

2024 年 10 月 23 日

MEPC 82 继续推进中期法规，支撑船队绿色更新

投资评级：看好（首次）

——航运船舶市场系列点评二

投资要点：

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

板块表现：



- **事件：**2024 年 9 月 30 日至 10 月 4 日，国际海事组织（IMO）海上环境保护委员会第 82 届会议（MEPC 82）在伦敦 IMO 总部召开。
- **MEPC 82 确定航运脱碳中期措施法规框架，确立以 GFI 为核心的技术性措施，经济性措施尚待确定。**MEPC 82 会议聚焦于船舶排放控制、压载水管理、黑碳排放减少、温室气体减排及海洋塑料垃圾防治等议题，进一步制定候选中期措施和发展生命周期温室气体评估框架，确立技术性措施以 GFI 为核心，并精简文案，但未确定法规的具体规定。在经济要素方面的讨论中，各方对于收集资金管理的总体原则、收入分配应用于激励零/近零燃料或技术(ZNZs)等方面存在一定共识，但在经济要素所要实现的目标，构成要素的选择、以及资金收入收集/分配等方面仍需进一步讨论。同时会议完善了《国际防止船舶造成污染公约》，新增加了关于海事组织净零框架条例的第 5 章，主要搭建了框架，草案包括中期措施条款的备选案文，这些备选案文尚待确定，具体内容仍待填充。在脱碳短期法规上，会议提出 CII 法规要求需要在 2026 年后进一步加严，以满足 IMO 在 2030 年将航运碳强度较 2008 年至少降低 40% 的目标（目前法规规定 CII 减排系数至 2026 年为 11%，每年增加 2%，与目标仍有较大差距，可能会加严至每年降低 3%）。
- **航运脱碳中期措施法规持续推进，重点观察明年 4 月 MEPC 83。**MEPC 82 会议没有正式确定航运脱碳中期措施法规，但传递出未来航运环保政策趋紧的信号，加强了行业对未来更严格法规出台的预期。明年 4 月 MEPC 83 会议上即将推出的 IMO 温室气体减排中期措施，也就是基于减排目标的“定价机制”将成为未来几十年间国际航运业最重要的监管法规，预计将对航运成本、组织关系和商业模式产生冲击，将是未来几十年国际航运界最重要的法规之一。
- **新燃料造船产能受限，船舶绿色更新周期行稳致远。**经过 2008 年后的造船行情长期下行，船舶制造产能不断萎缩。快速回暖的新订单遇到持续收缩的船厂产能形成错配，使全球各大船厂都处于产能紧张状态，造船产能供不应求。绿色法规的持续加严或将加快老旧船淘汰和绿色船舶更新。从目前在手订单看，油轮、散货船等船型在手订单仅满足船队基础更新，距离满足绿色更新需要还有较大缺口。新燃料船舶建造门槛高，产能更加受限，对新建船厂和破产船厂复活也增加了门槛，未来造船产能很难出现大幅增长。在这种情况下，由逐步加严的绿色法规推动的船队绿色更新换代和产能供给的持续紧张是本轮造船周期的核心驱动。建议关注中国造船龙头**中国船舶**与船用发动机龙头**中国动力**。
- **风险提示。**环保法规进展不及预期；世界宏观经济风险；航运市场波动；地缘政治风险；造船、造机产能增产超预期。

图表 1：IMO 在不同阶段制定了目标和法规措施，逐步推动航运脱碳

2018年IMO船舶温室气体减排初步战略（MEPC72）

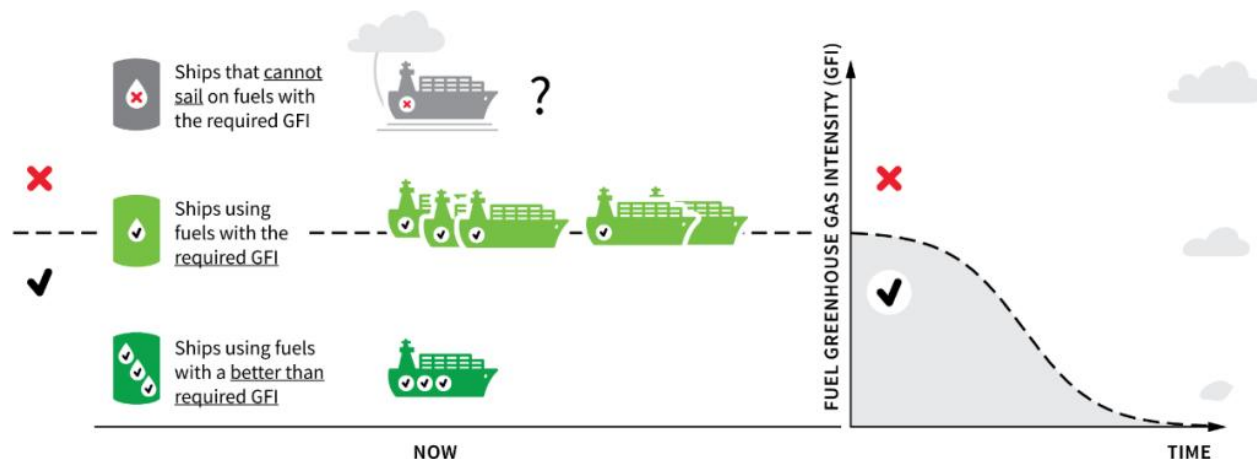
- 温室气体排放（TtW）：2050年前至少减少50%；
- 零碳燃料：无要求；
- 碳强度：2030年前至少减少40%；2050年前至少减少70%；
- 短期措施：现有船舶能效指数（EEXI），船舶营运碳强度指标（CII）。

2023年IMO船舶温室气体减排战略（MEPC80）

- 温室气体排放（WtW）：2030年前至少减少20%（力争30%）；2040年前至少减少70%（力争80%）；2050年前后实现净零排放；
- 零碳燃料：2030年前至少5%（力争10%）；
- 碳强度：2030年前至少减少40%；
- 一揽子中期措施：包括“技术要素（基于目标的船用燃料标准）”与“经济要素（船舶GHG排放定价机制）”。

资料来源：IMO、DNV、华源证券研究所

图表 2：中期法规技术性措施 GFI（燃料温室气体强度）



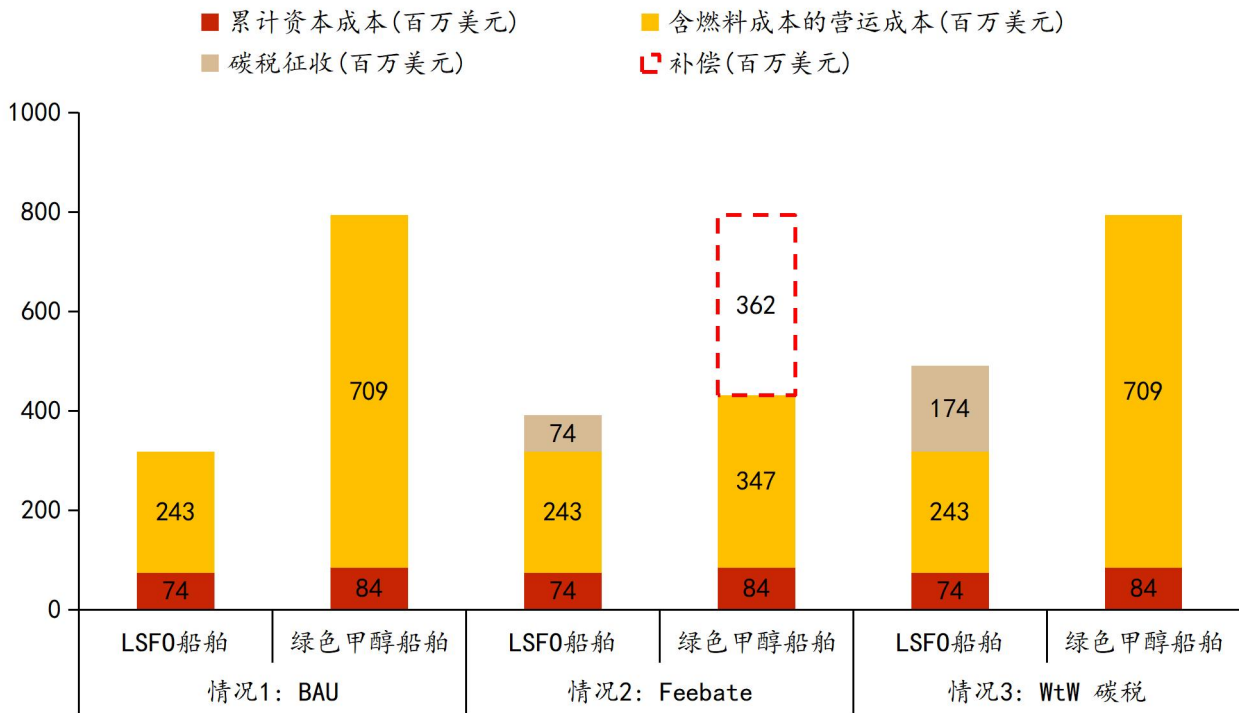
资料来源：IMO、华源证券研究所

图表 3：中期法规经济性措施备选方案

方案名 (提议方)	目标	适用范围	GFI 要求	经济性 措施-碳税	补贴范围	补贴标准
温室气体减排标准与经济措施 (日本和欧盟提议)	减少国际航运温室气体排放, 努力实现 IMO 2023 年减少船舶温室气体排放战略中规定的目标水平	除在船旗国国内航行的 5000GT 以上所有船舶	GFI 在 WtW 的基础上每年减少, 至 2050 年净零	从 2028 年起, 船舶为前一年的排放支付 100 美元/吨二氧化碳	使用油井到唤醒温室气体强度低于一定标准的燃料的船舶有资格获得货币奖励	奖励率将在前一年公布。该奖励可在商船队总燃料消耗量的 30% 来自低温室气体强度燃料之前获得
基于公平公正收入支出框架的中期措施组合 (斐济、基里巴斯、马歇尔群岛、等提议)	减少国际航运的温室气体排放作为紧急事项, 尽快按照设定的目标水平逐步淘汰这些排放	除国内航行船舶外的所有船舶, 不论船旗国。	没提出具体数字, 但提出了从 2027 年到 2050 年 GFI 每年减少。在 WtW 的基础上计算	从 2027 年起, 船舶支付 150 美元/每吨二氧化碳。预计这一数字将随着时间的推移而增加	对于在特定年份超过给定 GFI 的船舶也可获得奖励	这方面的细节有待讨论
绿色平衡机制 (WSC 提议)	为国际航运提供一个监管机制, 以实现 IMO 减排中期目标, 包括目标水平和指示性检查点	除在船旗国国内航行的 5000GT 以上所有船舶	根据已商定的燃料标准, 在 WtW 的基础上, 从 2027 年到 2050 年减排逐年增加	根据船舶获得的 GFI, 要么支付费用, 要么获得经济奖励。以其他人所交费用支付奖励	奖励分为两个层次, 取决于该船实现的 GFI 减少, 而化石燃料当量参考 GFI 为 91.16 克二氧化碳/兆焦耳。第二层奖励将高于第一层。	奖励根据各等级中符合 GFI 范围的燃料的市场价格与将符合给定年度所需 GFI 的燃料市场费率之间的差异而定。已达到 GFI 高于任何一个奖励等级要求的船舶应支付的费用是一年内给予的总奖励
国际海事可持续燃料与基金 (中国、安哥拉、阿根廷、阿拉伯国家等提交)	降低国际航运的温室气体燃料密度, 增加对零或接近零温室气体排放技术、燃料和/或能源的采用, 努力实现海事组织减少船舶温室气体排放战略中规定目标	除在船旗国国内航行的 5000GT 以上所有船舶以及从指定日期 (待定) 起 400GT 及以上的船舶	没提出确切减排量, 从 2030 年开始, TtW 为基础, 提出了 5 年的增量减排。监管提案提及了指导方针制定时将提供校正	赞助商确定, 私人销售超标、购买或补救单位以及奖励使用零或接近零的燃料构成经济措施	仍待进一步讨论	仍待进一步讨论
简化的全球温室气体燃料标准和独特海事 GHG 定价机制 (巴哈马、利比里亚等提交)	减少国际航运的温室气体排放, 实现 IMO2023 年减少船舶温室气体排放战略中规定的目标水平	除船旗国国内航行的 400GT 及以上的所有船舶, 并承认 DCS 报告要求适用于 5000GT 及以上的船舶	与基于 DCS 数据库中 2019 年数据的基线 GFI 相比, 建议采用以下轨迹	除了任何附加费外, 每吨二氧化碳排放的统一费率为 18.75 美元	仍待进一步讨论	仍待进一步讨论

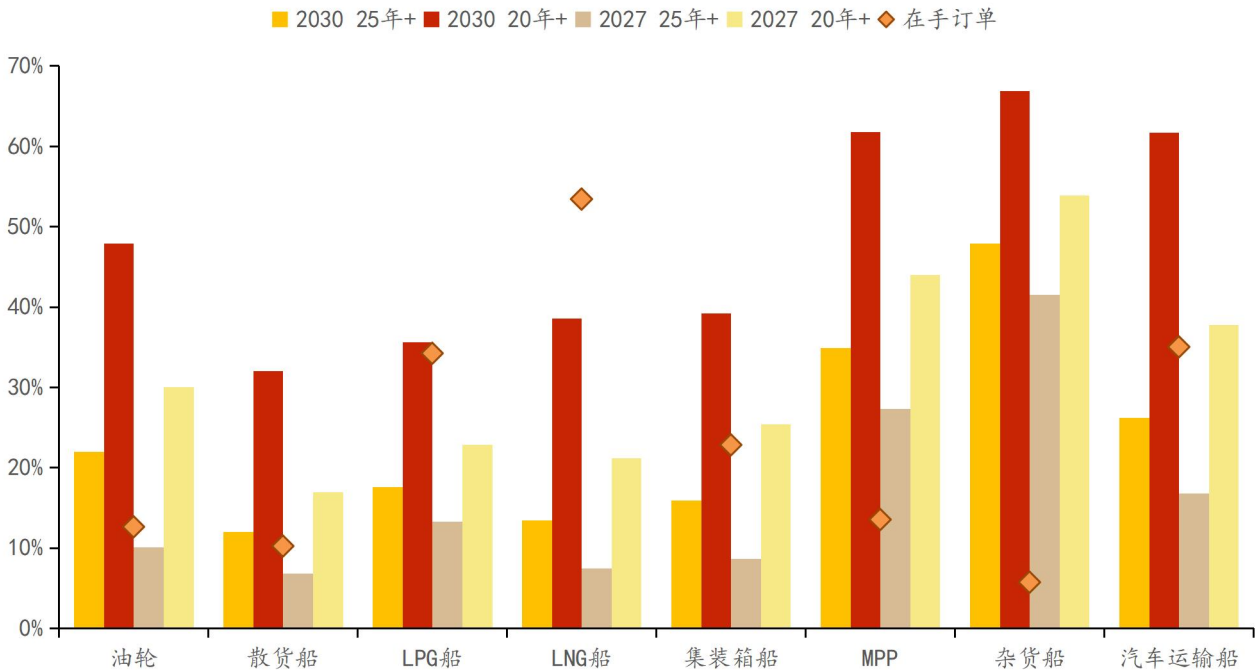
资料来源: LR、华源证券研究所

图表 4：不同方案下，10 年累计成本比较（9000TEU 集装箱船）



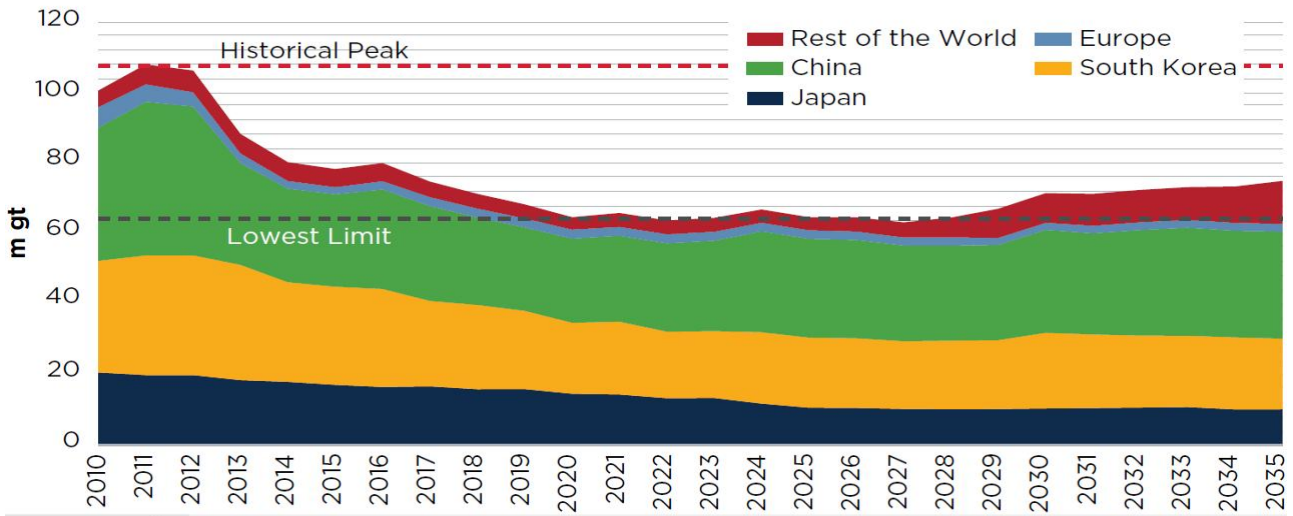
资料来源：IMO、华源证券研究所

图表 5：油轮、散货船等船型在手订单仅满足船队基础更新，距离满足绿色更新需要还有较大缺口



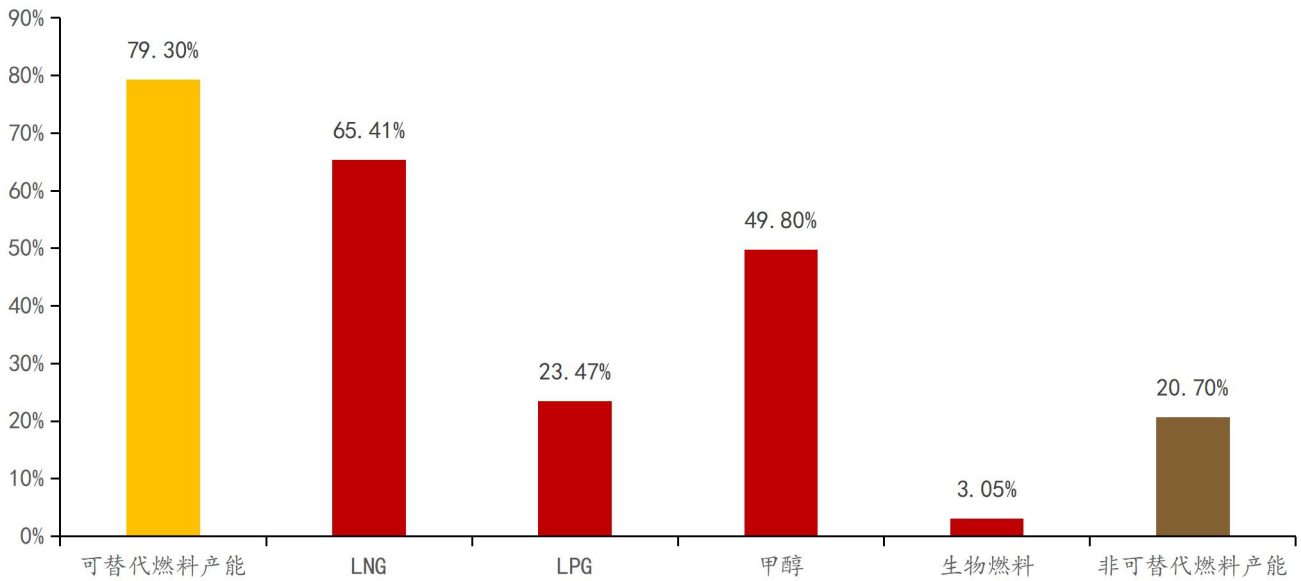
资料来源：克拉克森、华源证券研究所

图表 6: 全球船厂产能在上轮超级周期后持续收缩, 预计至 2035 年难有显著增量



资料来源: 《2024 Sustainability Outlook》ABS, 华源证券研究

图表 7: 至 2026 年, 79.30%的造船产能可交付可代替燃料新船



资料来源: 克拉克森、华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。