

2023 年 07 月 04 日  
 航运

ESSENCE

行业动态分析

证券研究报告

# 油运跟踪点评：贸易格局变乱交织，下半年看好运价上行

2023 年以来，全球油运贸易格局风谲云诡，俄罗斯 2 月宣称减产后出口量未明显下降并停止公布石油开采量数据，巴西、尼日利亚分别推出加征原油出口税、原油出口补税政策，沙特不满油价水平主动减产，欧盟对俄罗斯石油出口制裁仍在升级。油运市场发展充分验证我们此前判断，即：在日益复杂的政治经济环境下，全球化趋势仍将持续，但全球贸易格局由稳定、顺畅、最优的全球化，走向冲突后的次优再平衡。展望未来，石油运输量或经疫后复苏后逐步恢复至疫情前水平，而运输距离的提升有望带动总周转量需求实现增长，同时贸易效率的下降将进一步压缩行业有效运力。

近期全球油运贸易格局仍充满波澜：1) 沙特 7-8 月计划减产 100 万桶/天，实际执行力度有待观察。2) 红海地区浮仓显著增加，吸纳 VLCC 运力。3) 巴西加征原油出口税结束，有望填补沙特减产缺口，并带来运距拉长。4) 尼日利亚要求油轮船队补税，大西洋原油供给局势进一步复杂化。5) 欧盟第 11 轮制裁细则公布，限制 STS 转运及关闭 AIS 定位行为，有望进一步推动贸易格局重构。

展望下半年，亚洲炼厂检修高峰已过，且季节性来看，运价淡季临近尾声，下半年看好运价持续上行。根据 Energy Aspects 统计，今年炼厂检修 4 月达到峰值 9.4 百万桶/天，随后直至 7 月持续下滑。且其中亚洲炼厂检修于 5、6 月达到峰值，7 月显著减少，下半年整体维持在较低水平。看好下半年检修减少后运输需求回升。回顾原油 TD3C 航线及成品油 TC7 航线运价历史，6-8 月为全年季节性低点。考虑二季度炼厂需求较弱，检修节奏有所提前，看好运价已处于淡季尾声，下半年有望持续上行。

## 投资建议：

油运供需周期确定性强，行业处于淡季尾声，下半年景气将持续上行。需求端全球经济复苏叠加贸易格局变化运距拉长，供给端新增运力极少且老旧船退出压力提升，油运供需周期确定性仍强。当前时间节点已处在淡季尾声，考虑减产及检修因素逐渐减弱，中国引领全球需求回升，下半年需求可望重回升轨，看好原油及成品油运价持续上行。

重点推荐：中远海能、招商南油、招商轮船。

 投资评级 **领先大市-A**  
 维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

## 行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.3	4.6	13.3
绝对收益	4.1	-0.2	0.4

孙延 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004

sunyan1@essence.com.cn

宋尚杰 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522050001

songsj@essence.com.cn

## 相关报告

原油运输深度：供需拐点已至，景气周期到来 2022-09-18

#### 目 风险提示：

海外经济衰退，油轮运输需求恢复不及预期；俄乌冲突地缘政治变化等不确定因素导致运距拉长取消；行业新增大量订单，且船台加速交付，供给超预期增长；假设不及预期。

## 目 录

1. 全球油运贸易格局变乱交织, 下半年看好运价上行.....	4
2. 投资建议.....	7
3. 风险提示.....	7

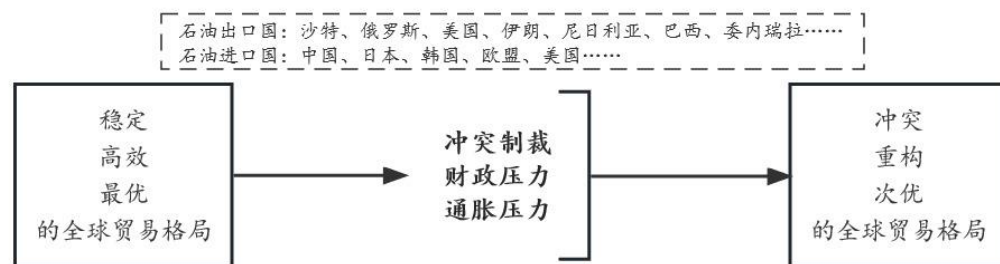
## 目 录

图 1. 全球化趋势不变, 油运贸易格局由最优转向次优.....	4
图 2. 2020-2023 海外油轮公司营业收入情况 (亿美元).....	4
图 3. Bahri 下属 VLCC 全球分布 (黄色为 Bahri 船舶).....	5
图 4. 10 艘左右 VLCC 停船于红海地区.....	5
图 5. 至东亚不同航线运距.....	5
图 6. 2023 年炼厂检修情况.....	6
图 7. BDTI TD3C 航线运价.....	7
图 8. BCTI TC7 航线运价.....	7
表 1: 尼日利亚油运税收政策.....	5
表 2: 欧盟第 11 轮制裁油运相关细则公布.....	6

## 1. 全球油运贸易格局变乱交织, 下半年看好运价上行

2023 年以来, 全球油运贸易格局风谲云诡, 俄罗斯 2 月宣称减产出口量未明显下降并停止公布石油开采量数据, 巴西、尼日利亚分别推出加征原油出口税、原油出口补税政策, 沙特不满油价水平主动减产, 欧盟对俄罗斯石油出口制裁仍在升级。油运市场发展充分验证我们此前判断, 即: 在日益复杂的政治经济环境下, 全球化趋势仍将持续, 但全球贸易格局由稳定、顺畅、最优的全球化, 走向冲突后的次优再平衡。展望未来, 石油运输量或经疫后复苏后逐步恢复至疫情前水平, 而运输距离的提升有望带动总周转量需求实现增长, 同时贸易效率的下降将进一步压缩行业有效运力。

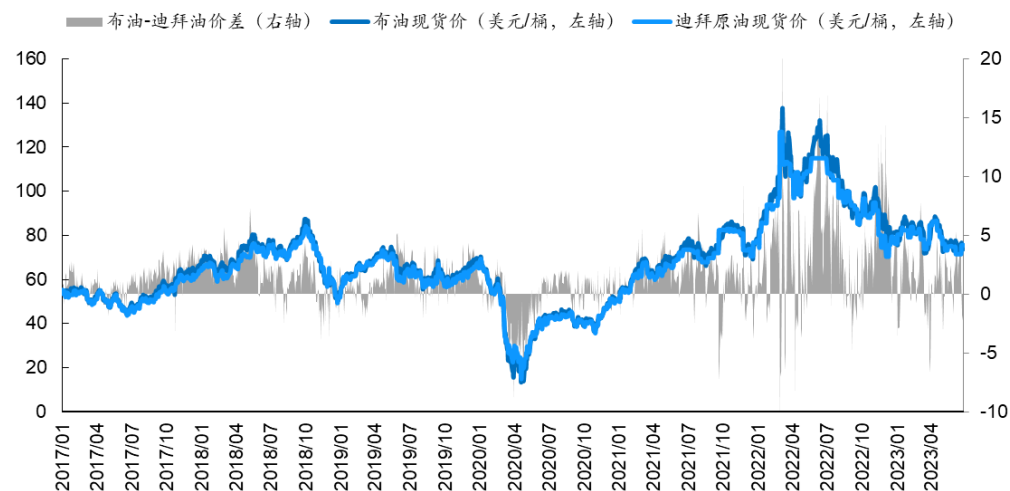
图1. 全球化趋势不变, 油运贸易格局由最优转向次优



资料来源: 安信证券研究中心整理

沙特 7-8 月计划减产 100 万桶/天, 实际执行力度有待观察。2023 年 6 月初 OPEC+ 会议维持 4 月减产协议, 此外沙特 7 月额外自愿减产 100 万桶/天, 并随后延长至 8 月。近期油价持续回升, 布油已升至 75 美元/桶以上, 且迪拜原油价格已超过布油价格, 沙特 7 月减产力度有待观察。

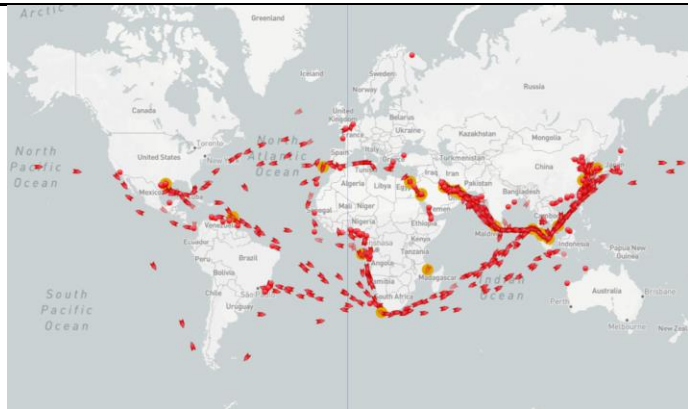
图2. 2020-2023 海外油轮公司营业收入情况 (亿美元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

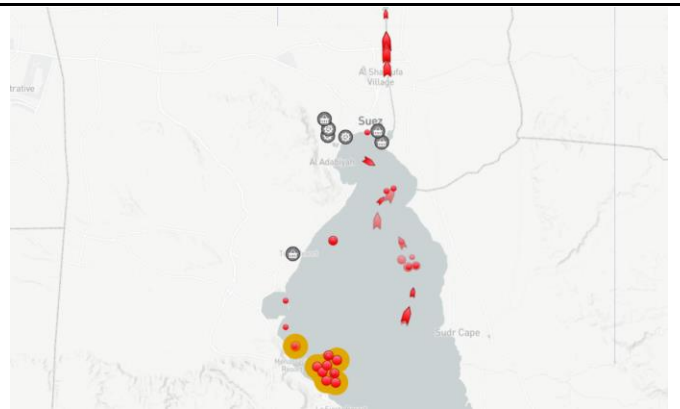
红海地区浮仓显著增加, 吸纳 VLCC 运力。近期部分 VLCC 聚集于红海地区或正驶向红海, 主要为沙特阿拉伯国家航运公司 Bahri 下属及租用船舶, Bahri 是中东最大的船东之一。根据 Vortexa 数据, 截至 6 月 23 日, 浮仓原油已达到约 1.29 亿桶, 创 2020 年 10 月以来新高。Bahri 浮仓囤油意图不明, 推测原因可能包括: 1) 囤油托价, 2) 经红海转运后卖往欧洲, 3) 红海炼厂需求。近期观察 AMAD、MANIFA、ASLAF 等船只已驶离停船区域, 但仍有新船只驶向红海, 浮仓增加吸纳 VLCC 运力, 进一步压缩供给弹性。

图3. Bahri 下属 VLCC 全球分布 (黄色为 Bahri 船舶)



资料来源: Marine Traffic, 安信证券研究中心

图4. 10 艘左右 VLCC 停船于红海地区



资料来源: Marine Traffic, 安信证券研究中心

巴西加征原油出口税结束，有望填补沙特减产缺口，并带来运距拉长。巴西自 3 月起颁布为期 120 天的原油出口税政策，对巴西的原油出口征收 9.2% 的税收，以鼓励本国公司在巴西境内进行石油炼化活动，该政策已于 6 月底结束。若 7 月沙特减产力度较大，原油供给缺口或由巴西补充。且自巴西至东亚航线航距为中东至东亚航线的 1.8 倍，将进一步消耗 VLCC 运力供给。

图5. 至东亚不同航线运距



资料来源: 百度地图测距, 安信证券研究中心绘制

尼日利亚要求油轮船队补税，大西洋原油供给局势进一步复杂化。近期多位船东收到尼日利亚税务局代表通知，要求回溯补税，结合此前 VLCC Heroic 在尼日利亚被扣押 9 个月的争端，短期内船东靠泊尼日利亚意愿受到冲击，部分船东摆位转移向巴西等地区，贸易格局再次发生扰动。

表1: 尼日利亚油运税收政策

事件	详情
尼日利亚《公司所得税法》对海运船舶规定	尼日利亚公司以外的任何从事海运或空运的公司，其拥有或租借的船舶或飞机在尼日利亚的任何港口或机场停靠，其利润或损失应被视为从尼日利亚获取。
2021/06 尼日利亚发布信息通告	任何从尼日利亚运输原油、天然气、石油产品或其他任何物品的船只均须在尼日利亚缴税，无论其在何处、与何人签订合同。
2023/06 尼日利亚提出补税要求	几家航运公司收到了尼日利亚新总统博拉·蒂努布政府的大量回溯税单，其中一位希腊船东被要求支付 2011-2019 年期间产生的税款，共计 1800 万美元。这使得许多船东不愿停靠尼日利亚港口。

资料来源: FIRS, Tradewinds, 安信证券研究中心



欧盟第 11 轮制裁细则公布，限制 STS 转运及关闭 AIS 定位行为，有望进一步推动贸易格局重构。6 月 23 日，欧盟对俄罗斯第 11 轮制裁细则公布：参与 STS 转运，所运石油涉嫌违反此前制裁的船舶禁止进入欧盟港口；在成员国海岸线 12 海里范围内参与 STS 转运，未提前 48 小时通知主管当局的船舶禁止进入欧盟港口；运输受制裁俄油，操纵或关闭导航跟踪系统的船舶禁止进入欧盟港口。本次制裁针对 STS 及关闭 AIS 卫星定位行为，有望进一步降低影子船队活动空间，推动俄罗斯原油及成品油贸易格局重构。

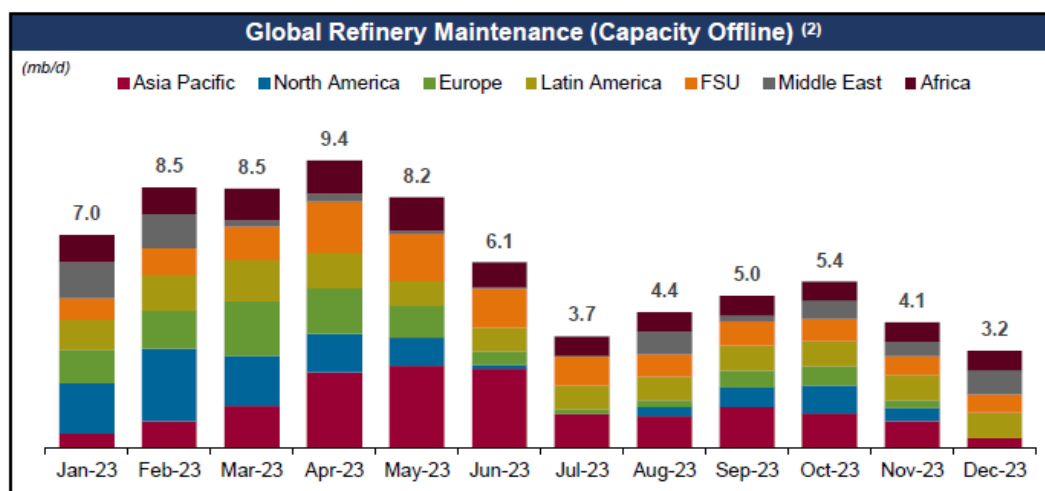
表2： 欧盟第 11 轮制裁油运相关细则公布

制裁内容	
欧盟第 11 轮制裁油运相关细则	参与 STS 转运，所运石油涉嫌违反此前制裁的船舶禁止进入欧盟港口。
	在成员国海岸线 12 海里范围内参与 STS 转运，未提前 48 小时通知主管当局的船舶禁止进入欧盟港口。
	运输受制裁俄油，操纵或关闭导航跟踪系统的船舶禁止进入欧盟港口。

资料来源：欧盟官网，安信证券研究中心

展望下半年，亚洲炼厂检修高峰已过，下半年运输需求回升。根据 Energy Aspects 统计，今年炼厂检修 4 月达到峰值 9.4 百万桶/天，随后直至 7 月持续下滑。且其中亚洲炼厂检修于 5、6 月达到峰值，7 月显著减少，下半年整体维持在较低水平。看好下半年检修减少后运输需求回升。

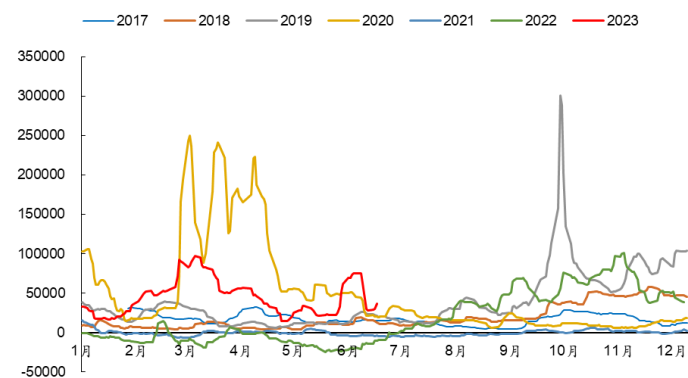
图6. 2023 年炼厂检修情况



资料来源：STNG 公司公告，安信证券研究中心

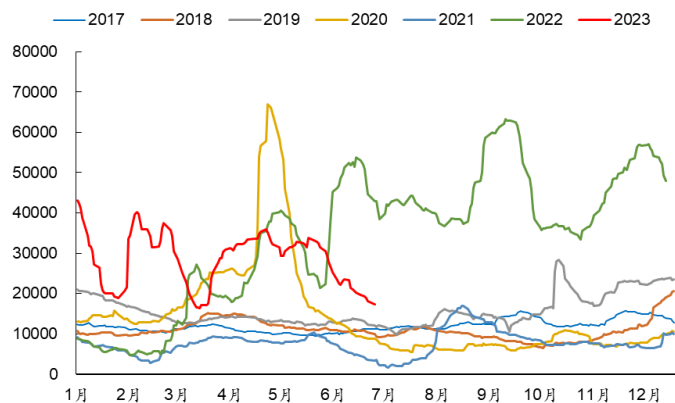
季节性来看，运价淡季接近尾声，下半年看好运价持续上行。回顾原油 TD3C 航线及成品油 TC7 航线运价历史，6-8 月为全年季节性低点。考虑二季度炼厂需求较弱，检修节奏有所提前，看好运价已处于淡季尾声，下半年有望持续上行。

图7. BDTI TD3C 航线运价



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

图8. BCTI TC7 航线运价



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

## 2. 投资建议

油运供需周期确定性强，行业处于淡季尾声，下半年景气将持续上行。需求端全球经济复苏叠加贸易格局变化运距拉长，供给端新增运力极少且老旧船退出压力提升，油运供需周期确定性仍强。当前时间节点已处在淡季尾声，考虑减产及检修因素逐渐减弱，中国引领全球需求回升，下半年需求可望重回升轨，看好原油及成品油运价持续上行。

**重点推荐：**中远海能、招商南油、招商轮船。

## 3. 风险提示

海外经济衰退，油轮运输需求恢复不及预期；俄乌冲突地缘政治变化等不确定因素导致运距拉长取消；行业新增大量订单，且船台加速交付，供给超预期增长。

## 目 行业评级体系 ■■■

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



**■ 免责声明 ■ ■ ■**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心****深圳市****地 址：**深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼**邮 编：**518026**上海市****地 址：**上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层**邮 编：**200080**北京市****地 址：**北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：**100034