

子版块共振，油散集航运市场分析展望

地缘对航运影响深度

证券分析师：

闫海 A0230519010004

研究支持：

闫海 A0230519010004

联系人：

闫海 A0230519010004

2024.05.21

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

■ 油散集市场运价同时表现超预期，地缘扰动助力航运景气度攀升

- **油轮：**短期看，运价淡季不淡，重点在于油价下跌后带来的补库需求支撑，关注6月OPEC石油大会前的市场预期变化和结果落地；中期看，供给收紧对运价正在形成有效的底部支撑，租家试图压制运价涨幅，若弹性兑现，运价将瞬间抬升。长期看基本面，供给端逻辑确定，景气周期随着订单排期继续拉长。
- **散货船：**运价表现持续超市场预期，关注运价底部和中枢抬升逻辑。中国钢铁需求前景悲观不在成为大型散货船运价定价的核心要素，关注边际变化突出的几内亚铝土矿出口、非主流矿出口以及西非西芒杜项目投产。中国煤炭进口需求仍在增加，突出地缘频发背景下的国家煤炭和粮食安全库存的需求支撑。
- **集运：**绕行带来的供给短缺、补库释放的额外贸易需求、全球供应链紊乱导致效率的损失，将持续为冲突持续背景下的集运市场带来超预期的运价表现。关注战争持续性、补库需求持续性以及新船交付对供给补充的节奏。
- **造船：**LNG船订单持续占用头部船厂产能；集运在红海催化下运价上行，已催化班轮公司再次开启订单潮；油散大型船舶运价表现强劲，船东下订单意愿增强。船厂产能和排期预计持续紧张，造船景气度伴随航运景气度进一步加强。

■ 地缘扰动频发，供应链扰动&航运运输安全受重视，运费市场超预期表现

- **周期位置：**2019年以来，受美国制裁、疫情、俄乌战争、巴以冲突、巴拿马运河干旱需求端影响，叠加供给端船厂产能不足，船队老龄化，油轮、集装箱景气度超过上一轮周期，干散货接近2009年水平。
- **红海扰动：**集运受红海影响直接，市场此前低估了胡赛武装对红海扰动的持续性，对运价的高度和持续性预期不足；油轮在俄乌和红海双重影响下，景气度进一步抬升。

■ 航运标的PE定价波动大，油轮散货重置成本定价的估值方法更为合理，集运红海绕行持续性未知背景，定价方式红海绕行阶段账上净现金积累

- **重置成本抬升加强底部安全边际：**二手船舶价格随着即期运费市场景气度提升而进一步增长。向上空间看，考虑通胀的情况下，当前VLCC二手船价值仅为历史高点的35%左右，Capesize价格为15%左右，油散船队重置成本均仍有提升空间。
- **集运板块红海阶段目标空间位：**账上现金+红海绕行累计净现金积累。绕行结束转为账上现金-运力过剩出清前累计亏损

■ 继续推荐招商轮船、招商南油、中远海能；港股关注太平洋航运，美股关注干散货 HSHP GOGL SBLK GNK SHIP，油轮关注INSW STNG TNK FRO ECO。集运股关注ZIM、中远海控H、中远海控A、海丰国际、东方海国际；船舶板块重点关注中国重工、中国船舶、中船防务、苏美达。

■ 风险提示：红海恢复通行、船厂产能大幅扩张、全球宏观需求低于预期。

块联动上行

- **事件近期集运、油轮、干散货运价持续上涨。**5月8日VLCC TCE报48077美元/天，上涨7%，集运此前宣涨落地情况良好，欧线期货2406合约收于3200附近，FBX集装箱运价创新高。5月8日美股油轮板块业绩超预期背景下ASC、INSW创52周新高。中周期：需求侧子版块分化(原油库存周期底部，俄乌战争地缘新变化起点，欧美消费品去库存，地产链拖累干散货需求)
- **航运船舶板块近期迎来密切核心催化：**此前巴以和谈停火预期减弱，需求端出口链预期改善，上期所集运期货大涨，海外对标公司端美股油轮业绩超预期ASC、INSW等油轮股创52周新高，美股干散货航运板块强势。
- **航运船舶板块长逻辑不变：**船厂产能紧张，船队老龄化、环保压力等推动下新造船景气度持续上行。红海地缘事件持续超预期，航运公司资金充沛，新造船交期较晚的背景下，二手船市场火爆，部分航运公司估值低于重置成本，大股东回购力度增加，或者直接增持其他航运公司股票，新造船价格、二手船价格、全球航运板块股票实现联动。
- **预期差：**红海扰动持续性难以判断，巴以停火预期减弱背景下，集运即将迎来旺季，市场对涨价持续性和空间预期不足。
- **油轮、干散新船订单不足，盈利持续性与红海关联度较弱，**重置成本法上行叠加大股东回购背景下全球油轮干散货航运持续走强。继续推荐招商轮船、招商南油、中远海能；港股关注太平洋航运，美股关注干散货 HSHP GOGL SBLK GNK SHIP，油轮关注INSW STNG TNK FRO ECO。
- **我们认为集运受红海影响直接，市场此前低估了胡赛武装对红海扰动的持续性，对运价的高度和持续性预期不足。红海绕行持续性超预期，叠加近期出口回暖，南美线领涨、欧线、美线大涨。**欧线期货映射下全球集运板块期货股票联动。我们认为虽然大型集装箱船，新船订单充足，如果红海绕行结束后运价有较大回落压力，但已经部分反映在估值中。考虑到近期集运价格超预期，从后续货量看，我们认为7-9月传统旺季尚未开始，当前水平看5-8月集运继续涨价确定性较高，**集运优先关注受益于红海运价景气资产负债表改善后有望从清算价值估值向可持续经营估值切换的美股以星航运ZIM，AH集运股关注顺序为中远海控H、中远海控A、海丰国际、东方海外国际。**
- **航空货运价格与海运价格具有较高关联度，跨境物流beta端景气度提升，alpha端品牌出海带来份额和盈利扩张逻辑不便，推荐华贸物流、中国外运，关注东航物流。**
- **船舶板块重点关注中国重工、中国船舶、中船防务、苏美达。**船价上行趋势不变，除更新和环保周期逻辑外，航运景气度提升进一步促进船价以及订单持续性。
- **风险提示：红海恢复通行、船厂产能大幅扩张、全球宏观需求低于预期。**

地缘对航运影响深度

1. 油散集市场运价及基本面更新
2. 海运周期复盘及目前逻辑核心
3. 运价弹性及空间
4. 历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘
5. 油散集标的估值及方法
6. 后市展望
7. 风险提示

油散集市场供需一览，地缘扰动加持航运景气度

- 油运供需差进一步扩大；散货市场因货种有所分化，大型船舶供给逻辑逐步兑现中；集运长期仍有供给压力，但短期受益于地缘扰动最为显著。
- 航运对地缘反脆弱性，运价表现持续受益于地缘扰动带来的运距拉长
 - 2022年俄乌增加油散运输距离，2024年红海扰动扭转集运基本面：2024年集运供需由年初的供给过剩已转变为全年维度的供需紧平衡（供需增速9.04%vs9.22%；供给释放节奏导致当下供给出现缺口）。今年原油轮、成品油轮、散货和集运的运距增长分别1.7%、4.3%、0.8%和4.9%。

图1：2024年油散集市场供需增速（%）

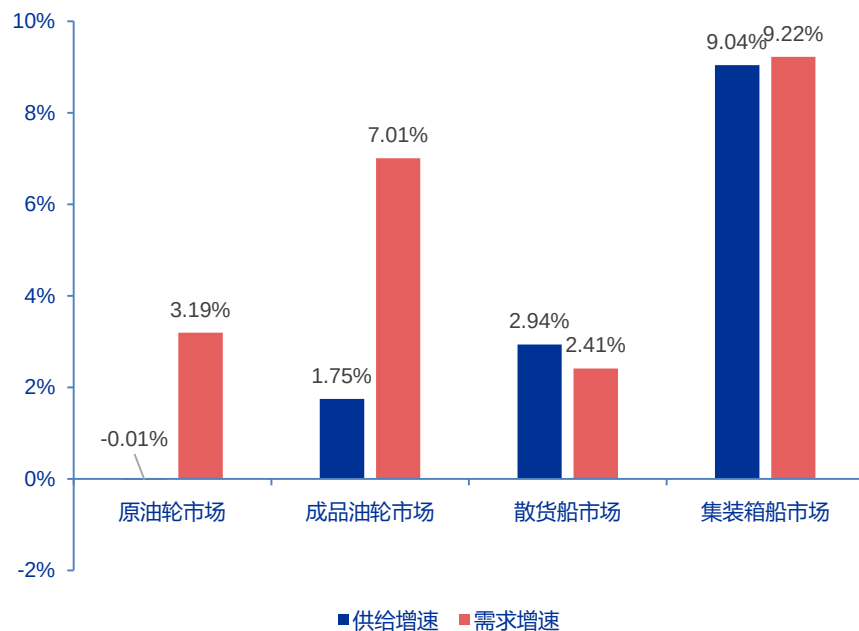
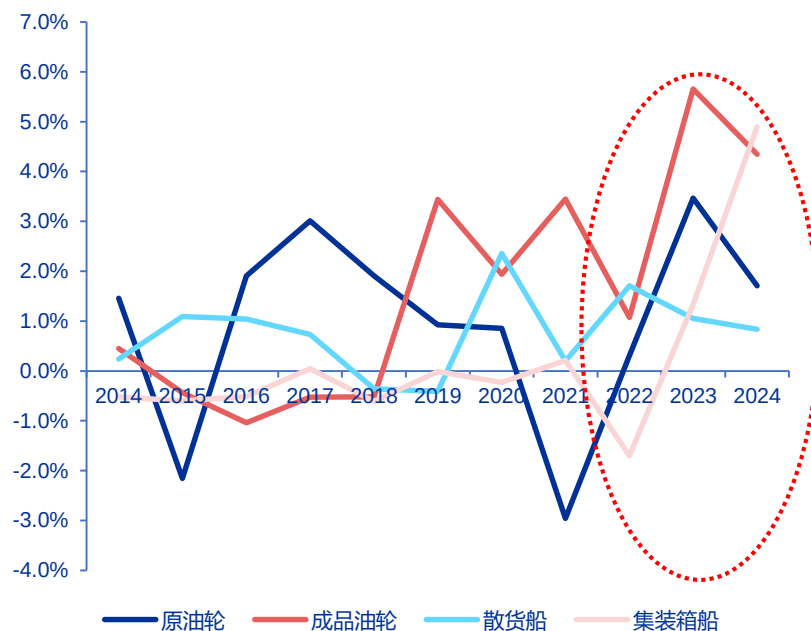


图2：油散集市场运距增速（%）



红海绕行带来的集运供给缺口测算

■ ①需求变化:

- 欧美需求增长表现超市场预期;

■ ②供给变化:

- 新船交付带来的运力增长;
- 闲置运力变化、提速释放的有效运力、港口拥堵运力变化;

■ ③定性角度看:

- 供应链紊乱导致效率低下;
- 较疫情期间的行情,这一轮没有散货船和散杂货船的替代;
(右侧的测算结果尚未考虑定性角度带来的供应链效率低下)

表1: 红海扰动导致集运供需缺口计算

	远东-欧洲	全球
需求同比增速	11.5%	9.1%
运力同比增速	17.8%	10.1%
闲置		1.9%
港口拥堵		-1.0%
提速释放的运力	1.0%	1.0%
有效运力的同比增速	16.8%	8.1%
绕行带来的供给需求增量	30%	5.6%
供给缺口	25%	6.6%

表2: 红海绕行成本增加测算

	假设航速	航行天数增加	耗油增加	鹿特丹VLSFO价格	油耗增加成本	单位成本增加
	节	天	吨	美元/吨	万美元	
油轮	12	55.6	2222	543.25	120.7	以LR2为例, 单吨成本提高11美元/吨
集装箱船	15	44.4	7556	543.25	410.5	以平均2w箱计算, 单箱成本提高205美元/TEU
散货船	12	55.6	2389	543.25	129.8	以8.2w吨Panamax为例, 单吨成本提高约16美元/吨

资料来源: 申万宏源研究

1.油轮 - 运价及市场更新

- 截至至5月10日，VLCC平均运价同比下滑16%，今年运价整体表现有一定韧性，同比下滑主要系去年3月运价基数过高
- 去年3月为特殊原因推涨的运价，同期基数高使得今年运价同比压力大
- 撇去3月，今年1-2月VLCC平均运价同比上涨12%；且运价底部一直维持在4w以上，韧性十足
- 近期受到原油补库支撑，运价超预期表现。预计二三季度运价有望同比增速加速回升

图3：VLCC平均运价（美元/天）



1.油轮 - 运价及市场更新

■ 2023年高库存持续对进口需求施压，2024年转换为低库存补库逻辑

- 2024年4月库存降至历史低位，导致①市场需求偏刚性，难以通过库存释放补充需求；②潜在补库需求或导致淡季不淡。

图4：中国原油港口库存

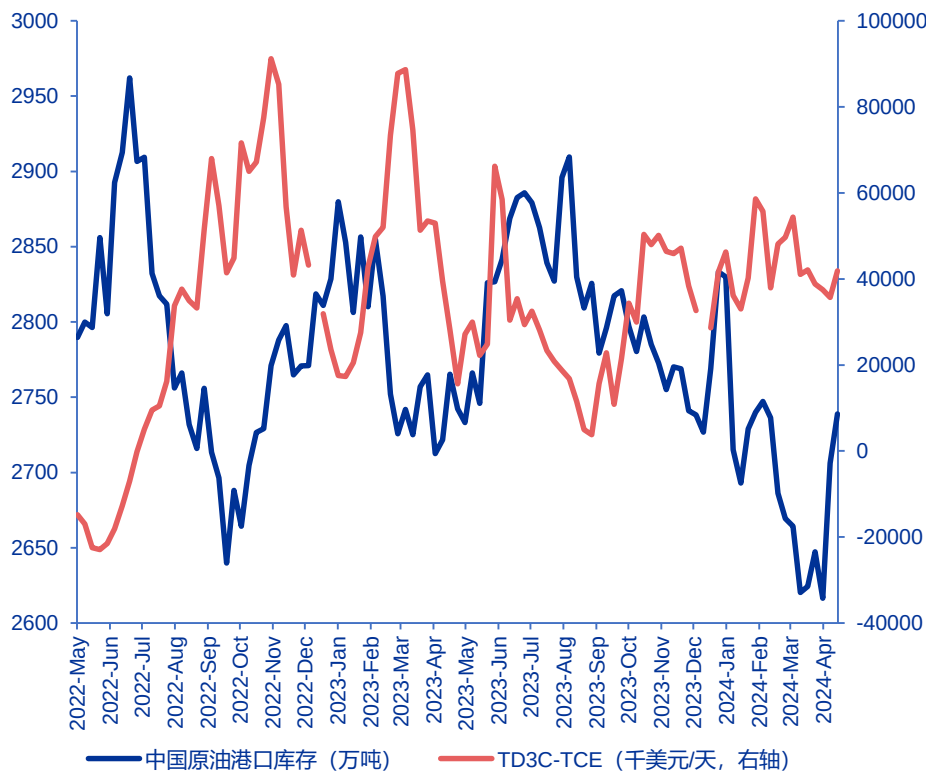


图5：中国原油总库存（百万桶）

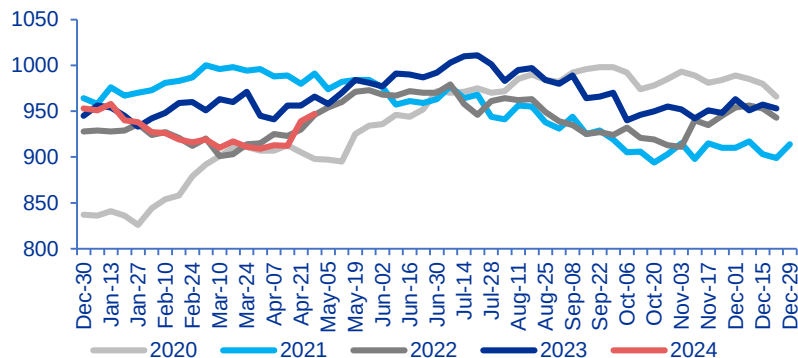
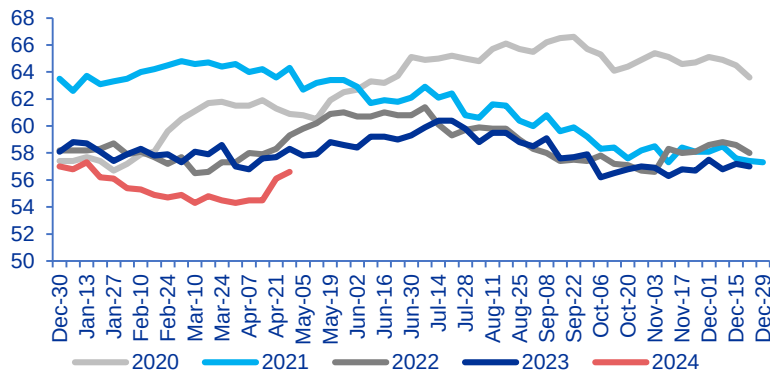


图6：中国原油总库存库容率（%）



1.油轮 - 手持订单占比及交付计划

■ 新增运力减少，供给约束持续到2028年

- 截至4月初，VLCC船手持订单占比5.34%，部分新造船订单已排至2028年，船队进入低速增长阶段。
- 2024年全球计划交付VLCC船舶1艘，已于1月完成交付。同时1月拆解1艘VLCC，因此截至目前为止2024年全年0运力增长。2025年预计交付5艘，2026-2027分别为19和21艘。

图7：VLCC手持订单占比（%）

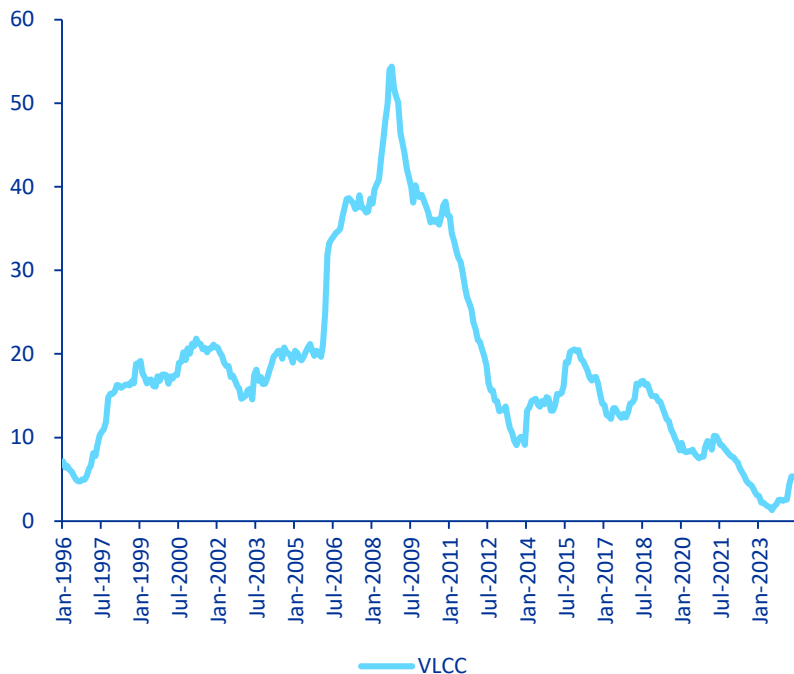
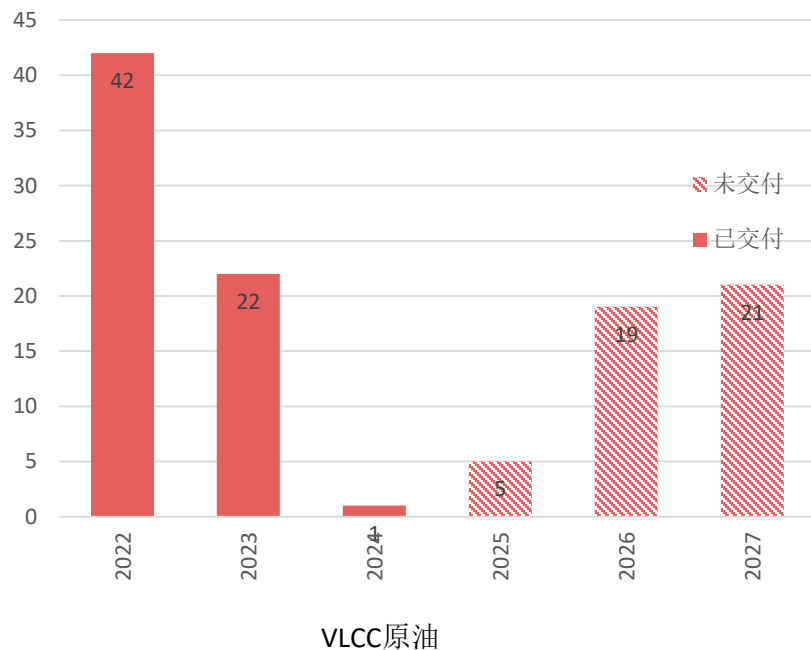


图8：VLCC未来交付计划（艘）



1.油轮 - 黑市VLCC运力

■ 全球VLCC油轮908艘，2022-2024年间运输过伊朗、委内的VLCC船舶约140艘，占全球运力15.4%

- 2023年因伊朗原油出口增加，运输伊朗的黑市运力增加26艘，航次增加52个；而委内因获得美国出口许可证而出口至美国增加，对VLCC需求减少，运输委内的VLCC船舶减少6艘，航次减少8个。

图9：运输伊朗&委内原油VLCC航次数量（次）

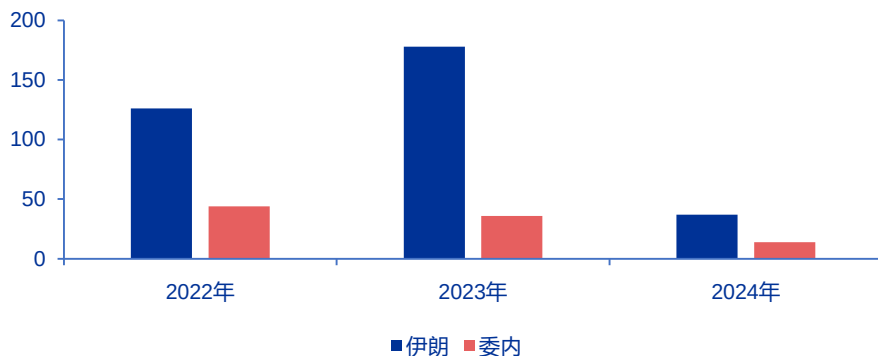


图11：运输伊朗&委内原油VLCC平均单船航次（次）

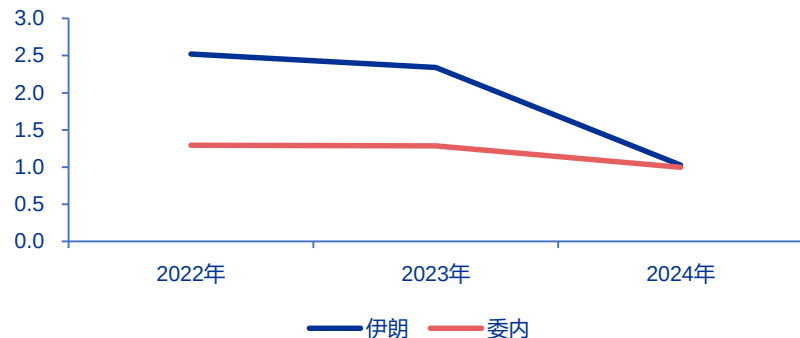
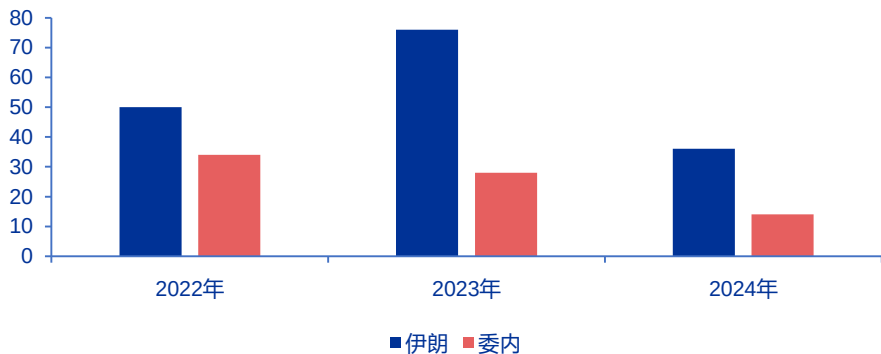


图10：运输伊朗&委内原油VLCC船舶数量（艘）



- 由于黑市运力的效率普遍低下，伊朗航线一年平均可完成航次2.4个左右，委内平均1.3个（合规市场极端情况下一年可完成7.6个航次，平均可完成5-6个航次）。

1.油轮 - 黑市VLCC需求

- 由于黑市运力效率低下，因此虽然油运运输量仅占VLCC原油贸易量的7%左右，但实际吸收的运力占比超过15%。
- 2023年全球原油产量102.12百万桶/天，其中伊朗和委内产量合计3.76百万桶/天，占比3.7%；2023年全球原油海运出口4279.9万桶/天，其中VLCC出口2022.1万桶/天，伊朗&委内合计142.9万桶/天，占VLCC比例7.07%。

图12: 伊朗原油总出口/VLCC原油出口量 (万桶/天)

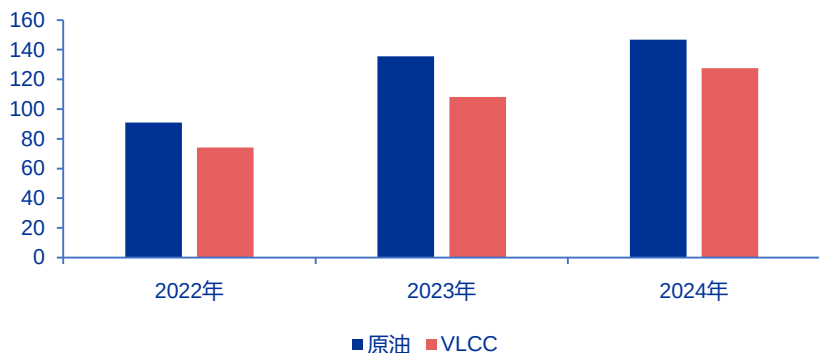


图14: 伊朗&委内原油产量 (百万桶/天)

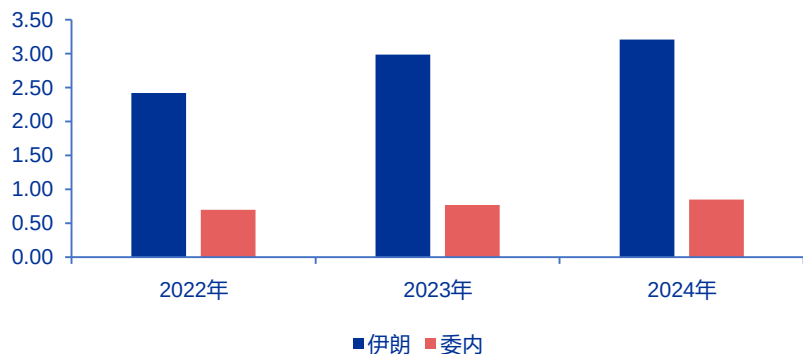
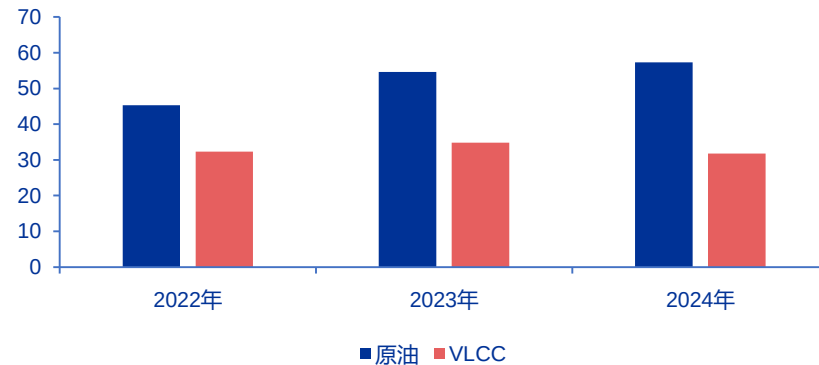


图13: 委内原油总出口/VLCC原油出口量 (万桶/天)



- 伊朗2023年VLCC原油出口108.1万桶/天，按伊朗黑市运力每年单船2.4个航次算，理论需要70艘船舶，累计完成166个航次左右，与2023年实际76艘黑市运力运输伊朗原油的船舶数量接近。

1.油轮 - 其他油轮手持订单占比及交付计划

图15: Suez原油轮手持订单占比 (%)

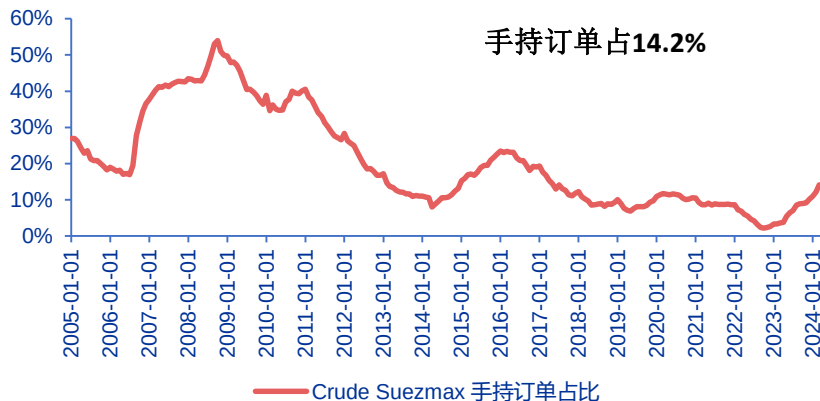


图16: Aframax原油轮手持订单占比 (%)

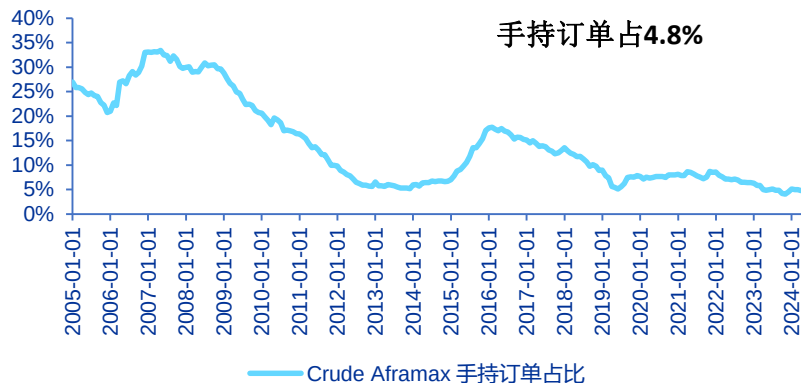
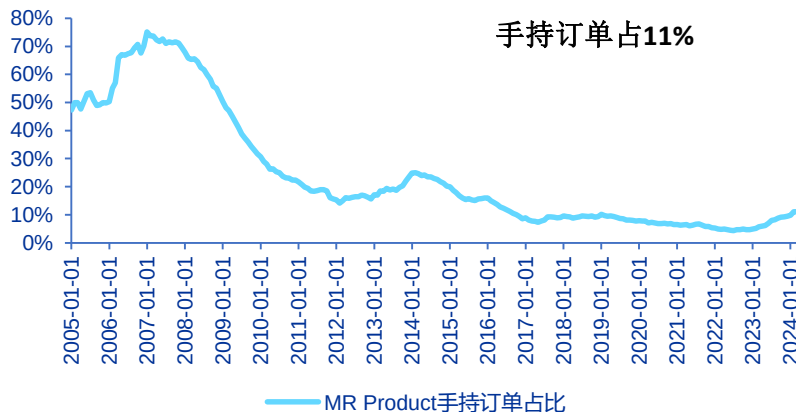


图17: LR2成品油轮手持订单占比 (%)



图18: MR成品油轮手持订单占比 (%)



1.油轮 - 其他油轮手持订单占比及交付计划

图19: Suez原油轮手持订单交付计划 (艘)

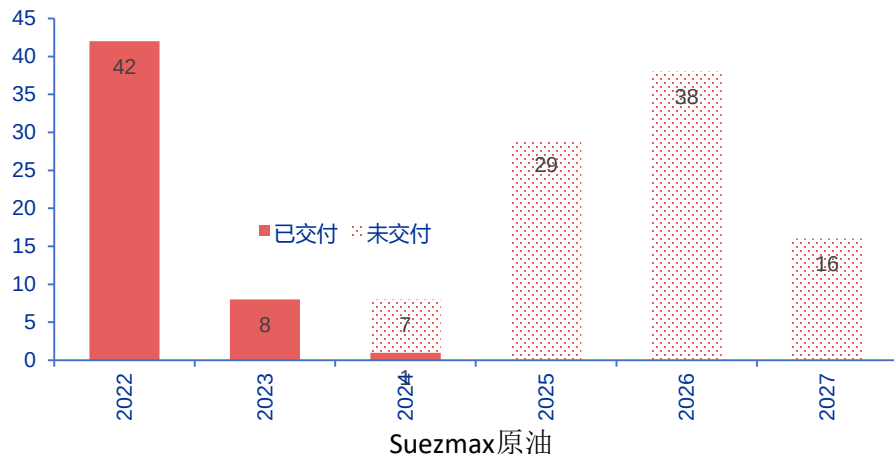


图20: Aframax原油轮手持订单交付计划 (艘)

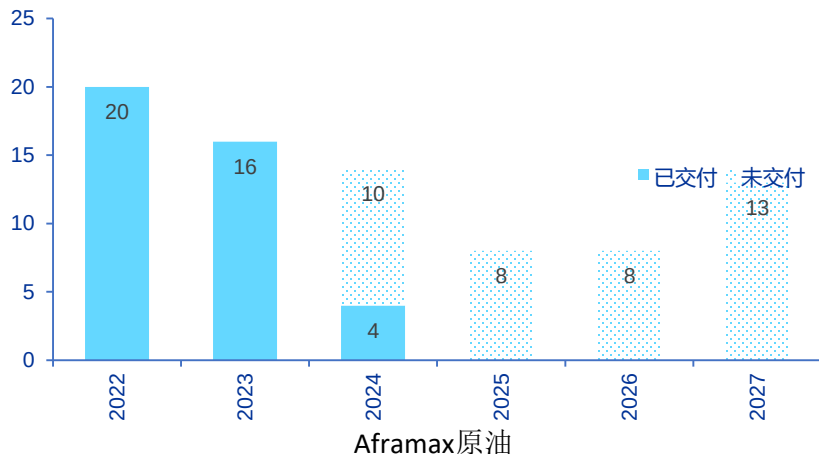


图21: LR2成品油轮手持订单交付计划 (艘)

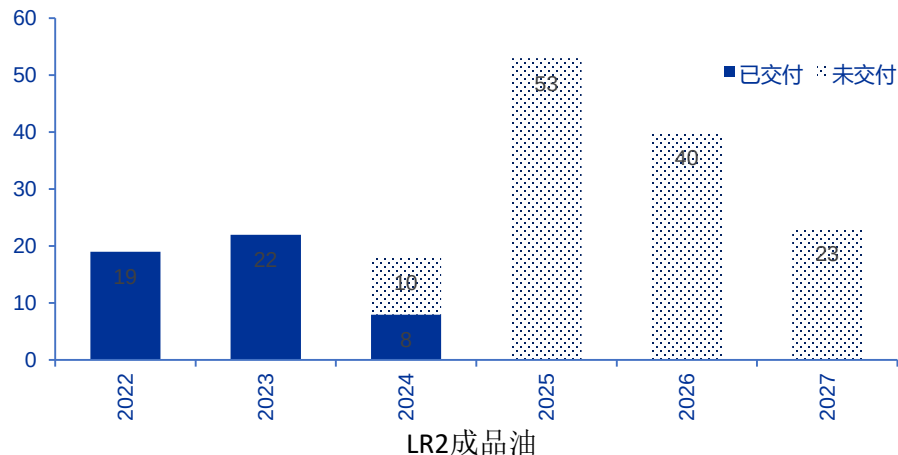
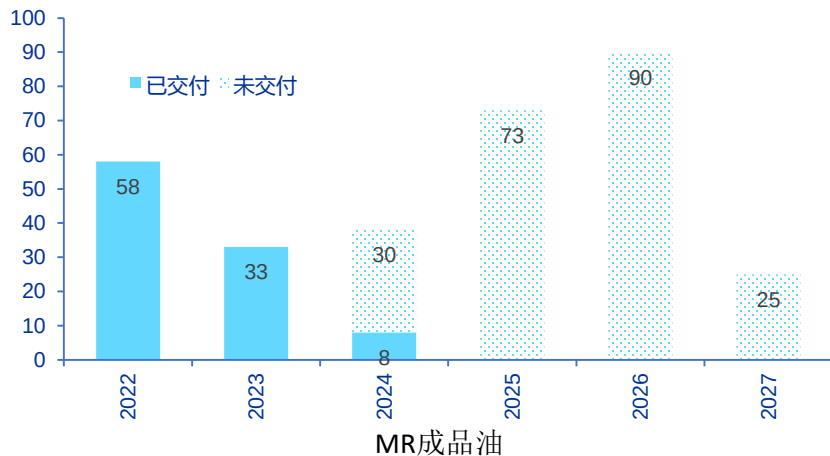


图22: MR成品油轮手持订单交付计划 (艘)

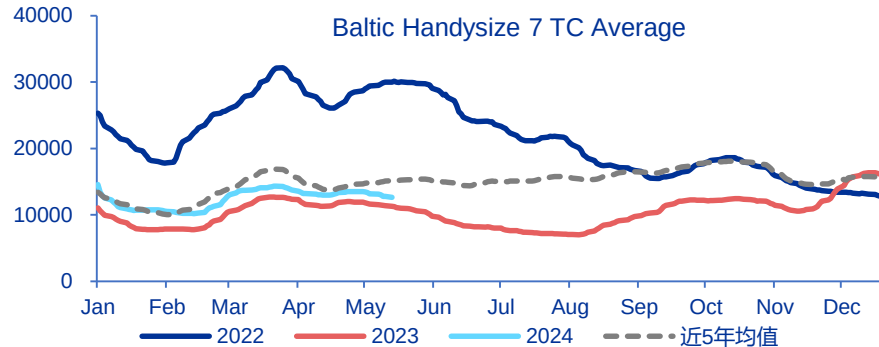
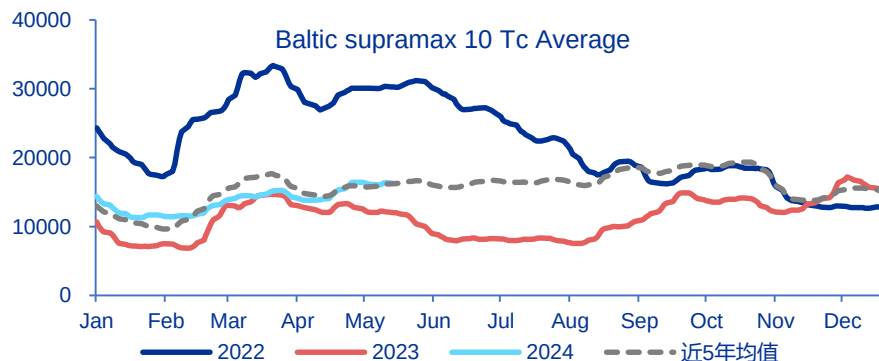
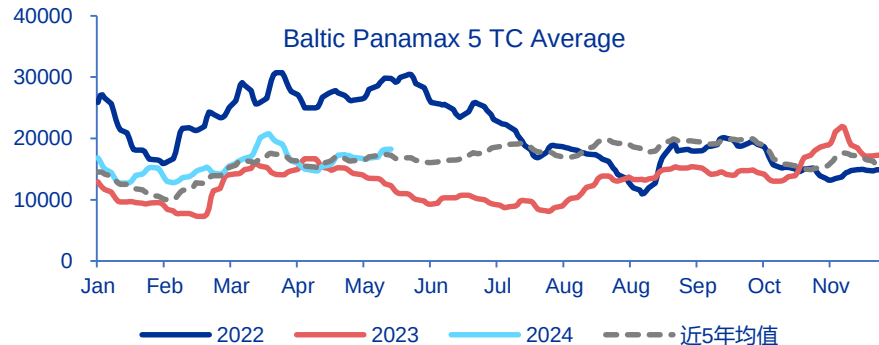
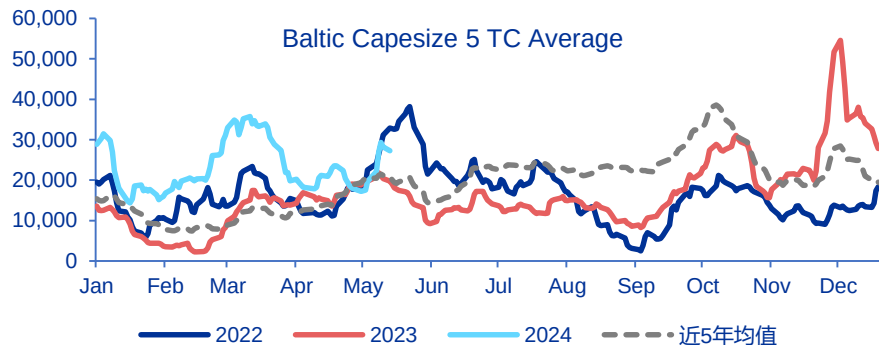


2.散货 - 运价及市场更新

■ 截至5月13日，BDI年初至今均值同比增长57.4%

- 截至5月13日，Cape 5TC同比增长103%，均值为2.3万美元/天；
- 截至5月13日，Pmx 5TC同比增长28%，均值1.6万美元/天；
- 截至5月13日，Smx 10TC同比增长26%，均值1.4万美元/天。

图23：散货船运价季节性表现（美元/天）



2.散货 - 运价及市场更新

- **Cape运价强劲原因：①截至5月3日，全球铁矿石发运同比增长4%，几内亚铝土矿发运增长3%**
 - 截至5月3日，澳巴铁矿石发运强劲：澳洲铁矿石发运同比下滑1%；巴西同比增长10%
 - 截至5月3日，非主流矿发运：非主流矿发运同比增长17%
 - 截至5月3日，铝土矿发运强劲：几内亚铝土矿同比增长3%

图24：澳洲主要港口铁矿石发运（万吨）

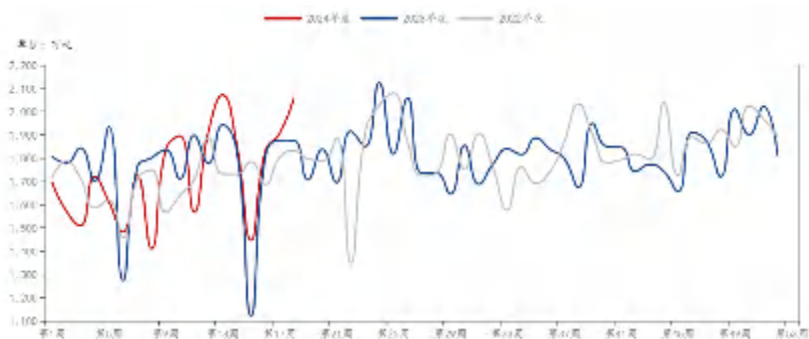


图26：澳洲主要港口铁矿石发运（万吨）

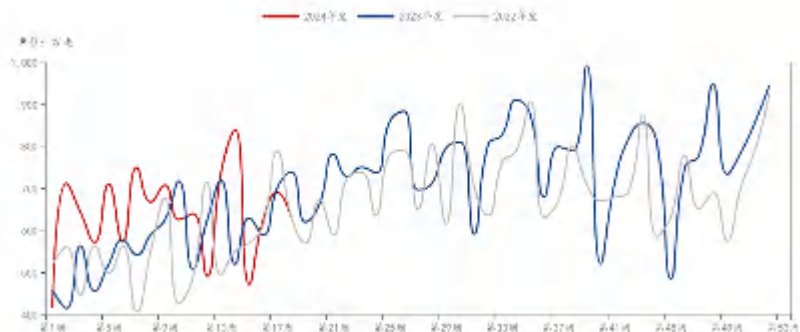


图25：非主流矿发运（万吨）

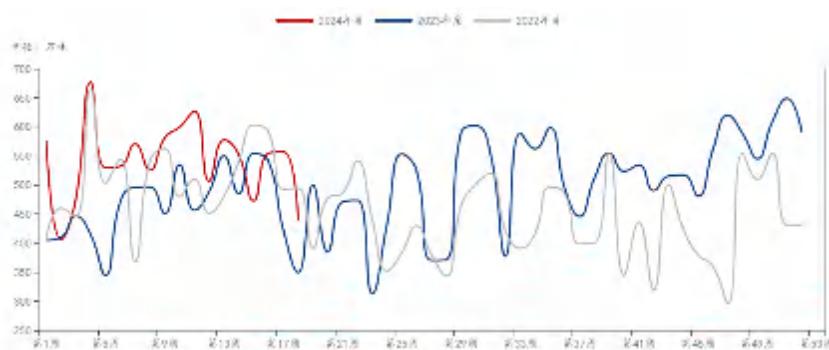
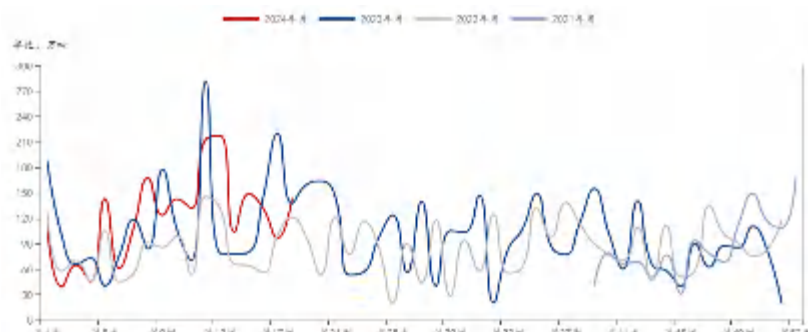


图27：几内亚铝土矿发运（万吨）



2.散货 - 运价及市场更新

■ ②中国宏观数据:

- 1季度中国钢材出口强劲，同比增长26.8%；
- 制造业和基建投资增速较为健康；
- 港口库存明显累库

图28: 中国钢材出口 (百万吨)



图29: 房地产、制造业及基建投资增速 (%)

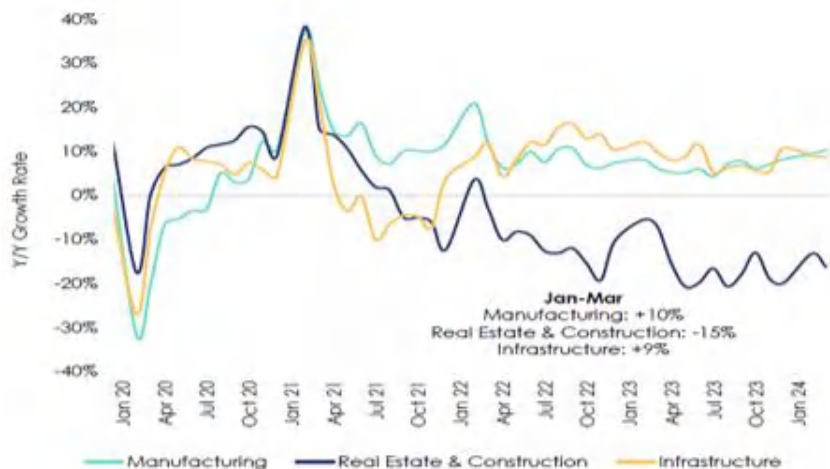
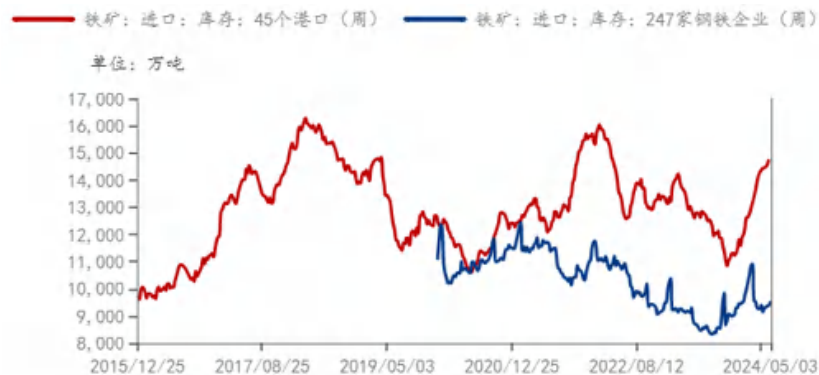


图30: 中国铁矿石港口库存&钢厂库存 (万吨)



2.散货 – Cape船供给端

■ 手持订单占比低位，船队进入低速增长阶段

- Capesize船手持订单占比6.2%，最新部分新造船订单已排至2028年1季度，因此目前手持订单占比低位导致未来4年新增运力贡献的供给增速仅1.5%左右，船队进入低速增长阶段。
- 二手船/新造船价格比值大幅攀升，反映了即期市场景气，造船难导致的二手船价快速攀升。

图31: Capesize和VLCC手持订单占比 (%)

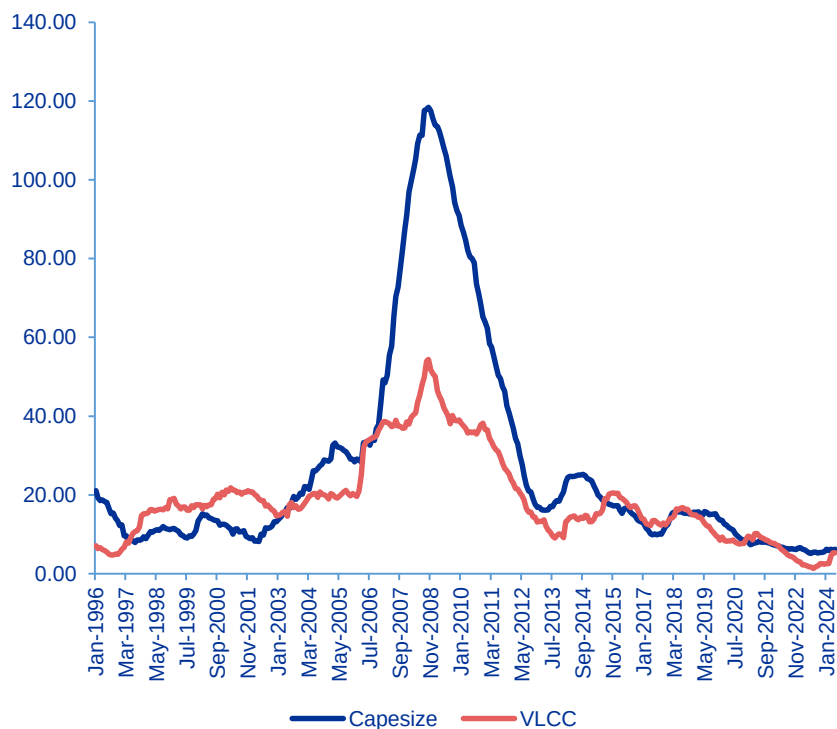
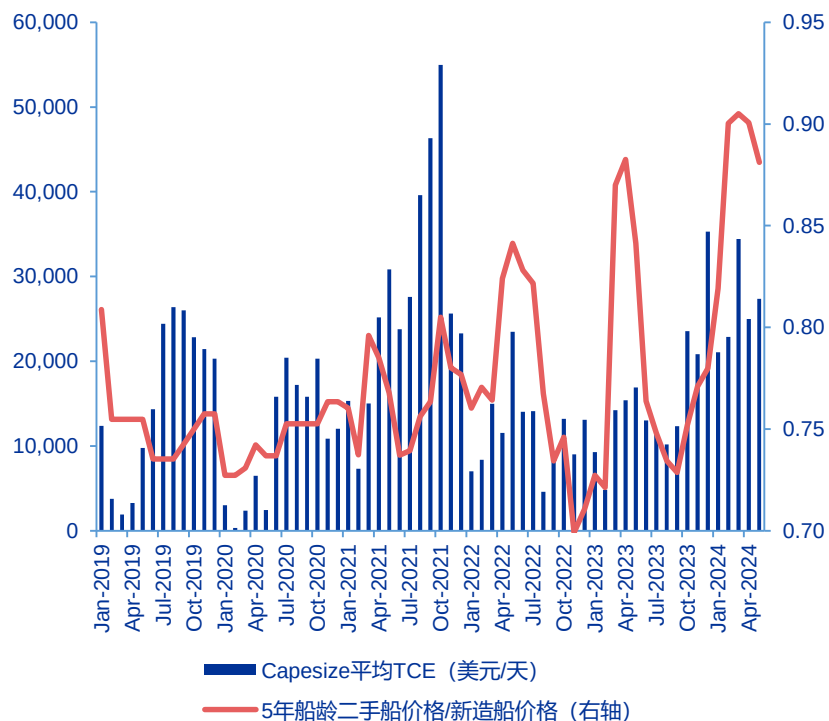


图32: 二手船/新造船价格比



5.散货 – 中小船供给端

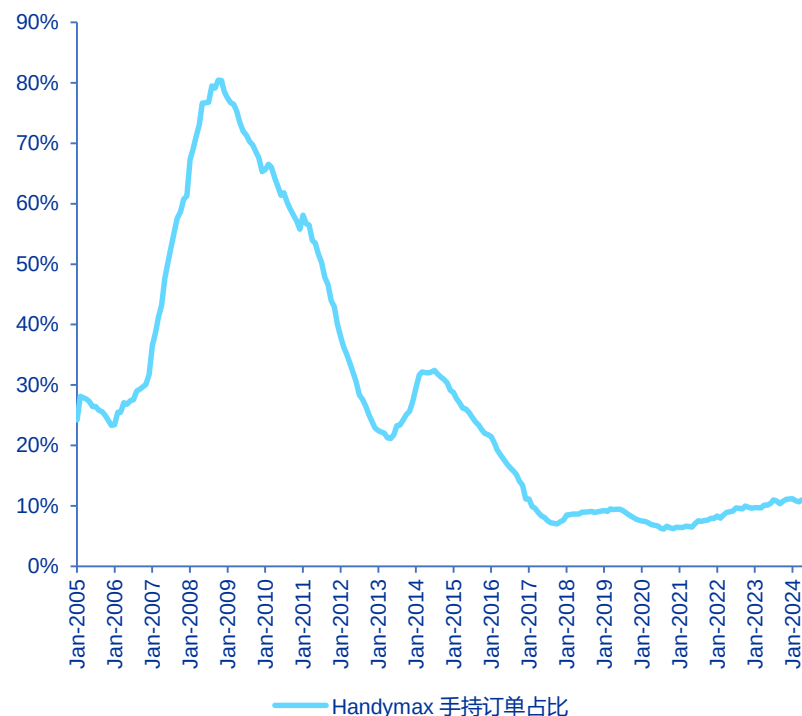
■ 中小型散货船手持订单占比同样历史低位

- Panamax散货船手持订单占比12.6%;
- Handymax散货船手持订单占比11.1%

图33: Panamax散货船手持订单比 (%)



图34: Handymax散货船手持订单比 (%)



5.散货 – Cape船需求端：铝土矿&铁矿石

■ Cape船短期铝土矿贡献边际稳定增量，中长期西非西芒杜项目为需求亮点

- **铝土矿运输用Capesize船需求增加**：2023年Capes船运输铝土矿增量约1500万吨，增加的Cape船需求约20艘左右；2024年预计边际增长1500-2000万吨，20-25艘Cape船需求，1%需求增长
- **西非西芒杜项目2025-2026年贡献显著增量**：初期年产能1.2亿吨品味65%以上的高品质铁矿石，预计2025-2026年投产。若按全年产能1.2亿吨出口计算，考虑该贸易格局转变带来的运距拉长，预计在2023年全球铁矿石吨海里贸易基础上，贡献6%增长。

图35：近些年铝土矿cape船运输量（百万吨）



表3：西芒杜项目投产对铁矿吨海里的贡献测算

西非-中国运距	海里	10000
全球铁矿石海运贸易平均运距	海里	5500
运距拉长	海里	4500
西芒杜矿山年产能	亿吨	1.2
增加的吨海里贸易	十亿吨海里	540
2023年全球铁矿石吨海里贸易	十亿吨海里	8633
西非项目贡献吨海里增速	%	6.26%

5.散货 - 中小船需求端：煤炭

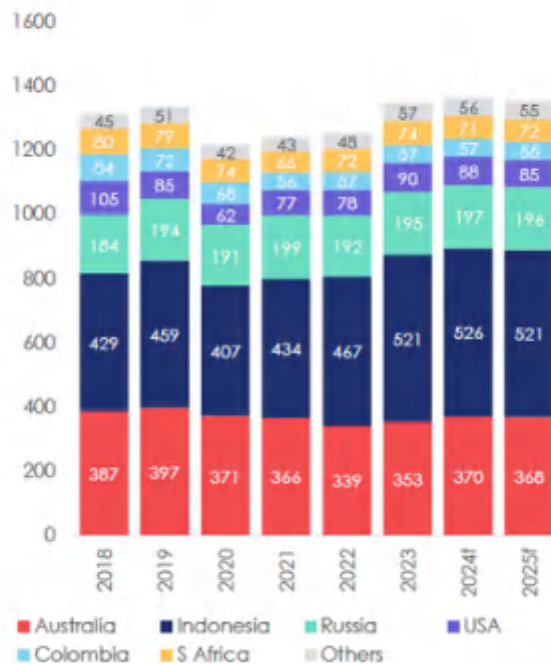
- 2023年全球煤炭贸易受到中国进口放开的支撑，增长7.1%。2024年中国和印度煤炭进口保持强劲，预计继续小幅增长。

图36：全球煤炭进出口预测及季节性趋势（百万吨）

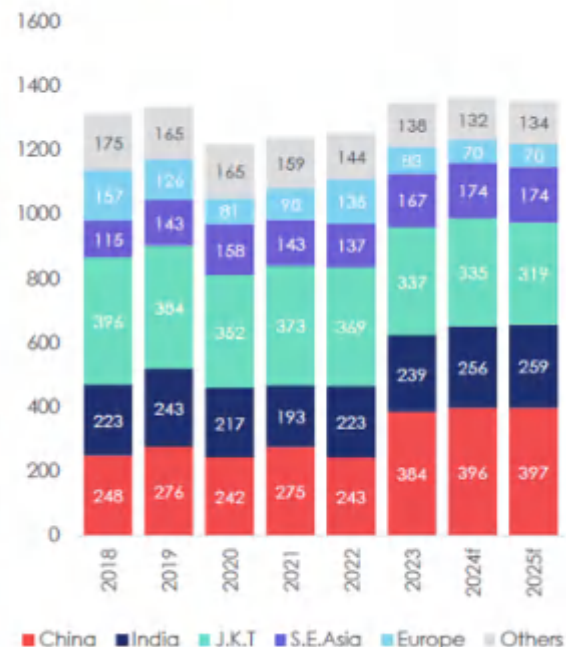
Quarterly Seaborne Coal Exports



Coal Exporters



Coal Importers



5.散货 - 中小船需求端：粮食

- 2024年美国产量恢复（2023年因天气原因产量不足）预计贡献边际增量，2024年全球粮食贸易预计进一步增长3.3%。

图37：全球粮食贸易预测及贸易吨和吨海里的季节性趋势（百万吨/十亿吨海里）



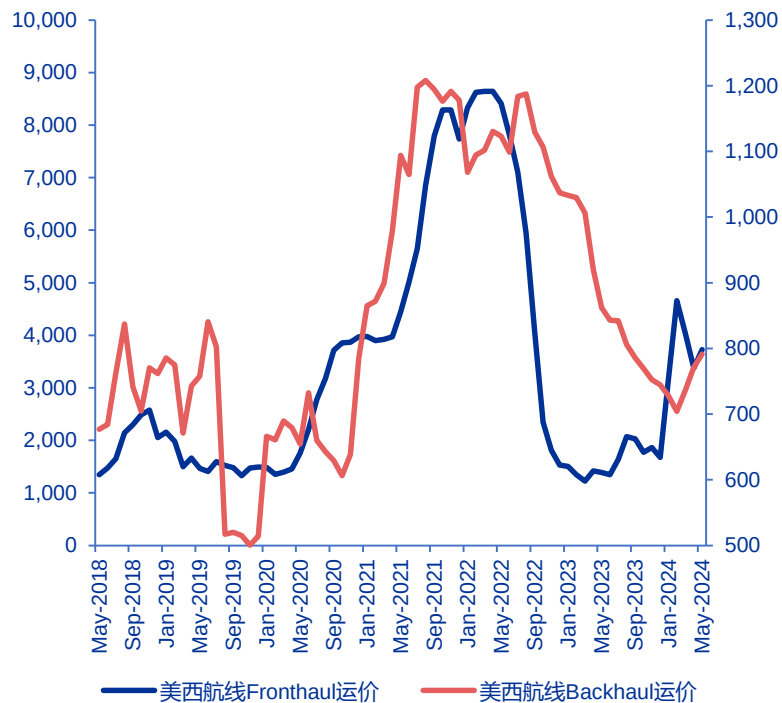
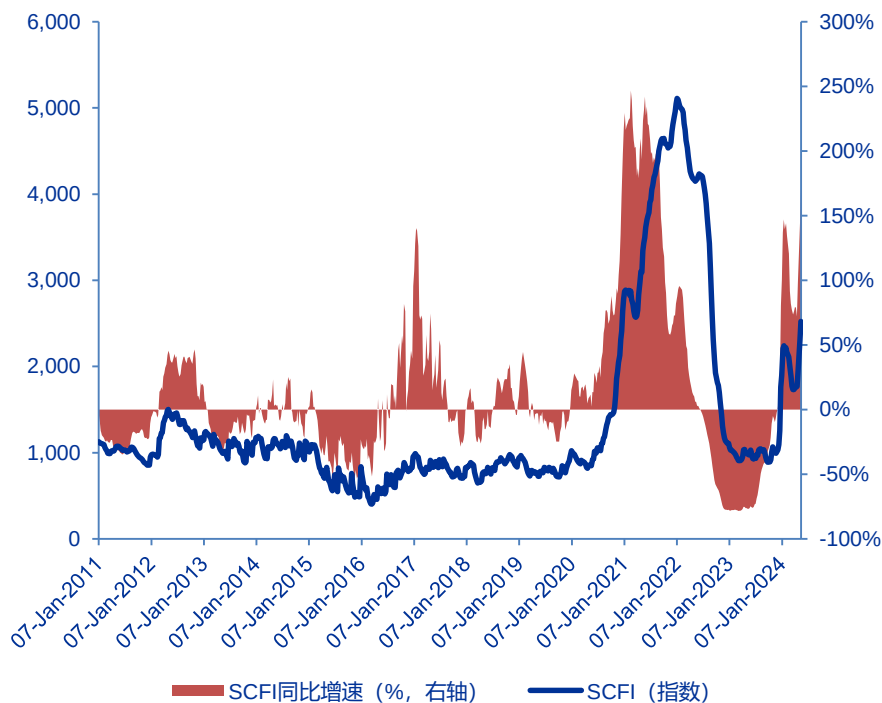
3.集运 - 运价及市场更新

■ 2024年因红海绕行导致运价逆势上行

- 最新5月17日SCFI录得2520.76点
- 欧线运价提升至3050美元/TEU；北美航线，美西航线5025美元/FEU，美东航线6026美元/FEU。

■ 回顾上一轮2021年运价，Backhaul运价领先于Fronthaul快速上涨。近期运价中Backhaul已现反弹，提示关注后续Fronthaul运价上行斜率或进一步提升。

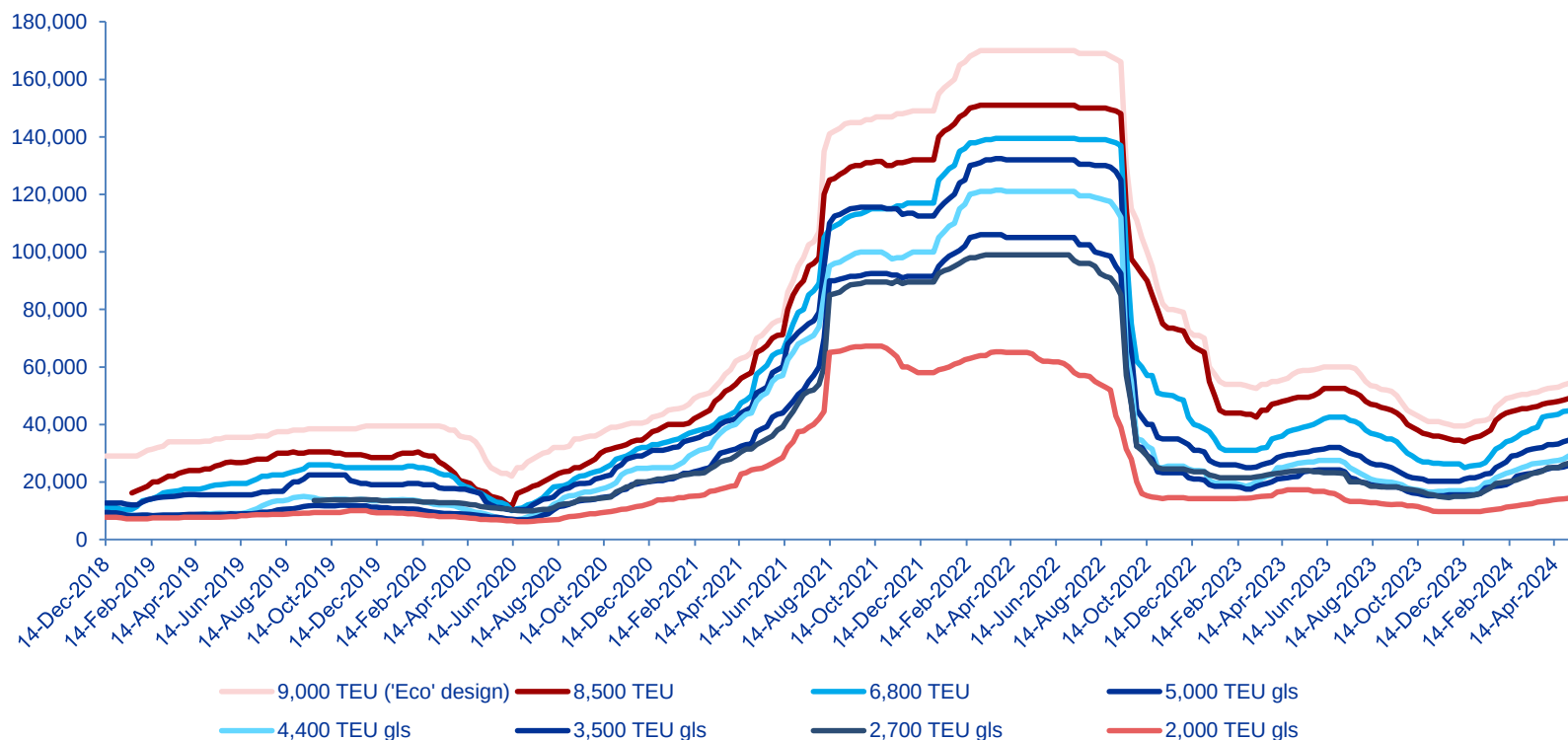
图38: SCFI运价指数 (index) 及同比增速 (%) 图39: 美西Fronthaul及Backhaul运价 (美元/天)



3.集运 - 运价及市场更新

- 即期运价抬升期租市场租金，不同船型期租价格较年初抬升40%-75%不等，其中以6800TEU船舶运价抬升最为显著；9000TEU集装箱船期租租金已5.4万美元/天，疫情高点时期可达17万美元/天

图40：集装箱船6-12个月期租租金（美元/天）



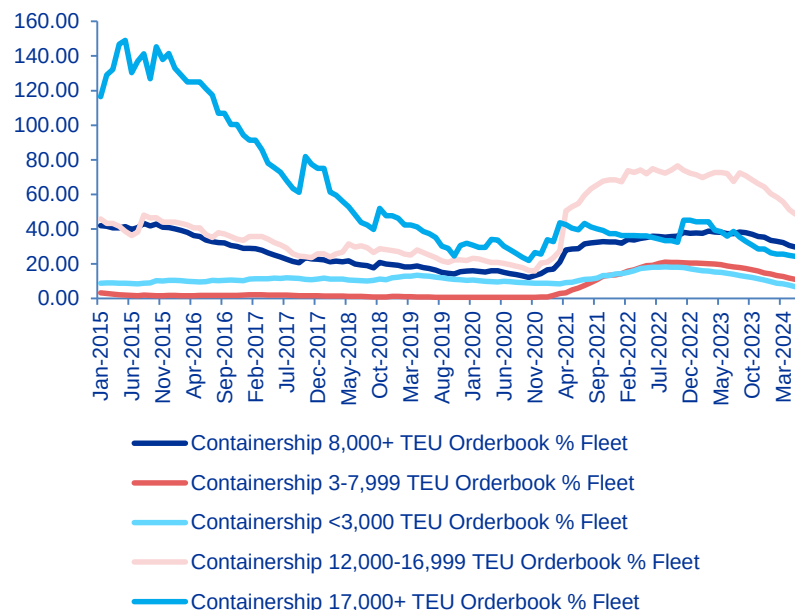
3.集运 - 供给端

- 集装箱船手持订单占比21.03%，但各船型之间略有差异，主要表现为中大型集装箱船占比高，小型占比相对低位。
- 中大型船舶：8k-12kTEU集装箱船占比29.63%，12k-17kTEU集装箱船占比48.7%；17k+TEU集装箱船占比24.2%；
- 小型船舶：3-8kTEU集装箱船占比11.0%，3k以下集装箱船手持订单占比6.8%

图41：集装箱船手持订单占比 (%)



图42：集装箱船手持订单占比（分船型，%）

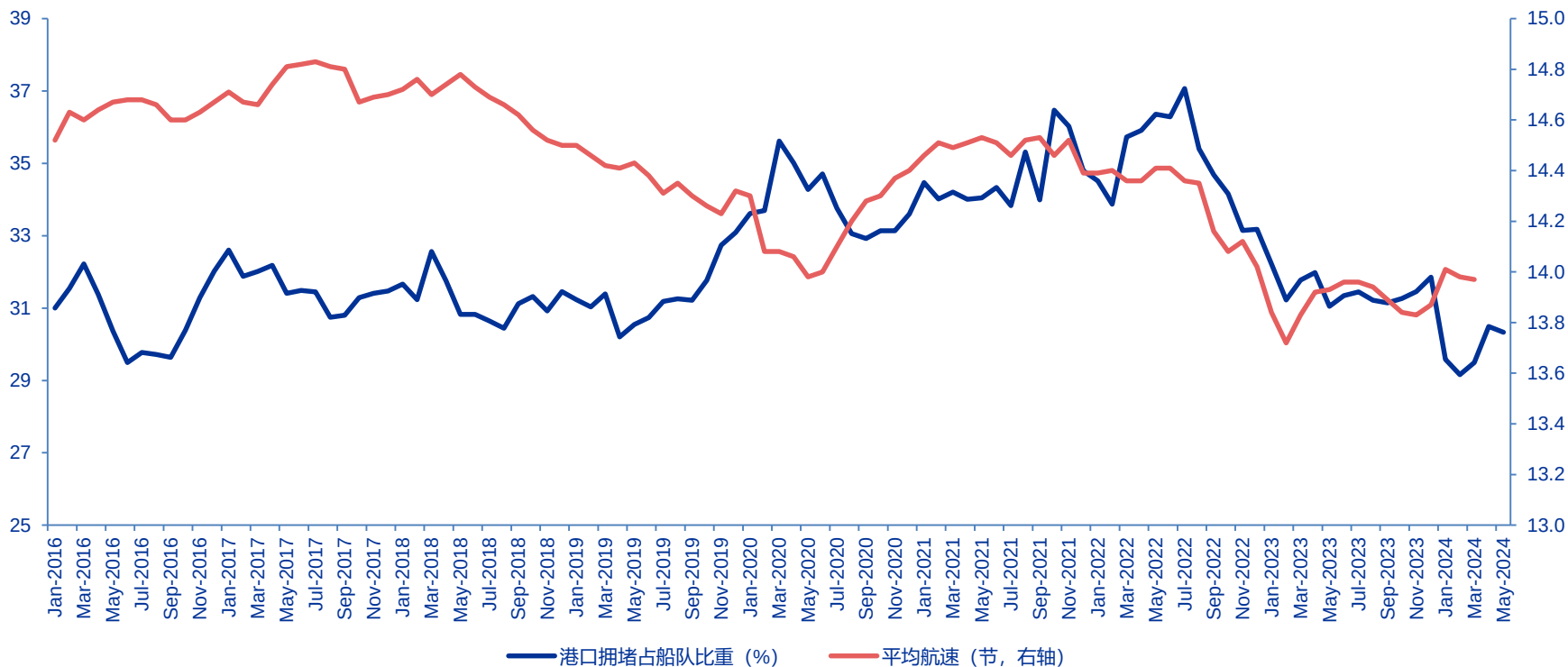


3.集运 - 供给端

■ 港口拥堵释放至底部并反弹；航速降低帮助吸收有效运力。

- 随着运价回落，集装箱船市场平均航速回落至14节左右，航速的降低也一定程度上帮助了吸收市场运力；
- 疫情期间港口拥堵已在2023年底释放完全，今年年初已见反弹，因此港口拥堵将不再对供给端形成压力

图43：集装箱船平均航速及港口拥堵



3.集运 - 需求端

■ 从贸易角度看，2024年年初表现优异。

- 远东-欧洲航线1-2月贸易量分别增长7%和18%（去年同期同比下滑12%/11%）；
- 远东-美国航线1-2月贸易分别同比增长23%和28%（去年同期同比下滑24%/37%）

图44：远东-欧洲集装箱贸易（TEU）

FE-Eur TEU	2022	2023	2024	24/23%	23/22%	22/21%
Jan	1,550,407	1,364,077	1,456,695	6.8%	-12.0%	4.2%
Feb	1,134,454	1,015,010	1,195,446	17.8%	-10.5%	-2.2%
Mar	1,335,974	1,421,964			6.4%	-4.6%
Apr	1,295,022	1,444,711			11.6%	-8.9%
May	1,355,612	1,478,453			9.1%	-6.0%
Jun	1,332,637	1,472,965			10.5%	-9.5%
Jul	1,414,322	1,493,157			5.6%	-1.5%
Aug	1,337,072	1,427,270			6.7%	-6.9%
Sep	1,098,584	1,419,397			29.2%	-20.1%
Oct	1,108,183	1,271,628			14.7%	-25.7%
Nov	1,166,351	1,266,438			8.6%	-18.3%
Dec	1,251,619	1,505,535			20.3%	-17.5%
Q1	2,684,861	2,379,087	2,652,141	11.5%	-11.4%	1.4%
Q2	3,983,271	4,396,129			10.4%	-8.2%
Q3	3,849,978	4,339,824			12.7%	-9.4%
Q4	3,526,153	4,043,601			14.7%	-20.5%
YTD	2,684,861	2,379,087	2,652,141	11.5%	-11.4%	1.4%
Full Year	15,380,237	16,580,605			7.8%	-9.9%

图45：远东-美国集装箱贸易（TEU）

FE-US TEU	2022	2023	2024	24/23%	23/22%	22/21%
Jan	1,735,879	1,315,721	1,618,732	23.0%	-24.2%	6.9%
Feb	1,478,367	931,033	1,193,767	28.2%	-37.0%	-2.5%
Mar	1,743,054	1,399,866			-19.7%	6.0%
Apr	1,687,531	1,396,162			-17.3%	2.1%
May	1,715,120	1,487,729			-13.3%	0.3%
Jun	1,734,606	1,499,942			-13.5%	1.7%
Jul	1,764,254	1,533,726			-13.1%	0.0%
Aug	1,572,465	1,674,110			6.5%	-10.1%
Sep	1,340,890	1,623,506			21.1%	-24.4%
Oct	1,309,570	1,467,354			12.0%	-23.7%
Nov	1,244,053	1,516,042			21.9%	-28.9%
Dec	1,310,236	1,582,697			20.8%	-21.8%
Q1	3,214,246	2,246,754	2,812,499	25.2%	-30.1%	2.3%
Q2	5,137,257	4,383,833			-14.7%	1.3%
Q3	4,677,609	4,831,342			3.3%	-11.6%
Q4	3,863,859	4,566,093			18.2%	-24.8%
YTD	3,214,246	2,246,754	2,812,499	25.2%	-30.1%	2.3%
Full Year	18,636,025	17,427,888			-6.5%	-8.1%

地缘对航运影响深度

1. 油散集市场1季度运价及基本面更新
- 2. 海运周期复盘及目前逻辑核心**
3. 运价弹性及空间
4. 历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘
5. 油散集标的估值及方法
6. 后市展望
7. 风险提示

重温船舶航运分析框架，理解长中短周期对船舶航运板块影响

■ 长周期：供给侧船龄周期上行（我们在新造船2021-2035上行周期的起点）

- 行业技术进步（60年，帆船时代=>蒸汽轮船时代），产能替代周期，船厂产能周期（20年-30年）
- 航运各子板块共享造船产能，实现航运景气度的传导
- 核心数据：资产价格、船厂产能
- 逻辑破坏原因：上世纪60年代-70年代日韩船厂扩张，2000年后中国船厂扩张

■ 中周期：需求侧子版块分化(原油库存周期底部，俄乌战争地缘新变化起点，欧美消费品去库存，地产链拖累干散货需求)

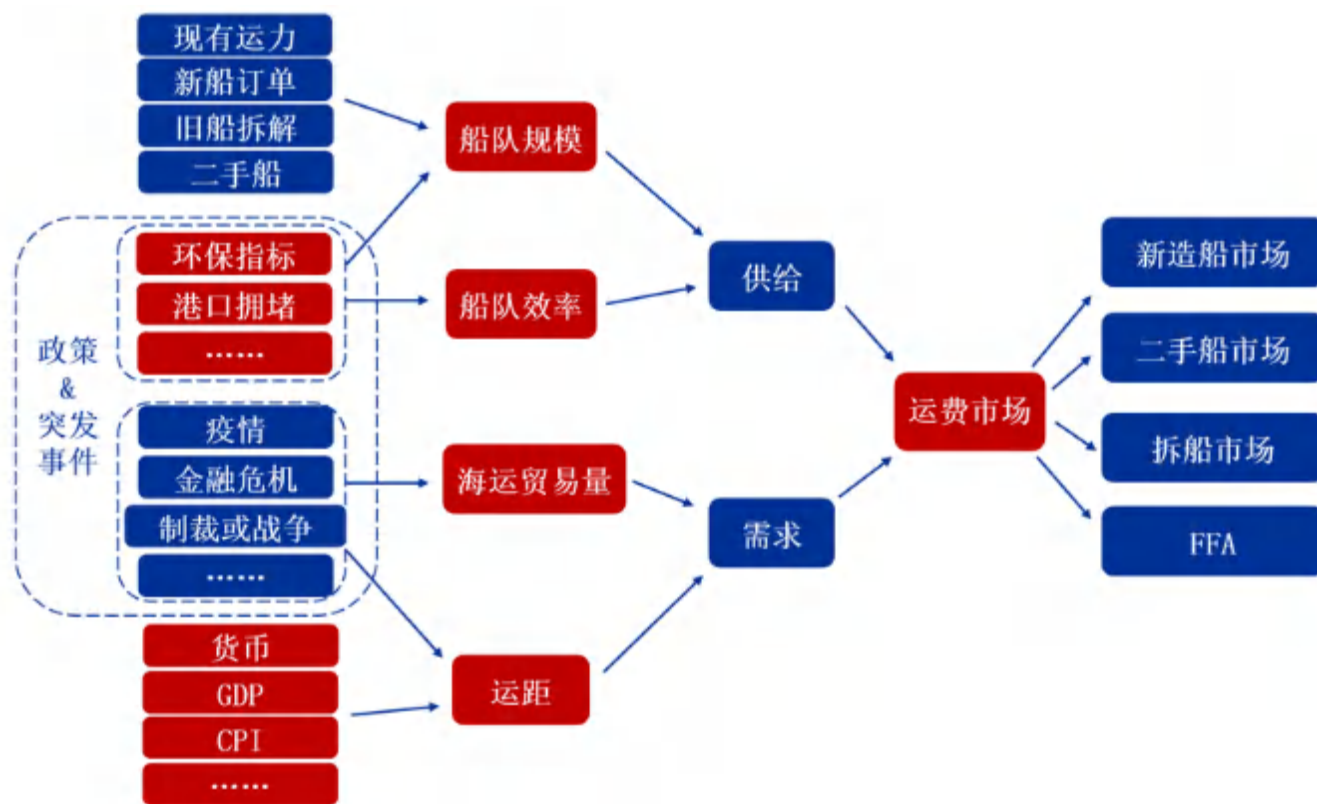
- 长周期资产价格上行阶段，中周期各子行业景气度受上游需求和库存影响
- 商品库存周期（2013-2015原油补库，2019-2020原油补库，2021-2022原油去库；疫情导致美国消费品补库）
- 上游需求景气度（地产链拖累干散货需求，化工景气度裂解价差回落拖累成品油需求）
- 地缘政治变化（苏伊士运河关闭、俄乌战争能源品运距拉升）
- 对应数据：期租租金

■ 短周期（季节性，干散、油轮季节性）

- 集运旺季为7-9月圣诞节备货驱动，年前有一批集中出货小高峰，年后进入淡季。
- 干散旺季Q3&Q4，2017年后Q4能耗双控后，干散货季节性高点逐步从Q4提前至Q3。
- 油轮Q3为淡季，Q4为旺季。主要是北半球夏季高温炼厂检修驱动。
- 对应数据：现货运价价格

- 航运分析框架：航运对应当前时点的供需，造船本质是期货，对应未来2年甚至4年以后的供需预期

图46：运价分析框架



1. 造船周期决定新船供给上限

- 复盘全球造船行业，需求、船龄和技术进步共同驱动行业展现强周期弹性。
- 造船周期明显受到全球经济和政治周期影响，呈现经济繁荣扩张期和战争期集中造船，战后和经济萧条期造船回落，消化上一轮运力冗余的强周期弹性。战争是早期造船业形成交付高峰的直接原因。复盘历史，1915-1918年造船小高峰主要是一战期间军备竞赛导致造船高峰。随着1930s经济危机，全球贸易下行带动造船萧条，造船量处于低谷。1940-1945年二战期间军备竞赛叠加一战期间船舶的老龄退化高峰，行业迎来一轮新的交付峰值，峰值较一战提高近200%，强化了行业的周期属性。

图47：全球造船周期复盘（2022年后为预测值）



1. 造船周期决定新船供给上限：船厂产能扩张困难

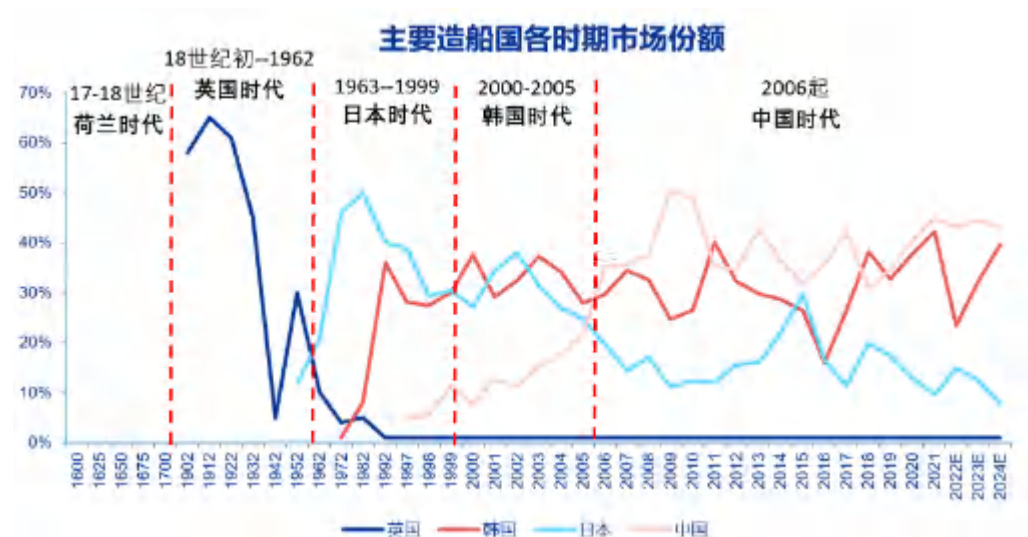
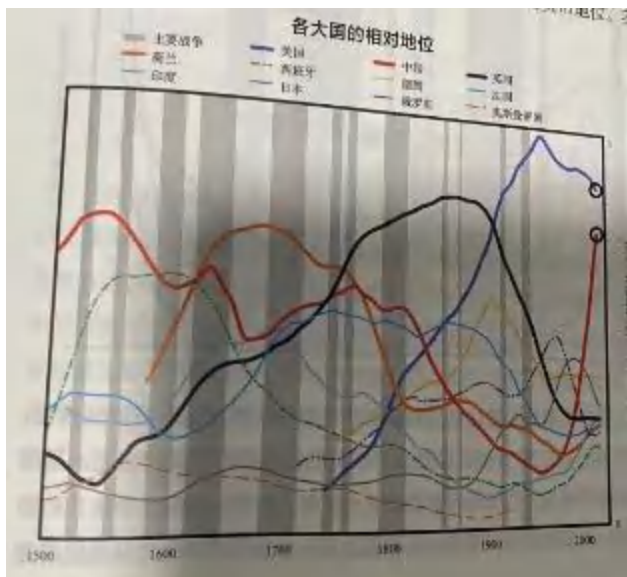
■ 上游造船供给约束为航运景气周期持续性提供保障

- 二战后全球经历了两轮完整的造船周期，每一轮周期均以国家级别新造船产能结束收尾。当前除中日韩外，其他国家无论是气候条件，还是产业链完整性，均不具备造船扩产条件，中日韩城镇化、工程师红利不可逆转，造船业不具备再次大幅扩产能条件。

■ 历史破坏航运长周期的逻辑为国家级别船厂产能扩张，当前不具备条件

- 本轮航运上行周期中，具备劳动力优势的东南亚在气候、产业链完整性等方面劣势明显，或无法承接产能；具有气候、劳动力优势的乌克兰尚不具备条件。

图48：全球主要造船国各时期市场份额与全球大国相对地位排名一致

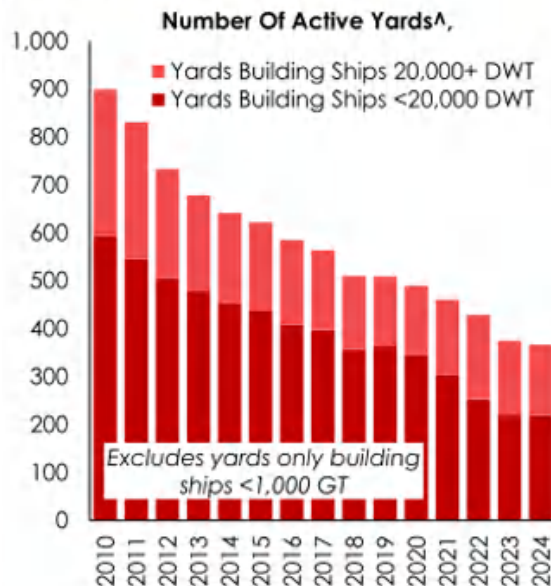


1. 造船周期决定新船供给上限：船厂产能扩张困难

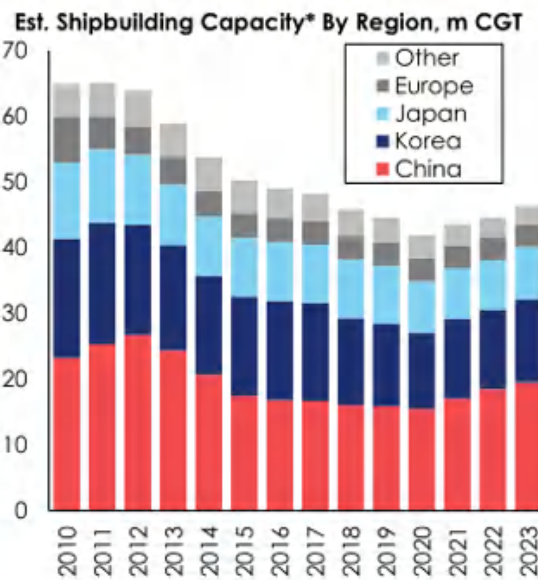
- 金融危机以来，全球造船产能整体持续减少，克拉克森研究记录2023年底造船产能较2010年峰值时期减少约35%。
- 金融危机后新造船需求减少，激烈的市场竞争下，主要造船国相继进行产能整合重组。全球造船行业集中度不断提高，虽然新船订单在增加，但是2023年全球接单船厂210家，同比减少25%。

图49：全球造船产能

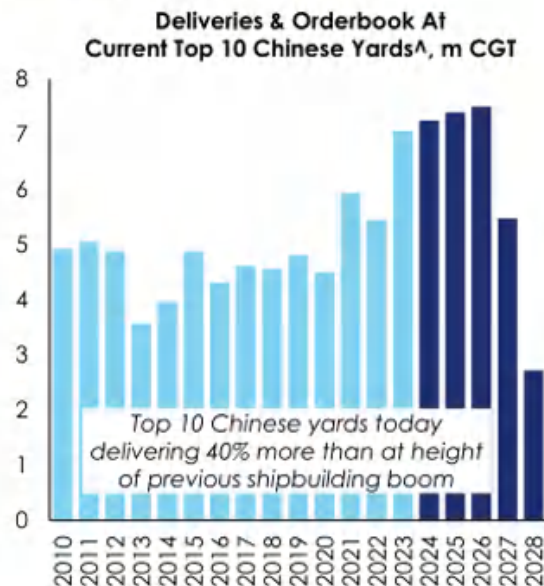
Number of 'active' yards has continued to trend downwards over recent years, now down 60% from peak...



...though capacity reached a low in 2020 of ~35% below the 2011/12 peak, with gradual gains seen in recent years...



...driven largely by reactivation of dormant facilities, and expansions/productivity gains at some active yards

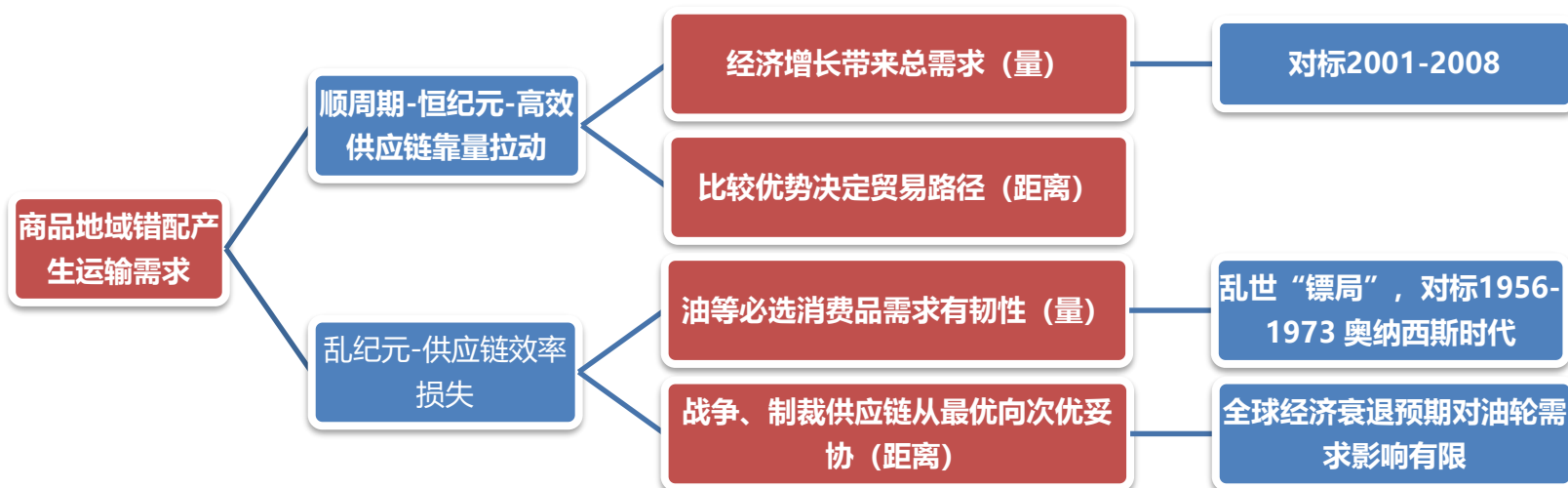


经济增长，乱纪元交运公司回归“镖局”逻辑

■ 商品空间错配是交运物流的需求的本质，经济衰退是供应链效率损失的副产品，不是油轮需求的主逻辑

- 经济增长导致的供需错配远远弱于战争等因素带来物理上的供应链撕裂
- 供给不稳定带来的周期强度远超需求超预期对运价的拉动。1973运费货值比20-70% VS 2004 运费货值比7%，2020年低油价高运价运费货值比16%
- 海运贸易量增速约是全球GDP增速的0.8-1.3倍。衰退预期下IMF下修全球GDP增速，从2.9%至2.7%，传导到海运需求的影响下，与运距拉升相比不成为主逻辑

图50：油轮核心驱动:从比较优势的效率优先到“政治”、“正义”优先

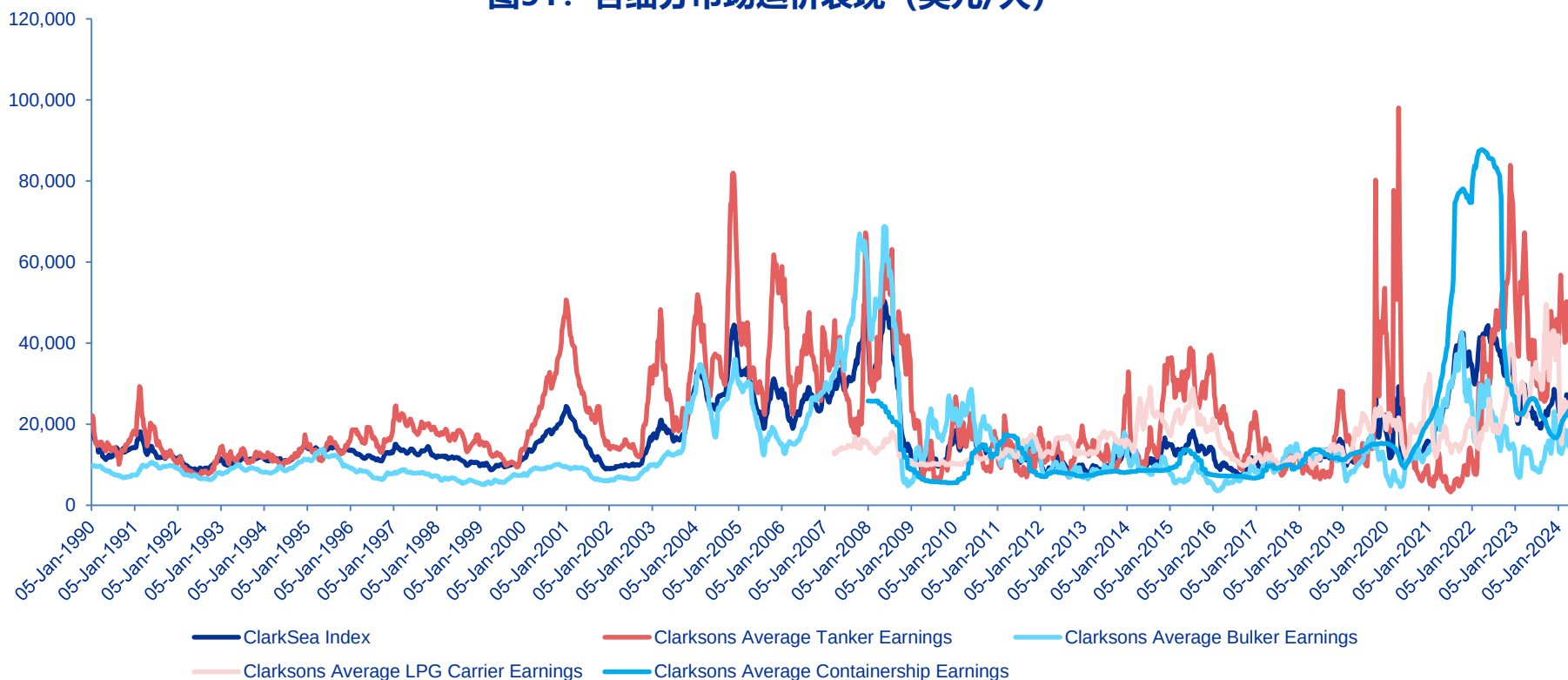


箱运费水平超过2002-2008年

■ 航运子版块包括干散货、集装箱、油轮、气体运输船

- 2002-2008 铁矿石为主的干散货航运大周期，其余船型跟随
- 2019年以来，受美国制裁、疫情、俄乌战争、巴以冲突、巴拿马运河干旱需求端影响，叠加供给端船厂产能不足，船队老龄化，油轮、集装箱景气度超过上一轮周期，干散货接近2009年水平

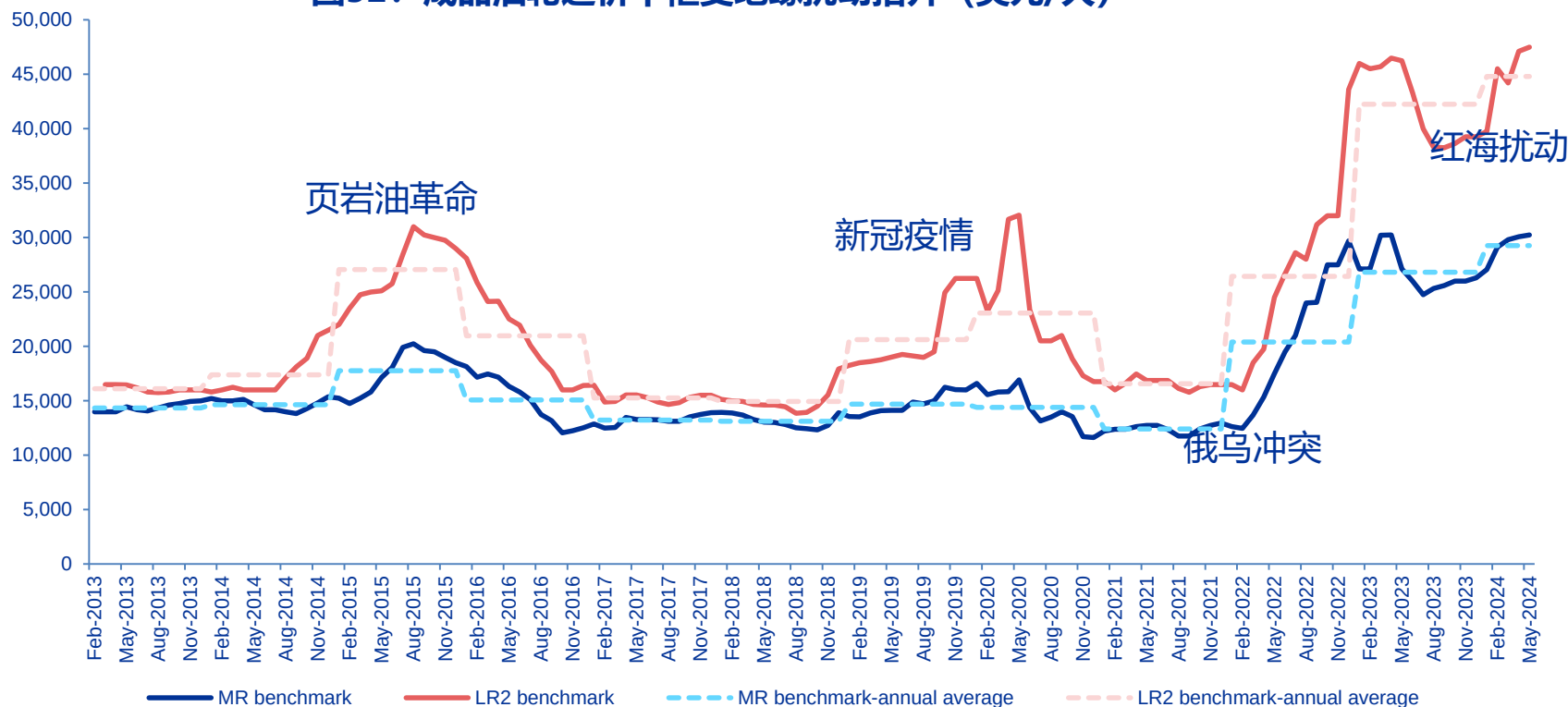
图51：各细分市场运价表现（美元/天）



影响

- 历史MR运价中枢在1.2万美元/天（2009-2021年间）。
- 页岩油革命期间2015运价均值为2万美元/天；19-20年间运价均值1.5万美元/天；俄乌冲突2022年运价均值3.2万美元/天；2024年红海扰动进一步推升运价至3.4万美元/天

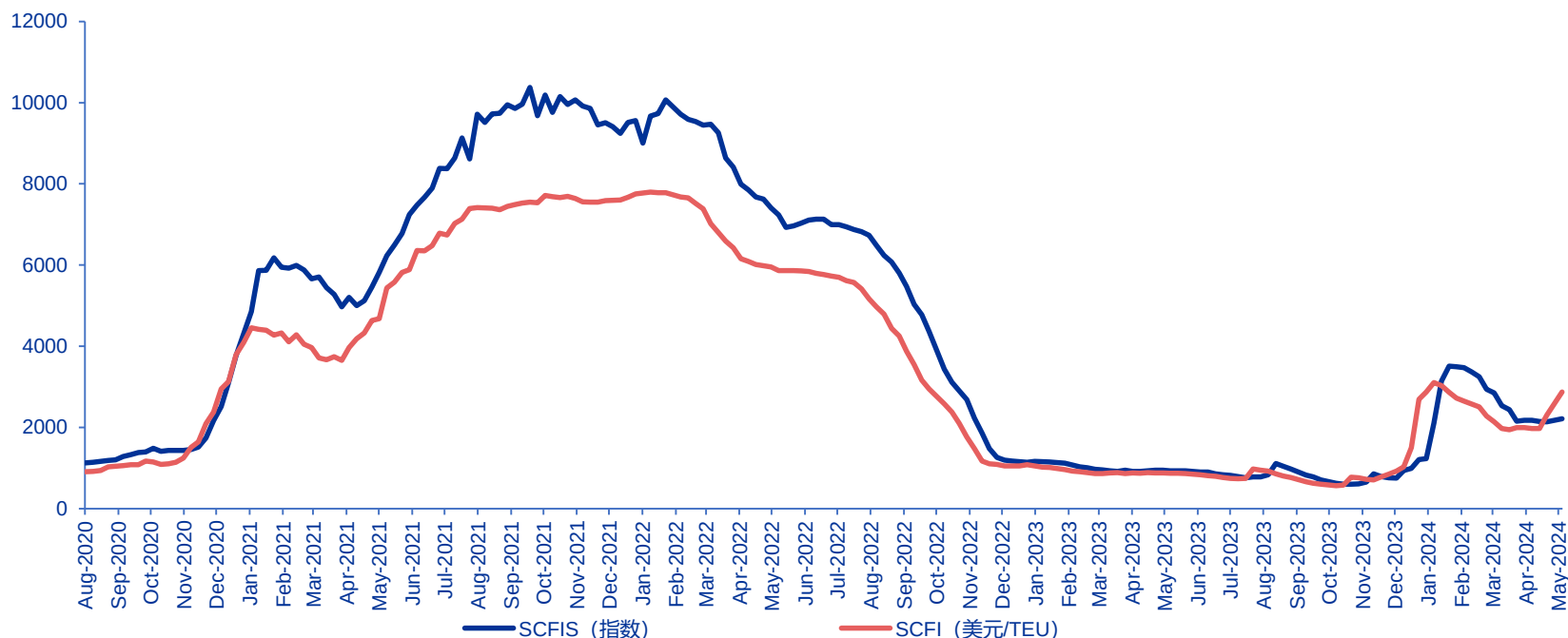
图52：成品油轮运价中枢受地缘扰动抬升（美元/天）



再次迎来上行

- 疫情期间因港口和集装箱周转效率下降，导致集运运价大幅上涨，高点SCFI接近8000点。
- 疫情结束后市场进入下行周期，但2024年红海扰动导致船舶绕行提振的运输需求导致市场由供给过剩再次转向供给短缺，运价再次进入上行趋势中。

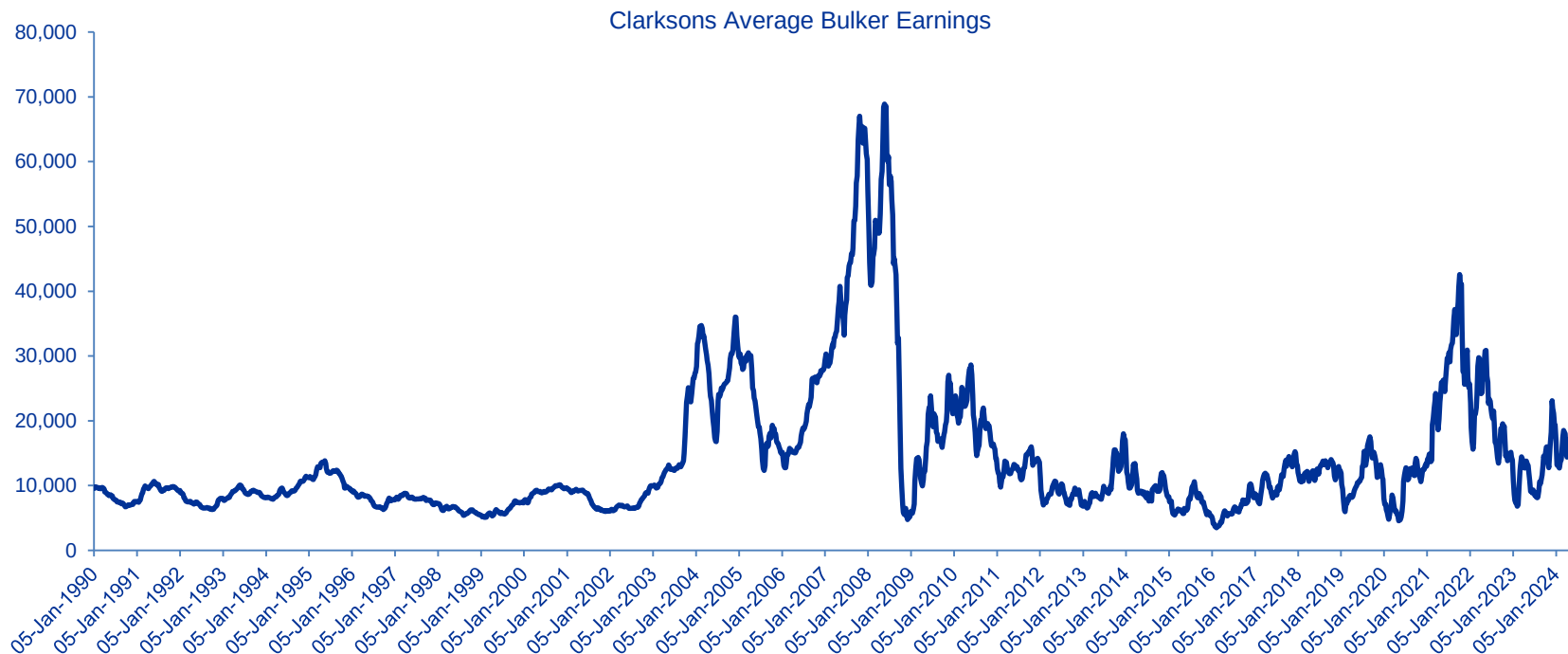
图53：集运运价受红海扰动止跌回升



3. 现在所在周期位置：干散货海运费中枢上行

- 疫情后散货运价回落，经历了两年多的港口拥堵运力释放后，市场有效供给压力下降。
- 随着头部大型船厂产能受限，散货供给也面临下订单的困境，供给逻辑将逐步兑现，运价中枢进入上行周期。

图54：散货船平均运价（美元/天）

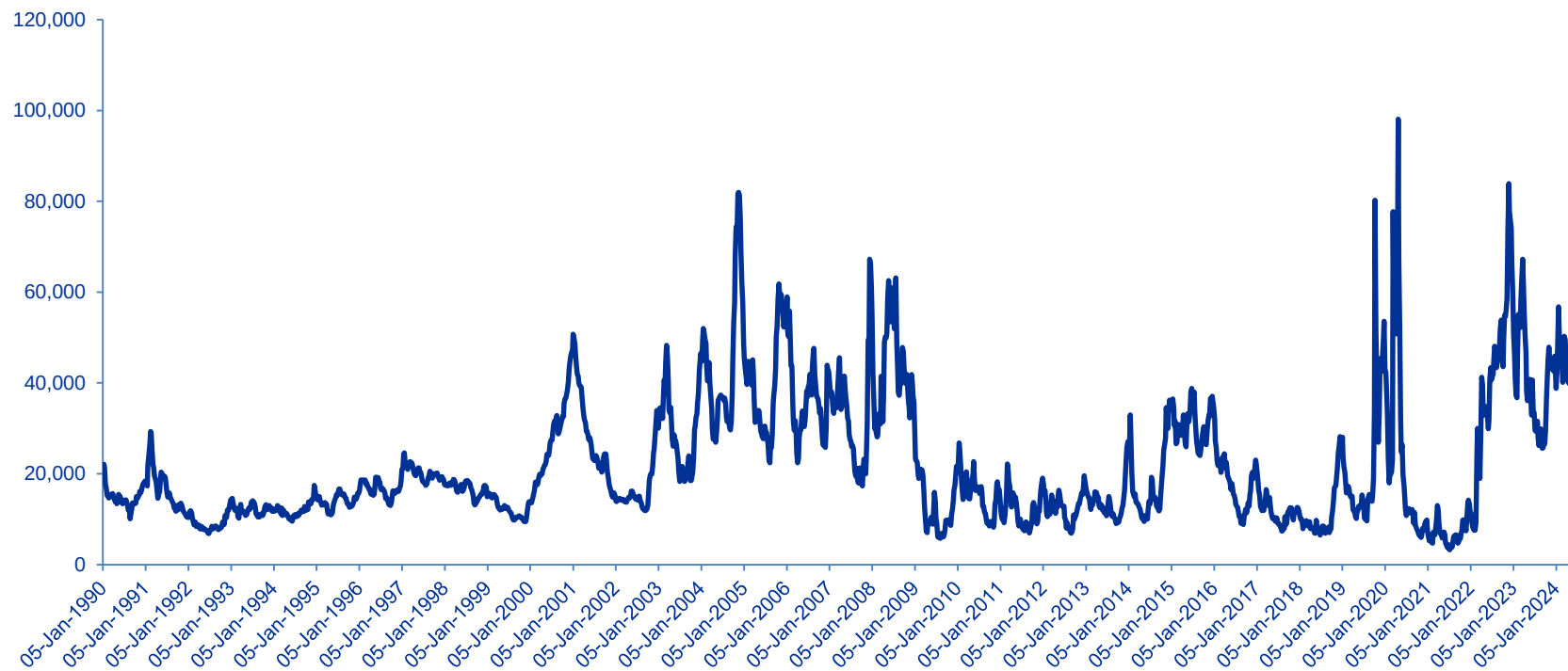


3. 现在所在周期位置：油轮运价整体超过上一轮水平

- 2022年油轮景气度开启以来，运价已超过上一轮2000-2008年的水平。
- 随着供给短缺持续，运价预计持续中枢抬升，持续性和弹性较上一轮景气均进一步提升。

图55：油轮平均运价（美元/天）

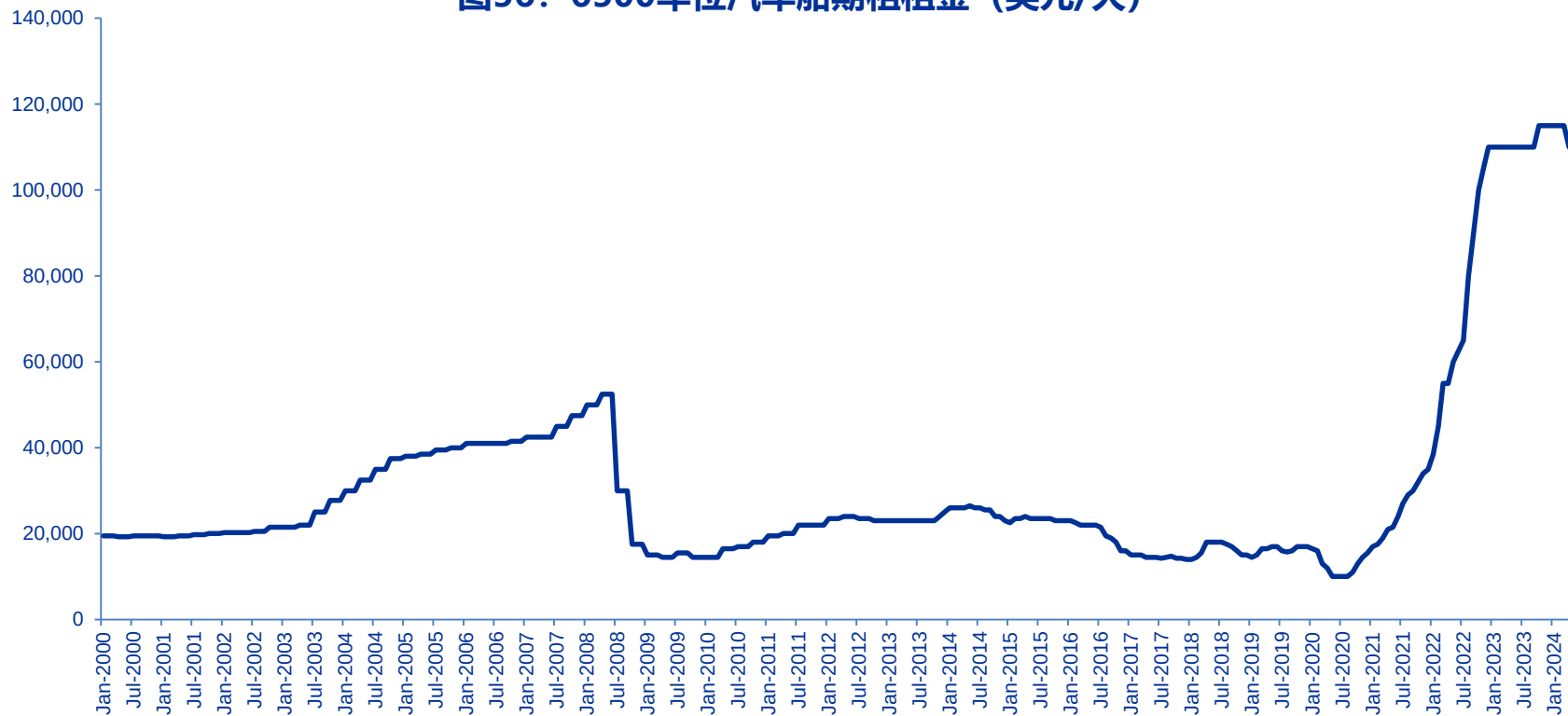
Clarksons Average Tanker Earnings



3. 现在所在周期位置：汽车船租金创历史新高

- 燃油车向新能源车的转换推动了新一波汽车更替周期，叠加新能源车生产基地由日韩和欧洲转移至中国，导致中国近些年汽车出口快速攀升。
- 历史汽车船市场稳定的局面被打破，全球运力严重短缺，运价飙升至历史高位，较2008年的历史高点仍高出一倍有余。

图56：6500车位汽车船期租租金（美元/天）



持续上行

- 期租租金中枢上行，现货价格高位波动
- 资产价格中枢上行，干散后二手船补涨，新造船价格中枢持续上行

图57: VLCC油轮期租租金vs即期运价 (美元/天)

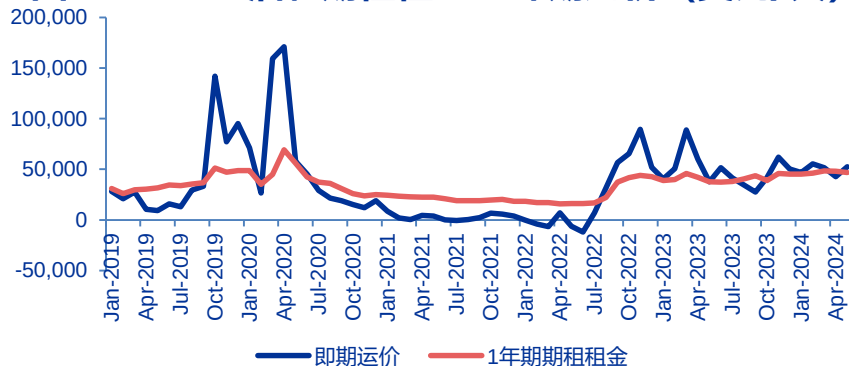


图58: Cape散货船期租vs即期运价 (美元/天)



图59: 油轮及散货船5年船龄船价指数 (index)

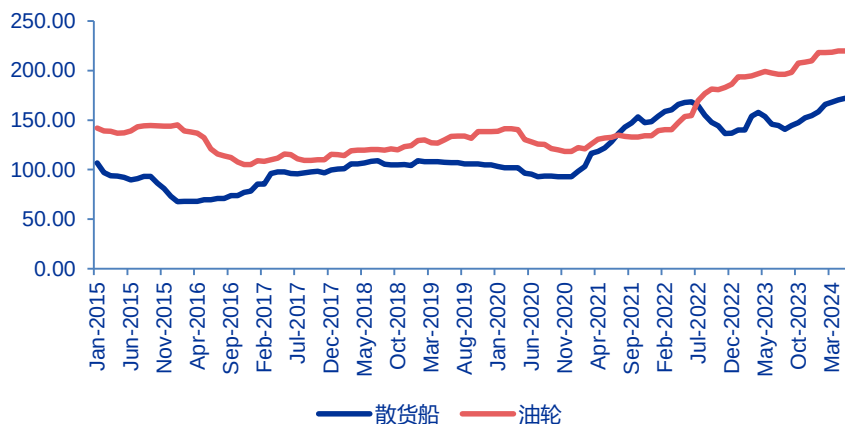
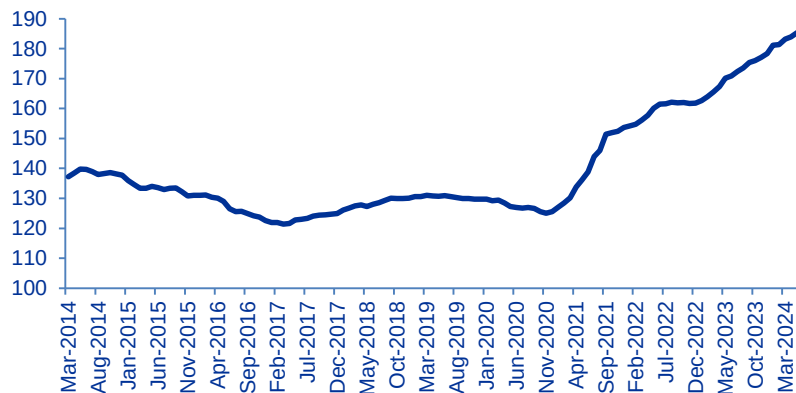


图60: 新造船价格指数 (index)



4. 股价表现：全球航运、造船股票新高

图61：航运、造船股价表现



地缘对航运影响深度

1. 油散集市场1季度运价及基本面更新
2. 海运周期复盘及目前逻辑核心
- 3. 运价弹性及空间**
4. 历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘
5. 油散集标的估值及方法
6. 后市展望
7. 风险提示

1.不要低估航运的弹性

■ 每一轮航运周期启动，多年跑输的CPI部分一次性修复，高点连创新高

- 与其他商品不同，航运对通胀的传导不是连续的
- **周期底部**，价格处于成本边际定价模式，通胀传导能力较弱
- **景气周期**，航运价格从成本边际定价转向需求边际定价，一次性把多年跑输通胀的部分修复
 - ✓ 油运周期底部油轮运费占货值约2%
 - ✓ 1970年代，运费占货值比例达到20-70%，2020年底油价屯油逻辑，运费高点占货值比曾达15%
 - ✓ 2004-2008中国进口铁矿石均出现过到岸价70-80%为海运费的情况

图62：CCFI指数2021年高点远超2005年水平



图63：BDI指数突破2000点高点后，新高解禁12000点



1.不要低估航运的弹性

- **航运运价边际弹性极高，周期底部运价对供需改善反应不明显，一旦启动斜率极大**
 - BDI从底部500点上升至1500点，需要产能利用率提升10%以上，
 - 但BDI突破1500点，产能利用率处于相对较高水平，1%的供需改善会带来BDI指数的大幅上涨。
- **航运定价机制：周期底部，成本边际定价，运价由成本最低的船公司成本决定；周期高点，需求边际定价，运费由货主对运费的承受能力决定**

图64：不同周期位置运价对供需反应敏感程度不同

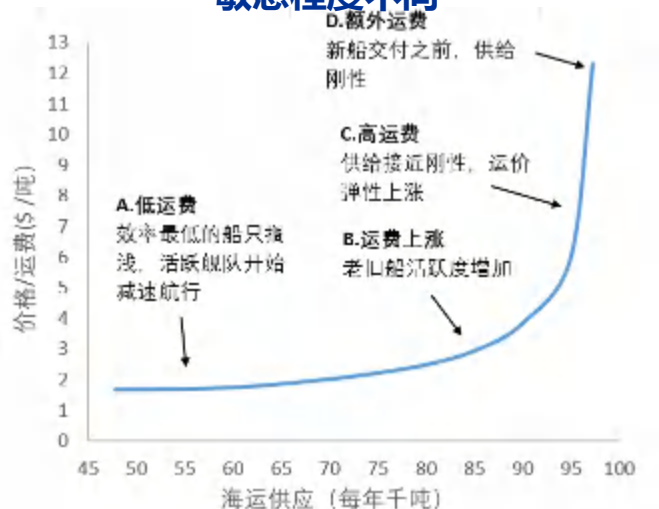
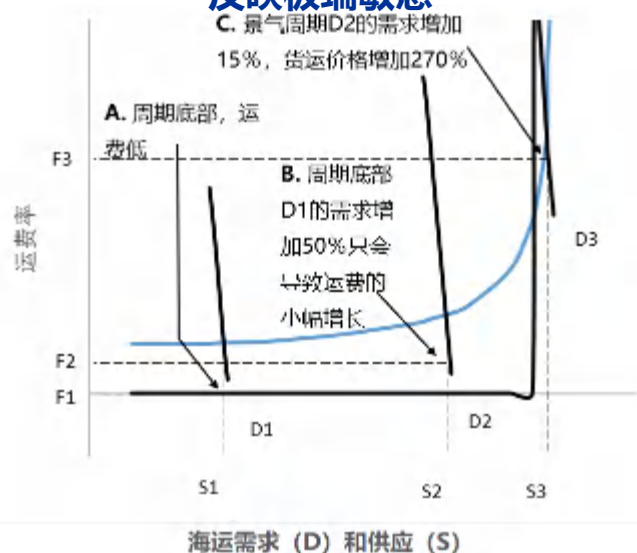


图65：景气高点，小幅供需变化价格反映极端敏感



2.油运运价空间：2020年，运费货值比极值超过65%

表4：奥纳西斯2.0时代，运费货值比测算

WS点数	总运费 (美元)	TCE (美元/天/时间	TCE租金	港口 燃油成本 (美元)	油价 (美元/桶)	货值 (美元)	运费/货值	每桶油运费 (美元/桶)
81.50	4,308,701	49460	45.4	2,245,484	2,063,217	100 200,000,000	2.2%	2.15
60.49	3,198,217	25000	45.4	1,135,000	2,063,217	100 200,000,000	1.6%	1.60
124.90	6,603,217	100000	45.4	4,540,000	2,063,217	100 200,000,000	3.3%	3.30
210.78	11,143,217	200000	45.4	9,080,000	2,063,217	100 200,000,000	5.6%	5.57
296.65	15,683,217	300000	45.4	13,620,000	2,063,217	100 200,000,000	7.8%	7.84
468.40	24,763,217	500000	45.4	22,700,000	2,063,217	100 200,000,000	12.4%	12.38
554.28	29,303,217	600000	45.4	27,240,000	2,063,217	100 200,000,000	14.7%	14.65
726.03	38,383,217	800000	45.4	36,320,000	2,063,217	100 200,000,000	19.2%	19.19
897.78	47,463,217	1000000	45.4	45,400,000	2,063,217	100 200,000,000	23.7%	23.73
1,327.15	70,163,217	1500000	45.4	68,100,000	2,063,217	100 200,000,000	35.1%	35.08
3,474.03	183,663,217	4000000	45.4	181,600,000	2,063,217	100 200,000,000	91.8%	91.83
4,332.78	229,063,217	5000000	45.4	227,000,000	2,063,217	100 200,000,000	114.5%	114.53

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

图66：年度运费货值比复盘

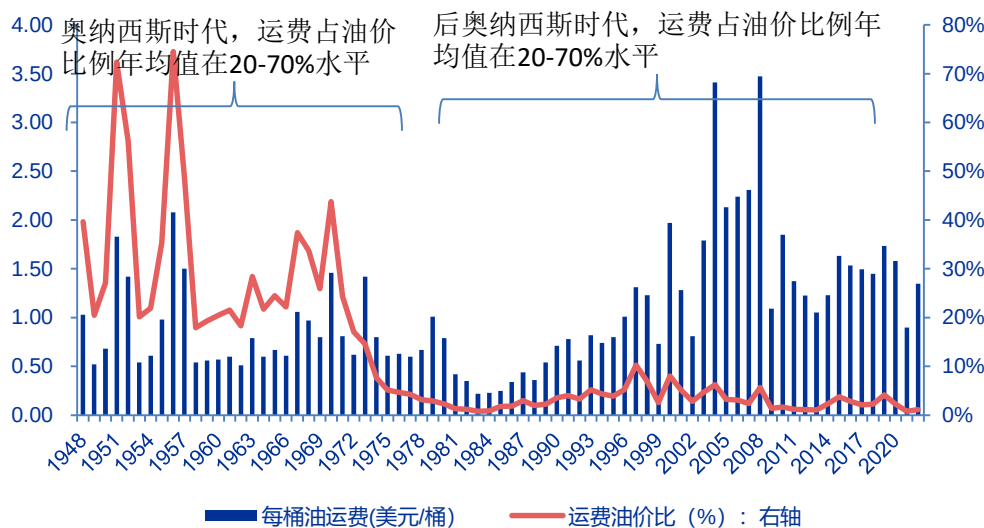
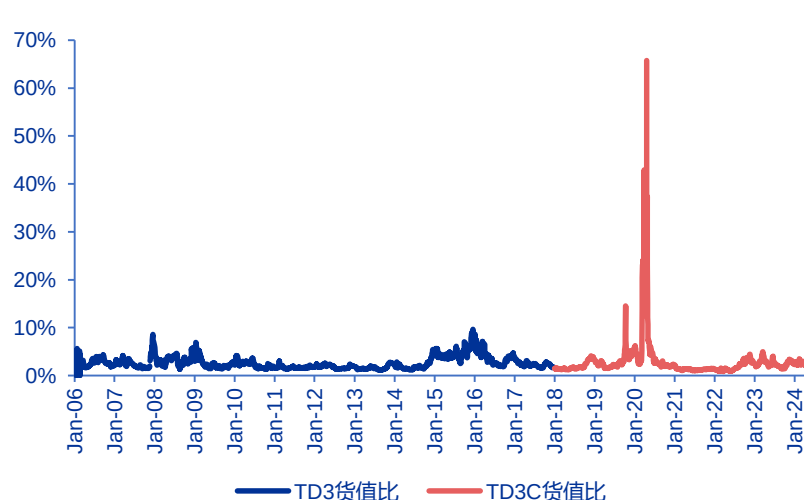


图67：2020年低油价，运费货值比极值超过65%



值比例80%

- 疫情运价最高点，部分货种运价占货值比例80%
- 当前运价货值比平均在3%-10%左右

图68：亚洲-美西航线各货品海运费占比（%）

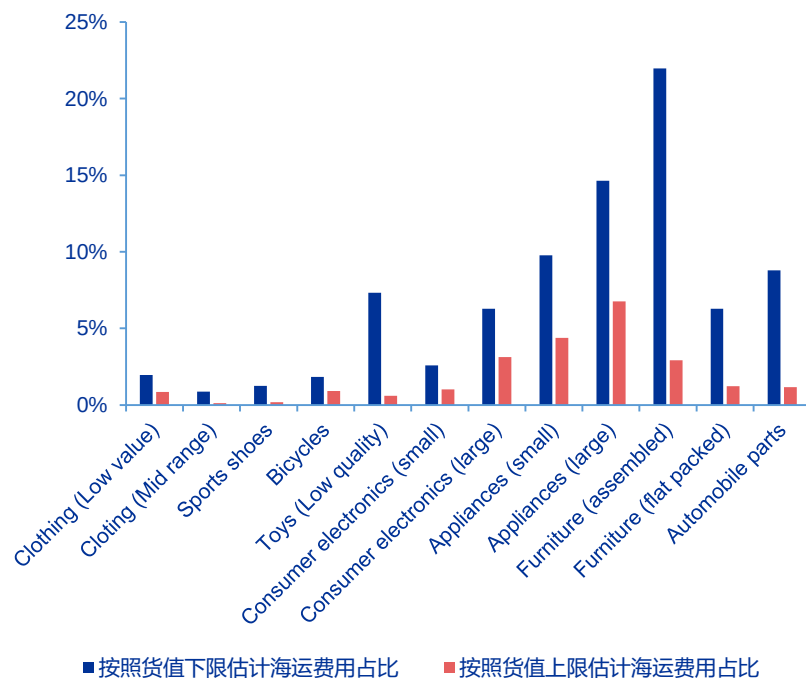
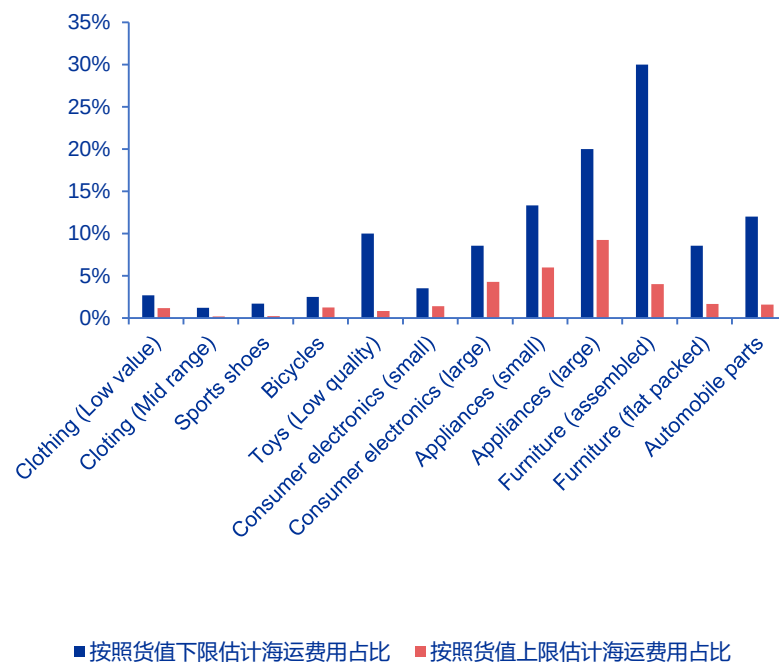


图69：亚洲-北欧航线各货品海运费占比（%）



4.散货运价空间：较历史高点至少2-3倍空间

- 四大矿山的单吨成本很低：澳洲三大矿商的成本在15-20美元/吨（或湿吨）左右。高利润背景下发运对运价容忍度高，目前澳洲的运费货值比仅为9%左右。巴西运输成本相对高一些在20美元/吨左右，但Vale的矿山成本更低，考虑运费在内的整体成本在30-40美元左右。

图70：铁矿石运价货值比（%）

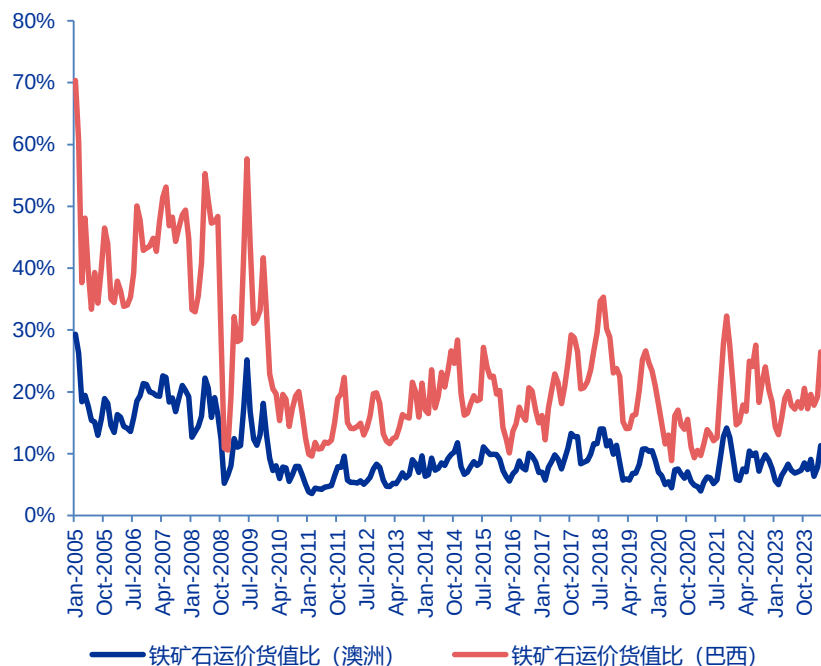


图71：煤炭运价货值比（%）



地缘对航运影响深度

1. 油散集市场1季度运价及基本面更新
2. 海运周期复盘及目前逻辑核心
3. 运价弹性及空间
4. **历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘**
5. 油散集标的估值及方法
6. 后市展望
7. 风险提示

1.1741-1947年：二战前，战争为影响航运周期主线

- 战争线：1741年至今，奥地利王位继承战争、美国独立战争、拿破仑战争、美国内战、一二战对干散货周期影响显著
- 经济危机线：1929-1933年大萧条、几次经济危机对干散货航运冲击同步

图72：帆船时代周期与战争、技术进步密切相关

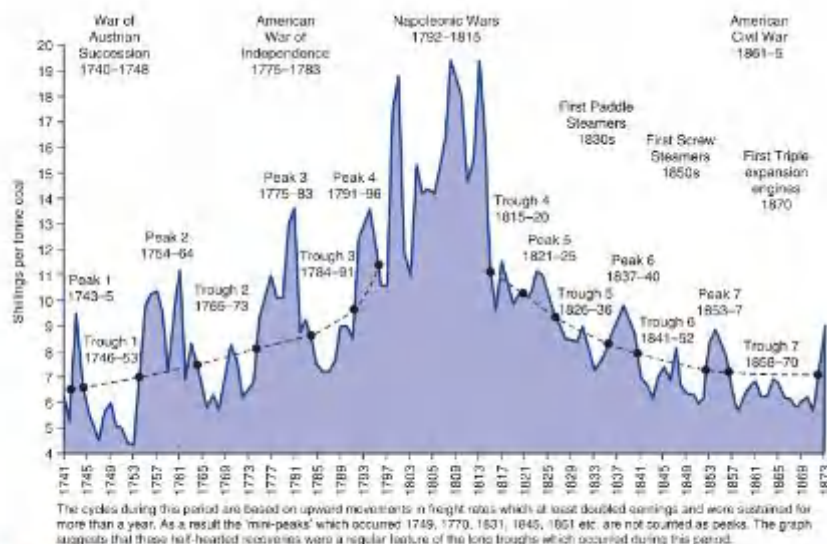


Figure 3.7

Sailing ship market cycles, 1741-1873: coal freight rates from Newcastle upon Tyne to London
Source: Compiled by Martin Stopford from various sources

图73：蒸汽时代航运周期与经济周期、战争共振

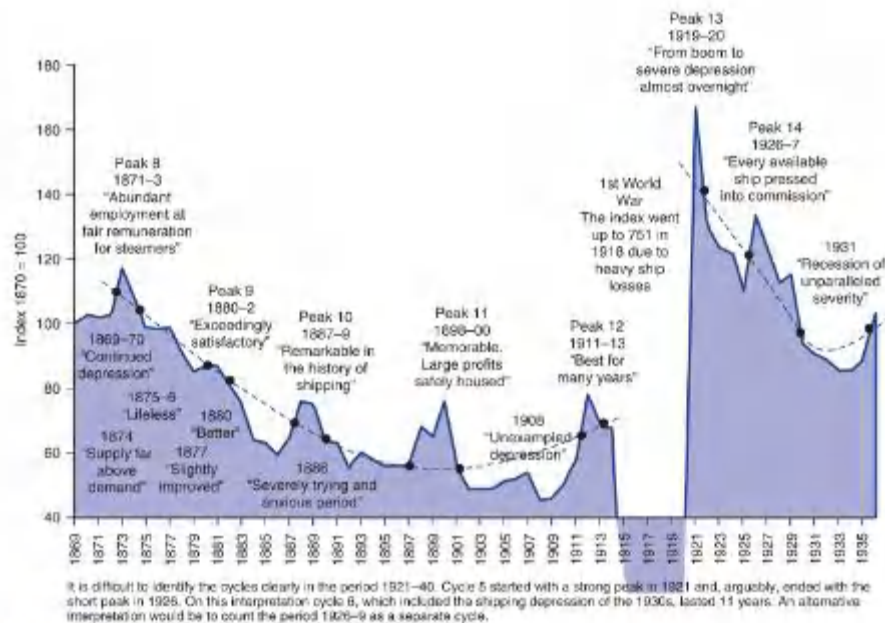


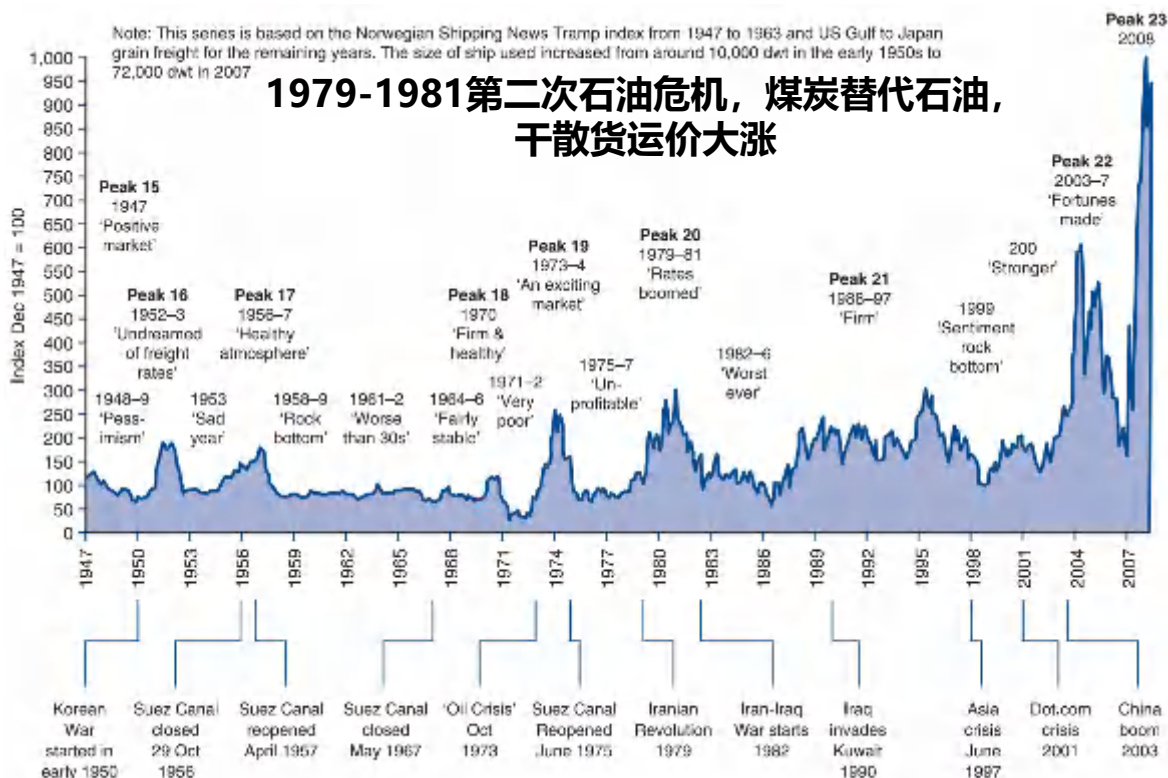
Figure 3.8

Tramp shipping market cycles, 1871-1937
Source: Compiled by Martin Stopford from various sources

分工阶段

- 1947年后，干散货作为专用船逐步从杂货船独立，逐步分化成干散货、油轮、件杂货班轮，1980年后集装箱班轮才加速普及
- 几次战争因素对干散货影响同样显著
- 1979-1981，第二次石油危机，煤炭作为替代能源，海运需求激增，干散货运价大涨

图74：干散货运输1947-2007复盘



3.战争中日本航运造船的崛起：一战&二战

■ 一战日本抓住机会航运造船业快速发展；二战前半段日本航运公司抓住机会盈利上涨

- 航运、造船全球份额大增；造船能力、航运公司崛起

图75：一战后日本造船、航运份额激增

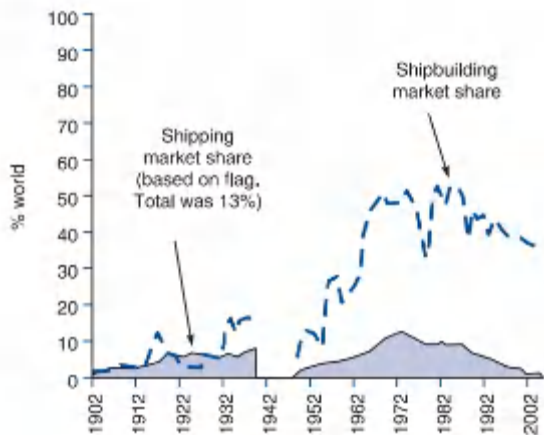


图76：两次世界大战英国造船航运份额下滑

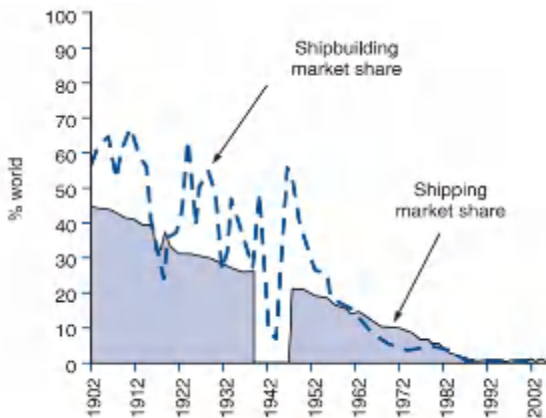


表5：日本一战后班轮运力翻倍

	1914		1919	
	数量	载重吨 (千GT)	数量	载重吨 (千GT)
European trade	13	103	29	193
American (West Coast) trade	17	121	25	166
New York trade	-	-	3	25
South American trade	3	25	16	87
Australian trade	3	18	13	54
Bombay trade	9	43	17	72

资料来源：申万宏源研究

表6：日本一战后不定期船市场份额扩张15-25倍

	May 1914		August 1920	
	数量	载重吨 (千GT)	数量	载重吨 (千GT)
European and Orient regions	2	9	60	453
Atlantic region	1	5	42	333
Pacific region	1	4	22	178
Indian Ocean and African regions	1	3	17	97
Australian region	6	28	39	228

表7：各航运公司ROIC

Operator	1932		1933		1934		1935		1936		1937	
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
Yamashita Kisen	0.94		loss		12.5		11.6		8.5		15	
Daido Kaiun	10.32		22.04		29.59		16.8		32.44		169.48	
Kawasaki Kisen	loss	1.0	4.7	loss	6.4	9.0	10.5	12.8	23.7	26.5	30.7	n/a
British tramp shipping (on different basis)	5.1		loss		loss		1.3		3.3		10.2	

3.战争中日本航运造船的崛起：朝鲜战争后

■ 朝鲜战争后解除管制：日本造船业迎来新一轮发展

表8：西方放松日本航运造船管制

时间	事件
1950.8.4	Japanese ships permitted to pass through the Panama Canal. 允许日本船只通过巴拿马运河。
1950.8.15	Tramp ships given blanket clearance to enter American ports. 不定期船获得进入美国港口的全面许可。
1950.8.31	23 countries, districts and authorities gave blanket clearance and 14 countries gave limited clearances to Japanese shipping. 23个国家、地区和当局给予日本船只全面许可，14个国家给予日本船舶有限许可。
1950.9.27	Japanese vessels permitted to engage in cross-trades. 允许日本船只从事多边贸易。
1952.4	Final blanket clearance given by the United Kingdom and other Commonwealth countries following the implementation of the Peace Treaty. 英国及其他英联邦国家在执行《和平条约》后给予的最后全面批准。

表9：日本航运公司全球航线快速开辟

时间	事件
1950	Okinawa, South America (East Coast) via South Africa. 冲绳岛，南美洲(东海岸)，经南非。
1951	Bangkok, Indo-pakistan, New York, Rangoon-Calcytta, Seattle. 曼谷，印巴，纽约，仰光-卡尔西塔，西雅图。
1952	Europe (Westbound), Indonesia, Australia, North America (West Coast). 欧洲(西行)，印度尼西亚，澳大利亚，北美(西海岸)。
1953	Europe (Eastbound), New Zealand, Round the World (Westbound and Eastbound), South America (West and East Coast direct). 欧洲(东行)，新西兰，环球(西行和东行)，南美洲(东西海岸直达)。
1954	Africa (West Coast), Middle East. 非洲(西海岸)，中东。

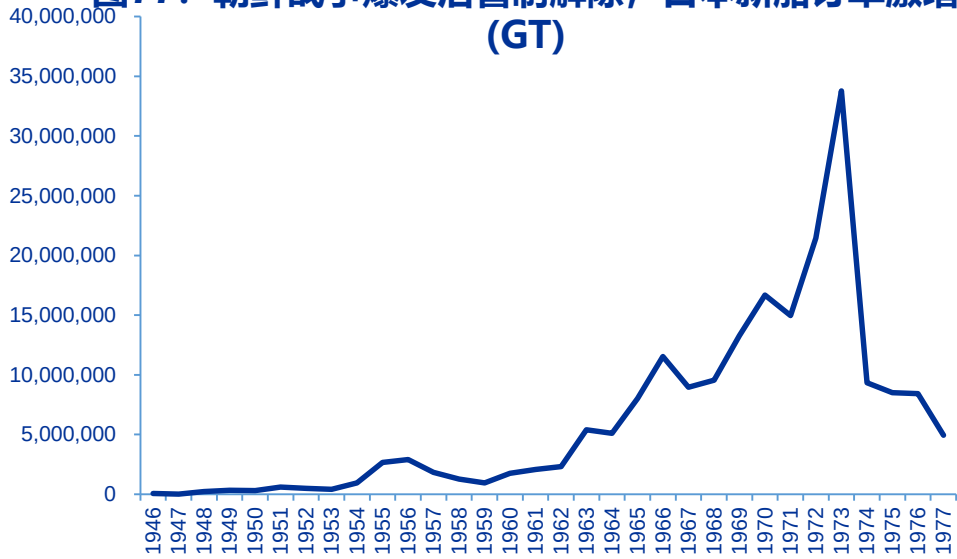
表10：造船市占率快速提升

Year	Total Tonnage (千GT)	Tankershare (%)	Bulk-carrier share (%)
1955	3,735	19.89	0.2
1964	10,813	29	10

表11：造船效率快速提高

	1949	1953	1956
Man-hours	145	114	78
Index	100	78	53

图77：朝鲜战争爆发后管制解除，日本新船订单激增 (GT)



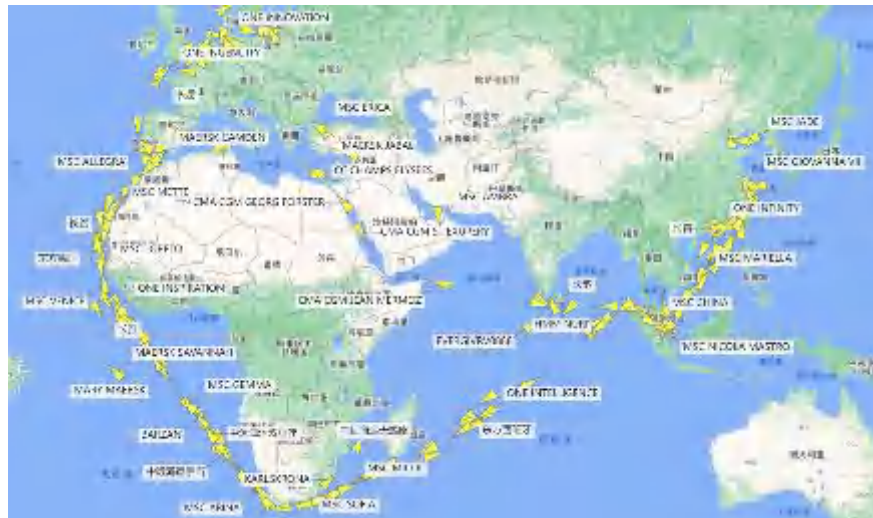
4. 红海扰动

- 也门胡塞武装控制的曼德海峡位于连接亚洲和欧洲的重要航道——红海海域与苏伊士运河必经的关键节点。
 - 2023年苏伊士运河船舶累积通过量2.5万艘，合计约21亿载重吨（相比之下，巴拿马运河今年累计通过量6亿载重吨）。2023年原油轮苏伊士运河通过量4亿载重吨，单向货运量占全球原油贸易约10%；成品油占比约12%；集装箱贸易占比约30%（双向）；散货约5%。

图78：红海扰动导致的航线绕行



图79：欧线集装箱船部署



4.红海扰动：苏伊士运河船舶通过量跟踪

图80：原油轮苏伊士运河通过量（7mma，艘）

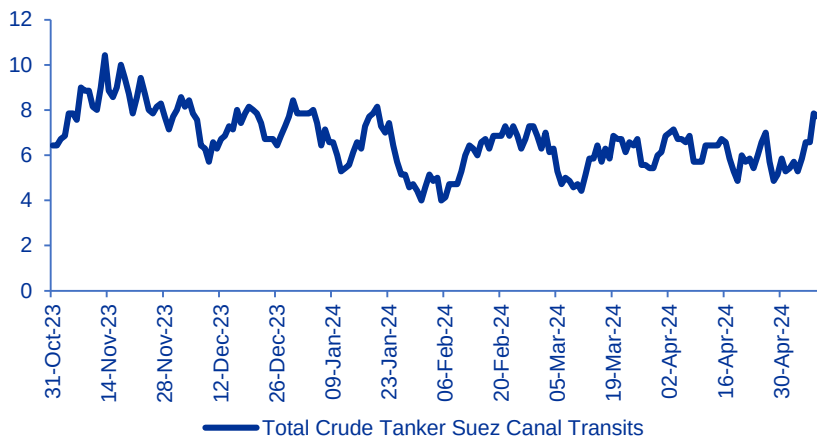


图81：成品油轮苏伊士运河通过量（7mma，艘）

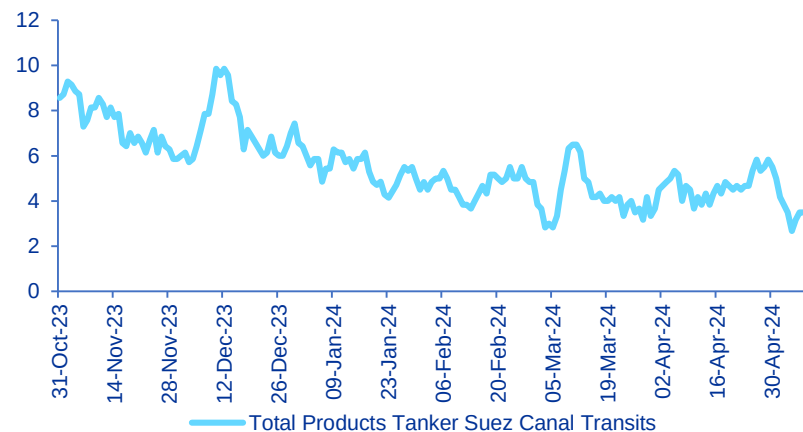


图82：散货船苏伊士运河通过量（7mma，艘）

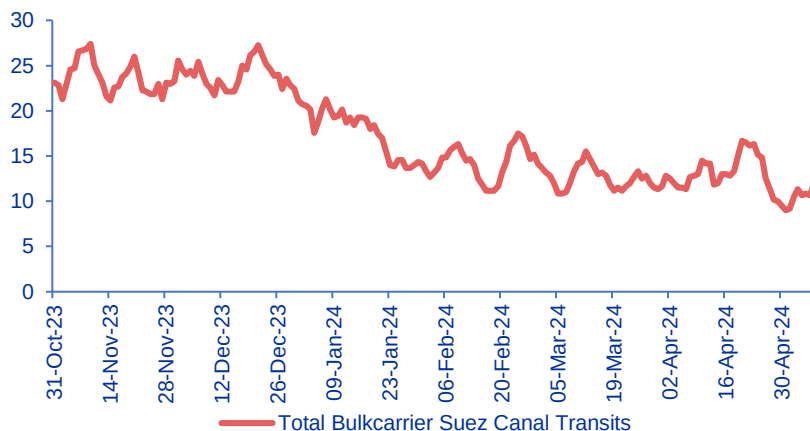
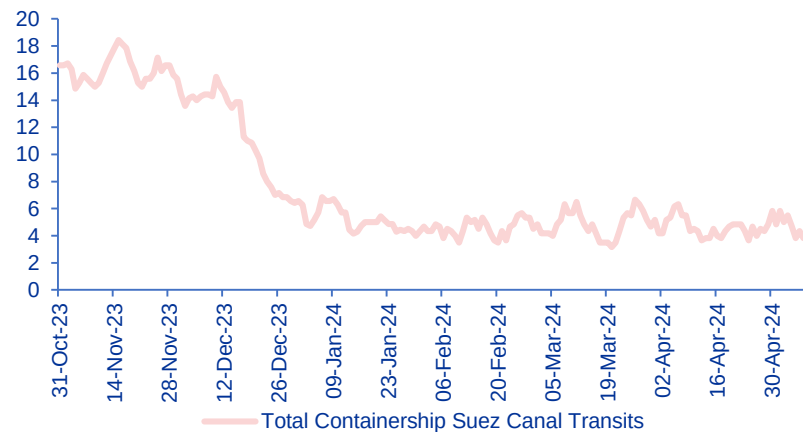


图83：集装箱船苏伊士运河通过量（7mma，艘）



■ ①需求变化：

- 欧美需求增长表现超市场预期；

■ ②供给变化：

- 新船交付带来的运力增长；
- 闲置运力变化、提速释放的有效运力、港口拥堵运力变化；

■ ③定性角度看：

- 供应链紊乱导致效率低下；
- 较疫情期间的行情，这一轮没有散货船和散杂货船的替代；
(右侧的测算结果尚未考虑定性角度带来的供应链效率低下)

表12：红海扰动导致集运供需缺口计算

	远东-欧洲	全球
需求同比增速	11.5%	9.1%
运力同比增速	17.8%	10.1%
闲置		1.9%
港口拥堵		-0.9%
提速释放的运力	1.0%	1.0%
有效运力的同比增速	16.8%	8.1%
绕行带来的供给需求增量	30%	5.6%
供给缺口	25%	6.6%

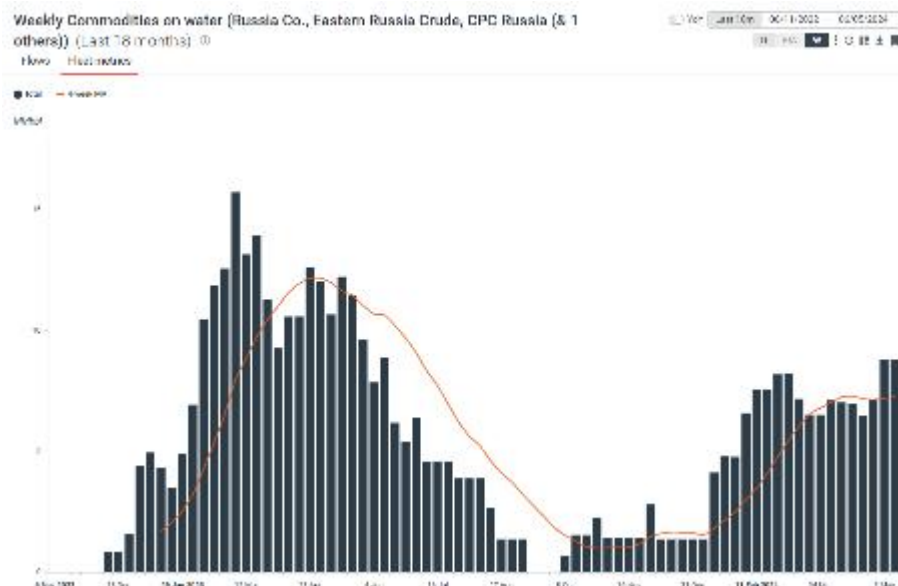
表13：红海绕行成本增加测算

	假设航速	航行天数增加	耗油增加	鹿特丹VLSFO价格	油耗增加成本	单位成本增加
	节	天	吨	美元/吨	万美元	
油轮	12	55.6	2222	543.25	120.7	以LR2为例，单吨成本提高11美元/吨
集装箱船	15	44.4	7556	543.25	410.5	以平均2w箱计算，单箱成本提高200美元/TEU
散货船	12	55.6	2389	543.25	129.8	以8.2w吨Panamax为例，单吨成本提高约16美元/吨

资料来源：申万宏源研究

- 中东-欧洲贸易主要用苏伊士和阿芙拉油轮过红海运输，红海扰动后因绕行拉长运距导致通过VLCC运输的数量增加，增量约5艘左右；
- 俄罗斯原油出口过驳VLCC绕行好望角数量增加，增量约5艘左右。

图85：俄罗斯原油出口过驳VLCC数量



4.红海扰动：油运 – Suezmax原油轮

■ 航线TD23，苏伊士原油轮，载货量14万吨，中东-地中海

- 中东湾-地中海航线约4800海里，12节航速，航行时间约17天；若绕行好望角单程约11000海里，航行时间约38天。
- 2023年中东-地中海原油贸易约70万桶日，其中约95%为苏伊士油轮运输，其余为阿芙拉原油轮。
- 该航线上贸易量约需要苏伊士油轮245个航次，经苏伊士运河的航线需苏伊士油轮29艘；绕行好望角航线需57艘。

图86：TD23航线图示

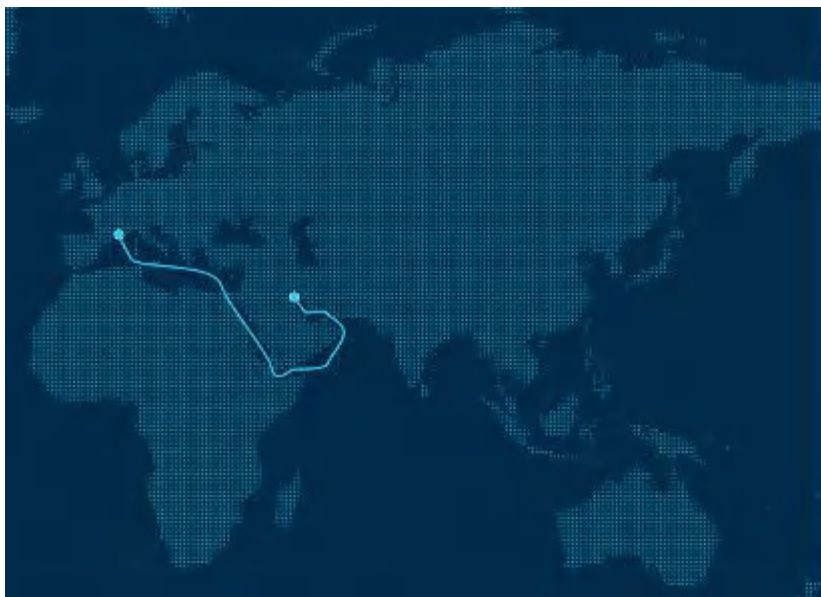
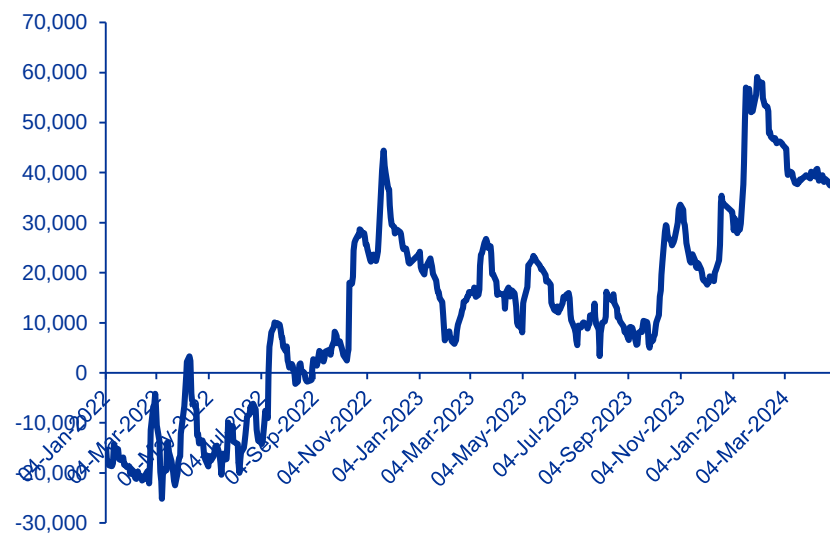


图87：TD23航线运价走势

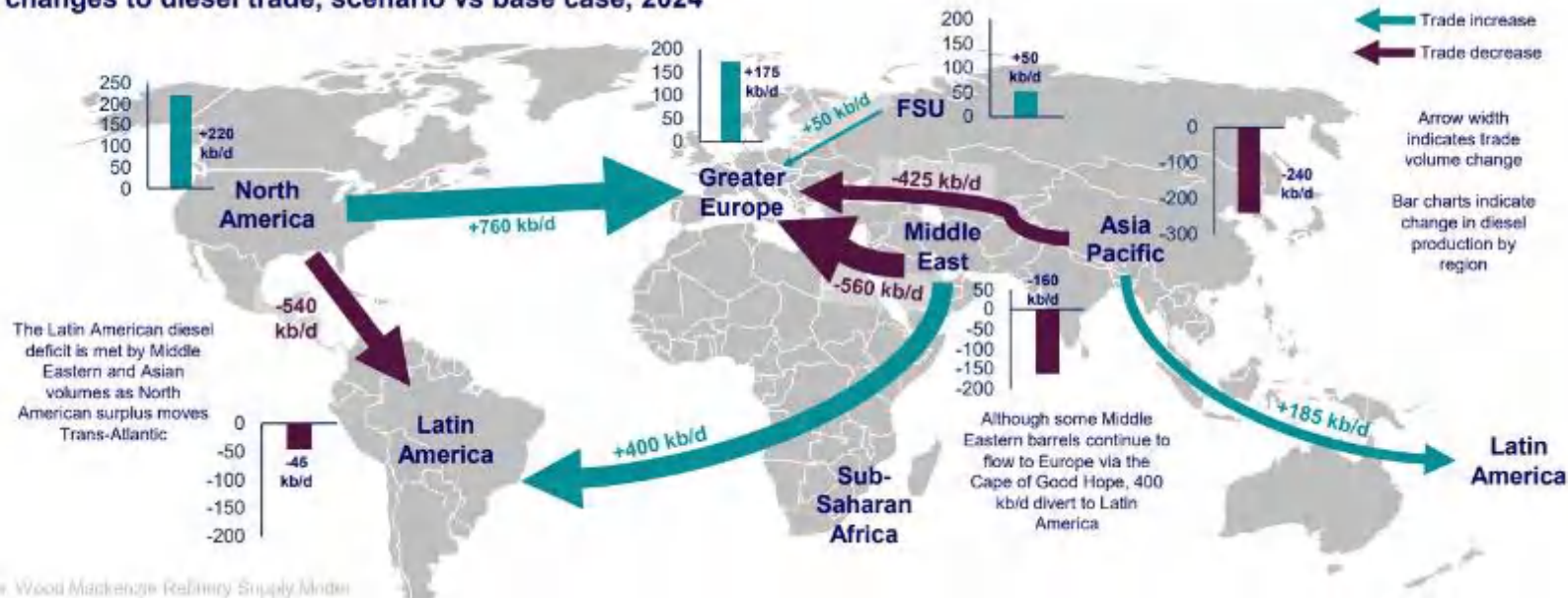


4. 红海扰动：油运影响

- 由于红海地区扰动，中东增加了至南美地区的柴油出口，而北美的柴油出口更多地流向了欧洲地区（原先的贸易格局为中东-欧洲出口，北美-南美出口。这种模式下运距最短，效率最高）。

图88：红海带来的柴油贸易路线变化

Key changes to diesel trade, scenario vs base case, 2024



4.红海扰动：油运 - 成品油轮

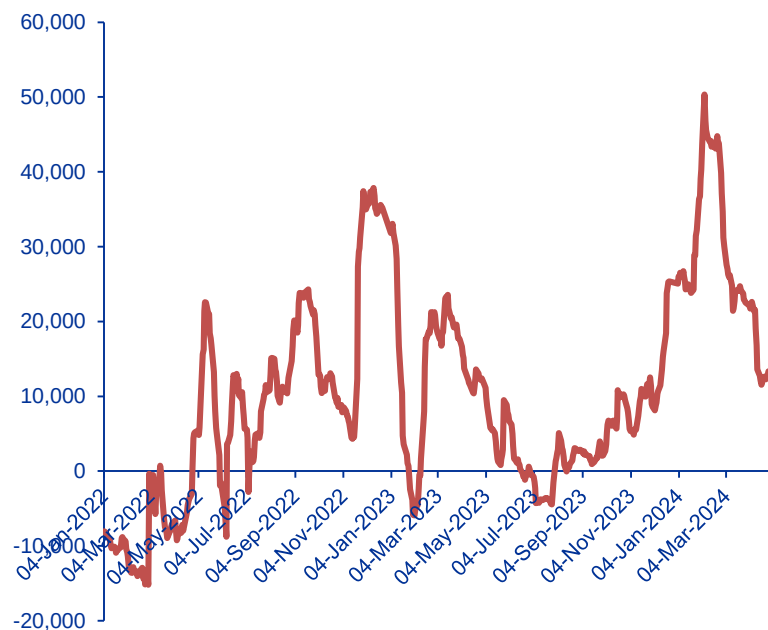
■ 航线TC15，LR2成品油轮，载货量8.0万吨石脑油，地中海-远东

- 地中海-远东约9000海里，12节航速，航行时间约31天；若绕行好望角单程约14500海里，航行时间约50天。
- 2023年地中海-远东石脑油贸易约19万桶日，其中约66%为LR2油轮运输，20%为LR1，14%为MR成品油轮。
- 该航线上贸易量约需要LR2油轮63个航次，经苏伊士运河的航线需LR2油轮12艘；绕行好望角航线需19艘。

图89：TC15航线图示



图90：TC15航线运价走势



4.红海扰动： 后续推演： 从需求定价到边际成本定价

■ 班轮 需求刺激+供给：

■ 供给： 网络混乱到稳定需要2个月以上时间

- 当前绕行的船，集中在1月底到达欧洲，是否会出现码头拥堵？
- 3月15日左右回远东，船是否够？
- 其它航线上传是否会调入远东

■ 需求： 牛鞭效应短期备货刺激出口

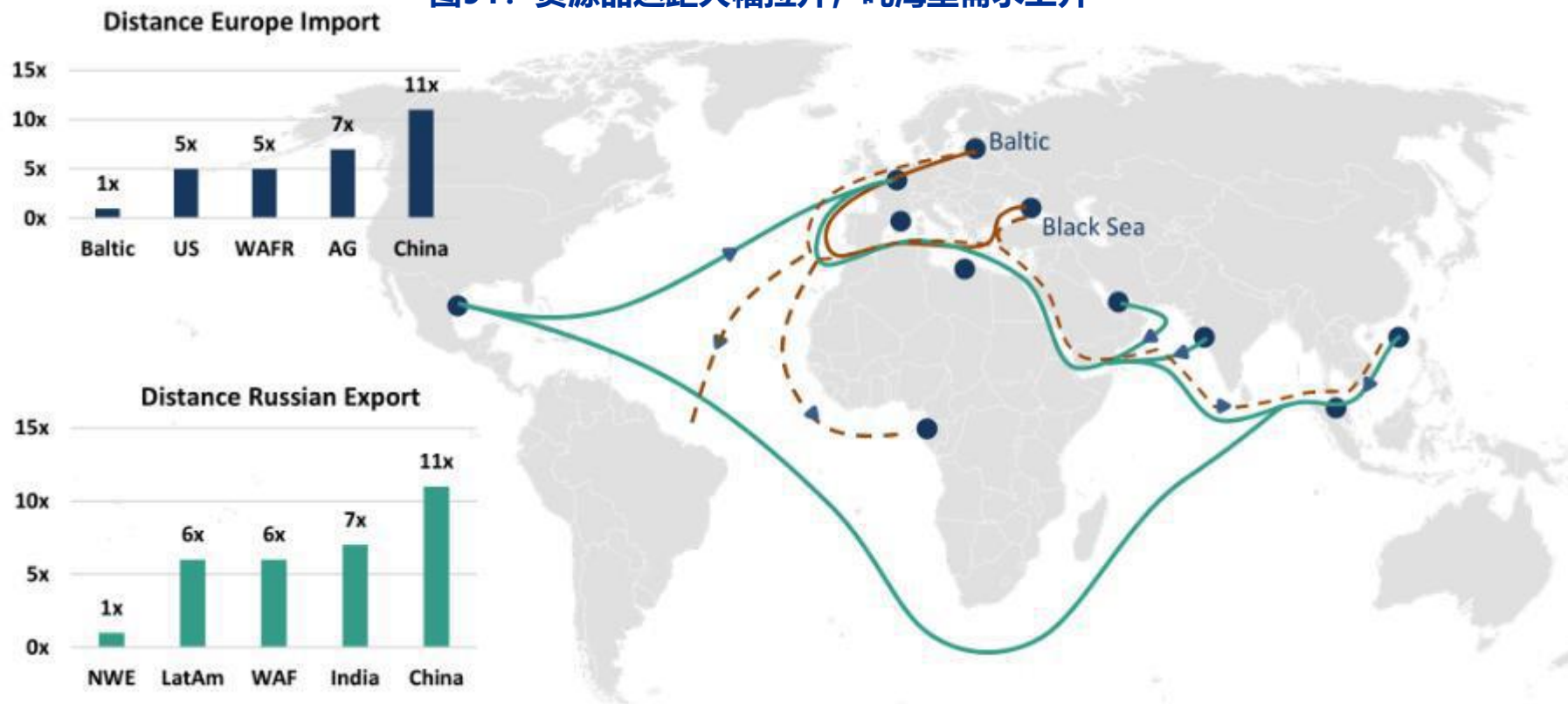
- 参考 最航运Dennis： 红海航路的中断不仅是一个区域性的物流挑战，而是对全球供应链管理体系的重大考验。
 - ✓ 首先，它将导致运输时间的显著延长，这不仅影响交货周期，还可能导致生产和销售的不协调。这种延迟进一步引起海运费用的增加，因为运输成本的提升不可避免地被转嫁到消费者身上，从而加剧了供应链的成本压力。
 - ✓ 此外，面对供应不确定性，企业为了确保连续生产和市场供应，不得不提高安全库存水平。这种预防性策略虽然可减少供应中断的影响，但也会增加库存成本和资金占用。在这个过程中，客户可能因担忧供应不足而过度下单，这种需求的虚增在供应链的多个环节中被逐级放大，最终形成牛鞭效应的剧烈波动。这种波动不仅增加了企业的运营复杂性，也使得市场需求预测变得更加困难。
 - ✓ 更进一步，这种供应链的紧张状态还可能导致通货膨胀的上升。由于运输成本和库存成本的提高，以及市场对稀缺资源的抢购行为，产品和服务的价格可能普遍上涨。这种价格上涨不仅影响消费者，也会给宏观经济带来压力。

■ 结论： 混乱阶段需求边际定价结束，运价回落

- 如果持续绕行，运价从可变成本600-700/TEU，提升至8000左右，船成本线1000-1300/TEU左右
- 如果绕行结束，回归长协价如果较高，足够覆盖可变成本，现货价格可能有创新低可能

5.俄乌冲突：资源品运距大幅拉升，带来需求

图91：资源品运距大幅拉升，吨海里需求上升



5.俄乌冲突：原油

- 俄乌冲突后，俄罗斯原油出口不降反增（22-23年每年5%增速）。由于贸易路线转变，俄罗斯原油出口的吨海里和运距显著拉长，2022年较2021年增长89%，2023年继续增长53%。
- 就全球而言，同时考虑到其他国家贸易路线的转变，据克拉克森统计，2022-2023年苏伊士及阿芙拉运输需求分别增长了15%和7%。
- 运价也做出同步反应，2022年苏伊士和阿芙拉运价同比分别增长438%和531%，分别达到4.8万和5.8万美元/天。由于2022年情绪打入充分，2023年运价不再显著增长。

图92：俄乌冲突后俄罗斯原油出口运距比变化

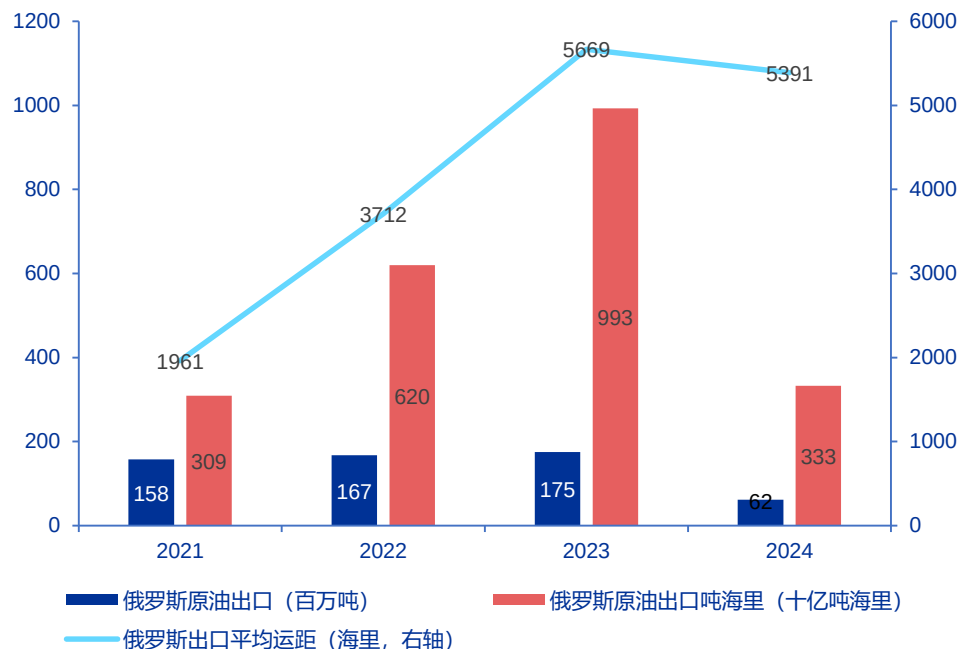
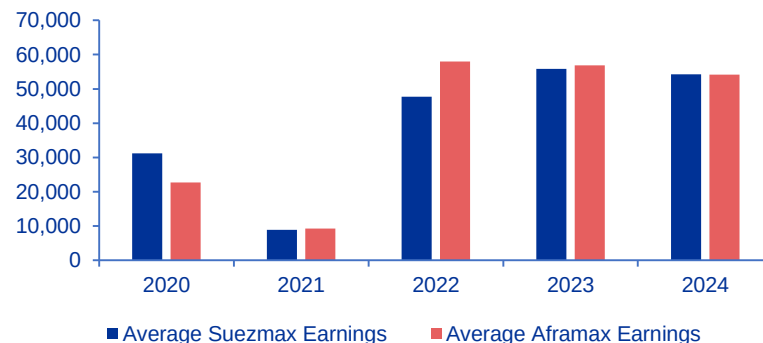


表14：俄乌冲突后苏伊士及阿芙拉需求变化

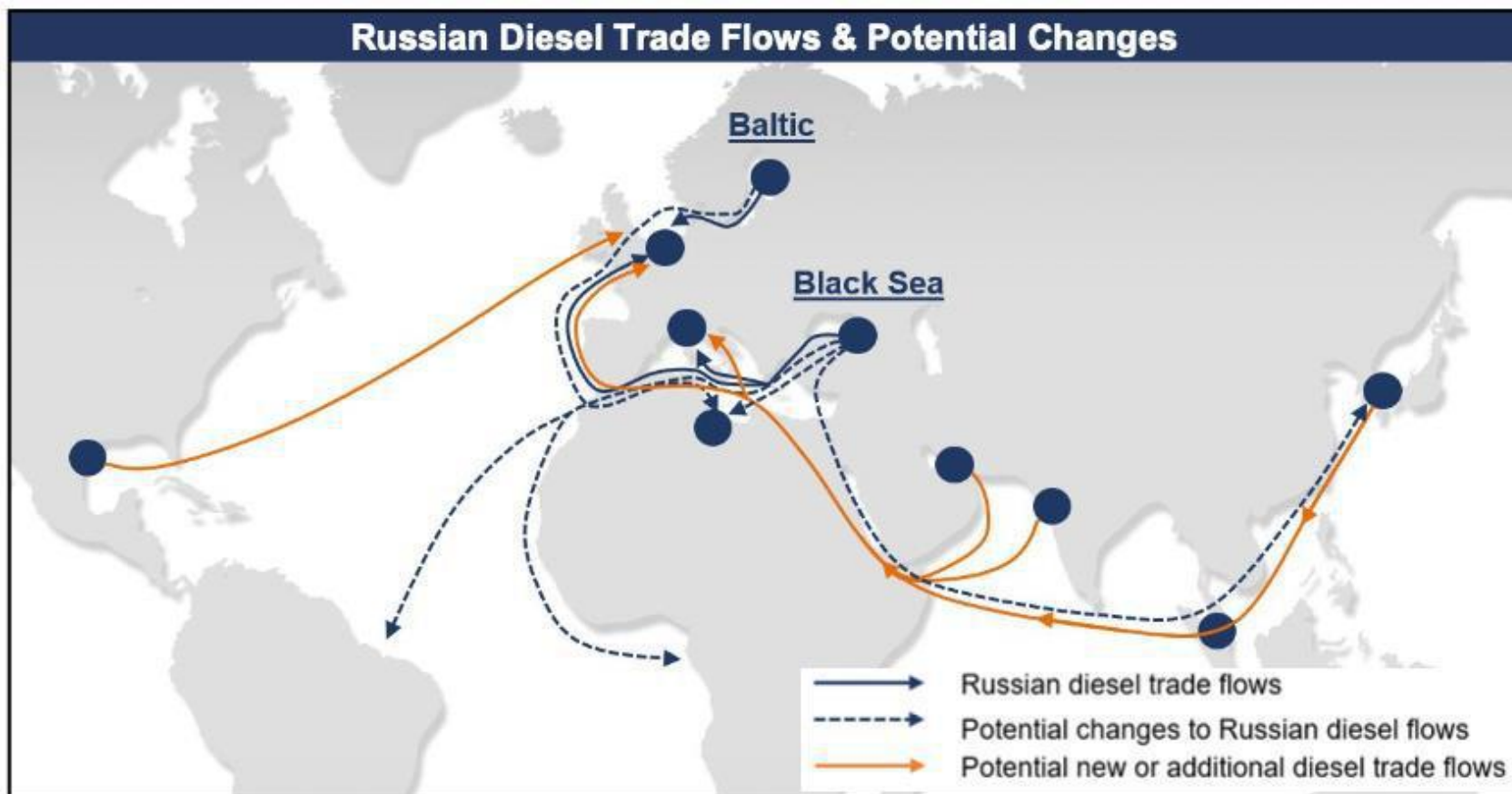
市场需求 (百万载重吨)	2021	2022	2023	2024
Suezmax	68.8	76.7	82.2	84.5
Aframax	46.4	55.6	59.1	60.4
合计同比变化 (%)		15%	7%	3%

图93：俄乌冲突后苏伊士及阿芙拉运价(\$/day)



5.俄乌冲突：成品油路径重构

图94：全球成品油贸易路径重构



5.俄乌冲突：成品油

- 2023年欧洲对俄罗斯成品油进口禁令生效，随后俄罗斯成品油出口平均运距同比增长62%，2024年平均运距仍在拉长。
- 就全球而言，据克拉克森统计，2023-2024年成品油轮吨海里运输需求分别增长7%和7%，其中运距分别贡献6pct和4pct。
- 成品油轮运价提前于吨海里贸易反应，2022年受到战争情绪以及高油价的影响，MR运价同比增长了321%，2023年战争情绪消化叠加提前囤油透支需求，运价有所下滑。

图95：俄乌冲突后俄罗斯成品油出口运距比变

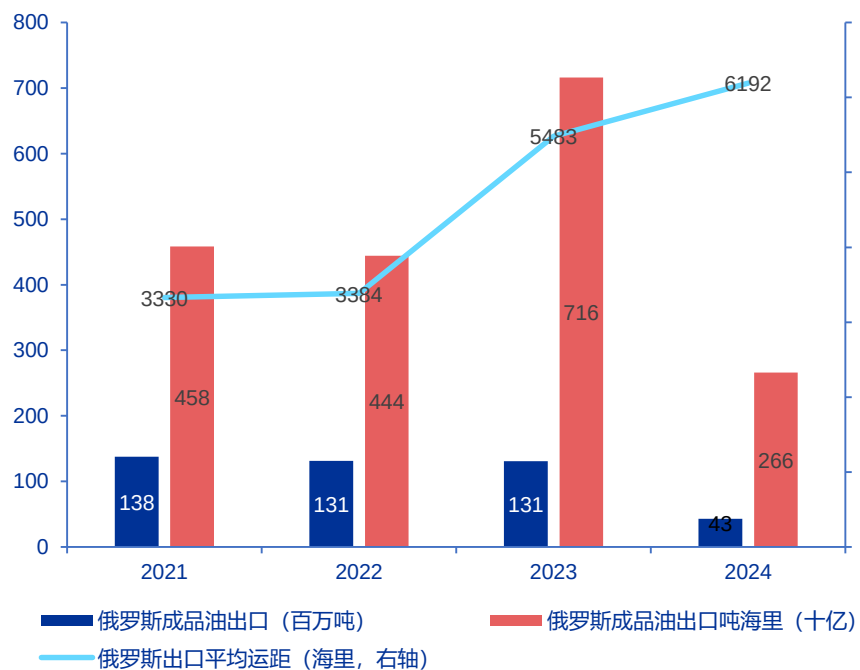
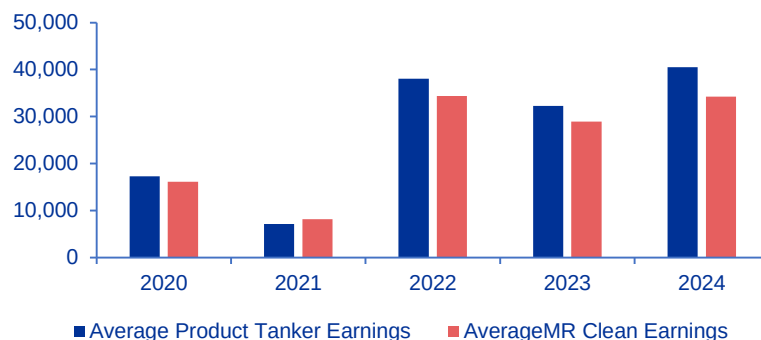


表15：俄乌冲突后成品油轮需求变化

年份	2021	2022	2023	2024
全球成品油贸易吨 (百万吨)	1,011	1,049	1,067	1,094
全球成品油吨海里 (十亿吨海里)	3,091	3,241	3,482	3,726
吨海里增速 (%)		5%	7%	7%
平均运距	3,057	3,090	3,264	3,406
平均运距增速 (%)		1%	6%	4%

图96：俄乌冲突后成品油轮运价(\$/day)



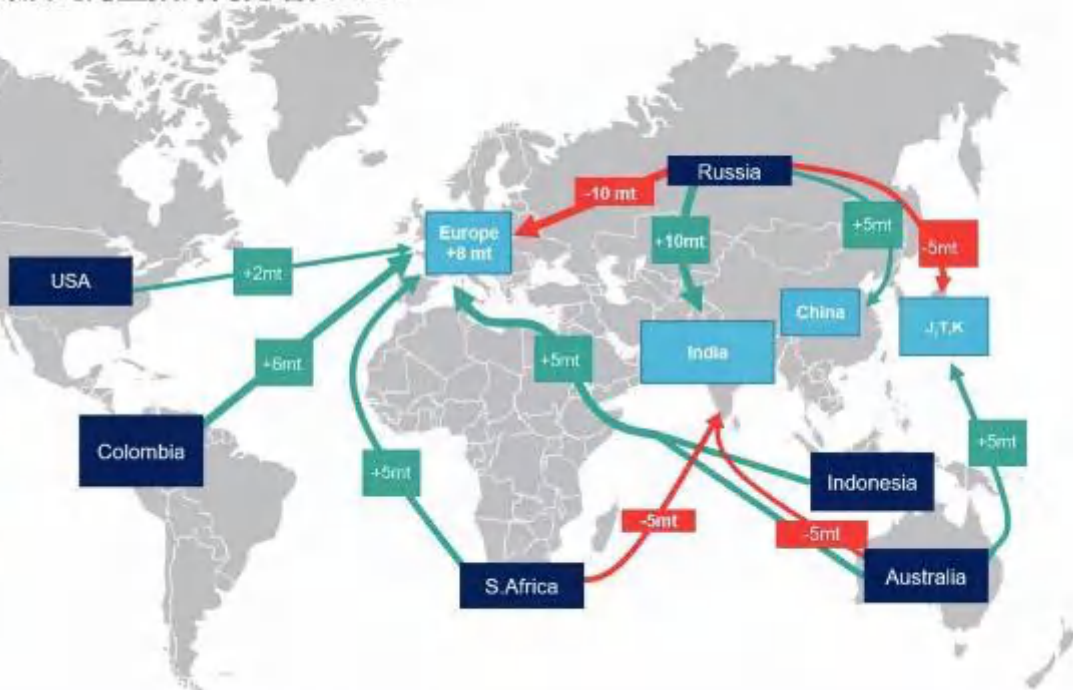
5.俄乌冲突：煤炭运输路径重构

图97：全球煤炭运输路径重构

2022全球煤炭贸易变化

原有贸易流向被打乱，导致全年煤炭吨海里预计同比增长2.2%

Total Coal Supply by Exporters



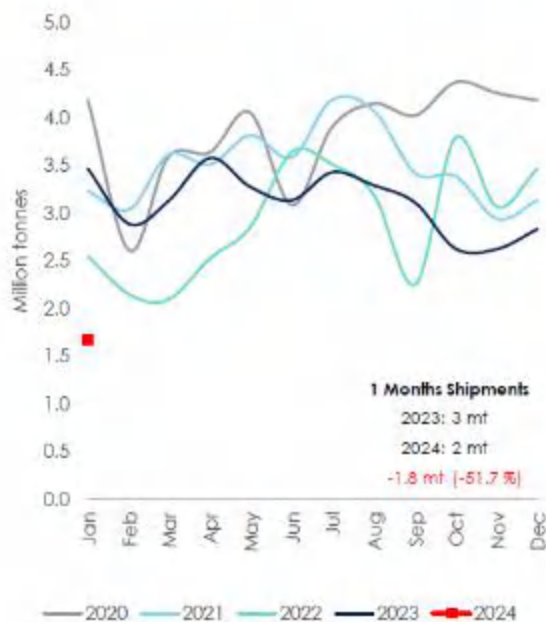
Source: Clarksons Dry Analysis

5.俄乌冲突：煤炭

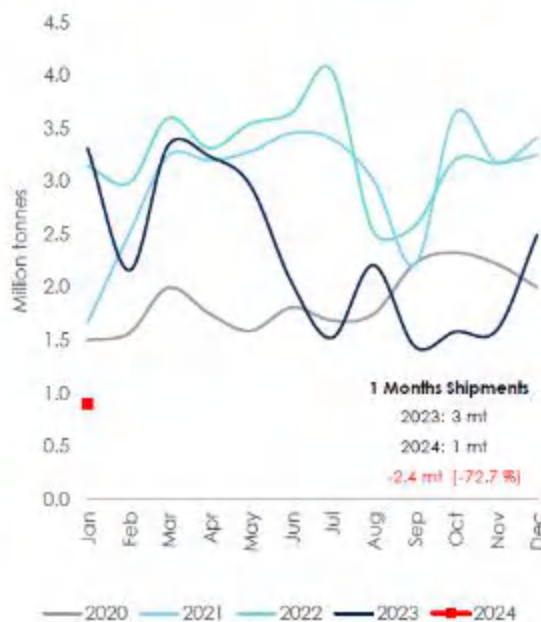
- 2022年8月11日起欧洲停止进口俄罗斯煤炭，但允许第三国采购俄罗斯煤炭，也允许欧洲船东从事第三国贸易的运输（保险）。俄罗斯煤炭出口占全球煤炭海运贸易比重约13%，占干散货贸易比重约3%。
- 2022年8月俄煤禁令生效后，有阶段性回落，但很快反弹至高位。2022-2023年俄煤出口分别下滑6%和增长5%。俄罗斯出口主要转向土耳其、印度、中国和部分东南亚国家。2022-2023年全球煤炭贸易运距分别增长6%和0%，吨海里贸易分别增长6%和7%。2022年吨海里贸易增速均由运距拉长推动，2023年运距拉长效果充分消化，吨海里增长由贸易增量推动。

图98：俄罗斯煤炭出口

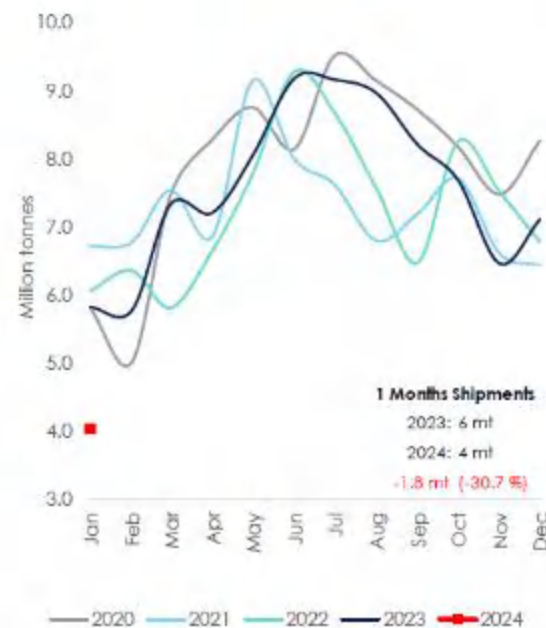
Russia (*Baltic) Coal Shipments Monthly



Russia (B.Sea) Coal Shipments Monthly

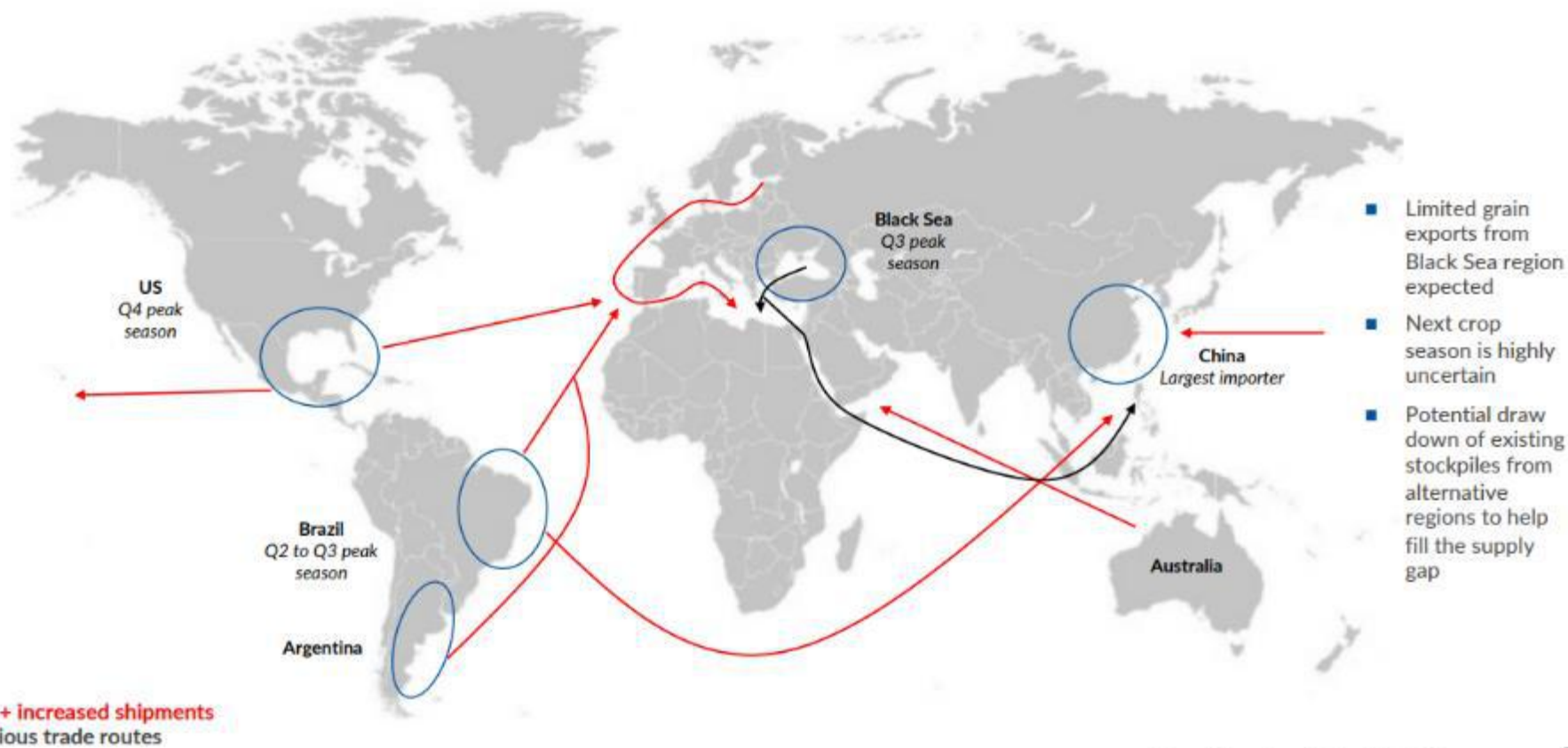


Russia (Pacific) Coal Shipments Monthly



5.俄乌冲突：粮食路径重构

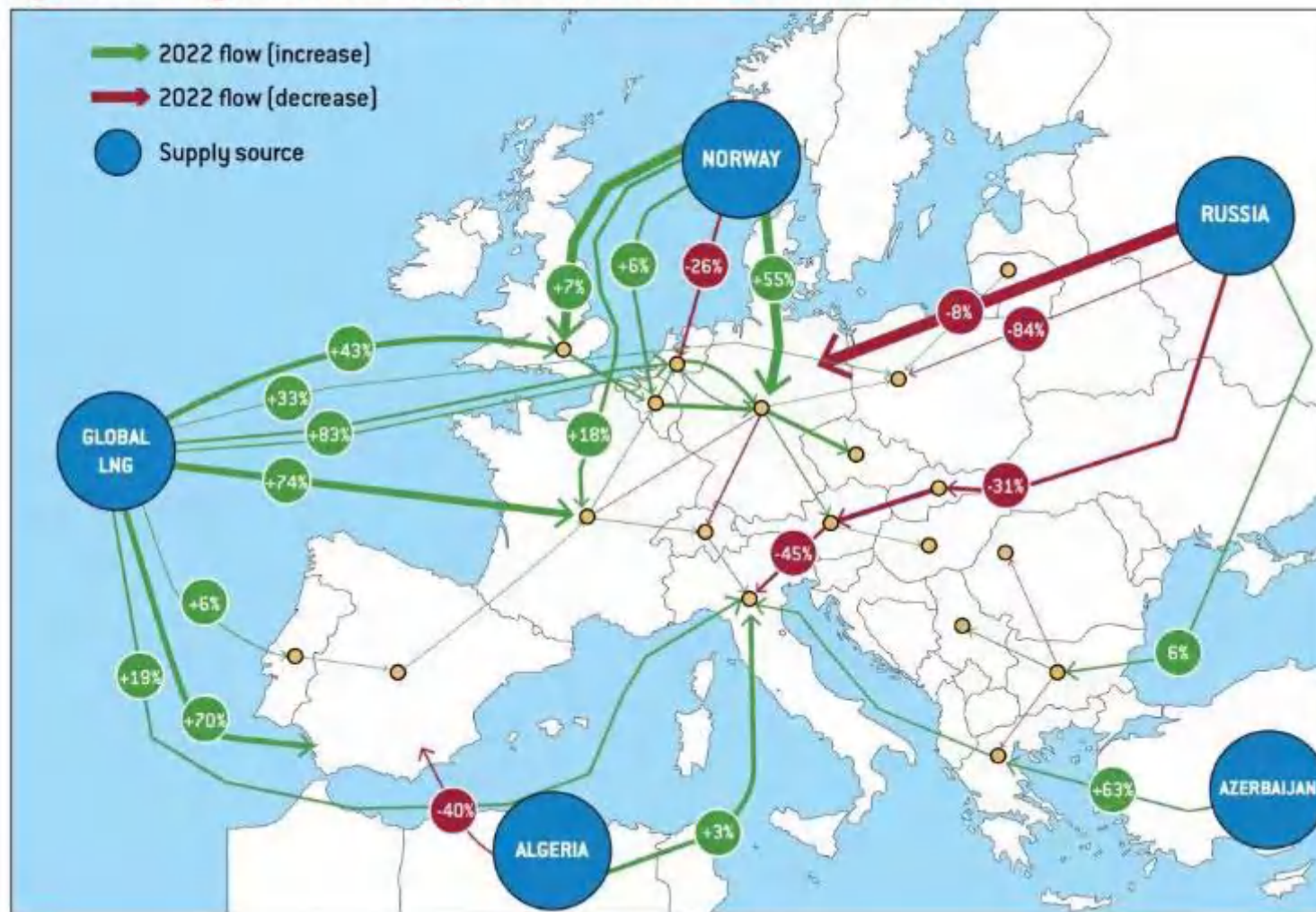
图99：全球粮食供应路径重构



5.俄乌冲突：天然气贸易路径重构

图100：全球天然气贸易路径重构

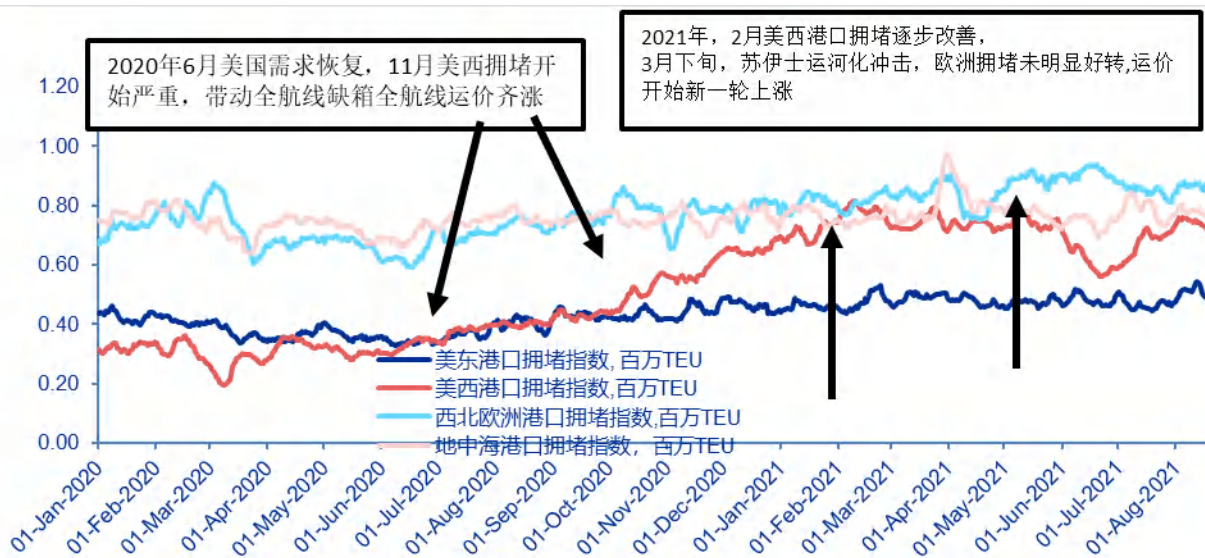
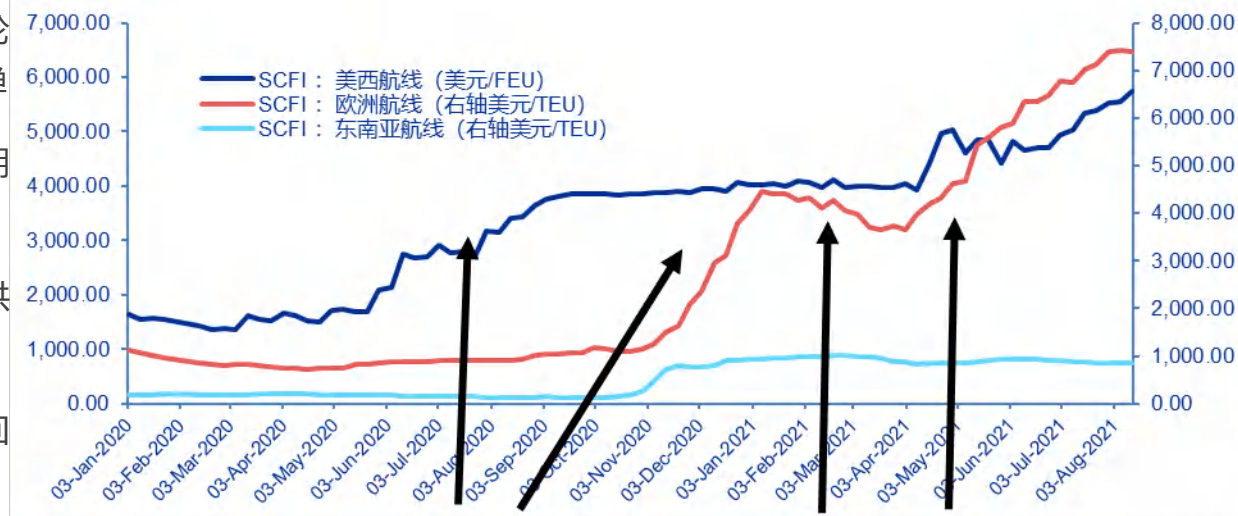
Figure 1: Natural gas flows in the European market, first half 2022 vs first half 2021



6.疫情影响复盘：2020年以来集运运价复盘

图101：2020年以来运价复盘

- 2020年3月-5月，中国复工需求改善，班轮公司供给仍在主动收缩，运价企稳开始反弹
- 复盘2020年6月-8月，海外需求恢复，短期运力紧缺，美线提价成功，其他航线平稳
- 2020年9月-12月：海外疫情二次爆发，供给扰动，缺箱推动全航线上涨
- 2021年1月-3月：春节期间，运量季节性回落，运价小幅回落
- 2021年3月以来：苏伊士运河冲击，美西拥堵逐步改善，欧洲拥堵恶化，运价上涨
- 2021年6月-9月：疫情未显著改善，旺季升运价上涨，货代一二级价差拉大。
- 2021年10-11月：圣诞节旺季备货结束，货代价格回落，但船公司价格坚挺
- 2022年12月：奥密克戎毒株带来新的不确定性



地缘对航运影响深度

1. 油散集市场1季度运价及基本面更新
2. 海运周期复盘及目前逻辑核心
3. 运价弹性及空间
4. 历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘
- 5. 油散集标的估值及方法**
6. 后市展望
7. 风险提示

油散标的估值方法：PE估值

■ PE定价失效

- 公司船队结构不同，原油轮、成品油轮以及散货船市场的景气位置和未来趋势均有所不同，同一PE定价不能体现公司船队结构的差异。
- 不同公司负债率、期租比例不同，PE没有固定规律

■ 重置成本NAV定价更显合理

表16：全球油轮标的PE（数据截止至2024年5月10日）

	油轮														
	ASC	STNG	HAFN	TRMD	EURN	TNK	INSW	DHT	FRO	DNORD	OTL	ECO	招商南油	中远海能	招商轮船
PE	7.79	7.36	5.19	4.54	3.35	5.15	61.42	12.10	26.19	4.55	6.12	7.42	10.43	12.94	14.58

表17：全球散货船标的PE（数据截止至2024年5月10日）

	散货船						
	招商轮船	太平洋航运	Safe Bulkers	HSHP	SBLK	国航远洋	凤凰航运
PE	14.58	18.20	8.85	94.00	13.72	982.22	751.86

■ 二手船价格持续上涨，船公司重置成本带来的向下安全边际继续提高。

- 据克拉克森数据，截止5月10日，10年船龄的VLCC二手船价格录得8500万美元，较2021年初提高98%，较2024年初提高12%；10年船龄Capesize散货船二手船价格4450万美元，较年初提高22%。

图102：油轮二手船价格（百万美元）

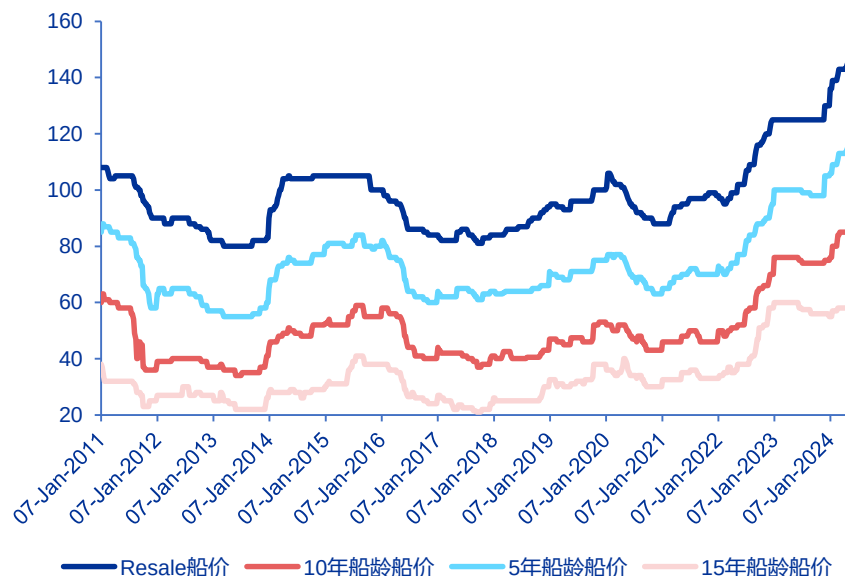
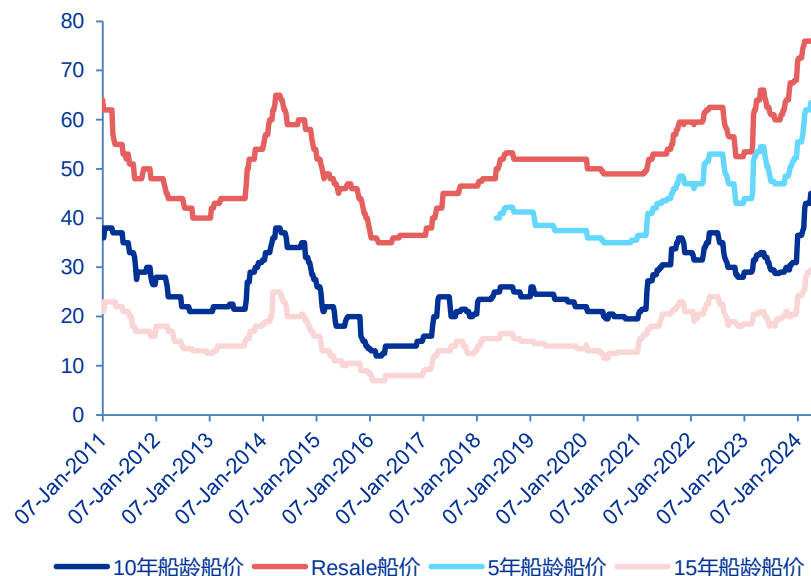


图103：散货二手船价格（百万美元）



油轮标的估值方法：重置成本估值

■ 从船队结构看，中远海能为全球油运股龙头

- 纯的原油轮标的：前线海运；Euronav；DHT
- 纯的成品油轮标的：招商南油；Scorpio；Torm；
- 综合油轮标的：中远海能；International Seaways；Teekay Tankers
- 综合航运标的：招商轮船；

表18：全球油轮标的公司船队

公司代码	VLCC		Suezmax原油轮		Aframax原油轮		Panamax原油轮		LR2成品油轮		LR1成品油轮		MR成品油轮		Handy成品油轮	
船舶大小	20+w DWT		12.5-20w DWT		8.5-12.5w DWT		5.5-8.5w DWT		8.5-12.5w DWT		5.5-8.5w DWT		4.0-5.5w WT		1.0-4.0w DWT	
船舶类型	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄
600026.SH	46	10.29	3	3.25	3	3.86	20	14.58	14	11.69	13	10.32	38	14.55	11	14.25
01138.HK																
601872.SH	52	8.67			5	15.33										
601975.SH											2	18.67	44	12.74	10	9.20
FRO	45	5.92	25	7.33	18	6.22										
EURN	41	8.29	19	11.13											1	0
STNG									39	7.94			58	7.99	14	9.38
TRMD									17	9.43	10	10.64	59	11.99		
INSW	13	7.85	13	9.89	4	11.90	1	17.83	1	9.58	6	14.68	35	14.40		
DHT	24	10.10														
TNK	1	10.75	25	14.46	9	13.94			8	14.78						

油轮标的估值方法：重置成本估值

■ 主要散货标的公司的船队各具特色

- 招商轮船：综合性航运公司，散货船队以Cape和Smx为主，其中34艘VLOC为长协期租，16艘在即期市场运营；
- 太平洋航运：Ultramax和Supramax小型船舶为主，在小型船舶市场的规模为全球最大
- Star Bulk：船队以Cape和Pmx为主，但船龄偏大
- 金海洋和喜马拉雅航运：Cape船队为主，船队结构的运价弹性最大，船队年轻

表19：全球散货船公司船队

		VLOC		Newcasmax		Capesize		Post-pmx		Kamsarmax		Panamax		Ultramax		Supramax		Handymax		Handysize	
船舶大小		32/40万载重吨		21万载重吨		18万载重吨		9-9.9万载重吨		8-8.9万载重吨		7-7.9万载重吨		6-6.9万载重吨		5-5.9万载重吨		4-4.9万载重吨		1-3.9万载重吨	
公司代码	公司名称	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄	数量	平均船龄
601872.SH	招商轮船	34	6.31			16	13.17					6	11.68	20	7.69	10	11.23			7	13.25
2343.HK	太平洋航运					1	12.83							20	10.58	29	12.66	1	5.67	66	13.08
HSHP	喜马拉雅航运			9	0.78																
SBLK	Star Bulk			17	9.86	18	16.68	7	16.05	39	15.92	2	21.58	48	11.35	29	16.91				
GOGL	金海洋			19	4.96	33	8.69			25	6.03	6	9.51								

油轮标的估值方法：重置成本估值

■ 基础假设

- 公司自有船队，根据船型、船龄进行计算当前价值；
- 船舶二手船价格参考克拉克森发布的市场resale价格、5年船龄价格、10年船龄价格以及15年船龄价格。船舶船龄所在区间按该区间船价进行线性推算；
- 仅计算公司自有且并表船队（包括租出船舶）的船价，若并表船队有股权比重则根据比重计入船价；租入船舶不纳入计算范围，融资租赁船舶纳入计算范围；
- 其他特殊情况做相应调整

■ 计算方法

- 列出公司所有船队清单及明细，重要信息包括船名、船龄、船型大小、公司经营模式（内贸/外贸）、船舶所有权属性（自有/经营性租入/融资租赁租入）、船舶股权占比
- 根据船舶船型、船龄等信息计算当前单船价值，特殊情况做相应调整；
- 求和得到公司船舶资产价值；
- 计算公司所有者权益重置成本 = 船舶资产价值-公司账上船舶固定资产价值+公司账上所有者权益

油轮标的估值方法：重置成本估值

表20：全球油轮标的重置成本计算结果

	二手船总市值		公司重置成本		公司市值		市值/NAV
	百万美元	亿人民币	百万美元	亿人民币	百万美元	亿人民币	
600026.SH	10249	738		654		864	1.32
01138.HK						470	0.72
601872.SH	8605	620		592		771	1.30
601975.SH	1693	122		148		194	1.30
FRO	7823	563	5467	394	5915	426	1.08
STNG	5337	384	4312	310	4326	311	1.00
TRMD	3370	243	2972	214	3183	229	1.07
INSW	3560	256	3464	249	3045	219	0.88
DHT	2017	145	1765	127	1960	141	1.11
TNK	2152	155	2717	196	2349	169	0.86

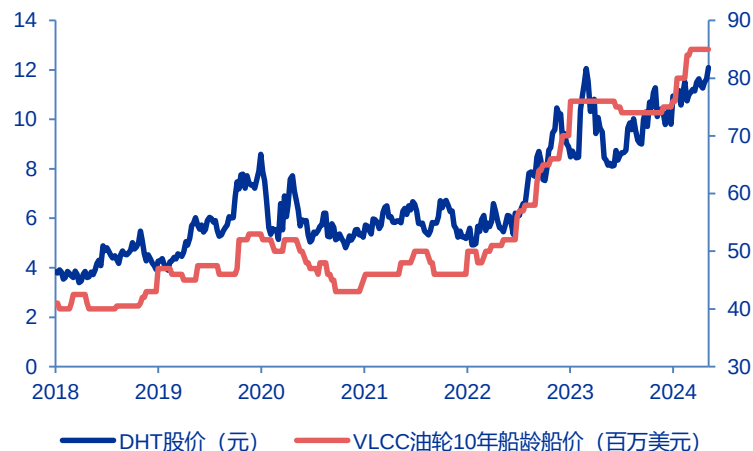
美元兑人民币汇率：7.2

资料来源：申万宏源研究

图104：中远海能股价vsVLCC船价



图105：DHT股价vsVLCC船价



油轮标的估值方法：重置成本估值

表21：全球散货船东标的重置成本计算结果

	二手船总市值		公司重置成本		公司市值		市值/NAV
	百万美元	百万人民币	百万美元	亿人民币	百万美元	亿人民币	
601872.SH	8605	61957	8222	592	10689	770	1.30
2343.HK	2828	20361	2797	201	1966	142	0.70
HSHP	553	3978	370	27	382	28	1.03
SBLK	3758	27055	2878	207	2879	207	1.00
GOGL	3914	28181	2834	204	2958	213	1.04

美元兑人民币汇率：7.2

美元兑港币：7.82

资料来源：申万宏源研究

图106：金海洋集团股价vsCapesize 10年二手船价



图107：招商轮船股价vsCapesize 10年二手船价



■ 去通胀后，当前VLCC船价仅为历史高点的35%，Cape船仅为15%

- 向上空间看，当前VLCC二手船价格仅为2008年最高点1.35亿美元的63%，Capesize散货船为2008年高点1.16亿美元的39%；考虑通胀的情况下，当前VLCC二手船价值仅为历史高点的35%左右，Capesize价格为15%左右，油散船队重置成本均仍有提升空间。

图108: VLCC油轮10年船龄船价 (百万美元)

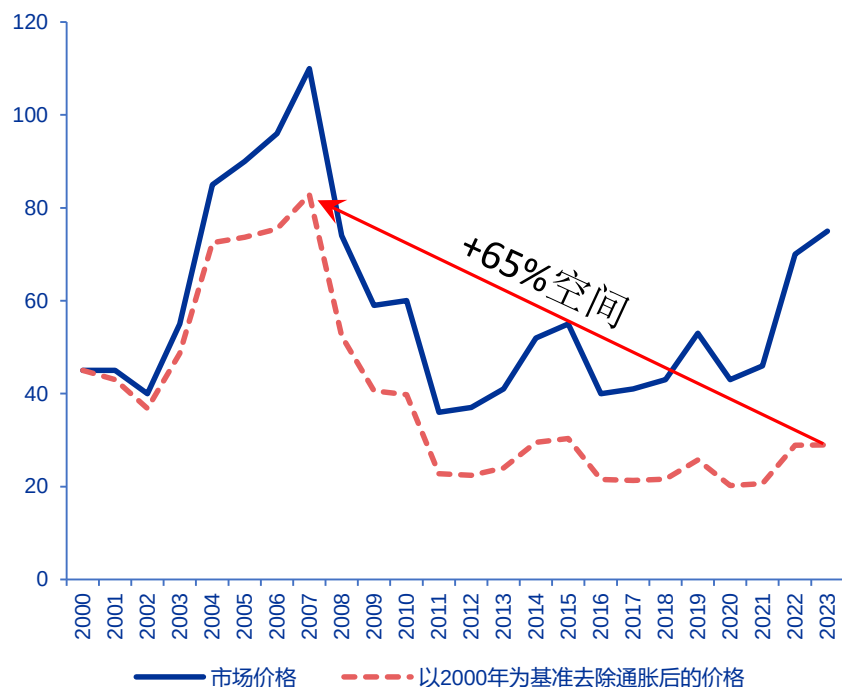
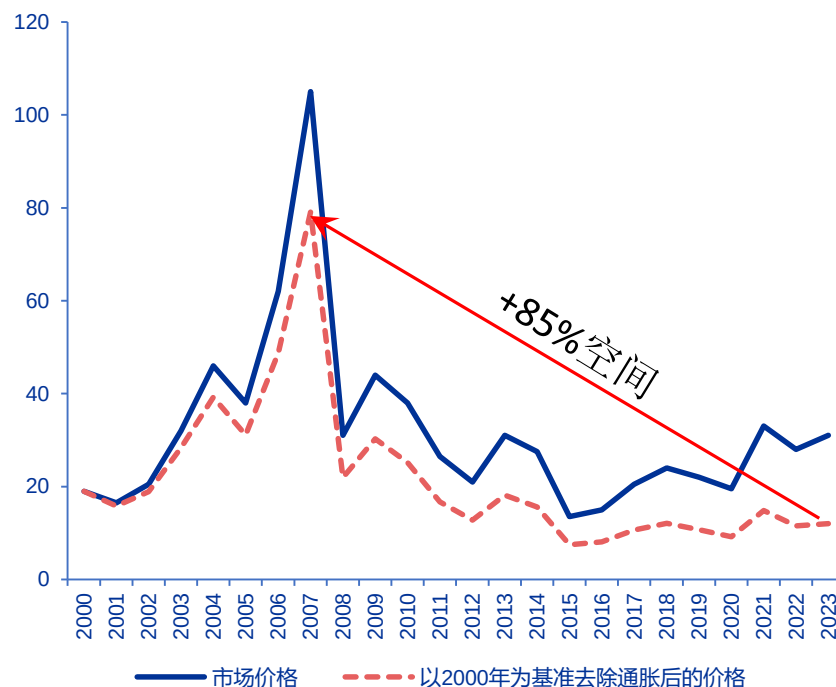


图109: Capesize散货船10年船龄船价 (百万美元)



集运标的估值方法：战争持续带来超额收益

- **集运估值：短多长空预期，运价上涨持续性增加反而会抬升估值水平，后续催化：**
 - 当前市场预期红海扰动持续，欧线长协不提价绕行持续到年底
 - 欧线长协提价:盈利预期上修，欧线货量 238 万 TEU，长协50% 每提价 500USD/TEU多80亿利润总额利润
 - 绕行持续到次年 5 月美线长协提价：盈利预期上修，长协50 % 每提价 500USD/TEU多76 亿利润总额利润
- **集运板块红海阶段目标空间位：账上现金+红海绕行累计净现金积累。绕行结束转为账上现金-运力过剩出清前累计亏损**
- **红海绕行持续越久，现货涨价，长协提价概率提升，次年业绩置信度提升，估值提升**

表22：成本不变情况下中远海控净利润与CCFI敏感性测算（CCFI2000点以上成本大概率增加精准度下降）

人民币 (百万元)	24Q1							
CCFI	1290	1400	1600	1800	2000	2500	3000	3500
货运量 (千标准箱)	6,027	6,027	6,027	6,027	6,027	6,027	6,027	6,027
内贸货运量 (千标准箱)	1,171	1,171	1,171	1,171	1,171	1,171	1,171	1,171
外贸货运量 (千标准箱)	4,856	4,856	4,856	4,856	4,856	4,856	4,856	4,856
集装箱航运业务航线收入 (百万美元)								
外贸业务收入 (百万美元)	5,691	6,177	7,059	7,941	8,824	11,030	13,235	15,441
内贸业务收入 (百万美元)								
外贸航线单箱收入 (美元/标准箱)	1172.00	1271.94	1453.64	1635.35	1817.05	2271.32	2725.58	3179.84
中远海运集运内贸航线单箱收入 (元/标准箱)								
集装箱航运业务EBIT (百万美元)	1076.87	1562.17	2444.53	3326.89	4209.25	6415.16	8621.06	10826.97
码头总吞吐量 (千标准箱)								
营业收入								
归属于上市公司股东的净利润								
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 (百万元)	6323.43	9248.99	14568.19	19887.39	25206.59	38504.60	51802.60	65100.60

表23：航运造船主要标的估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2024-05-21		PB	申万预测EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值 (亿元)	2023A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600026	中远海能	买入	17.80	849	2.5	0.70	1.45	1.70	1.93	12	11	9
600150	中国船舶	买入	36.21	1,619	3.4	0.66	1.26	2.39	2.74	29	15	13
600710	苏美达	买入	8.43	110	1.6	0.79	0.85	0.94	1.05	10	9	8
601872	招商轮船	买入	9.37	763	2.1	0.59	1.05	1.23	1.26	9	8	7
601919	中远海控	增持	14.26	2,276	1.2	1.48	0.61	-	-	23	-	-
601975	招商南油	买入	3.94	189	2.1	0.32	0.47	0.44	0.45	8	9	9

地缘对航运影响深度

1. 油散集市场1季度运价及基本面更新
2. 海运周期复盘及目前逻辑核心
3. 运价弹性及空间
4. 历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘
5. 油散集标的估值及方法
- 6. 后市展望**
7. 风险提示

- **油轮：**短期看，运价淡季不淡，重点在于油价下跌后带来的补库需求支撑，关注6月OPEC石油大会前的市场预期变化和结果落地；中期看，供给收紧对运价正在形成有效的底部支撑，租家试图压制运价涨幅，若弹性兑现，运价将瞬间抬升。长期看基本面，供给端逻辑确定，景气周期随着订单排期继续拉长。
- **散货船：**运价表现持续超市场预期，关注运价底部和中枢抬升逻辑。中国钢铁需求前景悲观不在成为大型散货船运价定价的核心要素，关注边际变化突出的几内亚铝土矿出口、非主流矿出口以及西非西芒杜项目投产。中国煤炭进口需求仍在增加，突出地缘频发背景下的国家煤炭和粮食安全库存的需求支撑。
- **集运：**绕行带来的供给短缺、补库释放的额外贸易需求、全球供应链紊乱导致效率的损失，将持续为冲突持续背景下的集运市场带来超预期的运价表现。关注战争持续性、补库需求持续性以及新船交付对供给补充的节奏。
- **造船：**LNG船订单持续占用头部船厂产能；集运在红海催化下运价上行，已催化班轮公司再次开启订单潮；油散大型船舶运价表现强劲，船东下订单意愿增强。船厂产能和排期预计持续紧张，造船景气度伴随航运景气度进一步加强。
- **航运船舶板块长逻辑不变：**船厂产能紧张，船队老龄化、环保压力等推动下新造船景气度持续上行。红海地缘事件持续超预期，航运公司资金充沛，新造船交期较晚的背景下，二手船市场火爆，部分航运公司估值低于重置成本，大股东回购力度增加，或者直接增持其他航运公司股票，新造船价格、二手船价格、全球航运板块股票实现联动。
- **预期差：**红海扰动持续性难以判断，巴以停火预期减弱背景下，集运即将迎来旺季，市场对涨价持续性和空间预期不足。
- **油轮、干散新船订单不足，盈利持续性与红海关联度较弱，**重置成本法上行叠加大股东回购背景下全球油轮干散货航运持续走强。继续推荐招商轮船、招商南油、中远海能；港股关注太平洋航运，美股关注干散货 HSHP GOGL SBLK GNK SHIP，油轮关注INSW STNG TNK FRO ECO。
- **航空货运价格与海运价格具有较高关联度，跨境物流beta端景气度提升，alpha端品牌出海带来份额和盈利扩张逻辑不便，推荐华贸物流、中国外运，关注东航物流。**
- **船舶板块重点关注中国重工、中国船舶、中船防务、苏美达。**船价上行趋势不变，除更新和环保周期逻辑外，航运景气度提升进一步促进船价以及订单持续性。

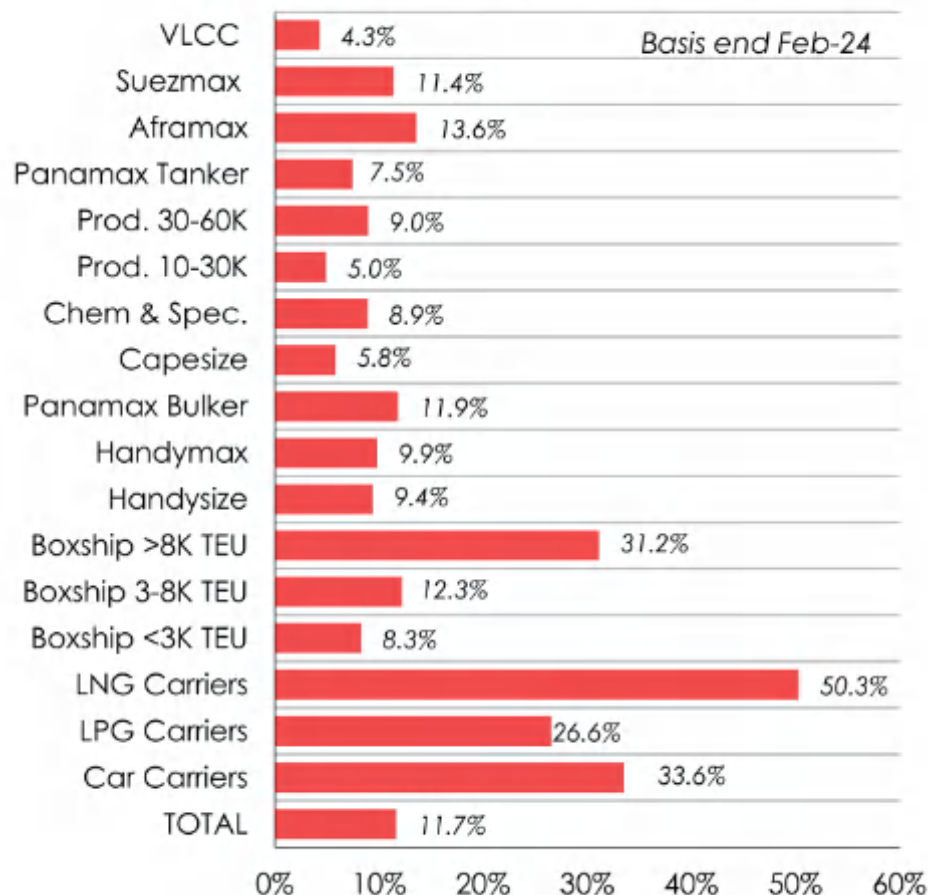
后市展望核心指标：除集装箱船外，其余船队运力仍不足

■ 全球手持订单占现有运力比 仅11.7%，低于历史20%左右 正常水平

- 超过20%水平的大型集装箱船已处于过剩状态
- 干散货、油轮运力仍紧平衡
- 汽车船、LNG运输船需求增速高，后续或维持高位

图110：各船型手持订单占比

Orderbook as % of Fleet (dwt)



地缘对航运影响深度

1. 油散集市场1季度运价及基本面更新
2. 海运周期复盘及目前逻辑核心
3. 运价弹性及空间
4. 历史战争、红海、俄乌及疫情对全球供应链影响复盘
5. 油散集标的估值及方法
6. 后市展望
7. 风险提示

- **红海恢复通行**
- **国际及中国经济表现严重低于预期：**
 - 2022年12月-1月，疫情冲击，需求下降，产能利用率下降运价回落
- **运输需求刚性，航运对通胀的传导不是连续的，从供给定价到需求定价阶段，运价暴增**
 - **周期底部**，价格处于成本边际定价模式，通胀传导能力较弱
 - **景气周期**，航运价格从成本边际定价转向需求边际定价，一次性把多年跑输通胀的部分修复
 - ✓ 1970年代，运费占货值比例达到20-70%，2020年低油价屯油逻辑，运费高点占货值比曾达15%
 - ✓ 2004-2008中国进口铁矿石均出现过到岸价70-80%为海运费的情况
- **新签订单释放超预期动摇供给逻辑：**
 - 即期市场运费上行过快，推动船东增加2028年及以后新签订单意愿

信息披露

证券分析师承诺

本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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华东B组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

闫海
yanhai@swsresearch.com