

行业评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
交通运输
2024年11月30日



八面来风，御风远航

——2025年航运船舶投资策略

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

姓名：张付哲

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com



■ 油运船舶周期景气度共识较高，散运复苏仍在观察，集运持续磨底。

- 船舶与油运板块，均有中长期供给紧张逻辑支撑，两板块核心标的估值水平明显高于对应指数平均水平，表明预期尚在，然而需求复苏较慢。船队老龄化、环保法规刺激需求更新、OPEC+复产一再推迟、特朗普2.0对原油产量与对俄伊态度，均为需求复苏的不确定性。
- 散运供需双弱，环保法规出清运力，市场复苏仍在观察；集运红海绕行消化历史交付高峰，运价易涨难跌，周期持续磨底。两板块估值较低，甚至处于较底部区间，周期趋势未有充分共识。

■ 市场估值体现周期预期，国内宏观复苏叠加全球混乱程度定方向。

- **全球混乱度高：集运：**估值较低且高分红，供应链的脆弱和高集中度下的强议价能力增益市场短期弹性，建议关注**中远海控、海丰国际**。
- **内需复苏：**1) **散运：**国内宏观复苏支撑需求，叠加环保出清，市场复苏或将加速，估值向上空间打开，建议关注**招商轮船、海通发展、国航远洋**；2) **内贸集运：**建议关注**中谷物流**。
- **内需复苏+全球混乱度高：油运：**供给持续紧张，国内宏观复苏推动补库，全球混乱度高添风险溢价，估值阶段性低位，建议关注**招商轮船、中远海能**。
- **大周期景气度高：船舶：**绿色更新大周期+可观在手订单支撑估值，潜在重组可能提供短期弹性，建议关注**中国船舶、中国动力、中船防务**。

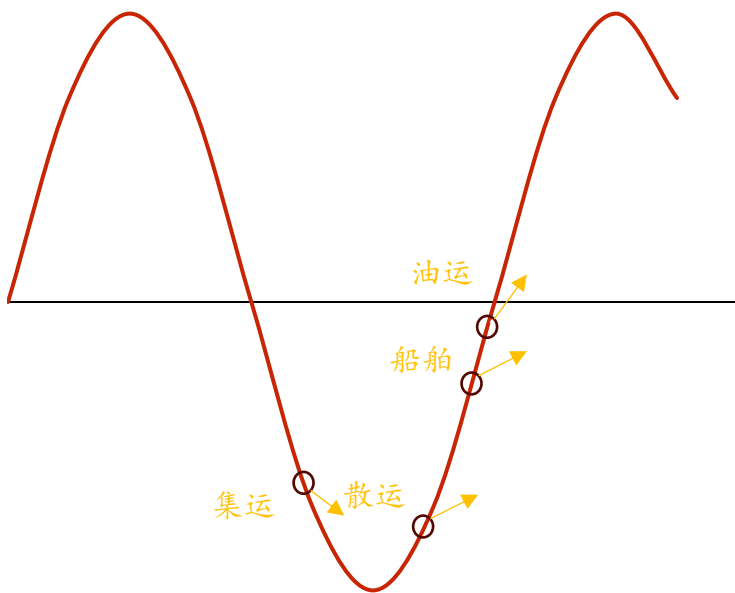
■ 风险提示：美联储降息不及预期，中国经济增长不及预期，对俄伊委制裁的变化，经济制裁和出口管制，行业环保法规不及预期。

主要内容

1. 综述
2. 船舶
3. 油运
4. 散运
5. 集运
6. 风险提示

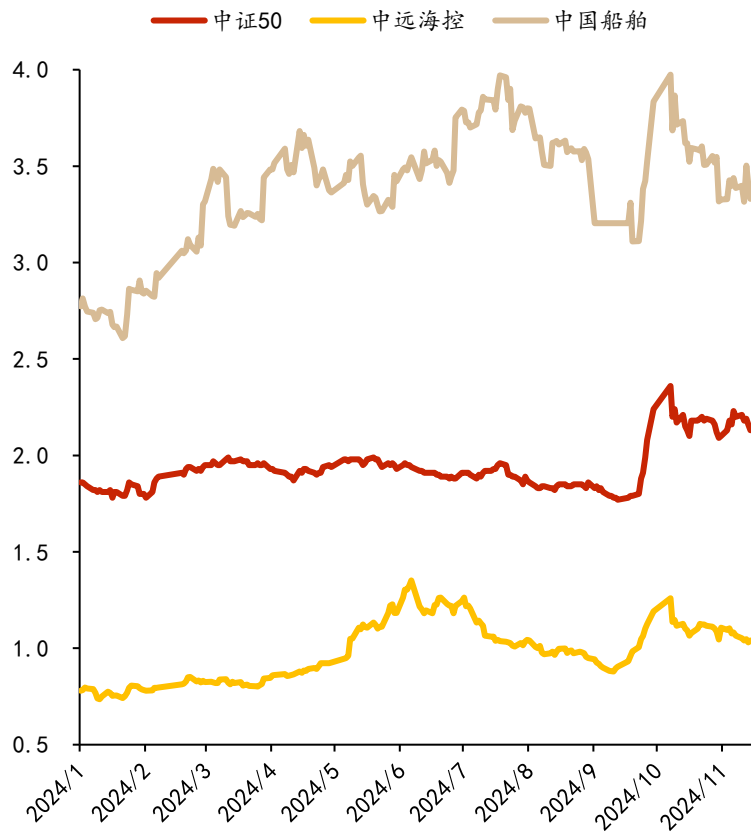
■ 航运船舶作为周期行业，周期趋势是决定市场估值水平的重要因素。对于供给紧张确定性较高的船舶与油运板块，其核心标的估值水平明显高于对应指数平均水平。对于周期趋势未有共识的散运和磨底期的集运，相关标的估值相对偏低，甚至处于较底部区间。

图：油运船舶景气度共识较高，散运复苏仍在观察，集运持续磨底

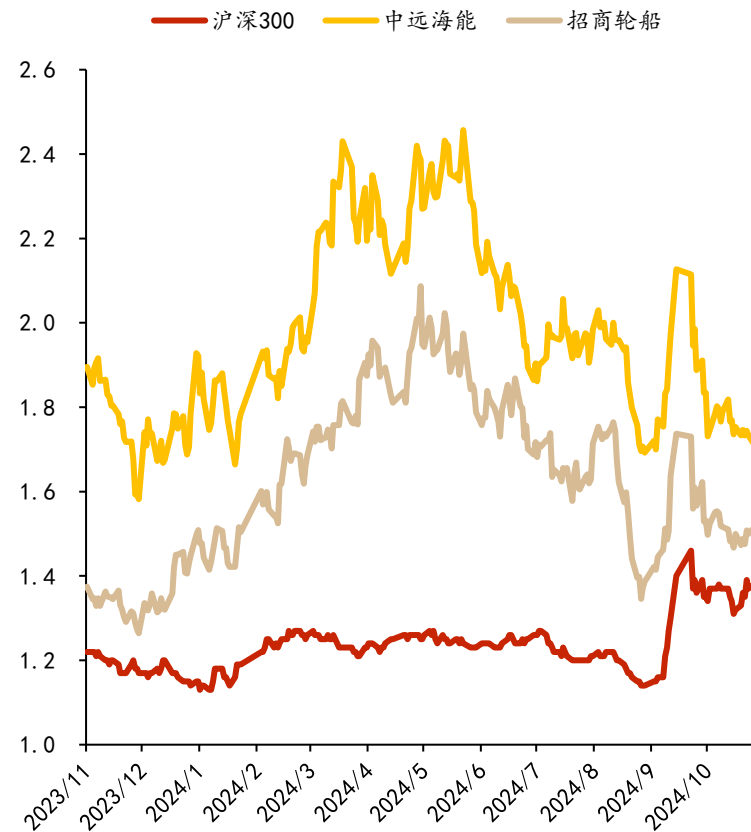


注：各板块周期位置仅做指示性参考。

图：中国船舶因造船大周期共识，PB估值水平明显高于中证50，中远海控估值则更偏底部水平



图：油运供给紧张支撑油运股PB估值，招商轮船的非油运业务略拖累估值



- 航运船舶板块受地缘、经济、特朗普政策等事件影响较大。这些“混乱”因素对不同市场的影响各异，唯有通过可能的发展趋势去寻找最受益方向。
- 供给紧张的油运、船舶周期景气度有共识，向上空间需要看需求复苏或事件性催化；散运和内贸集运在内需复苏下，向上空间增大；供给压力较大的集运，由于较低的估值和供应链脆弱性，在地缘风险度高和特朗普因素刺激下，或有较强短期机会。

图：在地缘、经济、事件、特朗普2.0政策等不确定因素下，通过确定性去判断高胜率或高赔率方向或将成为2025年选择投资方向的主要方式

图：航运船舶板块根据不同周期位置和不确定性因素，可分四类方向，而国内宏观复苏和全球混乱程度将成为关键要素



确定性

- 油轮新船有限+整体老化
- 集运新船交付放缓+供应链脆弱性
- 散运船队能效较差+新船有限
- 西芒杜铁矿预计25Q4投产
- 更严格的IMO中期法规



不确定性

- 特朗普2.0对俄、伊油态度
- 特朗普2.0关税
- 美联储降息节奏
- 中国铁矿进口增长的持续性
- 红海绕行持续性
- 新的地缘政治冲突
- 美东再次罢工等供应链事件

全球混乱度高

- 集运：估值较低且高分红，供应链的脆弱和高集中度下的强议价能力增益市场短期弹性，建议关注中远海控、海丰国际

全球混乱度高+内需复苏

- 油运：供给持续紧张，国内宏观复苏推动补库，全球混乱度高添风险溢价，估值阶段性低位，建议关注招商轮船、中远海能

大周期景气度高

- 船舶：绿色更新大周期+可观在手订单支撑估值，潜在重组可能提供短期弹性，建议关注中国船舶、中国动力、中船防务

内需复苏

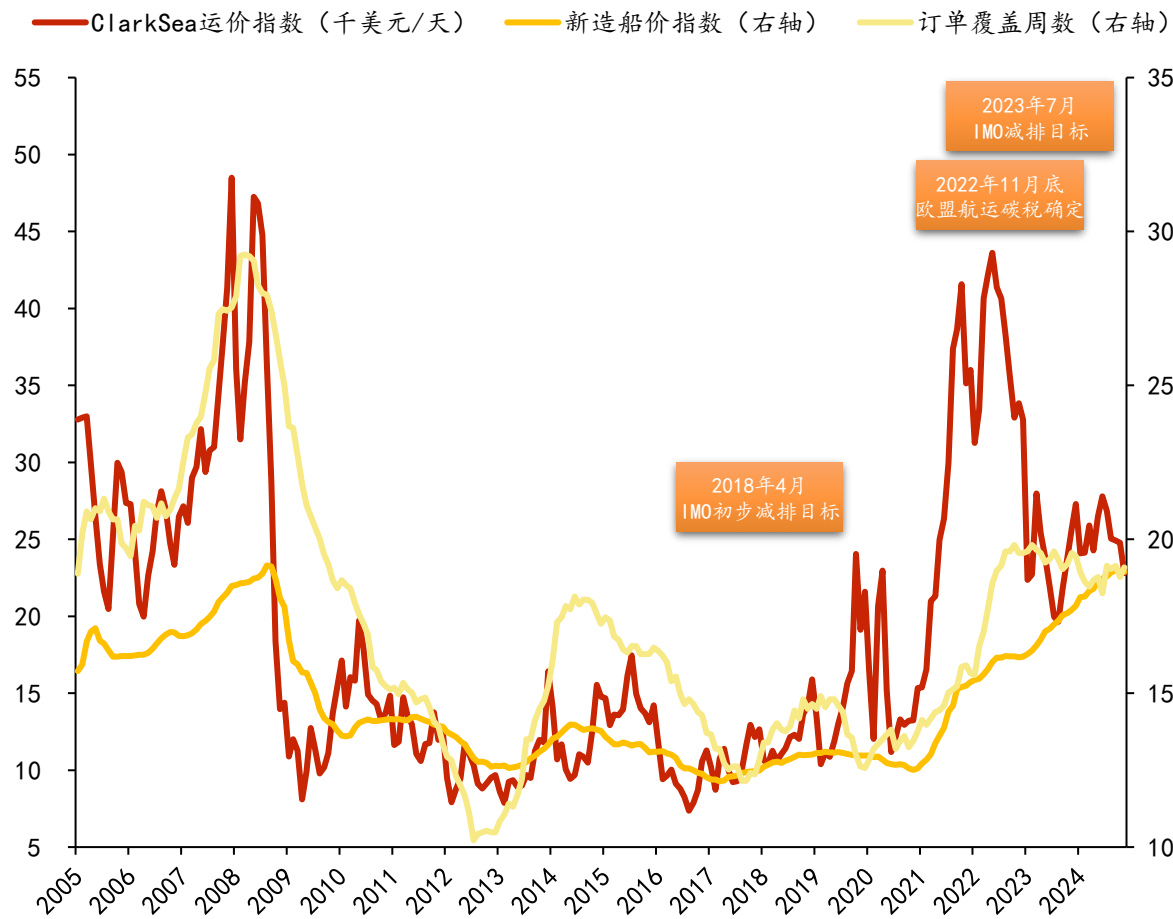
- 散运：国内宏观复苏支撑需求，叠加环保出清，市场复苏或将加速，估值向上空间打开，建议关注招商轮船、海通发展、国航远洋
- 内贸集运：建议关注中谷物流

主要内容

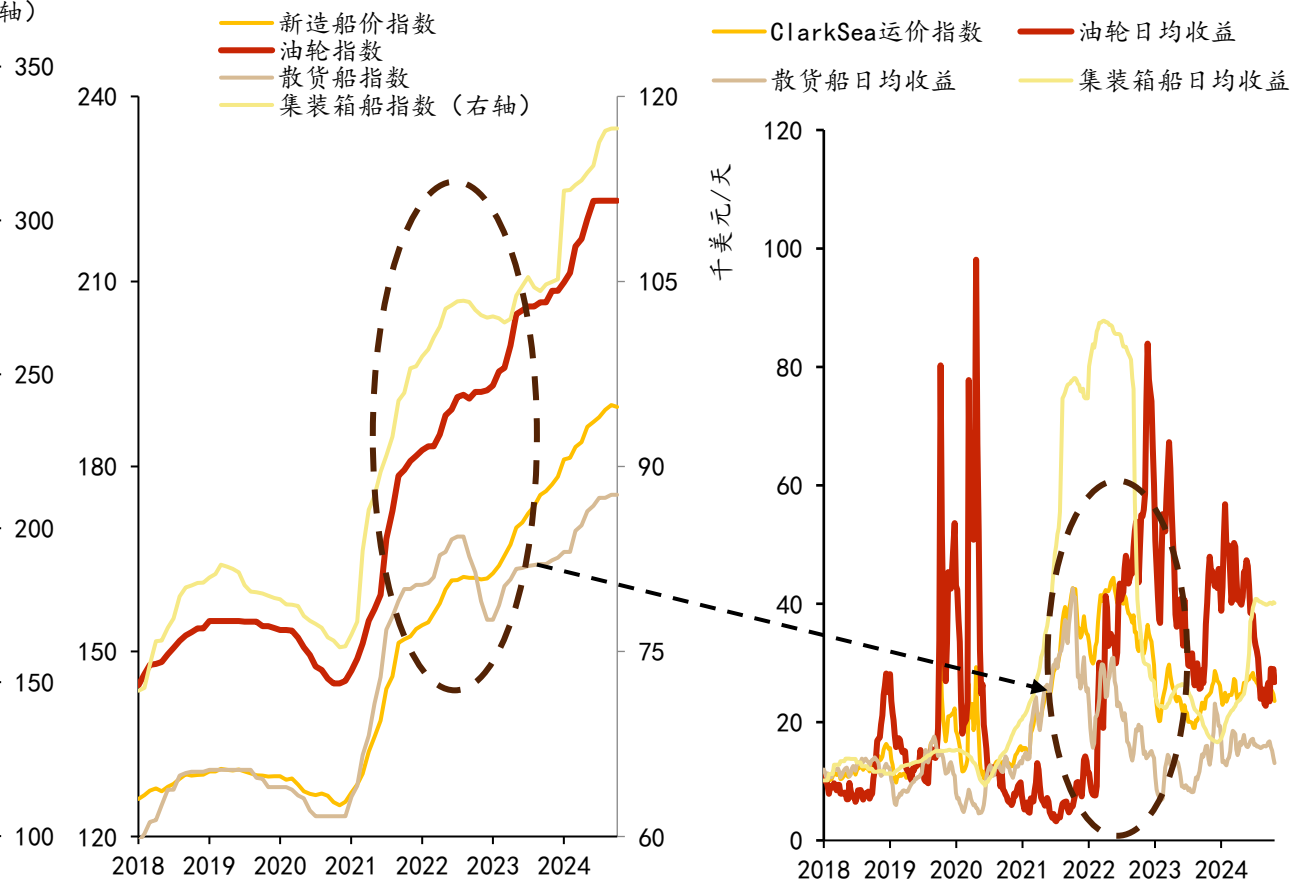
1. 综述
2. 船舶
3. 油运
4. 散运
5. 集运
6. 风险提示

- 2024年，新造船价指数全年缓慢爬坡上升，截至11月，克拉克森新造船价2024年累计增长6.2%。造船产能供给紧张叠加新燃料升级是主要推手。
- 航运市场是造船市场的主要资金来源，虽然本轮周期以绿色更新为主，但短期航运市场波动会影响造船活动情绪。

图：产能紧张+船舶绿色更新在2022年之后成船价核心驱动



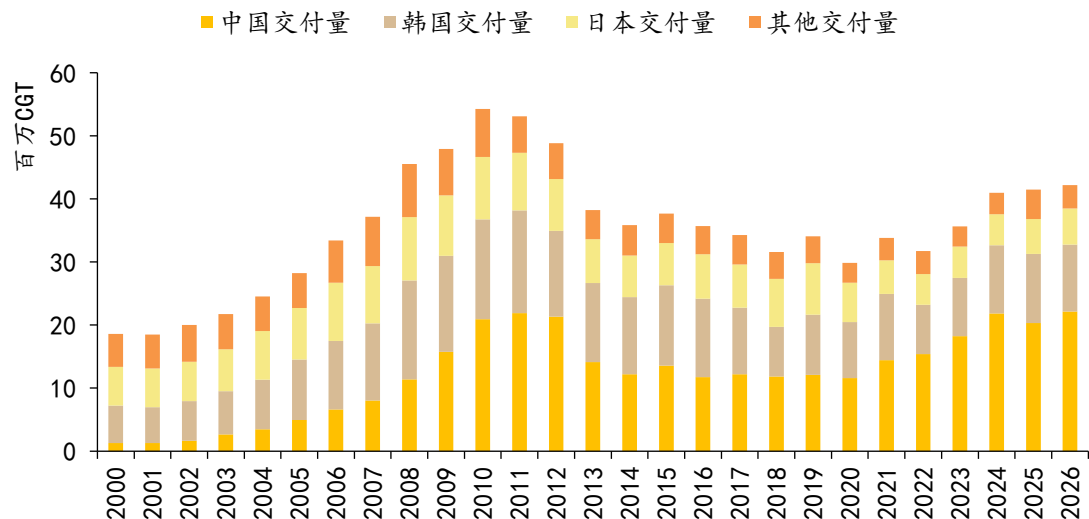
图：航运市场波动较大，且较造船市场周期短，会在市场调整时对新造船市场产生一定影响，特别是散货船



船舶-产能供给：产能供给持续增长，但后续潜力有限

■ 本轮周期供给侧最大特点是产能的结构性变化和增长有限。上轮船舶大周期，中日韩船厂产能持续扩张，世界新造船交付量高点较低点增长192%，而现在周期目前交付量仅增长41%（2020-2026）。预计至2030年，产能较2020年仅增长27%，且增量基本在中国。

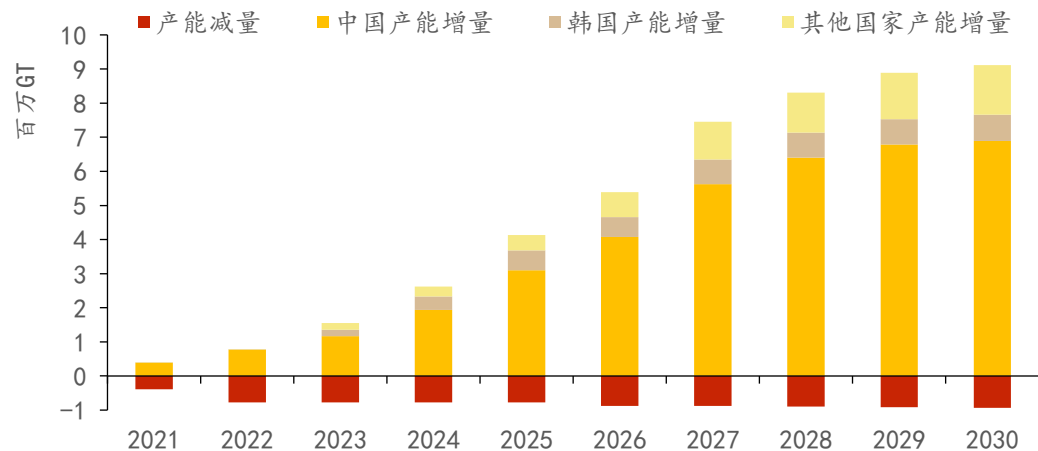
图：造船业持续出清后，中国成为本轮周期下产能主要增量地区



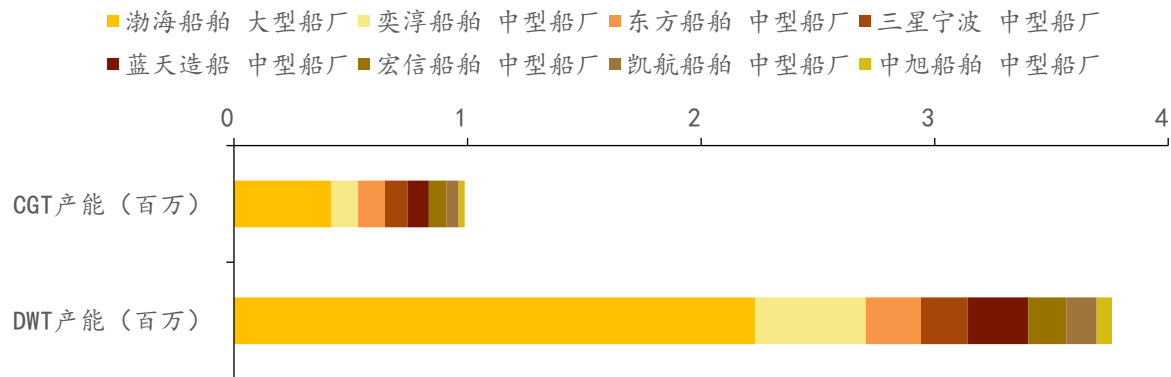
单位：百万CGT

年份	世界交付量	中国交付量	韩国交付量	日本交付量	其他交付量
2010	54.28	20.92	15.82	9.88	7.65
2020	29.87	11.59	8.87	6.24	3.18
vs2010	-45.0%	-44.6%	-44.0%	-36.9%	-58.5%
2024	40.97	21.86	10.79	4.91	3.41
vs2010	-24.5%	4.5%	-31.8%	-50.4%	-55.5%

图：全球产能持续增长，中国后续产能增长潜力有限



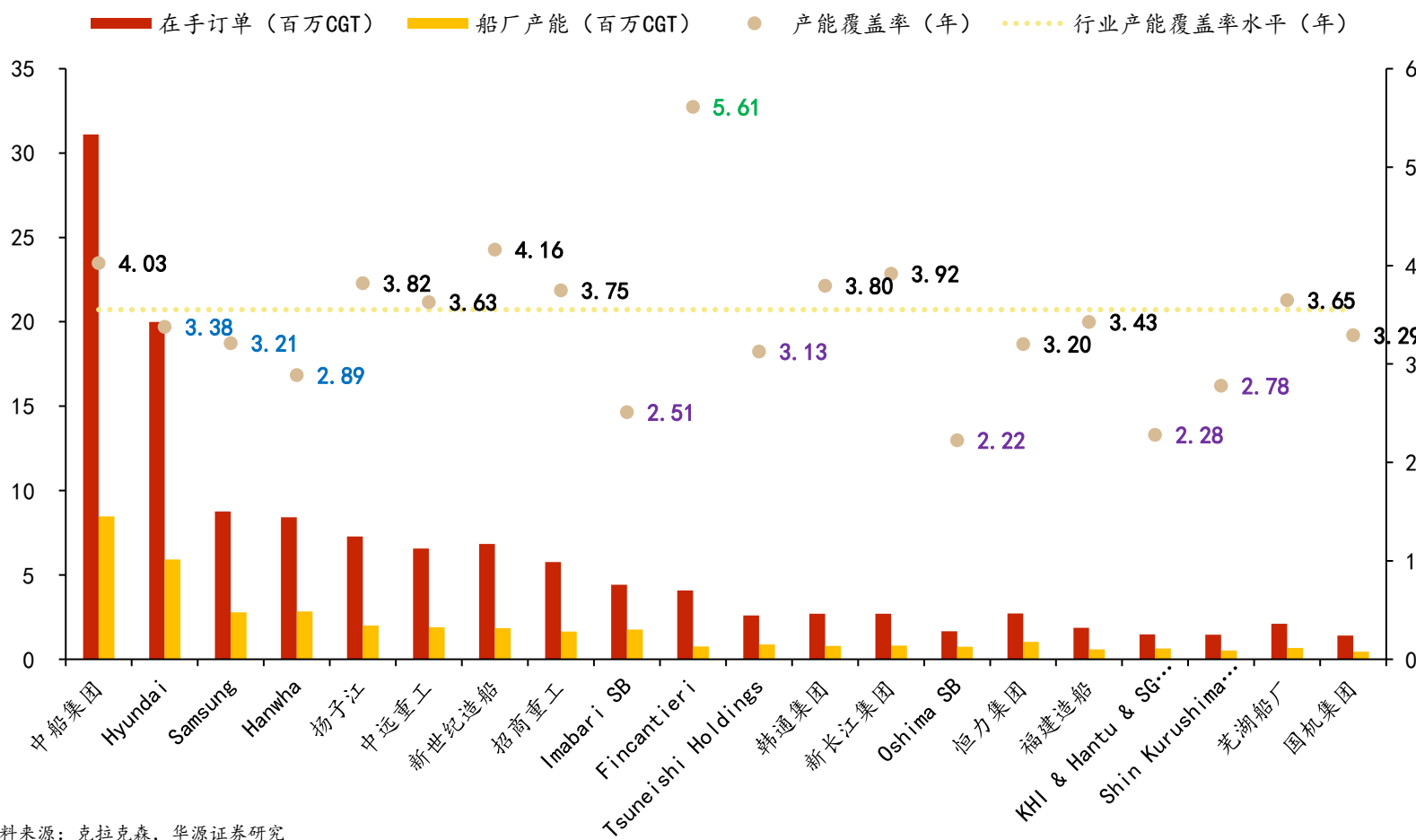
图：中国后续或可复活的僵尸产能仅有99万CGT



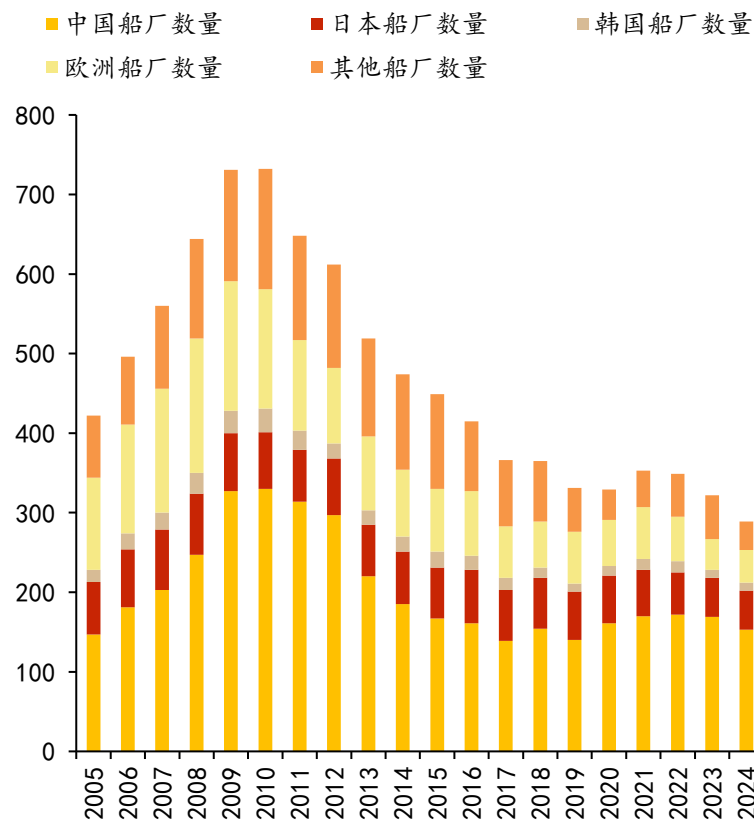
船舶-产能格局：全球船厂数量持续减少，头部船厂产能紧张订单外溢

- 本轮造船周期以来，并未出现与上轮周期相似的船厂数量与产能大量增加的情况。船厂产能有限增加的同时，船厂数量持续下降，特别是中国以外的船厂数量。
- 从产能覆盖率看，中国头部船厂的市场竞争力明显高于日韩船厂。中国前五大造船集团产能覆盖率基本在4年左右，而韩国三大船厂仅有三年。

图：中国头部造船集团订单饱和度明显高于日韩与其他集团

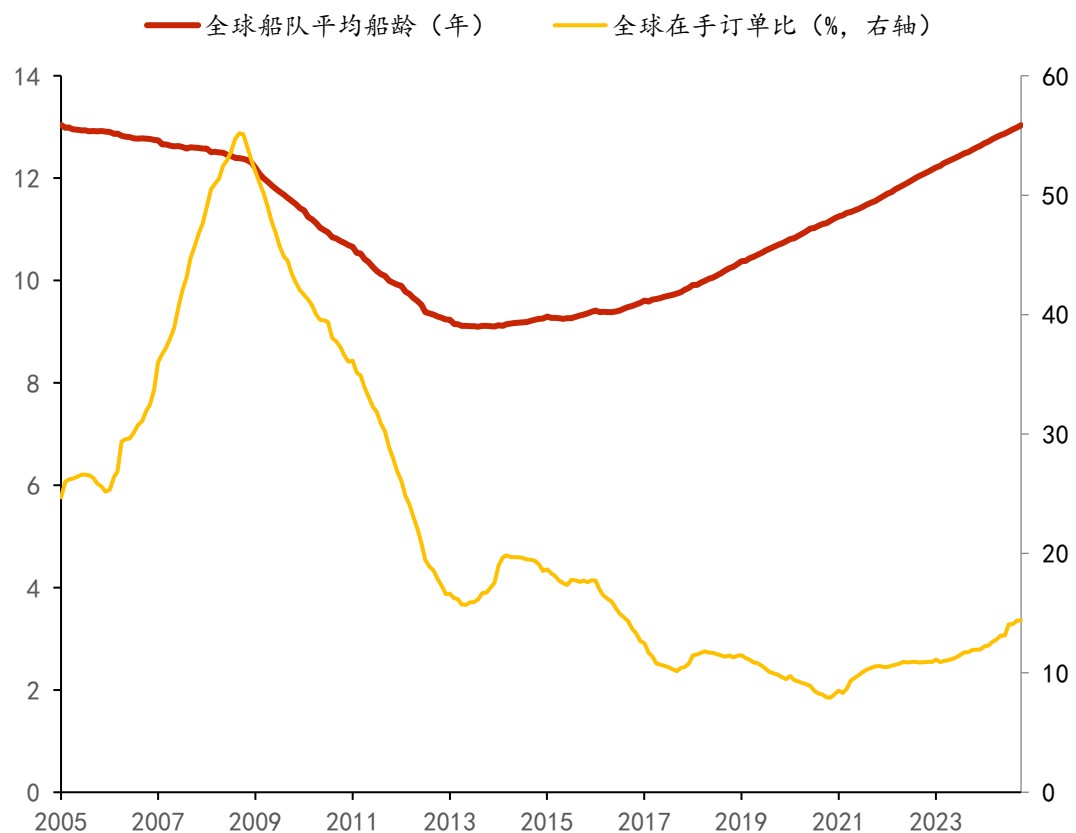


图：全球船厂数量持续减少，特别是中国以外船厂

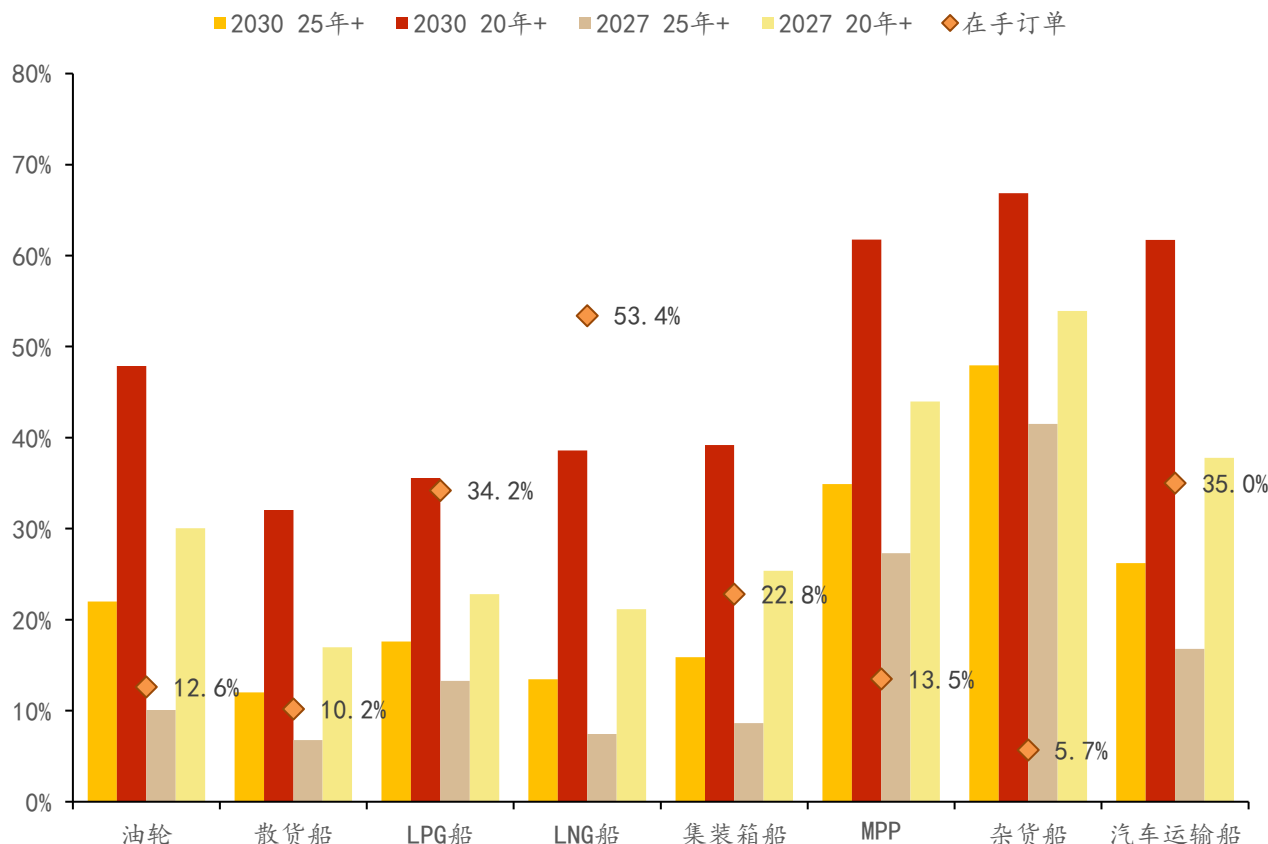


■ 全球船队船龄已超2005年峰值，但船厂订单仍在历史低位，油轮、散货船、MPP和杂货船的在手订单无法满足船队基本更新需要，集装箱船、汽车运输船仅满足基础更新需求，大量需求有待释放。

图：全球船队船龄一路走高，船厂订单量仍在历史低位，大量需求有待释放



图：考虑到造船产能已排至2027/28，油轮、散货船、MPP和杂货船的在手订单无法满足船队基本更新需要，集装箱船、汽车运输船仅满足基础更新需求

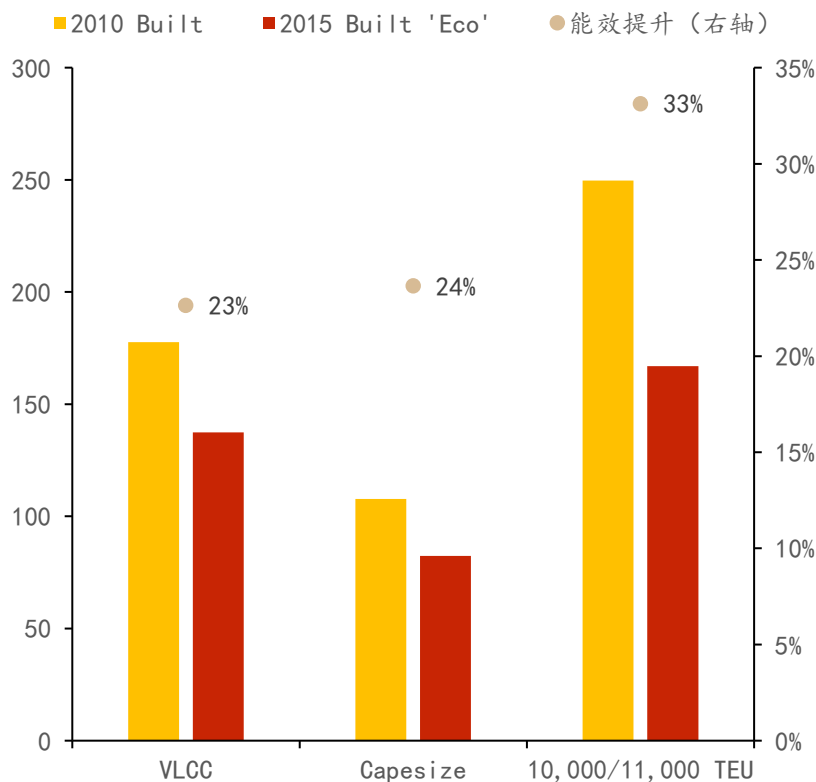


- 随着欧盟和IMO环保法规的相继实施，船东脱碳压力持续增加。
- 环保法规主要分为两类，其中，IMO实施的EEXI、CII和欧盟实施的EU ETS主要推动老旧船的加速淘汰，通过航行限制和额外费用去加大老船与新船的运营成本差距；欧盟实施的FuelEU和IMO初步拟定的GFS将直接推动船东去新造新燃料船舶去减少使用传统燃料的现有船队所承受的罚款。

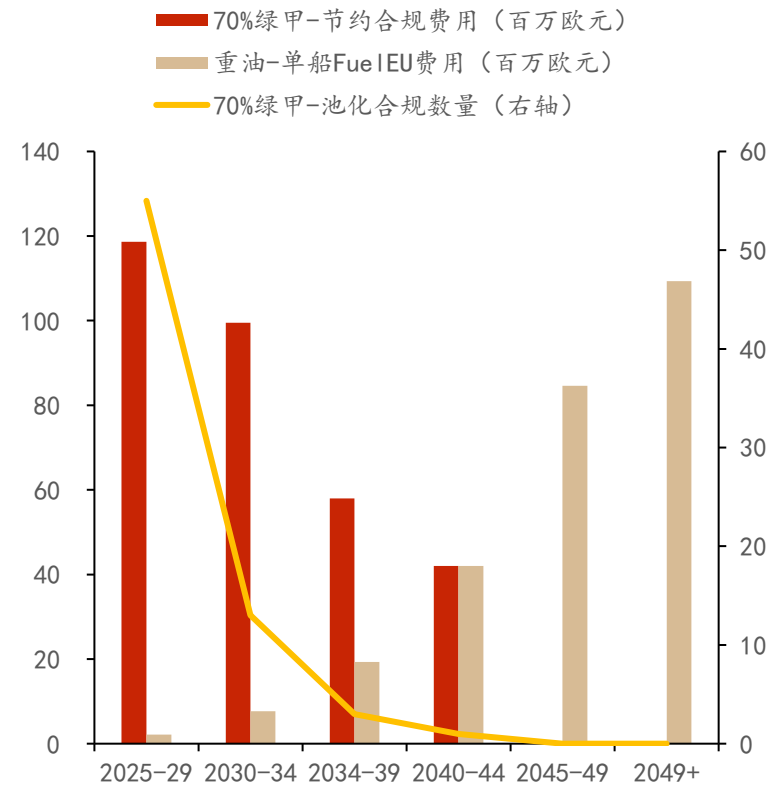
图：IMO与EU环保措施在2023-2027年接连实施，船东脱碳压力持续增加



图：CII和碳税等法规进一步扩大老旧船舶的运营劣势

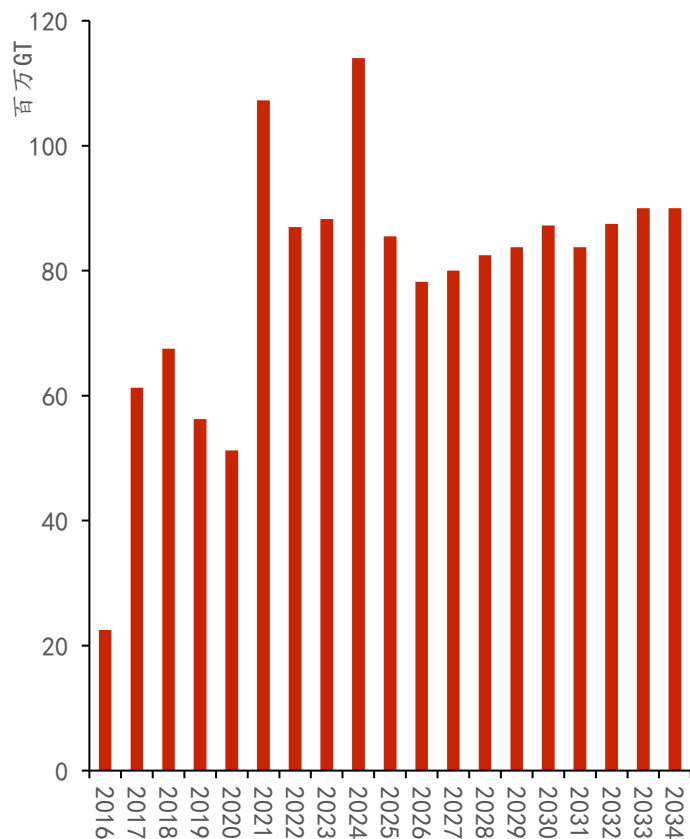


图：新燃料船舶可通过池化减少绿色燃料罚款（使用70%减碳绿甲的8k teu船案例）

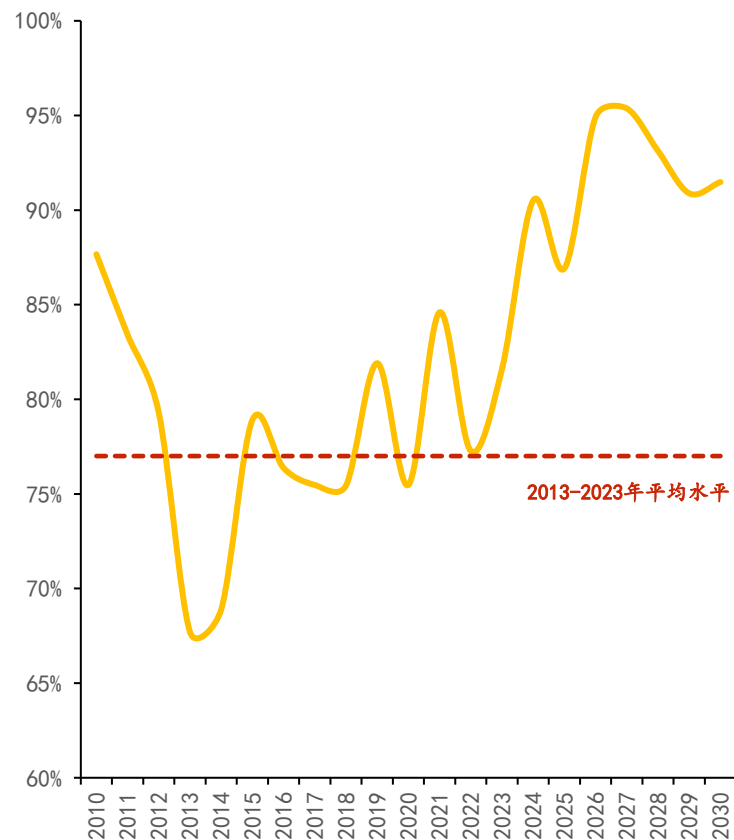


- EEXI、CII、EU ETS、FuelEU等船舶绿色法规逐步实施、趋严，刺激老旧且基本使用传统燃料的船队进行绿色更新，产能利用率维持高位，支撑运价提高。当前新造船价较调整通胀的历史高位仍有46%上行空间。

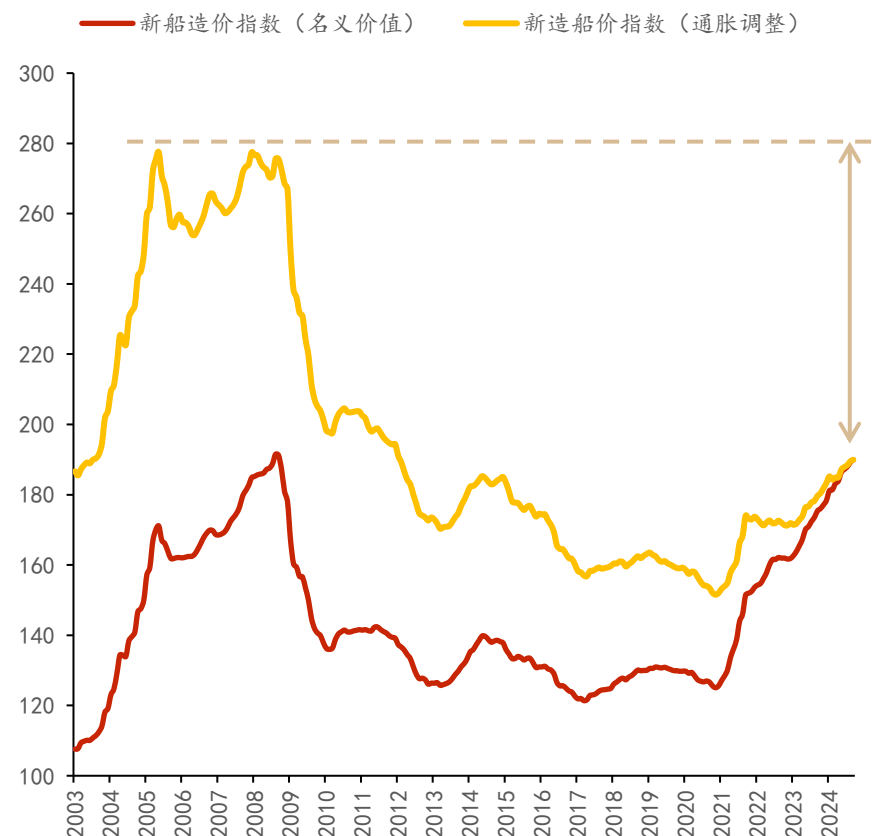
图：未来十年全球订单水平将保持稳定增长



图：产能利用率震荡上升，预计在未来6年持续紧张



图：新造船价折通胀后，较2008年船价高位仍有46%上行空间

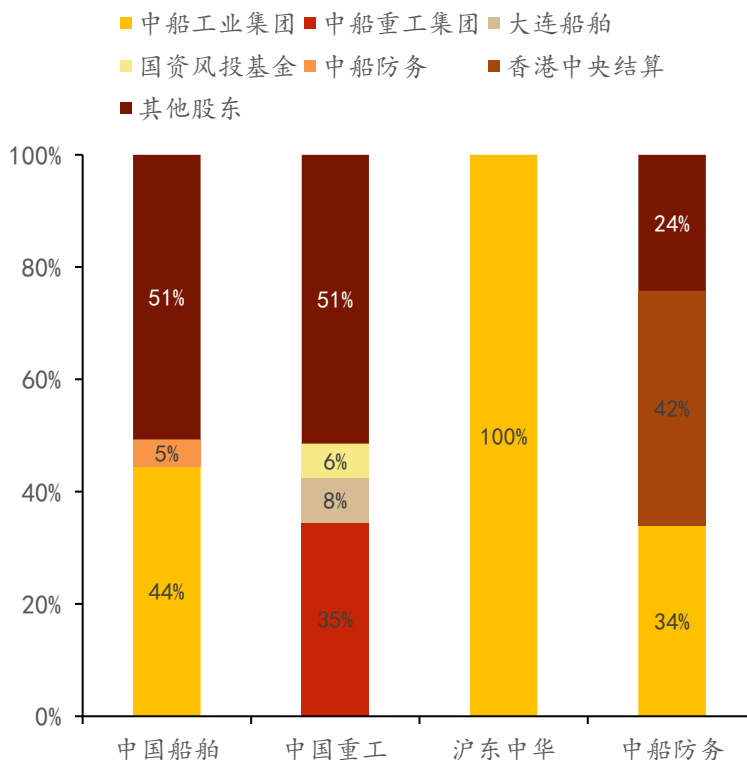


- 中船集团造船业务重组尚未完成。2019年南北船合并时，计划通过资产重组的方式解决同业竞争情况。同年，原计划中国船舶以资产置换方式收购中船防务股份，但因故终止。资产重组最终期限为2026年6月30日。中国船舶集团有限公司曾于2021年6月30日承诺，在5年内稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题。
- 2022年，中国船舶和中国重工把各自柴油机动力业务并入中国动力。2024年9月，中国船舶拟向中国重工全体换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工。中船集团下船舶修造主体，除了将吸收中国重工的中国船舶，尚有沪东中华（未上市）和中船防务（A+H）。

图：近年来中船集团及其前身的资产重组方案

时间	相关业务	并入主体	重组方案
2019方案 步骤一 (已完成)	船舶修造	中国船舶	中国船舶发行股份购买江南造船100%股权、外高桥造船36%股权、中船澄西21%股权、广船国际51%的股权、黄埔文冲31%股权
2019方案 步骤二 (已完成)	动力设备	中国船舶	中船集团以持有的中船动力100%股权、中船动力研究院51%股权、中船三井15%股权出资，中国船舶以持有的沪东重机100%股权出资，共同设立中船动力集团
2019方案 步骤三 (已终止)	船舶修造	中国船舶	中船防务以持有的全部黄埔文冲 55%股权、广船国际 46%股权与中国船舶及中船集团持有的中船动力集团控股权进行资产置换
2022方案 (已完成)	动力设备	中国动力	中船柴油机以自身股权作价，收购关联方中国船舶、中国重工、中国船舶工业，持有中国船柴100%股权、陕柴重工100%股权、河柴重工100%股权、中船动力集团100%股权
2024方案 (进行中)	船舶修造	中国船舶	中国船舶向中国重工全体换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工

图：中船造船系上市公司和重要未上市船厂主要股东及持股比例



图：中船造船系上市公司和重要未上市船厂待交付订单总额与各年份交付总额（截至2024.11.11）

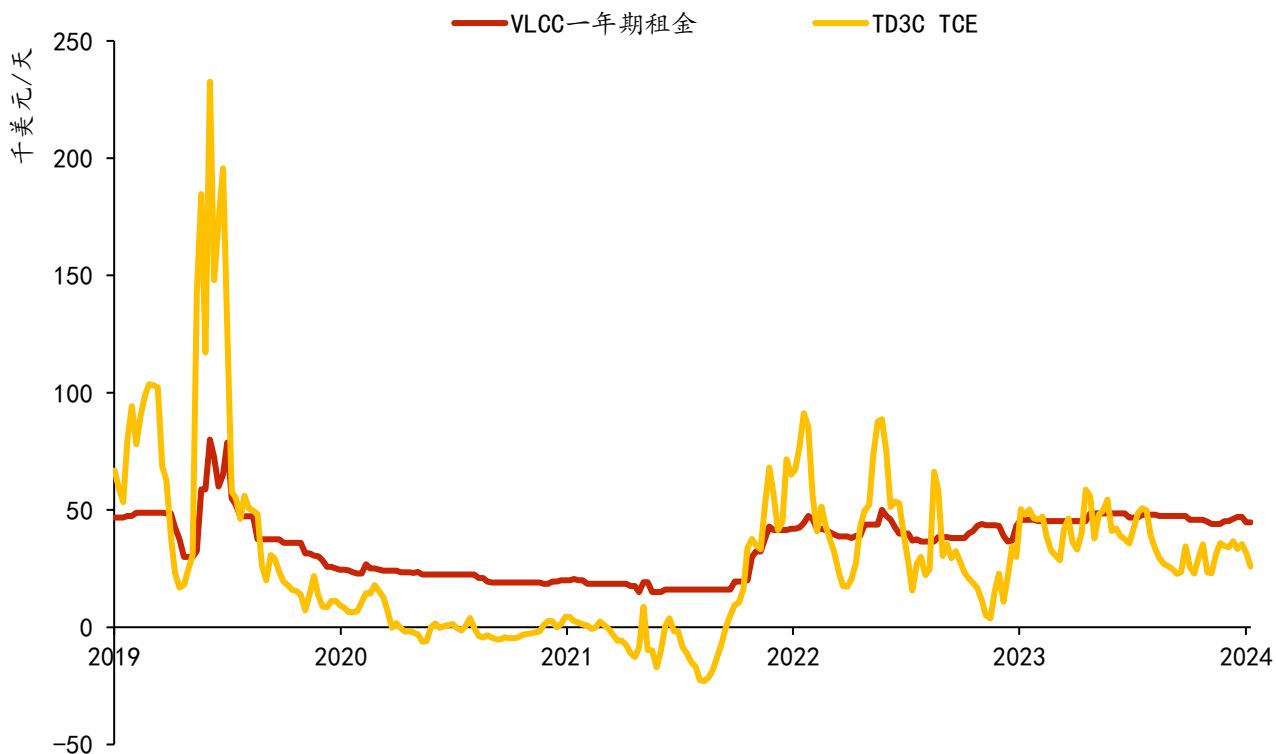
交付年份 (百万美元)	中国船舶	中国重工	沪东中华	中船防务
2024	7,910	3,401	2,395	935
2025	7,041	3,619	2,775	1,044
2026	10,309	5,296	4,230	1,000
2027	12,845	7,108	5,072	1,372
2028	4,229	3,090	4,651	1,548
2029	647	146	3,669	133
2030			2,743	
2031			1,817	
待交付订单 总额	37,310	20,263	25,207	5,245

主要内容

1. 综述
2. 船舶
3. 油运
4. 散运
5. 集运
6. 风险提示

- 受油价高位、OPEC+减产等方面的影响，运量需求相对疲软。油运市场面临“无油可运”的尴尬局面，但运力紧张使期租租金整体仍处于高位。
- 预计随非OPEC+国家扩大产量、OPEC+复产，将有效刺激运量需求，缩小供需缺口。中长期来看，我们认为油运市场进入上行周期的基本面不会改变。

图：VLCC即期市场虽有波动，但中期供给紧张仍支撑期租租金



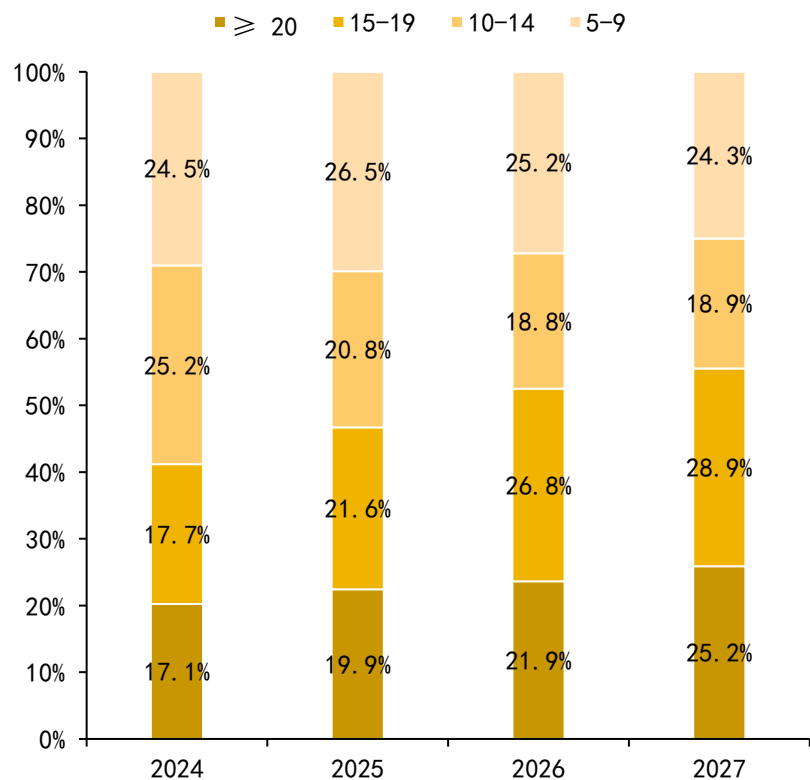
图：原油油运市场供需预测

运量需求	百万Dwt			需求预测			
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2025%	2026%
VLCC	179	188.3	190.8	198.2	203.4	3.90%	2.60%
Suezmax	74.8	79.3	82.1	84.4	86.2	2.80%	2.10%
Aframax	53.1	56.8	57.8	59	59	2.00%	0.10%
总需求	310.3	327.7	333.9	344.5	351.3	3.20%	2.70%
yoy	7.70%	5.60%	1.90%	3.20%	2.00%		

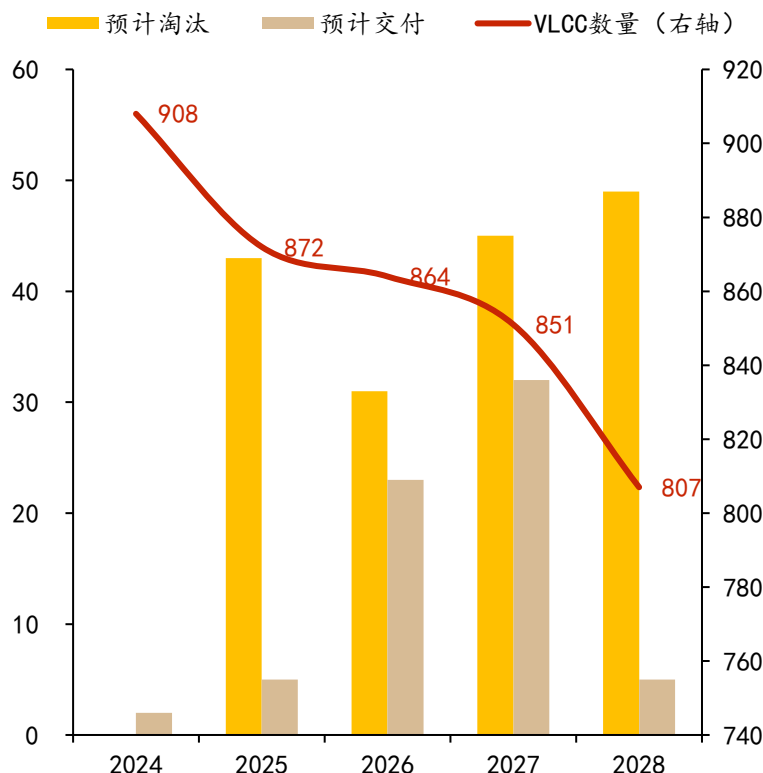
油运运力	百万Dwt			供给预测			
	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2025%	2026%
VLCC	255.8	268.3	268.5	269.8	275.7	0.50%	2.20%
Suezmax	92.7	94.3	95.1	98.7	103.6	3.80%	5.00%
Aframax	70.7	72.9	73.1	73.5	74	0.50%	0.60%
总供给	423.7	440	441.1	446.2	457.4	1.10%	2.50%
yoy	5.10%	3.80%	0.30%	1.10%	2.50%		

- VLCC预计交付量远少于预计淘汰量，新造船能力有限，难补老旧运力空缺。当前船队面临老龄化，目前15年以上老船占比达34.78%，预计老龄化程度还将进一步加深。
- 供给侧紧张确定性较高，运力收缩支撑油运股估值。

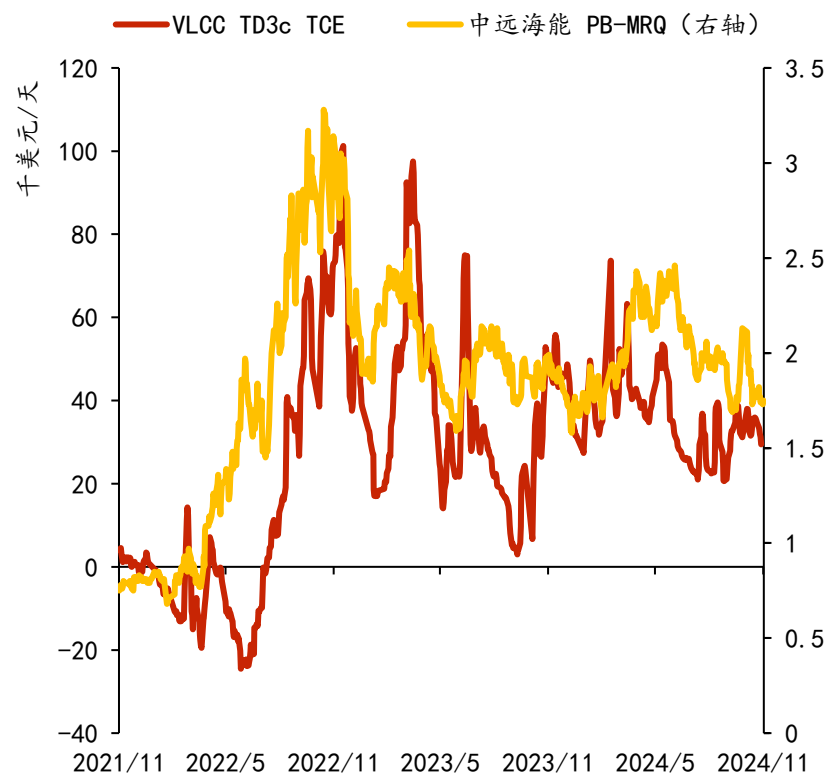
图：VLCC持续老化，2027年将有过半船队超15岁



图：VLCC新船难补老船空缺（单位：艘）



图：运力紧张支撑油运股估值

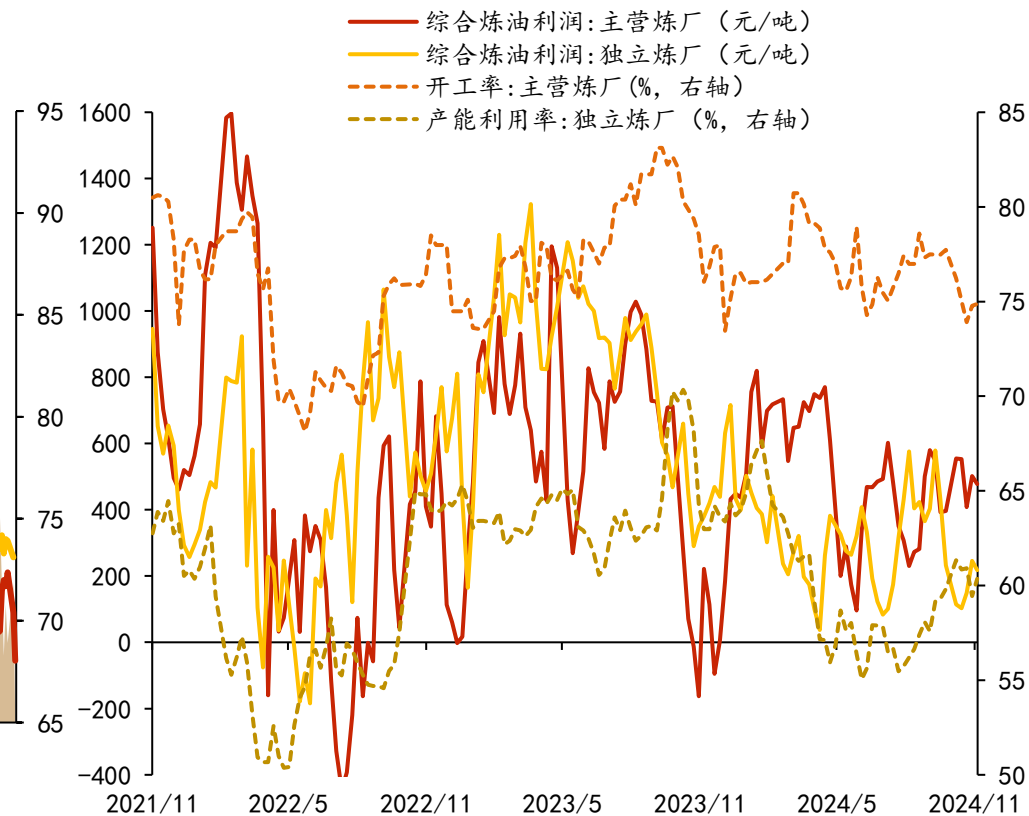
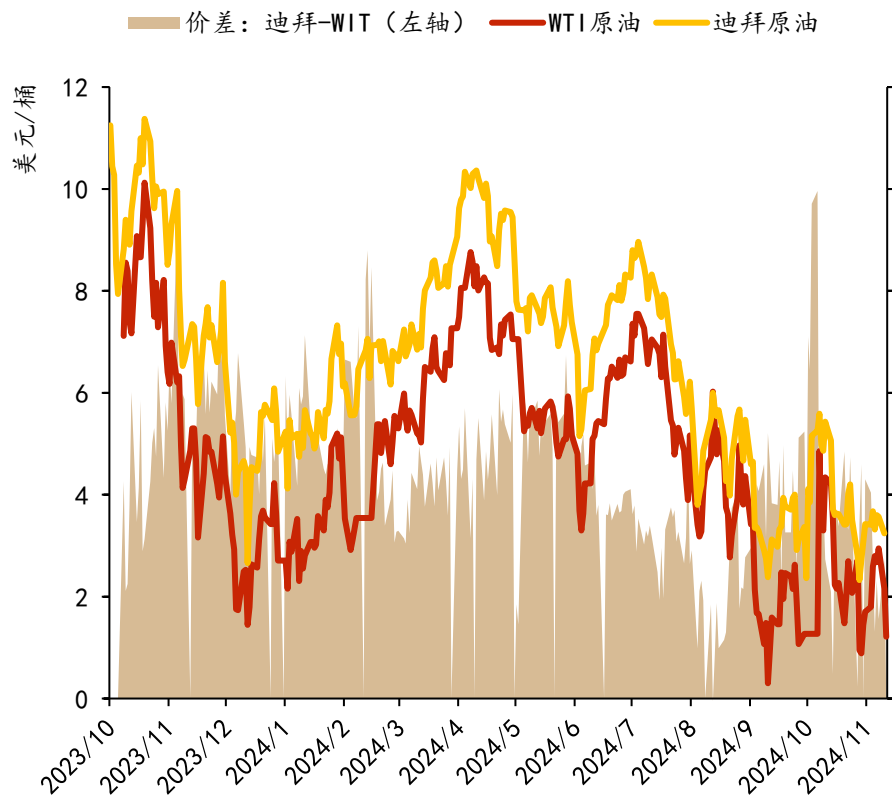
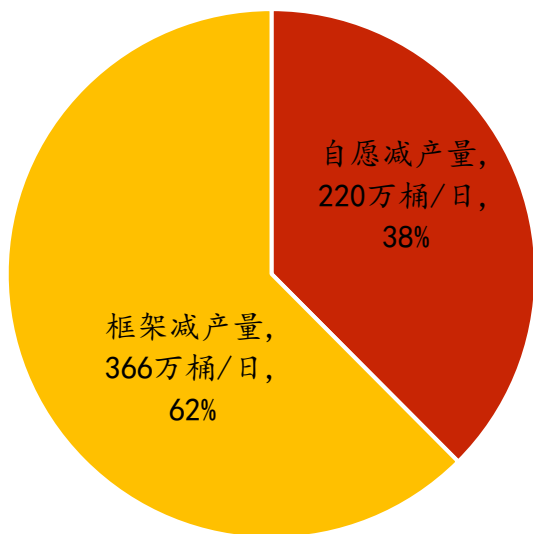


- 从2022年以来，OPEC+为支撑油价持续减产，OPEC+目前减产规模达586万桶/日，期间牺牲全球产量份额1.5%（2022年OPEC+供应量占全球产量33.2%，2024年Q3为31.8%）。
- OPEC+减产计划持续，导致油价偏高，影响炼油利润，迫使下游需求转向更便宜但有风险的原油来源。

图：OPEC+目前总减产产量共586万桶/日

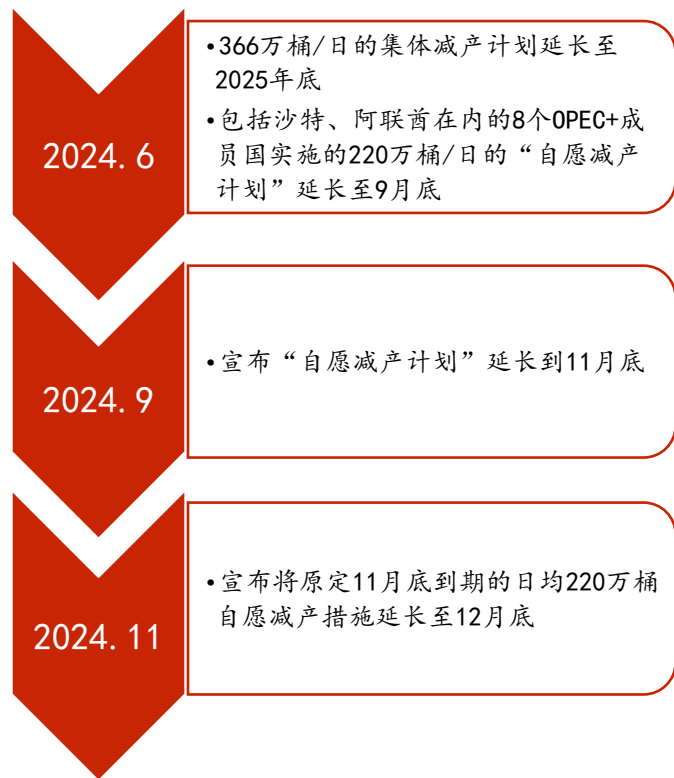
图：国际原油现货价

图：高油价影响炼油利润，中国独立炼厂开工率低

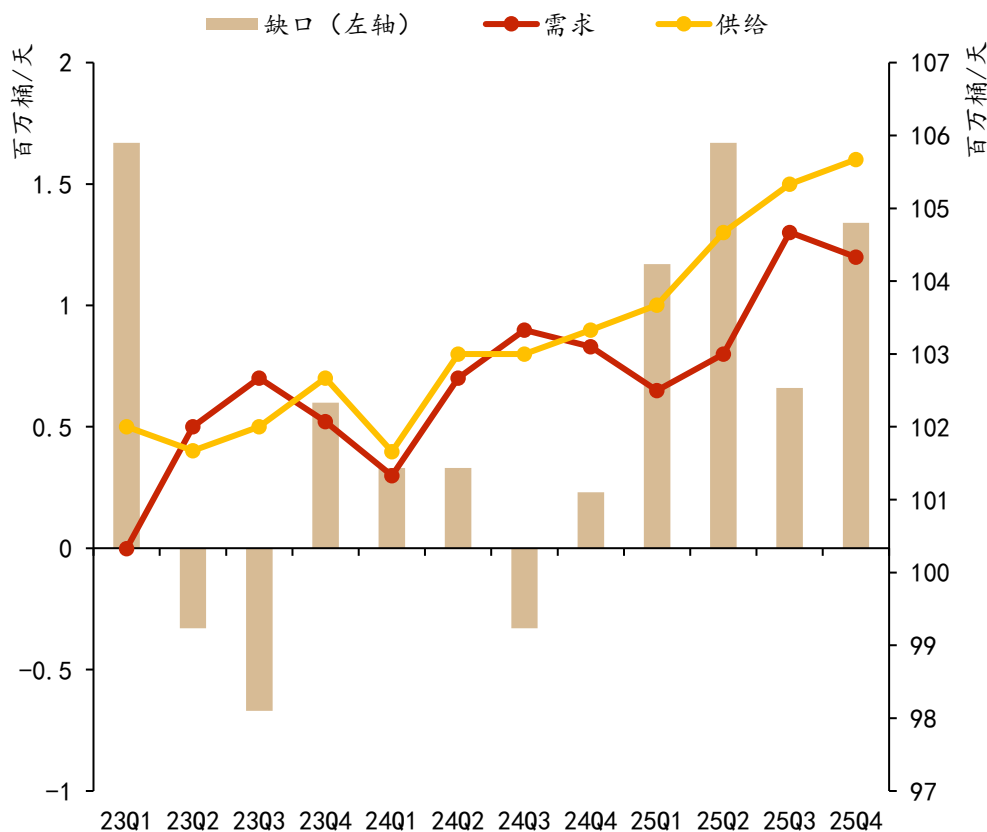


- OPEC+今年持续推后复产计划，其中包括自愿性减产及集体减产，明年OPEC+何时顺利复产将成为改变原油供给的重大变量。
- 石油市场预计供应充足，预计2024年全球石油需求将增长近0.9百万桶/日，2025年将增长约1百万桶/日，远低于2023年的2百万桶/日，同时以美洲为首的非OPEC+石油供应强劲增长，今年和明年都将增长约1.5百万桶/日，未来市场或面临大量过剩，支持补库活动。

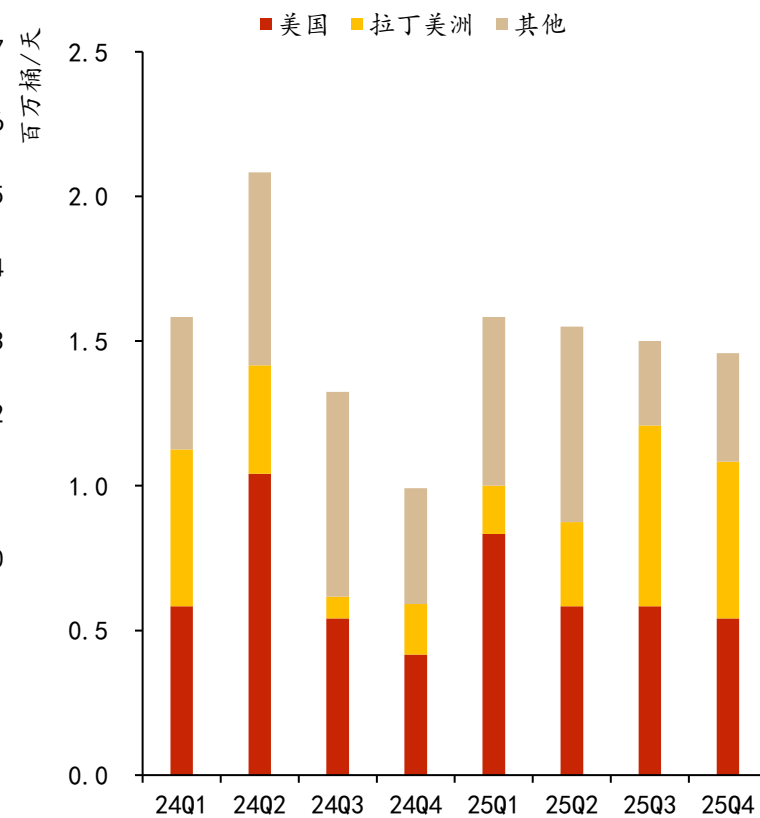
图：OPEC+多次推后复产时间线



图：原油供需预测



图：非OPEC+原油产量增量



- 特朗普2.0，对内主张大力发展化石能源，以实现“能源独立”的战略目标；对外则采用制裁施压的手段，打击俄罗斯、伊朗等国原油贸易。
- 2018年-2020年，即特朗普1.0时期，俄罗斯、委内瑞拉、伊朗原油出口均遭受打击，明显下滑。2020年以后，三国原油产量有所回升，其中伊朗油上升幅度最高。当前黑船贸易挤占合规船队市场。特朗普2.0时期对伊朗、俄罗斯的态度与外交手段将极大扰动非合规原油供应，为合规原油增产创造空间。若伊朗原油海运出口回到特朗普1.0时期，且OPEC+顺势增产，或增加203船VLCC等效货量，相当于VLCC合规运量的6.6%。

图：特朗普2.0能源主张

放开油气开采限制

在充分纳入特朗普主张的共和党2024年党纲中，首条政策要点是开采和释放包括油气在内的所有能源生产，取消对能源生产的限制和终止“社会主义绿色新政”，继续令美国成为世界最大的油气生产国

结束俄乌战争，但解除俄油制裁较难

特朗普结束俄乌战争意向明确，但随着美油供应加强，全球原油供过于求带动油价下滑，考虑市场份额与前景，预计对俄油制裁仍将延续

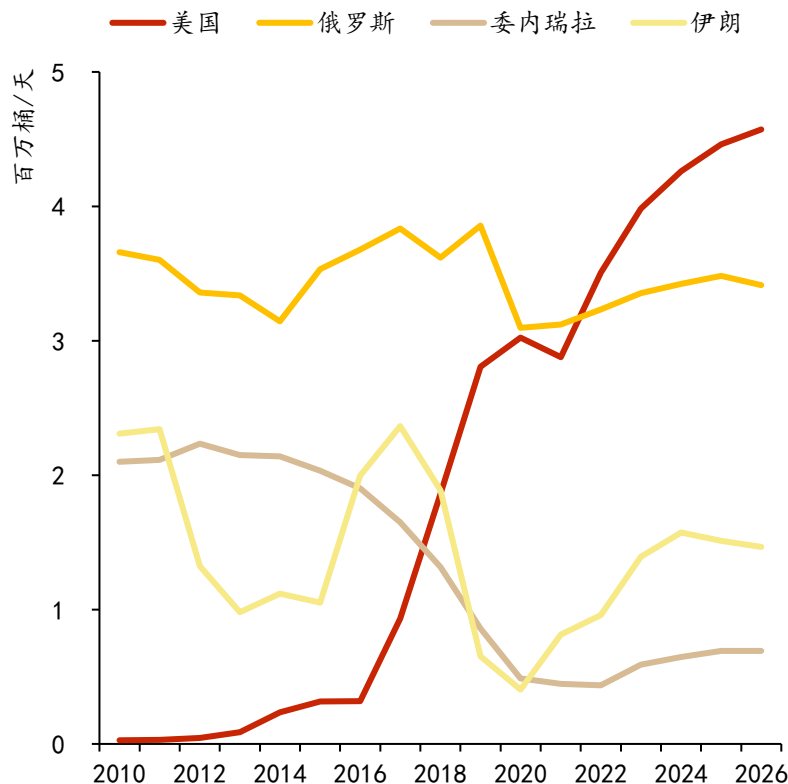
加大对伊制裁

特朗普计划在他的第二个任期内对伊朗采取强硬策略，遏制其石油销售，并承诺在“外交上孤立伊朗，在经济上削弱伊朗”

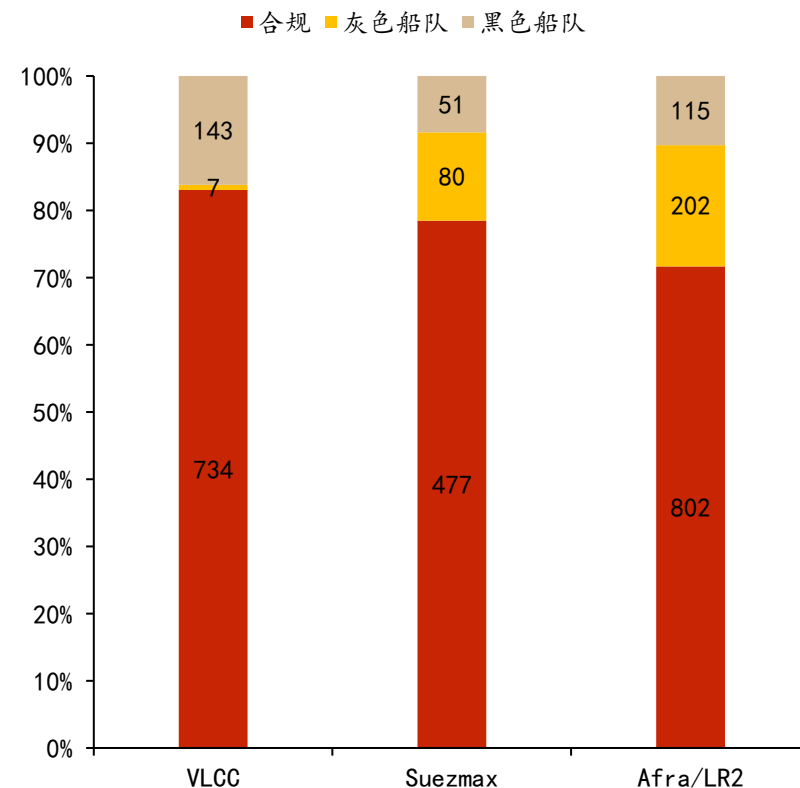
降低国内油价

特朗普声称要在他上任之后使国内油价减半，让美国获得“世界上最便宜的能源”

图：美、俄、伊、委内瑞拉原油出口量



图：各船型黑船及合规船只规模



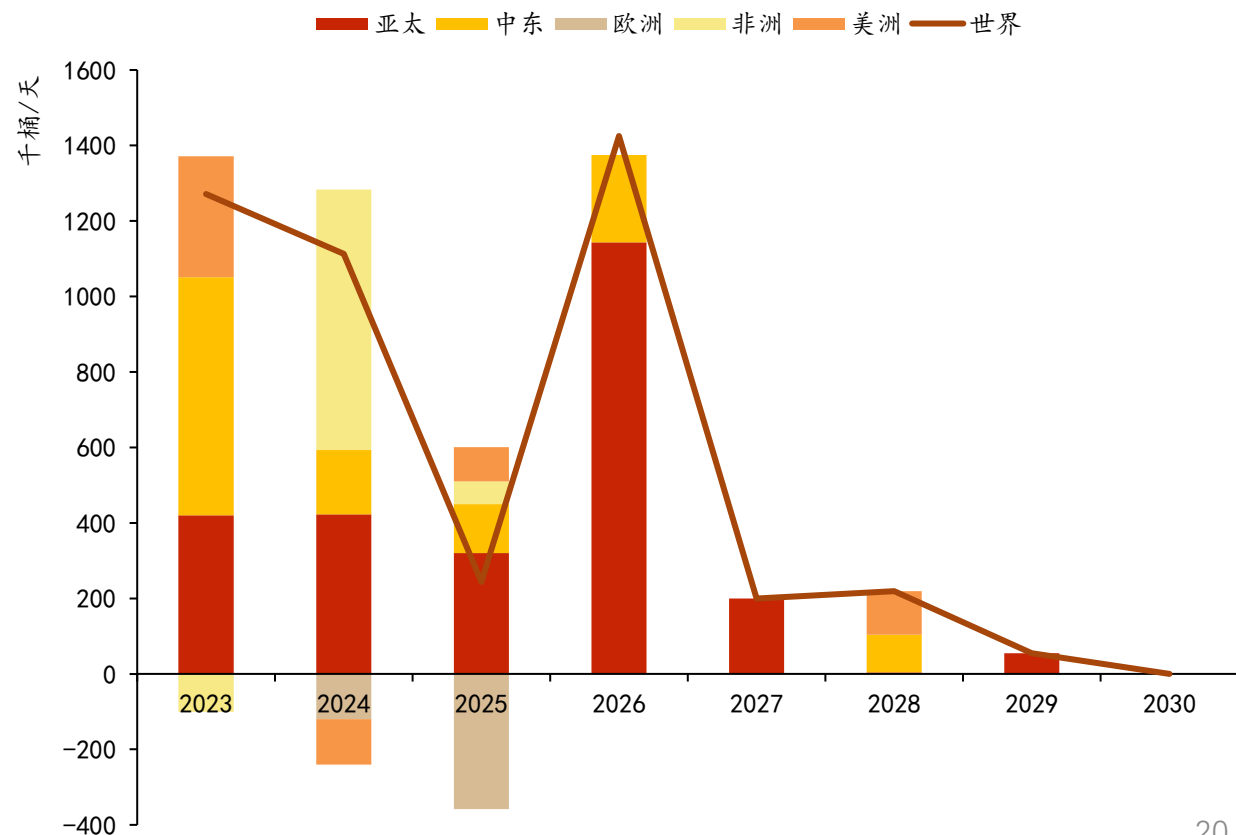
- 全球炼厂产能分布格局发生改变。2020-2023年，发达国家为追求低碳环保，关停大量炼厂，而中国、印度、中东炼厂贡献提升。炼厂东移使得成品油运输航线运距拉长，市场需求长期受益。
- 炼厂产能东移趋势预计将在未来持续，亚太炼能增量利好区域内成品油贸易。展望中长期成品油贸易格局，IEA预计全球炼厂产能增长将在2026年后放缓，以印度和中国为主的亚太地区将为主要增量。

图：东油西运利好成品油市场需求

运量需求	百万Dwt				需求预测		
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2025%	2026%
LR2	25.7	29	32.6	34.4	35.5	5.30%	3.40%
LR1	18.6	19.7	20.7	20.7	20.7	0.20%	0.00%
MR/Handy/SR	59.9	61.4	63.5	65.2	66.8	2.60%	2.50%
总需求	104.2	110.1	116.8	120.3	123.1	2.90%	2.30%
yoy	4.00%	5.70%	6.10%	2.90%	2.30%		

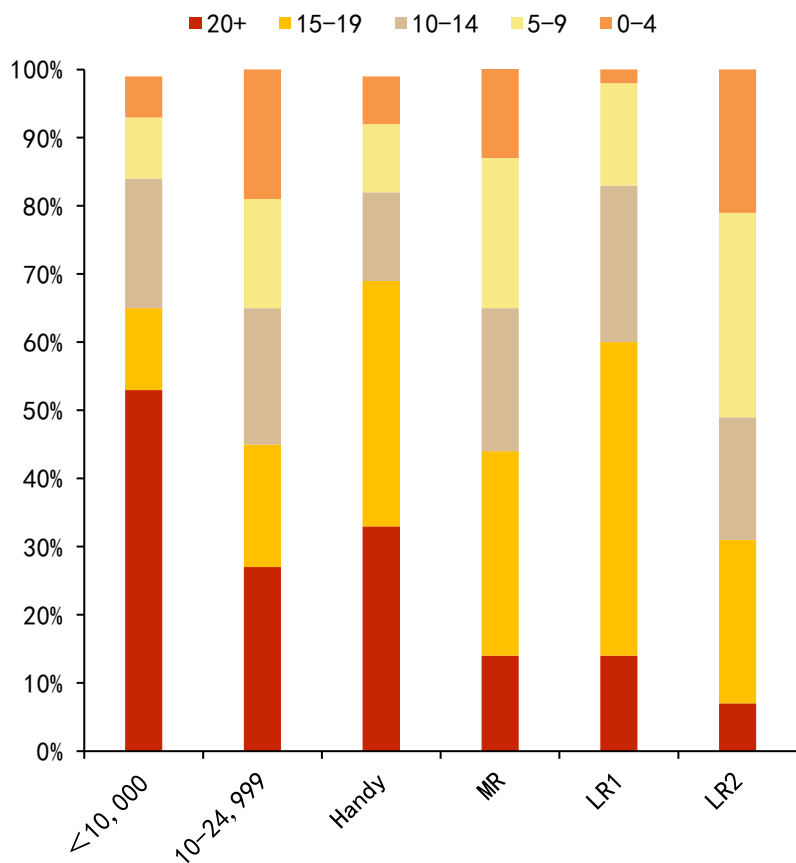
成品油运力	百万Dwt				供给预测		
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2025%	2026%
LR2	44.9	47.9	49.8	55.5	61.1	11.40%	10.00%
LR1	27.7	27.3	27.6	28.3	29.5	2.50%	4.40%
MR/Handy/SR	101.7	103.1	104.4	108.1	113.5	3.50%	5.10%
总运力	174.3	178.4	181.9	191.9	204.2	5.50%	6.40%
yoy	2.60%	2.30%	2.00%	5.50%	6.40%		

图：炼厂东移利好亚太区域内成品油贸易

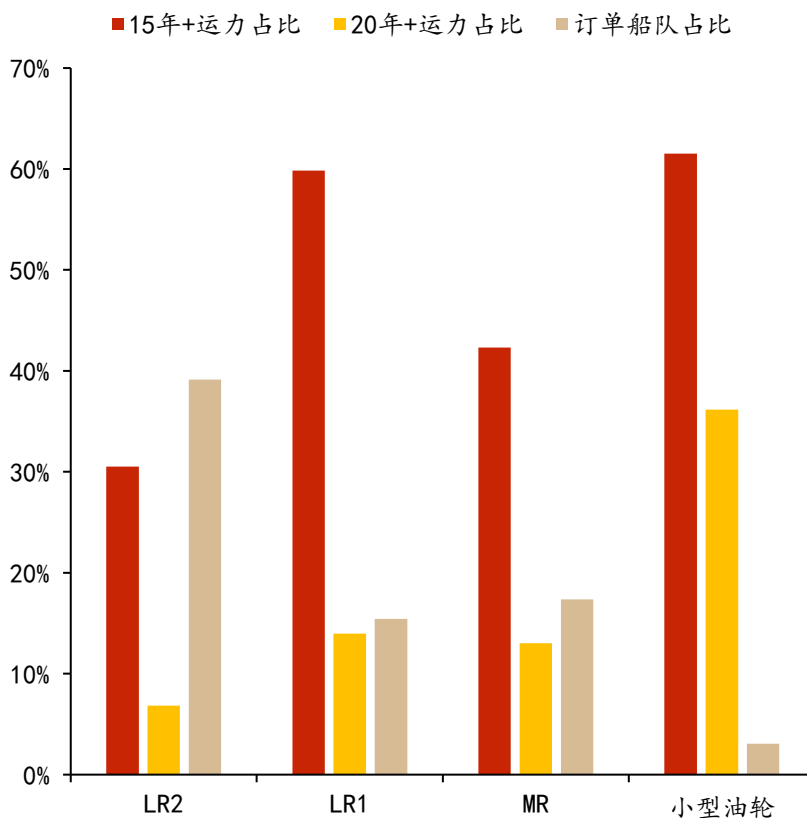


- 船队老龄化促使船东低速航行，运力供给缩减。且在手订单远少于15年以上老船，更新缺口可观，供给收缩确定性较高。
- 船队CII表现差，获A-C评级船舶数量仅占成品油轮总数47%，船队环保压力较大，预计被迫减速运营。

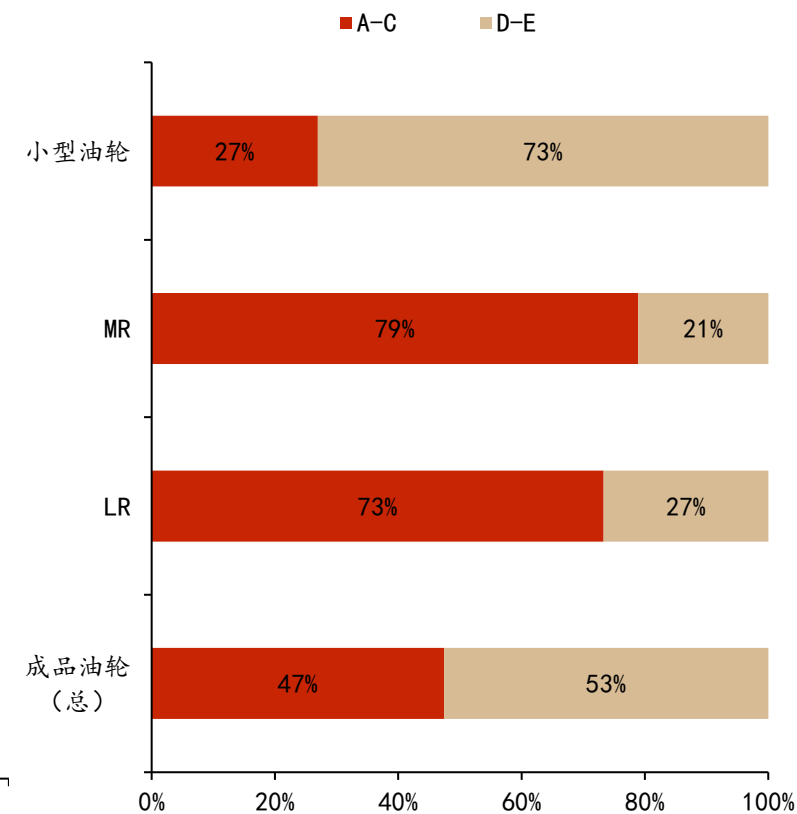
图：各船型船队面临船舶老化



图：新船难补老船空缺



图：CII评级表现差

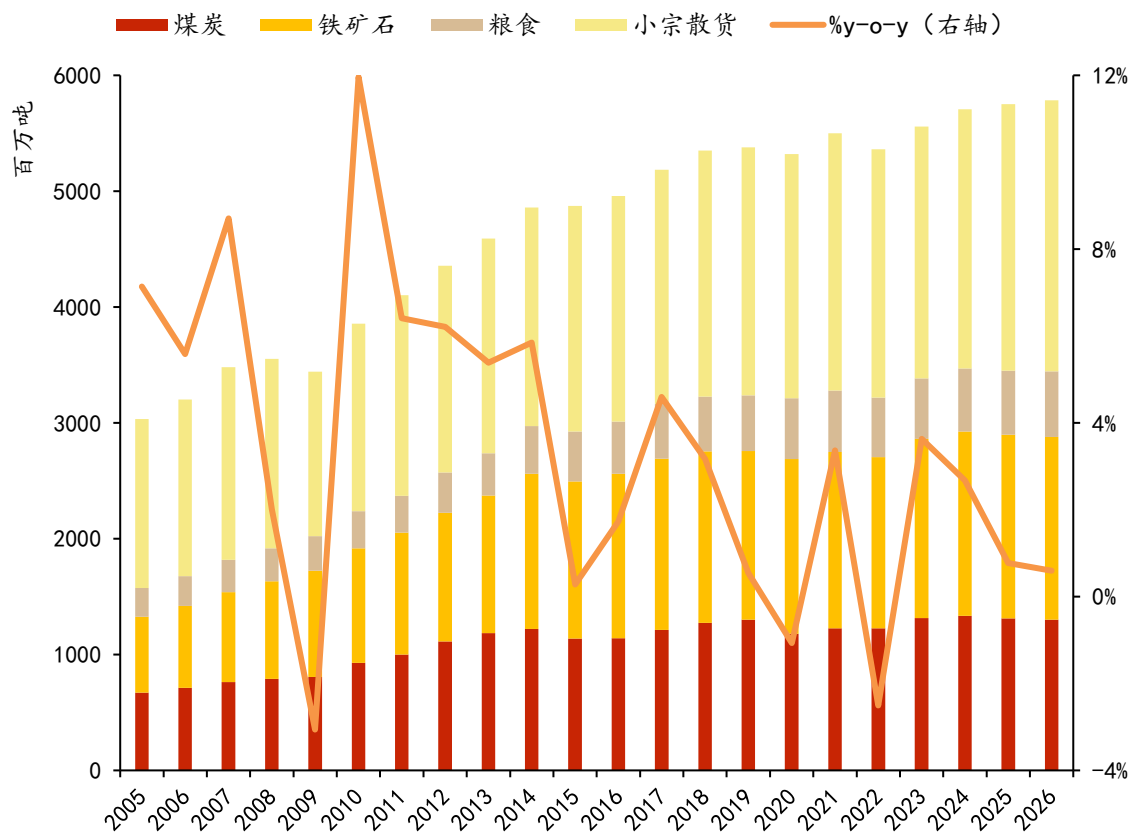


主要内容

1. 综述
2. 船舶
3. 油运
4. 散运
5. 集运
6. 风险提示

- 散运供需双弱，环保法规出清运力，市场持续复苏。受环保法规的推动和美联储降息影响，散运市场持续复苏。
- 好望角船型供给紧张确定性较高，同时受几内亚因素影响，需求量大，建议特别关注。

图：干散货贸易量整体仍是增长趋势，但整体增速有所下降。



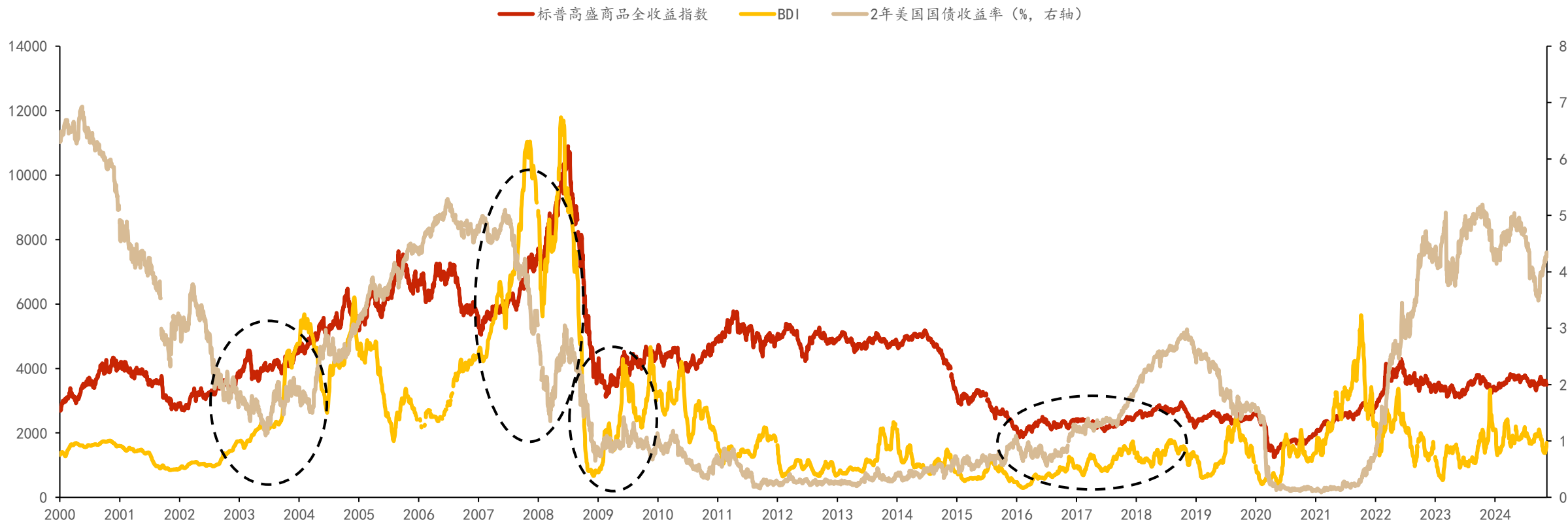
图：散运市场供需预测

干散贸易	百万吨			增长趋势			
	2022	2023	2024(f)	2025(f)	2026(f)	2025%	2026%
铁矿石	1,478	1,544	1,593	1,586	1,578	-0.4%	-0.5%
煤	1,228	1,316	1,334	1,312	1,300	-1.6%	-0.9%
粮食	512	522	543	552	565	1.5%	2.4%
大宗散货	3,217	3383	3,470	3,450	3,444	-0.6%	-0.2%
次要散货	2,146	2,175	2,236	2,300	2,341	2.9%	1.8%
总运量 (百万吨)	5,363	5,558	5,706	5,750	5,785	0.8%	0.6%
yoy	-2.5%	3.6%	2.7%	0.8%	0.6%		
总运量 (万亿吨海里)	29.06	30.75	32.33	32.75	33.07	1.3%	1.0%
yoy	-0.9%	5.8%	5.2%	1.3%	1.0%		

散货船供应	百万dwt			供给预测			
	2022	2023	2024(f)	2025(f)	2026(f)	2025%	2026%
好望角型	384.4	394.1	401.3	407	412.3	1.4%	1.3%
巴拿马型	245.6	254.1	263.4	271.7	283	3.2%	4.2%
灵便最大型	227.7	235.4	245.7	256.3	265.7	4.3%	3.7%
灵便型	116	119.8	124.8	129.9	132.6	4.1%	2.1%
船队总运力 (百万dwt)	973.6	1003.5	1035.2	1064.9	1093.7	2.9%	2.7%
yoy	2.9%	3.1%	3.2%	2.9%	2.7%		
环保法规影响				-1.8%	-1.8%		

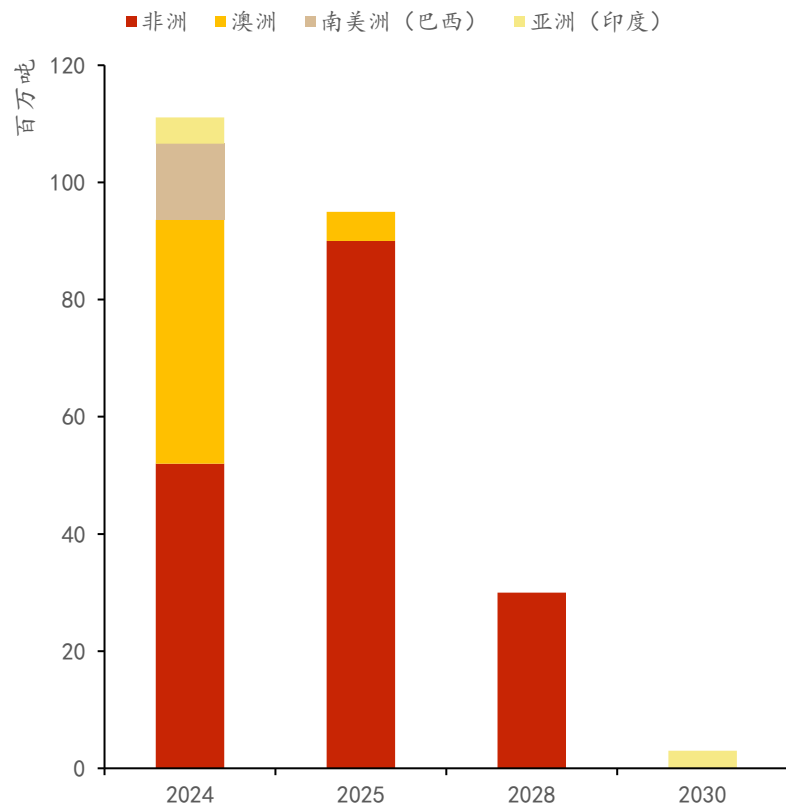
- 美联储降息，降低成本，促进消费，增加大宗商品的需求。同时释放流动性，短期内刺激了资本市场，大宗商品价格出现震荡向上。
- 干散货运输作为航运板块中金融属性较强的一部分，如跟商品一样用两年美债收益率来观测市场对美联储加降息预期，能够发现美联储降息末期往往存在BDI走高的可能。

图：美联储降息，带动商品收益指数与BDI上升



- 2024年全球铁矿石供应充足，铁矿石增产带动海运贸易量增长。
- 在中国企业持续对外投资的趋势下，中国钢材出口成为消化国内生铁产量的主要路径，进而支撑国内铁矿石需求。

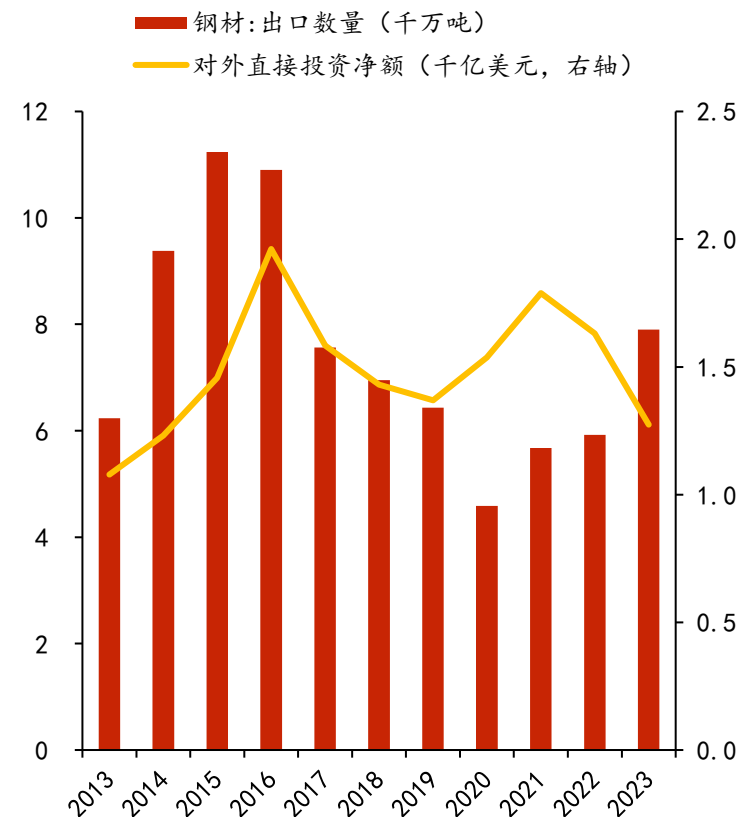
图表：2024全球铁矿石出口强劲增长，预计2025年以后放缓



图：虽受房地产拖累，中国粗钢消费仍有增长

万吨	2022	2023	2023同比	2024(f)	2024(f) 同比
粗钢实际消费	95,614	97,235	1.70%	98,400	1.20%
房地产	31,591	29,853	-5.50%	28,600	-4.20%
基建	16,650	17,700	6.30%	18,700	5.60%
汽车	6,684	7080	5.90%	7,300	3.10%
机械	14,064	14,000	-0.50%	14,070	0.50%
钢结构	10,052	10,700	6.40%	11,400	6.50%
家电	2,346	2,545	8.50%	2,610	3.70%
造船	2,110	2270	7.60%	2,380	4.80%
集装箱	850	650	-23.50%	700	7.70%
能源	5,506	5,975	8.50%	6,450	7.90%

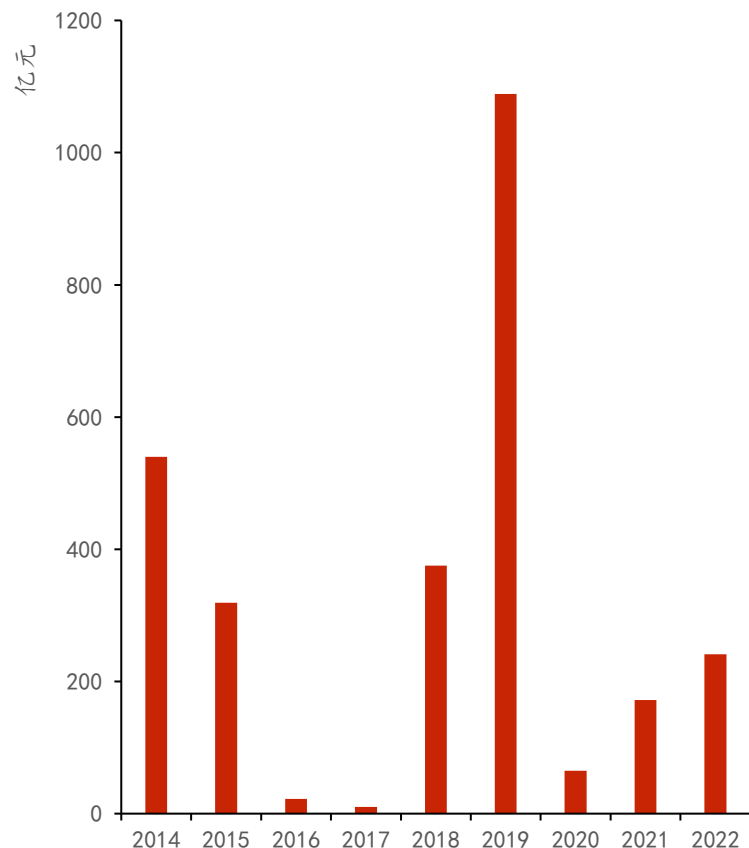
图：中国钢材出口量大



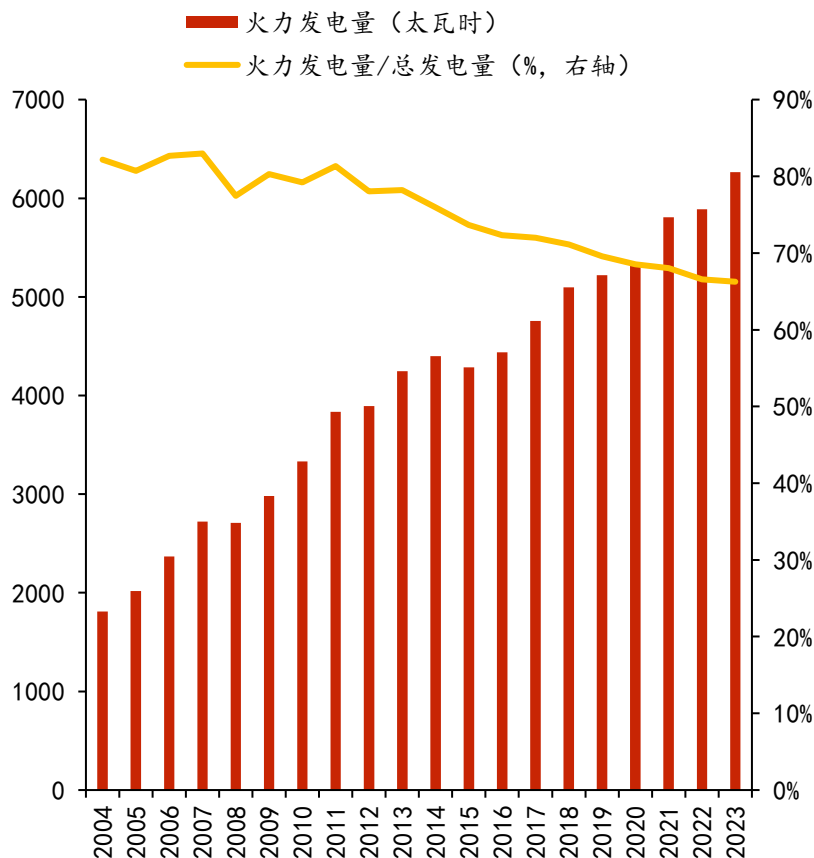


■ 煤炭海运贸易的增量主要来自于中国和印度的需求。中国以火力发电为主要电力来源，煤炭需求量大，进口贸易持续增长。印度经济快速增长，能源需求量大，煤炭进口量大。

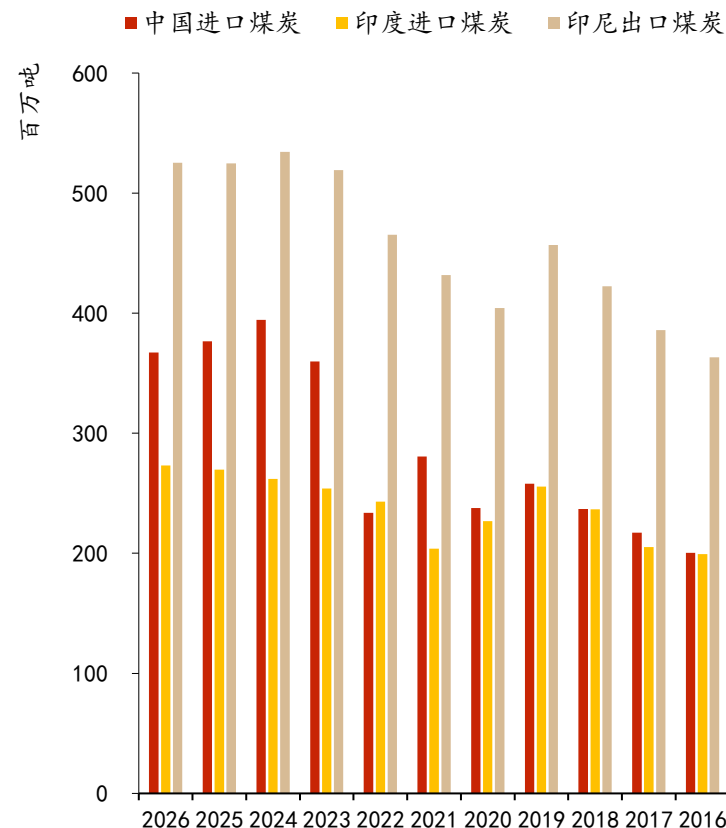
图：发改委审批趋严，国内煤炭供给受到抑制



图：火力发电依然是我国主要电力来源

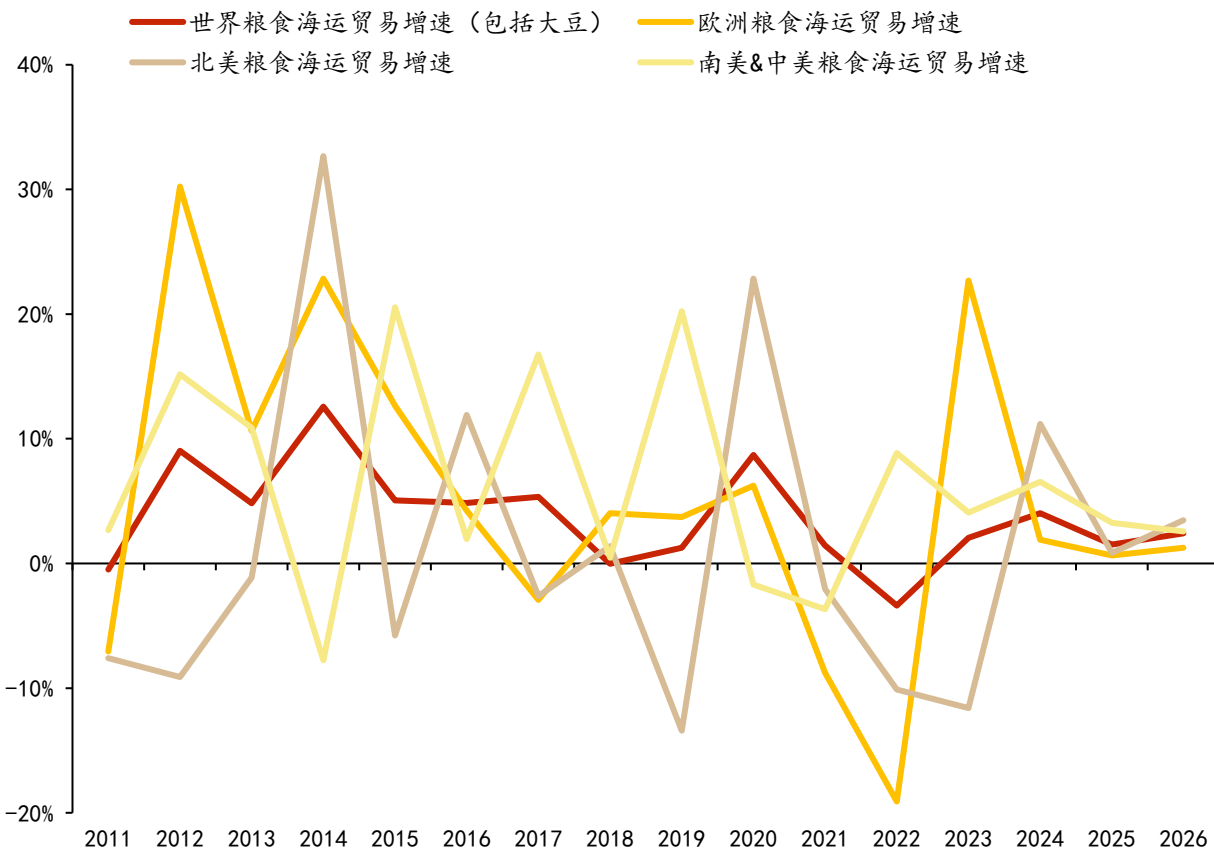


图：印尼出口强劲，中国、印度进口量大

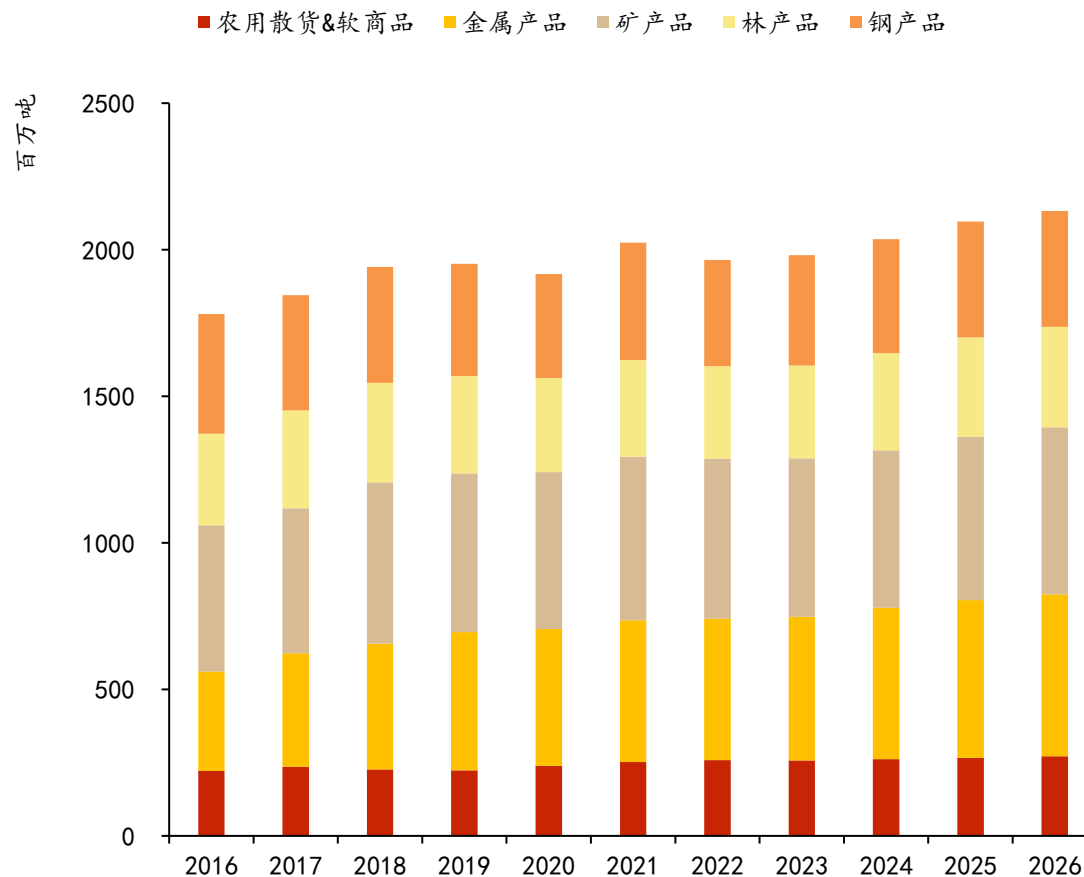


- 2024年全球海运粮食贸易整体表现积极，市场整体走势向好。但由于南美天气的干扰，预计未来两年出现走低。
- 钢铁产品和铝土矿贸易推动2024年全球次要散货贸易增长强劲，预计未来几年继续增长。

图：预计2024年世界粮食海运贸易量增长4.03%，但受南美天气干扰，预计未来两年出现走低



图：全球小宗贸易需求稳健，预计未来两年小宗散货中金属产品增量最多

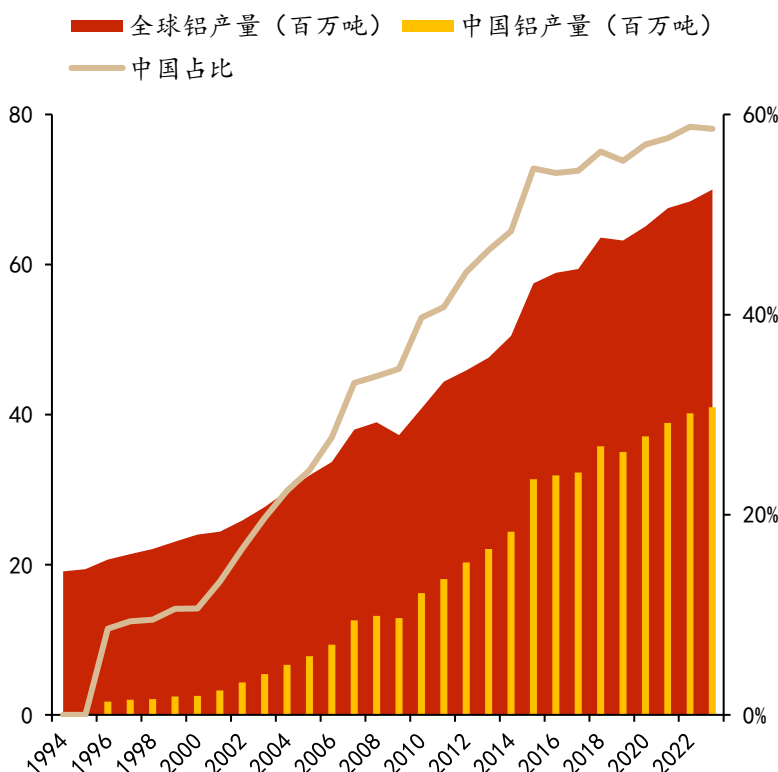


- 几内亚将在未来散运贸易中成为关键增量，主要体现在铁矿石与铝土矿海运上。其影响更多在于海运距离的拉长，传统海运路线为澳洲-中国，航距为3550海里，而几内亚-中国航程长达11100海里，拉长211%。
- 2025年Q4投产的西芒杜铁矿将一定程度上降低中国对澳洲铁矿进口的依赖；而几内亚铝土矿产量的持续增长将满足中国持续发展的新能源行业需求。

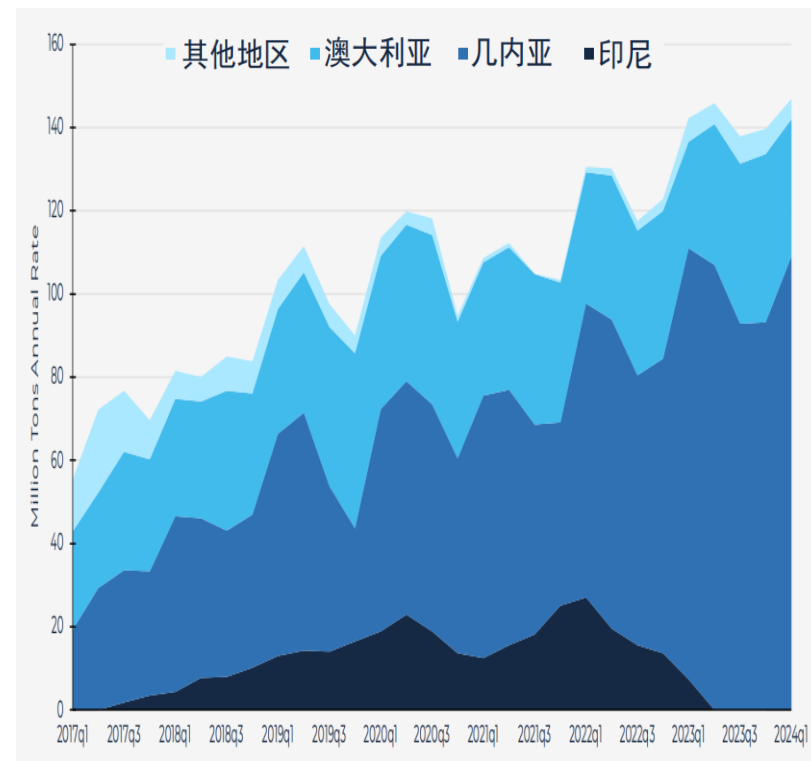
图：几内亚西芒杜铁矿投产节奏

项目简况	<ul style="list-style-type: none"> • 西芒杜铁矿位于几内亚东南部的凯鲁阿内省，分为南北两个区块，是全球储量最大、品质最高的未开发铁矿。 • 该铁矿通过铁路运输到港口，再通过海运进行出口。
项目主导方	<ul style="list-style-type: none"> • 北矿区：WCS • 南矿区：Simfer公司
项目规模	<ul style="list-style-type: none"> • 北部区块预计每年生产6000万吨。 • 南部区块预计将在2025年10月投产，开产后30个月内达到每年6000万吨的生产能力。
项目投产节奏	<ul style="list-style-type: none"> • 南北矿区完全投产后，预计西芒杜铁矿总生产量达到每年1.2亿吨。

图：新能源行业发展推动全球铝产量持续增长，中国产量占比逐渐攀升

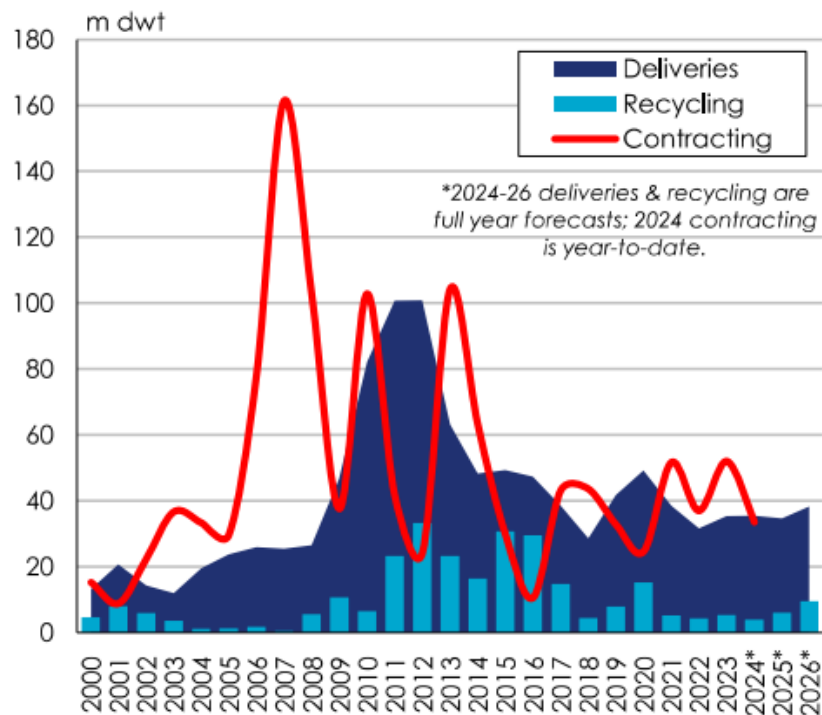


图：几内亚铝土矿出口量增加，预计2024年持续增加

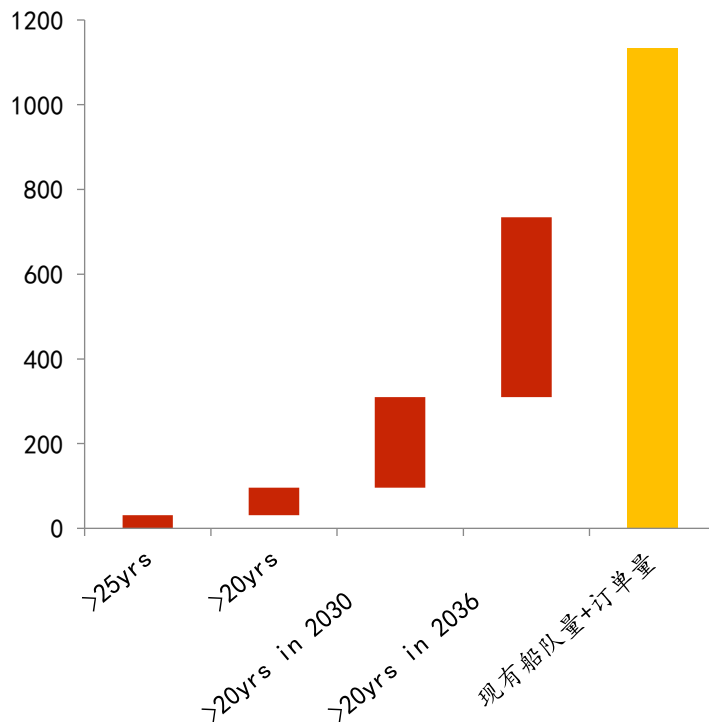


- 尽管今年到目前为止市场状况良好，但散货船运营速度仍然处于历史较低位。
- 散货船船队老化，约40%的散货船队船龄在10-15年之间，船队平均船龄不断上升，预计将从2025年起推动散货船的拆除和船队更新，船队规模相对稳定。

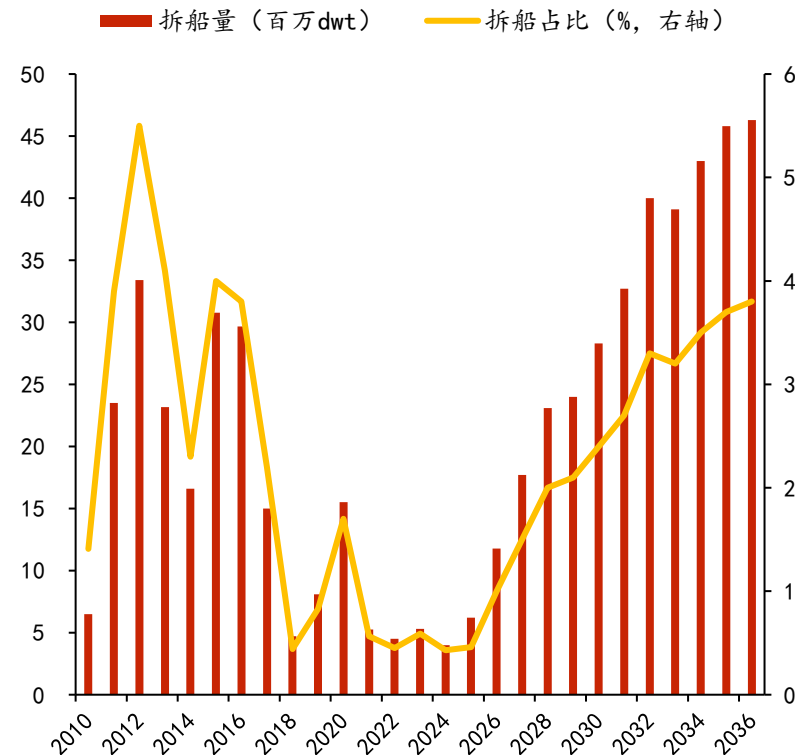
图：船厂产能紧张，订单交付有限



图：约65%的现有船队和订单将在2036年超过20年船龄

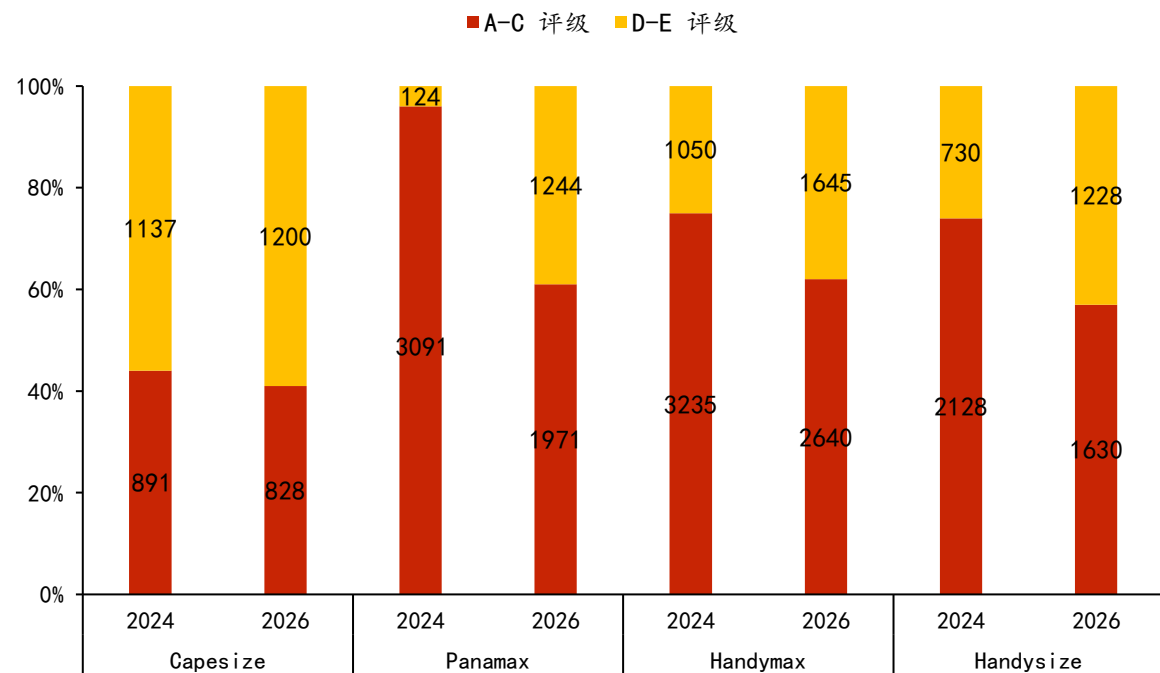


图：船队老化推动拆船量的增加，预计未来拆船量持续增加

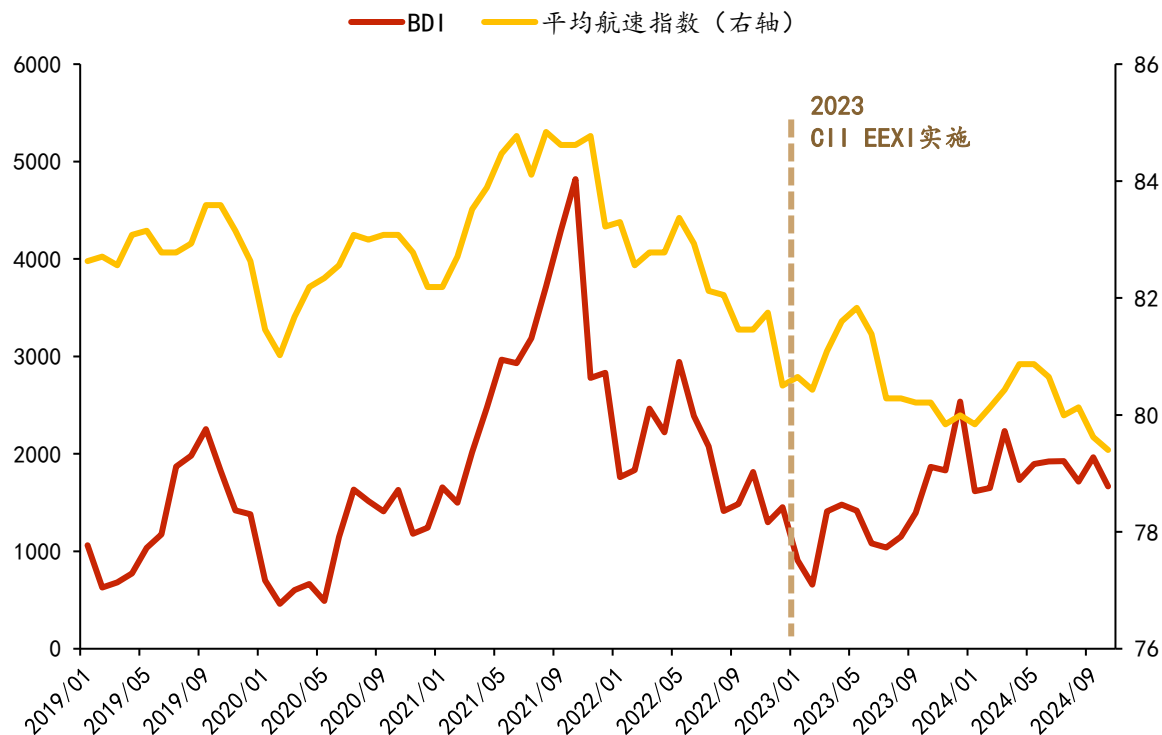


- 2023年CII和EEXI法规的实施让低能效散货船被迫降速航行，导致船队运营效率降低。
- CII要求逐年加严，低能效散货船需要持续降速或改装去满足法规要求。克拉克森预计2024年将有25%散货船CII不合格，而到2026年，不合格率将提高到43%。

图：随着CII要求逐年加严，散货船合规压力逐渐加大



图：CII限制老旧运力，航速变化几乎脱离运价市场影响



主要内容

1. 综述
2. 船舶
3. 油运
4. 散运
5. 集运
6. 风险提示

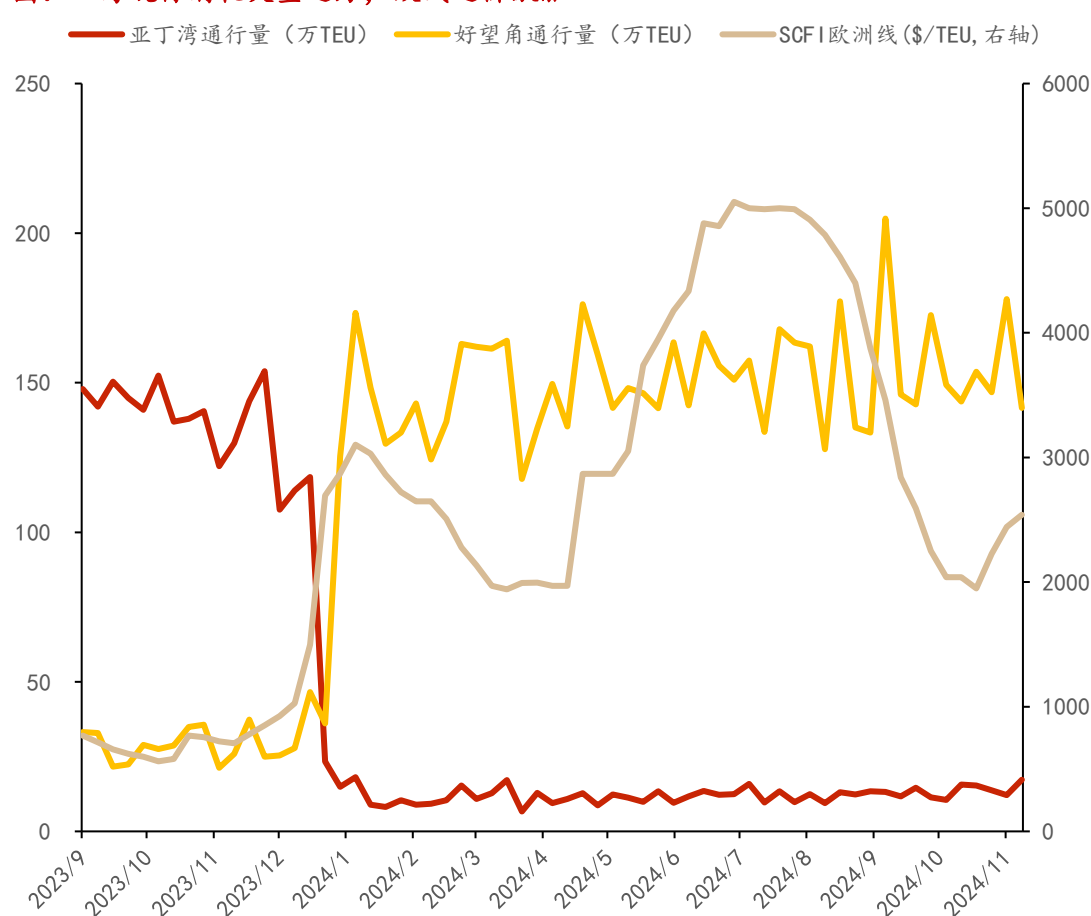


大量新造运力已于2022-2024年交付，本是集运基本面的最大挑战。从2023年11月中旬胡赛武装开始袭击商船以来，红海地区局势持续升级。班轮公司在经过多次尝试后，选择绕行好望角。红海绕行消耗大量闲置运力，运价大幅上涨。即便在Q3大幅回落后，船司对运力的控制亦能让运价有明显反弹。

图：红海绕行对冲2024年大量新船交付，但2025年供给端仍有压力

运量需求	百万TEU			需求预测			
	2022	2023	2024f	2025E	2026E	2025%	2026%
美线-东向	22	21	23.9	24.3	24.8	1.8%	1.9%
欧地线-西向	15.4	16.6	17.7	17.9	18.1	1.1%	1.0%
欧美线-回程	12.7	12.7	13	13.1	13.2	1.1%	0.9%
大西洋线-往返	8.1	7.5	7.9	8	8.2	1.7%	1.8%
远洋干线	58.3	57.8	62.5	63.4	64.3	1.4%	1.4%
东西向支线	20.9	22.6	23.5	24.6	25.5	4.8%	3.6%
南北线	33.6	34	35.7	37	38.2	3.7%	3.1%
亚洲线	63	62.4	65	67.2	69.3	3.3%	3.1%
其他	24.4	24	24.9	25.2	26.1	2.6%	2.3%
总运量(百万TEU)	199.4	200.7	211.6	217.7	223.4	2.9%	2.6%
yoy	-3.6%	0.7%	5.4%	2.9%	2.6%		
总运量(十亿TEU海里)	975	995	1173	1209	1236	3.1%	2.2%
yoy	-5.2%	2.0%	17.9%	3.1%	2.2%		
集运运力	百万TEU			供给预测			
	2022	2023	2024f	2025E	2026E	2025%	2026%
<3k TEU	4.8	5.0	5.3	5.3	5.1	-1.2%	3.3%
3-8k TEU	6.6	6.9	7.6	7.7	7.6	1.2%	-1.7%
8-12k TEU	6.1	6.1	6.3	6.6	6.8	4.6%	4.1%
12-17k TEU	4.8	5.7	7.1	8.1	8.9	15.1%	9.7%
17k+ TEU	3.6	4.3	4.6	4.8	5.1	5.3%	4.8%
船队总运力(百万TEU)	25.9	28	30.9	32.5	33.5	5.3%	3.0%
yoy	4.0%	8.2%	10.3%	5.3%	3.0%		

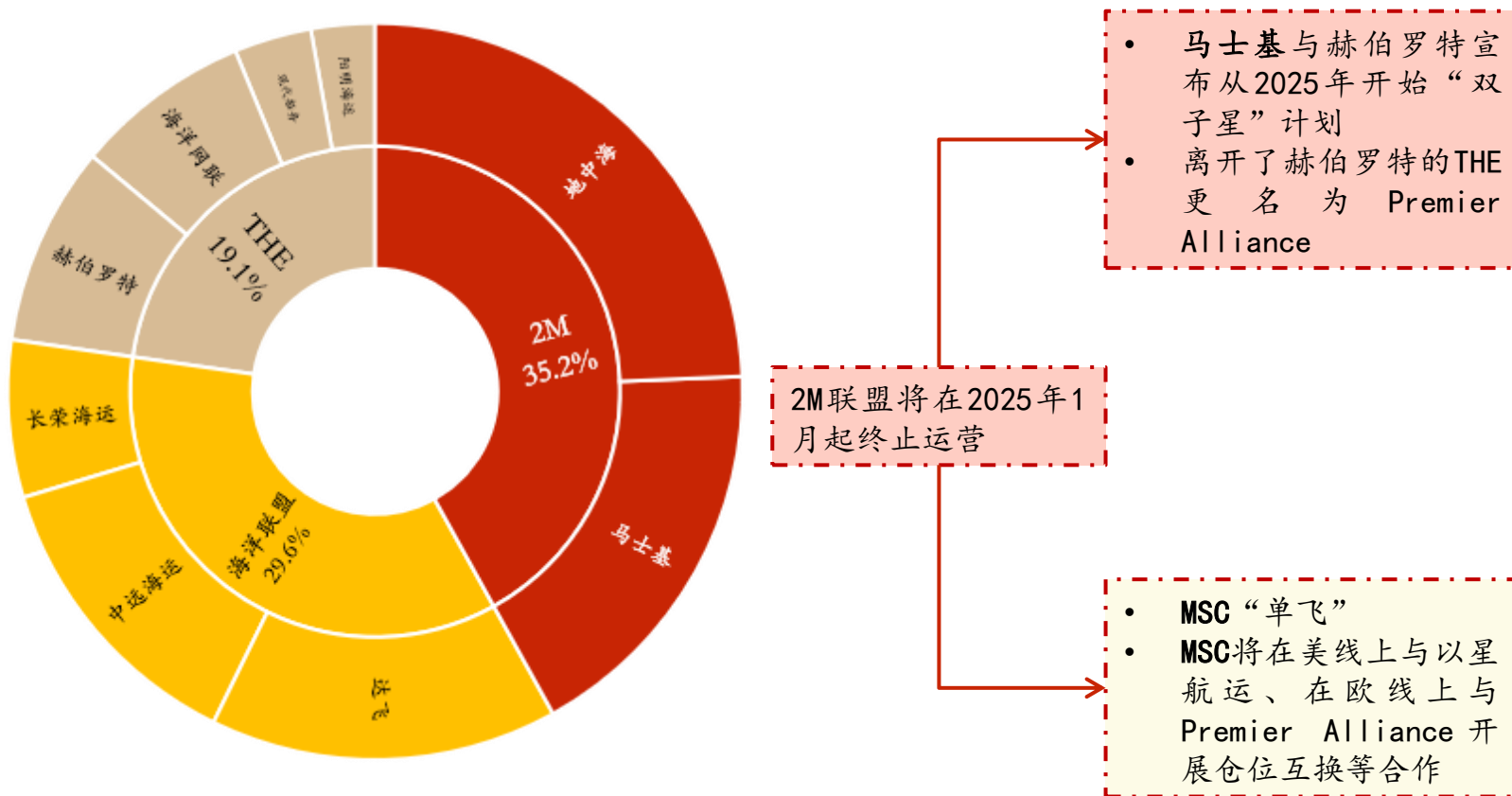
图：红海绕行消耗大量运力，欧线运价激涨



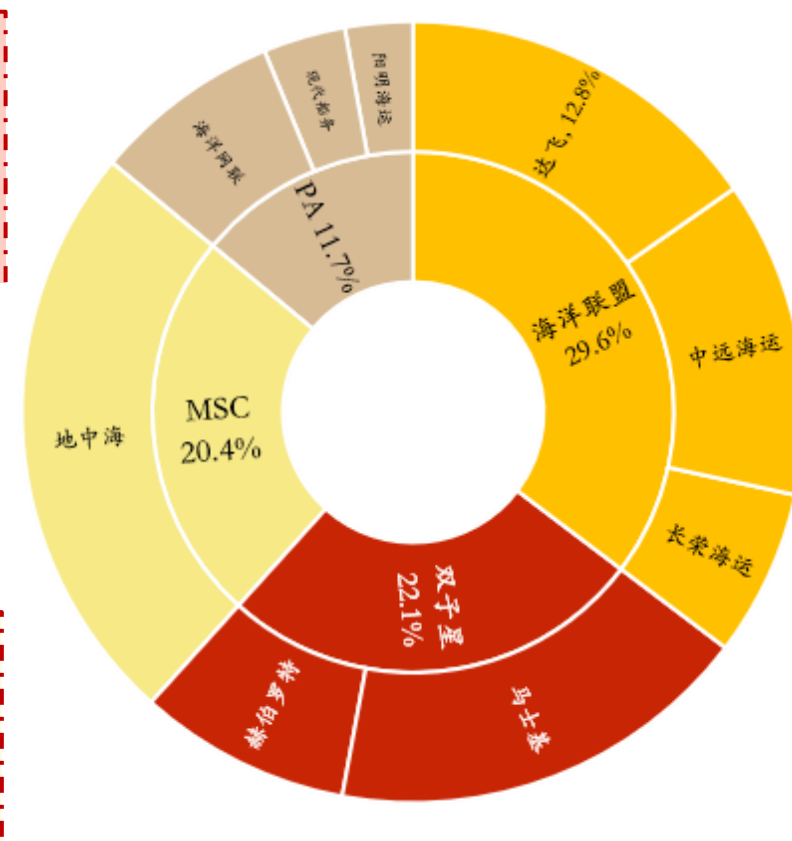
资料来源：克拉克森，华源证券研究

- 2016年到2024年，2M、THE、海洋联盟三大联盟在跨太平洋和亚欧两大航线占据了重要份额。截至目前，前9大班轮船东组成的3大联盟控制了全球84%的运力。
- 2025年初，MSC“单飞”将三大联盟重构为“3+1”格局，但集运高度集中的市场格局并没有根本改变。

图：旧联盟格局三足鼎立



图：集运联盟洗牌形成新竞争格局

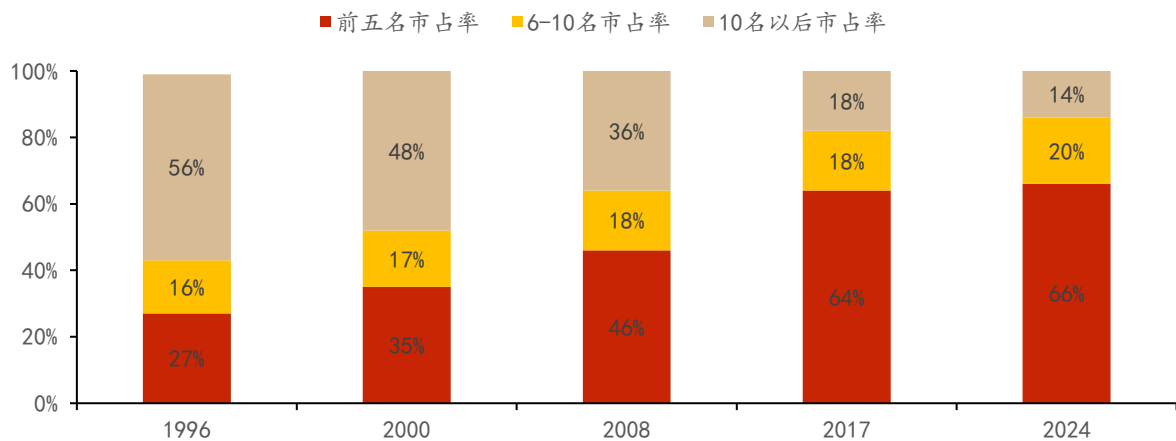




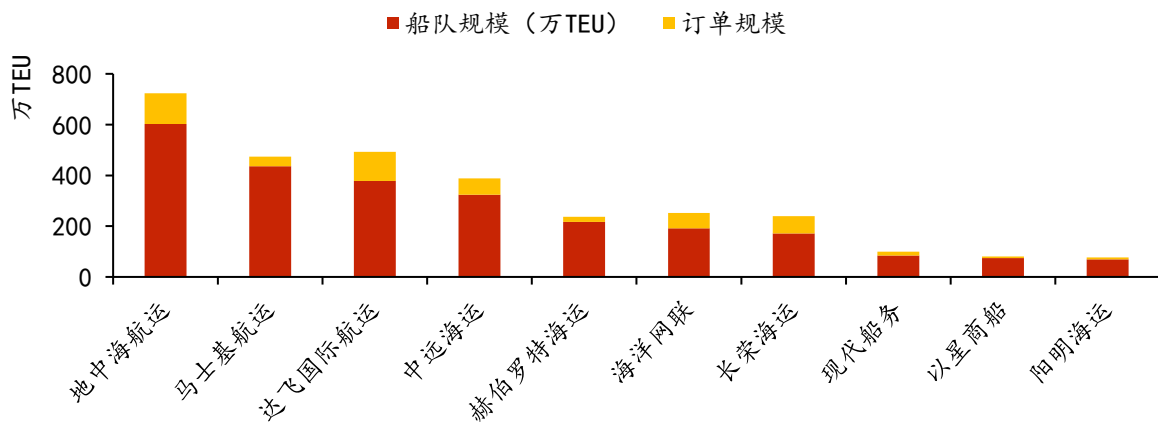
行业格局：联盟市场控制力增强，现金充裕价格战难起

■ 截至2024年7月，全球前十大集装箱班轮公司的市场份额达到86%，市场处于垄断竞争状态。行业集中度提高和联盟化趋势，使得船司在市场中拥有更强的议价能力。同时，疫情风波和红海绕行带来丰厚利润，集装箱航运公司手握充足现金流，没有发起价格战的动力。

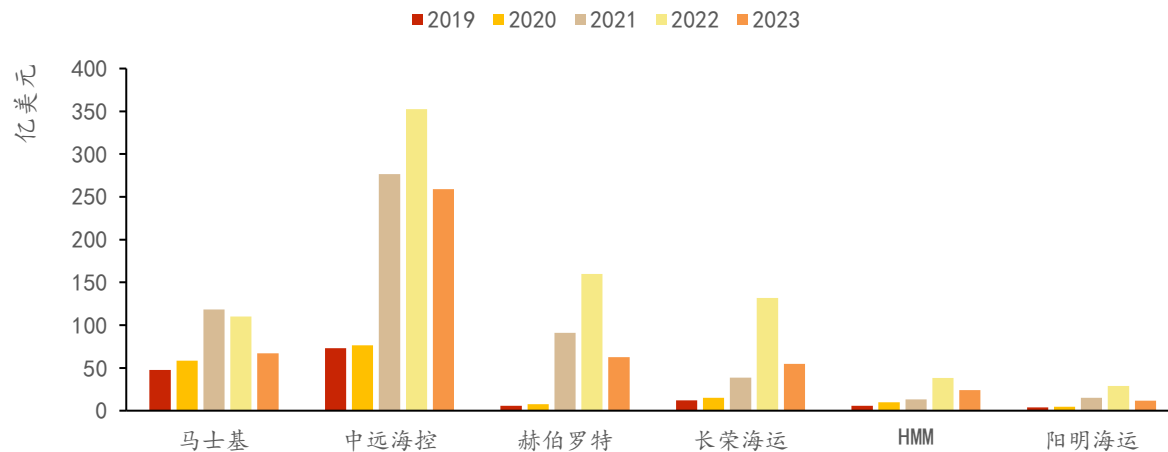
图：集中度提升到较高位置



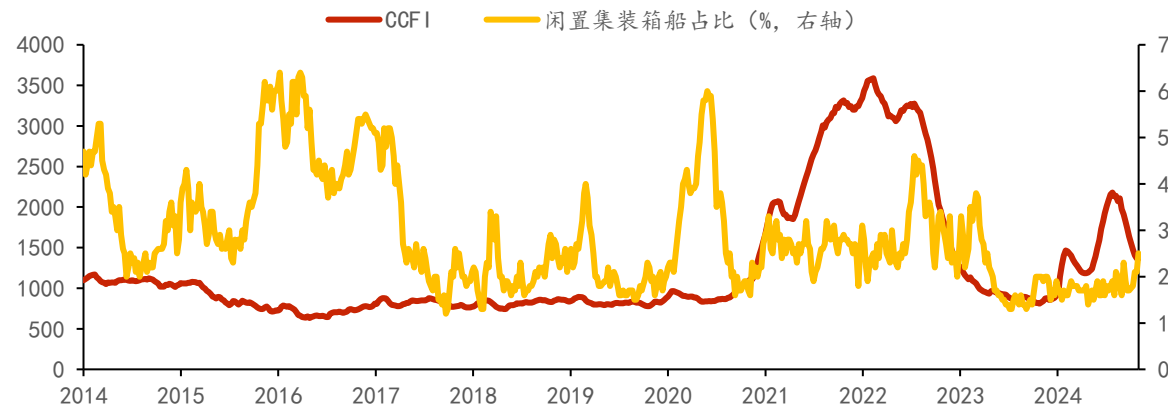
图：班轮公司的格局逐渐稳固



图：集装箱航运公司现金充足（按照人民币兑美元平均汇率计算）

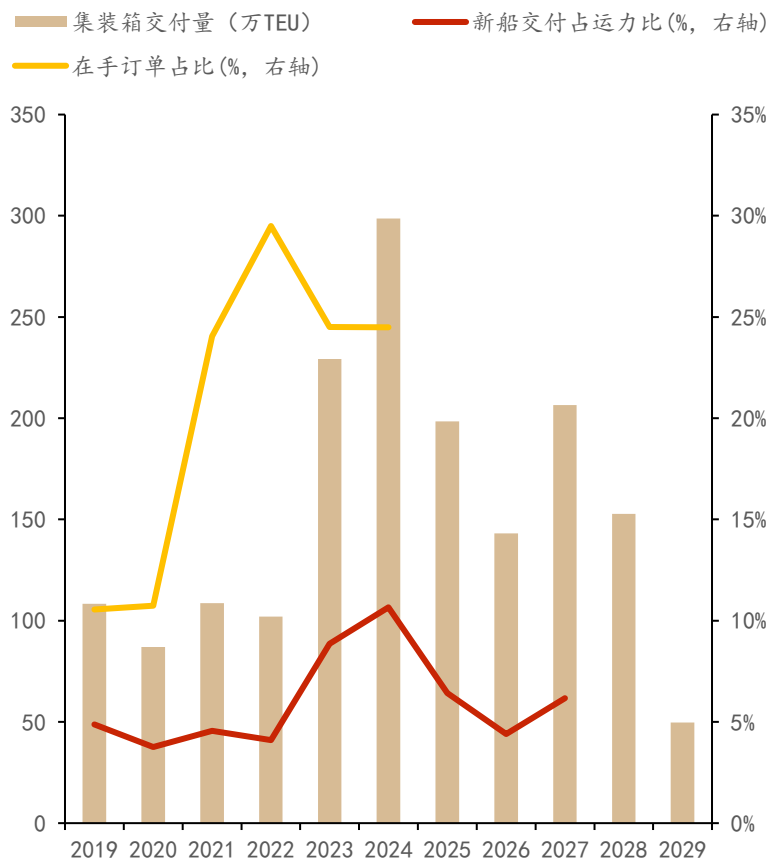


图：在行业格局进一步集中后，班轮公司的协同纪律性在疫情期间有明显提升，主动闲置更多运力支撑运价在成本线以上



■ 展望2025，新船交付的速度放缓，因红海持续绕行、环保法规而提升的成本，或将使得头部船司主动控制运力供给在盈利水平。同时，脆弱的供应链在面对美东港口罢工、特朗普2.0加增关税等不确定因素时，可能会出现短期市场波动。

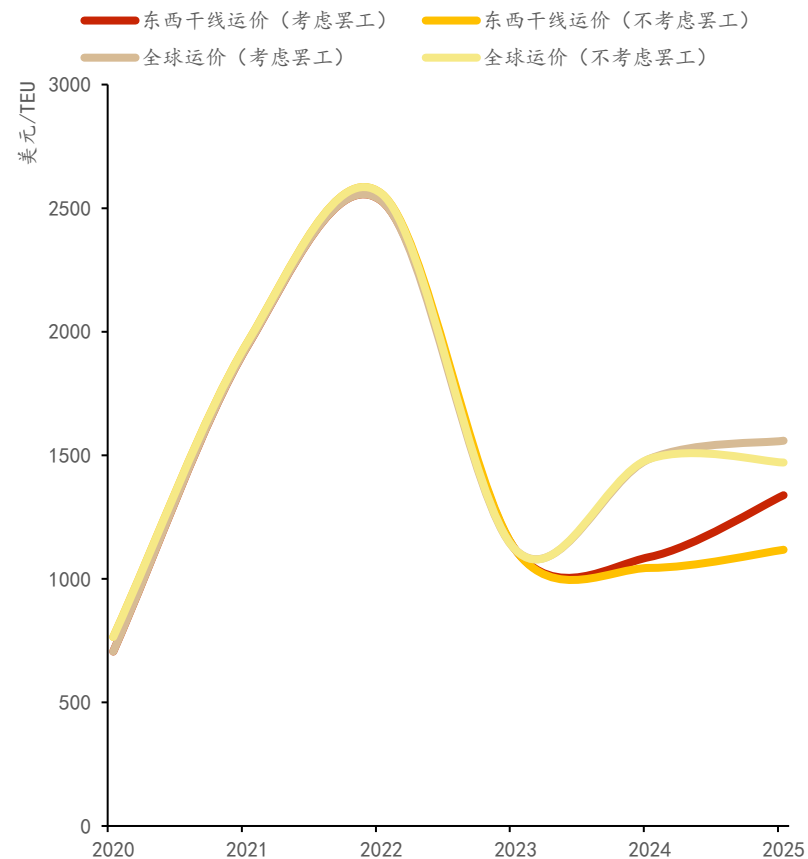
图：交付新造运力放缓



图：未来几年各项环保法规将实施，船司环保成本不断提升



图：若美东港口再次罢工，将进一步推高明年运价



- 特朗普2.0将继续加强关税政策。关税何时落地关系着集运运价的波动：加税的宣布刺激货主提前出货，带动运价上涨；等到关税政策的正式实施，出口贸易受到抑制，运价回落。同时，美国对中国造船的惩罚性港口费会对班轮网络的船舶调度产生无法估量的影响，导致运输网络的紊乱和效率降低。
- 长远来看，特朗普的“美国优先”战略强化其原产地保护原则，将促使中国企业继续向“第三国/地区”转移，如东南亚、墨西哥、南美。其再次上台势必深刻影响全球供应链结构。变动中的全球贸易格局，让中美航线受到冲击的同时利好亚州内、南美航线。

图：特朗普的“美国优先”战略

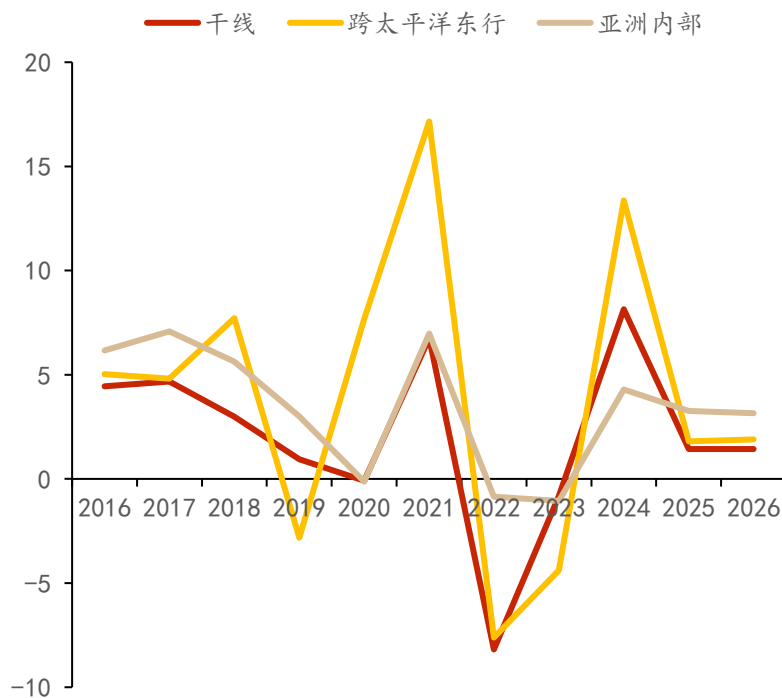
更大范围和更严格的关税政策
 特朗普2.0可能会对所有进口美国的商品征收最高20%的关税，并对中国商品征收60%-100%的关税。

出口限制政策
 特朗普1.0时期多次颁布法案限制美国对中国的科学技术出口，限制中国信息科技公司对美投资及其设备、产品、服务进入美国市场。

强化原产地原则
 重新谈判并签署了《美墨加协定》。要求汽车部件在美墨加三国生产比例提高至75%，才能享受关税减免待遇

继续对中国造船业的301调查和惩罚性港口费
 特朗普2.0期间或将推动301调查和实际惩罚措施的落地。

图：各航线集装箱贸易增速%



图：小型船舶老化，新船增长有限

各船型	平均船龄(年)	在手订单船队比	2025年预计增速	2026年预计增速
<3k TEU	14.9	9.7%	-1.2%	-3.3%
3-8k TEU	15.0	13.8%	1.2%	-1.7%
8-12k TEU	12.7	14.5%	4.6%	4.1%
12-17k TEU	6.5	60.1%	15.1%	9.7%
17k+ TEU	6.1	26.3%	5.3%	4.8%
船队总计	13.8	10.3%	5.3%	3.0%

主要内容

1. 船舶
2. 油运
3. 散运
4. 集运
5. 风险提示



- **美联储降息不及预期：**美联储降息决策对全球经济有重要影响。受美联储加息周期影响全球货币流动性和经济复苏，也会影响船舶融资，对航运船舶需求产生一定负面影响。
- **中国经济增长不及预期：**中国作为主要油散进口地区，其经济发展情况将对相关商品和海运需求产生较大影响。
- **对俄伊委制裁的变化：**俄伊委作为主要产油国，其原油出口的限制程度将直接影响合规市场原油运量。
- **经济制裁和出口管制：**特朗普2.0将继续加强关税政策，增加贸易成本，影响海运贸易量。
- **行业环保法规不及预期：**短期内法规弱约束，中期法规制定推后，不利于推升老旧运力出清和新造船订单下单。



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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES