仅供内部参考，请勿外传！

证券研究报告

# 能源危机中的价值重估

## 交通运输视角：寻找混沌浪潮中的诺亚方舟

证券分析师：闫海 A0230519010004
罗石 A0230524080012
张慧 A0230524100001
严天鹏 A0230524090004
王晨鉴 A0230525030001
王易 A0230525050001
郑逸欢 A0230526010001
王凯婕 A0230525110001
范晨轩 A
研究支持：汪琦阳 A0230125070006
联系人：闫海 A0230519010004
2026.9.30

SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传！

# 价值重估核心：永续增长成为过去，寻找诺亚方舟类资产

- **2021年以前，市场对战争、疫情、制裁、气候变化等事件“被认为特殊且不可持续”，市场习惯于等待“特殊且不可持续”的时间过去，世界回到主流投资者理解的“正常的世界”后，去交易他们过去理解的股票。但是，过去5年，被认为不可持续的因子反而持续性超预期，市场期待的可持续的因子缓缓没有到来。基于这个背景，我们提出了交通运输“动荡护航”分析框架。**
- **动荡护航1.0框架：**2021年，交通运输行业“动荡护航”分析框架，解决了全球宏观经济下行，但交运行业资产盈利反而大幅向上的问题。按照这个框架，在2022-2025年挖掘了招商南油、德翔海运等底部机会。
  - 交通运输本质是解决商品空间错配的工具，在供应链全球化右岸外包的背景下，全球供应链复杂程度大幅增加。原材料>中间产品A>B>C>终端制成品>批发商>零售商，每一个环节都需要库存和稳定的供应链支持。
- **动荡护航2.0框架：解决过去3年，船舶资产价格、运价中枢与年度供需平衡表脱钩问题**
  - **定价框架升级：** 引入期权定价模型，将“全球供应链不稳定”因子量化为资产波动率（sigma），解决了传统DCF模型在逆全球化背景下对航运资产估值失效的难题 。
  - **地缘周期视角：** 复盘全球大国竞争历史周期，当前正处于逆全球化与供应链阵营化并存的深水区。交通运输已从全球化的“经济工具”回归为维系文明与国家安全的“战略主动脉”
  - **资产本质重塑：** 行业进入由“效率优先”转向“安全/政治优先”的新周期。由于航运供需关系从“年度供需平衡”转向“月度供需错配”且面临频繁扰动，运力冗余与战略囤货需求支撑资产估值中枢整体上移
  - **投资逻辑核心：** 放弃单纯的“周期景气度”交易，转为“地缘波动率”与“造船更新周期”的双重配置。船舶资产通过技术替代与长周期产能收紧，构成了未来五年行业向上弹性最大的底层资产
- **地缘叙事：当前中美竞争主线背景下，在分出明确胜负之前，可以参考1815年“维也纳体系形成”前的地缘超级周期。这也可以解释为何中美贸易摩擦“逆全球化”以来，海运船舶资产的上行周期，无法用1990-2008年“全球化”的分析框架解读。**
  - 400年地缘周期复盘，中美竞争背景，交运资产进入全新周期：17世纪大航海时代开启，海运价格有数据统计以来，在荷、英、法争霸从1741年至1815年中枢上行，
  - 1815年拿破仑战败，“维也纳体系”形成，英国成为世界霸主，全球从“乱纪元”转向“恒纪元”，海运价格见顶回落。
  - 1914年一战爆发，“维也纳体系”解体，英国逐步丧失世界霸主，全球进入“乱纪元”运价水平再次冲高。1956年英国失去苏伊士运河控制权，油轮运价在1973年达到历史顶峰。
- **重点标的：**
  - **船舶：**松发股份、中国船舶、苏美达、中船防务（H）；**原材料-油运**：招商轮船、中远海能、招商南油、ECO、FRO、DHT、NAT
  - **原材料-散运**：海通发展、国航远洋、太平洋航运、HSHP、SHIP、SBLK等；**制成品：集运、航空货运**：中远海控、东方海外国际、德翔海运、海丰国际、东航物流

仅供内部参考，请勿外传！

# 能源危机核心：当黑天鹅与白天鹅洛基互换，资产定价会有哪些变化？产业资本抢船，VLCC油轮运价、船价景气全面超过2008年

## 和平时期DCF模型，可持续的变量，哪些变得不可持续？

- 比较优势，消费升级，低利率，温和通胀，可选消费扩张
- 产业资本视角：过去制造业倾向于=》轻资产，高周转，零库存，just-in-time，
- 案例：苹果全球化分工下的「虚拟整合 + 集中代工 + 极致低库存」，追求全球成本最优

## 哪些被认为不可持续的变量，在当下反而是可持续的？

- 制裁、封锁、禁运、出口管制、港口封锁，高利率，资本管制，资源民族主义、战略库存
- 产业资本视角：新时代制造业倾向于=》重资产，自主可控，just-in-case
- 案例：美的当前布局是「区域自给、自有重资产工厂 + 本地研发 + 本地库存」，优先供应链韧性，适配地缘风险抬升的世界。

## 疫情可以通过群体免疫结束，那贸易壁垒、地缘冲突、战争、气候异常？

**图：招商轮船年报对航运周期的表述**

（二）市场展望

航运市场宏观环境

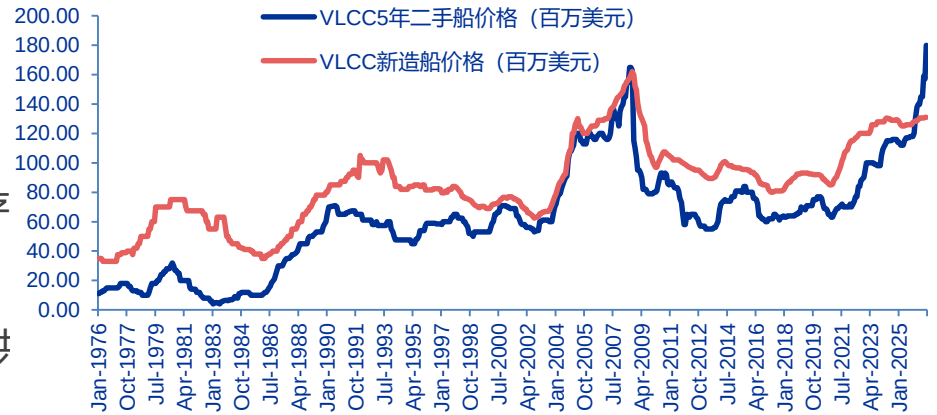
近年来，航运市场运行的宏观环境和航运行业自身的供需结构、运行逻辑等均发生了巨大的变化，航运子行业轮番进入高景气甚至超级景气，且这轮周期看起来和以往有点不太一样，低迷可以长期持续、高景气却容易转瞬即逝的过往范式似乎不再有效，市场发生了什么？

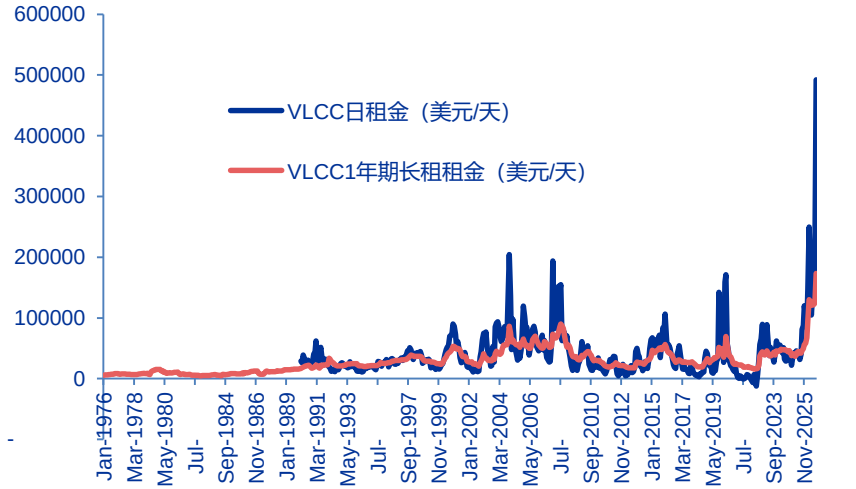
我们认为，航运业的周期性不会消失，运费率和资产价格剧烈波动的特性也难以减弱，但航运这个古老行业过去几年的变化很值得研究，市场参与者或有必要摒弃过往的成见与偏见，对行业的观察、透视与展望或需重构框架、更新方法论、提升前瞻性。对于全球航运权益投资者而言，标签化、陈词滥调的供需分析过往几年已经证明、估计未来也将会继续误导投资者，让一些专业投资机构在超级周期中沦为看客，一再错失确定性的投资机会和丰厚回报。

近年来逆全球化、大国博弈、地缘争端、局部热战、贸易战、关键水道受阻、部分地区能源基础设施被破坏等持续对全球海运贸易带来重大挑战，同时也给有远见、有准备的市场参与者带

19 / 214

**图：VLCC超大型油轮船价、租金均创数据统计以来最高**





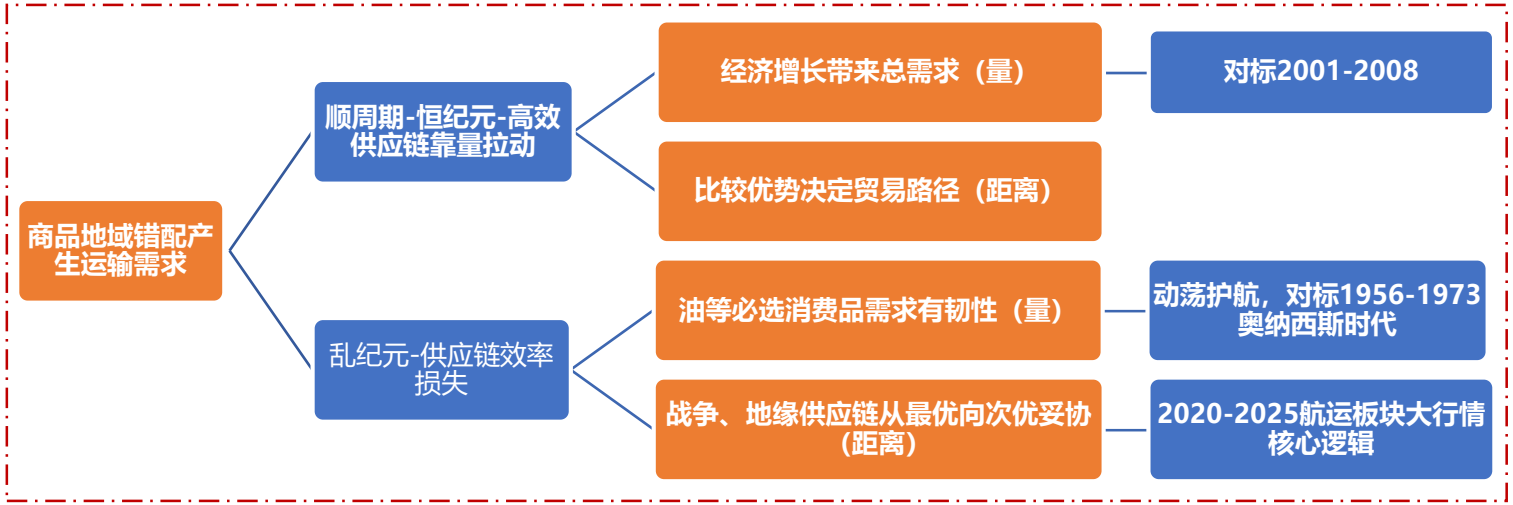

资料来源： Clarksons（克拉克森数据库），招商轮船2026年半年报、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 重新思考交通运输资产的本质

- **交运需求回归本质：商品空间错配带来运输需求，时间错配带来仓储需求**
- **运价超预期主逻辑：全球化配套的交运基础设施（船舶大型化、码头自动化），无法满足逆全球化下的实际需求（贸易碎片化、淡旺季不规律冗余产能需求增加）**
  - 经济增长导致的供需错配远远弱于战争、疫情等因素带来物理上的供应链撕裂
  - 需求可预测性下降，波峰波谷，月度供需错配放大，运力冗余产能不足导致运价波动增加
    - ✓ 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运费占到岸货值比20-70% VS 2004 运费货值比6%，2020年低油价高运价运费货值比16%。2020-2021集装箱、汽车船运价超过06年高点3倍以上，运价超过轮胎等商品离岸价。
  - 需求韧性充足：海运贸易量增速约是全球GDP增速的的0.8-1.3倍。主要人口，全球GDP增长，海运需求仍维持正增长，但供给端码头、船舶、船厂产能变化缓慢。衰退预期下IMF下修全球GDP增速，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：交通运输核心驱动:从比较优势的效率优先到“政治”、“正义”优先**




**图：逆全球化全球供应链重构**





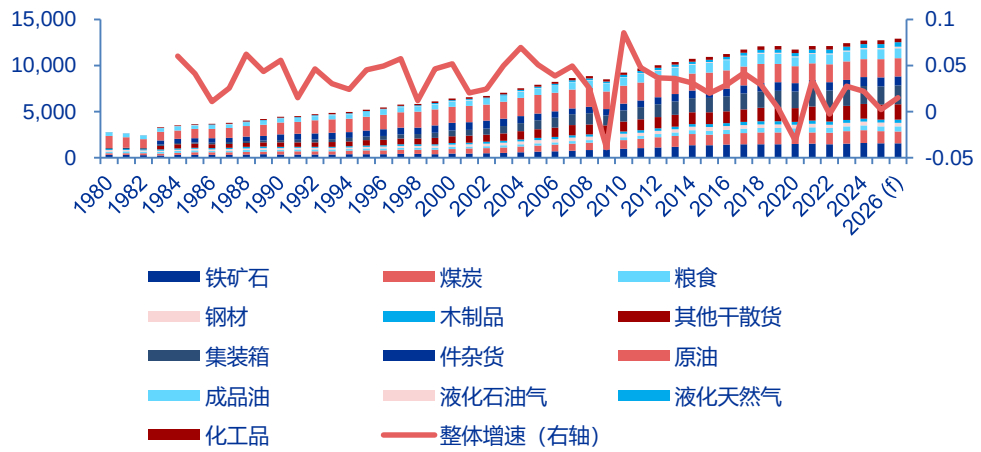
资料来源： Clarksons（克拉克森数据库），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

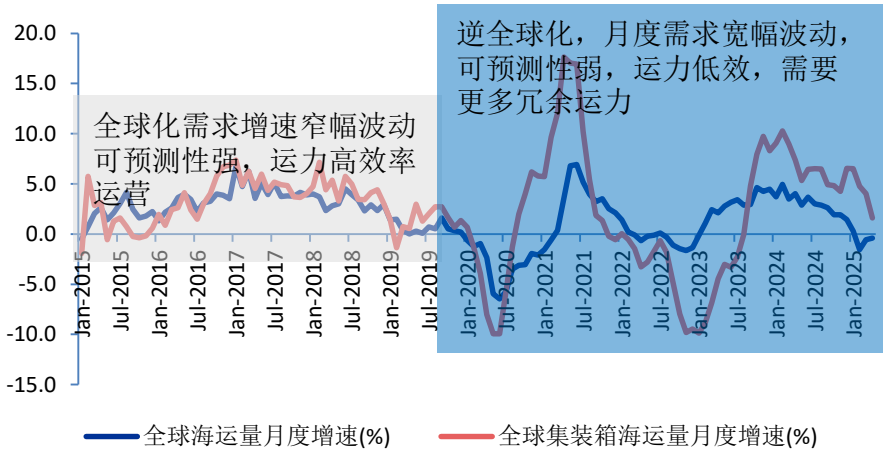
# 叙事1：透过现象看本质：地缘冲突激化的根源在于贸易失衡

- **贸易失衡→社会撕裂→民粹反全球化→制度与规则重构→地缘对立固化→能源/通道局部战争常态化，全球从「效率优先的和平定价」永久性转向「安全优先的风险定价」**
- **冷战结束后的全球化时代，全球供应链依赖精准需求预测以规模优势、降低库存成本，提高资金使用效率：Just in Time→Just in Case**
  - 基础设施端：船舶大型化、码头自动化
  - 供应链管理：零库存理念、JIT、VMI模式
- **逆全球化时代，当需求可预测性下降，传统供应链管理模式供应链中断风险激增**
  - 基础设施：东南亚等新兴国家，码头条件不足、交通拥堵可预测程度下降
  - 供应链管理：供应链不稳定性，断货生产停滞带来的损失，远超零库存理念下库存、资金成本的节约

**图：年度全球海运需求增长波澜不惊韧性十足中枢在2-3%（百万吨）**




**图：月度看，2020年后月度需求变化波涛汹涌，供需错配增加**





资料来源：Clarksons（克拉克森数据库），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 从《文明6》游戏看交通运输与文明演进的底层代码

## 游戏映照现实：《文明6》中的交运逻辑

- 资源分布的断裂性： 铁、硝石、石油等核心战略物资（Strategic Resources）随机散落于地图各处，没有任何一个文明能实现100%全品类自给。
- 贸易路线的决定性： 文明必须通过“商人（Trader）”跨越险阻建立贸易路线，方能获取无控制权的稀缺资源；若道路被切断，高级兵种将因缺乏物资而无法生产/无法补充血量（无法维持战力）。
- 基础设施的长期红利：商人走过的路线会自动铺设道路（Roads），不仅为后续军队调动提供边际效应，更决定了城市群发展的上限。

**在过去三十年的全球化和平红利中，交通运输被资本市场视为赚取微薄辛苦钱的“周期性工具”。但世界退回地缘割裂的深水区时，交运随之变回了《文明6》里那条维系文明生死的血管。当前的混乱不是周期的顶点，而是行业战略估值中枢（Valuation Multiple）整体上移的起点。**

**《战争中的经济学家》**-新西兰经济学家、前新西兰财政部长艾伦·博拉尔德（Alan Bollard）的著作

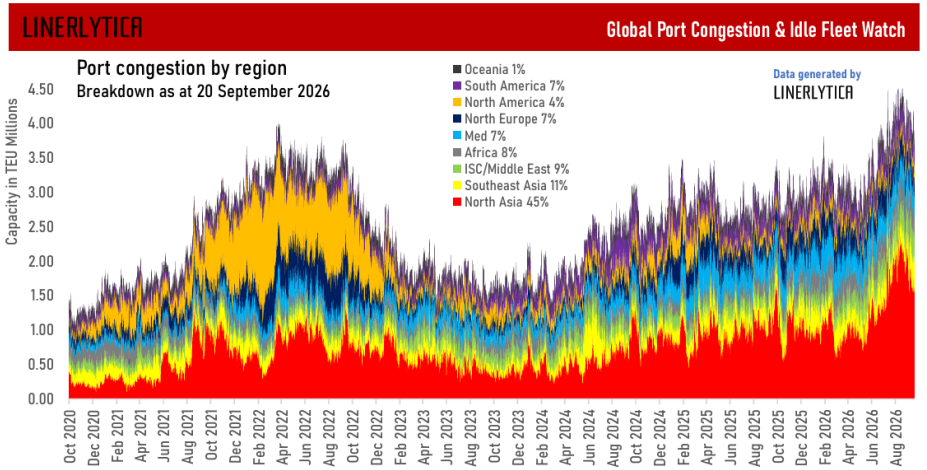
- 核心主题：经济学如何成为战争工具
  本书打破了“战争仅是军事对抗”的常规叙事，揭示了现代战争是“总体战”，经济是战争的支撑。书中通过七位经济学家的真实经历，展现了经济学如何从学术理论转化为影响战争胜负的政策工具，涉及军费筹措、战时生产优化、战略轰炸评估及战后秩序重建等维度。

仅供内部参考，请勿外传！

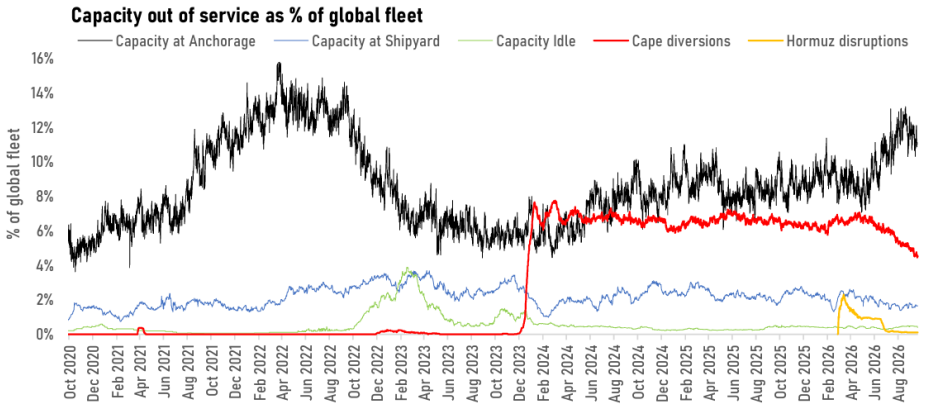
# 产业转移与基础设施不平衡，全球供应链进入物流成本通胀螺旋（集运逻辑）

- **物流成本通胀螺旋，是当前海运超级周期的核心底层新逻辑**
  - 彻底颠覆传统航运“供需产能、产能利用率”的旧分析框架。核心特征为：全球供应链拥堵、物流效率下降与企业补库行为相互强化，形成自我循环、持续抬升的物流成本上涨闭环，且短期无法自发修复
  - 受益板块：集运（东南亚集运&欧美干线）、汽车船运输、造船
- **整个螺旋为单向强化、层层递进的正循环，每一环相互助推、持续放大，无自发拐点，直到关税成本与物流成本接近为止：**
  - **1. 产业转移基础：新兴国家基建滞后于产业迁移，**当前全球产业从中国向东南亚、印度、墨西哥等新兴国家转移，但新兴市场基础设施、供应链体系、物流配套极不完善，无法匹配快速流入的工业化产能，天然存在物流效率短板，为拥堵和成本抬升埋下基础隐患。
  - **2. 运输时效拉长，倒逼企业被动加库存，**成熟供应链（如国内市场）可实现高频补货、低库存运营；而新兴市场港口拥堵、运输滞压，物流周期从1周拉长至3周以上。企业为规避停工、断供风险，只能主动提高备货库存，从常规库存切换为超额备货模式。
  - **3. 超额备货进一步加剧港口与物流拥堵，**全球企业同步被动补库，导致港口货量持续堆积、船舶周转效率大幅下降，码头拥堵程度甚至超越疫情时期，全球物流运力错配问题持续恶化。
  - **4. 物流拥堵抬升海运成本与商品区域价差，**持续拥堵叠加全球航道扰动，海运运价、船舶租赁成本持续上行，不同区域的商品物流价差大幅拉大，直接推高全球贸易的综合物流成本。
  - **5. 高物流成本反向固化产业转移与补库行为，**当物流成本持续走高、接近全球关税成本时，企业宁愿承担高额物流费用、持续布局海外产能、维持超额库存，也不愿回流产能，进一步固化供应链低效格局，让拥堵与高成本形成永久化螺旋。

**图：全球码头拥堵水平已超过疫情期间**




**图： 处于非正常状态的集装箱运力占比维持高位**






资料来源：Linerlytica（航运数据分析机构），申万宏源研究

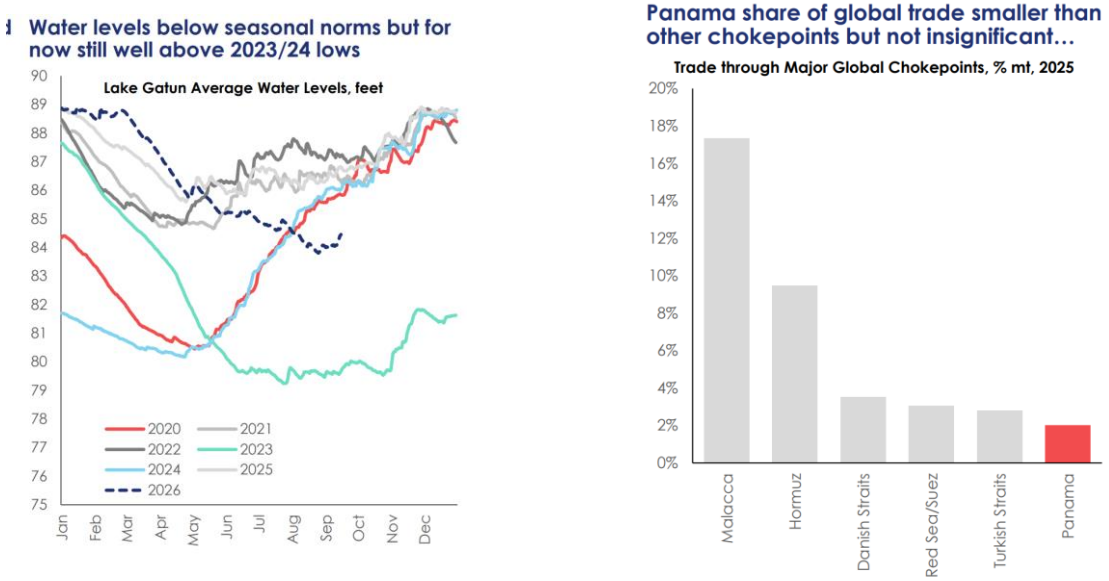
仅供内部参考，请勿外传！

# 叙事2：气候异常正在常态化，需要纳入资产定价的长期变量

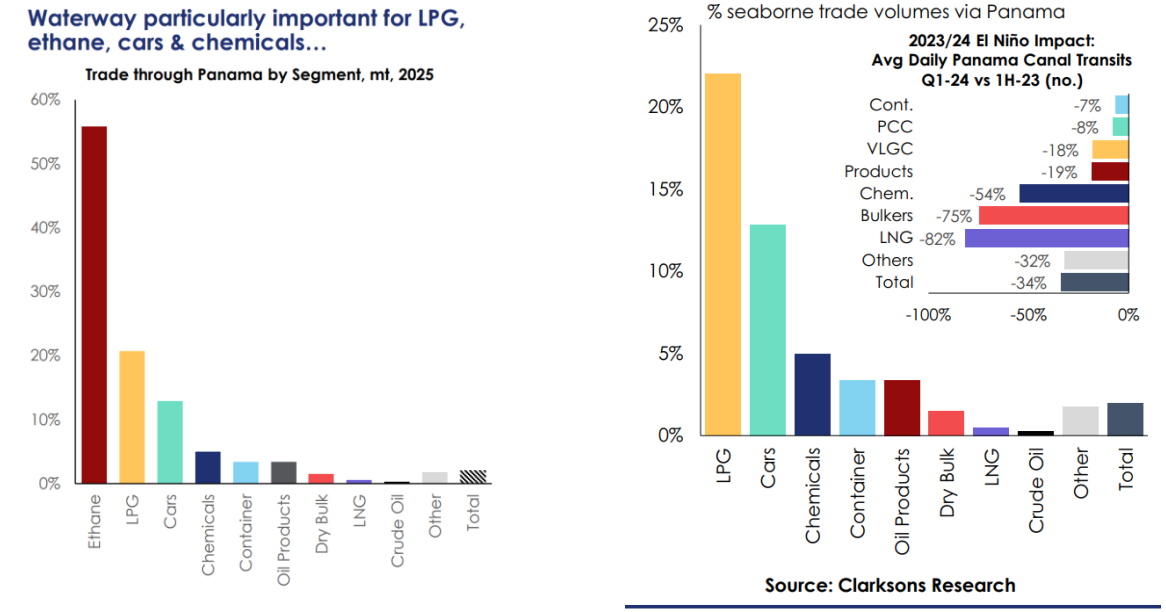
## 全球变暖抬升气候基线，极端旱涝、热浪、强气旋发生频率、强度同步上行；气候扰动不再是小概率意外，而是需要纳入资产定价的长期变量

- **气候异常已进入常态化阶段** 全球气温基线抬升，极端高温、暴雨、干旱、海洋热浪频次显著增加；以往几十年一遇的极端事件，在升温背景下重现周期大幅缩短IPCC。即使实现碳中和，已经锁定的变暖仍会持续数十年，极端扰动不会立刻消失。
- **不是年年都是一模一样的极端天气，而是波动放大** 厄尔尼诺 / 拉尼娜等气候周期依旧交替，但每一轮周期里，极端冲击的强度、复合灾害（旱涝并发）概率抬升。气候波动幅度变大，区域干湿格局更不稳定（巴拿马运河水位、南美 / 澳洲农业、东南亚水电都会持续受扰动）
- **排放决定强度：高排放情景下，极端事件非线性加剧** 气温每升高 0.5℃，极端灾害风险显著跃升；升温越高，复合型黑天鹅（干旱叠加热浪、台风 + 暴雨）的概率越高。

**图： 厄尔尼诺导致加通湖水位下降，巴拿马运河通过能力受限**




**图： 巴拿马运河拥堵会影响LPG、乙烷、汽车、集装箱、干散货运输**





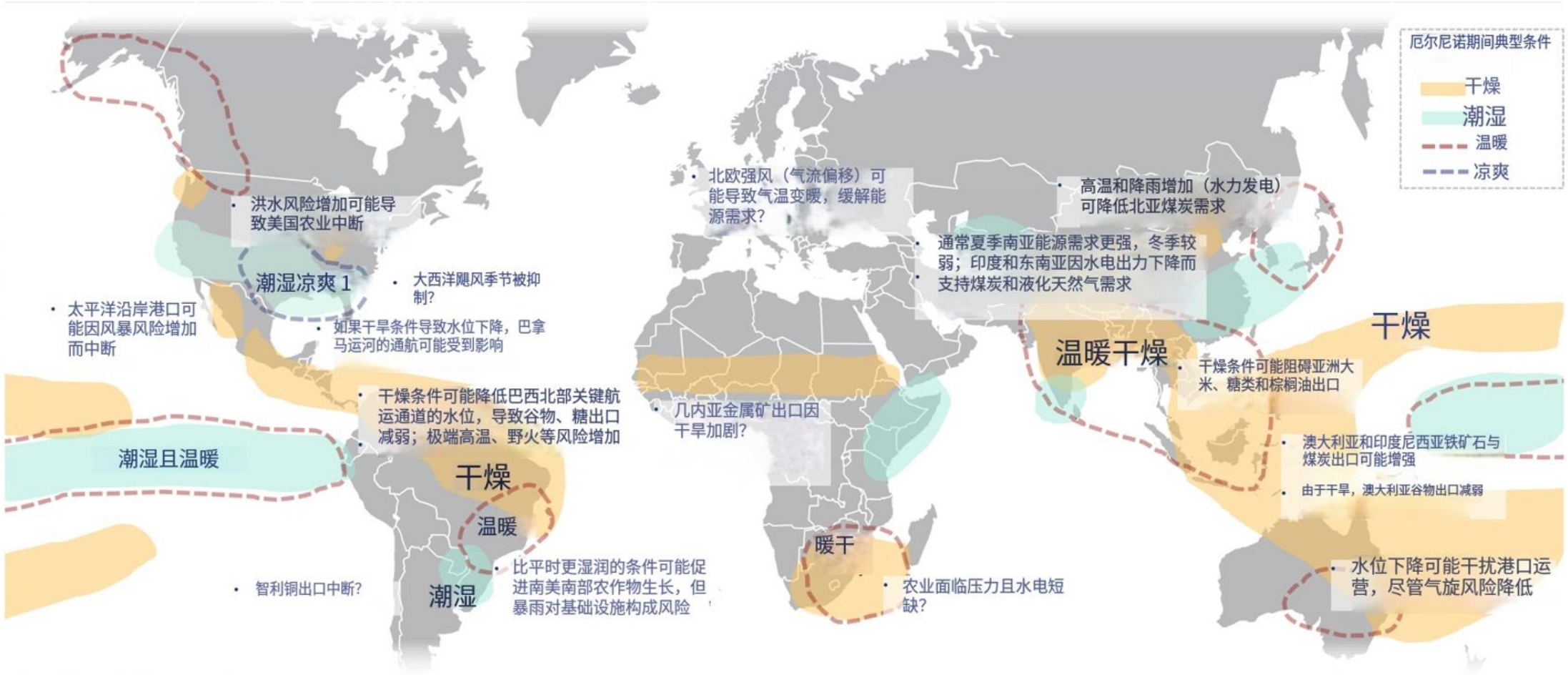

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 厄尔尼诺是航运与贸易的影响重要的风险变量

- **厄尔尼诺带来全球干湿格局分化，直接影响大宗商品供给、航道通行能力、港口稳定性，重塑全球贸易流向，是航运资产重要的气候风险变量**

**图：厄尔尼诺对航运各版块影响传导**




来源：克拉克森研究，2026年9月。



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 厄尔尼诺：干散货、LPG、集装箱重要向上催化

**一、本次厄尔尼诺自 2026 年年中快速发展，强度持续上升，预计将成为有记录以来最强厄尔尼诺，峰值大概率出现在 2027 年初。对海运贸易总量存在潜在影响，航运市场核心关注点：巴拿马运河，重现 2023/24 年厄尔尼诺带来航道中断扰动的风险**

**二、厄尔尼诺带来的天气与大宗商品影响**

- 干散货：巴西采矿受天气干扰；澳大利亚、几内亚产出受影响；澳洲谷物减产，亚洲长距离谷物贸易增加；亚洲部分地区煤炭需求上升。
- 能源：区域气温变化影响整体能源需求；大西洋风暴风险下降，太平洋风暴风险抬升。
- 巴拿马运河核心压力：降雨减少，水库水位下降，制约船闸运营。
  - ✓ 2023/24 厄尔尼诺时期：日通行船舶上限由 36 艘降至 22 艘，吃水限制收紧，不同船型冲击分化。
  - ✓ 当前现状：近期通行与吃水限制再度收紧，但影响弱于 2023 年（当前日上限 32 艘，水位高于 2023 年低点）；若厄尔尼诺持续增强，2027 年水位或进一步下滑，后续管控或将更严苛。

**三、各船型板块受巴拿马运河约束的影响**

- LPG：超 20% 贸易经巴拿马运河，无通行优先权，冲击较大；若 VLGC 通行量复刻 2023 年跌幅，全球需求或抬升，本已紧张的市场进一步走强，推高好望角型绕行需求。
- LNG：影响有限；2023 年后多数船舶主动避开运河，今年经运河 LNG 贸易占比较小。
- 集装箱：少数集装箱贸易经运河；吃水限制、等待时间大幅拉长，引发船期调整、跳港、绕行好望角 / 苏伊士；限制加码将推高运费与租价。
- 散货船：少数贸易经运河，敞口低于 2023 年；美国输亚洲粮食更多从西海岸起运；船舶绕行已带来全球需求小幅抬升，当前散货船通行量较 5 月下滑，通行配额竞争加剧。
- 油轮：整体影响有限，成品油轮通行量目前高于常态水平。

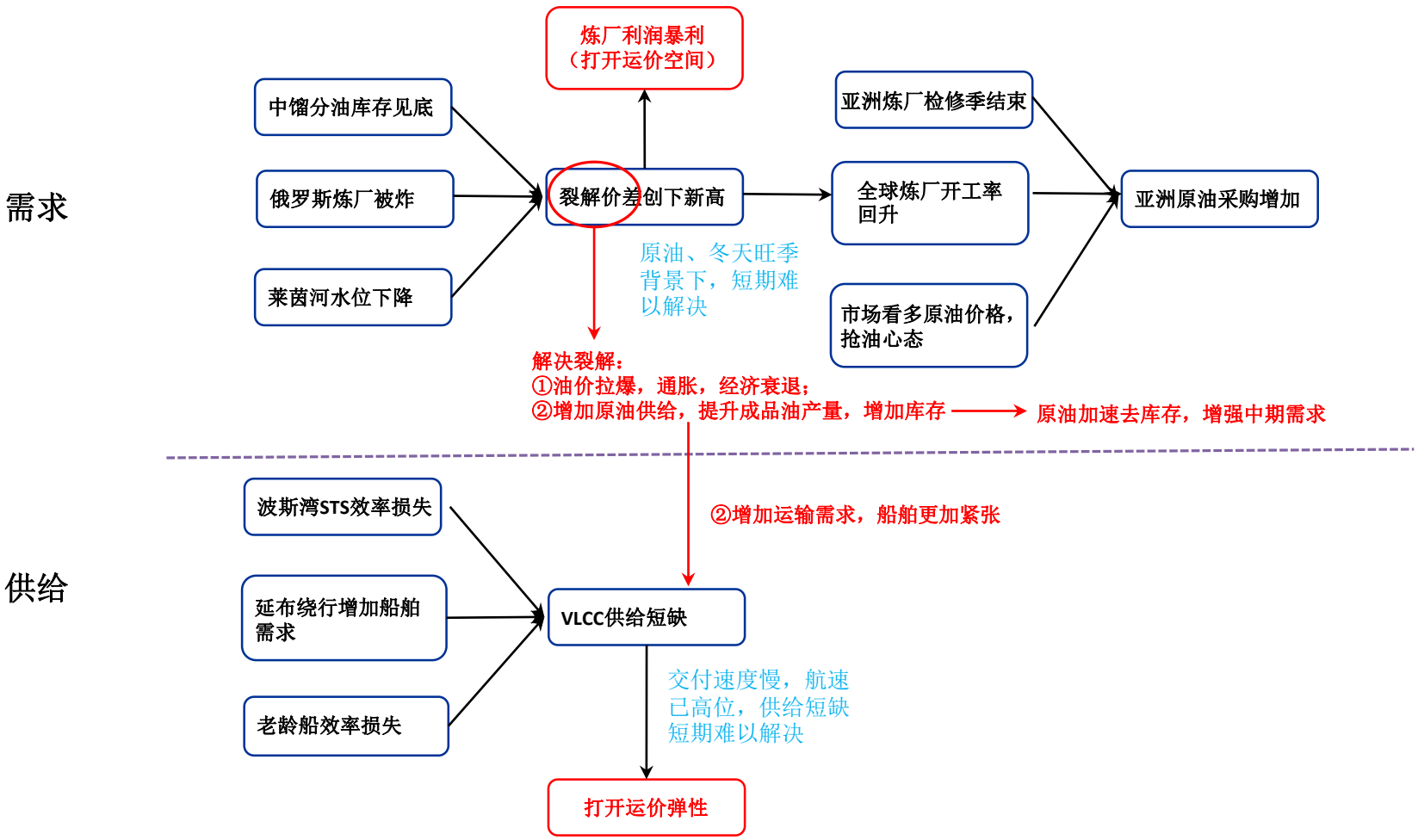
**四、扰动叠加效应**

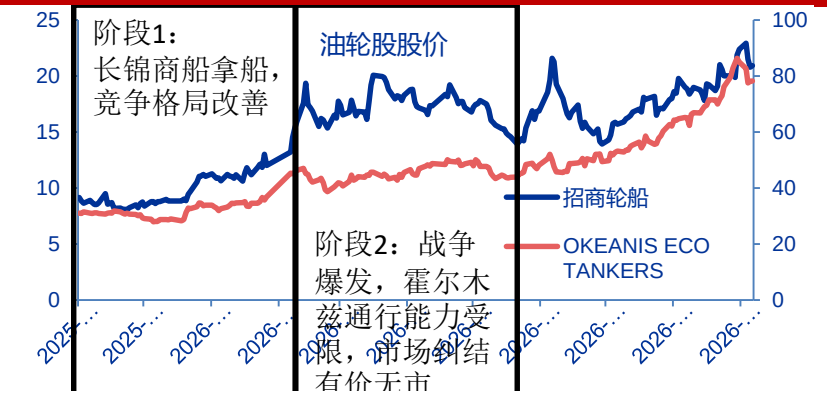
- 当前巴拿马运河扰动尚未回到 2023/24 年严重水平，但后续压力仍有上行空间。 全球航运本就面临其他关键航道瓶颈的冲击，巴拿马运河 + 厄尔尼诺带来的变化，潜在影响会被放大。

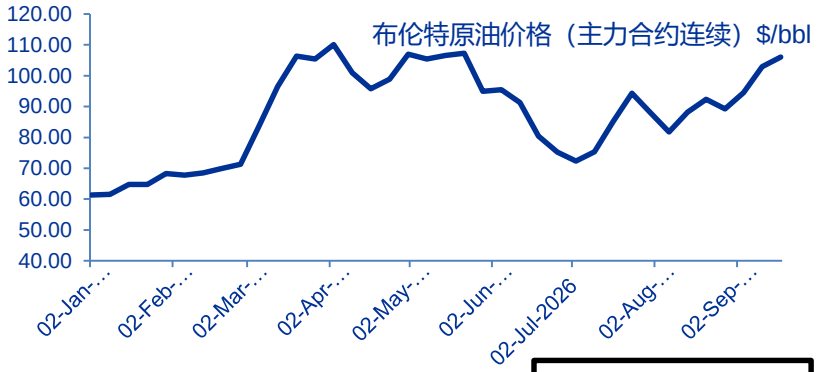
仅供内部参考，请勿外传！

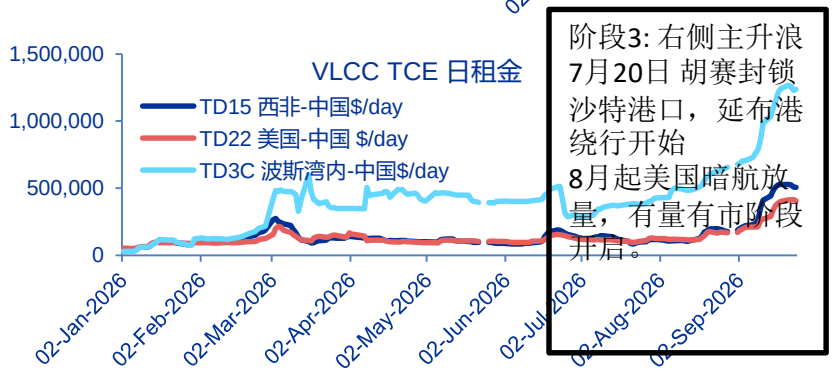
# 叙事3：地缘冲突，宗教纷争下的能源危机，油轮、炼化——逻辑链条

## 图：油轮、炼化核心逻辑传导



仅供内部参考，请勿外传！

# 能源危机：绝对库存水平决定油轮运价、甚至油价高度和持续性

- **宏观背景，通道受阻： 霍尔木兹海峡由于局势升级，海运物流严重受阻。**
  - 库存告急： 全球原油库存正经历创纪录速度的去库存，整体已跌破“100天需求量”的全球安全警戒线。
  - 供给缺口： 美、欧等国正大规模释放战略石油储备（SPR）以填补缺口，但商业与战略库存均降至历史低位。
- **高于安全库存 vs 低于安全库存的原油采购策略：**
- **情况 A：当前库存【高于/处于】安全库存**
  - 市场研判： 手中有粮，心中不慌。认为当前霍尔木兹海峡封锁是“暂时的”，预期未来会重开。
  - 采购方策略：
    - ✓ **观望与去库存（Drawdown）：** 优先消耗自身的高位库存或使用长协保障量，减少在现货市场的频繁采购。
    - ✓ **抗拒高溢价：** 拒绝在布伦特原油冲高（如 $100/桶）时“追高”买入，利用库存缓冲等待地缘政治溢价回落。
    - ✓ **结构性替代：** 积极寻找不通过霍尔木兹海峡的替代原油（如美洲、西非、北海等大西洋盆地原油）。
- **情况 B：当前库存【低于】安全库存（进入红色预警）**
  - 市场研判： “备胎”已干，断航期超预期延伸，面临停产或精炼产品供不应求的真实危机。
  - 采购方策略：
    - ✓ **不计成本的“强制补库”：** 放弃价格敏感度，在现货市场“追高”抢购，加剧国际油价和精炼利润率（Crack Spread）的飙升。
    - ✓ **供应链路线“强行改道”：** 强制要求买方/卖方改变物流路线（如走沙特东西输油管道绕过海峡）。接受因改道和运费飙升带来的极高溢价。
    - ✓ **战略储备（SPR）深度依附：** 联合政府深度依赖国家战略储备的定向释放，甚至游说政府实施“需求抑制”措施（如炼厂降负荷、限产）。
    - ✓ **极端防御性超额订货：** 陷入“越缺越买”的恐慌循环，不按 ROP 公式，而是按最大产能乘以最大延迟期（Over-ordering）进行非理性锁单。

仅供内部参考，请勿外传！

# 产业链视角:石化产业链利润激增流入大炼化及运输端

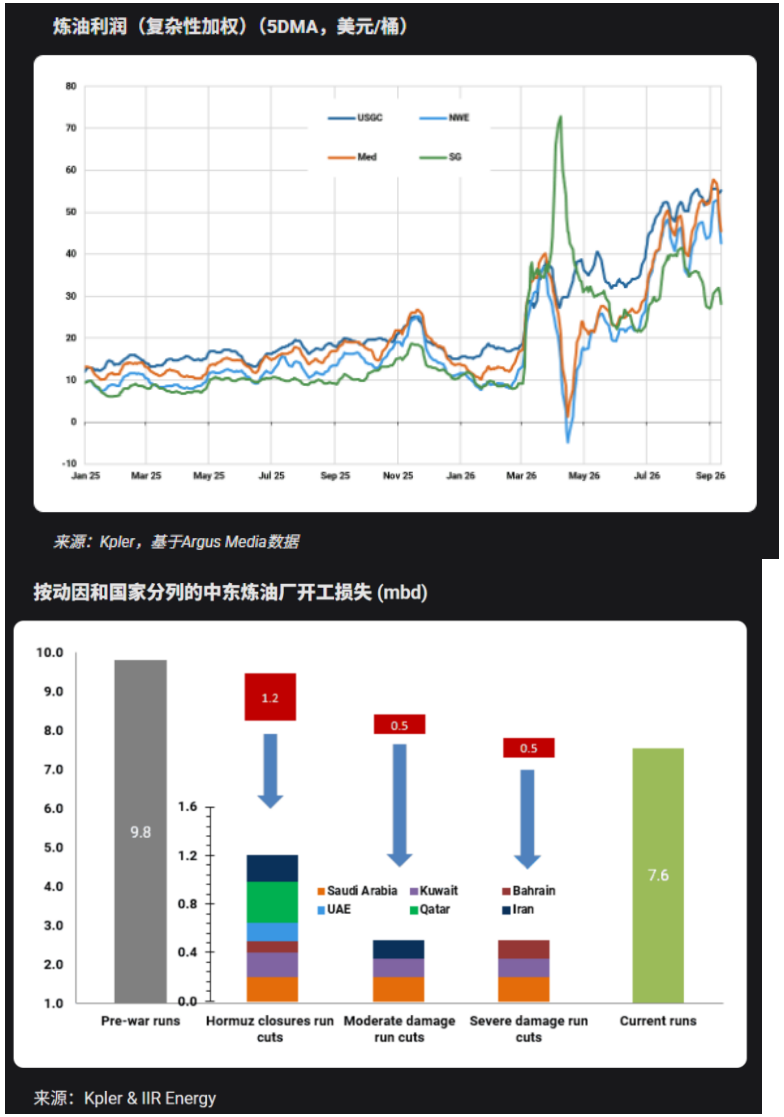
## 下游角度看持续性

- 裂解价差是下游炼厂炼油的利润。当前亚洲柴油裂解差69美元/桶、汽油33美元/桶；欧洲柴油裂解差85美元/桶、汽油37美元/桶；美国柴油裂解差95美元/桶、汽油40美元/桶，处于历史罕见高位，炼厂“炼一桶赚一桶”，对高运费接受度极强，只要裂解差维持，运价就有支撑。
- 裂解价差的持续性：欧洲冬季将切换冬标柴油，需求会更强，且柴油是欧洲车辆、农林牧渔、重工业的核心能源；俄罗斯成品油出口禁令预计将至少持续到2027年，该国炼厂已被炸损无法恢复生产；2026年欧洲遭遇厄尔尼诺高温，海水冷却效率下降导致炼厂开工率不足，成品油供需缺口将长期存在。

## 当下的石油市场支持油运形成一轮强度可观的景气周期

- 油价： 短期看地缘，中期看库存，长期看产量。油运看原油的产量和运距→吨海里。
- 全球原油及成品油库存已耗尽缓冲，当前处于库存警戒阶段：欧洲、印度、韩国炼化裂解差持续高位，炼厂生产动力充足，炼厂炼油利润极高，并不在乎运费。阿曼湾外原油现货价格110美元/桶，运费79万美元/天→单桶运费21美元，占货值19%。商品价格暴涨容易引发经济衰退，但是运价暴涨并不会引发经济衰退。大宗商品海运需求没有价格弹性！
- 全球原油补库存是由VLCC的富余运力决定的，如果没有富余VLCC，那么全球原油库存不可能上升。现在还在去库存阶段，补库存周期尚未开始。裂解差至少1-2年内难以回到美伊战前20美元/桶的水平，成品油补库周期非常漫长（原油加工量-成品油消费量=补库）。

**图：战争影响炼厂产能损失，炼厂利润提升**



仅供内部参考，请勿外传！

# 波斯湾暗航效率损失

- 波斯湾暗航出货约700-900万桶日，**出湾+STS效率较为低下，耗时7-20天不等，甚至部分湾外2-3次过驳。**
- **波斯湾-亚洲的单程时间由原先的20-25天，拉长至30-50天不等。船舶效率明显下降，占用大量VLCC运力。**




**Bahamas Prosperity**
Ocean Loyalty
Dht Leopard
1,086,005
Basrah Med.
SOMO

Al Basrah
30 Aug 2026

FOB
SOMO | N/A

8月29日Bahamas Prosperity开始装货
8月30日Bahamas Prosperity装完货物离开港口
9月14日Bahamas Prosperity与Ocean Loyalty过驳
9月15日完成过驳
9月17日凌晨Ocean Loyalty与Dht Leopard过驳
9月17日夜间完成过驳
湾内→湾外+过驳，历时19天。

**Sweden Prosperity**
Gulf Sunrise
1,999,996
Shaheen
Market

FSO Qatar Petroleum Al Sha...
22 Aug 2026

QatarEnergy | TotalEnergies | N/A
Sinopec

Qingdao Huangdao
4 Oct 2026 AIS

8月21日Sweden Prosperity开始装货
8月22日Sweden Prosperity装完货物离开港口
9月9日Sweden Prosperity与Gulf Sunrise过驳
9月9日完成过驳
预计10月3日Gulf Sunrise抵达青岛黄岛
预计10月6日完成卸货。
湾内→湾外+过驳→亚洲卸货，单程历时47天。

**Al Riqqa**
Maran Thaleia
2,000,003
Kuwait
Market | Port

Mina Al-Ahmadi
22 Aug 2026

KPC | N/A | FPCC

FPCC Mailiao Refinery
13 Sep 2026

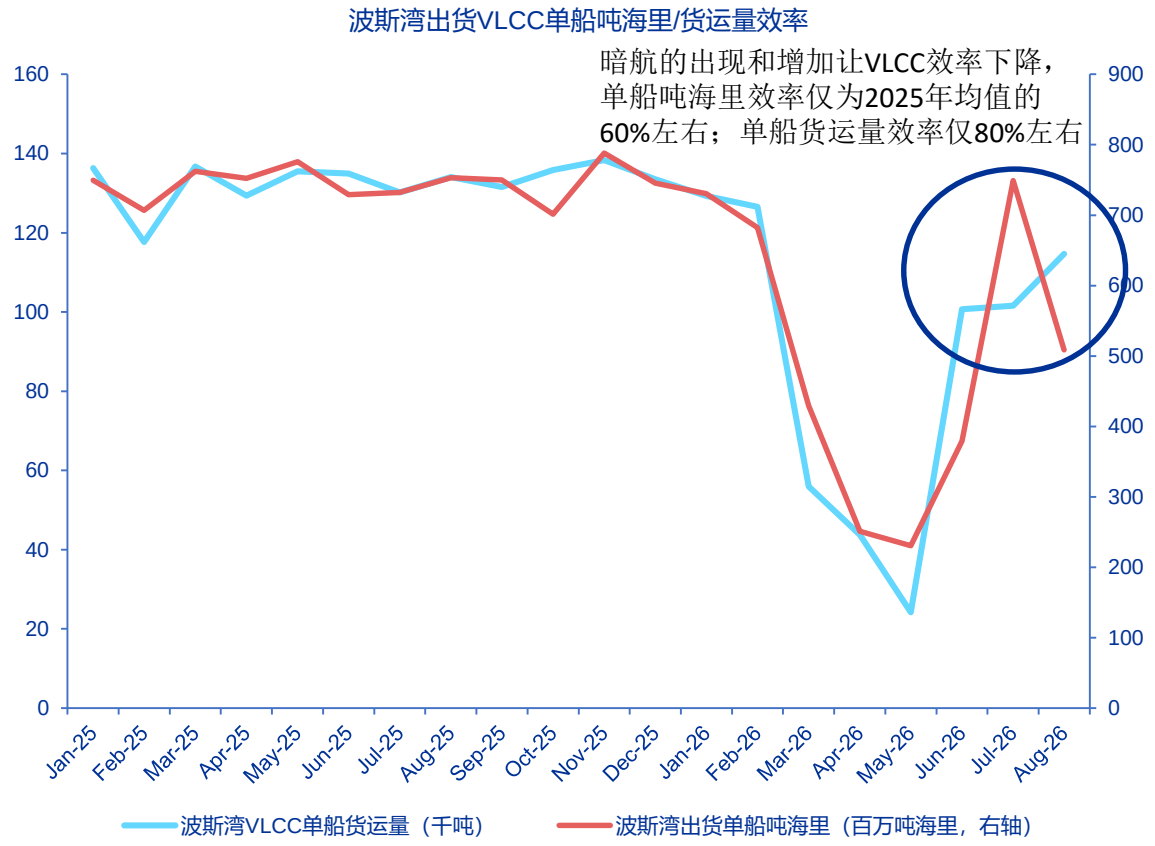
8月16日Al Riqqa抵达港口，准备装货
8月22日Al Riqqa装完货物离开港口
8月25日Al Riqqa与Maran Thaleia过驳
8月26日完成过驳
9月13日Maran Thaleia抵达中国台湾卸货
月日完成卸货。
湾内→湾外+过驳→亚洲卸货，单程历时31天。


资料来源：Kpler（海运贸易数据平台），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 波斯湾暗航效率损失

- **暗航的出现和增加让VLCC效率下降，单船吨海里效率仅为2025年均值的60%左右；单船货运量效率仅80%左右**
- 波斯湾2025年VLCC平均出货量约1300万桶日，单月需400-420艘VLCC。今年8月波斯湾VLCC出货量约560万桶日，等比例计算约需要VLCC油轮175艘左右，实际8月波斯湾VLCC出货使用船舶210艘左右，**较理论上增加约30-35艘，增加20%船舶需求。**




**图：各种 STS 方案下所需的 VLCC 数量**

- Kpler分析表示，**Gulf of Oman的STS 运力正接近其实际极限**，富查伊拉和苏哈尔的岸基支持服务据称已达到或接近满负荷运行。如果情况属实，MEG 出口的进一步增长可能将越来越多地被推向其他 STS 地点。**潜在可能地区包括印度西或者东南亚地区（比如马来西亚等）。**随着短驳距离增加等，印度西/马来的STS或需要更多船舶。

| Scenario | Turnaround time (days) | Transits/month/ vessel | Implied monthly export capacity per VLCC (mbd) | VLCCs need for a 3Mbd rise in Saudi Exports out of MEG |
|---|---|---|---|---|
| GoO Total *observed | 16.7 | 1.8 | 0.12 | 25 |
| WCI Scenario | 20.9 | 1.5 | 0.09 | 32 |
| Malaysia Scenario | 38.5 | 0.8 | 0.05 | 58 |

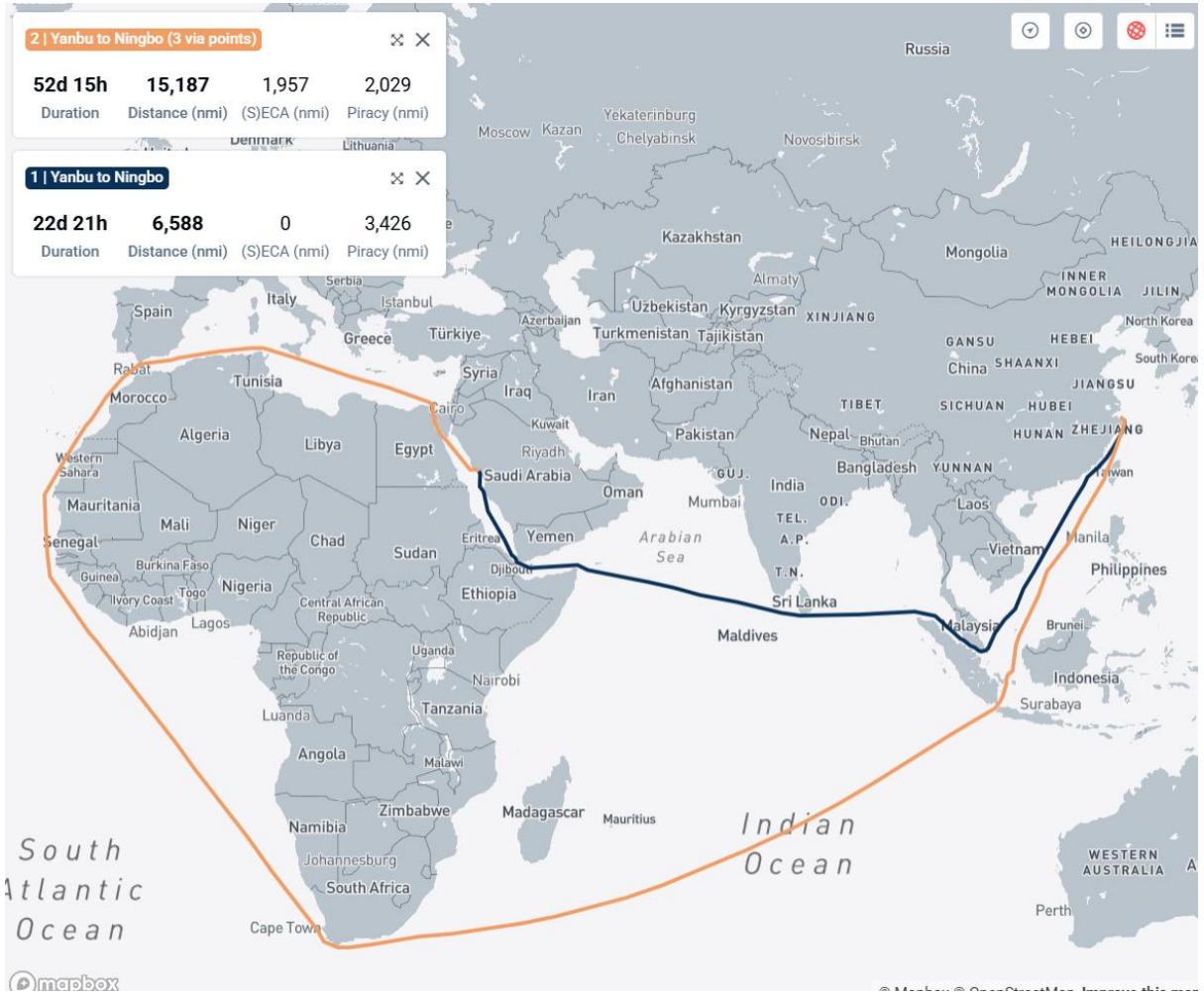


资料来源：Kpler（海运贸易数据平台），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 油轮——延布绕行吸收运力

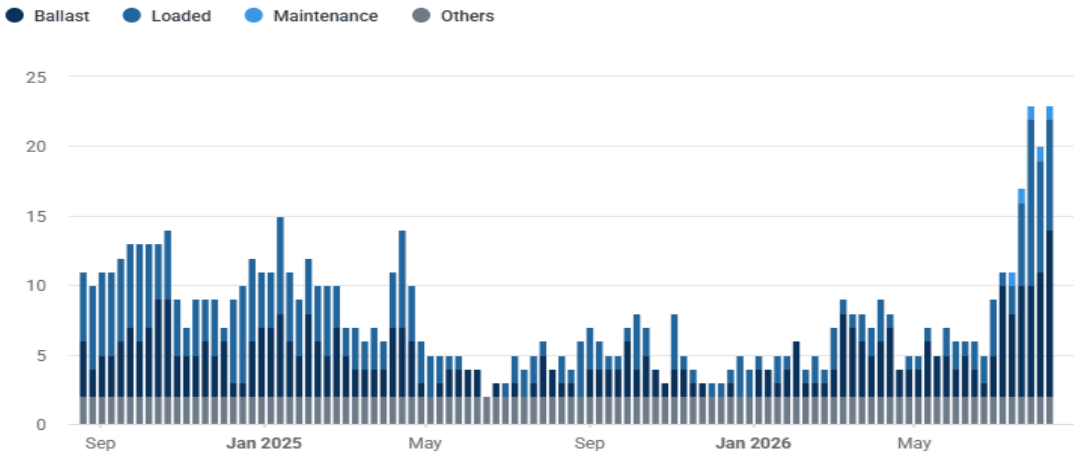
**图：Yanbu港口出货路径**




- **方案一：延布港-苏伊士运河-地中海-好望角-亚洲路线，**全程15000海里（延布港-曼德海峡-亚洲航程6600海里）。
- **方案二：延布原油-欧洲，欧洲减少西非美湾原油进口，西非美湾原油转向远东**，则美湾-远东12000海里。

- Yanbu出货100万桶日，**全球VLCC吨海里增加4%-6%**；
- Yanbu出货200万桶日，**全球VLCC吨海里增加8%-12%**；
- Yanbu出货350万桶日，**全球VLCC吨海里增加13%-21%**

**图：地中海VLCC部署增加15-20艘**





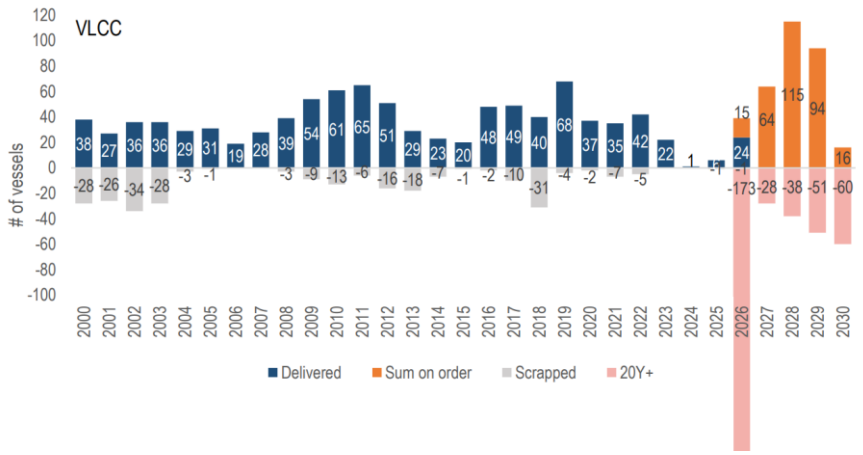

资料来源：Kpler（海运贸易数据平台），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 油轮供需平衡表——维持现状船舶成为瓶颈，海峡放开供需仍大概率紧缩

- **假设海峡维持现状：运有多少船运多少油，原油轮成为原油生产、运输、炼化、消费产业链瓶颈，产业链上下游利润向油轮转移**
  - 暗航+延布绕行，中东出口VLCC效率下降20%以上。战争爆发前波斯湾需要410艘VLCC，按照20%以上效率损失，至少需要额外82艘船。
  - VLCC15年以上老船396艘，被制裁运力167艘，新船订单304艘无法弥补制裁及老龄化船队
- **假设海峡恢复正常：26-27年VLCC供需大概率继续紧缩**
  - 供给：只考虑未来船队交付计划，船队增速4.1%和7.0%。考虑船龄效率损失情况下，2026-2027年“有效运力”增速分别为0.7%和4.5%。
  - 需求：补库存+战略储备+黑切白。（1）库存补回2026年美伊冲突前水平，需求增加7.4%。（2）中长期战略储备库存增加：1.3%-2.5%每年；（3）结构性变化：①俄乌停火增加2.8%；②委内增加3.7%+伊朗油合规化增加4.7%，考虑部分供给转回供给+3.1%，则净需求增加5.3%

**图：VLCC船龄结构**




**图：VLCC供需平衡测算表**

| | | | 2026 | 2027 |
|---|---|---|---|---|
| 供给 | 情境1 | 按交付计划算 | 4.1% | 7.0% |
| | 情境2 | 考虑船龄效率 | 0.7% | 4.5% |
| | | | | |
| 需求 | 全球原油补库 | 回到美伊冲突前 | | 7.4% |
| | 中长期战略补库 | 3年达到2020年最高 | | 1.3%-2.5%每年 |
| | 结构性变化2 | 俄乌2.8% | | 2.8% |
| | 结构性变化3 | 伊朗油合规化4% | | 5.3% |



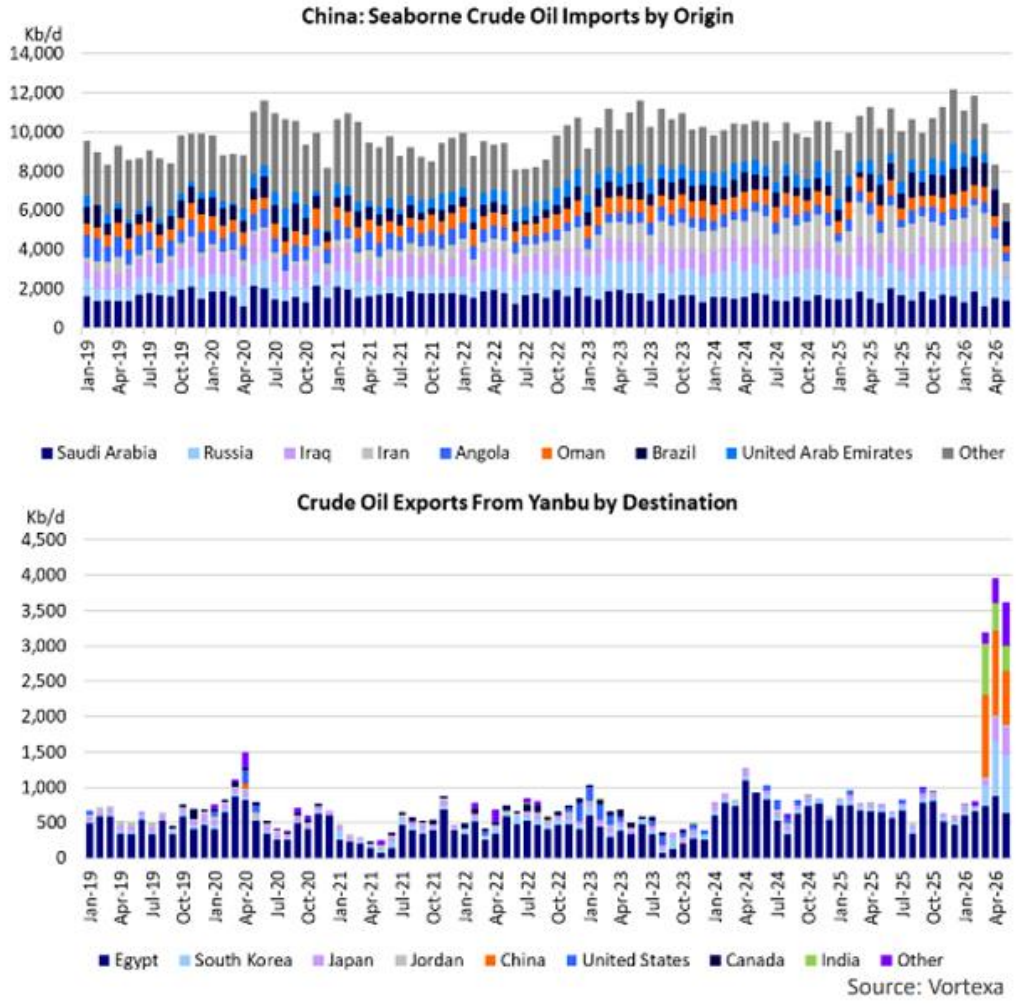
资料来源：Kpler（海运贸易数据平台），Clarksons，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 中国视角：依靠储备原油进口减少降低全球压力

- **主动降进与市场减震：**
  - 进口量从约1100万桶/日主动调降至650万桶/日，降幅达450万桶/日。此举不仅抑制国际油价非理性上涨，更稳定了国内供应，成为全球能源市场的“减震器”。
- **库存缓冲：构建安全垫**
  - 利用12-14亿桶的庞大石油储备作为市场“缓冲垫”，有效平滑价格波动带来的冲击，保障能源安全底线。
- **中国进口多元化：重塑各类油轮需求**
  - 现状：海峡停运期间沙特改从延布港出口原油，中国成为直接受益国。
  - 未来采购转向（利好不同船型）
  - 加大巴西、圭亚那、美国、西非（大西洋区域）原油进口 → VLCC 超大型油轮受益；
  - 增加加拿大（温哥华）原油采购 → Aframax 阿芙拉型油轮受益。
- 中长期（1~ 数年）：**油价 & 油轮需求具备支撑**
  - EIA 预测：2026 年全球原油日均去库存 850 万桶；
  - 战后全球补库需求 9.5~12 亿桶，补库周期长达数年；
  - 补库带动海运需求上行，海峡恢复通航依旧带来原油贸易结构性增量

**图：中国原油进口数量、成品油出口**






资料来源：Poten Partner(柏腾)，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 美国视角：消耗自身库存和豁免法案政策化身全球“缓冲器”，从而缓解了全球能源危机

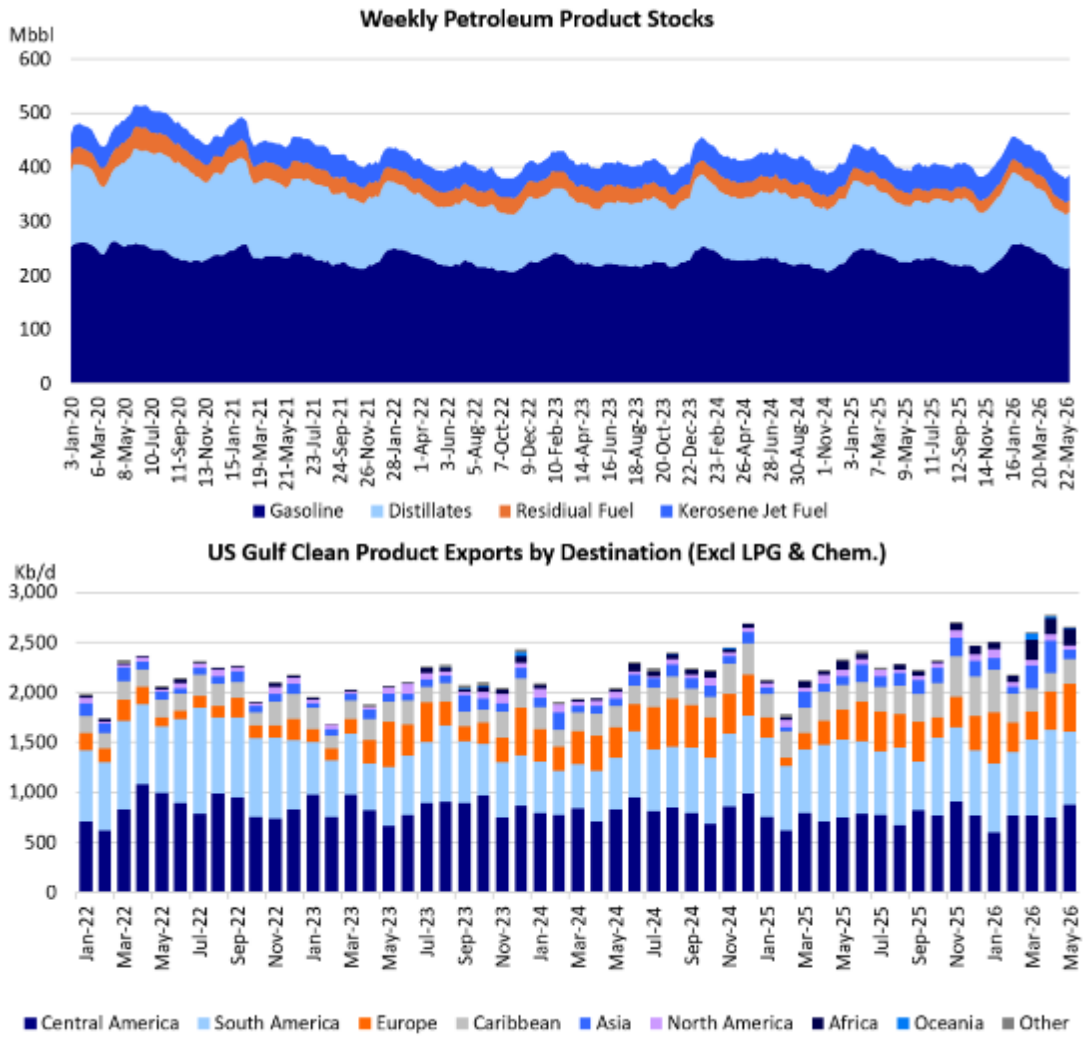
## 美国作为全球“缓冲器”的独特角色

- 逆势增加出口：与其他国家不同，美国炼油厂利用激增的炼油利润率和创纪录的产品价格，大幅提高了开工率并增加了成品油出口，成为全球成品油的边际供应商。
- 库存大幅消耗：由于出口增长快于炼油开工率的增长，美国的石油产品库存（不含液化石油气）从 2 月底的 7.32 亿桶锐减至 5 月 29 日的 6.74 亿桶（减少了 5830 万桶）。不过，由于美伊冲突前库存较为充足且存在冬季需求的季节性积累，目前美国仍有充裕库存。
- 政策法案助推：美国《琼斯法案》的豁免允许外国籍船只（临时）在美国港口之间运输原油和成品油，这使得因当地炼厂关闭而依赖亚洲进口的加利福尼亚州，能够通过外籍船只从美国墨西哥湾“进口”成品油，进一步拉动了海运需求

## 全球贸易流向的转变

- 开拓新市场：美国在维持对中南美洲（墨西哥、巴西、智利等）传统客户出口的同时，大幅增加了对欧洲和亚洲等受海峡关闭影响严重地区的供应。
- 远距离输送：美国成品油近期甚至被运往澳大利亚、土耳其和纳米比亚等极为遥远的目的地，而这些国家此前通常依赖中东或亚洲的供应。

图：美国成品油出口情况




Sources: EIA; Vortexa



资料来源： Poten Partner(柏腾)，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

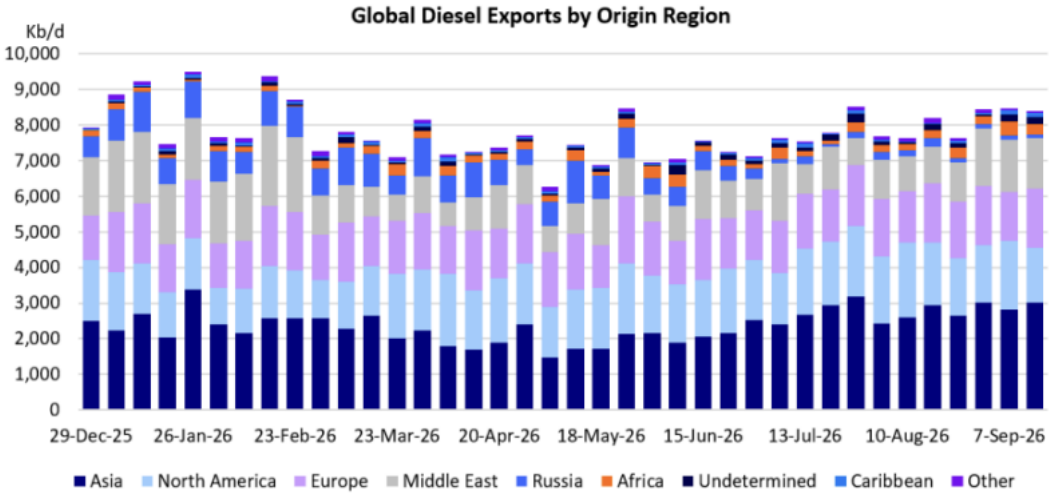
# 美国柴油进口禁令或称为新一轮油轮催化

## 一、出台禁令的现实政治背景

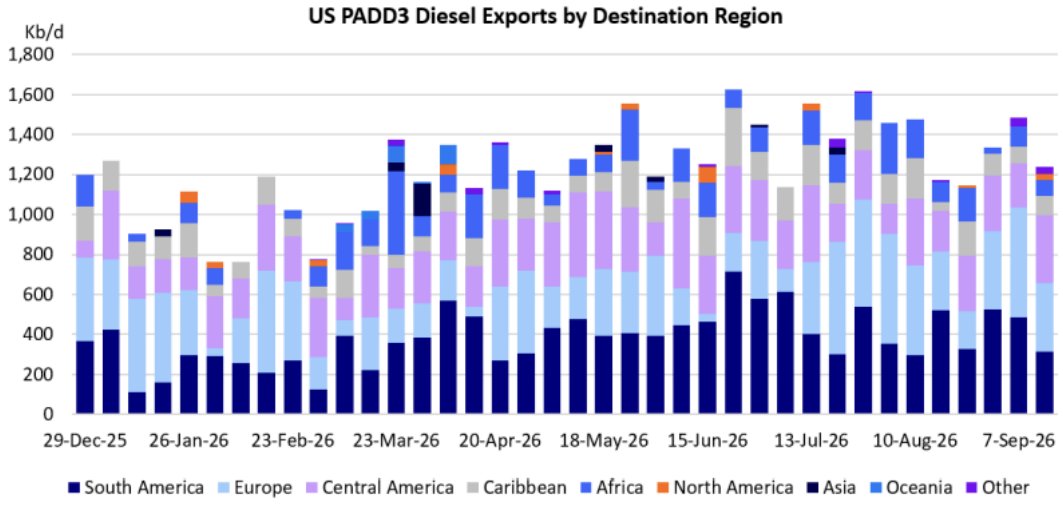
- 美国柴油零售均价已达6.50 美元 / 加仑；一个月前 5.62 美元 / 加仑，去年同期仅 3.69 美元 / 加仑，价格大幅飙升。
- 距离 11 月 3 日美国中期选举不足六周，高燃油价格成为政治压力，政客讨论推出为期 90 天的临时柴油出口禁令，以此回应选民对高油价不满。

## 二、禁令将会推升原油轮需求，推升裂解价差

- 原油轮市场
  - ✓ 美国炼厂降开工，美国原油出口增加；布伦特 / WTI 价差走阔，WTI 原油出口吸引力提升。
  - ✓ Aframax 油轮更多承担美国原油运往欧洲的运输；VLCC 增加美国原油发往亚洲的货量。
- 临时柴油出口禁令可以压低美国本土柴油价格，但代价是全球柴油市场剧烈扰动，还会间接推高美国国内汽油、航煤价格。
- 贸易流向重构：欧美拉美进口来源由美国转向亚洲，加剧亚洲成品油货源竞争。
- 油运市场会出现阶段性分化：禁令前夕美湾成品油轮运价冲高；禁令实施后美湾成品油轮走弱、亚洲远程成品油轮走强，同时带动美国原油出口，利好原油轮。




Source: Vortexa

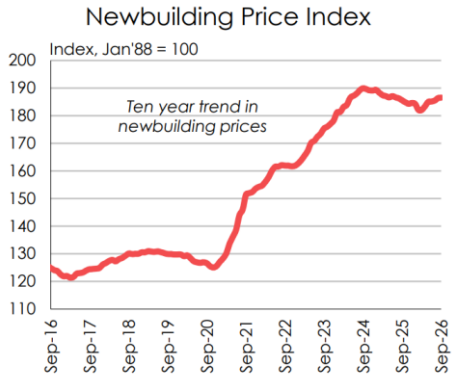


仅供内部参考，请勿外传！

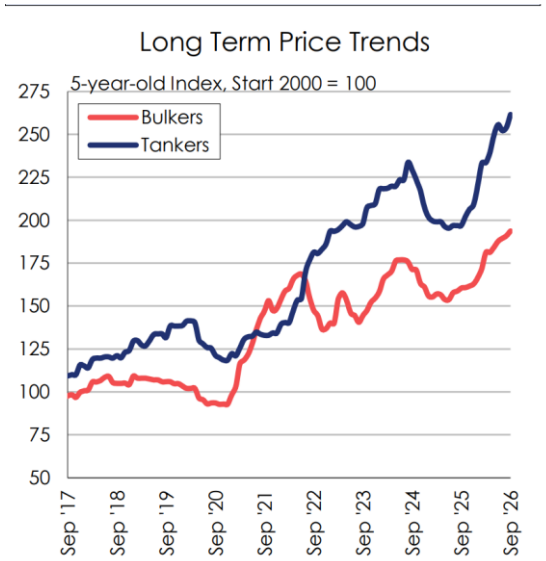
# 二战后的航运周期：长周期取决于造船产能周期，中周期看航运上下游利润

- **脱离传统船舶航运周期框架的核心假设变化：瘟疫、战争、气候、政治环境、全球化进程、技术革命**
  - 全球化趋势配套的**基础设施**与逆全球化**贸易流**之间的**矛盾带来新增机会。**数字化、自动化革命下**越高效但越脆弱**的供应链，面临瘟疫、战争等干扰，**地缘政治变化**（苏伊士运河关闭、俄乌战争能源品运距拉升）
  - 复盘2020-2024，供应链混乱对海运供需差的影响远大于单纯的GDP增速驱动的海运贸易量预期。全球供应链效率下降对交通运输仓储的需求增加未被充分挖掘
- **资产定价并非单纯产能利用率决定：交运作为产业链上下游利润一环节，景气度与通胀密切相关**
  - 交通运输资产价格、运费、盈利=**产能利用率**（需求定价or成本定价）*__竞争格局__*__上下游利润__（挂钩通胀）*政策端（价格管控、壁垒）
  - 快递与电商平台、油轮估值与炼厂利润、船价与商品通胀、航空与消费
  - 自上而下梳理，铜、铝、金、银、油、期租租金、运价、二手船价、新造船价具备通胀传导的高相关性
- **长周期（供给20年大周期）：船舶资产是否处于需求边际定价；船厂产能不足与船队老龄化的矛盾决定方向 2021-2038大周期向上**
  - 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。船厂产能是08-11年高峰的70%，船队保有量是08-11年的2倍。
  - 核心数据：新造船价格、船厂产能，推荐中国船舶、苏美达、中船防务H，关注ST松发，扬子江
  - 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3-5年库存周期）：需求边际定价阶段，周期高度取决于商品区域价差与上下游利润，与地缘高度相关**
  - 长周期船舶更新周期上行阶段，产业链利润传导下，中周期各子行业景气度、库存水平、通胀预期影响运价和资产价格
  - 商品库存周期（海峡通行后原油补库，西芒杜投产铁矿石有望进入补库），上游需求景气度（钢厂利润对应干散货运费上限，供给格局优化、化工裂解价差对应油轮弹性），疫情、战争带来商品区域价差拉升（成品油裂解价差，原油区域价差与运价高度相关）
  - 对应数据：期租租金、二手船价格、PPI商品通胀预期，推荐招商轮船、中远海能，关注海通发展、太平洋航运
- **短周期（季节性，干散、油轮季节性）:最旺的月份货量是最淡的月份呢的1.2倍以上，淡旺季不规律，需要更多冗余产能**
  - 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，年底春节淡季需求叠加南美雨季铁矿出货下降进入淡季，春节后反弹。油轮Q3为淡季，Q4旺季后回落，春节后反弹，北半球夏季高温炼厂检修驱动。
  - 对应数据：现货运价价格，季节性波动影响情绪
- **当前阶段：新造船价高位运行，二手船随商品共振，淡旺季不规律需求可预测性下降，对船舶冗余产能需求增加**

**图：新造船价格高位运行**




**图：二手船价格与商品通胀衰退周期共振**






资料来源： Clarksons（克拉克森数据库），Drewry（英国伦敦海运咨询机构德鲁里），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 二战前的航运周期：与大国博弈高度相关，围绕“维也纳体系”建立与破碎

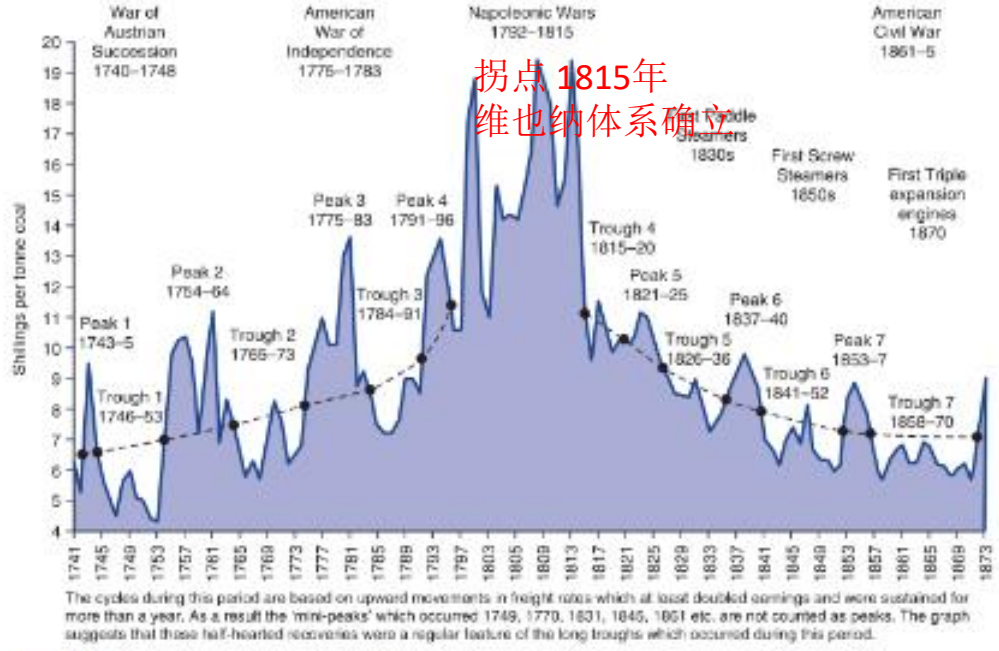
- **乱纪元：1815年前，英国、荷兰、法国旗下的东印度公司争夺世界霸主，代理人战争、皇家海盗干扰贸易运价中枢上行**
- **恒纪元：1815年英国确立世界霸主，运价处于下行通道**
- **乱纪元：一战前维也纳体系破碎，英国霸主地位衰落，运价进入上行通道**

荷、英、法争夺海上霸权，周期上行“乱纪元”主导，航运物流决定战争成败文明兴衰

后”维也纳体系”时代，英国成为世界霸权，世界偏向秩序的“恒纪元”运价中枢回落

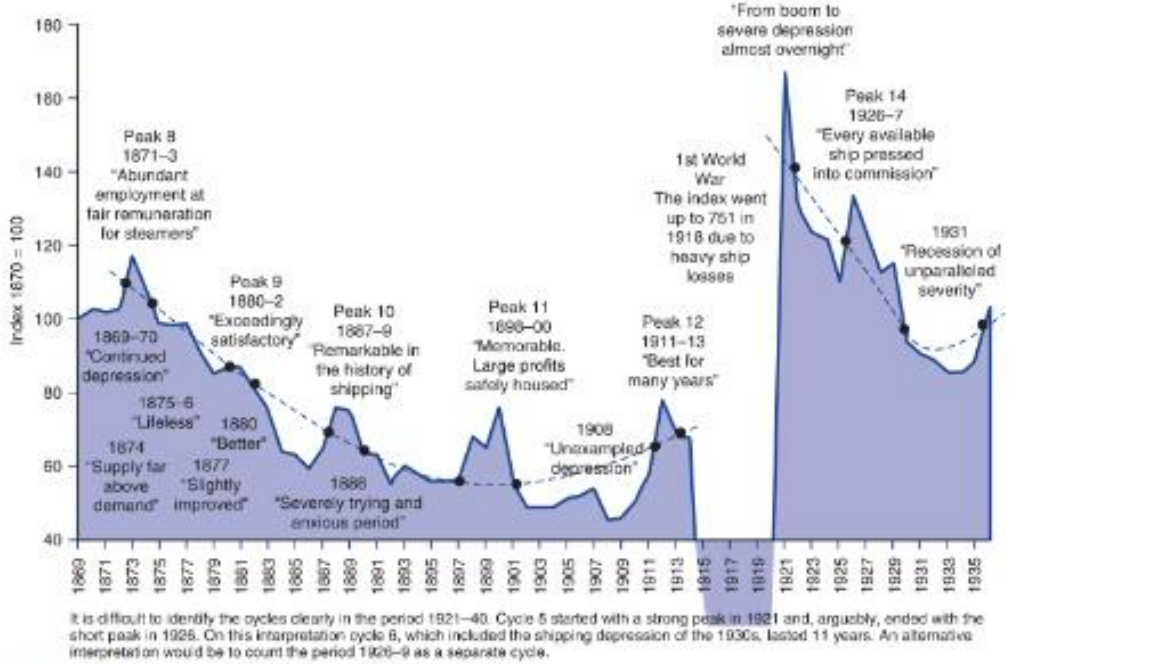
一战前 维也纳体系破碎，乱纪元运价中枢新高

**图：1741年以来航运周期复盘**




The cycles during this period are based on upward movements in freight rates which at least doubled earnings and were sustained for more than a year. As a result the 'mini-peaks' which occurred 1749, 1770, 1831, 1845, 1851 etc. are not counted as peaks. The graph suggests that these half-hearted recoveries were a regular feature of the long troughs which occurred during this period.

**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




It is difficult to identify the cycles clearly in the period 1921–40. Cycle 5 started with a strong peak in 1921 and, arguably, ended with the short peak in 1926. On this interpretation cycle 6, which included the shipping depression of the 1930s, lasted 11 years. An alternative interpretation would be to count the period 1926–9 as a separate cycle.

**Figure 3.8**
Tramp shipping market cycles, 1871–1937
Source: Compiled by Martin Stopford from various sources



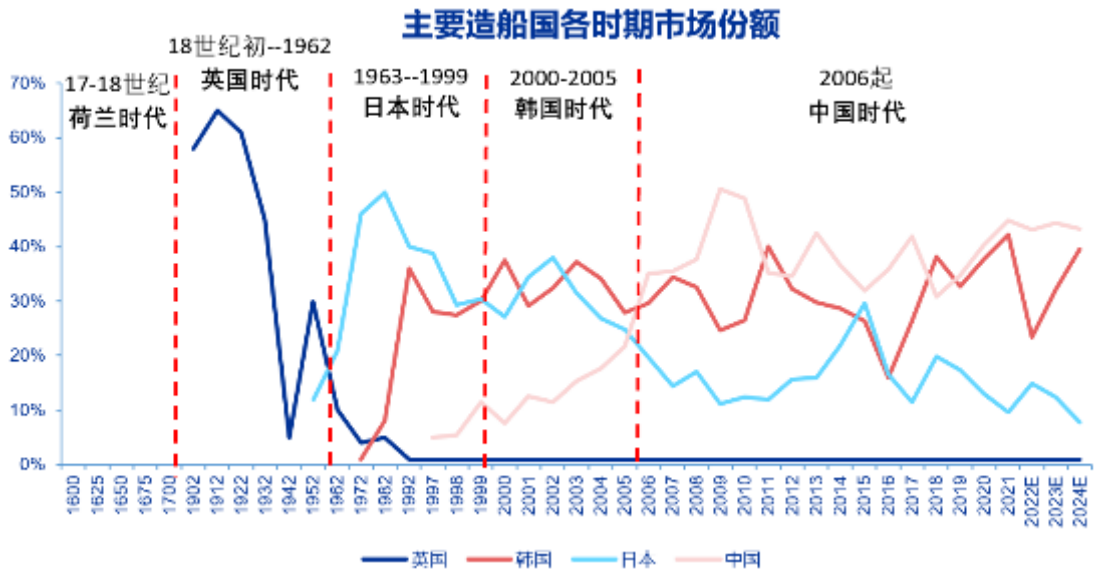
资料来源：Maritime Economics3E （海洋经济学），Clarksons（克拉克森数据库），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 大国崛起与造船份额密切相关

- 全球约有30个国家拥有造船产业，16世纪至2021年，全球造船业历经巨大变迁，先后历经了“荷兰时代”、“英国时代”、“日本时代”和“韩国时代”，核心造船区位由欧洲-地中海地区移至东亚，船厂经营策略也由过国内订单依赖转变到出口导向。航运造船业的蓬勃发展是国家实力的助推器，助力一个个国家走向鼎盛。
- 2006年起，中国船厂市场份额超越韩国，中国成为全球造船业新晋执牛耳者，“中国时代”开启。**在2016年航运周期触底反弹后航运公司资产负债表持续修复5年后的今天，随着产能替代周期的临近，碳中和影响下船舶动力技术以及能源燃料的变革，我们有幸站在造船新周期起点上，以造船业视角，见证中国崛起、壮大、走向鼎盛。**

**图： 全球主要造船国各时期市场份额**






资料来源：Clarksons（克拉克森数据库），Bloomberg，Ray Dalio（瑞·达利欧），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 拿破仑战争-维也纳体系建立，英国成为世界霸主是18世纪航运地缘周期拐点，本轮中美博弈可以参考

- **1600 - 1763年：重商主义与“全球贸易网的编织”核心特征：特许公司崛起、海上马车夫轮替、英法七年战争。**
- **博弈主线：荷、英、法三国内卷，争夺全球贸易垄断权。历史复盘：**
  - 1600年前后，英国东印度公司（1600）和荷兰东印度公司（1602）相继成立，全球化进入“国家背书的商业武装扩张”时代。
  - 17世纪上半叶是荷兰的天下（海上马车夫），但随后英国通过三次《航海条例》和英荷战争将其击败。
  - 最终在 **1756-1763年的“七年战争”** 中，英国击败法国，确立了全球海洋和殖民地的绝对霸权。这一阶段的全球化是“重商主义”的，靠的是大炮、奴隶贸易、香料和白银流向亚洲。
- **1763 - 1815年：帆船时代的动荡与“双元革命”核心特征：技术从帆船向蒸汽过渡的蓄力期；政治上迎来大革命时代。博弈主线：英法终极决战（拿破仑战争），地缘政治剧烈震荡。**
  - 我们可以看到运价的几次巨大峰值：
    - ✓ **Peak 3 & 4 (1775-1783 / 1791-1796)**：对应美国独立战争和法国大革命爆发。
    - ✓ **最高峰 (1800-1815)**：**拿破仑战争时期。** “拿破仑战争是欧洲战争最激化的阶段，运价创新高”。英国的“大陆封锁令”与拿破仑的逆向封锁，让海上运输风险飙升，运价暴涨。
- **全球化表现：战争虽然中断了正常贸易，但战争结束后（1815年维也纳体系确立），英国彻底清除了欧洲大陆的对手，成为唯一的全球超级大国。**

仅供内部参考，请勿外传！

# 维也纳体系确立，世界重回秩序

- **维也纳体系（Vienna System）是1815年拿破仑战争结束后，由欧洲列强在维也纳会议上共同建立的一套国际政治与外交秩序。它不仅深刻影响了19世纪的欧洲格局，也为现代国际关系中的“大国协调”提供了雏形。**
- **一、 建立过程：从战乱到重构**
  - 维也纳体系的建立并非一蹴而就，而是通过一系列复杂的谈判与妥协形成的
  - 背景：拿破仑战争的终结 拿破仑帝国瓦解后，欧洲各国急需解决因法国大革命和拿破仑战争导致的领土变动、王朝复辟以及政治混乱问题。
  - 核心力量：维也纳会议（1814年9月—1815年6月） 这是近代史上第一次由欧洲大国参加的国际会议，核心力量是所谓的“五大国”：奥地利（梅特涅主导）、英国（卡斯尔雷主导）、俄国（亚历山大一世主导）、普鲁士和战败的法国（塔列朗主导）。
- **核心原则**
  - **正统主义（Legitimacy）：** 恢复被法国大革命推翻的旧王朝及其统治秩序（如波旁王朝复辟）。
  - **势力均衡（Balance of Power）：** 重新划分领土，确保没有任何一个国家（尤其是法国）能再次主宰欧洲，防止单一霸权的出现。
  - **补偿原则：** 在领土调整中，确保各战胜国之间利益的平衡。
- **机制确立：**神圣同盟与四国同盟 为了维护这一秩序，各国签署了《神圣同盟》（宣扬基督教伦理，镇压革命）和《四国同盟》（以武力维护欧洲现状），并在之后形成了“欧洲协调”机制，**即通过定期的国际会议来协商解决争议，而非直接发动战争。**
  - 避免了全欧性大战： 维也纳体系确立后的约100年内（直到1914年第一次世界大战爆发前），欧洲没有爆发类似于拿破仑战争那样的全面大冲突。
  - 外交先行： 它首创了“会议外交”模式，确立了通过大国谈判协商来处理地区问题的原则，这对现代联合国的国际协调机制产生了启示。
- **航运市场影响：维也纳体系确立，欧洲战争风险下降，重回秩序，波动率下降，交通运输、航运业从“动荡护航”回归至“供应链化”**

仅供内部参考，请勿外传！

# “一战”前维也纳体系解体，航运周期低迷后创新高

- **1815 - 1870年：英国治下的和平（Pax Britannica）与工业全球化。核心特征：第一次工业革命成果全球扩散，自由贸易取代重商主义。博弈主线：英国一超独霸，用“工业品-原材料”剪刀差剪羊毛。**
  - 从1815年到1870年，**全球运价总体呈现震荡下行的趋势。**
  - 为什么战争少了，运价跌了？ “First Paddle Steamers (1830s)”、 “First Screw Steamers (1850s)” 。**蒸汽机和明轮/螺旋桨技术的引入，以及铁甲船的出现，让航运成本断崖式下跌。**
  - 期间虽有扰动（如1861-1865年美国内战导致棉花危机，运价小幅回升），但技术进步带来的运力过剩成为了主旋律。
  - 全球化表现：这是英国的黄金时代。英国废除了《谷物法》，推行自由贸易，通过坚船利炮打开了包括中国（鸦片战争）在内的亚洲市场，全球商品市场真正连为一体。
- **1870 - 1914年：第二次工业革命与“帝国主义瓜分狂潮”。核心特征：内燃机与电气时代；美德强势崛起，英国相对衰落。**
- **博弈主线：多强并立，新老帝国主义对全球势力范围的重新瓜分。**
  - 1870年后，航运完全进入蒸汽时代。
  - **1873-1896年**：由于第二次工业革命生产力大爆发，产能严重过剩，导致全球性的通货紧缩和航运低迷。
  - **1900-1914年**：随着资本输出和帝国主义对殖民地的瓜分完毕，矛盾白热化。1911-1913年运价开始快速冲高，紧接着就是**1914-1918年的第一次世界大战**，运价由于潜艇战和商船大量被击沉而冲向历史罕见的高峰。
- **全球化表现：这一阶段是“不可逆的全球化交织”。电报、铁路、金本位制将全球金融和信息连在了一起。但这种全球化带有强烈的侵略性，最终由于德、美等新兴大国与英、法等老牌帝国的利益分赃不均，直接导向了一战。**

仅供内部参考，请勿外传！

# 25年底航运资产呈现MACD金叉：二手船价从下向上穿越新造船价格

- **2025年11月我们外发的2026年度策略指出，二手船价指数与新造船价格指数同样的技术形态出现过四次：三次呈现超级周期行情**
- **本次交叉出现后，ST松发、招商轮船、中远海能涨幅超过60%，再次验证**
  - 2003年（船厂产能不足，新船订单占运力比较低）：中国远洋、中国船舶、美股Frontline
  - 2009年（订单运力比50%）假突破：新造船2011-2012年交付，趋势结束
  - 2021年：中国船舶、中远海控大涨。
  - 2025年：信号再次出现，航运船舶板块值得重视

**图：二手船价从下向上穿越新造船价格**

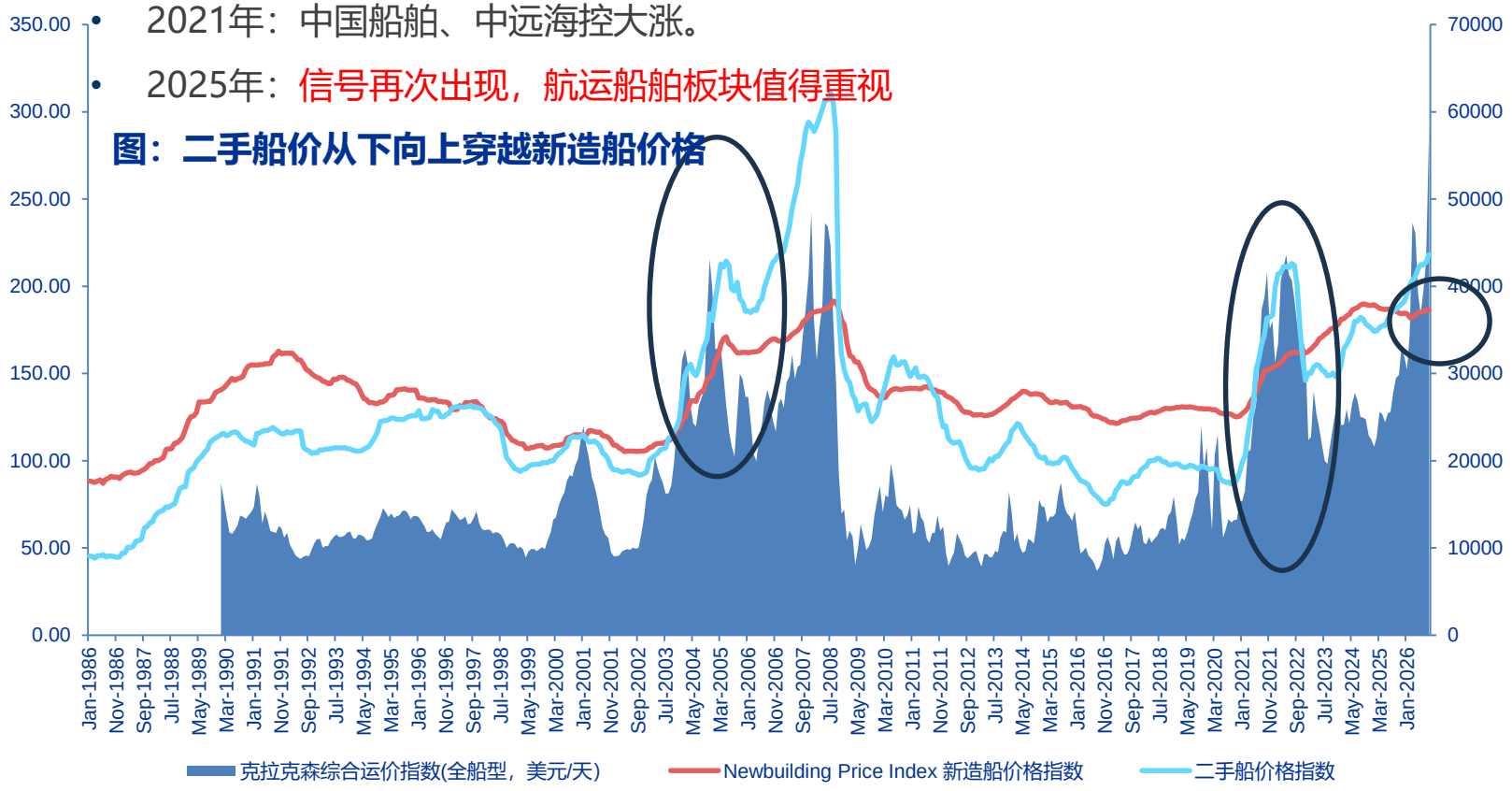
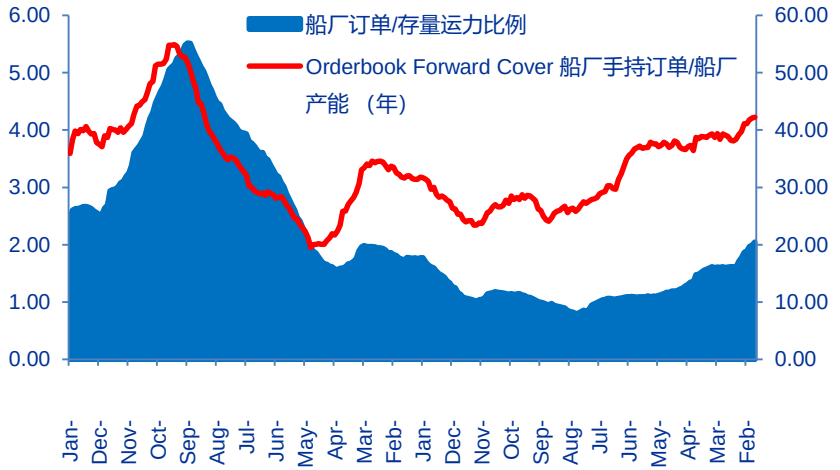



**表: 2005年8月1日信号出现后造船航运涨幅**

| 证券代码 | 证券简称 | 2005-8-1 至2008-8-1涨幅（%） | 2002-8-1至2005-8-1涨幅（%） |
|---|---|---|---|
| FRO.N | 前线海运（油轮） | 228 | 2858 |
| 1919.HK | 中远海控（干散集装箱油轮） | 652 | 11 |
| 600150.SH | 中国船舶（造船） | 994 | 97 |
| 0317.HK | 中船防务（造船） | 1207 | 243 |
| DRYS.O | DRYSHIPS(干散) | 823 | 2 |

资料来源：Wind，申万宏源研究

**图：全球手持订单占比及船厂订单覆盖率**





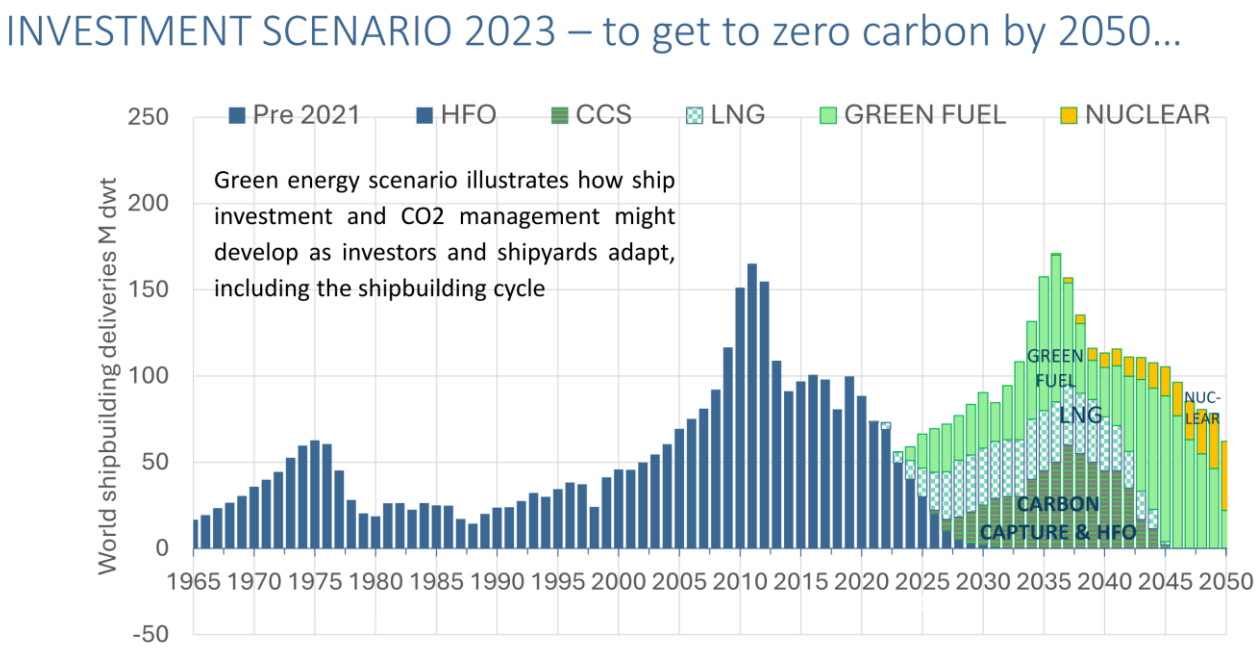

资料来源： Clarksons（克拉克森数据库），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

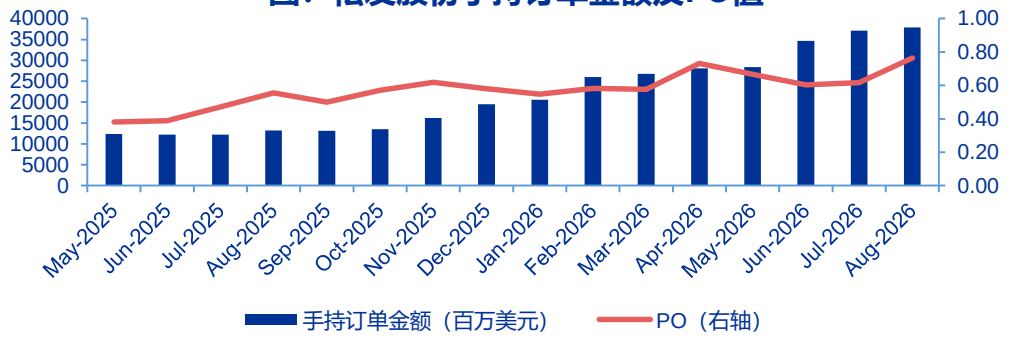
# 造船周期：《航运经济学》作者对后续新船订单预测，周期持续至2035

- **航运景气超预期，二手船价带动新造船价，造船利润率仍然具备上修空间**
- **船企手持订单金额稳步上行，P/Orderbook估值处于历史低位。**
  - 中国船舶：2021年本轮周期以来PO在**0.4-1.0**之间波动，当前中国船舶P/Orderbook估值仅**0.55**。
  - 中船防务：2021年以来，A股历史PO区间**0.5-2.1**，当前PO倍数**0.61**，H股历史PO区间**0.2-0.6**，当前PO倍数**0.27**。
  - 松发股份：当前PO **0.86**，公司近年处于产能持续爬坡期，且后续有望持续扩产，手持订单有望持续增长。

**图：《航运经济学》作者Martin Stopford对后续新船订单预测**




**图：松发股份手持订单金额及PO值**




**图：中国船舶手持订单金额及PO值**





资料来源：Martin Stopford 15 Sept（马丁·斯托福德），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

# 估值表

**表：重点公司估值表**

| 证券代码 | 证券简称 | 2026/9/29 | | 申万预测归母净利润(亿元) | | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 收盘价(元) | 总市值(亿元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 603268.SH | 松发股份 | 214.02 | 2180.26 | 26.55 | 70.37 | 143.07 | 186.33 | 31 | 15 | 12 |
| 600150.SH | 中国船舶 | 38.95 | 2931.23 | 78.48 | 218.14 | 274.6 | 300.07 | 13 | 11 | 10 |
| 600685.SH | 中船防务 | 28.45 | 308.29 | 10.08 | 19.87 | 25.92 | 45.06 | 16 | 12 | 7 |
| 600482.SH | 中国动力 | 33.80 | 766.67 | 13.01 | 31.67 | 47.36 | 61.82 | 24 | 16 | 12 |
| 600710.SH | 苏美达 | 11.10 | 145.05 | 13.56 | 14.81 | 16.55 | 18.18 | 10 | 9 | 8 |
| 600026.SH | 中远海能 | 20.27 | 1044.78 | 45.45 | 164.58 | 198.96 | 227.35 | 6 | 5 | 5 |
| 601872.SH | 招商轮船 | 19.89 | 1606.03 | 60.12 | 202.92 | 221.05 | 243.71 | 8 | 7 | 7 |

仅供内部参考，请勿外传！

# 风险提示

- **民船业务新接订单不及预期。**
  - 民船业务处于充分竞争的全球造船市场，与日韩等发达国家头部船厂直接竞争。未来存在因为上游需求不及预期、竞争及经营情况波动导致新接订单数量、质量、价格不及预期的可能性。此外新能源带来技术变化和机会，但目前新能源船的技术路线仍未确立，因此可能面临技术进步和变化导致订单流失等经营风险。
- **航运景气度下滑**
  - 民用船舶及海洋工程装备制造行业与全球航运业、海洋工程行业密切相关，航运与海洋工程行业受经济增长、航运市场形势和国际原油价格等周期性波动的影响较大。经济处于繁荣周期时，航运指数及运价也会相对较高，针对公司主业产品相关的需求将更旺盛，反之则需求萎缩。随着世界经济下行风险加剧，不确定因素显著增多，对新船订单量和新船价格会造成波动性影响，对相关公司业绩产生影响。
- **钢价等原材料大幅上涨/人民币大幅升值**
  - 造船业务生产经营用主要原材料为板材、型材等钢材及铜、铝等金属材料，受宏观经济及供需情况变化影响。造船行业的船舶建造合同多以外币结算，如汇率波动较大，可能使业绩产生波动。
- **伊朗局势快速缓和，风险溢价消除**
  - 油轮效率损失，绕行逻辑破坏

仅供内部参考，请勿外传！

## 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


| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swhysc.com |


### 股票投资评级说明

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。

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。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

仅供内部参考，请勿外传！

## 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，任何人均无权在任何情况下使用他们。

仅供内部参考，请勿外传！

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

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