corpus Christi 港口原油装载船型变化来看，Suezmax 和 VLCC 比例变高，虹吸效应下导致亚太地区 VLCC 运力更紧张。

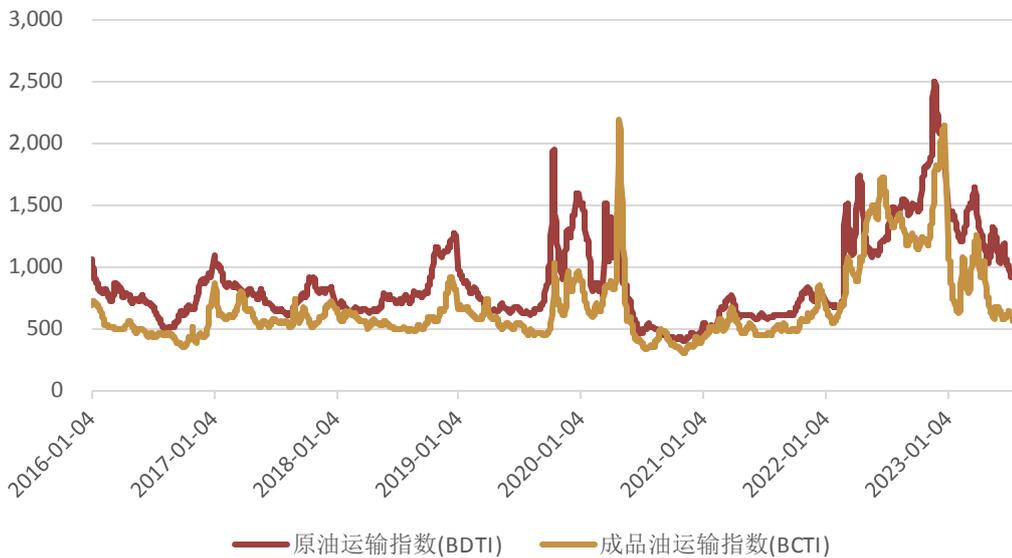
图 12：Brent/MEH 价差和运费关系（美元/桶）


数据来源：FGE，西南证券整理

图 13：美国 Corpus Christi 港口原油装载变化量（千桶/天）


数据来源：FGE，西南证券整理

俄乌冲突影响下，进出口国的变化催生新石油运输需求。俄罗斯石油供应转向亚洲等地区降低制裁影响，而欧洲则转向进口中东、印度等地区进口石油，导致石油海运贸易运输距离大幅拉长，石油运输需求在国际油轮运输市场进一步重构中得到显著提升，截至 2022 年底，BDTI/BCTI 分别收于 1873/2135 点，同比增长 138.3%/170.9%，2023 年以来受全球经济增长放缓等影响，BDTI/BCTI 均有所下滑，截至 8 月 4 日，BDTI/BCTI 分别收于 800/706 点，同比下降 44.3%/49.2%。

图 14：原油和成品油运输指数情况


数据来源：Wind，西南证券整理

3 全球石油贸易格局变动下投资策略

油运需求在全球石油贸易格局重构中将得到显著提升，原油、成品油轮市场景气度向上。招商轮船、中远海能作为全球卓越航运企业，凭借领先的 VLCC 船队能够受益于上行周期，我们重点推荐外贸油品运输板块招商轮船（601872）、中远海能（600026），建议持续关注招商南油（601975）。

表 2：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601872.SH	招商轮船	6.34	买入	0.63	0.76	0.91	1.06	10	8	7	6
600026.SH	中远海能	13.99	买入	0.31	0.8	1.08	-	45	17	13	-

数据来源：Wind, 西南证券。注：截至 2023.08.04

4 风险提示

宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、疫情反复风险、地缘政治风险等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
