

交运行业2024年中期投资策略

航道上的黄金时代，航运造船欣欣向荣

西南证券研究发展中心  
交通运输研究团队  
2024年7月

# 核心观点

---

- 回顾2024年上半年（截至2024.07.03），中信交运指数跑赢沪深300，报收1839.03，比年初涨6.72%，涨跌幅居于全行业7/30。这与我们2024年投资交运策略复苏的判断一致。展望2024下半年，我们判断，交运板块仍有结构性机会。
- **航运**：干散货运运力供给未来2-3年确定性放缓下，需求释放将推升运价上涨。干散货运价强势上行，截至6月14日，BDI为1948点，周涨幅为3.6%，全年均值为1823.5点，较2023年均值增长32.3%。2024年以来我国长距离运输矿石进口量显著增加。中长期西非矿石有望释放。西芒杜铁矿预计将于2025年底投产，全面达产则可能在2026年或之后，届时年矿石供应量可达1.2亿吨。未来干散货运的推动将从单纯的贸易量增长推动，转变为贸易结构的进一步优化带来的运距推动。建议持续观察全球经济复苏进程。海运突发事件将对供应链效率产生一定影响，建议持续关注巴以冲突相关事件。相关标的：招商轮船、中远海控、中远海特、中谷物流。
- **造船**：不同航运子板块景气轮动，船东资本开支能力得到大幅改善，有限产能下航运业的环保追求促进船舶更新换代将进一步推升新船价格，建议持续跟踪IMO环保政策，绿色燃料生产进程，造船公司加快生产节奏，持续交付高价在手订单，毛利有望进一步改善，重点推荐：中船防务。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险、市场竞争风险、成本风险、汇率风险等。

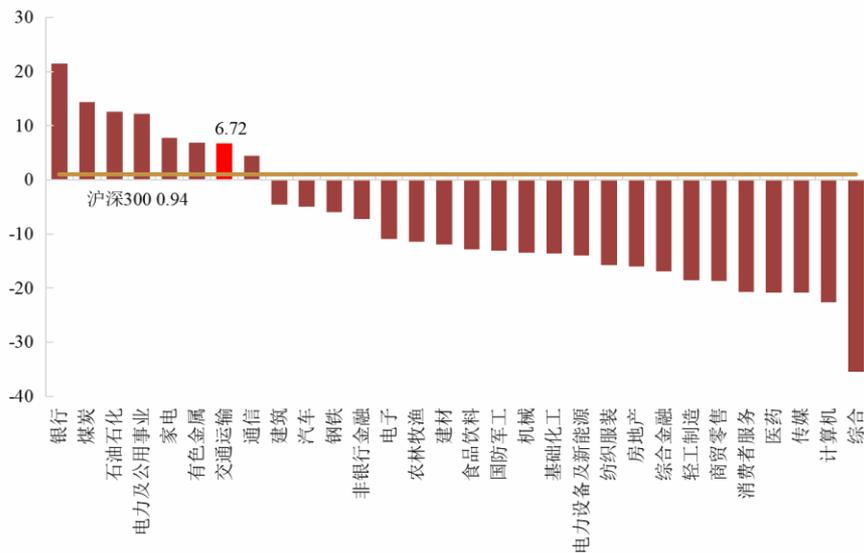
# 2024年上半年交运行业回顾

截至2024年7月3日，沪深300报收3463.41，比年初上涨0.94%，中信交运指数跑赢沪深300，报收1839.03，比年初涨6.72%，涨跌幅居于全行业7/30。

## 交通运输（中信）相对沪深300走势



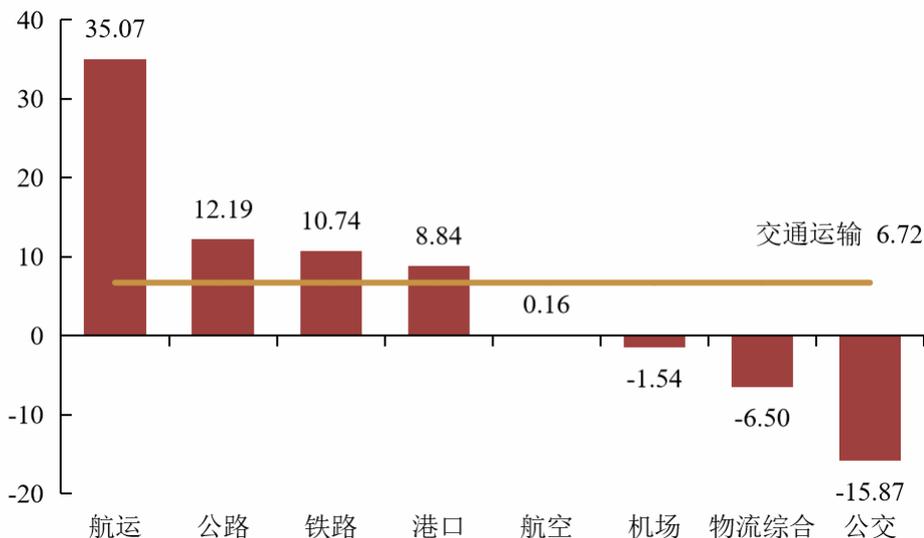
## 2024年中信一级指数涨跌幅 (%)



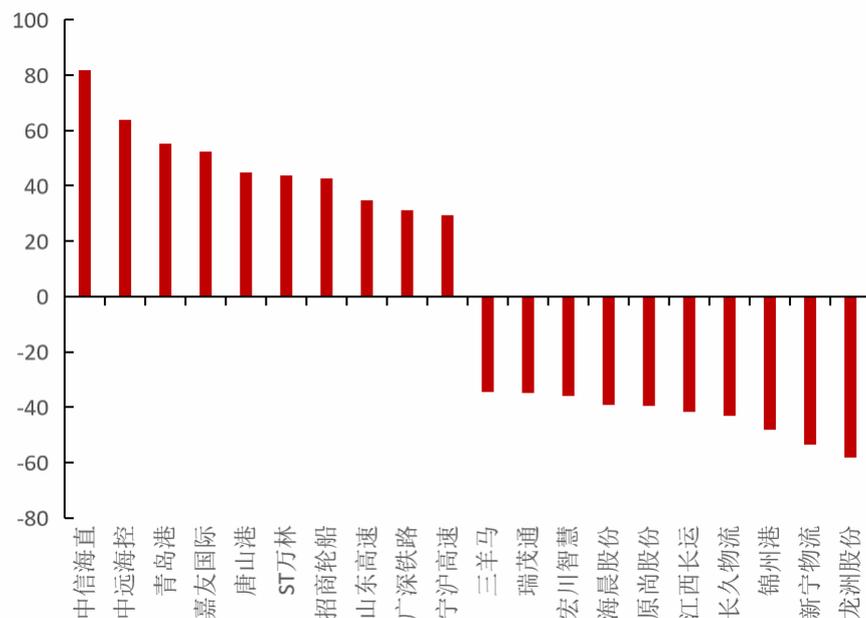
# 2024年上半年交运行业回顾

- 2024年上半年交运各子板块分化。其中，航运子板块领涨，涨幅35.07%；其次是公路子板块涨幅12.19%；公交子板块跌幅最大，为-15.87%。
- 2024年上半年交运板块涨幅最大的个股为中信海直（+81.71%）、中远海控（+63.90%）、青岛港（+55.34%）；跌幅最大的为龙洲股份（-58.34%）、新宁物流（-53.44%）、锦州港（-48.22%）。

### 2024年各子板块涨跌幅（%）



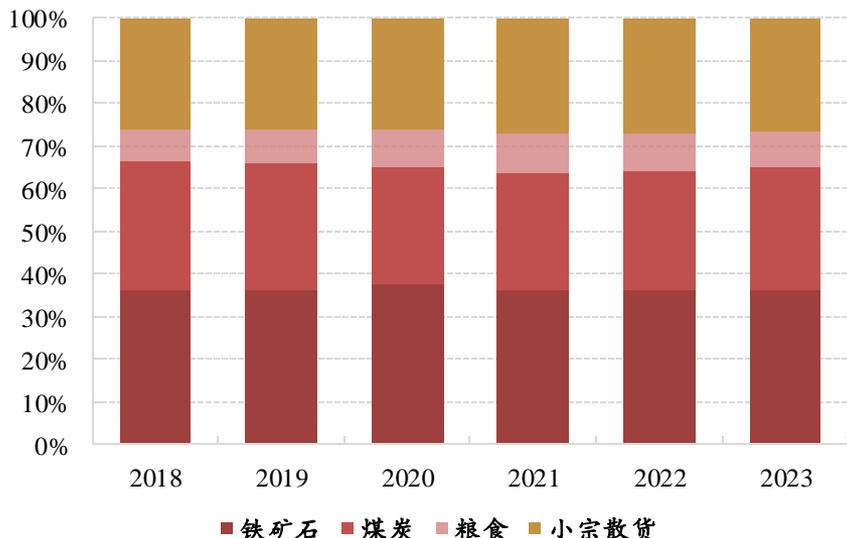
### 交通运输行业涨跌幅前十个股



# 关注干散货运板块供需格局变化

- 干散货运输是指运输货物形态为干散货的水上货物运输形式，是水上运输的主要方式。根据Clarksons数据，干散货运输货运量占全球总货运量的比例超过40%。从具体货物种类来看，根据Drewry数据，2023年铁矿石货运量为16.7亿吨，占比36.3%；煤炭货运量为13.2亿吨，占比28.8%；粮食为3.9亿吨，占比为8.5%；小宗散货为12.1亿吨，占比为26.4%。
- 运输同样也由不同船型完成。大型的干散货船例如好望角船、巴拿马船一般运载的货物为货主集中的大宗商品包括铁矿石、煤炭等，同时由于货主和需求方比较固定，行驶的航线也比较稳定。小宗散货商品种类繁多，由大量客户操纵，经全球众多的港口运输，因此需要更为灵活的船队运营，灵便型干散货船不受全球许多受浅水、水闸、狭窄的航道及河湾限制的港口限制。

### 干散货运各类货物运输量占比



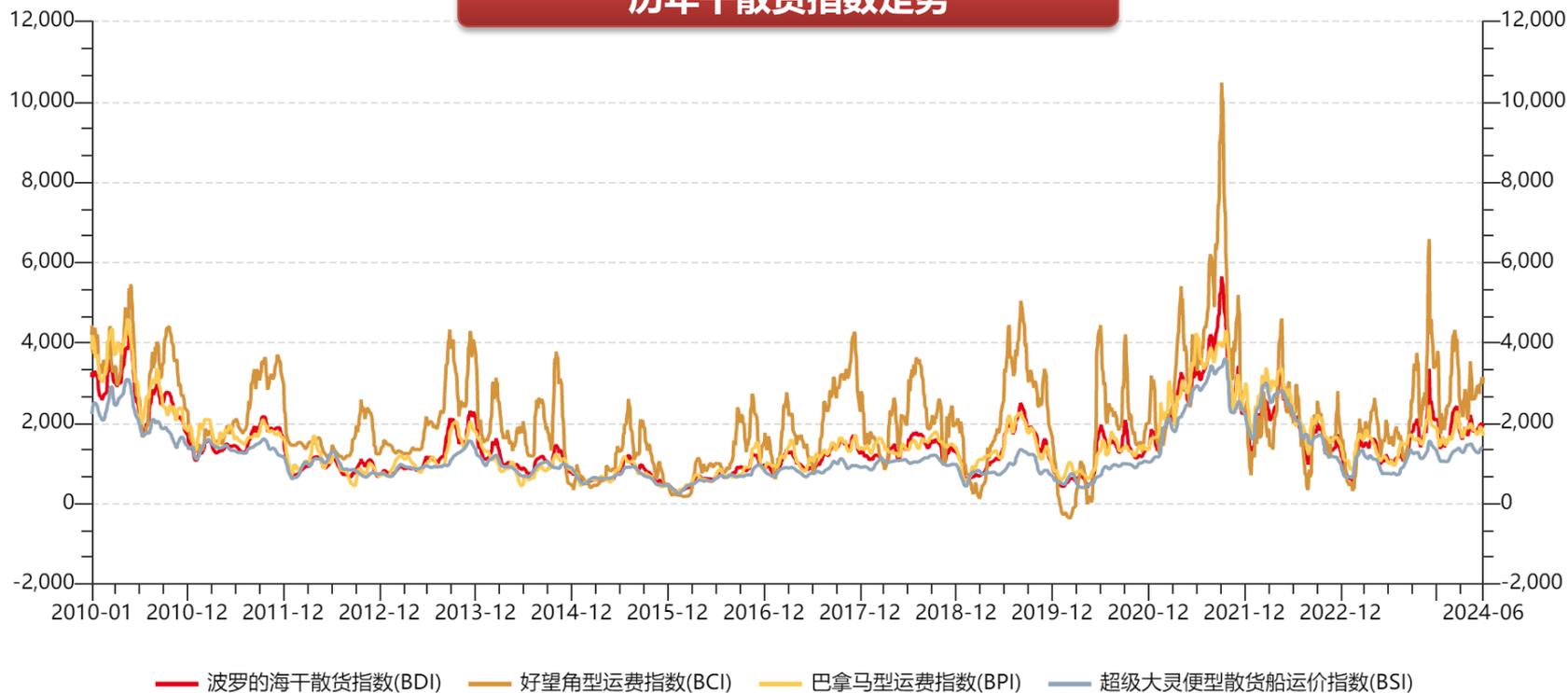
### 干散货主要船型

类别	船型	载重吨级	特点	主要运输货物	运力占比
好望角型	VLOC	30万+	载重量大、规模经济，可通过好望角	铁矿石、煤炭、铝土矿	40%
	WOZMAX	约25万±			
	New castlemax	约20-21万			
	Standard Capesize	12-20万			
	Mini-Cape	10-12万			
巴拿马型	Post-panamax	9-10万	载重量较大、有一定规模经济，能通过巴拿马运河	铁矿石、煤炭、谷物等	25%
	Kamsarmax	8-9万			
	现代巴拿马型	7-8万			
	小型巴拿马型	6.5-7万			
超灵便型	Ultramax	6-6.5万	载重小，吃水浅，方便灵活	矿石、磷岩、木材、谷物等	23%
	Supramax	5.2-5.8万			
	Handymax	4-6.5万			
小灵便型	Handysize	1-4万			12%

# 关注干散货运板块供需格局变化

□ BDI上涨主要来自于好望角船型运价上涨。大船运价向小船运价的传导更容易。2022/2023年均值为1933.8/1378.4点，同比下降34.3%/28.7%。回顾干散历年行情，中国经济的快速发展是全球大宗商品贸易增长的基础。目前我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，未来干散货运的推动将从单纯的贸易量增长推动，转变为贸易结构的进一步优化带来的运距推动。

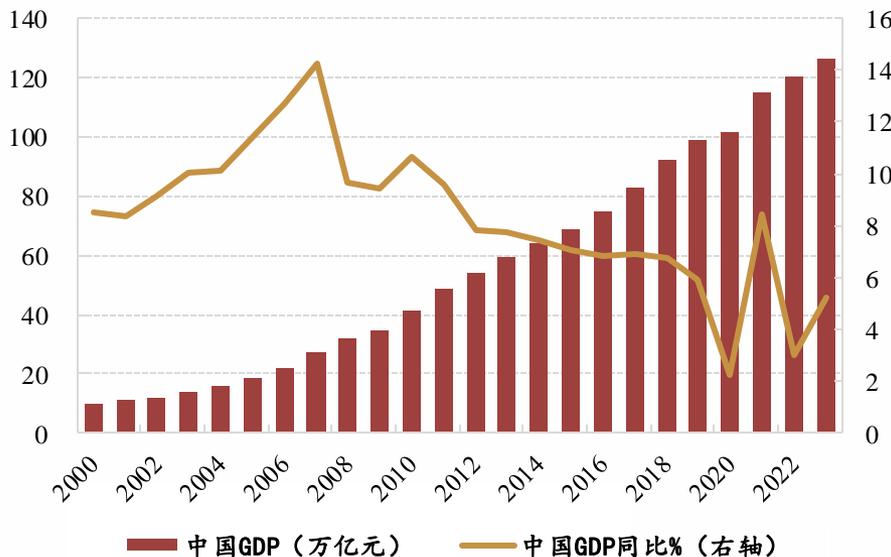
### 历年干散货指数走势



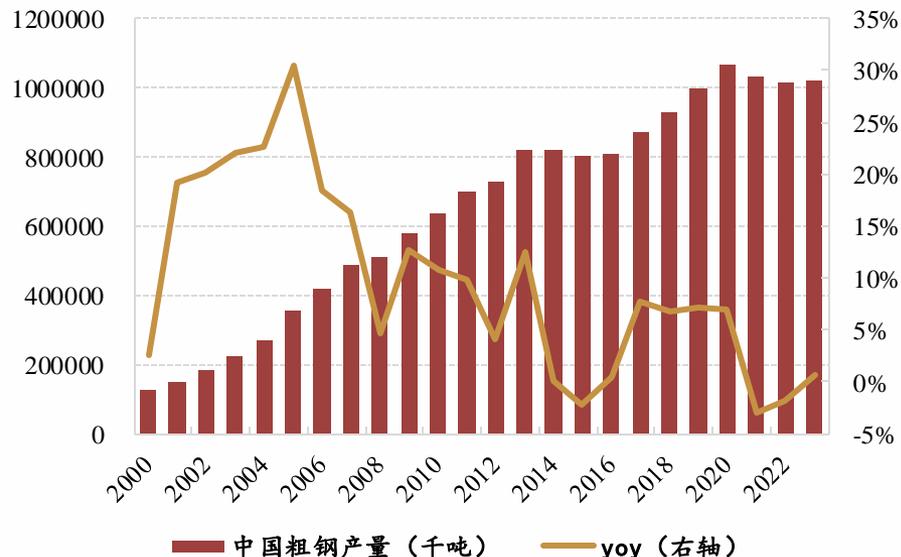
# 需求：中国铁矿石进口对干散货运影响深远

- 我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2023年，我国经济总量稳步攀升，国内生产总值（GDP）超过126万亿元，比上年增长5.2%，实现了5%左右的预期目标。
- 我国钢铁产业随中国经济发展，目前已经进入到结构化调整阶段。2023年我国粗钢产量为10.2亿吨，同比增长0.6%，随着近年来房地产行业的调整，粗钢的产量自2020年见顶回落，2023年产量相较高点回落4.3%。

## 中国GDP及增速



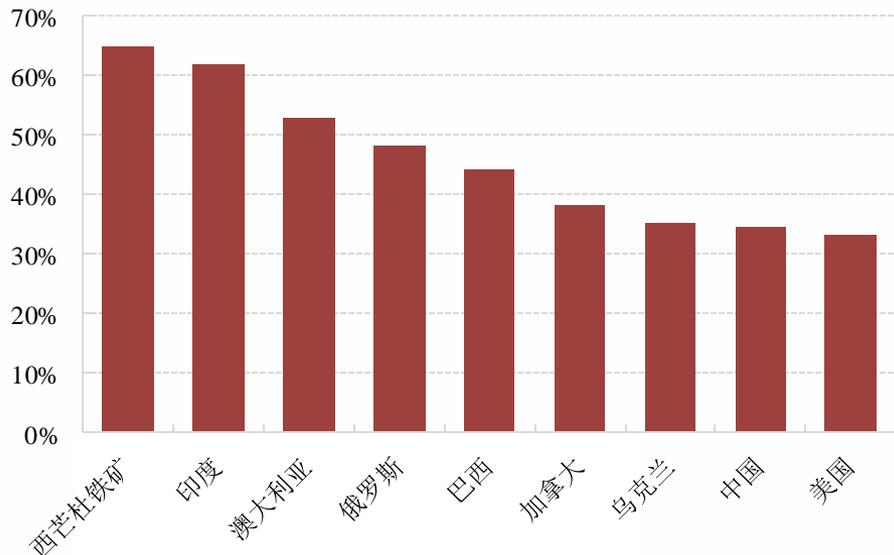
## 中国粗钢产量情况



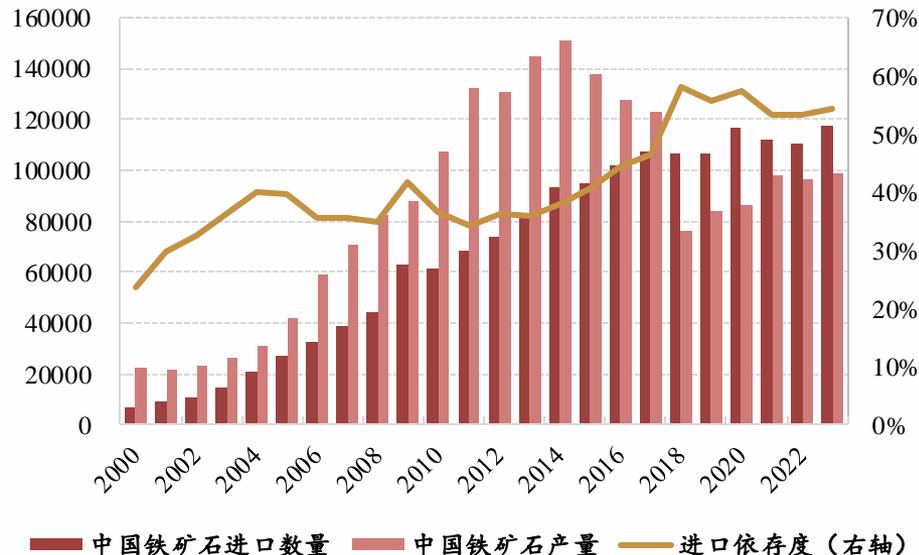
# 需求：中国铁矿石进口对干散货运影响深远

- 我国的铁矿石尽管储量高，但是各种原因下，难以承载我国快速增长的经济。据美国地质调查局数据显示，我国的铁矿石储量接近200亿吨，从储量上来看处于全球前列，但是我国铁矿石品位低，平均铁品位仅约34.5%，低于全球铁矿石平均品位10个百分点，总体矿山铁品位为25%~40%，因此我国铁矿石主要以进口为主。
- 我国铁矿石对外依存度高，是世界主要的铁矿石进口国家。2023年我国进口铁矿石为11.7亿吨，对外依存度为54.3%，较2018年高点下降3.9pp。我国庞大的铁矿石进口量使得我国成为世界上主要的铁矿石进口国家，2023年我国进口铁矿石占全球铁矿石贸易比超过70%。

### 部分国家铁矿石品位



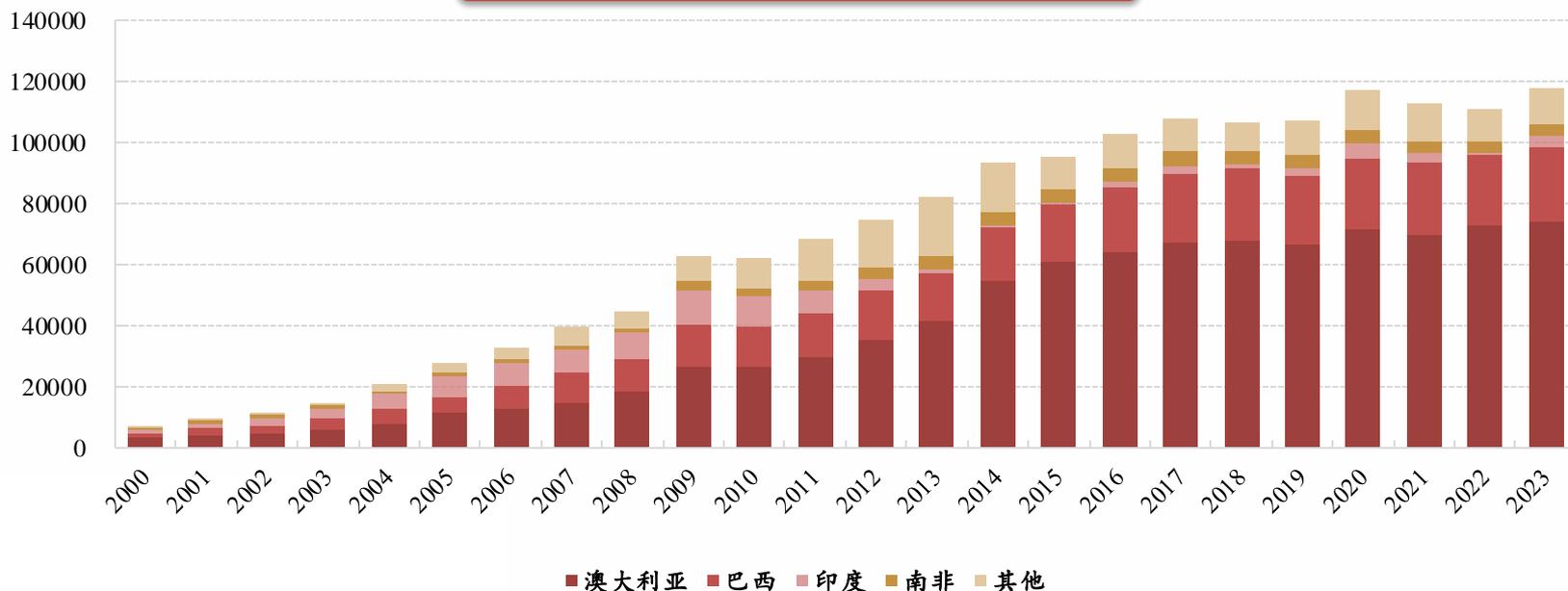
### 铁矿石进口量（万吨）及依存度



## 需求：中国铁矿石进口来源变化对运距影响深远

- 澳大利亚和巴西的铁矿石储量丰富且品位较好，是世界上主要的铁矿石出口国，也是我国铁矿石主要进口来源。澳大利亚的铁矿石储量超500亿吨，铁矿石品位为52.9%，澳大利亚资源与能源局数据显示，2023年澳大利亚铁矿石出口总量为8.9亿吨，同比增长1%；巴西铁矿石储量为340亿吨，铁矿石品位为44.1%，巴西发展、工业和外贸部（Mdic）数据显示，2023年巴西铁矿石出口总量为3.8亿吨，同比增长10%。
- 2023年我国进口澳大利亚铁矿石7.4亿吨，同比增长1.1%，占总进口量的62.5%，进口巴西铁矿石2.5亿吨，同比增长9.5%，占总进口量的21.1%。

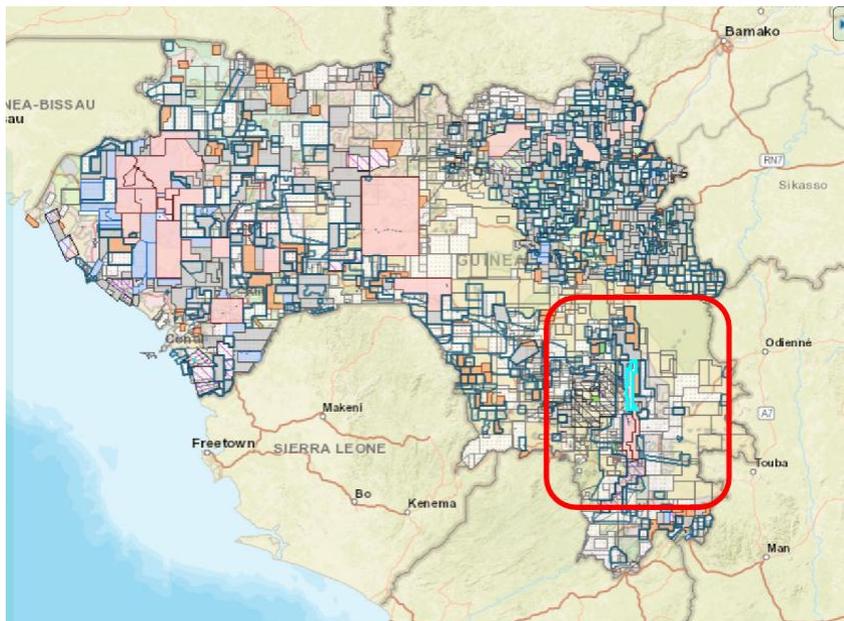
中国铁矿石主要进口国家（万吨）



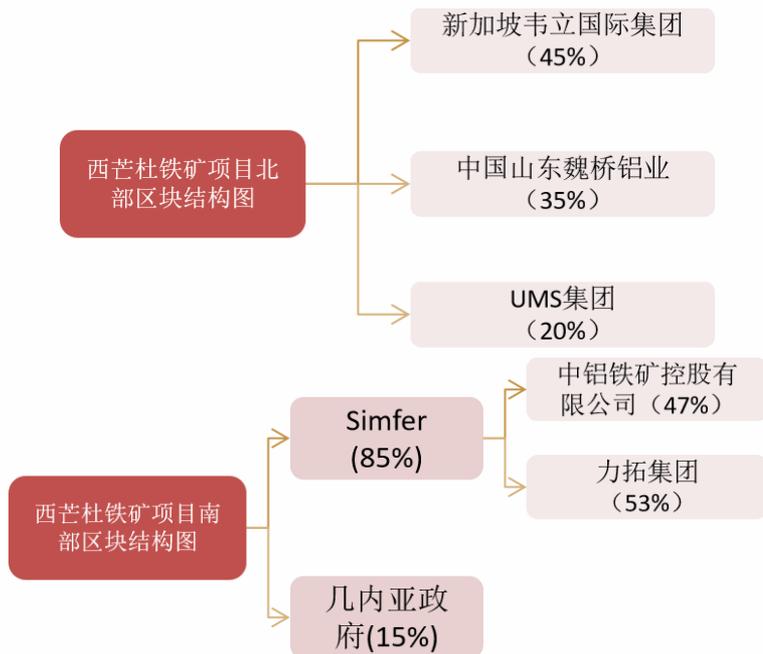
# 需求：中长期看西非矿石释放空间

- 从运输需求吨海里的角度来看铁矿石海上贸易的需求，以前我们关注中国铁矿石进口增量，现在我们强调关注铁矿石进口来源的变化带来运输距离的增长。2022年1月，中钢协向国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部四部委上报了“基石计划”，即通过国内新增铁矿开发、境外新增权益铁矿、废钢资源的开发，改变中国铁资源来源构成，从根本上解决钢铁产业链资源短板问题，进而降低铁矿石对外依存度。
- 几内亚西芒杜铁矿未开采储量大，品质高，未来有望成为我国的一个主要铁矿石进口来源国。

## 几内亚西芒杜铁矿分布



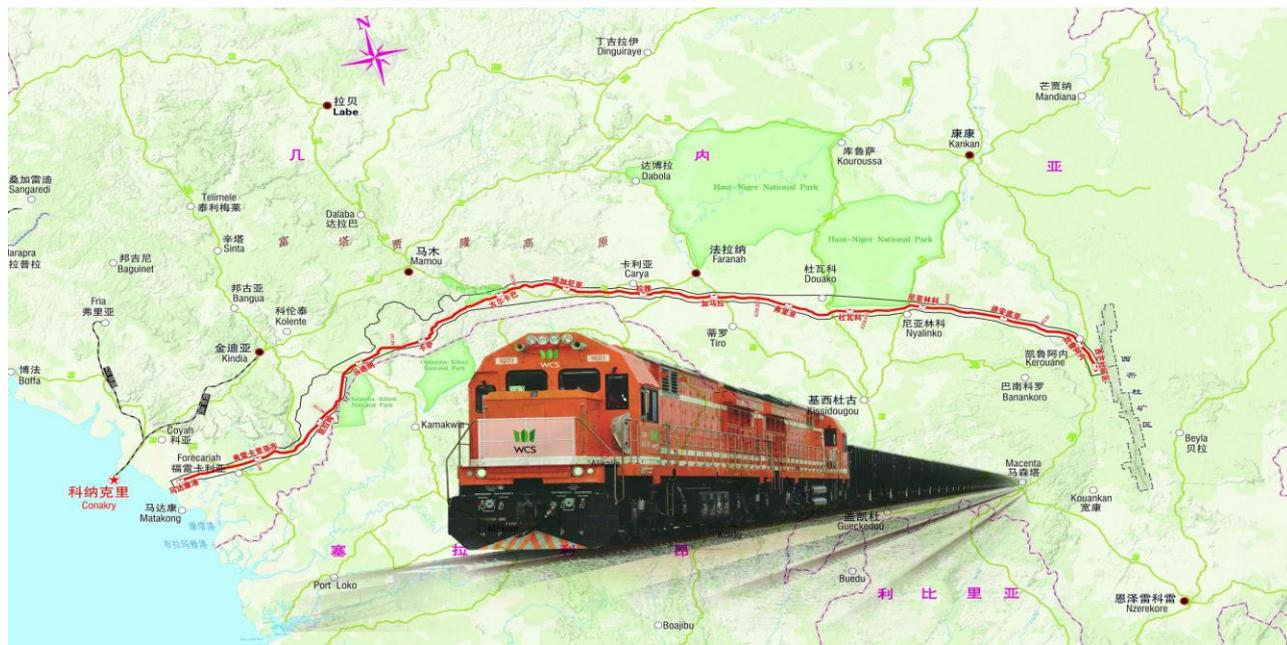
## 几内亚西芒杜铁矿开采权



## 需求：几内亚铁矿或成为澳大利亚铁矿有效替补

- 由于西芒杜铁矿远离沿海港口码头，铁矿石出量在很大程度上依赖于铁路建设进度。根据《矿业协议》，赢联盟将投资修建一条679公里长的铁路，将西芒杜铁矿与港口联通。这条铁路将是多用途、多功能、向其他用户开放的铁路。除了运输铁矿石之外，这条铁路还将运输散货、农产品、客运等。宝武“进场”，为西芒杜铁矿成功开发奠定坚实基础，目前铁路建设已经有了实质性的进展。赢联盟主导的北部区块由国内三十多家央企、地方国企工程承包企业负责矿山、铁路和港口的建设。**预计整个工程将在2026年建成投产，届时年矿石供应量可达1.2亿吨。**

几内亚铁路示意图



## 需求：几内亚铁矿或成为澳大利亚铁矿有效替补

□ 未来几内亚铁矿石的成功放量将加快实现我国铁来源多元化。同时几内亚距离中国港口运输距离约为11000海里，是澳大利亚到中国运输距离的3倍，运输距离的拉升同样有望推动干散货运需求的增长。基于以上，我们假设：

1. 中国进口铁矿石总量不发生变化，“基石计划”下通过境外新增权益铁矿、改变中国铁资源来源构成；
2. 2024年巴西天气较好，铁矿石发运量增加对澳大利亚铁矿有一定的替代，同时按照几内亚铁路建设的进程，预计几内亚25、26年分别增加4000万、8000万吨铁矿石，均给到中国市场替代澳大利亚；其他地区对中国铁矿石的供应不产生重大变化。

### 世界铁矿石贸易主要航线



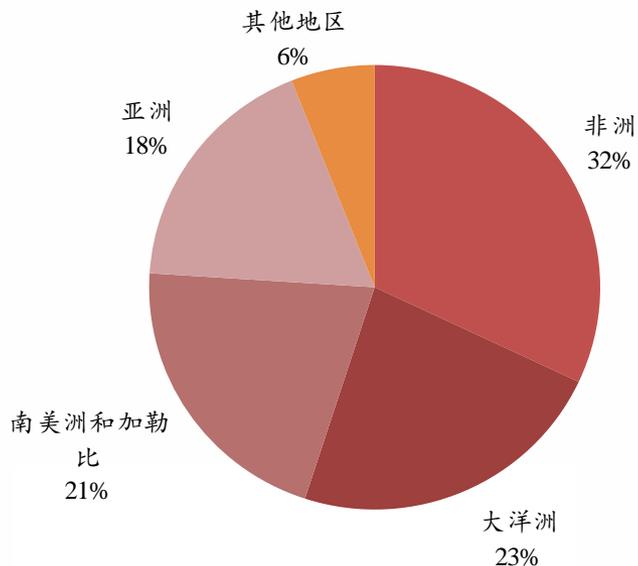
### 我国进口铁矿石预测（万吨）

	2023A	2024E	2025E	2026E
我国铁矿石总进口量	117906	117906	117906	117906
yoy	6.5%	0%	0%	0%
占比情况				
澳大利亚	63%	60%	57%	50%
巴西	21%	24%	24%	24%
几内亚	0%	0%	3%	10%
其他	16%	16%	16%	16%
进口量				
澳大利亚	73707.0	70758.7	66758.7	58758.7
yoy	1.1%	-4.0%	-5.7%	-12.0%
巴西	24856.2	27804.6	27804.6	27804.6
yoy	9.5%	11.9%	0.0%	0.0%
几内亚	0	0	4000	12000
其他	19342.7	19342.7	19342.7	19342.7

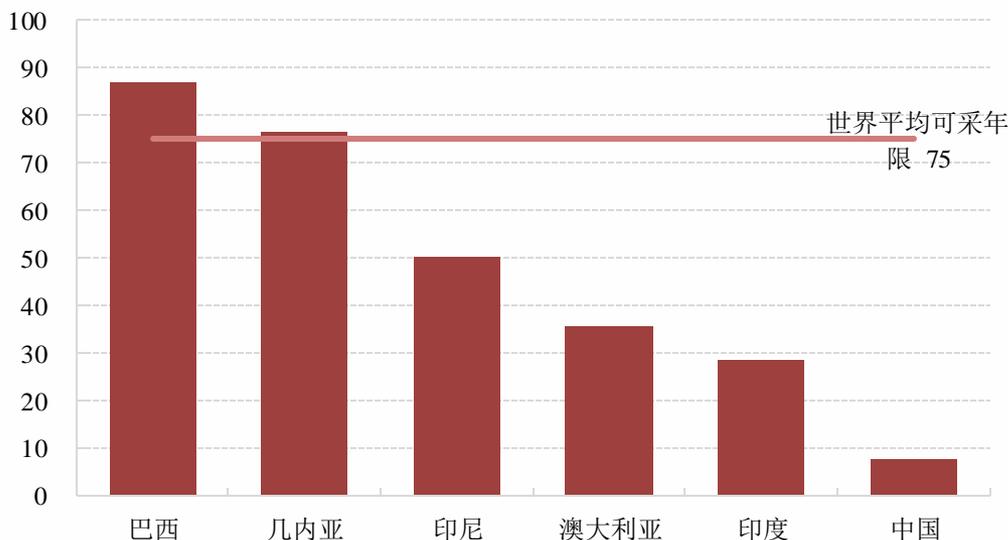
## 需求：中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

- 铝行业是国家重要的基础原材料产业，根据美国地质调查局发布的《世界矿产品摘要2024》数据显示：全球铝土矿资源量估计在550亿至750亿吨之间，分布在非洲（32%）、大洋洲（23%）、南美洲和加勒比（21%）、亚洲（18%）和其他地区（6%）。全球铝土矿储量为300亿吨，中国铝土矿储量为7.1亿吨，占世界铝土矿储量的2.4%。同时中国正在以全球2.4%的储量生产着全球23%左右的铝土矿，静态可采年限（矿产资源储量/年开采量）远低于世界75年的平均水平，仅为7.6年。

### 全球铝土矿储量分布



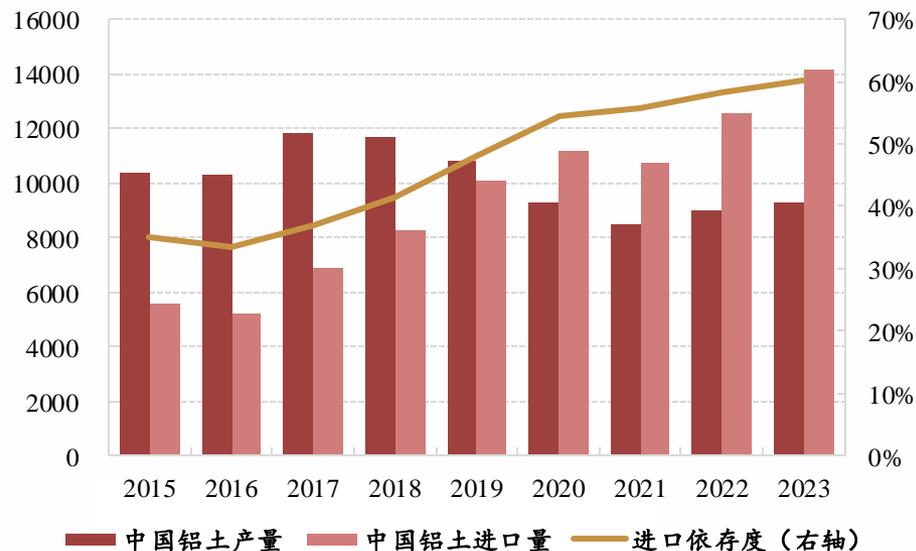
### 全球铝土静态可采年限（年）



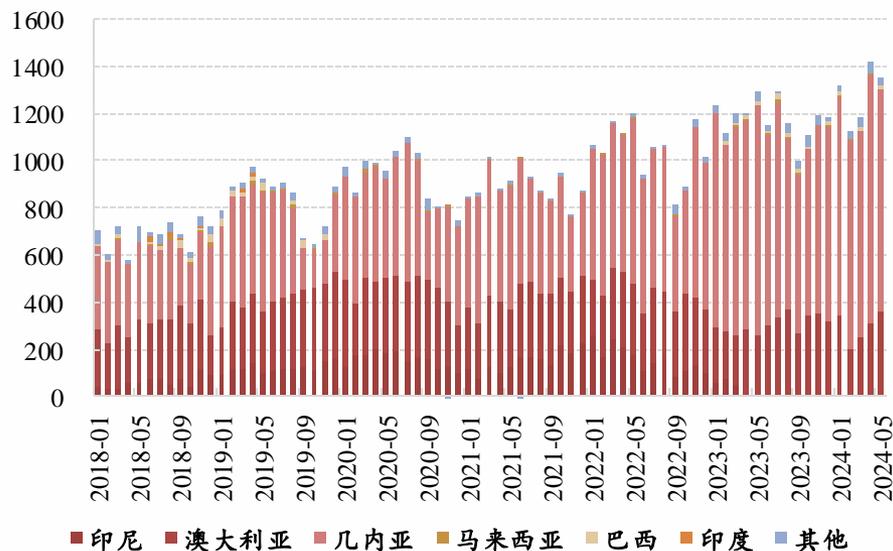
# 需求：中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

- 我国是世界上最大的铝生产国与消费国，但由于资源匮乏，铝土矿资源对外依存度大。2023年我国铝土矿产量为9300万吨，同比增加3.3%，近年来我国铝土矿进口保持上升态势，进口铝土矿为1.4亿吨，同比增加12.7%，进口依存度为60.3%，同比增加2.1pp。
- 印尼等地由于环保原因，限制甚至禁止铝土矿出口，我国进口几内亚铝土矿增加，2023年全年几内亚铝土矿进口占比为70.1%，今年1-5月进口占比已经提升至73.1%，澳大利亚是我国进口铝土矿的第二来源国，2023年全年澳大利亚铝土矿进口占比为24.4%，今年1-5月进口占比为22.9%。

## 铝土矿进口量（万吨）及依存度



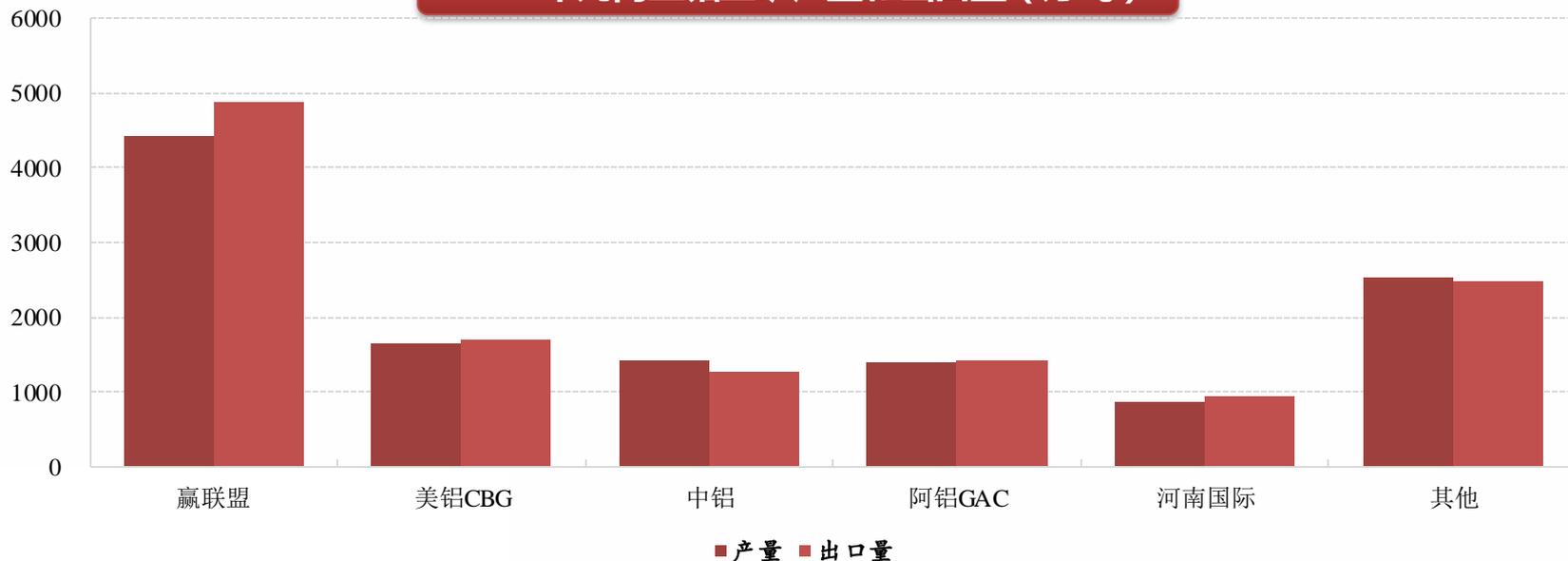
## 我国铝土矿进口来源（万吨）



## 需求：中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

- 几内亚资源丰富，居世界第一位，几内亚优质的铝土矿资源吸引了众多国际知名矿业公司前来投资。目前，几内亚矿业市场参与者主要有美铝、俄铝、新加坡韦立、中国河南国际、中铝、国电投、法国AMR、英国ALUFER、阿联酋铝业、印度ASHAPULA等。
- 2023年，几内亚铝土矿产量12299.2万吨，同比增长19%；出口量12658.8万吨，同比增长24%。其中主要铝土矿企业赢联盟SMB产量4418.8万吨，出口4878.7万吨、美铝CBG产量1644.2万吨，出口1689.5万吨、中铝产量1425.1万吨，出口1257.8万吨、阿铝GAC产量1404.4万吨，出口1414.8万吨、河南国际产量875.1万吨，出口929.4万吨。

2023年几内亚铝土矿产量和出口量（万吨）



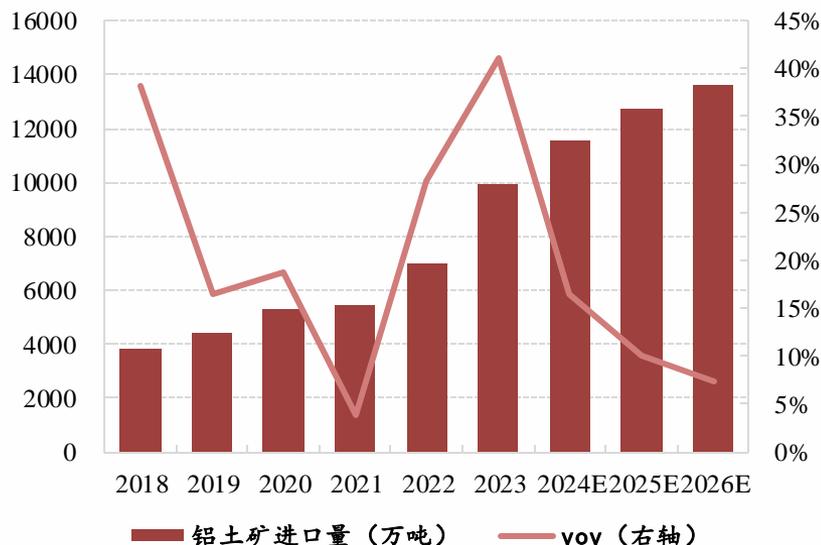
## 需求：中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

- 由于我国铝土矿储量低、可开采年限小，未来国内开采的铝土矿将进一步减少，因此为了满足国内的电解铝需求，进口国外铝土矿的量增长。基于以上，我们假设：
  1. 2024-2026年我国进口氧化铝量将保持50%、40%、30%的速度增长；
  2. 2024-2026年我国进口铝土矿几内亚占比为73%、74%、75%，其他国家占比为27%、26%、25%；
  3. 2024-2026年我国自采的铝土矿同比下降20%、20%、20%；
  4. 不考虑损耗，我国铝土矿中氧化铝占比为40%，几内亚铝土矿中氧化铝占比35%，其他占比为40%
  5. 2024-2026年我国电解铝产能不发生重大变化。

### 铝土矿到铝的加工链



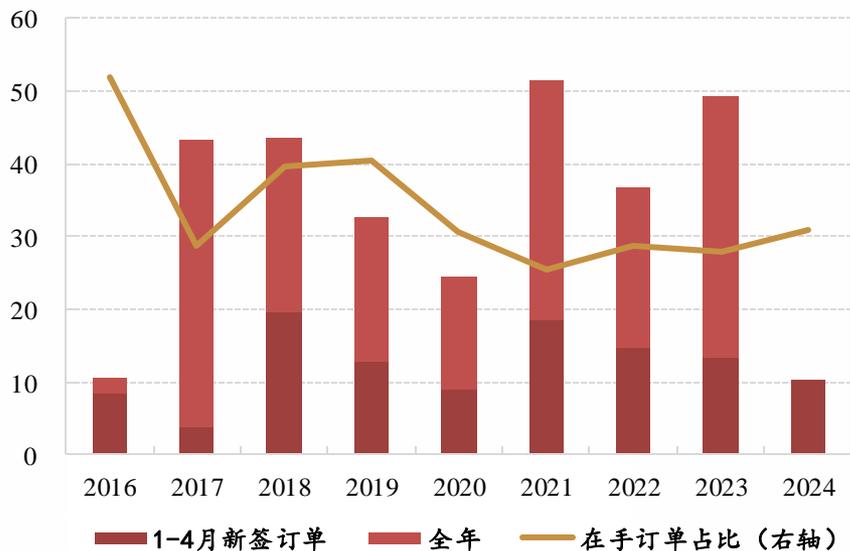
### 几内亚铝土矿进口预测



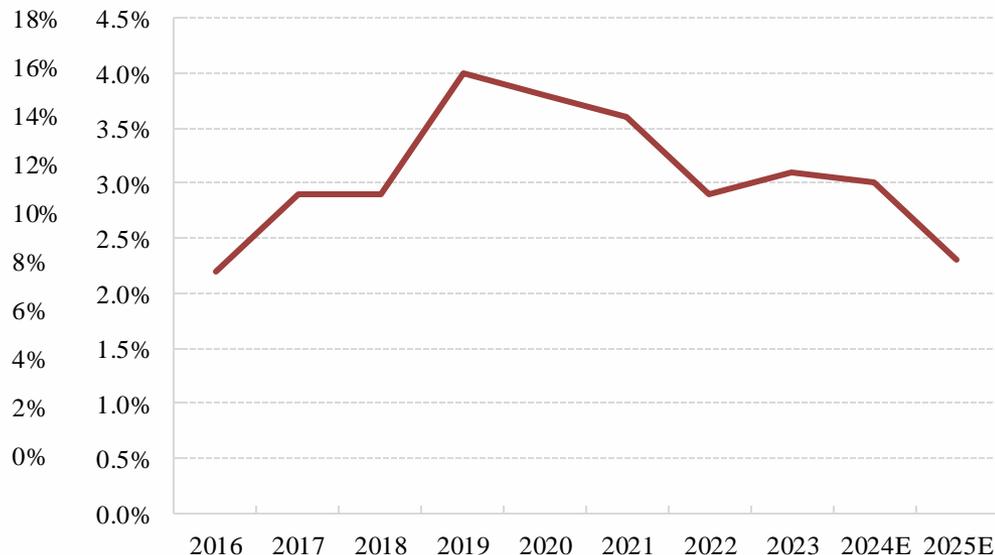
## 供给：运力确定性放缓为强周期打下基础

- 多因素影响下干散货船在手订单较低。据Clarksons数据显示，2024年1-4月干散货船新签订单为10.3百万载重吨，新订单出现频率也明显放缓，较去年同期下降3.1百万载重吨，在手订单占比为9.3%。
- 未来2-3年运力增速放缓，全球干散货船运力规模可控。2023年全球干散货船船队规模较年初上涨3.1%至10亿载重吨，2025年预计进一步放缓至2.3%。船队正集中进入老化阶段，加上环保公约的日趋严格，有效运力供给预计将低于名义运力供给，中、韩主要船厂新造船产能预计 2028年之前处于紧绷状态，全球航运业至少未来数年供给端规模可控。

### 新签订单（百万DWT）和在手订单占比



### 干散货船运力增长情况



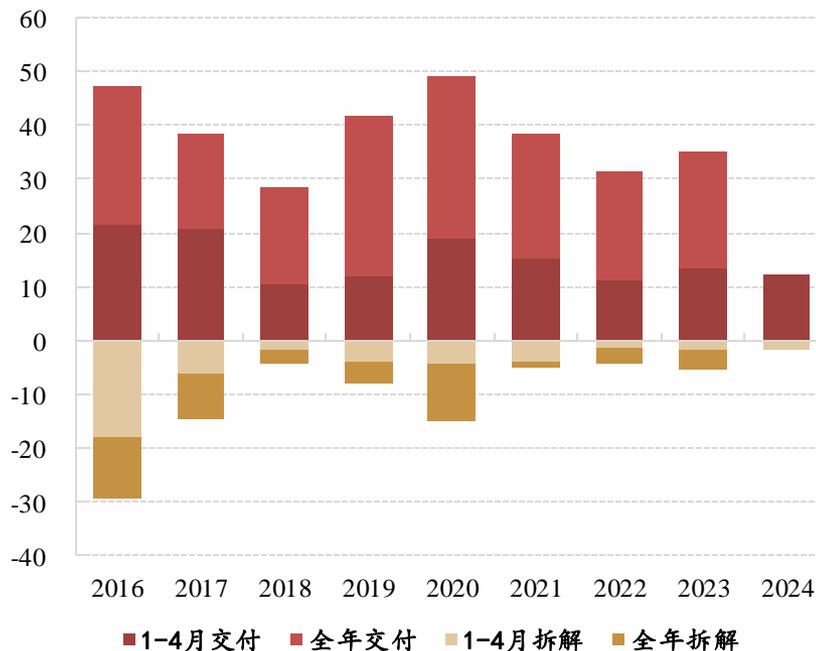
# 供给：运力确定性放缓为强周期打下基础

- 多项环保政策实施将从多方面影响有效运力供给。** 国际海事组织（IMO）新规EEXI和CII于2023年生效，为了降低碳强度，船东在短、中期内可以从石油转向液化天然气或甲醇等替代燃料，然而液化天然气仍然是一种化石燃料，无法满足国际海事组织2050年的脱碳目标。降速易于实施成为目前主要应对环保政策的方法，未来随着碳排放控制法规正式生效，船舶的速度会进一步减慢，这将导致船舶有效供应减少，部分环保不达标的船舶加速拆除同样会使得有效运力供给收紧。

## 航运部分环保政策

时间	组织	文件/法规	目标
2018.04		《航运业减排初步战略》	IMO
2021.06		《国际防止船舶污染公约》修正案	IMO
2021.07		“Fit for 55”计划	欧盟
			IMO计划2030年碳排放强度至少比2008年的水平下降40%，到2050年下降70%。它还计划采取措施，到2050年将温室气体排放量比2008年水平减少50%。
			要求船舶减少温室气体排放，预计将于2022年11月1日生效，并符合现有船舶能效指数（“EEXI”）和碳强度指标（“CII”）认证的要求，于2023年1月1日生效。
			将航运业纳入欧盟排放交易系统（EU ETS）；增加对海洋可再生和低碳燃料的需求，通过对停靠欧洲港口的船舶所使用能源的温室气体含量设定最大限制，并鼓励在泊船舶采用零排放技术
重要指数	定义	生效/实施时间	内容
现有船舶能效指数 (EEXI)	EEXI 是一项技术措施，适用于400总吨以上的船舶	2022年11月1日生效，从2023年1月1日起正式实施。	船舶的EEXI需要通过计算确定，并与船型的强制要求限值进行比较。如果计算所得EEXI高于强制要求，则需要采取措施确保符合规定。
船舶营运碳强度指标 (CII)	CII 是一项操作性措施，规定了5000总吨及以上船舶的碳强度降低要求		CII 确定了确保船舶运营碳强度在特定等级水平内持续提高所需的年度减排系数。运营碳强度等级将以A、B、C、D或E的等级给出。性能水平将记录在船舶的船舶能效管理计划（“SEEMP”）中。连续三年评级为D或E的船舶必须提交一份纠正行动计划，以说明如何达到要求的指数（C或以上）。

## 干散货船队交付和拆解情况（百万DWT）



# 航运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

- 从2020年7月到2022年7月，新冠疫情带来的**集运**繁荣大约持续了两年。期间为避免集装箱运输货物的高昂成本，租家选择租用散货船，支撑了**干散货运**。
- 2022年2月，俄乌战争爆发，引发的原油贸易流向迅速改变，导致阿芙拉型和苏伊士型**油轮**运价大幅上涨。紧随其后的是成品油轮，9月VLCC市场即期运价逐渐向其他细分市场靠拢。
- 2023年9月，巴西、几内亚长航线运输带来**干散货运**市场再次活跃。

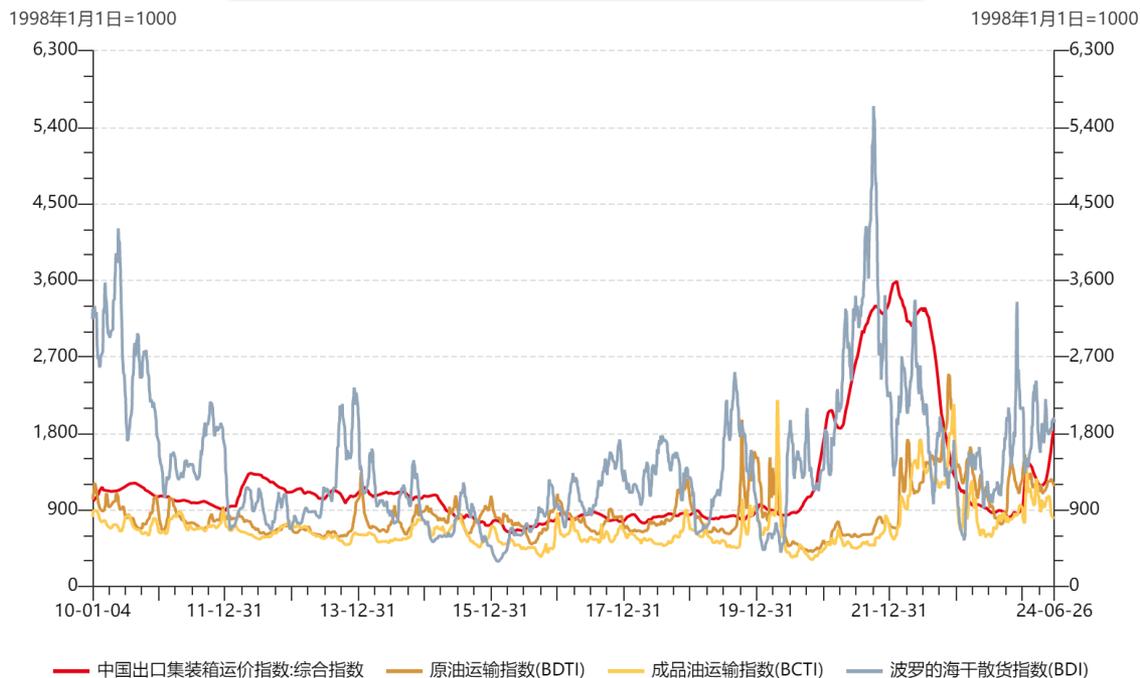
## 航运细分板块动

2020年中，集运、干散货运启动

2022年，原油运输、成品油运输先后启动

2023年末，干散货运市场再次活跃

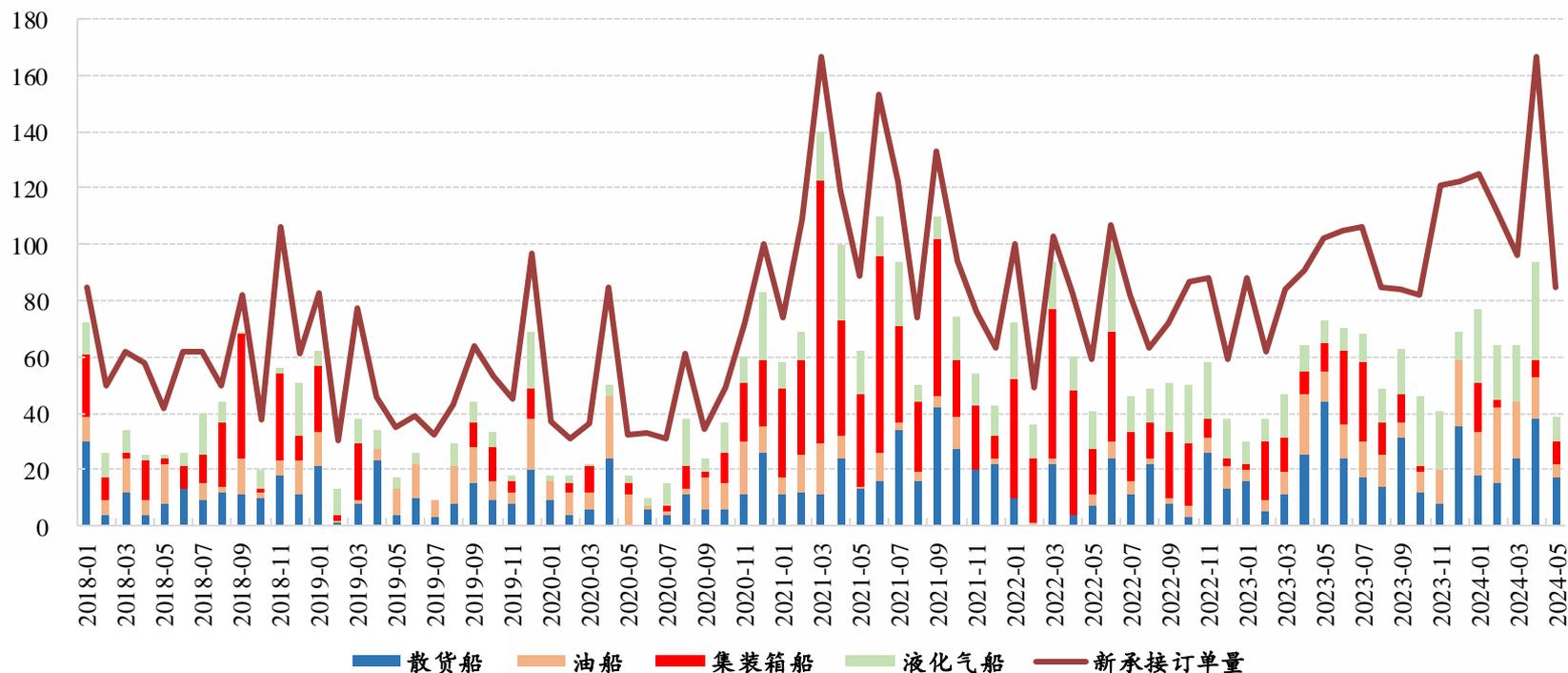
## 航运细分板块走势



# 造船：航运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

□ 随着航运市场的复苏，船东公司经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，开始下新造船订单。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，资产负债表进一步优化，而集运船舶老化情况严重，因此21年爆发大量的集装箱船订单。22年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时LNG船舶订单增加。不同细分板块景气度不同，新船市场船型轮动趋势明显。

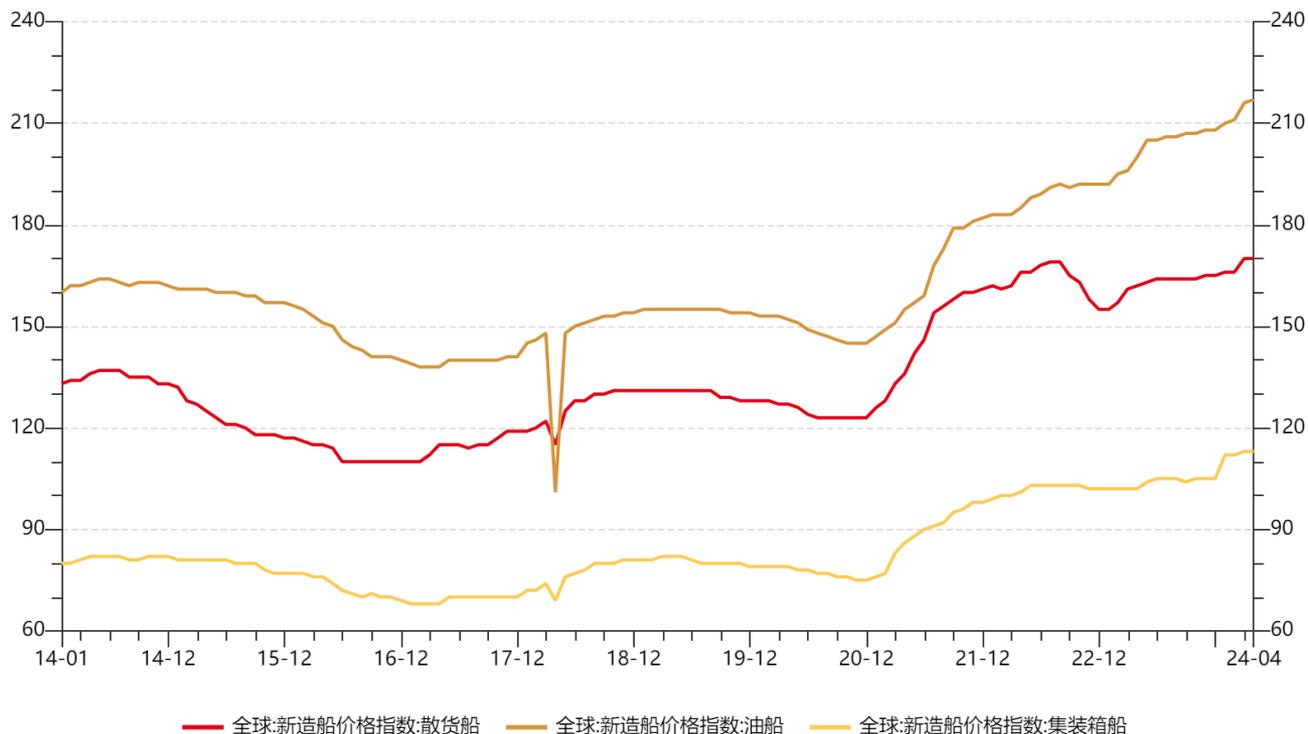
### 全球新接船舶订单情况（艘）



# 造船：航运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

- **新船价格保持高位，各船型分化明显。**新船价格自21年以来开始加速上涨，2022年，新造船价格保持上涨趋势，2023年以来船板等原材料价格有所回落，但船厂手持订单充足，新造船市场仍处于卖方市场，新造船价格走势趋于平稳但仍处于高位。从主力船型看，截至2024年04月，散货船、油船和集装箱船新船价格指数同比分别上涨4.9%、8.5%、10.8%，较2021年04月上涨25%、40%、31.4%。

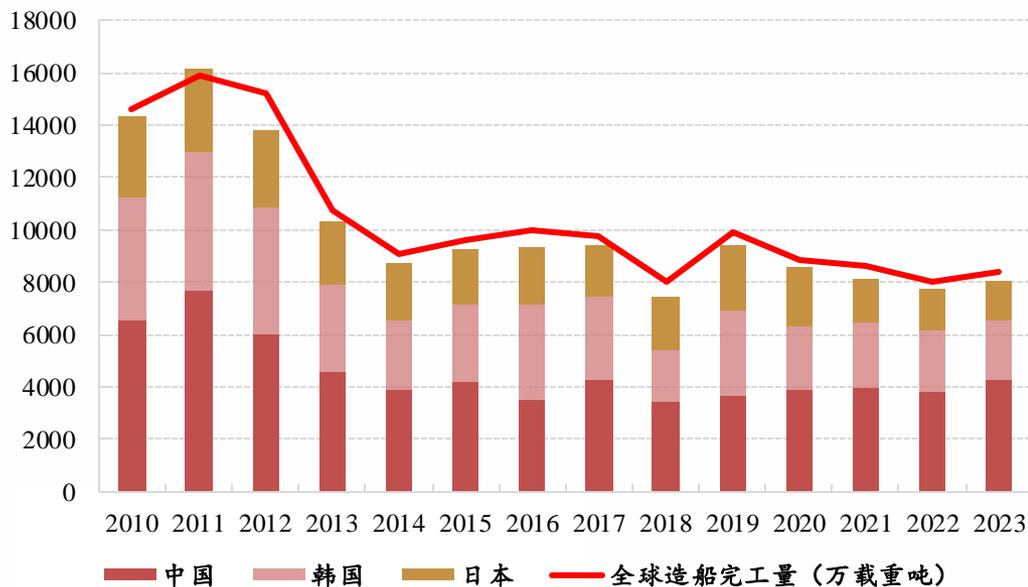
### 全球新造船价格指数



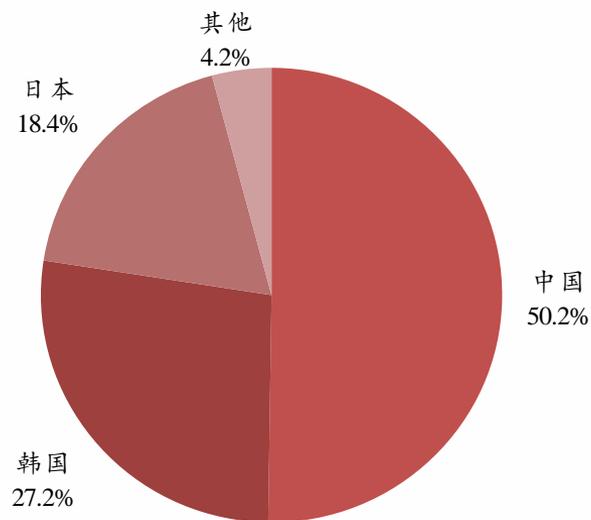
## 造船：活跃船厂数量不断下降，船厂产能增长受限

□ 全球运营的造船厂有300家，约占2007年高峰的40%，船厂产能增长受限。尽管下游航运业逐步复苏，但全球活跃船厂数量不断下降，据BRS集团数据显示，截至2023年末，全球船厂数量约有300家，约占2007年高峰的40%。中国的年度交付量从2011年高峰7665万dwt下滑至2023年4232万dwt（占比为50.2%）。韩国从5291万的高峰交付量下滑至2292万dwt（占比为27.2%）。日本从3182万dwt下滑至1550万dwt（占比为18.4%），三国合计占比为95.8%。

### 全球造船完工量



### 2023年各地区造船交付情况



# 造船：进击的中国船厂，稳坐全球造船业第一把交椅

□ 2023年我国造船市场份额继续保持全球领先，造船三大指标全面增长。根据中国船舶工业行业协会数据，2023年全国造船完工量4232万载重吨，同比增长11.8%；新接订单量7120万载重吨，同比增长56.4%。12月底，手持订单量13939万载重吨，同比增长32.0%。我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的50.2%、66.6%和55.0%。

## 2023年世界造船三大指标市场份额

指标/国家		世界	韩国	日本	中国
造船完工量	万载重吨/占比	8425	2292	1550	4232
		100.0%	27.2%	18.4%	50.2%
	万修正总吨/占比	3485	920	506	1659
		100.0%	26.4%	14.5%	47.6%
新接订单量	万载重吨/占比	10691	1978	1277	7120
		100.0%	18.5%	11.9%	66.6%
	万修正总吨/占比	4301	1008	448	2589
		100.0%	23.4%	10.4%	60.2%
手持订单量	万载重吨/占比	25362	6658	3523	13939
		100.0%	26.3%	13.9%	55.0%
	万修正总吨/占比	12186	3922	1203	5796
		100.0%	32.2%	9.9%	47.6%

## 造船：航运业的环保追求，促进船舶更新换代

- 尽管目前《巴黎协定》没有涵盖国际航运的排放，但若把国际航运视为一个国家，其二氧化碳排放量将位居世界第六。鉴于各国在《巴黎协定》下对减少温室气体排放的承诺，以及全球航运业的温室气体排放量如果在各国之间进行排名，将位居世界第六位，因此，为了实现《巴黎协定》1.5°C的目标，全球航运业同样做出了相应的碳排放、温室气体排放目标。
- 国际上，IMO有关测量和提高现有船舶效率的两项法规已于2023年初生效，2024年起航运业纳入欧盟排放交易体系(EU-ETS)，欧盟海运燃料条例(Fuel EU Maritime)预计将在2025年1月1日实施。

### 船舶涉及碳排放相关规范及要求

制定方	规则名称	覆盖阶段	主要要求与特点
IMO	EEDI/EEXI	仅船端	指定特殊工况；碳排放指数要求。
IMO	CII	仅船端	实际营运工况；MCO <sub>2</sub> /(DWT*nmile)，基线逐年递减 2%+；评级为 3D 或 1E，影响使用。
EU	ETS	仅船端	CO <sub>2</sub> 税；欧洲 100% 收税，外部航程 50%；节能有用。
EU	FuelEU	全生命周期	gCO <sub>2</sub> /MJ；节能意义降低，燃料低碳化；后期力度大于 ETS。

# 造船：航运业的环保追求，促进船舶更新换代——IMO的减排措施

## 一次性认证

□ **EEDI**：新造船舶的设计能效水平以船舶能效设计指数（EEDI）表征，表示船舶在航行期间，在特定的装载状况、航行条件和外界环境条件下，用于推进所消耗燃料产生的二氧化碳排放量与对应的运输周转量的比值。新造船舶所达到的EEDI值越低，表示其设计能效水平越高。于2013年1月1日生效实施。EEDI旨在增加该行业对更节能设备和发动机的采用，要求新船坚持最低能效水平。该规定将每五年加强一次，并根据船舶类型和尺寸进行调整。

□ **EEXI**：现有船舶能效指数（EEXI）是一项技术措施，其通过追溯实施相当于新船能效设计指数（EEDI）的能效要求来解决现有船舶的设计问题。是以每艘现有船舶的设计参数衡量其能源效率，并对比基准值得出其能源效率表现。**EEXI 值越低，船舶能效越高。**EEXI的认证于2023年1月1日开始，在《国际防止空气污染证书》（IAPP）的首次年检、中期检验或换证检验中进行。

## 持续性评级

□ **CII**：确定了在特定评级水平内确保船舶运行碳强度持续改善所需的年度减少因子。实际达到的年度运营CII将与要求的年度运营CII进行核对。这样就可以确定业务碳强度等级。该等级将根据性能等级进行评分，该性能等级将被记录在船舶SEEMP中。

## IMO的减排措施时间线

EEXI	CII
<b>适用船舶：</b>	<b>适用船舶：</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 2013年之前建造的船舶</li><li>• 大于400gt</li><li>• 评估一次</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 大于5,000gt</li><li>• 每年评估</li><li>• 2023年1月1日开始实施</li></ul>
<b>评估条件：</b>	<b>评估条件：</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 船型</li><li>• 容量</li><li>• 推进方式</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 运行效率</li><li>• 航程长度</li><li>• 闲置时间</li><li>• 燃料消耗量</li></ul>
<b>获得EEXI</b>	<b>结果：</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 颁发证书（留在船上）</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• A级（优秀）– E级（差）</li><li>• 最低必须达到C级</li><li>• 连续三年D级或一次E级</li><li>• 每年评估一次</li><li>• 船舶的CII级别显示的是其前一年达到的效率</li></ul>
<b>EEDI</b>	<b>CII评级</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 对于2013年后建造的船舶来说，是同一个概念。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>A 优秀</li><li>B 良好</li><li>C 中等</li><li>D 较差</li><li>E 差</li></ul>

# 造船：航运业的环保追求，促进船舶更新换代——EU-ETS

□ 欧盟排放交易计划（EU-ETS）是世界上唯一正式决定将航运业的碳排放纳入其计划的碳市场。自2024年起，船舶将被纳入欧盟排放交易计划，届时，它们必须购买欧盟碳配额（EUA），并向欧盟返还（清缴）。大于5000 Gt的大型海工船自2025年起需要遵循监测要求，且2027年也将被纳入ETS。

□ 为确保航运业顺利纳入欧盟排放交易体系，航运公司按核定排放量清缴的配额将逐步增加，且必须按照以下时间表清缴配额：**2024年为报告的核定排放量的40%；2025年报告的核定排放量的70%；2026年及以后为报告的核定排放量的100%**。虽然这涵盖了欧盟区域内航程100%的碳排放，但欧盟以外的碳排放仅涵盖50%。

## EU ETS 配额成本计算示例

→ 巴拿马型船 - 纳尔维克至阿姆斯特丹

360吨二氧化碳 - EU-ETS覆盖100%  
2024年的预计成本 = 13,000欧元\*

→ 苏伊士型船 - 巴士拉至鹿特丹

2,300吨二氧化碳 - EU-ETS覆盖50%  
2024年的预计成本 = 41,400欧元\*

\*基于90欧元/吨的碳价



# 造船：航运业的环保追求，促进船舶更新换代——EU-ETS

□随着环保相关法规进一步强化，2021年以来EUA价格不断上涨。2021年，由于欧盟工业活动急剧反弹、金融和能源市场暴涨、排放相关法规进一步强化以及投机者兴趣增加等原因，欧盟配额（EUA）从2021年1月初的30左右欧元/吨的低位开始飙升，此后在80左右欧元/吨价位震荡。2022年受俄乌冲突影响，EUA暴跌，随后开始回弹，2022年8月，EUA达到了当年的高点。上涨的EUA价格一方面代表企业环保意识加强，一方面对于企业而言非环保的成本也在不断增加，有助于企业向新能源转型。

2005年以来EUA期货结算价



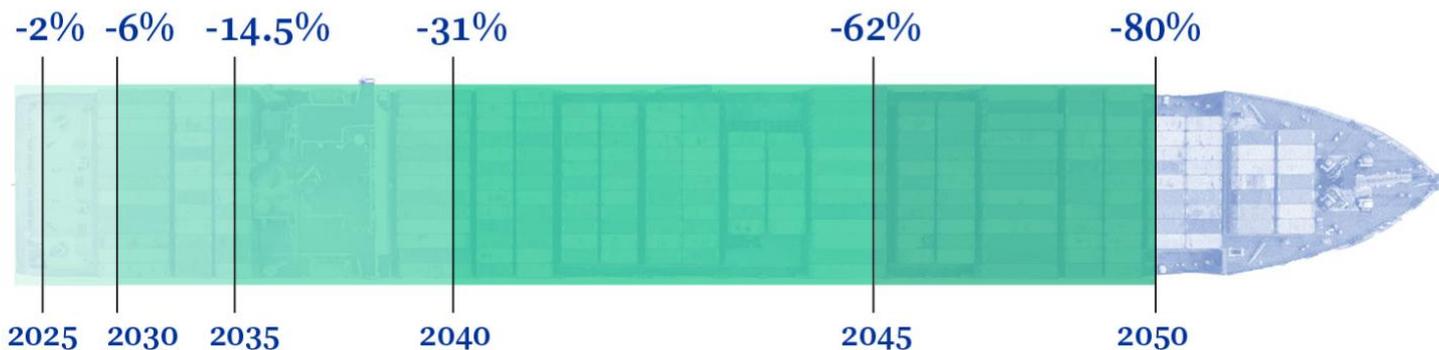
# 造船：航运业的环保追求，促进船舶更新换代——FuelEU Maritime

□2021年7月，欧盟委员会在其Fit for 55一揽子计划中提出FuelEU Maritime。FuelEU Maritime是一个从技术层面直接对航运公司温室气体排放进行限定的法规，该法规要求碳强度到2025年下降2%（相较于2020年），到2030年达到6%，到2035年达到14.5%，到2040年达到31%，到2045年达到62%，到2050年达到80%。FuelEU Maritime于2025年开始执行。

□环保压力增加，航运公司需要采取相应的措施来减少相应的罚款成本。2024年、2025年EU ETS、FuelEU Maritime分别开始执行，对于航运企业而言使用传统化石能源的成本将大幅上涨，尤其是对于来往于欧盟港口较多的航运公司而言，随着环保政策进一步落实，航运公司需要采取相应的措施来减少相应的罚款成本。

## 船上能源温室气体降低强度

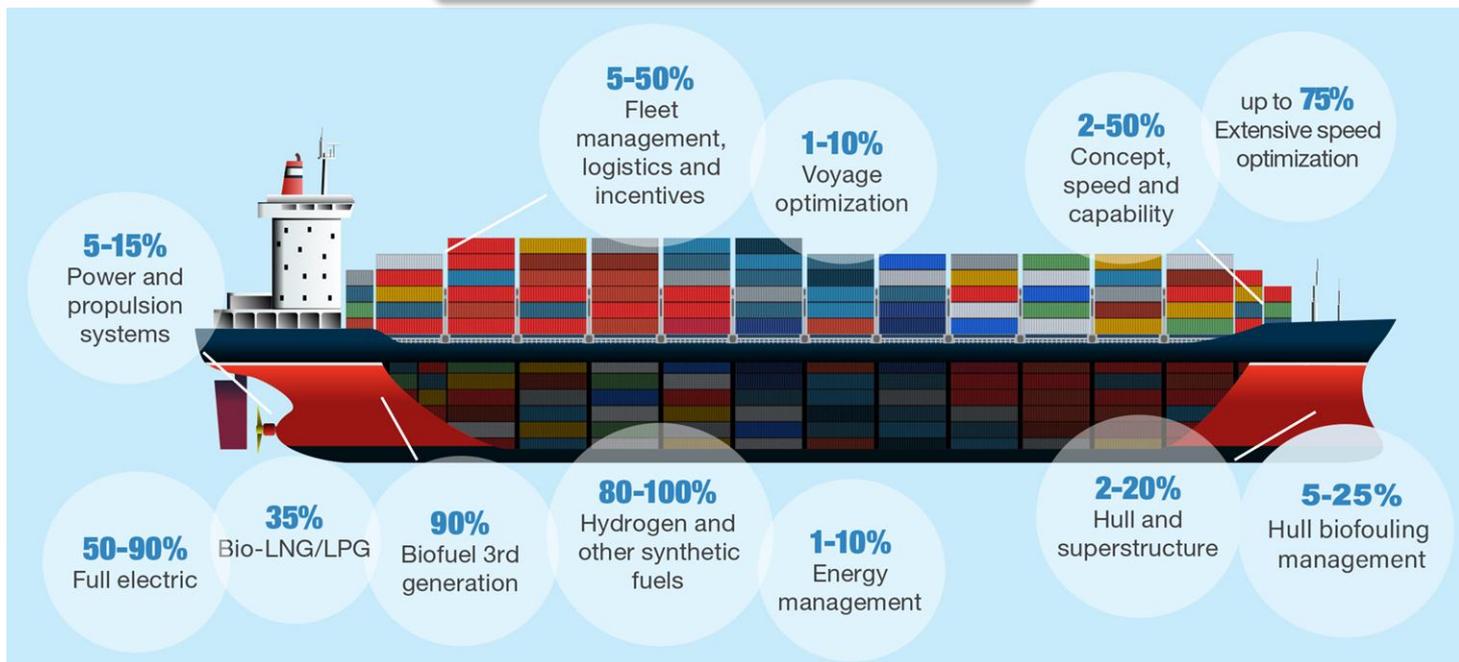
*Annual average carbon intensity reduction compared to the average in 2020*



## 造船：航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策

- 为应对日趋严格的碳排放要求，航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策。对于船东而言减少温室气体的排放有相当的措施，使用新能源等替代燃料、采用减少船舶阻力和燃料消耗的船舶设计措施、减少主机动力需求的动力辅助措施、提高发动机/容器效率的发动机技术、碳捕获，减少废气排放二氧化碳、航次优化措施，减少燃料消耗等。
- 从IMO发布的温室气体减排方式及效果预估图来看，采用替代燃料对于温室气体减排效果最佳。

### 温室气体减排方式及效果预估



# 造船：全球航运业向零排放能源转型势在必行

- **全球航运业向零排放能源转型势在必行。**对于全球航运而言，实现真正的温室气体零排放，改变船舶使用燃料是必须。氨、氢、甲醇、天然气等燃料是当前获得最多关注的船用替代能源载体。

主要主要船用燃料可用性及技术成熟度对比

	可获得性	加注储存	供给系统	能量密度	尾气处理	价格	规范成熟度	减碳表现
低硫油	绿色	绿色	绿色	绿色	黄色	绿色	绿色	红色
LNG	绿色	红色	绿色	黄色	绿色	黄色	绿色	黄色
LPG	绿色	黄色	黄色	黄色	黄色	黄色	绿色	黄色
生物燃料	红色	绿色	黄色	绿色	黄色	红色	黄色	绿色
绿甲醇	黄色	黄色	绿色	黄色	黄色	黄色	黄色	绿色
绿氨	黄色	黄色	红色	黄色	红色	黄色	黄色	绿色
绿氢	绿色	红色	红色	红色	绿色	红色	红色	绿色

注：绿色表示更容易，红色表示更难

- **而改变船舶燃料有两个基本选择，一是船舶整个燃料动力系统改造，另一个就是新造船。**

## 造船：有限产能下，船价转为需求定价而非供给定价

□ 船厂在手订单趋于饱和，船舶交付周期变长。随着船厂在手订单趋于饱和，在船厂有限的产能下，船东新下的订单需要等待空余产能，因此交付时间相较于之前变长，从全球以及中国船厂生产保障系数（在手订单/平均三年交付）来看，目前全球船厂的生产保障系数为3.04年，较22年上涨0.50年，而中国船厂的生产保障系数为3.35年，较22年上涨0.62年，也就是意味着中国的船厂目前产能利用率更高。



□ 我们认为船舶老龄化严重，刚性船舶替换需求将进一步支撑船舶制造需求，同时全球船厂产能收紧，小于需求，有限产能下，船价转为需求定价而非供给定价，看好中国船厂在新的一轮造船周期中的盈利弹性。船舶全产业链标的：中国船舶、中国重工、中船防务、苏美达、中国动力、亚星锚链、中国海防。

# 招商轮船（601872）：散货运输淡季超预期，油轮运输稳中向好

- 投资逻辑：**1) 公司多元业务组合稳健而不失弹性，能够有效跨越周期，实现稳步增长。2) 受益于贸易结构变化，全球平均运距上升，海运需求不断增长。3) 未来2-3年运力增速放缓，全球有效运力规模可控。2023年全球船队运力增长3.2%至23.4亿载重吨，当前全球新船手持订单占船队比例为11%，仍处于历史较低水平。全球船队名义运力增速预计在2024-2025年进一步放缓至2.5%和1.9%。中、韩主要船厂新造船产能预计2028年之前处于紧绷状态，全球航运业至少未来数年供给端规模可控。
- 盈利预测与投资建议：**我们看好公司在多元经营业务格局下，能够实现营收进一步提升，预计公司2024/25/26年归母净利润分别为69.5/76.1/85.6亿元，EPS分别为0.85元、0.93元、1.05元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25881.01	28489.57	29672.91	31149.67
增长率	-12.88%	10.08%	4.15%	4.98%
归属母公司净利润（百万元）	4836.97	6954.55	7607.96	8563.59
增长率	-4.89%	43.78%	9.40%	12.56%
每股收益EPS（元）	0.59	0.85	0.93	1.05
PE	14	10	9	8

股价表现



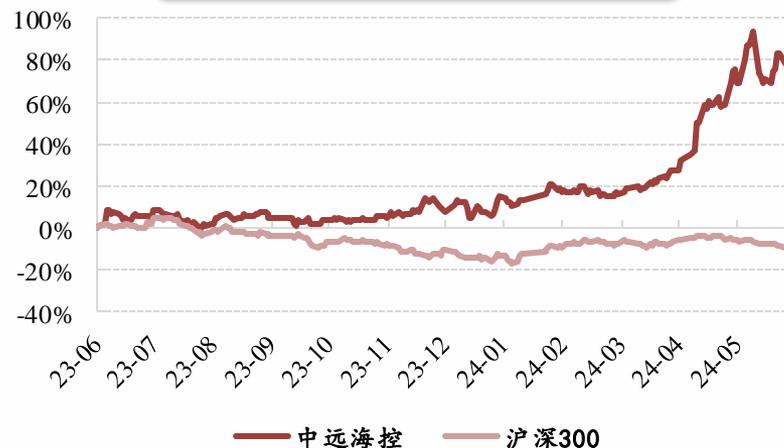
# 中远海控 ( 601919 ) : 集运市场再度活跃, 综合服务商展现经营韧性

- 投资逻辑**：1) 稳健经营, 持续回报股东。2) 公司整体的运力规模在全球范围领先。截至2024年3月31日, 中远海控自营运力规模达到510艘/310.6百万标准箱, 较年初上涨2.1%, 公司运力规模保持在行业第一梯队; 平均船龄为13.1年, 单船平均运力6090标准箱, 较年初上涨0.5%。3) 红海绕行增加运输距离, 环保趋严有效运力可控。2024年年初以来的红海事件, 使得集装箱船绕行, 整体运输距离增加, 运输需求增长; 同时环保政策趋严背景下, 老旧船以及非环保船船速将受到一定的影响, 集装箱船有效运力增长将小于实际运力投放, 整体运力可控。
- 盈利预测与投资建议**：我们看好公司作为行业领先航运服务商的经营韧性, 同时强调有效运力的增速小于实际投放的新船, 市场运力可控, 预计公司2024/25/26年归母净利润分别为245.7、239.6、250.5亿元, EPS分别为1.54元、1.50元、1.57元, 给予“买入”评级。
- 风险提示**：宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	175447.75	198824.53	197489.20	200669.10
增长率	-55.14%	13.32%	-0.67%	1.61%
归属母公司净利润 (百万元)	23860.26	24573.68	23956.15	25049.30
增长率	-78.23%	2.99%	-2.51%	4.56%
每股收益EPS (元)	1.50	1.54	1.50	1.57
PE	10	10	10	10

股价表现



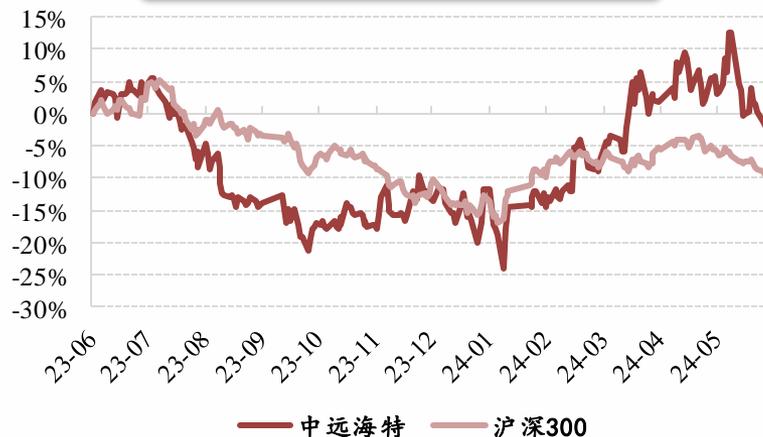
# 中远海特（600428）：深化“三核三链”，货运量稳步增长

- 投资逻辑：**1) 公司拥有规模和综合实力居世界前列的特种运输船队。公司船队结构合理，截至2023年12月31日，中远海特经营管理纸浆船、半潜船、多用途船、重吊船、木材船、沥青船、汽车船等各类型船舶127艘共468.4万载重吨，其中自有船105艘共326.7万载重吨，租入船22艘共141.7万载重吨，可为广大客户提供安全、高效的运输服务。2) 公司货运量稳步增长，未来发展空间大。2023年，公司完成总货运量1623.9万吨，同比增加182.8万吨，上升12.7%，公司未来货运量有望进一步提升，2024年，公司计划完成总货运量超过1750万吨。
- 盈利预测与投资建议：**我们看好公司船队整体竞争力不断增强，能够及时响应市场需求，预计公司2024/25/26年归母净利润分别为13.1、14.8、16.1亿元，EPS分别为0.61元、0.69元、0.75元，给予“持有”评级。
- 风险提示：**汇率波动风险、宏观经济波动的风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12006.68	13568.12	14765.08	15535.20
增长率	-1.64%	13.00%	8.82%	5.22%
归属母公司净利润（百万元）	1064.26	1305.48	1476.86	1611.32
增长率	29.57%	22.67%	13.13%	9.10%
每股收益EPS（元）	0.50	0.61	0.69	0.75
PE	12	10	9	8

股价表现



# 中谷物流（603565）：行业运价回归常态，高度重视现金分红

- 投资逻辑：**1) 公司建立了对投资者持续稳定的分红回报机制。2) 行业平均运价水平回归常态。2023年随着外贸集装箱运价回落，内贸集装箱运价也逐步回归常态，2023年全年均值为1252点，较上一年同期下滑25%，截至2024年4月26日，PDCI均值为1141点，已回归至长期均值水平。3) 新船交付夯实运力底盘，提升资产质量。公司与国内船厂签订了18艘4,600TEU集装箱船舶的订单，2023年度共下水11艘。截至2023年末，公司总运力为350.5万载重吨。据Alphaliner最新公布数据显示，中谷物流运力排名全球第20位，在中国内贸集装箱船舶公司中排名第二。
- 盈利预测与投资建议：**我们看好公司新增运力释放下，内贸业务量的持续提升，预计公司2024/25/26年归属母公司净利润分别为17.6、18.3、19.9亿元，EPS分别为0.84元、0.87元、0.95元。给予“持有”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动、内贸集装箱运价大幅下跌、运力交付进度放缓等风险。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12438.79	13496.34	14384.05	15342.78
增长率	-12.46%	8.50%	6.58%	6.67%
归属母公司净利润（百万元）	1717.28	1764.34	1827.13	1992.94
增长率	-37.36%	2.74%	3.56%	9.07%
每股收益EPS（元）	0.82	0.84	0.87	0.95
PE	11	10	10	9



# 中船防务（600685）：新造船市场稳定向好，公司盈利能力有望提升

- **投资逻辑**：1) 生产产量稳步提升，利润开始进入逐步释放阶段。2) 船舶老龄化严重，刚性船舶替换需求将进一步支撑船舶制造需求。到 2026 年，约有超过 25.2% 的船舶船龄超过 20 岁。目前干散货船有合计超过 8% 的船舶船龄超过 20 岁，未来这一部分老旧船舶淘汰，刚性船舶替换空间较大。3) 全球活跃船厂数量不断下降，船厂产能稀缺性更加凸显。目前全球船厂的生产保障系数为 3.04 年，较 22 年上涨 0.50 年，而中国船厂的生产保障系数为 3.35 年，较 22 年上涨 0.62 年，也就是意味着中国的船厂目前产能利用率更高。
- **盈利预测与投资建议**：我们认为公司加快生产节奏，持续交付高价在手订单，毛利有望进一步改善，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 185.7 亿元、216.5 亿元和 229.9 亿元，归母净利润分别为 10.2 亿元、14.3 亿元、19 亿元，EPS 分别为 0.72 元、1.01 元、1.35 元。维持“买入”评级。
- **风险提示**：汇率波动风险、造船需求不及预期风险、原材料价格人工成本波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16145.95	18568.74	21645.31	22986.22
增长率	26.19%	15.01%	16.57%	6.19%
归属母公司净利润（百万元）	48.07	1018.21	1427.01	1902.22
增长率	-93.02%	2018.28%	40.15%	33.30%
每股收益EPS（元）	0.03	0.72	1.01	1.35
PE	930	39	28	21

### 股价表现



## 重点推荐标的汇总

股票代码	公司名称	收盘价格 (元/股)	EPS (元)			PE			投资 评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601872.SH	招商轮船	8.45	0.85	0.93	1.05	10	9	8	买入
601919.SH	中远海控	15.49	1.54	1.5	1.57	10	10	10	买入
600428.SH	中远海特	6.12	0.61	0.69	0.75	10	9	8	持有
603565.SH	中谷物流	8.74	0.84	0.87	0.95	10	10	9	持有
600685.SH	中船防务	27.90	0.72	1.01	1.35	39	28	21	买入

## 风险提示

- **宏观经济波动风险。**国际宏观环境复杂，全球经济复苏动能趋弱，主要经济体通胀压力严重，干散货是重要的物资，经济的不景气可能导致需求的萎缩，进而影响航运市场的景气度，从而对经营造成影响。地缘政治风险。俄乌冲突引发全球能源价格震荡和地缘政治角力升级，可能影响部分地区及航线的业务开展，对整体战略和经营效益造成一定的影响。
- **燃油价格波动风险。**航运成本中的船用燃料油成本占比较大，燃油价格大幅上涨带来燃油成本上升，将导致船队运营成本上升，对盈利能力产生影响。
- **运价上涨不及预期风险。**运价受市场供求关系影响，若需求下降、供给增加，航运细分市场景气下行，运价上涨不及预期可能影响部分业务或航线的效益，进而影响经营目标的实现。
- **市场竞争风险。**日本、韩国、欧洲等造船企业加快整合融合步伐，船舶产业集中度不断提升，大型优势企业加大对市场争夺力度，市场复苏导致部分船厂重启封存产能，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（或债权）与负债（或债务），由于汇率的波动而引起价值涨跌的可能性。
- **成本风险。**钢材等原材料价格波动及人工成本上涨，可能导致造船公司在建产品成本被动增长，控增降本难度较大，将对经营业绩产生一定影响。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡光悰  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58352190  
邮箱：hggyf@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

## 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	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎昶	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	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	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn