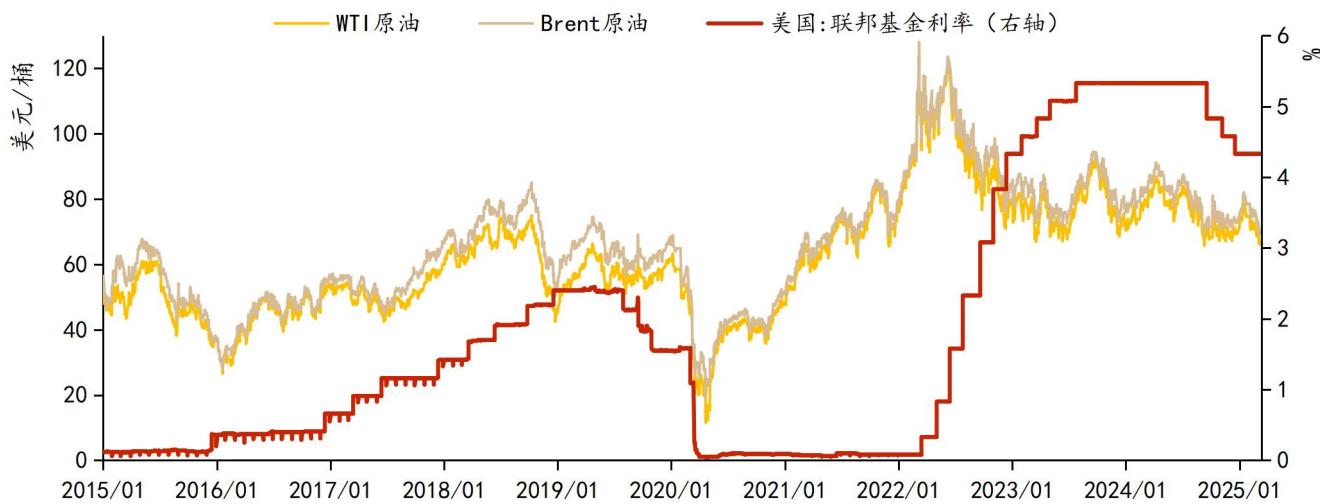


美国衰退预期带跌油价，关注后续原油补库

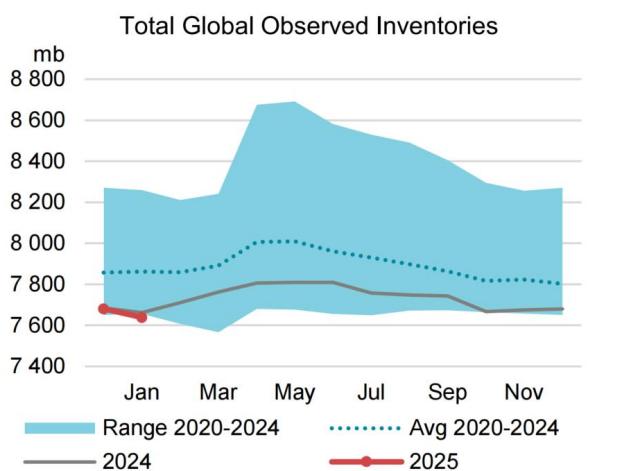
——航运船舶市场系列（十三）

投资要点：

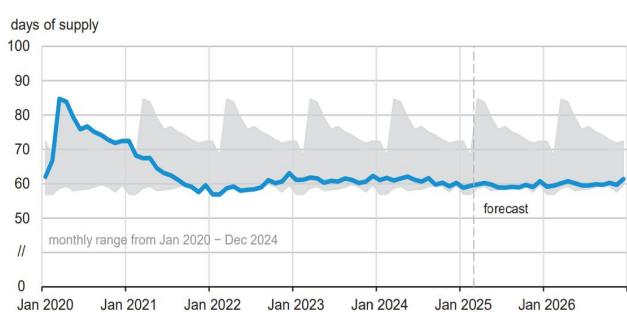
- **事件：**近期油价走弱趋势明显，Brent油价跌破70美元/桶关口，3月11日Brent原油及WTI原油报价69.28/66.03美元，油价低迷带来补库契机。3月7日美国能源部表示正寻求资金重启石油战略储备计划，补库活动或将影响油运市场需求。
- **美国衰退预期导致油价持续承压，修复炼厂利润。**近期特朗普关税政策引发市场对全球贸易冲突加剧及美国经济衰退的担忧，带跌大宗商品价格。原油价格持续承压，短期内快速波动下行；3月11日，Brent原油及WTI原油报价69.28/66.03美元/桶，相较2月21日分别下跌7.2/6.5美元/桶，跌幅达9.4%/9.0%。油价下行有利于炼厂降低炼油成本，修复炼油利润。受此影响，中国独立炼厂产能利用率略有修复。
- **美国计划补充战略库存，为油运中长期锦上添花。**3月7日，美国能源部表示美国计划寻求高达200亿美元的资金，实现特朗普总统重新启动石油战略储备的目标。美国石油战略储备总库容约为7.3亿桶，目前容量约4.0亿桶，处于40年以来的最低储备水平，总储备缺口约为3.3亿桶，以3月13日美原油期货价为基准，200亿美元预计补充原油3.1亿桶，若三年补充完毕，预计或将增加全球原油需求约28.3万桶/日，利好油运中长期需求。
- **美国衰退预期带跌商品价格，后续经济刺激或支撑远期需求。**短期衰退预期笼罩美国，带跌原油等大宗商品价格。美国通胀水平在2月份出现超预期降温，具备较好的降息条件，预计美联储降息或将提速。为应对经济走弱的现象，加拿大央行已如期降息25bp。这将推动远期原油需求修复和油价上行预期。
- **供给紧张支撑即期运价，地缘不确定性不改油运向好。**供给侧紧张确定性较高：油轮船队老龄化程度加深，船厂订单爆满，新船难补老船空缺，供给紧张对即期运价形成扎实支撑。近期美国对伊俄制裁升级为合规运力出清老旧运力，支持运价；俄乌不确定性不改油运基本面：俄乌战争能否如期结束仍存在较大不确定性；若俄乌和谈失败，西方对俄油出口制裁或将升级，创造合规市场需求，叠加OPEC+顺利复产，油运需求侧将得到结构性调整；若俄乌和谈成功，俄油回归欧洲市场，美油则转向远东市场，叠加OPEC+复产支持，合规市场量距双增。两种情况均利好油运基本面。
- **投资分析意见。**油运基本面利好持续兑现，建议关注招商轮船、招商南油、中远海能；航运景气度传导船舶产业链上游，建议关注中国船舶、中国动力、中船防务、松发股份。
- **风险提示。**红海复航；美联储降息不及预期；美国石油战略补库不及预期；全球贸易冲突风险；地缘政治风险；宏观经济风险。

图表 1：美联储利率与原油油价波动呈现一定关联性


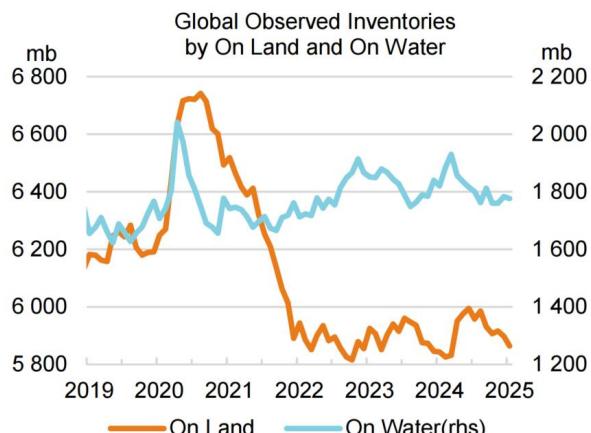
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 2：全球原油库存处于 2020 年来低位


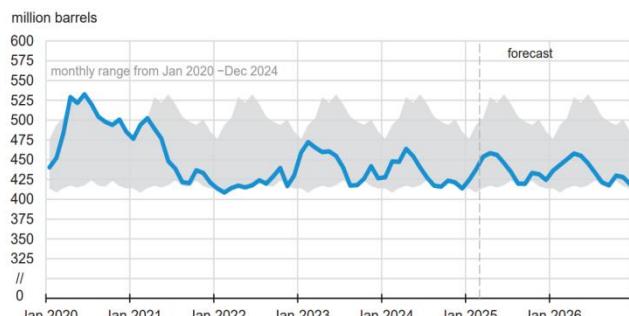
资料来源：IEA，华源证券研究所

图表 4：OECD 商业原油库存近期处于低位


资料来源：EIA，华源证券研究所

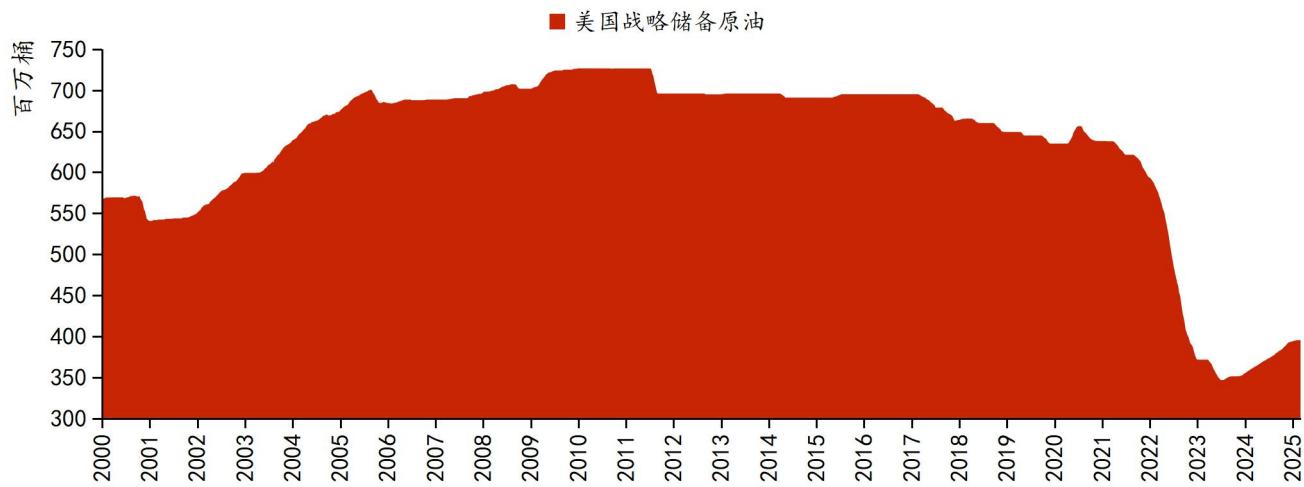
图表 3：全球陆地库存处于低位


资料来源：IEA，华源证券研究所

图表 5：美国商业原油库存 2022 年后维持较低水平


资料来源：EIA，华源证券研究所

图表 6：美国战略储备原油库存处于 2000 年来的历史低位，低于 2020 年底水平 2.4 亿桶



资料来源：EIA，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。