

## 行业淡季运价表现良好,与中外运合作提升公司影响力

核心观点:

### 1. 事件

油运运价淡季表现良好,VLCC 运价重回行业盈亏平衡线上。

### 2. 我们的分析与判断

我们维持招商轮船的“推荐”评级。

#### 油运运价淡季表现良好

VLCC 即期市场运价淡季重回行业盈亏平衡,预计行业三季度盈利将环比回升。VLCC 期租市场运价亦有所回升,31 万吨 VLCC 一年/三年/五年期租运价分别达到 29000/33000/35000 美元/天,体现了市场对行业景气复苏存在预期。

#### 行业供给调整超预期

行业运力同比增速仅 0.2%,VLCC 运力同比增速 0.08%。行业供给调整好于预期表现在两个方面 1) 交船放缓,拆船积极; 2) 行业船东对船队的控制力增强,带来议价能力提升。

我们预计 VLCC 运力 2014/15 年增速 2%/2.5%,但 2016 年行业供给增速或有显著上升。

#### 公司牵手中外运签署合作框架协议

8 月 12 日,公司公告签署《合资合作框架协议》,与中外运长航签署合作协议,合资组建国际规模领先的远洋油轮船队。

我们认为,在预期弱平衡的原油运输市场中,船东之间的协作及对供给的控制进一步增强,从而提升供给方在弱市中的议价能力。招轮与中外运的合作印证了这一趋势的演进。公司的行业影响力有望进一步提升。

### 3. 投资建议

我们维持公司的“推荐”评级,因 1) 油轮行业供给调整良好,淡季运价超预期,预计旺季运价有望继续为股价提供催化; 2) 行业盈利同比显著好转; 3) 公司与中外运的合作有望继续促进公司的规模扩张和议价能力提升。我们维持公司 2014-15 年的 EPS 预测 0.10/0.14 元。

### 4. 风险提示

行业供给增长超出预期带来供给压力,全球原油需求放缓、能源结构调整加速,造成运价低迷。

## 招商轮船 (601872.SH)

推荐 维持评级

### 分析师

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

周晔

☎: 021-20252616

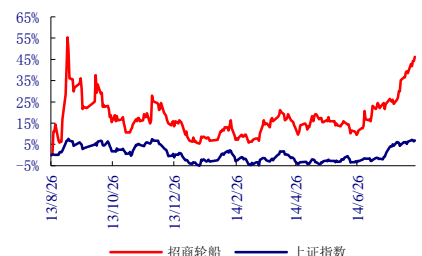
✉: zhouye\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090006

### 市场数据 时间 2014.08.22

A 股收盘价(元)	3.04
A 股一年内最高价(元)	3.23
A 股一年内最低价(元)	1.97
上证指数	2240.81
市净率	1.45
总股本(万股)	472092.18
实际流通 A 股(万股)	377673.74
限售的流通 A 股(万股)	94418.44
流通 A 股市值(亿元)	114.81

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

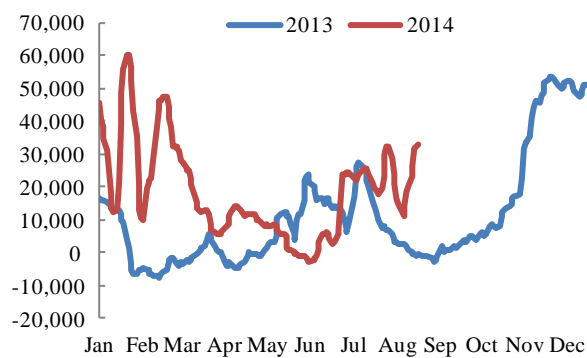
### 相关研究

## 油运运价淡季表现良好

VLCC 即期市场运价淡季重回行业盈亏平衡，行业运价维持于 30000 美元/天以上。预计行业三季度盈利将环比回升。

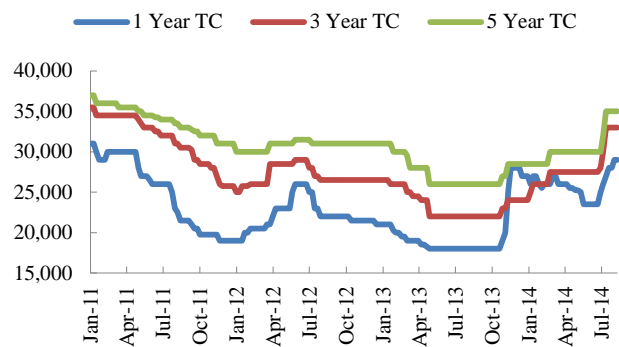
VLCC 期租市场运价亦有所回升，31 万吨 VLCC 一年/三年/五年期租运价分别达到 29000/33000/35000 美元/天，这意味着 1) 行业有预期五年内盈利在盈亏平衡线以上；2) 长期租运价对短期租运价溢价，表现出行业对长期运价的乐观情绪更强烈。

图 1: VLCC TD3 航线运价 (美元/天)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: VLCC 31 万吨期租运价



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

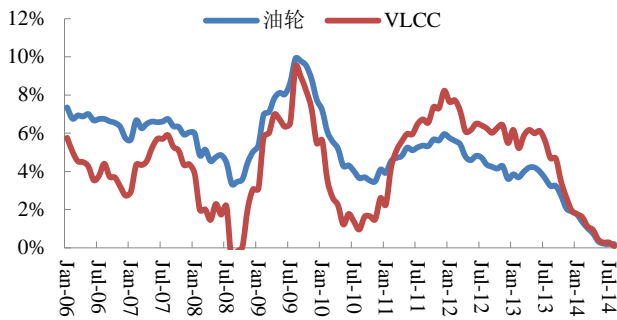
## 供给调整超预期是主因

### 全行业及 VLCC 运力增速低于预期

2013 年三季度以来,油运的供给持续超预期。2014 年,VLCC1-7 月交付占年初运力比 2.3%,拆解占年初运力比 1.4%,年初至今运力增长仅 0.8%。2014 年 8 月,油运全船型运力同比增速低至 0.2%,VLCC 船型运力同比增速低至 0.08%。VLCC 船型的运力存量甚至低于去年 7 月。

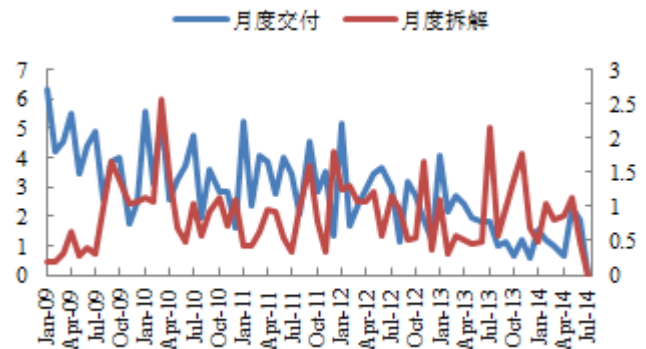
我们认为行业供给调整好于预期表现在两个方面 1) 交船放缓,拆船积极; 2) 行业船东对船队的控制力增强,带来议价能力提升。油轮行业因对安全的要求严格,是一个进入壁垒较高的行业,船东之间存在协作的可能。

图 3: 油轮运力供给增速



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图 4: 油轮运力月度交付、拆解



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

表1: 油轮运力供给增速预测 (2010-2016E)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年初运力	431.6	448.5	474.69	492.69	502.85	513.0	527.6
订单交付	41.1	39.9	32.3	21.4	17.6	18.5	31.7
单壳轮退出	21.7	10.7	9.3	7.9	6.0	5.0	0.0
拆解及其他退出	2.4	3.0	5.0	3.4	3.0	2.5	5.0
年末运力	448.5	474.7	492.7	502.9	511.4	522.4	549.1
增量	3.9%	5.8%	3.8%	2.1%	1.7%	2.1%	5.1%

资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

表2: VLCC 油轮运力供给增速预测 (2010-2016E)

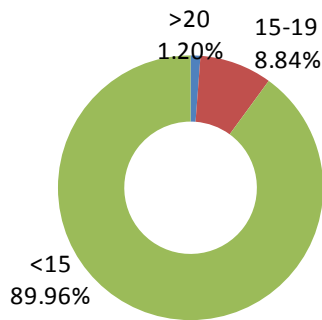
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年初运力	159.63	163.2	176.1	186.9	191.8	195.7	199.9
订单交付	16.9	18.8	13.5	9.5	7.4	6.4	11.5
单壳轮退出	12.7	6.6	4.2	5.3	3.0	0.0	0.0
拆解及其他退出	0.6	-0.7	-1.5	-0.7	0.5	1.5	1.5
年末运力	163.23	176.06	186.91	191.8	195.7	200.6	210.5
增量	2.3%	7.9%	6.2%	2.6%	2.0%	2.5%	5.0%

资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

### 潜在可拆解船舶仍占有一定比重

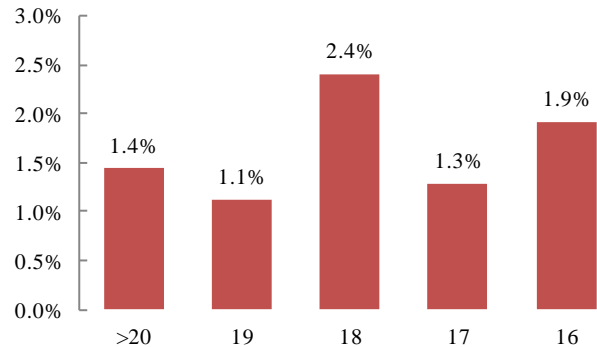
目前, VLCC 运力中, 15 年船龄运力以上占比约 10%。2013-14 年拆解的 VLCC 船平均船龄 19 岁。我们认为 VLCC 运力仍有一定的拆解空间。但这一决策受到市场对行业景气预期的影响。

图 5: VLCC 运力 - 分船龄运力占比



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图 6: VLCC 高船龄运力占比 - 2014 年 7 月



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

### 市场预期可能在 Q115 达到顶点

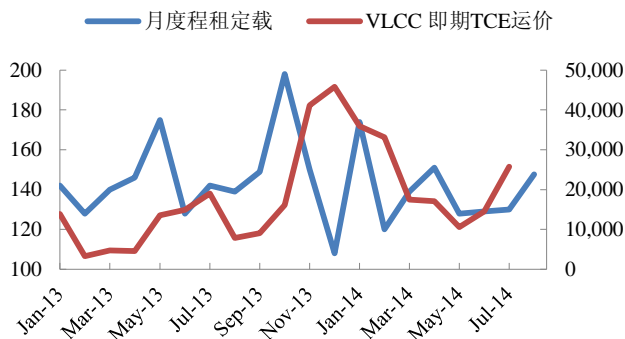
我们现在仍无法判断油轮行业的大周期将出现持续复苏, 因 1) 2015 年的供给预期现在看来仍然可以乐观, 但最后一批单壳轮拆解完毕以及新增的订单会使得 2015 年及之后的运力增速预期向上修正; 2) 2016 年油轮行业订单约定交付量较大。

我们认为市场预期有可能在 2015 年一季度旺季达到顶点, 因 1) 从目前的订单情况来看, 2015 年一季度之前超预期投放的可能性极小; 2) 旺季运价的上涨会催化市场的乐观情绪。

### 需求短期偏差有限

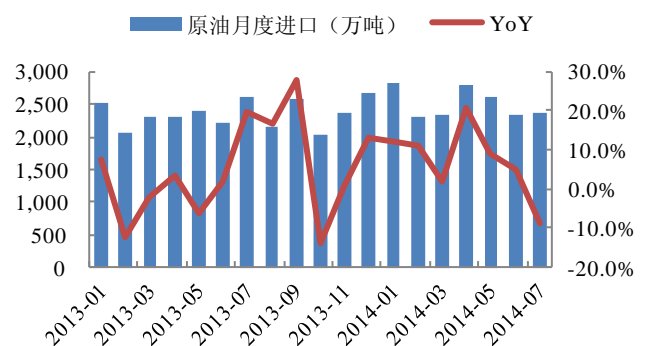
一些短期的市场预期波动带来了短期的需求刺激, 拉升淡季运价。市场存在这样的担忧: 是否短期需求出现了不可持续的扰动, 这些扰动消除以后是否运价将重回长期低迷? 我们倾向于认为, 尽管需求出现了一些短期的波动, 但目前的需求水平仍显著低于 Q413-Q114 的旺季水平 (图 7)。这意味着, Q414-Q115 的旺季需求有望好于目前, 拉动运价进一步上升。

图 7: VLCC 程租 - 分季度月度定租数



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图 8: 中国月度原油进口



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

## 行业中长期难言乐观

从供给数据来看，行业中长期难言乐观，目前我们无法做出行业大周期复苏的判断。2015 年的行业供给目前测算在 2% 左右，但 2016 年的供给高达 5%。我们预期随着油运市场持续的良好表现，2016 年的部分订单有可能前移，为 2015 年下半年的运价带来压力。

同时，我们预计 2014 年行业最后一批可拆解的单壳轮将拆解完毕。这意味着 2015 年之后行业的运力消解需要拆解部分大龄双壳轮。我们观察到，2014 年行业拆解的 VLCC 运力平均船龄大于 2013 年，这意味着当市场预期好转后，拆解决策将变得更为困难。

## 招轮牵手中外运签署合作框架

8 月 12 日，公司公告签署《合资合作框架协议》，招轮与中外运长航签署合作协议，合资组建国际规模领先的远洋油轮船队。合同金额 11.1 亿美元，招轮以 9 艘营运中 VLCC 油轮资产、10 艘 VLCC 油轮建造合同及与上述 19 艘船舶资产相关的融资合同、海宏轮船股权及部分现金认购合资公司 51% 股权，中外运以现金 5.4 亿美元认购 49% 股权。

我们认为，在预期弱平衡的原油运输市场中，船东之间的协作及对供给的控制将进一步增强，从而提升供给方在弱市中的议价能力。招轮与中外运的合作印证了这一趋势的演进。公司的行业影响力有望进一步提升。

## 重申公司的“推荐”评级

自我们 3 月 25 日将评级“谨慎推荐”上调至“推荐”后，招商轮船累计涨幅超过 30%。在中期策略中，我们提到，我们对油轮行业的观点由年度策略“盈亏平衡线下的复苏”变得更为乐观，我们认为油轮行业全年实现盈利的概率较高。

我们维持公司的“推荐”评级，因 1) 油轮行业供给调整良好，淡季运价超预期，预计旺季运价有望继续为股价提供催化；2) 行业盈利同比显著好转；3) 公司与中外运的合作有望继续促进公司的规模扩张和议价能力提升。我们维持公司 2014-15 年的 EPS 预测 0.10/0.14 元。

表1. 招商轮船业绩弹性

	2014 年业绩弹性
干散货运价+10%	+0.02
油轮运价+10%	+0.04

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

## 投资风险

行业供给增长超出预期带来供给压力，全球原油需求放缓、能源结构调整加速，造成运价低迷。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**范倩蕾，行业证券分析师；李军，行业证券分析师；周晔，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)