

航运港口业 2024 年投资策略

航运供给侧约束或促运价上涨，港口稳定收益防守性突出

超配

核心观点

2023 回顾：航运港口均较沪深 300 指数具有明显超额收益。2023 年 1-11 月，航运（申万）、港口（申万）指数表现优异，其中航运指数累计取得绝对收益-5.09%，跑赢沪深 300 指数 4.60PCT，港口指数累计取得绝对收益 1.19%，跑赢沪深 300 指数 10.89PCT。个股方面，航运板块中业绩同比大幅下滑的中远海控依靠大规模的中期分红以及超预期的盈利韧性录得板块主要标的涨幅第一，另业绩大幅改善的中远海能及招商轮船取得双位数的收益。港口方面，各主要港口中除上港集团受投资业务拖累外，其余港口均取得了业绩/股价双增长，其中唐山港依靠更高的分红率取得了较板块的明显超额收益。

航运 2024 年核心关注供给侧约束。其一，环保公约或正式开始对老旧运力形成冲击。2024 年为 CII 环保公约正式开始对运力形成限制的元年，船舶主管单位将会根据报告，对船舶进行从 A 到 E 的五档评级。为满足 CII 要求，当前主流的方案包括降低航速、增加航行距离、减少货物装载量、增加停泊时间等，从各类方案来看，均指向于降低船舶的运行效率。且欧盟碳税的征收将会对老旧船舶的盈利能力形成较大冲击。**其二，两大运河双双陷入产能瓶颈或对全球海运效率造成较大冲击。**巴拿马运河方面，由于气候干旱原因，船舶的通过性受到考验，持续未见提升的水位促使巴拿马运河管理局不断下调每日通航量，预计将于 2024 年 2 月下调至 18 艘/天，较 10 月末 32 艘/天的水平下降 4 成以上；苏伊士运河方面，胡塞武装频繁对通过曼德海峡的船只进行袭击，多国联军的护航目前并无法保障船舶的航行安全，出于船员及船舶安全的考虑，大量船舶绕行好望角，推升行业吨公里需求，虽近期部分船舶尝试返回红海苏伊士河航线，但是预计胡塞武装对曼德海峡的袭击不会停止，部分船舶的绕行仍将对行业造成较大效率损失，推升吨公里需求。

港口关注分红稳定标的的配置价值。国内港口 2023 年呈现散货吞吐量增速快于集装箱，东盟航线港口增速快于其他航线港口的态势，展望 2024，行业有望从高基数的影响中走出来，吞吐量增长有望带动费率修复。

投资策略：看好集运、油运运价向上弹性，港口仍具配置价值。

集运方面，市场当前对行业预期已经偏低，红海事件为行业带来需求向上期权，看好 2024 年供需格局修复带来运价提升，投资标的上，中远海控作为头部船东对上下游具备较强议价权，且完成了资产负债表修复后大力分红回报股东，继续推荐。油运方面，行业正式步入运力低增长阶段，供需格局改善的逻辑从未发生改变，随着欧美需求逐步释放，有望迎来运价中枢上移、向上弹性提升，继续推荐中远海能、招商南油、招商轮船。港口方面，我们认为随着中国经济持续修复，港口吞吐量及费率有望进一步提升，有望带来板块业绩继续稳健增长，建议关注港口分红率的变化趋势，推荐唐山港。

风险提示：全球宏观经济超预期下滑，集运联盟运力控制能力下降，全球原油产量超预期下滑，港口整合效果不及预期

行业研究 · 行业投资策略

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交通运输行业周报-红海事件发酵集运掀涨价潮，波音或将恢复对华交付 737MAX》——2023-12-24
 《交通运输行业周报-胡塞武装袭击或激发航运吨公里需求，快递 11 月件量同比增长 32%》——2023-12-17
 《交通运输行业周报-国际油价下跌利好航空，高股息板块表现强劲》——2023-12-10
 《交通运输行业 2023 年 12 月投资策略-关注 BDI 指数大涨，航空燃油附加费再次下调》——2023-12-03
 《交通运输行业周报-本周高股息走强，建议关注国际航班恢复进度》——2023-11-26

内容目录

航运港口：航运为矛，港口为盾	5
板块 2023 年回顾：收益率优异，需求侧仍受到抑制	5
航运板块 2024 核心关注：供给约束有望成为导火索	6
集运：红海影响或被低估，运价改善可期	14
集运 2023 年回顾：欧美去库抑制需求，供给侧压力逐步体现	14
集运 2024 年展望：欧美或进入被动去库阶段，供给效率损失有望对冲新船交付	16
集运投资建议：推荐中远海控	21
油运：行业运力低增长，供需改善仍在持续	22
油运 2023 年回顾：运价较为强劲，但需求弹性尚未完全释放	22
油运行业 2024 年展望：运力或进入“负增长”阶段，大国补库或激发需求	25
油运行业投资建议：继续推荐中远海能、招商南油、招商轮船	26
港口行业：稳健收益具备配置价值	27
风险提示	28

图表目录

图 1: 2023 年 1-11 月航运指数与沪深 300 指数走势对比	5
图 2: 2023 年 1-11 月港口指数与沪深 300 指数走势对比	5
图 3: MEPC80 会议对 2030/2040/2050 年航运排放提出明确要求	7
图 4: 除 IMO 要求外, 欧盟要求船东缴纳碳税	7
图 5: 全球航运企业温室气体减排目标及实现路径	9
图 6: 2023 年巴拿马运河水位明显低于过去五年平均水平	10
图 7: 大量商船在巴拿马锚地等待形成拥堵	11
图 8: 2022 年巴拿马运河日均通航量	11
图 9: 年初以来苏伊士河通航结构(载重吨口径)	13
图 10: 红海商船遇袭地点分布图(不完全统计)	13
图 11: 绕行好望角大幅拉长集装箱船及油轮的航程	13
图 12: 大量大型集装箱船在苏伊士航线和好望角航线当中摇摆	14
图 13: 欧元区制造业 PMI 下滑, 消费者信心低下	15
图 14: 美国 PMI 整体回升, 但仍处荣枯线下	15
图 15: 美国消费者信心指数表现疲软	15
图 16: 美国零售与库存双弱	15
图 17: 美国仍在主动去库存阶段	15
图 18: 远东-美国集装箱量承压	15
图 19: 集装箱船舶供给增速抬升	16
图 20: SCFI 指数明显承压	16
图 21: 欧洲船东占据全球 54% 集装箱运力(2023Q3 末数据)	17
图 22: 全球集装箱船约 34% 被部署在欧线及印度次大陆航线	17
图 23: 行业在手订单占运力比仍处高位	17
图 24: 欧洲船东分别在集运三大联盟中占据主导位置	18
图 25: 美联储点阵图预示美国 2024 年获将开始降息	19
图 26: 美国耐用品库存去化或已接近尾声	19
图 27: 历史上美国降息对消费具有较强拉动作用	19
图 28: 行业运价已于 2023H2 止跌企稳并接近疫情前水平	20
图 29: 集运行业供需预测(未考虑绕行好望角的情况)	21
图 30: 中国原油进口数量高增	22
图 31: 欧盟矿物燃料进口下滑明显	22
图 32: 美国原油进口下滑明显	23
图 33: OECD 石油库存情况	23
图 34: 2023 年 VLCC 交付量已降至历史较低水平	23
图 35: 2023 年 VLCC 交付主要集中于上半年	23
图 36: 2023 年上半年 TD3C 航线运价(美元/天)表现强劲	24
图 37: VLCC 运价中枢上移趋势显著	24

图 38: 油轮航速有望下降	26
图 39: 油轮预期产能利用率有望继续提升	26
图 40: 中国港口货物吞吐量及同比增速	27
图 41: 中国港口集装箱吞吐量及同比增速	27

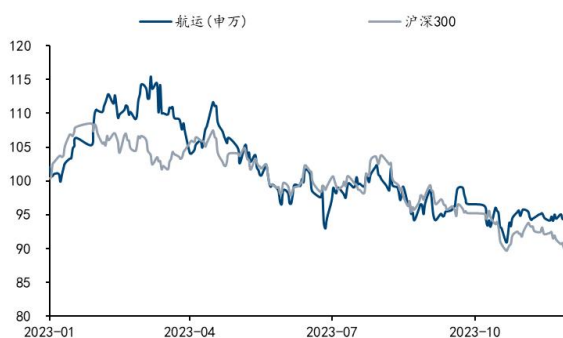
表 1: 航运港口主要标的收入/利润/股价表现（涨跌幅数据截至 2023 年 11 月 30 日）	6
表 2: 当前全球 VLCC 订单及交付时间一览	25
表 3: 全球油轮供需预测	27
表 4: 主要港口吞吐量增速	28

航运港口：航运为矛，港口为盾

板块 2023 年回顾：收益率优异，需求侧仍受到抑制

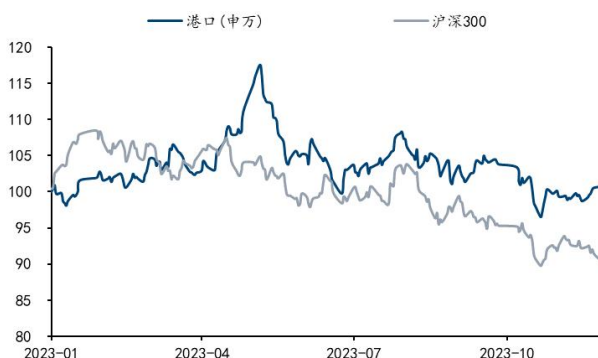
2023 年 1-11 月，航运（申万）、港口（申万）指数表现优异，其中航运指数累计取得绝对收益-5.09%，跑赢沪深 300 指数 4.60PCT，港口指数累计取得绝对收益 1.19%，跑赢沪深 300 指数 10.89PCT。

图1：2023 年 1-11 月航运指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2023 年 1-11 月港口指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

主要标的当中，油运业绩改善趋势明显，港口稳中向好。在航运的子板块中，集运受制于运价高基数、欧美需求不足、供给快速释放，迎来了收入利润同时大幅下降，油运行业当中中远海能、招商南油收入利润双双上行，招商轮船作为综合航商，旗下的集运业务对业绩形成一定拖累，前三季度未能实现正增长。港口板块，虽收入增长表现不佳，但是利润表现强劲，仅上港集团受制于集运的投资收益影响，未实现正增长。

结合股价与业绩表现来看，航运板块的超额收益主要来自于集运标的盈利韧性超预期以及油运业绩改善。回顾 2023 年前 11 个月主要航运标的表现，涨幅最大的为收入及利润双双大幅下滑的中远海控，前三季度海控实现营业收入 1345.56 亿元，同比下滑接近 6 成，归母净利润下滑近 8 成至 220.71 亿元，但是公司中期分红 81.96 亿元，占年中利润比例接近 50%，并以集中竞价交易方式回购股票带动公司股价实现上涨。另外，油运标的的中远海能、招商南油及招商轮船旗下油运业务的业绩均实现了较大幅度增长，同样对股价形成了较强支撑。

港口板块的超额收益来自于利润改善及高分红。从 1-11 月港口主要标的的股价表现来看，业绩与股价涨幅具备一定相关性，但是在利润增长并未明显更快的情况下，唐山港的涨幅明显领先于其他港口标的，其背后的原因或来自于分红的差异，以 2022 年度分红总额与 2023 年初总市值之比作为股息率，上港集团/青岛港/招商港口/唐山港的分红分别达到 2.6%/4.8%/3.1%/7.3%。

表1: 航运港口主要标的收入/利润/股价表现（涨跌幅数据截至 2023 年 11 月 30 日）

子版块	代码	简称	前三季度收入（亿元）	收入同比（%）	前三季度归母净利润（亿元）	利润同比（%）	1-11 月股价涨跌幅（%）
集运	601919.SH	中远海控	1,345.56	-57.49%	220.71	-77.33%	11.54%
	603565.SH	中谷物流	92.89	-14.76%	11.92	-45.71%	-4.62%
油运	600026.SH	中远海能	165.35	33.37%	37.14	480.49%	10.51%
	601872.SH	招商轮船	190.23	-11.85%	37.58	-2.81%	10.91%
	601975.SH	招商南油	46.47	5.91%	12.03	26.11%	-28.68%
	600428.SH	中远海特	89.13	-3.36%	9.15	18.88%	-10.49%
散运	833171.BJ	国航远洋	6.70	-23.14%	0.08	-95.82%	-3.01%
	600798.SH	宁波海运	16.84	8.49%	1.22	16.45%	4.66%
	000520.SZ	凤凰航运	7.42	-0.52%	-0.17	-149.67%	-7.06%
港口	600018.SH	上港集团	274.34	-6.16%	113.59	-26.95%	-3.29%
	601298.SH	青岛港	136.59	-7.72%	37.88	9.83%	14.44%
	001872.SZ	招商港口	117.55	-3.02%	31.49	14.36%	13.96%
	601000.SH	唐山港	44.49	1.13%	16.14	16.42%	40.27%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

航运板块 2024 核心关注：供给约束有望成为导火索

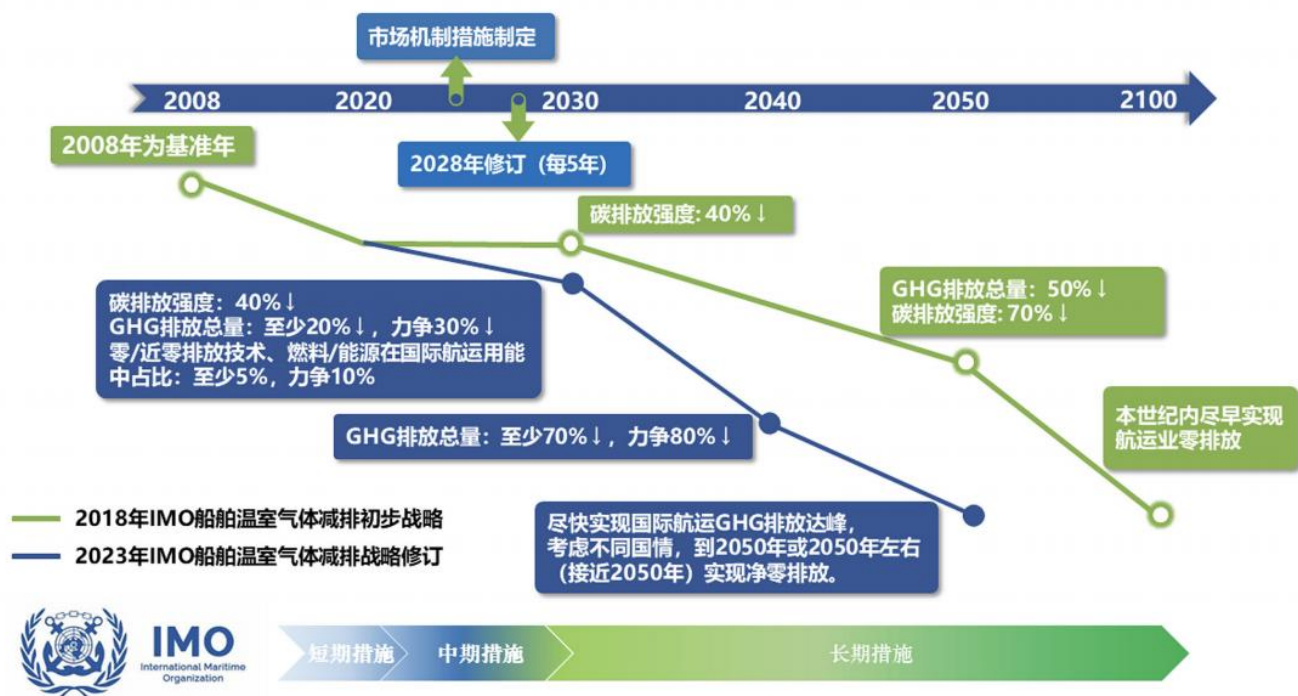
重点关注因素 1：环保政策或带来运力效率损失甚至倒逼老旧产能出清

国际海事组织 IMO 在今年 7 月举行的海洋环境保护委员会会议（MEPC 80）上明确了航运业 2050 年实现净零排放，并通过了 2023 年船舶温室气体减排战略，设定了两个“指标性校核点”，即：

1. 到 2030 年，国际航运温室气体年度排放总量相比 2008 年至少降低 20%，并力争降低 30%；
2. 到 2040 年，国际航运温室气体年度排放总量相比 2008 年应至少降低 70%，并力争降低 80%。

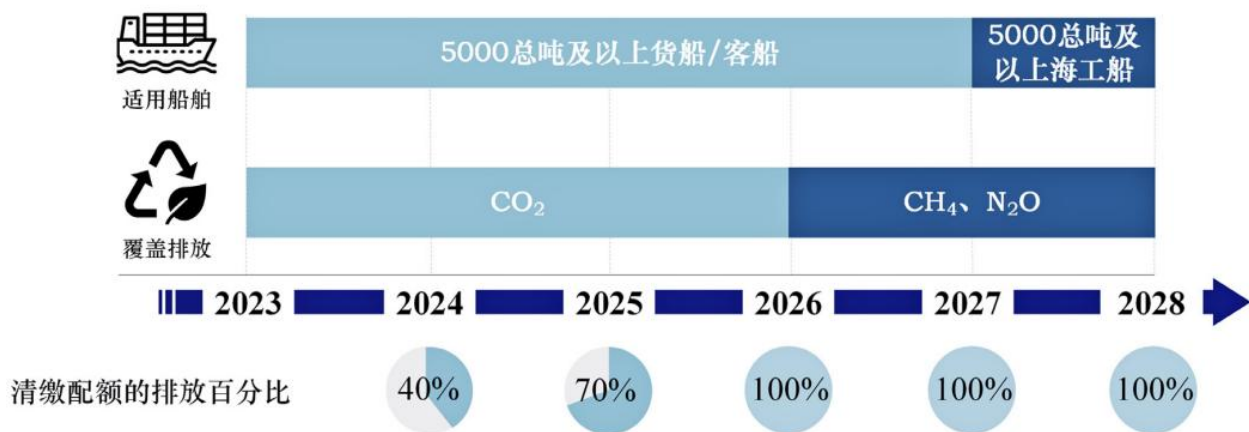
欧盟指定的标准更为严苛，一方面来说，欧盟建议到 2030 年减排 29%，到 2040 年减排 83%。另一方面来说，航运业纳入欧盟 ETS 的纲要已经拟定，该计划将从 2024 年开始分阶段实施。根据新法规，船东将从 2024 年开始为 40%的排放量支付费用，2025 年缴费比例提升至 70%，并于 2026 年达到 100%。

图3: MEPC80 会议对 2030/2040/2050 年航运排放提出明确要求



资料来源: 中国船级社, 国信证券经济研究所整理

图4: 除 IMO 要求外, 欧盟要求船东缴纳碳税



资料来源: 中国船级社, 国信证券经济研究所整理

环保要求的趋严促使船东加速、加大力度执行船舶能效指数（EEXI）、营运碳强度指标（CII）以及船舶能效管理计划（SEEMP）。

- **船舶能效指数（EEXI）**：是 2013 年生效的能源效率设计指数（EEDI）的延伸，**主要考核船舶的硬件参数指标**，但是目标对象不同，EEDI 主要针对新造船，而 EEXI 则针对所有当前的在运营船舶，对于老旧船而言，为满足 EEXI 的技术标准，发动机功率限制（EPL）和轴功率限制（ShaPoLi）是当前船东的首选，但无论使用哪种方案，均将对船舶的**航速上限形成限制**。
- **营运碳强度指标（CII）**：与 EEXI 相关联，衡量的是船舶每单位运力的燃料消耗水平，**考核方向更偏向于船舶运营**。5000 总吨以上的各类船舶需要在 2023 年 1 月 1 日开始，向主管单位或授权的船级社（RO）上报燃料消耗和航行里程等信息。下一个日历年（2024 年）3 月 31 日前上报船舶年度能耗数据及相关证明文件。船舶主管单位根据船舶类型、大小，年度燃料消耗和航行距离计算出 Attained CII，与同类型船舶的 Required CII 作比较，对船舶进行从 A 到 E 的五档评级。连续三年为 D 级或 E 级的船舶在船舶能效管理计划（SEEMP）中制定整改计划。为满足 CII 要求，当前主流的方案包括降低航速、增加航行距离、减少货物装载量、增加停泊时间等，从各类方案来看，均指向于降低船舶的运行效率。

考虑到改造成本、效率损失、碳税成本，老旧船舶或将面临需求下降、盈利能力下降的双重考验。除去前文所述老旧船舶为满足 IMO 环保措施所需的改造费用、改造时间及后续无法满负荷运行带来的盈利能力下降，老旧船舶还需面对货主端的风险，由于货主对自身 ESG 报告及环保形象的关注，货主可能会在租约中加入 CII 评级的要求，未达到一定评级的船舶可能会被拒绝租用，如宜家、沃尔玛和亚马逊等已开始对航运企业提出要求。我们认为，即便老旧船舶继续经营，船舶运输市场的供给效率大概率将因环保公约而下降，假设运价较为低迷，老旧船舶或将步入现金流亏损阶段，倒逼行业出清。

图5: 全球航运企业温室气体减排目标及实现路径



资料来源：中国船级社，国信证券经济研究所整理

核心关注点 2：两大运河双双面临通航瓶颈

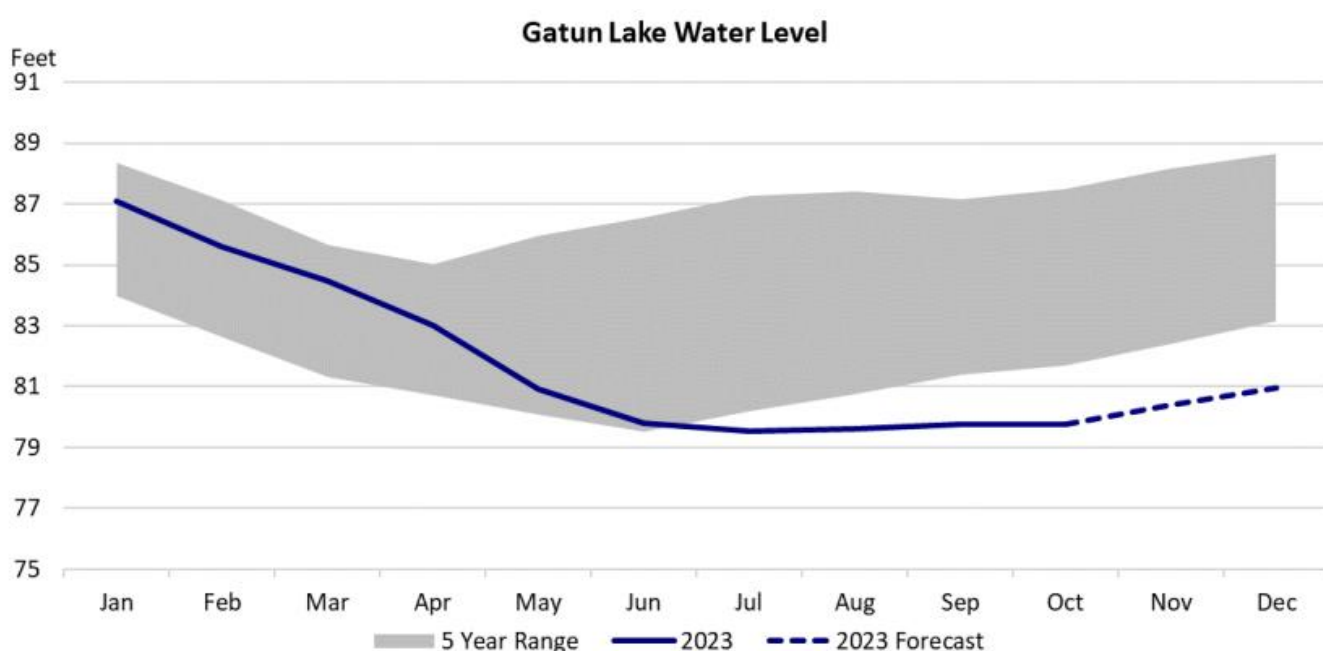
苏伊士运河和巴拿马运河是全球海运最重要的两大运河关口，其中苏伊士运河年通过量为 23000 艘，每年通过苏伊士运河的货量约占全球海运贸易总量的 10%，巴拿马运河年通过量为 13000 艘，每年通过巴拿马运河的货量约占全球海运贸易总量的 2.5%，两大运河均为东西干线的主要关口，分别对应远东-欧洲及相关沿线和远东-北美及相关沿线。

巴拿马运河因水文条件问题通航量受到明显限制，引发巴拿马运河拥堵。2023 年下半年开始，巴拿马干旱问题开始冲击全球航运市场，运河水位始终未见明显回升，对运河通过能力造成影响，因此 11 月初，巴拿马运河管理局开始限制通航量，由 10 月的 32 艘/天下调至 24 艘每天，并约定每个月进一步下调 2 艘/天，直至 2024 年 2 月达到 18 艘/天的水平。受此影响，11 月末巴拿马运河的单周通航量仅为 172 艘，较 2023 年前 11 个月均值下降 25%，远洋货船在巴拿马运河的平均等待通行时间约升至 60 小时。

分船型来看，散货船、集装箱船、化学品船受影响最为显著，但是考虑到不同船

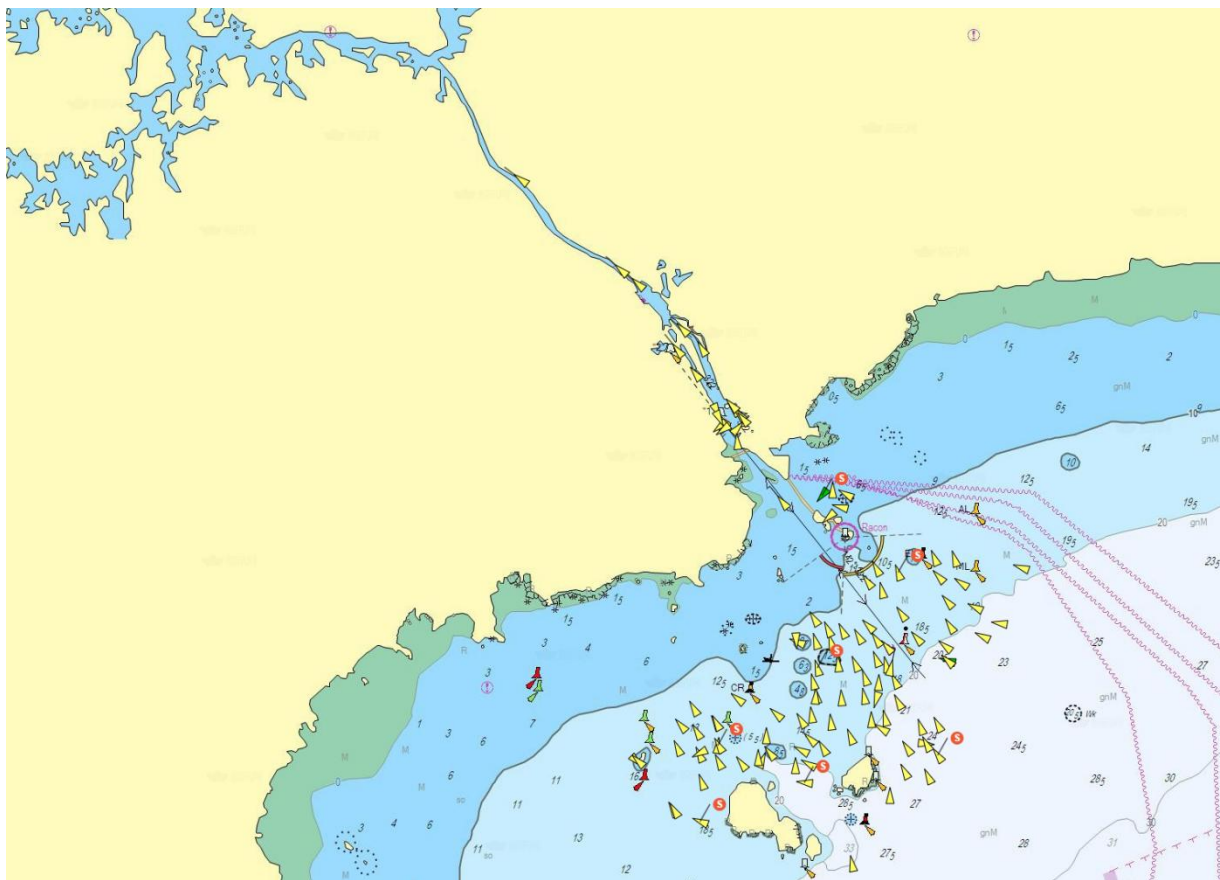
船的经营模式，散货、油运、LNG 及 LPG 船的经营受影响或更加明显。从 2022 年的通航数据来看，对巴拿马运河依赖程度最高的是干散货船，日均通行量达到 8 艘/天，之后依次为集装箱船、化学品船、LPG 船，仅这 4 类船型便需要 26 艘/天的通量，在运河产能不足以覆盖所有船舶的情况下，不同的船舶受影响程度出现分歧，集装箱船受益于其班轮运营的形式，往往可以提前对巴拿马运河进行预订，所受冲击相对较小，但是受吃水限制的影响，集装箱船通过运河时必须减少载货量，造成了效率的下降。其他承租运营的船舶如干散货船、气体船、油轮受到的冲击更大，等泊时间大幅提升，甚至为通过运河，需要付出高额的“竞拍”费，11 月 8 日一艘 VLGC 船拍得的“插队权”价格达到 400 万美元，创下新的历史记录。

图6：2023 年巴拿马运河水位明显低于过去五年平均水平



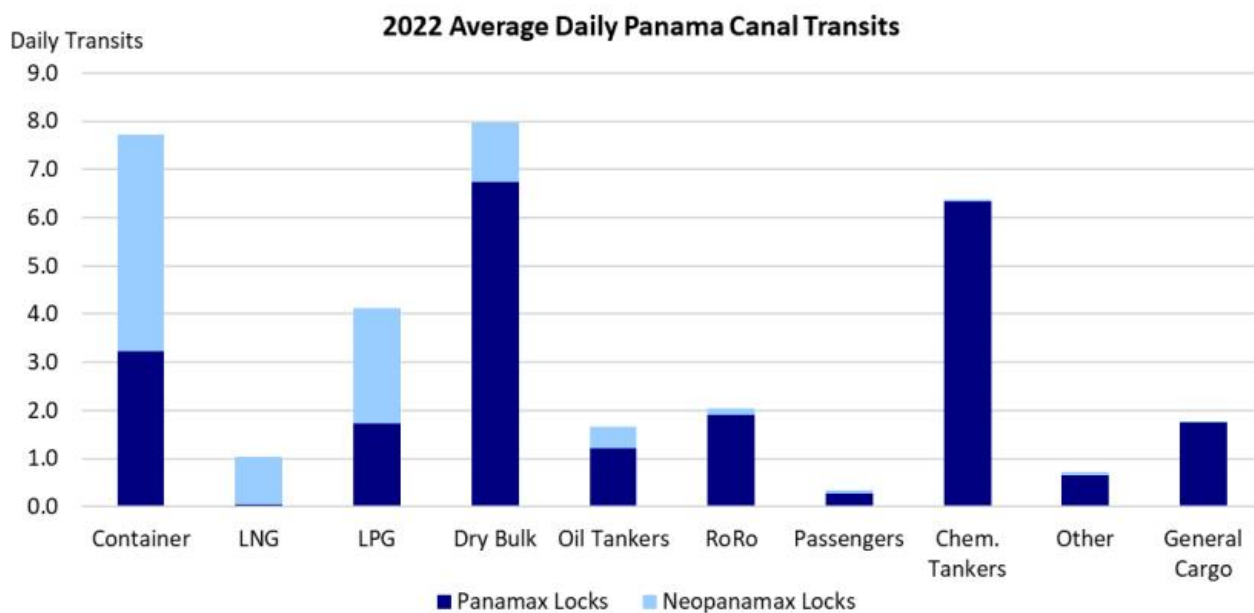
资料来源：Poten&Partners，巴拿马运河管理局，国信证券经济研究所整理

图7: 大量商船在巴拿马锚地等待形成拥堵



资料来源: 船讯网, 国信证券经济研究所整理

图8: 2022 年巴拿马运河日均通航量



资料来源: Poten&Partners, 巴拿马运河管理局, 国信证券经济研究所整理

由于巴拿马运河的干旱问题持续时间大概率较长，大量的船舶选择绕行苏伊士何或好望角，2023 年前十一个月苏伊士河通航量大幅增长。受运河费高涨、通航能力不足、竞拍或排队的时效性较差等因素制约，无论是集装箱班轮还是其他程租船均出现了绕行苏伊士何或好望角的情况。截至 12 月 18 日，年内苏伊士河的通航量达到 24900 航次。按照总吨计算，集装箱船占据最大份额，年初至今达到 43%，其次是油轮（23%）和散货船（19%）

胡塞武装袭击愈加频繁，逼迫大量船舶绕行好望角。11 月开始，胡塞武装开始频繁对过境曼德海峡的商船进行袭击，但是仅限于与以色列直接相关的船舶，直至 12 月 14 日，胡塞武装将袭击范围扩大至大型集装箱船，并称将持续对以色列相关船舶进行打击，12 月 14-18 日期间，被袭击的集装箱船东包括马士基、地中海、赫伯罗特等，受此影响，集装箱船东联盟开始作出回应，宣布暂停红海航线通行，Eurn、Frontline 等油轮公司，BP、挪威石油等能源公司亦先后宣布暂停通过红海区域采取绕行。

船舶避开苏伊士运河，绕行好望角将显著提升货轮成本及航行时间：

- 集装箱远东-欧洲航线：若绕行好望角将使得运距由 10700 海里提升至 13850 海里，运距增长 29%；假设超大型集装箱船航速约为 16 节，则航行时间将由 28 天增加至 36 天（拉长约 8 天），燃油成本增加 65 万美元，单箱燃油成本增加约 48 美元/TEU；
- 油轮中东湾-欧洲航线：若绕行好望角将使得运距由 5020 海里提升至 11140 海里，同比提升 120%；假设苏伊士油轮航速约为 12.5 节，则航行时间将由 18 天增加至 39 天（拉长约 21 天），燃油成本增加 66 万美元。

在对于船舶运营成本层面，油轮受到的影响更为显著，效率损失达到一半以上，集装箱船效率损失约为 29%。但是纵观全局，集运受影响的范围更大，全球超 20% 集装箱海运贸易需要通过苏伊士运河，而全球约三分之一的集装箱船运力部署在通过该运河的航线上。每月通过苏伊士运河的汽车运输船占汽车运输船总运力的 14%。而同期通过运河的 LNG 运输船、油轮、LPG 运输船和散货船分别占相应船队总运力的 10%、9%、7%和 4%。

12 月 19 日起，集装箱三大联盟几乎全员开始绕行，部分油轮亦暂停了红海航线。导致红海相关航线（包括继续走红海航线及绕行好望角的航线）运价大幅上涨：

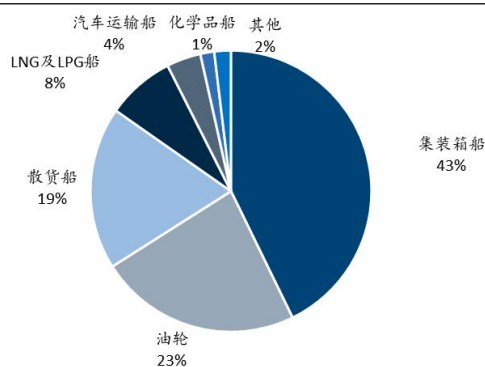
- **集装箱运输**：SCFI 欧线/地中海线/红海线环比涨幅分别达到 45.5%/30.9%/25.7%；
- **成品油运输**：MR（中东湾-英国/欧陆航线）收于 3.3 万美元/天，周环比+115%，LR1（中东湾-日本航线）收于 3.8 万美元/天，周环比+45%；
- **原油运输**：苏伊士油轮（中东-地中海航线）TCE 本周收于 4.4 万美元/天，周环比+36%，阿芙拉 TD 7（北海-英国/欧陆）/TD 19（土耳其-法国）周环比+47%/+87%。VLCC 小幅回落。

运价涨幅上，成品油轮运价上涨最为显著，但是由于成品油区域性特征较为明显，行业整体运价并未并未明显上涨，集装箱船由于欧线为最重要的航线之一，市场

对运力虹吸效应有所担忧，行业运价实现了全面上涨，原油轮中 VLCC 与红海航线相关性较低，运价继续呈现下跌趋势，但是苏伊士及阿弗拉船型运价有所上涨。

短期预计航线会有反复，航商或在苏伊士航线和好望角航线之间摇摆，但是大概率部分运力会维持绕行，行业运力效率或将出现中长期损失。12月24日，美国组建多国海军部队开展“红海护航行动”，多国海军的共同努力下，马士基公告将开始恢复红海航线，但是 MSC 旗下的 United VIII 号 8204TEU 集装箱船于 26 日穿越红海时再次遭遇袭击，可见多国联军的护航并无法完全保障安全航行问题，United VIII 号在船员和船舶安全的考量下选择继续绕行好望角。我们认为，短期虽将有部分船舶尝试通过曼德海峡，但是由于当前无人机及岸基导弹的覆盖范围广，打击效率高，安全问题仍将长期困扰各大船东，绕行好望角或将在中长期成为主流选择。

图9：年初以来苏伊士河通航结构（载重吨口径）



资料来源：苏伊士运河管理局，国信证券经济研究所整理

图10：红海商船遇袭地点分布图（不完全统计）



资料来源：信德海事，国信证券经济研究所整理

图11：绕行好望角大幅拉长集装箱船及油轮的航程



资料来源：信德海事，国信证券经济研究所整理

图12: 大量大型集装箱船在苏伊士航线和好望角航线当中摇摆

大型集装箱船复航红海			大型集装箱船复航红海		
有折返			有折返		
无折返			无折返		
共 34艘			共 18艘		
	CHASTINE MAERSK	集		CMA CGM CONCORDE	集
MMSI:563084400	IMO:9219800	TEU:9578	MMSI:228401800	IMO:9839208	TEU:23104
Maersk A/S			CMA CGM SA The French Line		
	CMA CGM ELBE	集		CMA CGM CONGO	集
MMSI:229934000	IMO:9674529	TEU:9365	MMSI:636018564	IMO:9679892	TEU:9448
CMA CGM SA The French Line			CMA CGM SA The French Line		
	CMA CGM HERMES	集		CMA CGM G. WASHINGTON	集
MMSI:229454000	IMO:9882499	TEU:15363	MMSI:215197000	IMO:9780847	TEU:14414
CMA CGM SA The French Line			CMA CGM SA The French Line		
	CMA CGM MEKONG	集		CMA CGM LOUVRE	集
MMSI:256108000	IMO:9718105	TEU:9962	MMSI:228394900	IMO:9839143	TEU:23104
APL LLC			CMA CGM SA The French Line		
	CMA CGM NEVADA	集		CMA CGM ORFEO	集
MMSI:229639000	IMO:9471408	TEU:12917	MMSI:218845000	IMO:9364992	TEU:9661
CMA CGM SA The French Line			CMA CGM SA The French Line		
	CMA CGM TAGE	集		MAERSK HOUSTON	集
MMSI:229988000	IMO:9674555	TEU:9365	MMSI:563078300	IMO:9848950	TEU:15226
CMA CGM SA The French Line			Maersk A/S		
	CMA CGM VOLGA	集		MAREN MAERSK	集
MMSI:256169000	IMO:9705081	TEU:10622	MMSI:219620000	IMO:9632129	TEU:18340
CMA CGM SA The French Line			Maersk A/S		

资料来源：船视宝，国信证券经济研究所整理

集运：红海影响或被低估，运价改善可期

集运 2023 年回顾：欧美去库抑制需求，供给侧压力逐步体现

2023 年 1-11 月，欧美制造业 PMI 及消费者信心指数偏弱。欧洲方面，欧洲的制造业受通胀、需求不足等影响景气度逐步下行，欧元区制造业 PMI 指数从年初 48.8% 的水平逐步下滑至 45 以下，同时欧元区消费者信心指数亦较为低迷。美国方面，虽美国的制造业 PMI 稳步回升，但仍处于荣枯线以下，消费者信心指数亦在低位徘徊。偏弱的经济数据及对未来的信心导致欧美的需求整体仍较为疲软。

美国库销比仍在修复当中，去库存阶段集装箱进口需求较弱。美国自 2023 年以来始终处于去库存的状态之中，尤其从 6 月以来，耐用品库存增速始终维持在 2.5% 左右，但是消费数据更为疲软，导致库销比居高不下，进口需求较为疲软，1-8 月，远东-美国的集装箱量仅为 1196 万 TEU，同比下滑 20.2%。

图13: 欧元区制造业 PMI 下滑, 消费者信心低下



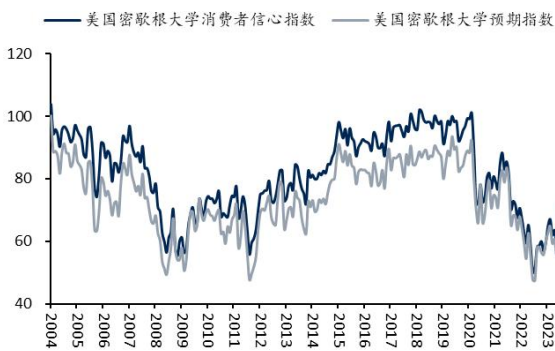
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 美国 PMI 整体回升, 但仍处荣枯线下



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 美国消费者信心指数表现疲软



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 美国零售与库存双弱



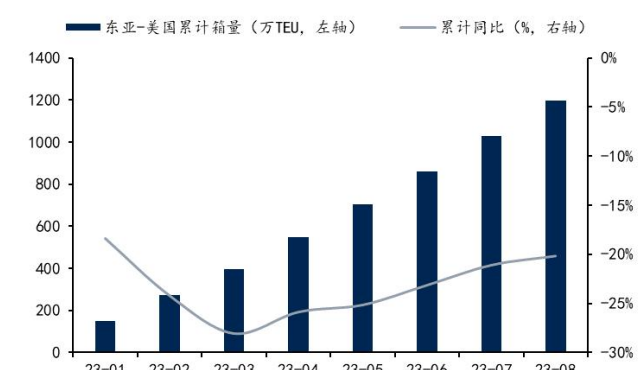
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 美国仍在主动去库存阶段



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 远东-美国集装箱量承压



资料来源: Piers, 国信证券经济研究所整理

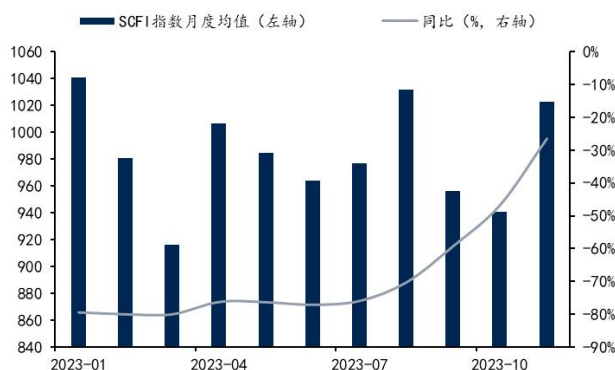
供给侧增速抬升，供需失衡下运价整体表现偏弱，但是下半年改善趋势较为明显。2020H2-2022 年，集运业的高景气周期帮助各大完成了资产负债表的修复，在此期间集运船东订造了大量新船，由于船舶交付的滞后性，行业供给增速在 2023 年开始抬升，截至 11 月末，全球集装箱运力已达 2824.5 万 TEU，同比增长 7.4%。供需的不匹配导致运价承压，前 11 个月，SCFI 指数均值为 980.9，同比下滑约 73.2%，但是随着高基数效应的消失以及需求的改善，运价指数亦呈现较为明显的恢复态势。

图19：集装箱船舶供给增速抬升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：SCFI 指数明显承压



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

集运 2024 年展望：欧美或进入被动去库阶段，供给效率损失有望对冲新船交付

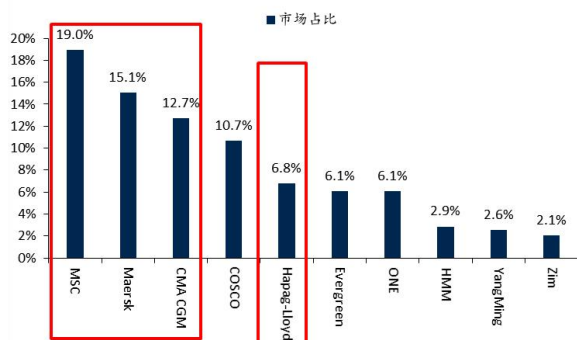
供给交付大潮仍在持续，2024 年名义运力供给增速达 7.5%，仍有较大压力。截至 2023 年三季度末，集运的在手订单规模仍较为庞大，在手订单规模约为 760.9 万 TEU，占当前运力的比重高达 28.2%。拆解订单结构来看，12000-17000TEU 型的订单达到 373.8 万 TEU，占当前船队规模的比例约为 13.8%，17000 箱以上规模的订单为 143 万 TEU，占当前船队规模的比例约为 5.3%。交付节奏上，2024 年行业供给的增长亦主要来自于 12000-17000 万 TEU 船，预计增速为 22.8%，供给侧的压力仍在加剧，而 17000 箱以上船型供给压力则相对较小，预计增速为 7.6%，集装箱船整体运力增速预计为 7.5%。

假设集运大规模绕行好望角，运输需求或将增长 9%，对运力供给形成消耗。远东-欧洲航线是集装箱船最重要的单一航线，全球约 20%的集装箱海运贸易需要通过苏伊士运河，约 34%的运力被部署在远东-欧洲（21%）及远东-印度次大陆（13%）航线上。假设所有远东/中东/印度次大陆到欧洲间双向的集装箱贸易不通过苏伊士运河运输的情况下，会推动全球集装箱“箱海里”贸易大幅上涨 9%。

集运采取班轮形式运营，联盟成员相互共享舱位，绕行或成中长期趋势。不同于其他船型采用程租形式为主，集运采用班轮形式进行运营，主要的干线船东均隶属于三大联盟之下。当前来看 2M 联盟的马士基、地中海均已受到袭击，Ocean Alliance 旗下的达飞已宣布绕行好望角，The Alliance 旗下的赫伯罗特亦因袭

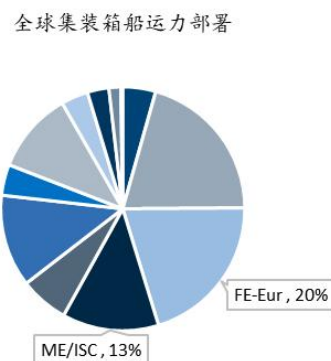
击受到了损失后宣布绕行好望角，考虑到三大联盟中均有主要成员受到胡塞武装的袭扰，大概率已受到袭击的船东出于船员安全和船舶安全的考虑会选择绕行以规避相关风险。且出于商业的考虑，绕行将有效吸收过剩运力，船东联盟有望在此达成“默契”决策。

图21：欧洲船东占据全球 54% 集装箱运力（2023Q3 末数据）



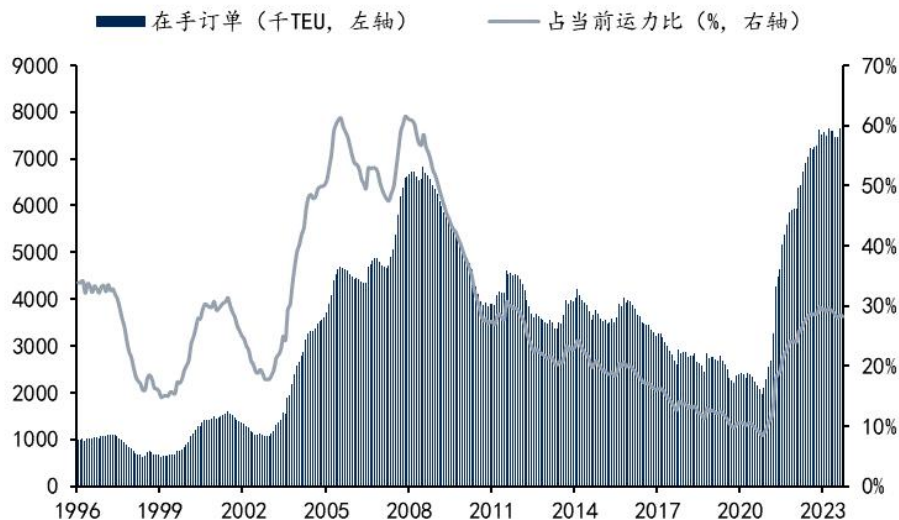
资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所整理

图22：全球集装箱船约 34% 被部署在欧线及印度次大陆航线



资料来源：信德海事，国信证券经济研究所整理

图23：行业在手订单占运力比仍处高位



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所整理

图24：欧洲船东分别在集运三大联盟中占据主导地位



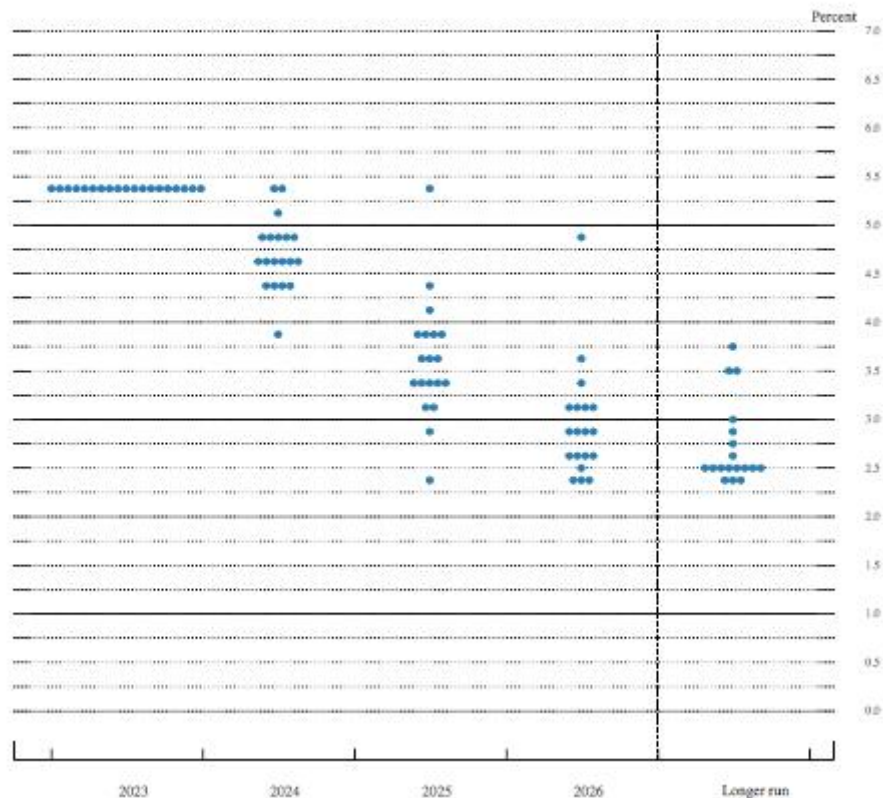
资料来源：航运交易公报，国信证券经济研究所整理

行业运价在 2023H2 或已筑底，看好供需边际改善带来运价及盈利改善。受欧美消费需求退潮后进入去库存阶段、行业运力供给交付开始放量等影响，2023 年上半年行业运价始终明显承压，但是下半年起，随着行业渐入旺季，且在成本抬升的情况下运价接近疫情前水平，运价已经止跌企稳。

2024 年美国或开启降息，消费需求有望随之回升，如美国进入被动去库或主动补库阶段，行业需求有望较快提升。经过了为期接近 1 年的加息去库存，美联储于 2023 年 12 月的议息会议上发表声明。声明中“在确定适当的额外政策收紧程度时”措辞此次被修改为“在确定任何适当的额外政策收紧程度时”，这一修改与最新点阵图共同暗示当前利率水平很可能已经达到或接近美联储本轮加息周期的峰值，2024 年起或将开始降息。历史上来看，美联储每一次降息的背景均为经济指标出现明显好转，而随着利息的下降，美国的消费数据大概率回升，激发经济进一步上行，伴随利率的进一步下降及消费的进一步回升。当前美国耐用品库存已经开始出现下降趋势，如降息促使美国进入被动去库甚至主动补库，集运需求有望得以修复。

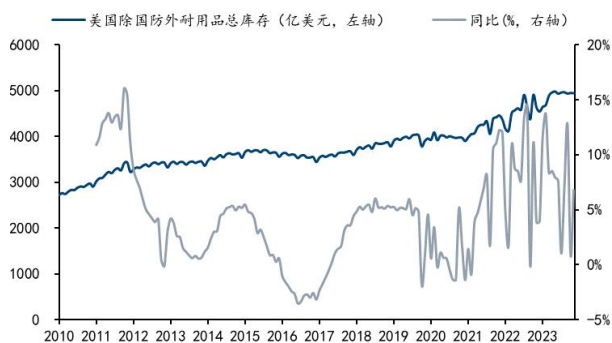
图25: 美联储点阵图预示美国 2024 年或将开始降息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



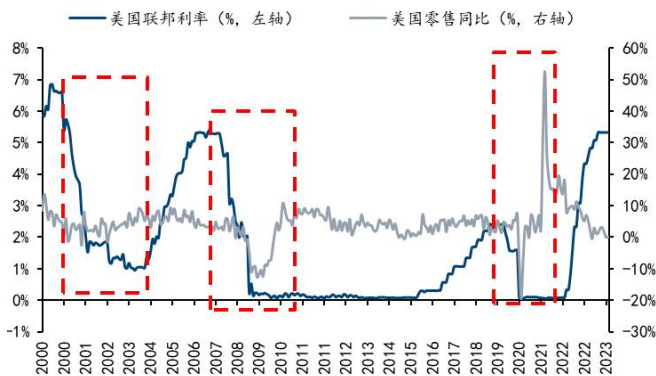
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图26: 美国耐用品库存去化或已接近尾声



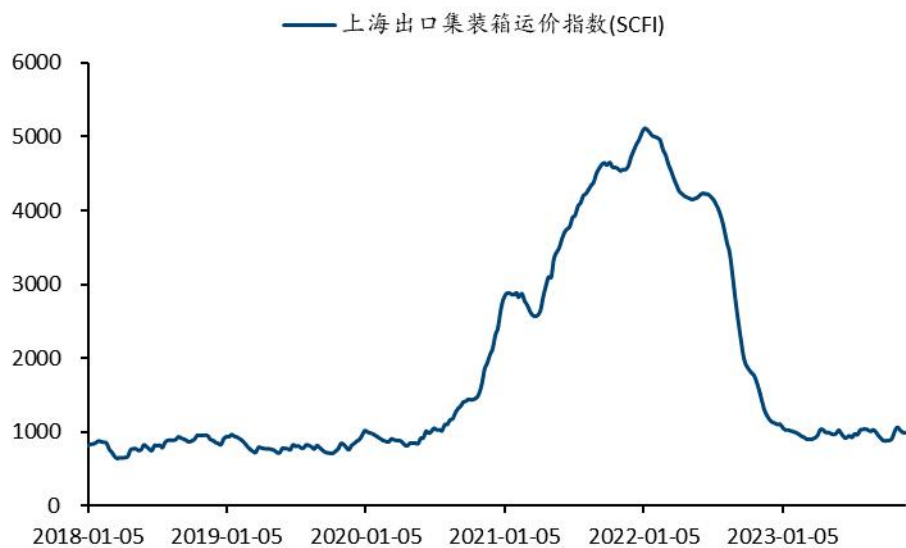
资料来源：苏伊士运河管理局，国信证券经济研究所整理

图27: 历史上美国降息对消费具有较强拉动作用



资料来源：信德海事，国信证券经济研究所整理

图28: 行业运价已于 2023H2 止跌企稳并接近疫情前水平

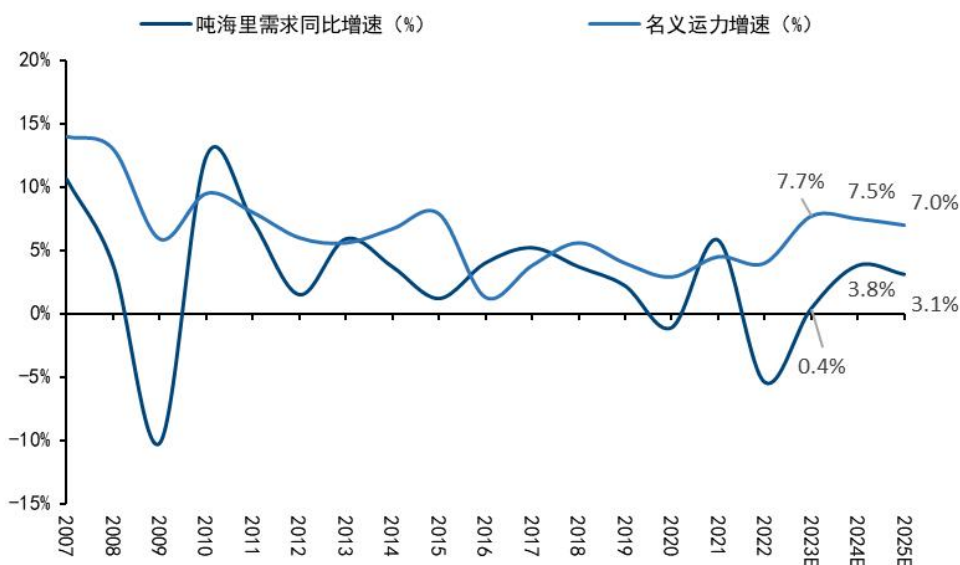


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运投资建议：推荐中远海控

在运力的供给大潮冲击下，市场对集运的前景较为悲观，即便红海事件导致行业运力开始大规模绕行，现价及欧线期货大涨的情况下，权益市场并未对集运标的给予正反馈。但是我们认为，市场或已低估集运联盟对运力的控制能力，且中远海控作为行业龙头，在上轮高景气周期中实现了资产负债表的修复，2023 半年度实行中期分红，金额接近上半年 50%净利润，积极回报股东的态度及较高的股息率对公司价值形成支撑，公司本就已经具备较高的配置价值。如红海事件持续，行业继续以好望角航线替代苏伊士航线，行业的供需格局有望出现反转，运价的提升将显著增厚公司的 EPS，维持买入评级。

图29：集运行业供需预测（未考虑绕行好望角的情况）



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所整理及预测

注：如考虑全部绕行好望角，需求在原预测值基础上增加 9%

油运：行业运力低增长，供需改善仍在持续

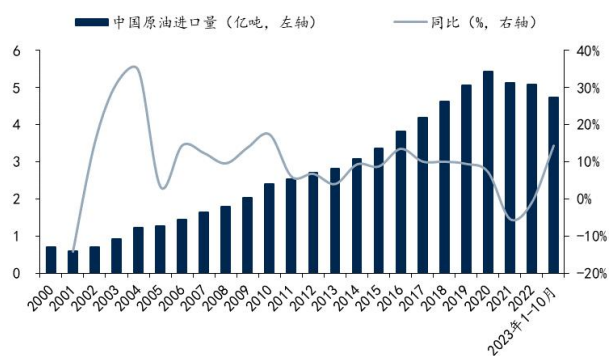
油运 2023 年回顾：运价较为强劲，但需求弹性尚未完全释放

中国需求修复可圈可点，VLCC 运价中枢整体上移。2021-2022 年，受新冠疫情影响，全球原油进口需求均出现一定下滑，其中我国作为最大单一进口国，进口量的下滑对 VLCC 船型的运价形成了明显抑制。但是自 2022 年末我国放开管控，中国原油进口量明显修复，今年 1-10 月，我国进口原油量达到 4.73 亿吨，同比增长 14.43%，为历史同期最高水平，对 VLCC 市场形成支撑，前三季度 TD3C（中东-远东）航线的平均 TCE 分别为 46967、36999、20440 美元/天，整体表现较为强劲，较 2021 及 2022 年明显改善。

下半年行业表现偏弱或主要来自于欧美与 OPEC 在油价问题上的矛盾立场。不同于中国的复苏，欧美的石油进口持续疲软，欧盟前三季度矿物燃料进口金额为 4181.29 亿欧元，同比下滑 33.07%，美国上半年进口原油金额为 806.97 亿美元，同比下滑 20.66%。根据 OPEC 的月报数据，截至 2023 年 H1，OECD 原油库存仅为 39.93 亿桶，其中战略库存仅为 12.06 亿桶，呈现继续下降的趋势，商业库存虽略有回升，但仍处于历史较低水平。如结合油价、VLCC 成交量来看，欧美等消费国或早已具备重新建立库存的需求，但是过高的油价及 CPI 抑制了补库需求。因此，我们认为当前油运市场的矛盾在于 OPEC 需要维持高油价，因而持续减产压缩市场供给，同时欧美需要以较低的油价平抑通胀，在高油价下压缩了需求，最终形成了下半年供需双弱的格局。

2023 年 VLCC 交付量环比明显下滑，已接近 2000 年以来最低水平。根据造船厂数据的汇总，2023 年全年交付的 VLCC 数量约为 21 艘，主要集中于上半年，下半年开始行业供给已进入“低增长”状态，但是考虑到原油运输需求尚未完全释放，约 640 万载重吨的运力仍对行业形成了一定压力。

图30：中国原油进口数量高增



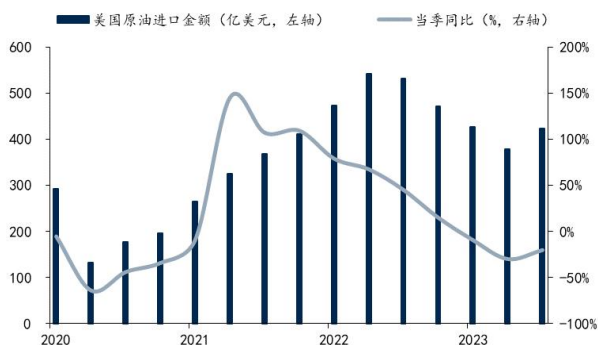
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：欧盟矿物燃料进口下滑明显



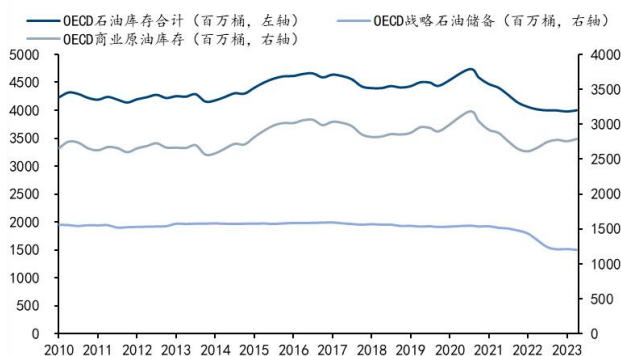
资料来源：欧盟统计局，国信证券经济研究所整理

图32: 美国原油进口下滑明显



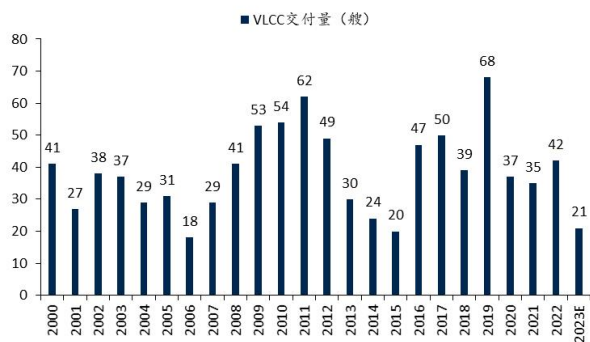
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: OECD 石油库存情况



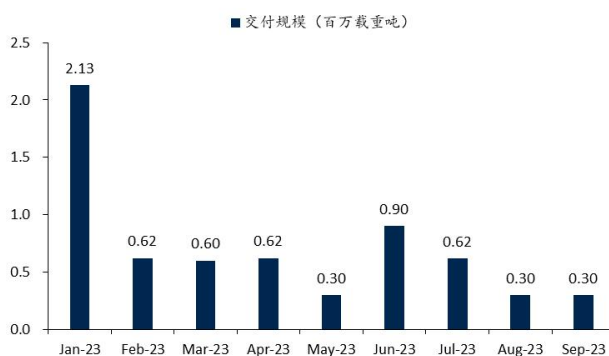
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 2023 年 VLCC 交付量已降至历史较低水平



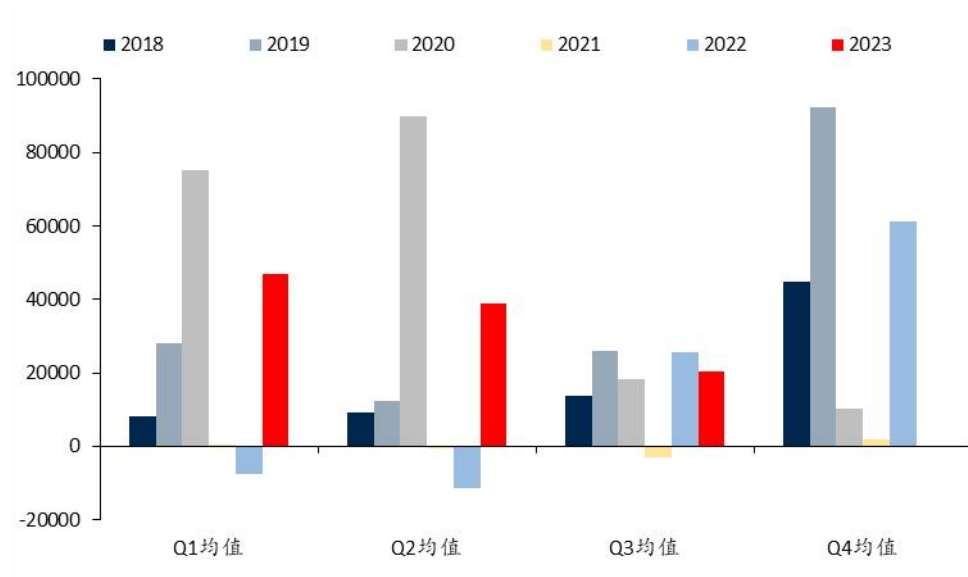
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 2023 年 VLCC 交付主要集中在上半年



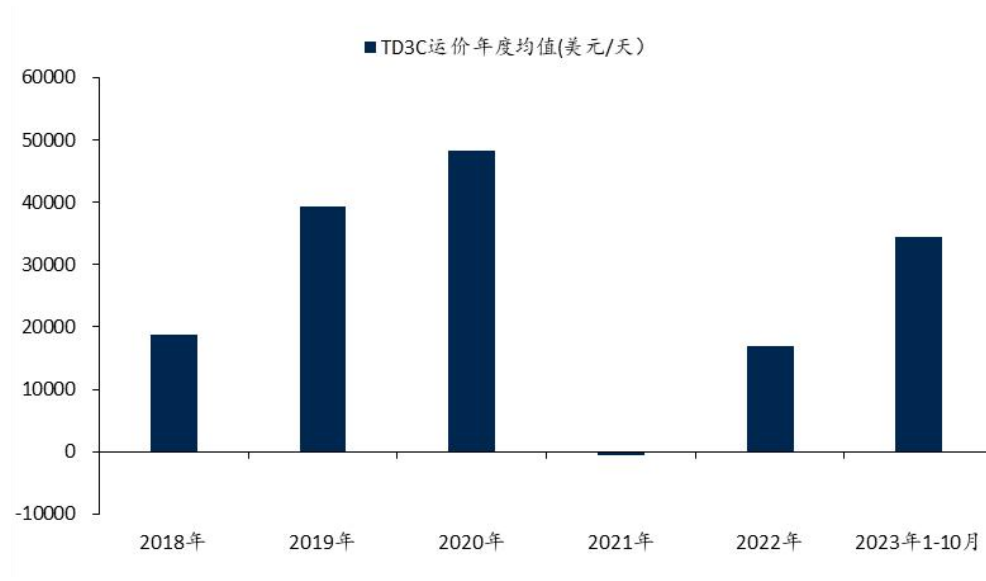
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 2023 年上半年 TD3C 航线运价（美元/天）表现强劲



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: VLCC 运价中枢上移趋势显著



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

油运行业 2024 年展望：运力或进入“负增长”阶段，大国补库或激发需求

行业供给步入低增长甚至负增长状态，船达峰可期。从当前的船舶在手订单来看，2024 年 VLCC 的运力供给增长将进一步下降，全年可交付运力仅为 91.2 万载重吨，同样 2025 年行业亦面临无船可交的状况，全年可交付运力仅为 91.5 万载重吨，较当前接近 2.8 亿载重吨的 VLCC 运力规模几乎可以忽略不计，未来两年名义运力低增长较为确定。

新交付运力会直接带来全球船队老龄化，油运供给侧或因环保公约面临较大不确定。由于缺乏新鲜血液，VLCC 船龄结构逐步提升，平均船龄从 2022 年的 10.5 年提升至 2023 年的 11 年；而在船龄结构占比维度，服役年限在 15 年以上的 VLCC 船舶占比达到了 28%，使用年限在 20 年以上的 VLCC 船舶运力占比达到了 14%。由于 2024-2025 年几乎没有新运力交付，不考虑老旧船拆解的情况下，年末平均船龄或将提升至 12/13 年。而过往来看，主流船东为了环保要求及油品安全会主动选择 15 年以下的年轻运力，15 岁以上的 VLCC 活跃度便开始快速下降，在年轻船舶日渐稀少的环境下，优质运力有望迎来溢价。除此之外，环保公约的要求或将促使部分船舶进行拆解或通过降速、降低载重来满足环保要求，VLCC 船队的效率亦面临下降的可能性。

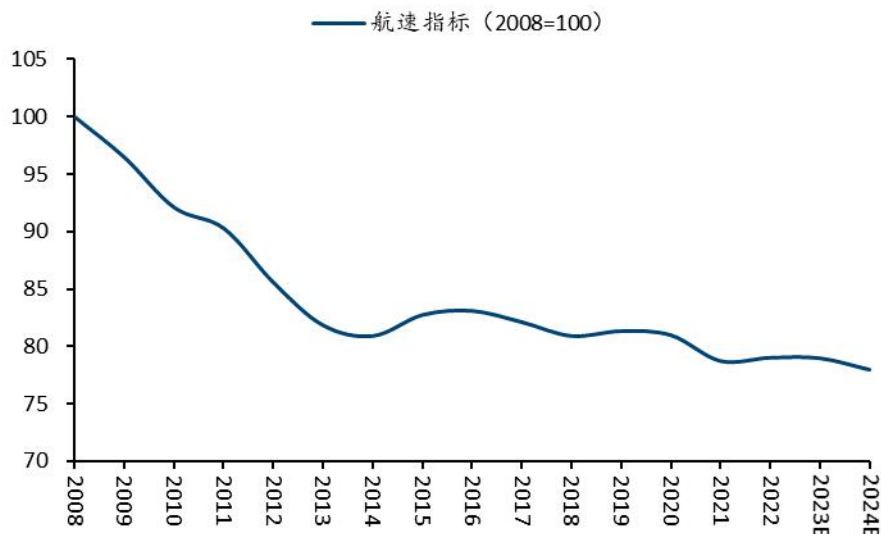
大国补库需求或逐步提升，行业需求进一步回升可期。2023 年中国需求取得了良好的修复，但是欧美的需求成为了行业需求的抑制因素之一。美国能源部于 2023 年 10 月 20 日表示，拜登政府希望购买 600 万桶原油以补充战储，在 23 年 12 月和 24 年 1 月交付。包括每当油价出现下跌，VLCC 成交均出现回升的状况标明，全球当前或均具备补库存需求，如 2023 年需求开始修复，行业运价的向上弹性或将得以释放。

表2：当前全球 VLCC 订单及交付时间一览

序号	载重吨（万 DWT）	预计交付时间	序号	载重吨（万 DWT）	预计交付时间
1	30.0	2024-01	12	31.9	2026-08
2	31.0	2024-06	13	32.0	2026-08
3	30.2	2024-11	14	31.9	2026-09
4	30.6	2025-09	15	32.0	2026-11
5	30.9	2025-11	16	32.0	2026-11
6	30.6	2025-12	17	30.7	2026-12
7	30.0	2026-	18	30.9	2026-12
8	30.0	2026-	19	32.0	2027-01
9	30.6	2026-02	20	32.0	2027-03
10	30.9	2026-03	21	30.7	2027-03
11	30.9	2026-07	22	32.0	2027-05

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38: 油轮航速有望下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 油轮预期产能利用率有望继续提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

油运行业投资建议：继续推荐中远海能、招商南油、招商轮船

2024 年行业运力正式步入低增长状态，随着需求逐步恢复，运价有望在 2023 年的基础上进一步抬升，而环保公约和老龄化则有望带来行业淡季不淡，旺季持续时间更长、运价弹性更高的效应，全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，红海事件、俄油禁令、全球经济复苏均将带来行业需求提升，而供给侧船舶老龄

化及新订单缺失则保障了运价的向上弹性，预计运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，届时油运龙头企业有望迎来戴维斯双击，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

表3: 全球油轮供需预测

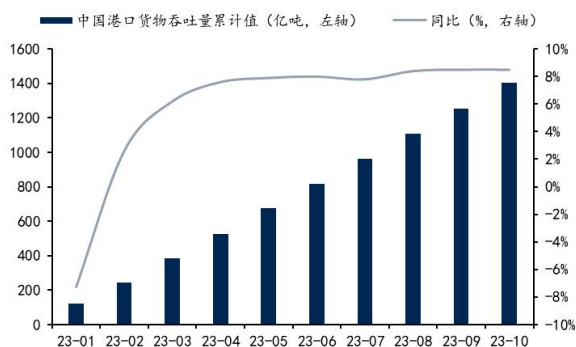
日期/指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
原油轮						
运量增速	-7.8%	-0.5%	7.2%	2.1%	3.7%	2.2%
吨海里增速	-6.8%	-3.6%	7.9%	6.2%	4.9%	2.4%
有效运力增速	0.4%	3.2%	5.0%	2.1%	0.6%	0.5%
成品油轮						
运量增速	-11.0%	4.7%	3.8%	3.1%	3.5%	2.5%
吨海里增速	-9.2%	8.3%	4.9%	11.3%	6.1%	2.0%
有效运力增速	0.2%	2.6%	2.6%	2.0%	1.4%	3.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

港口行业：稳健收益具备配置价值

全国散货港口的增长趋势优于集装箱港口，或与集装箱高基数有关。2023 年 1-10 月，全国港口累计完成货物吞吐量 140.3 亿吨，同比增长 8.5%。集装箱方面，累计完成集装箱吞吐量 25703 万 TEU，同比增长 4.9%。

图40: 中国港口货物吞吐量及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 中国港口集装箱吞吐量及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

类似于全国港口的趋势，散货港口的吞吐量增速高于集装箱港口，且我国贸易伙伴的变化带来了面向东盟区域的港口增长更快。集装箱港口方面，我们选取上海港、宁波舟山港、青岛港作为代表，散货港口方面，我们选取唐山港、日照港、北部湾港作为代表，通过数据的比较发现散货港口的累计同比增速整体较集装箱港口更快。此外，我们发现面向东盟的集装箱港青岛港、散货港北部湾港的吞吐量增速分别在格子板块中处于领先地位。

表4: 主要港口吞吐量增速

港口类别及吞吐量指标	代表港口：	1-9 月累计同比增速	当月同比增速							
			1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
集装箱港口： 集装箱吞吐量	宁波舟山港	4%	1.14%	8%	3%	-7%	2%	-3%	9%	22%
	上海港	4%	-9%	-2%	30%	21%	10%	-2%	1%	5%
	青岛港	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	13%	12%
干散货港口： 货物吞吐量	唐山港	9%	11%	17%	23%	20%	3%	5%	-1%	0%
	日照港	5%	5%	4%	6%	6%	8%	5%	6%	2%
	北部湾港	20%	12%	16%	13%	21%	21%	22%	38%	28%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望 2024，港口吞吐量有望摆脱高基数影响，在港口整合的背景下，费率有望继续修复，过往省内港口的恶性竞争或得到有效缓解。我们继续看好高分红港口的配置价值，建议关注分红率提升的港口，推荐分红稳定的散货港口龙头唐山港。

风险提示

全球宏观经济超预期下滑，集运联盟运力控制能力下降，全球原油产量超预期下滑，港口整合效果不及预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032