

交运行业观点

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10月

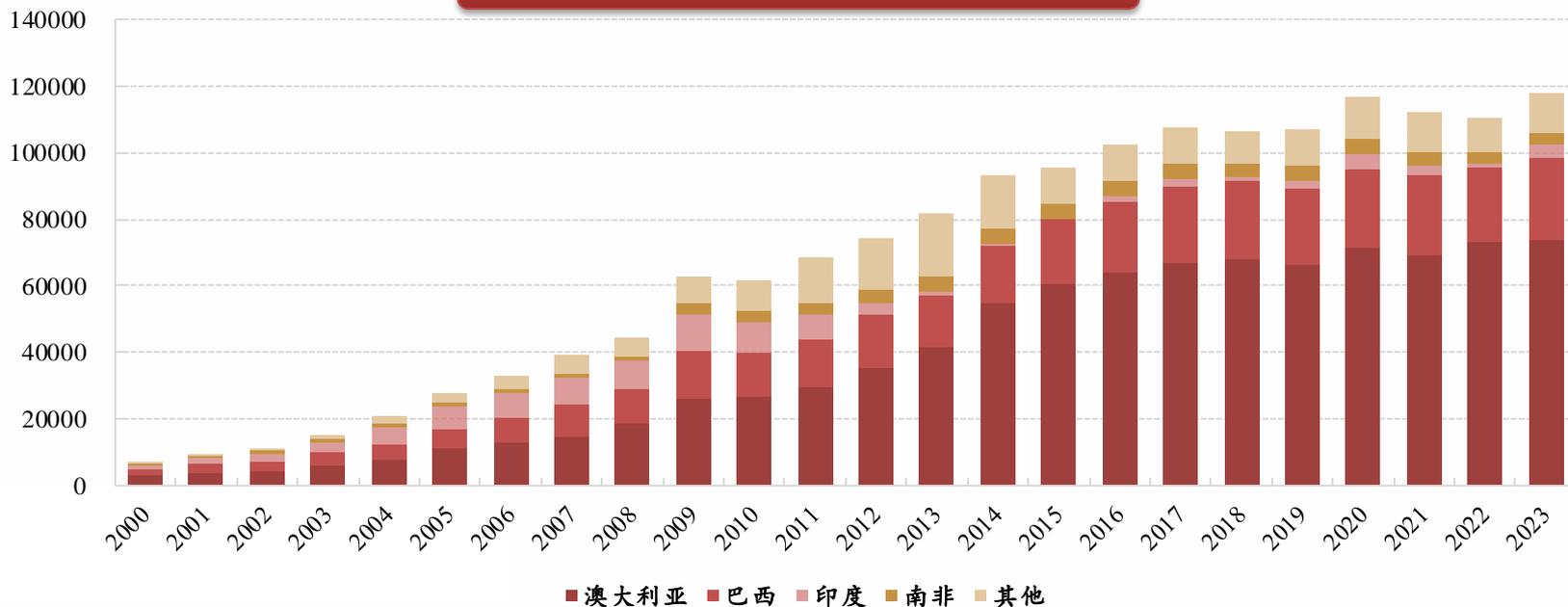
核心观点

- **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9月30日，BDI为2084点，周涨幅为4.3%，期间均值为1847.7点，较2023年均值增长334.1%。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。
- **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。同时船企收购合并加快，2024年9月2日晚，船舶行业的两大巨头，中国船舶和中国重工发布《关于筹划重大资产重组停牌公告》，公告称为进一步聚焦国家重大战略和兴装强军主责主业、加快船舶总装业务高质量发展、规范同业竞争、提升上市公司经营质量，双方正筹划由中国船舶吸收合并中国重工的重大资产重组。行业龙头加快收购合并步伐，未来资源整合效率加快，经营效益更上一层楼。
- **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。

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%。

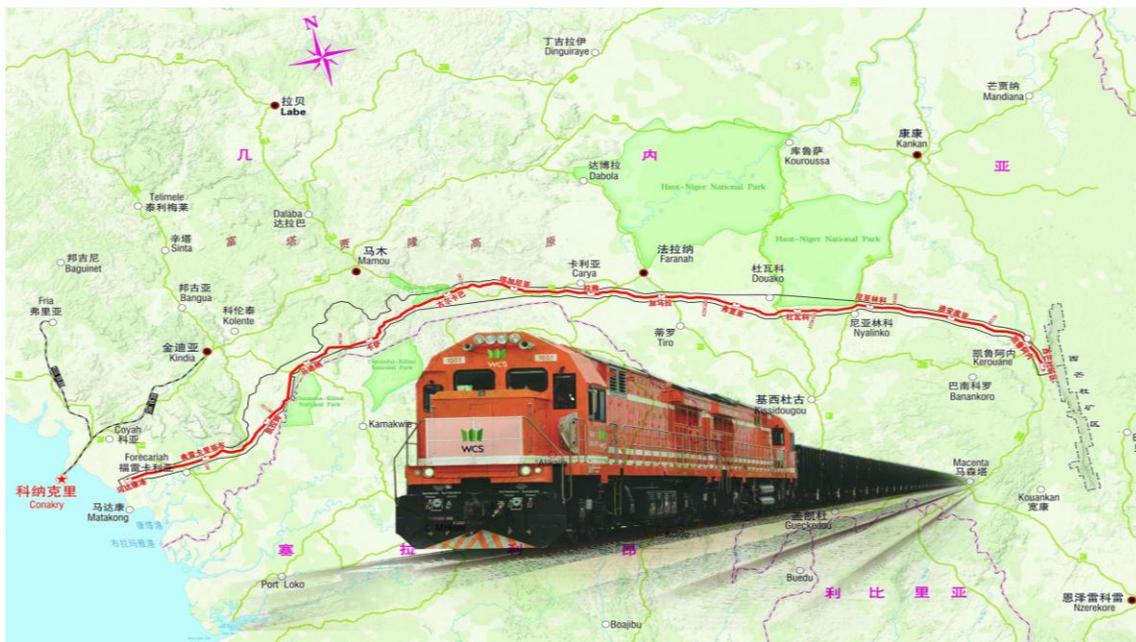
中国铁矿石主要进口国家（万吨）



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。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。
- 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。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。

几内亚西芒杜铁矿分布以及铁路分布图



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



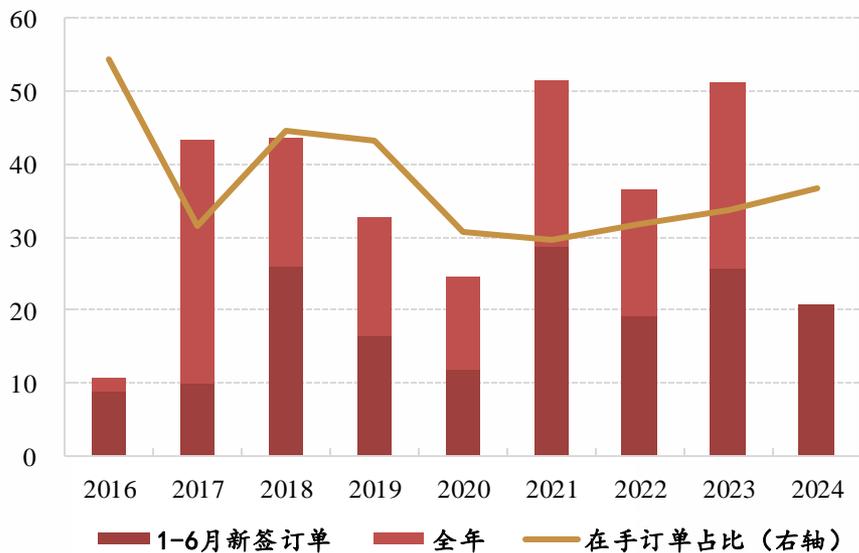
我国进口铁矿石预测（万吨）

	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

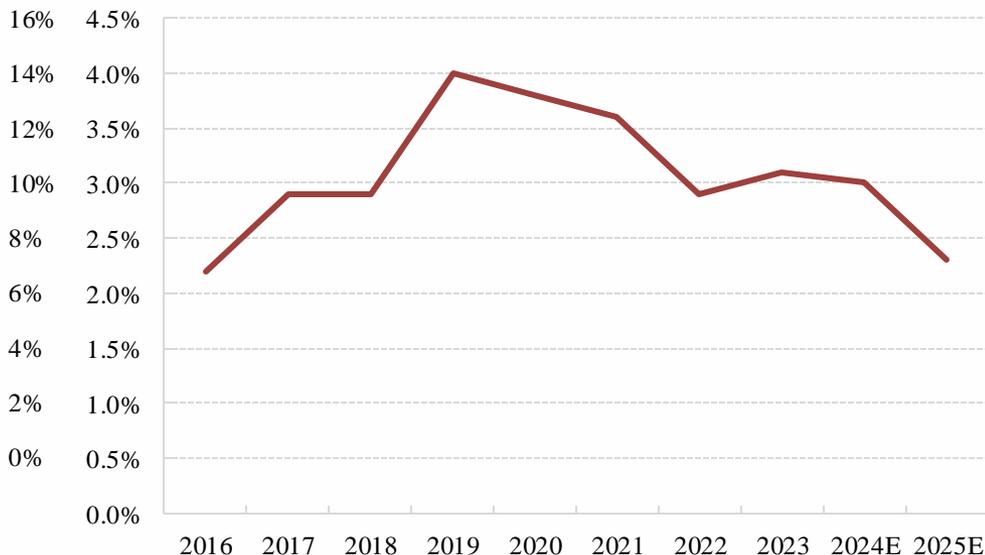
供给：运力确定性放缓为强周期打下基础

- 多因素影响下干散货船在手订单较低。截至今年6月，干散货船在手订单仍处于相对较低的水平，约占船队的9.8%，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，15年以上船龄的船舶约占船队的21.9%，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



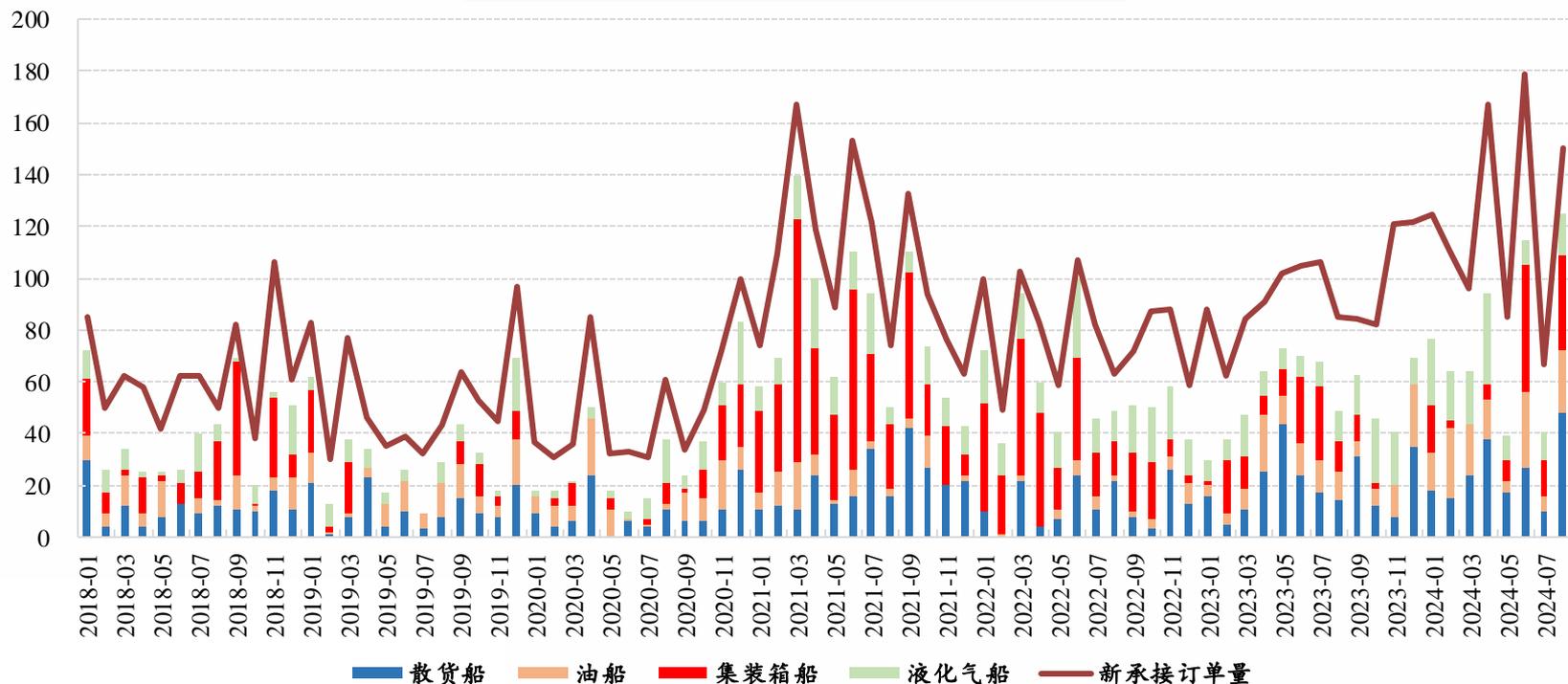
干散货船运力增长情况



造船：航运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

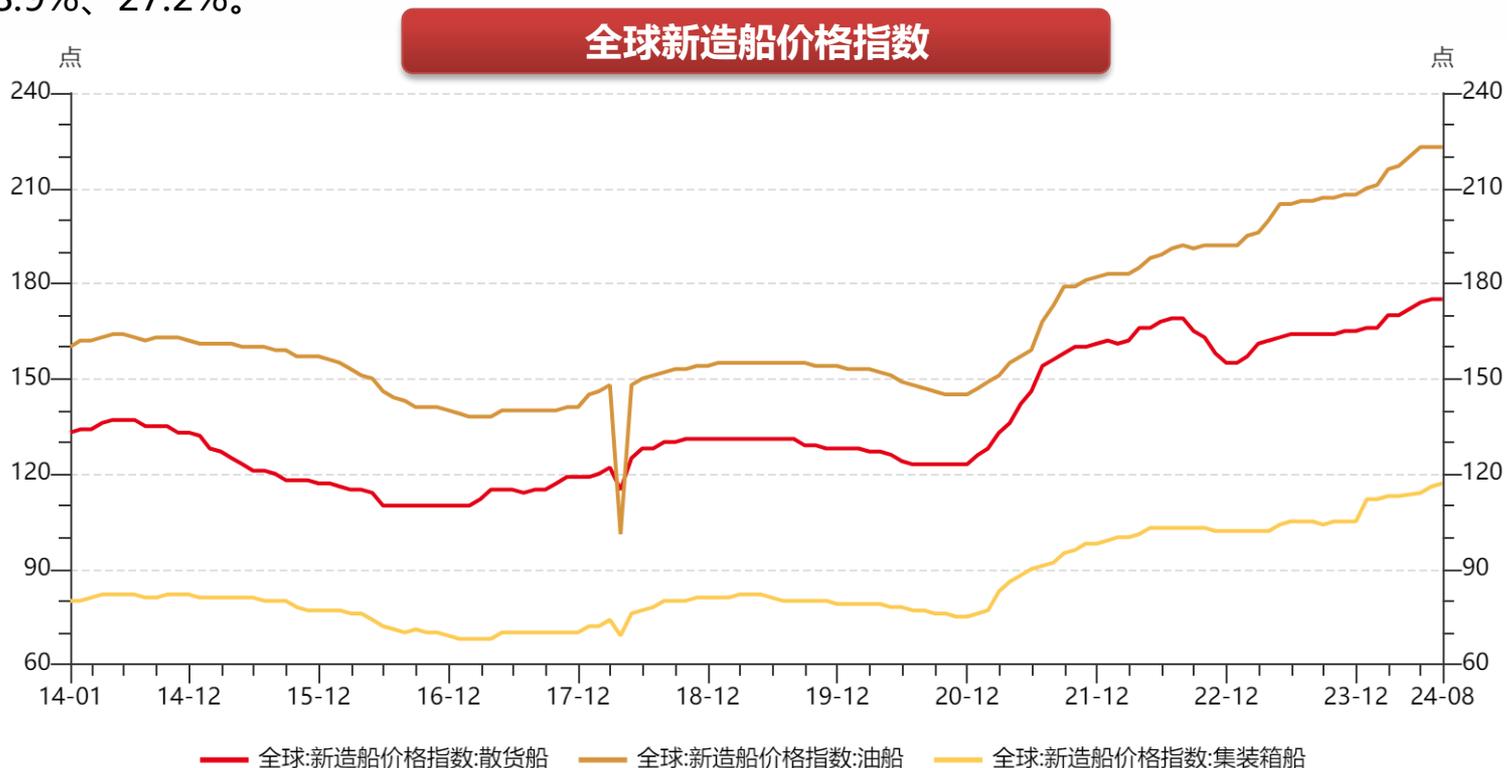
□ 随着航运市场的复苏，船东公司经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，开始下新造船订单。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，资产负债表进一步优化，而集运船舶老化情况严重，因此21年爆发大量的集装箱船订单。22年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时LNG船舶订单增加。不同细分板块景气度不同，新船市场船型轮动趋势明显。

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

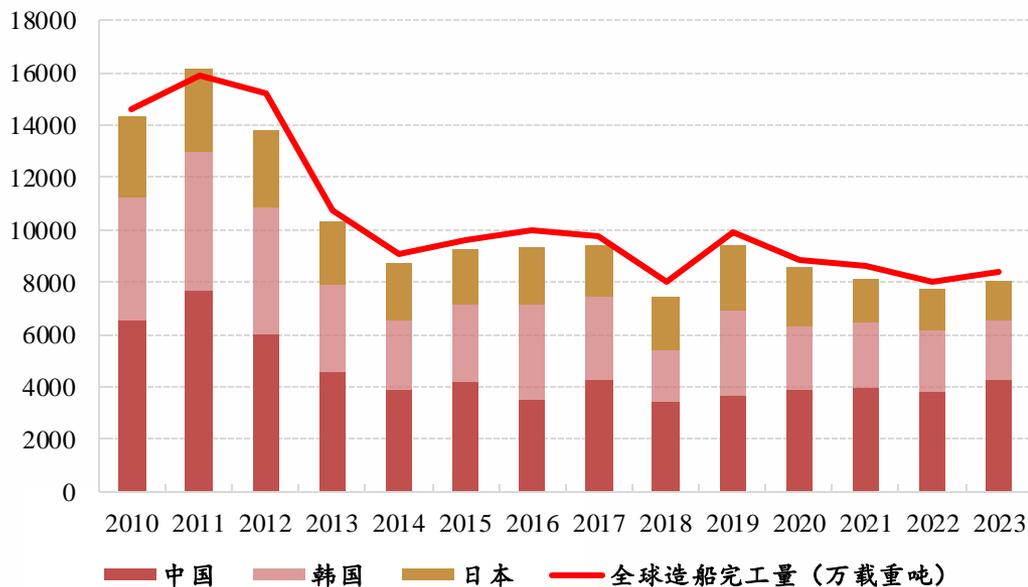
- **新船价格保持高位，各船型分化明显。**新船价格自21年以来开始加速上涨，2022年，新造船价格保持上涨趋势，2023年以来船板等原材料价格有所回落，但船厂手持订单充足，新造船市场仍处于卖方市场，新造船价格走势趋于平稳但仍处于高位。从主力船型看，截至2024年08月，散货船、油船和集装箱船新船价格指数同比分别上涨6.7%、8.3%、11.4%，较2021年08月上漲12.2%、28.9%、27.2%。



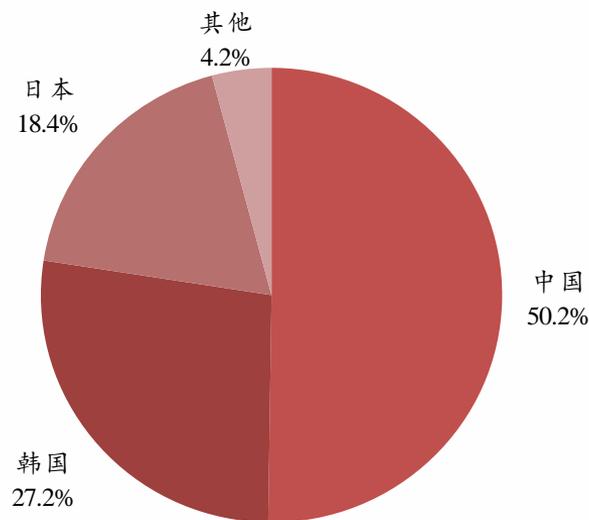
造船：活跃船厂数量不断下降，船厂产能增长受限

□ 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：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。

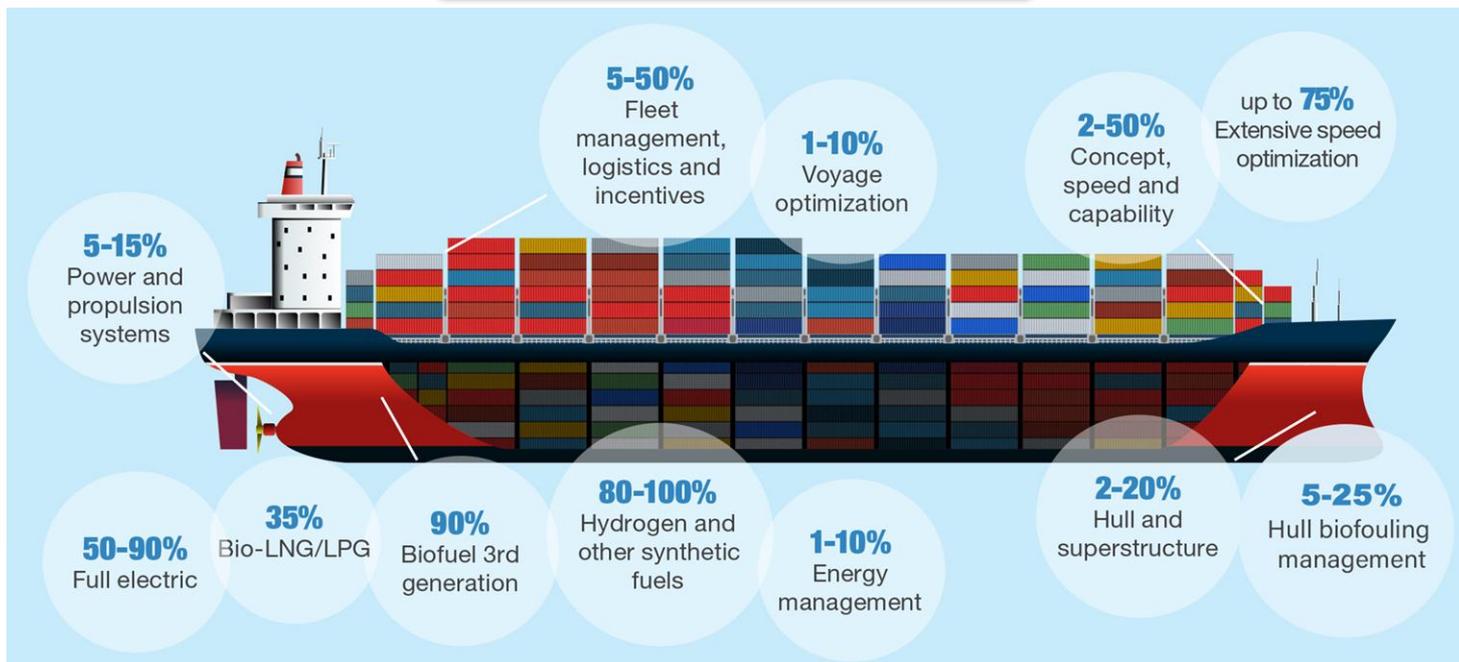
船舶涉及碳排放相关规范及要求

制定方	规则名称	覆盖阶段	主要要求与特点
IMO	EEDI/EECI	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 ₂ /(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 ₂ 税；欧洲 100% 收税，外部航程 50%；节能有用。
EU	FuelEU	全生命周期	gCO ₂ /MJ；节能意义降低，燃料低碳化；后期力度大于 ETS。

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。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。

温室气体减排方式及效果预估



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升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：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	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	lijlong@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
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjy@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	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
广深	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
	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	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
	龚之涵	高级销售经理	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	林哲睿	销售经理	15602268757	lzs@swsc.com.cn