

航运

证券研究报告
2019年10月13日

运价涨近 10 倍，高弹性油轮板块有望超预期！

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

高晟 联系人
gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《航运-行业专题研究:止战之殇:贸易战停火风险偏好修复,航运板块反弹在即,反转尚需时日》 2018-05-21
- 《航运-行业点评:从海控扭亏看集运:运力控制是不变旋律,2季度或将持续改善》 2017-04-09
- 《航运-行业点评:4月集运前瞻:远洋步入拉锯期,内贸或创4年新高!》 2017-03-22

过去投资人对航运行业敏感度较低的原因:

1. 航运包括弹性最大的油轮板块本身受旺季因素影响巨大,短期逻辑难以证实或者证伪。
2. 运输的商品具备金融属性,行业基本面受该因子影响明显,叠加旺季因素、地缘政治、战争等因素后更为复杂。
3. 以中日韩三国为首的商船制造强国的工艺又使得船舶的建造周期缩短,供给随着需求的反应越来越灵敏,运价波动的空间和时间收窄导致行业右侧机会难以把握。
4. A股估值体系一直偏高,这导致参与边际改善的性价比一直偏低。

IMO 环保公约实施在即,对行业影响因素的粗略梳理:

1. 船东成本上涨是必然结果:更为昂贵的低硫油或安装脱硫塔后的增量维护及运营成本将会带来成本端的提升。
2. 安装脱硫塔带来行业的供给收缩:全球航运公司为满足环保要求,分批组织船舶进坞维修,全球实际可用运力有所收缩,或转化为收入提升。
3. 不确定因素——转嫁能力和非标脱硫塔的技术风险:COA 合同往往锁价一年,且价格较现货市场较低,未来在成本上升格局下转嫁风险的能力存在不确定性。而脱硫塔因船舶的情况不同,每一票工程都是非标,今年下半年以来事故频发,后续环保标准也存在不确定性。

周末中美会谈趋于利好的信息已不断释放,我们认为:

1. 中国能源安全的大背景下,海能的运力实质性退出市场的概率较低,国家有能力通过央企重组等手段,将被制裁主体下的运力移到别的油轮平台运营,我们倾向于认为中远海能和油运行业恢复常态是迟早的事。
2. 如果双方和谈达成一致,中国从美国采购农产品、猪肉、油气的预期会再度提升,不排除中远海能被美国从制裁名单中“摘帽的可能”。
3. 宏观贸易改善预期下中远海控的走势非常强劲,而这轮磋商又明确指向粮食大宗,油轮的预期原则上会更为强烈。

基于上述逻辑推断,仅从中美贸易和谈的预期来看,这波航运股的走势大概率是没有结束的,且油运行业具备高弹性的特征,回顾上一轮油运 TCE 突破 30 万美元的 07-08 年,当前油轮标的股价仍在低位。

投资建议:短期油轮和航运板块具备系统性上涨的机会,建议关注:短期未受影响且受益较明显的招商轮船(19中报油运板块占比47%)、业绩高弹性的中远海能(中报89%的油运收入占比,若被剔除制裁名单,估值修复+本身业绩弹性)、中远海集团旗下其他航运标的、恒基达鑫等产业链相关标的。

风险提示:中美和谈低于预期、中远海能继续被制裁、地缘政治导致的不可控因素



1. 前言及基础假设

本篇报告我们会结合一张图，从长（油轮为何缺乏大逻辑及难以参与）、中（2019年，正反扰动因子加剧了股价波动）、短（过往的跨年行情，以及19年末中美谈判、中东袭击等事件叠加）三个维度来定性描述油轮行业的基本面及变化，并着重强调今年的跨年躁动很可能演绎为跨年戏，板块具备趋势上涨的逻辑，即使是短周期，部分标的弹性较大。

1.1. 本报告的基础假设

- 1、中美和谈达成阶段性协议，大宗采购利于航运板块的情绪修复，不排除主要承运商中远海集团旗下的中远海能具备被豁免制裁的可能。
- 2、地缘政治和恐怖袭击事件强化油价和油轮租金水平的向上弹性。
- 3、在租金强势抬头的影响下，会使得市场将脱硫塔对油轮的影响从紊乱转变为乐观预期。
- 4、短期油轮和航运板块具备系统性上涨的机会，核心标的：弹性最大品种中远海能（中报89%的油运收入占比，若能够被剔除制裁名单，估值修复+本身业绩弹性）、短期收益最大的招商轮船（19中报油运板块占比47%）、中远海集团旗下其他航运标的、恒基达鑫等产业链相关标的。

2. 长期的投资因素和市场的短期交易思维

如同其它航运子板块一样，油轮板块的核心判断因素主要取决于与全球经济息息相关的油运周转量，需求侧因素的影响的持续性优于其他因素的影响！不同于集运着重看欧美经济、干散货核心看中国基建，油轮的需求是多极的，美国、欧盟、中国、甚至日韩和台湾地区都会对行业需求施加重要的变化，其次地缘政治、页岩油产能释放带来的油价变化和递延产生的新能源发展趋势又给行业需求产生了二次影响；同时，亚洲以中日韩三国为首的商船制造强国的工艺又使得船舶的建造周期缩短，边际供给能力远高于世纪初那几年，即：**供给侧应对需求侧变化的反应越来越灵敏，会使得供需缺口对运价波动的影响渐弱，对运价提升在持续时间和波动空间两大维度上都有所压制**；基于上述因素，我们再来回顾过去在全球经济增速平缓，中国的人口环境红利不断退坡的那几年，油轮和航运其它子板块都没有出现大机会就显得情有可原了，而这个因素在2019年各大经济体不断下修未来预期增速的情况下，亦不会发生实质变化，这里引申行业研究经常讨论的一个问题——**边际影响，即周期研究员忽略边际影响带来的价格高弹性往往会错失重大投资机会？**我们的观点如下：

1:首先，**航运包括弹性最大的油轮板块本身受旺季因素影响巨大**，拉出油轮和散货的指数和日租金来看，全年指数极值差距3倍并非个例，在宏观经济不支持的情况下，看到租金上涨去说服投资人是极其困难的一件事，所以部分参与者会造就交易性机会，油轮往往也会在4季度前，即主要经济体所在的北半球进入冬季的时候来炒油轮的边际改善，因为这个时候大家能看到租金上涨，对第二年的预期也会有紊乱，由于逻辑短期难以证伪，股价会对旺季租金更为敏感；

2:其次则是商品的金融属性，在所有航运子板块中，**油轮运输的货物是金融属性最强的品种**，我们粗算一下，一条VLCC可以装载200万桶原油，一条SUEZMAX可以装载100万桶，油价波动1美金，即VLCC的货有200万差价，折合到全球平均60天的长航线租约，完全可以覆盖日租金3万美金/天的囤油租金，行业俗称CONTANGO，反之也会导致租家放弃囤油持船租约，现货价格随之下跌，如果把把这个因子叠加到上述旺季因素中，权益市场投资人难以在短期内对逻辑进行验证，甚至产业内的船舶资产交易专家也难以捉摸，若

再叠加地缘政治和战争因素，还会变得更为复杂。

图 1：2018 年 9 月 1 日以来招商轮船及中远海能 A 股走势图



资料来源：WIND，天风证券研究所

3：自相矛盾的供需预测：分析师往往要基于次年的需求增速（油轮通常比较平缓）和供给增速来预测运价上涨和进行股票推荐，而供给增速=（存量运力+新交付运力-拆解运力）/存量运力来衡量，既然假设供需改善和租金上涨，那么新运力的交付会不会加快？拆解运力会不会放慢？答案是显然的，但过去十年中，市场常常忽略上述因素，对供给端的预测偏向乐观（即预测增速很低），这里还不包括油轮的航速是否会加快继而带来供给增加的测算。

表 1: 油运行业供需预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
海上原油周转量 (十亿吨海里)	8860	8187	8668	8790	9184	8952	8927	9081	9641	10172	10432	10821	11225
同比变化 (%)	1.7%	-7.6%	5.9%	1.4%	4.5%	-2.5%	-0.3%	1.7%	6.2%	5.5%	2.6%	3.7%	3.7%
海上原油贸易量 (百万吨)	1903	1820	1872	2069	1906	1836	1803	1872	1949	2013	2033	2074.0	2116
同比变化 (%)	-0.5%	-4.4%	2.9%	10.5%	-7.9%	-3.7%	-1.8%	3.8%	4.1%	3.3%	1.0%	2.0%	2.0%
年末 VLCC 船队规模(百 万吨)	151	161	165	177	187	190	194	200	215	226	227	235	239
同比变化 (%)	2.2%	6.6%	2.5%	7.3%	5.6%	1.6%	2.1%	3.1%	7.5%	5.1%	0.4%	3.5%	1.7%
新船交付量(百万吨)	13	16	17	19	15	9	8	6	14	15	13	16	11
1 占年初运力比 (%)	8.7%	10.6%	10.6%	11.5%	8.5%	4.8%	4.2%	3.1%	7.0%	7.0%	5.8%	7.0%	4.7%
拆解量(百万吨)	0.8	2.4	3.5	3.3	2.7	5	2.4	0.5	0.6	3.9	12	8	5
占年初运力比 (%)	0.5%	1.6%	2.2%	2.0%	1.5%	2.7%	1.3%	0.3%	0.3%	1.8%	5.3%	3.5%	2.1%
新签订单(百万吨)	34	6	18	3	5	15	10	21	4	15	12		
占年初运力比 (%)	22.8%	4.0%	11.2%	1.8%	2.8%	8.0%	5.3%	10.8%	2.0%	7.0%	5.3%		

资料来源: Clarksons, 天风证券研究所

4: A 股估值体系一直偏高, 这导致参与边际改善的性价比一直偏低。

综上, 也不难理解投资人为何一直淡漠航运及油轮板块的投资价值, 但这种情绪在 19 年发生少许变化。

图 2: 2001 年起至今 BDTI 与中远海能、招商轮船走势对比



资料来源: WIND, 天风证券研究所

3. 中期：宏观降速及限硫令背后的 2019

回顾过去的 10 个月，排除大盘反弹和高贝塔的特点，大家会发现油轮的股票比过去要活跃，其中最主要的变化是全球船舶的限硫令，这里我们就不展开描述了，大致情况为：为了美好地球，2020 年 1 月 1 日之后，船东可以选择安装脱硫塔以满足燃烧低成本高硫油的排放，或者直接选择燃烧价格更为昂贵的低硫油，解读这个问题一直比较复杂，我们在此大致梳理了利好和利空的各方面逻辑：

1、**船东成本上涨是必然**：无论装脱硫塔还是烧低硫油，成本都是攀升的；相对而言，集运是班轮，对于航速有一定要求、燃油成本占航次成本较低，决定烧低硫油的多；燃油航次成本占比较高的油轮装脱硫塔则更多。

2、**安装脱硫塔或将导致供给收缩**：这也是 2019 年大家判断油轮行业基本面改善的主要逻辑之一，因为各油轮船队要分批组织船舶进坞维修，全球实际可用运力会有一定的收缩，目前幅度不详，但是由于全球船坞的产能有限，而安装脱硫塔又需船舶进坞 30 天甚至更长时间，或对行业产生中期影响。

3、**不确定因素——转嫁能力和非标脱硫塔的技术风险**：不同于集运客户及其分散以及行业较高的联盟度，油轮客户基本都是大的炼化企业和贸易商，COA 合同往往锁定一年租约，具备较强的溢价能力，后续转嫁风险的能力具备不确定性；其次，各国对脱硫塔的废渣排放一直摇摆不定，新老不同船舶安装脱硫塔，每一票工程都是非标，叠加政策的不确定，会给船队的维护带来高昂的成本。

所以，我们原先的判断是：脱硫塔会给油轮带来一定运力收缩，但整个行业的供给会和运价乐观预期带来的运力释放相互抵消和平衡，我们倾向于认为 2020 年租金水平会因脱硫塔成本上涨部分转嫁给客户，但航运公司因技改，船舶实际营运天也会出现下降，并支付刚性的脱硫成本和执行租金锁定的 COA 合同，实际 EPS 弹性会远不如理论测算；2019 年油轮的逻辑有点像 2017 年底的航空，雷同的地方是民航局限制核心机场时刻并实施市场化票价改革，供给收缩预期增加，票价有弹性，股价随之反映；不同点是全球宏观经济增速预期一直下修，以及在上一章聊到的油轮扰动因素比航空只多不少，所以机构参与油轮热情远低于航空，这也是我们此前并未重点提示油轮行业投资机会的核心原因。

表 2：主流 IMO 环保公约应对策略详解

应对方案	使用 MGO	使用低硫油	加装脱硫塔	LNG 动力系统
一次性资本开支(万美元)	0	0	约 500	约 2000-2500
后期成本	较高的燃料价格	较高的低硫油运营	脱硫塔维护成本	未知
进坞维护时间(天)	0	0	30	未知
不良影响	长期运输成本抬升、 能量密度不足不适航	长期运输成本抬升	占用小部分舱位、IMO 或就 脱硫塔种类作出进一步要求	资本开支过高、 安全性未知

资料来源：航运界，天风证券研究所

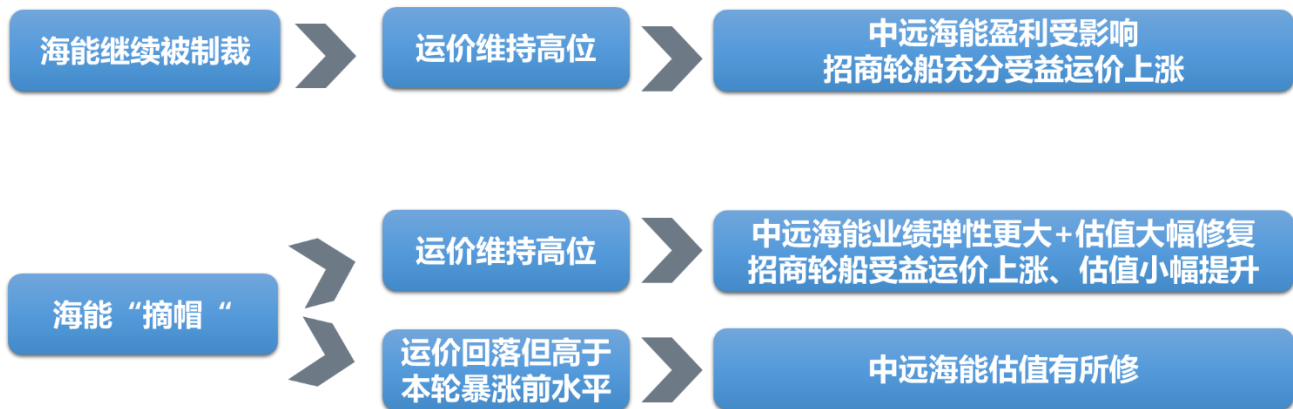
4. 短期戏剧化因素：跨年博弈变大戏，重视当前的投资机遇

行业戏剧化的一幕出现在了国庆前后，即中美贸易谈判背景下的中远海能制裁事件以及伊朗游轮遭遇袭击，我们先回顾下国庆前，9 月 26 日美国将中远海能大连公司纳入制裁名单的情景：此前从基本面出发推荐油运的逻辑存在瑕疵，市场多选择估值较低的中远海能，

但是制裁后海能遭遇两个跌停，全市场从投资人到研究员均陷入恐慌，担忧招商轮船也因种种理由将受到制裁，于是整个板块下跌；国庆后，海能被制裁演绎为供给端收紧（涉及 26 条 VLCC），运价出现大幅上涨，虽然资金依旧惧怕政策风险，未受影响的招商轮船走势也较为犹豫，但租金上涨至超过 10 万美金/天水平的诱惑难以抗拒，于是招商开始发力，继而拉动海能的反弹（板块优先，先不看制裁风险）；至此，后面三个场景：

- 1、海能继续被制裁，招商跟着租金波动，大概率租金和股价都会强势。
- 2、海能不被制裁，租金可能回落，但大概率将高于暴涨前运价，海能会估值修复。
- 3、最好的结果是海能取消制裁，租金继续高位，中远海能弹性最大，招商轮船也将明显受益，此外中远海控也将出现投资机会，因为不制裁说明中美缓和，利好整个板块。

图 3：关于中远海能后续可能出现的情形推演



资料来源：天风证券研究所

周末中美会谈趋于利好的信息已不断释放，我们再来辩证的思考一下：

1、**不管美国是否持续制裁中远海能大连，运力实质性退出市场的概率较低。**李克强总理于 10 月 11 日主持召开国家能源委员会会议，明确提出保障能源供给是长期战略任务，对油气需要增储上产，深化开放共赢、多元化国际油气合作，增强油气安全储备和应急保障能力。在中国能源安全的大前提下，国家有能力通过央企重组等手段，将被制裁主体下的运力移到别的油轮平台运营，我们倾向于认为中远海能和油运行业恢复常态是迟早的事。

2、**如果双方和谈达成一致，中国从美国采购农产品、猪肉、油气的预期会再度提升**（虽然短期美国那边的基建不支持大规模出口中国油气），中远海集团旗下的干散货、集装箱、油轮、LNG 船队大概率将成为承运的先锋力量。作为“连接两国美好愿望”的主体之一，我们有理由相信美方对其的制裁有望缓和，可以预期中远海能被美国从制裁名单中“摘帽的可能”。

3、大家回顾下今年 5 月刘鹤出访前，中美和谈“蜜月”期，宏观贸易改善预期下中远海控的走势非常强劲，而这轮磋商又明确指向粮食大宗，油轮的预期原则上会更为强烈。

基于上述逻辑推断，**仅从中美贸易和谈的预期来看，这波航运股的走势大概率是没有结束的，且油运行业具备高弹性的特征**；同时大家不要忽略，美国对于伊朗、土耳其等过的制裁似乎仍有上升苗头，周五伊朗油轮在中东的吉大港疑似被袭击，短期战争风险、原油市场看涨因素会让商品的金融期货属性进一步加强，历史上油轮在这种环境下大概率大幅向上波动（可参考今年 6 月 13 日日本油轮在霍尔姆斯海峡遇袭），周末我们已获悉 VLCC 现货租金水平已达 30 万美金/天，较本轮行情启动前的租金水平已近 10 倍，招商和海能股

价涨幅则低于一倍；回归历史来看，该租金水平上一轮还要追溯到 2007-2008 年，通过图 2 我们可以看到，彼时中远海能的股价是现在的 5 倍（重组前的中海发展，业务中有一部分散货，逻辑上现在的海能弹性更大），招商轮船是现在的 2 倍。我们认为：**中美和谈、地缘政治、油轮疑似恐怖袭击等多重因素的叠加，会放大今年 4 季度油轮旺季行情的向上弹性和脱硫塔事件带来的运价弹性。**

5. 投资观点及标的

短期油轮和航运板块具备系统性上涨的机会，建议关注：短期油轮和航运板块具备系统性上涨的机会，建议关注：短期未受影响且受益较明显的招商轮船（19 中报油运板块占比 47%）、业绩高弹性的中远海能（中报 89% 的油运收入占比，若被剔除制裁名单，估值修复+本身业绩弹性）、中远海集团旗下其他航运标的、恒基达鑫等产业链相关标的。

6. 风险提示

中美和谈低于预期、中远海能继续被制裁、地缘政治导致的不可控因素

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com