

造船系列番外篇

航运不能停，海外港口如何对齐颗粒度？

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2024年1月

核心观点

- **航运环保政策逐步落地。** 欧盟将航运业纳入其主要气候工具—欧盟排放交易体系(EU-ETS)，并于2024年1月1日实施，同时欧盟海运燃料条例（Fuel EU Maritime）预计将在2025年1月1日实施。
- **短期调整停靠港、中长期替换燃料成为应对措施。** 长期来看由于不同燃料碳排放表现差异较大，未来将通过燃料成本增加而逐步推进船用能源转变。但短期来看，由于EU ETS征收的碳税与征收范围有关，航运公司还可以通过改变停靠顺序、调整停靠港等方式合理规避影响。同时，巴拿马限行+苏伊士受阻或扩大EU ETS影响，目前马士基尚未完全恢复航运，仍有部分原定通过红海海域的船舶正转移至其他航线。对于运营长航线的运营商而言，绕航将潜在增加船舶碳排放。
- **相关标的：**招商港口（001872.SZ）的境外资产是公司资产的重要组成部分，公司通过控股招商局港口（0144.HK）使得招商港口码头遍布6大洲。近年来海外占比整体呈现增长的趋势，随着碳税和一带一路相关政策的推进，加之国际危机频发，海外港口有望成为招商港口成长第二曲线。中远海运港口（1199.HK）目前PB不足0.5，随着区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）及发展中国家带来机遇，加之国家“双循环”发展战略，有望把握海外码头发展整合的长期机遇提升影响力。
- **风险提示：**宏观环境风险、政策风险、汇率风险、客户风险等。

目 录

◆ **海运业欧盟碳税明年落地**

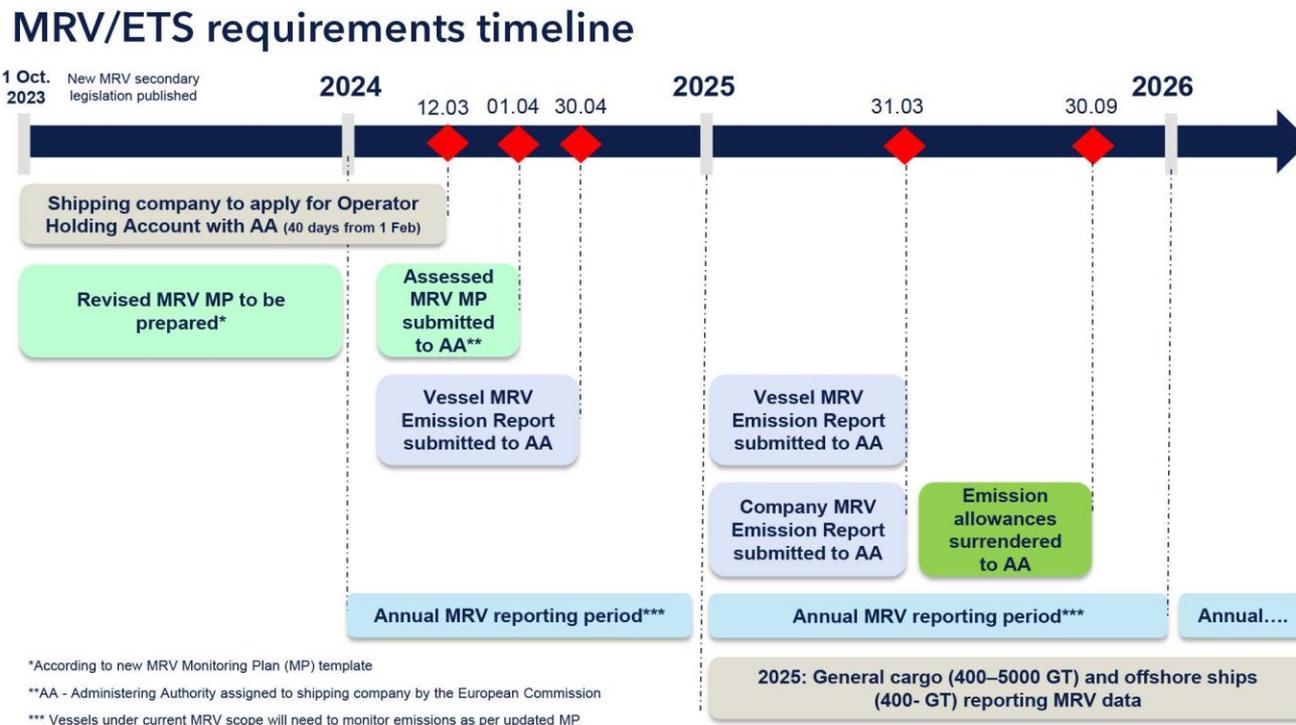
◆ **短期调整停靠港等方式或成为应对措施**

◆ **相关标的**

2024年是海运业欧盟碳税元年

- 作为欧盟委员会环保进程的一部分，“Fit for 55”旨在减少欧盟净温室气体排放，欧洲议会和理事会在2022年12月18日修订的欧盟排放交易系统（ETS）表示，将在2024年1月1日扩展到海运业。
- ETS是一个“总量管制与交易”系统，负责设定年度温室气体排放量上限和欧盟排放限额（EUAs）的交易。

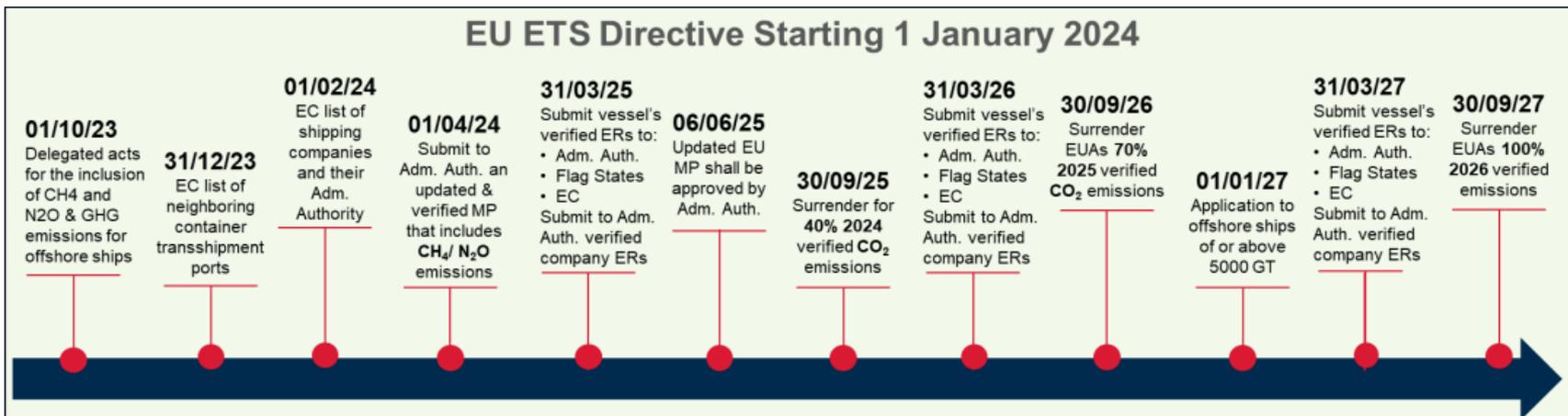
欧盟 MRV/ETS 里程碑



未来三年内征收覆盖船型和缴纳比例将逐步推进

- 征收船型方面，5000公吨以上的货船和客船将自 2024年被纳入 EU ETS 的范围，而总吨位在 400-5000公吨的海上船舶和普通货船将于2025年被纳入MRV机制。从2027年1月1日起监管还将扩大到包括甲烷和一氧化二氮的排放。
- 征收比例方面，为了确保平稳过渡，航运公司将获得三年的阶段期，其自2024 年起在欧盟监测、报告和核查MRV系统中报告碳排放量的40%需购买对应配额，2025 年缴纳比例扩至为 70%，**2026年扩至 100%**。

欧盟ETS指令细则



目 录

◆ **海运业欧盟碳税明年落地**

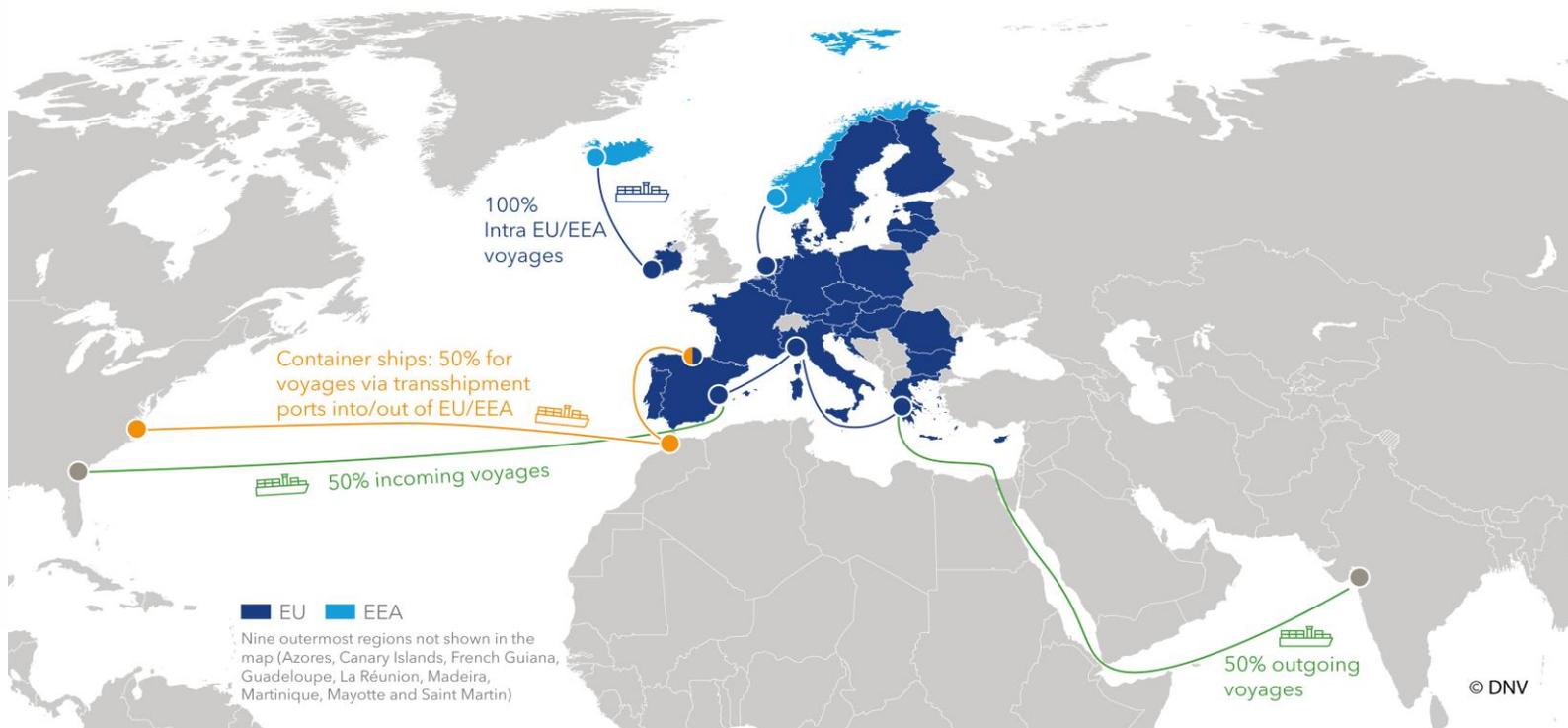
◆ **短期调整停靠港等方式或成为应对措施**

◆ **相关标的**

EU ETS征收的碳税与征收范围有关

- 征收范围方面，在欧盟范围内排放需要全额承担碳税，而其他区域到欧盟之间航程需要缴纳50%碳税。为了避免规避行为，停靠在欧盟/欧洲经济区以外但距离欧盟/欧洲经济区港口不到300海里的转运港口的集装箱船，还需要包括前往该港口的50%的排放量，而不仅仅是距离转运港的短程排放量，同时欧盟将提供转运港口清单。

欧盟ETS指令范围

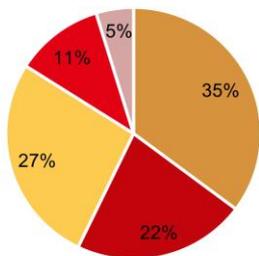


欧盟排放交易体系会对航运运营成本产生重大影响

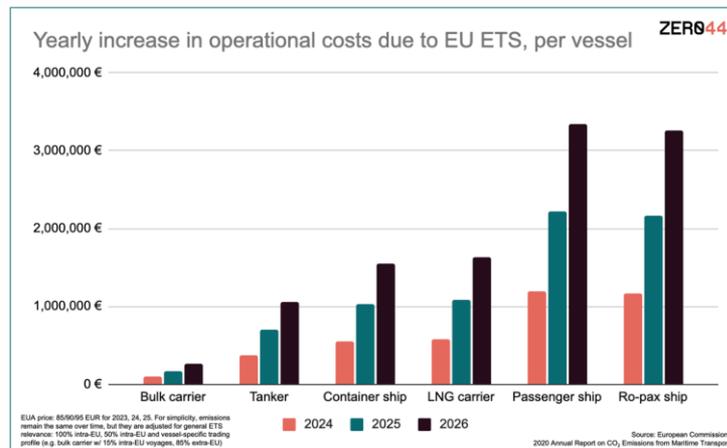
- 燃油费占船公司营运成本中的比重较大，马士基23Q3财务报表中显示，燃油占燃油成本占总营运成本超过20%。
- 不同类型的船舶具有不同的财务影响，因为它们航行的地区不同，二氧化碳排放情况也不同。最近一份欧盟MRV报告分析了海上运输的二氧化碳排放量，**欧盟排放交易体系将导致2026年每艘油轮的运营成本增加100万欧元。**

燃油成本占总成本超过20%

- 运输成本
- 网络成本（不包括燃油）
- 其他运营成本
- 燃油成本
- 经营管理成本



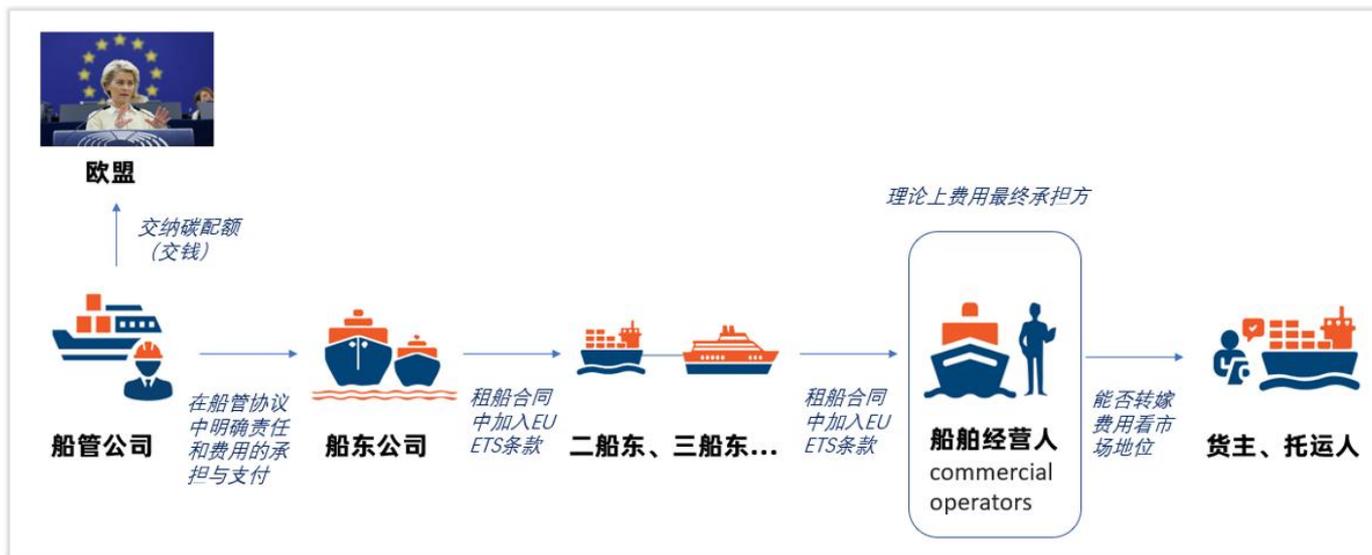
未来运营成本增加测算



预计欧盟碳税征收给船公司带来的额外成本部分向下游转移

- 最新的文本对“航运公司”进行了详细定义，便是ISM规则的责任人，也就是船舶合规性文件（DoC）的持有者。毫无疑问，船舶管理公司或船东公司的船舶管理部门（Manager）将是承担欧盟EU ETS费用的第一方。
- 实际上航运公司会将碳税成本转嫁给下游，2023年9月马士基给出了附加费参考收费，如亚洲运往北欧的航线上，每个FFE产生70欧元的附加费，每冷藏箱产生105欧元的附加费，其余公司亦紧跟其后公布了碳税附加费参考标准。

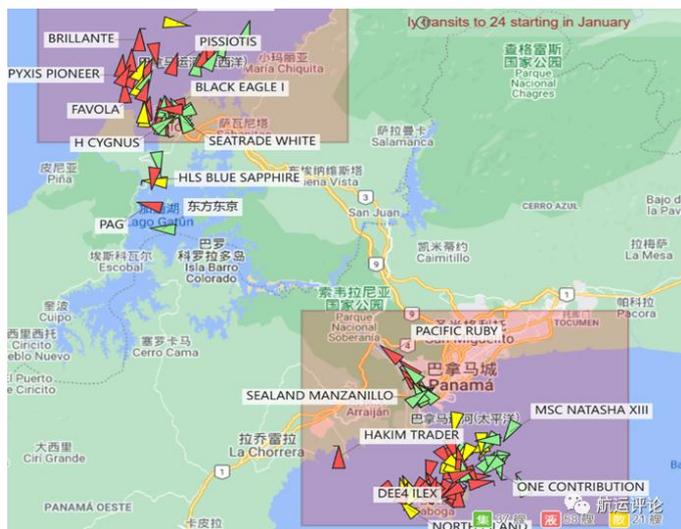
费用最终承担方



巴拿马限行+苏伊士受阻或扩大EU ETS影响

- 中国是巴拿马运河第二大用户，2022年货运量占运河货运总量的21.4%。2023年以来，由于厄尔尼诺现象造成的持续干旱，巴拿马运河通行能力大幅下降，日通行量从2023年7月的32艘下降至22艘，2024年或将进一步下调至18艘。不少船公司已经开始加收巴拿马运河的拥堵费，金额从130-300美元/TEU不等。
- 红海在全球海运航线中发挥重要作用，每年通过红海的集装箱货量约占全球集装箱海运贸易总量的20%。**11月18日至12月20日期间红海及亚丁湾地区至少有16艘船舶遭受袭击**，12月初开始许多航运公司宣布“暂停”途径红海的运输。目前马士基尚未完全恢复航运，仍有部分原定通过红海海域的船舶正转移至其他航线。对于运营长航线的运营商而言，绕航将潜在增加船舶碳排放，进一步增加ETS成本。

巴拿马运河拥堵



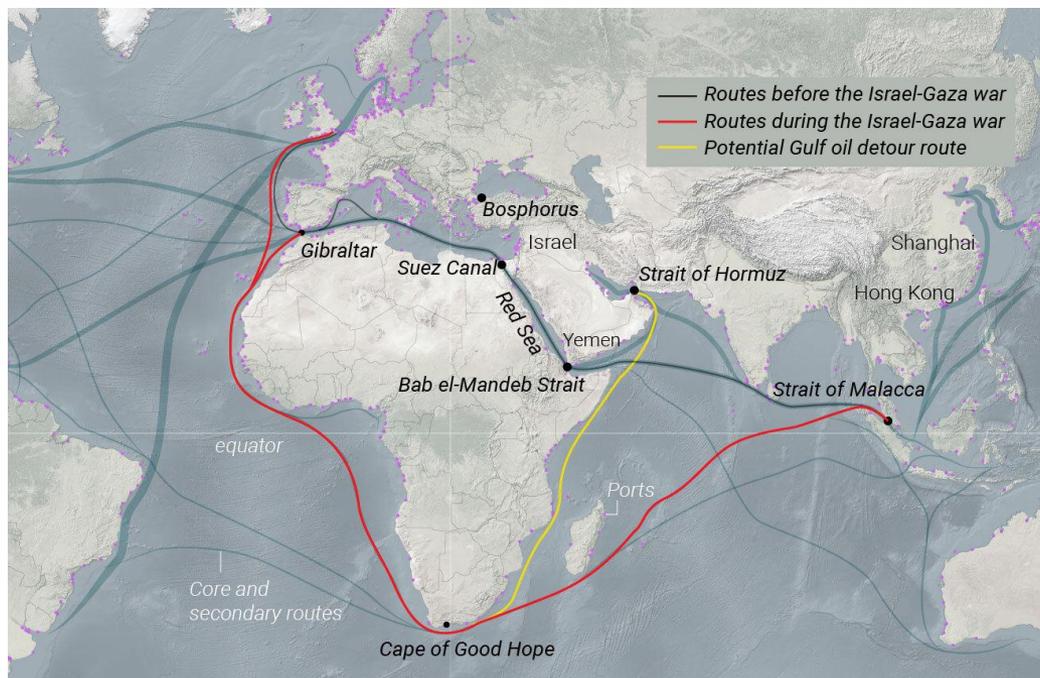
红海危机



绕航好望角将拉长航线超过30%

- 相比通过苏伊士运河，远东至欧洲航线在绕航好望角后将额外增加8天时间，运距额外增加30%至3000海里；相比通过巴拿马运河，美湾-远东VLGC贸易绕航好望角将额外增加18天时间，运距额外增长62%。
- 自俄乌战争开始以来，作为海运和空运替代方案的**洲际铁路网络一直被欧洲贸易商回避**，原因是担心受到制裁或被视为与俄罗斯友好，加之目前欧洲的高库存水平和消费整体疲软，中欧货运列车需求不会像2021年那样增长。

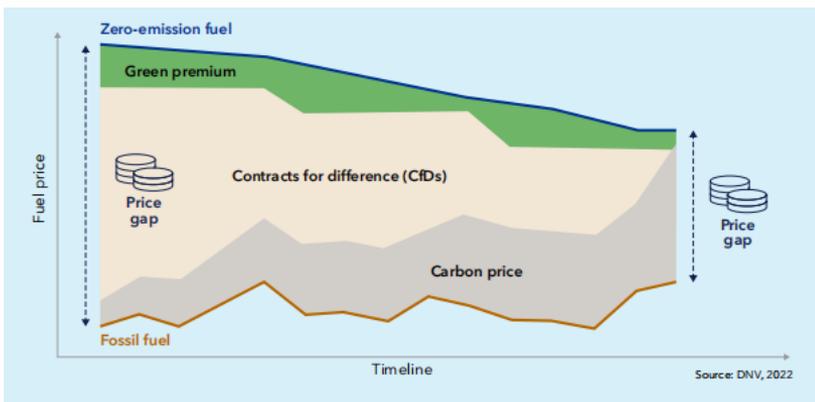
绕行好望角后的航线



短期可通过改变停靠顺序、调整停靠港等方式合理规避EU ETS影响

- 欧盟碳税成本预计整体将通过燃油附加费或者通过其他按箱收取的美元海运附加费这一形式体现在最终运价中。长期来看由于不同燃料碳排放表现差异较大，**未来将通过燃料成本增加而逐步推进船用能源转变。**
- **但短期来看**，航运公司还可以通过改变停靠顺序、调整停靠港等方式合理规避影响。例如对于从马来西亚收货国到瑞士交货国的货物：如果预订的卸货港是荷兰（欧盟/欧洲经济区国家），马士基将收取排放附加费。但如果预订的卸货港是土耳其（非欧盟/欧洲经济区国家），马士基将不收取排放附加费。船东可以先停靠附近的非欧盟港口，就不需要为目的地和欧盟之间的长距离运输支付EU ETS的费用。

长期传统燃料与绿色燃料价差缩小



马士基排放附加费（欧元）

路线	FFE	冷藏箱
远东到北欧	70	105
远东到南欧	20	30
北欧到远东	46	69
南欧到远东	11	17

出于安全和避税考虑，长航线中增加中途挂靠港或成为船东新选择

- 据信德海事，12月13日，THE联盟率先发布了2024年航线网络调整计划，值得注意的一点就是在**亚洲-北欧航线**上增加了很多**中途挂靠港**，这些新港口的加入无疑都使欧盟排放交易体系的成本大幅降低。
- 据Vespucci Maritime首席执行官Lars Jensen计算，当ETS在2026年全面实施时，在上海至鹿特丹之间的航行中增加中途挂靠的“吉达港”（沙特）将为一艘载运20000 TEU的集装箱船节省100万美元。

全球主要航线



Source: C.I.A. • By Scott Reinhard

目 录

◆ 海运业欧盟碳税明年落地

◆ 短期调整停靠港等方式或成为应对措施

◆ 相关标的

百年招商，全球港口运营商第一方阵

- 招商港口 (001872.SZ) 为招商局集团港口业务板块管理及资本运营平台，2022 年，本公司集装箱权益吞吐量 5060 万 TEU，在全球港口运营商中排名第三，是全球领先的港口投资运营商。
- 招商港口的境外资产是公司资产的重要组成部分，通过控股招商局港口 (0144.HK) 使得招商港口码头遍布6大洲。公司重点布局“一带一路”沿线国家和地区，控股斯里兰卡的科伦坡国际集装箱码头 (CICT) 和汉港 (HIPG)、巴西TCP以及多哥洛美集装箱码头 (LCT)，并参股吉布提港有限公司 (PDSA)、法国TL及土耳其Kumport等。截至2023年11月，海外吉布提、土耳其项目集装箱吞吐量均有双位数增长，海外散杂货吞吐量同样保持高速增长。

海外港口集装箱吞吐量 (千TEU)

集装箱	2023		2022		YTD变化
	Nov-23	YTD	Nov-22	YTD	
斯里兰卡-科伦坡港	272	2952	250	2940	0.4%
巴西-巴拉那瓜港	125	1126	97	1067	5.5%
多哥-洛美港	115	1469	109	1459	0.7%
尼日利亚-拉各斯港	25	289	26	274	5.5%
吉布提-吉布提港	82	785	51	575	36.5%
土耳其-伊斯坦布尔港	93	1221	87	1098	11.2%
法国TL	2030	23239	2095	23606	-1.6%
总计	2742	31081	2715	31019	0.2%

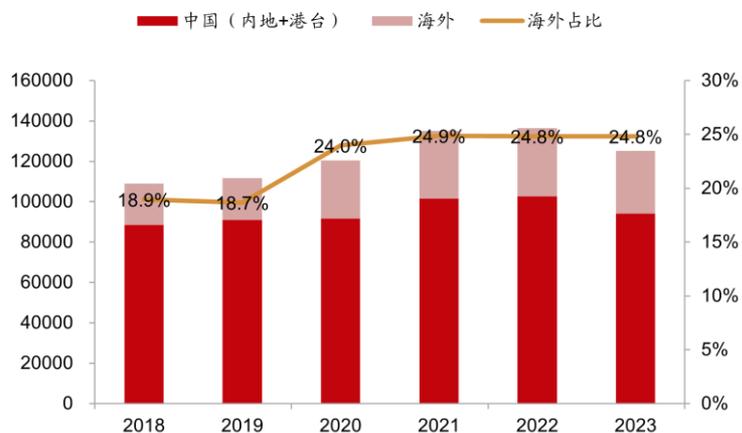
海外港口散杂货吞吐量 (千吨)

散杂货	2023		2022		YTD变化
	Nov-23	YTD	Nov-22	YTD	
斯里兰卡-汉班托特港	180	2198	164	1276	72.3%
吉布提-吉布提港	285	3601	271	3765	-4.4%
土耳其-伊斯坦布尔港	39	388	26	110	252.7%
总计	504	6187	461	5151	20.11%

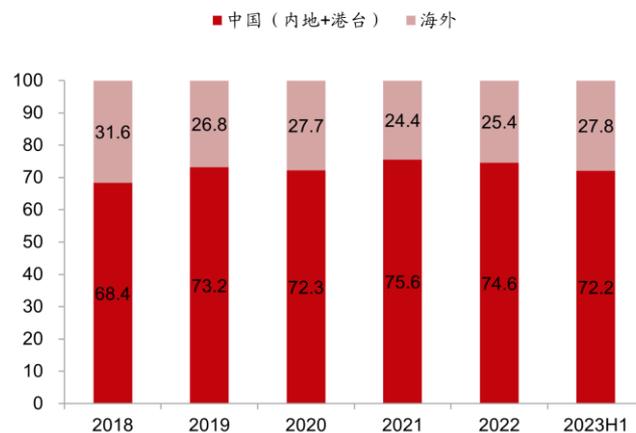
招商港口在新形势下的盈利弹性

- 公司通过控股和参股两种方式实现全球的港口资产布局，并以此为核心开展港口配套服务和保税物流业务。如今年上半年，公司吉布提国际自贸区全资保税仓利用率为100%。虽然从区域结构看 公司旗下中国港口（内地+港台）的集装箱吞吐量占公司总量超过70%，但近年来，海外占比整体呈现增长的趋势，从2018年的18.9%提升至2023年11月的24.8%。随着碳税和一带一路相关政策的推进，加之国际危机频发，海外港口有望成为公司成长第二曲线。

海外集装箱占比（千TEU）



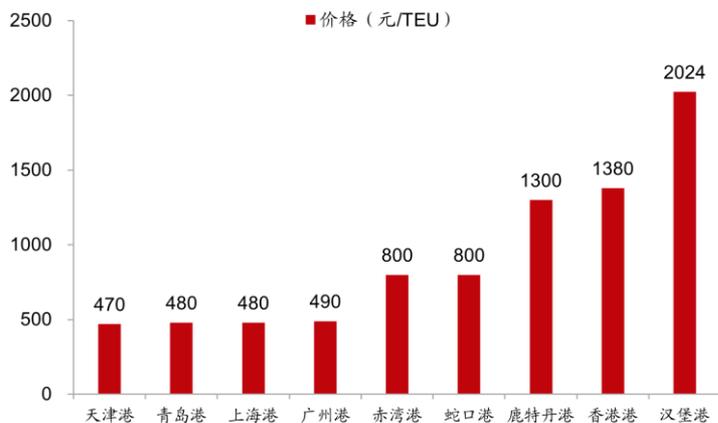
海外收入占比（%）



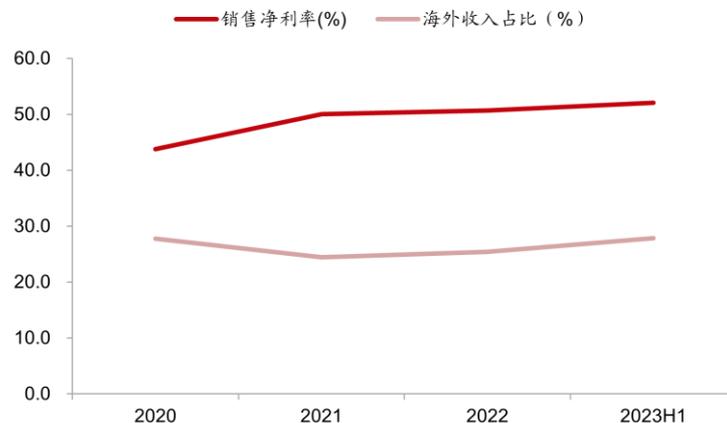
海外港口装卸费普遍高于国内港口

- 2016年以前港口装卸费是国家定价，非常稳定，2001年《港口收费规则》规定20英尺重箱的包干费是425.50元，2016年实行市场调节价后全国各港才按照各自的需求调整和提高作业包干费。除深圳港外，其余大陆沿海港口集装箱装卸作业费都在人民币500元/TEU左右，而港澳台及国外主要港口集装箱装卸作业费都在人民币630元/TEU以上，欧美主要港口均超过人民币1100元/TEU，德国汉堡港更是超过人民币2000元/TEU。

主要港口装卸费率比较（2019年）



海外占比提升有望增厚公司净利润



「The Ports for ALL」，全球第一大港口运营商——中远海运港口

- 中远海运港口有限公司 (1199.HK) 是全球领先的港口运营商，其码头组合遍布中国沿海五大港口群及长江中下游、欧洲、地中海、中东、东南亚、南美洲及非洲等。截至2023年9月30日，中远海运港口在全球38个港口运营及管理371个泊位，其中224个为集装箱泊位，现年处理能力达约1.23亿标准箱。

公司港口覆盖全球



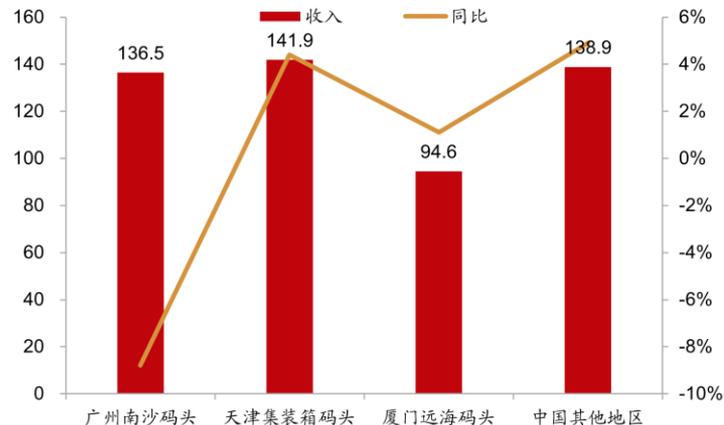
国内码头持续发力，稳定基本盘

- 截至2023年11月，国内重点控股码头受益于近数月贸易需求回暖表现出色。其中，由于公司增持厦门远海码头30%股权，而厦门远海码头外贸增加，尤其是新能源汽车出口业务量大增，第三季度收入、毛利率同比提升。
- 珠三角地区同比表现有所改善，利润降幅自第一季度起已明显收窄，主要由盐田和广州南沙码头外贸箱量回升所带动。受惠于中国和东盟国家及RCEP成员国之间贸易量持续增长，西南沿海地区自2023第二季度起表现出色。
- 作为码头利润贡献最大的区域，环渤海地区码头利润于第三季增长动能持续，其中天津集装箱码头是中国北方通往世界的重点门户港，内外贸吞吐量持续上升，带动业绩同比提高。

截至11月国内码头吞吐量（千TEU）



截至Q3国内控股港口收入（百万美元）



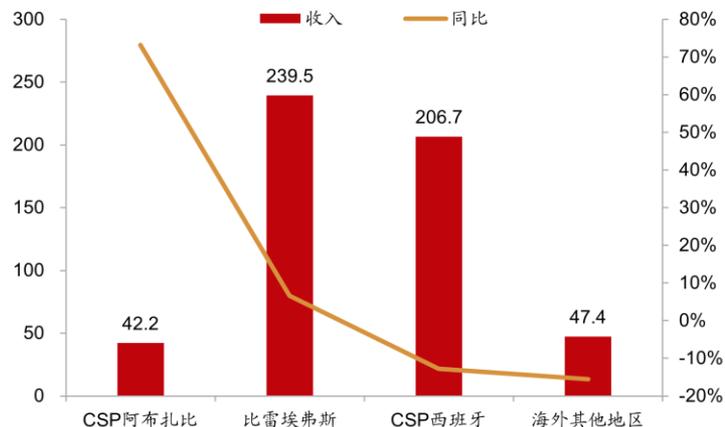
持续优化海外码头组合，推进提质增效

- 截至2023年11月，苏伊士运河码头、Kumport码头、中远-新港码头及吉达红海码头等部分海外码头盈利上升，阿布扎比码头表现出色，部分抵消了CSP西班牙码头、CSP泽布吕赫码头等海外控股码头利润下降的影响。
- 未来公司将进一步深化精益运营，继续完善设备资产管理(EAM)系统，同时加快推动供应链延伸项目、高端产业发展。未来公司将完善全球码头网络，重点加强在东南亚、中东、非洲及南美洲的资产组合布局。

截至11月海外码头吞吐量 (千TEU)

集装箱	2023		YTD变化 (%)
	Nov-23	YTD	
比雷埃弗斯	362.0	4206.8	6.0
COSCO西班牙码头	248.1	2847.2	-11.4
CSP比利时泽布吕赫	15.9	412.5	-59.1
苏伊士运河集装箱码头	346.5	3643.4	5.3
Kumport	93.2	1221.4	10.9
安特卫普	152.1	1836.2	-5.6
中远-新港 (新加坡)	440.3	4892.1	4.9
釜山港	347.1	3525.4	3.4
西雅图	7.8	131.0	-48.8
鹿特丹	184.7	2269.8	-6.6
意大利瓦多冷货码头	4.5	54.0	-9.9
意大利瓦多集装箱码头	26.0	279.5	43.8
德国汉堡	93.8	461.0	-
CSP阿布扎比	131.5	1193.4	29.6
吉达红海	288.5	2937.0	17.0

截至Q3海外控股港口收入 (百万美元)



风险提示

- **宏观环境风险**：宏观经济影响消费和贸易市场，导致国内港口吞吐量承压；此外，全球政治格局复杂多变，若红海地缘政治局势趋缓，部分船东或减少中途靠港需求。
- **政策风险**：若相关环保及一带一路政策推进不及预期，不利于公司推进海外港口项目，也将进一步加剧市场竞争。
- **汇率风险**：汇率风险产生于以外币计价的资产与负债，由于汇率的波动而引起价值涨跌的可能性。
- **客户风险**：受世界经济、航运贸易等因素影响，船东可能出现融资困难、资金紧张的情况，导致拖欠费用的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡光悰
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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，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

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	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				