

行业研究/深度研究

2019年12月24日

行业评级:

水路运输 II

增持 (维持)

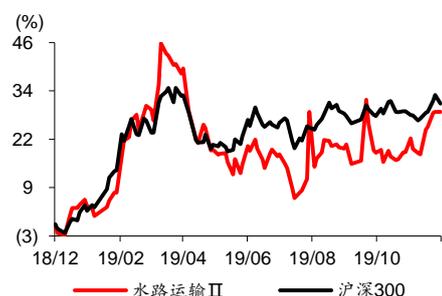
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**林霞颖** 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492284  
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1 《中远海控(601919 SH,增持): 业绩超预期, 主因协同效应驱动》2019.11
- 2 《招商轮船(601872 SH,买入): 业绩符合预期, 期待四季度表现》2019.10
- 3 《中远海控(601919 SH,增持): 业绩符合预期, 协同效应逐步体现》2019.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 周期上行, 把握供需改善共振良机 2020年油运行业展望

**油运进入“新周期”：供给增速放缓叠加海运周转量增长，行业景气上行**  
自 2020 年起，油运船舶供给增速将明显放缓，叠加全球原油供应格局变迁，长航距运输带动海运新增量，我们认为行业将迎来供需改善共振的上行周期。我们预计 2020 年全球 VLCC 船舶供给增速将从 2019 年的 6.5% 大幅下降至 3.4%；VLCC 需求增速从 2019 年的 1.1% 大幅上涨至 5.4%。另一方面，在航运业面临环保和排放监管的大背景下，部分船舶因安装脱硫塔而暂时退出市场或船舶减速慢行以降低燃油消耗等因素有望导致市场有效供给进一步收紧，运费表现有望超市场预期。

### VLCC 新造船订单处于历史低位，2020-2021 年新船供给大幅下降

根据 Clarksons 数据，截止 2019 年 11 月底，全球 VLCC 新造船订单量占现有运力的比重处于相对低位的 14.7%，共计 66 艘。我们预计 2020/2021/2022 年新船交付量分别为 40、23 和 3 艘。新造船方面，船舶平均使用年限为 25 年，基于目前时间点，因环保问题，船舶设计面临提高船舶能效效率和降低排放的要求，同时考虑到企业负债率较高，航运业融资依旧困难等因素，我们认为船东造新船意愿或被抑制或推迟。

### 旧船拆解和脱硫塔安装等变量或将推动运费超预期

行业旧船拆解数量通常和市场景气程度高度相关。当景气程度向好，船舶盈利可观的时候，船东的拆船意愿较低；当景气程度下行，船东的拆船意愿较高。考虑到新旧船舶能耗的区别、老船维护成本的上漲、为达到排放要求而新增的资本开支以及二手船价格等多重因素的影响，我们认为部分能耗及维护成本较高，不具有竞争力的老旧船有望加速淘汰。我们对 2020 年 3.4% 的供给增速预测包含了 1.4% 拆船率（2019 年拆船率为 0.4%）。另一方面，我们预计 2020 年因安装脱硫塔而暂时退出市场的运力年化比重约 0.7%。因此，2020 年市场实际有效供给有望下降至 2.7%。

### 产油区域多元化，长航距运输带动海运原油新增量

海运原油运输需求由运量和运距构成。原油产量决定运量，产油区域决定运距。总量上，全球原油运输需求总体平稳；但结构上，过去十年原油供给由高度集中在中东地区往全球分散化，尤其是美国的页岩油革命改变了全球原油供应格局。自 2015 年底美国解除原油出口禁令后，美湾至远东市场的长航线运输贡献全球海运原油新增量。运输距离的增加同时带动了行业供需结构的变化。船舶有效供给因受运输时间的增长，导致运力调度存在滞后，单个区域内的需求增长容易造成该航线的运价大幅上涨。

### 重点关注：招商轮船、中远海能

招商轮船：1) 公司 VLCC 船队规模全球第一，盈利弹性大；2) 干散运输市场逐步改善，COA 合同锁定长期盈利；3) 受益油运上行周期，公司 2020 年盈利同比有望进一步增长。中远海能：1) 公司油轮（原油轮+成品油轮）船队规模全球第一，盈利弹性大；2) 除国际油品运输外，公司同时经营内贸油品运输，且公司内贸市场份额维持在 50% 以上，盈利稳健；3) 受美国制裁影响，2020 年公司业绩存在较大不确定性，需密切关注制裁进展。

风险提示：1) 运费增长不及预期；2) 老旧船拆解量低于预期；3) 需求增长低于预期；4) IMO 低硫条规延期执行；5) 地缘政治风险。

## 正文目录

供给端改善明显，油运开启上行周期.....	4
自 2020 年起，新船交付量大幅下降，供给增速明显放缓.....	4
环保监管推动老旧船加速拆解，同时推延新造船计划.....	4
潜在资本开支叠加盈利能力下降，20 岁以上老旧船舶有望加速拆解.....	5
企业负债率高、融资困难以及环保新规等因素抑制新造船订单.....	6
全球原油供应格局变迁，长航距运输带动海运新增量.....	8
产油区域多元化开辟海上原油运输新航线.....	9
高低硫油切换元年，把握供需改善共振良机.....	11
环保执行力度进入新阶段，“供给侧改革”驱动行业景气上行.....	11
安装脱硫塔船舶比重提高，将影响即期市场的有效供给.....	12
减速航行有望成为行业新趋势.....	13
2020 年行业进入上行周期，盈利可期.....	14
投资建议.....	16
招商轮船.....	16
中远海能.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

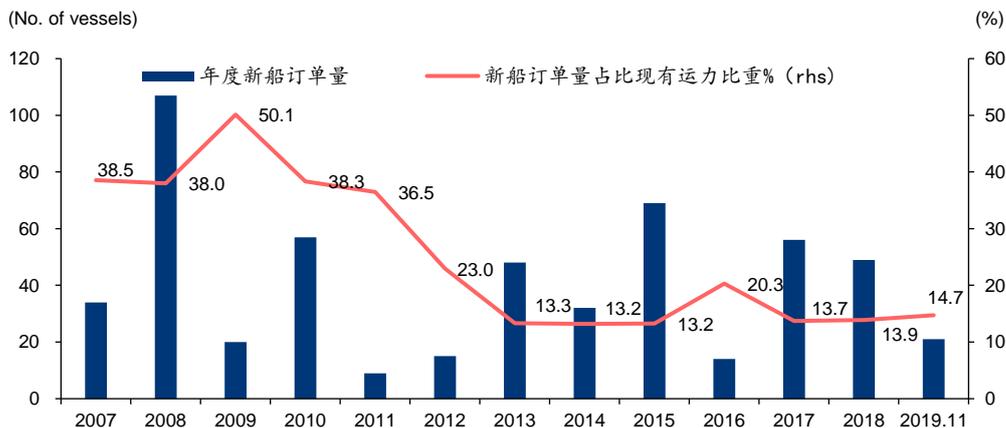
图表 1: VLCC: 年度新船订单量 vs 新船订单量占比现有运力比重%	4
图表 2: VLCC: 新船交付量	4
图表 3: VLCC (310,000 dwt): 各类船型 1 年期租租金水平差异	5
图表 4: VLCC (310,000 dwt): 各类船型 3 年期租租金水平差异	5
图表 5: VLCC: 旧船拆解量	6
图表 6: VLCC: 2020 年到期特检年限船舶数量 (20 岁以上船舶)	6
图表 7: 全球主要油轮上市公司: 净资产负债率% (2018)	7
图表 8: 全球航运市场融资金额	7
图表 9: 海运原油进口国占比 (2018)	8
图表 10: 海运原油出口国占比 (2018)	8
图表 11: 美国原油产量	8
图表 12: 美国原油出口量 (2015-2019.9)	8
图表 13: 美国、巴西和 OPEC 对应全球海运原油运输量占比	9
图表 14: VLCC: 全球主要航线需求变化 (2020E vs 2017)	9
图表 15: 全球海上原油运输航线	10
图表 16: 全球海运原油贸易量	10
图表 17: 全球海运原油周转量	10
图表 18: 国际海事组织 (IMO) 环保条例时间表	12
图表 19: 全球航运业二氧化碳 (CO2) 排放量及 2030 年目标	12
图表 20: 全球航运业 CO2 排放量占比全球排放量比重	12
图表 21: 各船型脱硫塔安装占比 (2019.10)	13
图表 22: 已安装脱硫塔船舶运力占比该船型总运力	13
图表 23: 高低硫油及船用柴油价差变化	13
图表 24: 布伦特原油期货: 商品价格曲线	13
图表 25: 原油轮航行速度指数	14
图表 26: VLCC: 供需增速	15
图表 27: 波罗的海原油运输指数 (BDTI)	15
图表 28: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)	15
图表 29: 全球前十大油轮船东 (2019.11)	16
图表 30: 全球前十 VLCC 船东 (2019.11)	16

## 供给端改善明显，油运开启上行周期

### 自2020年起，新船交付量大幅下降，供给增速明显放缓

截止2019年11月底，全球VLCC新造船订单量占现有运力的比重处于相对低位的14.7%。考虑到行业面临越发严格的环保监管，对船舶环保节能的性能提出了更高的要求，随之导致更高的造船成本。同时在全球宏观经济放缓的大背景下，行业的融资渠道也将收紧。因此，我们认为未来两年行业新造船订单量仍有望处于较低水平。

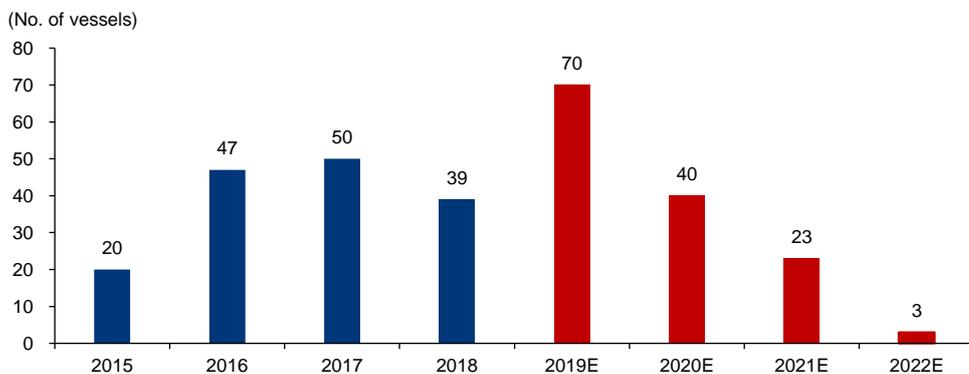
图表1: VLCC: 年度新船订单量 vs 新船订单量占比现有运力比重%



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

根据 Clarksons 数据，2019年新船交付量达到近年来高位，预计共计70艘。自2020年起，新船交付量将明显减少。截止2019年11月底，VLCC新船订单量共计66艘，将于2022年前交付完毕。其中2020/2021/2022年新船交付量分别为40、23和3艘。

图表2: VLCC: 新船交付量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

### 环保监管推动老旧船加速拆解，同时推延新造船计划

船舶拆解量是行业供给端的另一个变量，船舶拆解数量通常和市场景气程度高度相关。当行业景气程度向好，船舶盈利可观的市场环境下，船东的拆船意愿较低；当行业景气程度下行，运费低迷或低于盈亏平衡点的情况下，船东的拆船意愿较高。今年以来，行业景气程度向好，船舶盈利能力显著提升，旧船拆解数量低于市场预期。截止11月底，今年共计4艘VLCC船舶被拆解，较上年同期大幅减少（2018年共计31艘船舶拆解）。

考虑到即将执行的低硫条例和随之提升的燃油成本、新旧船舶能耗的区别、老船维护成本的提升、为达到排放要求而新增的船舶改造费用和船舶二手交易价格等多重因素影响下，我们认为环保监管有望推动部分能耗及维护成本较高，不具有竞争力的老旧船加速淘汰。

**潜在资本开支叠加盈利能力下降，20岁以上老旧船舶有望加速拆解**

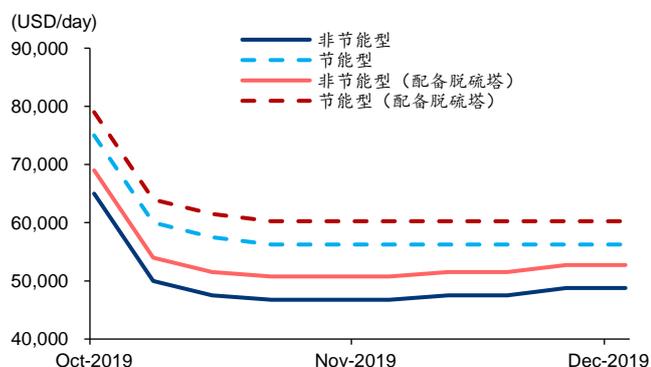
我们认为在明年1月低硫令正式执行后，燃油成本上涨和环保监管越发严格的背景下，能耗较高的老旧船舶竞争力和盈利能力将明显低于节能环保型的年轻船舶。

**1. 收入端：非节能型、节能型、加装脱硫塔等各类船舶租金水平呈现较大差异**

整体上看，节能型船舶收入水平高于非节能型船舶；加装脱硫塔船舶收入水平高于未加装脱硫塔船舶。根据 Clarksons 数据，2019年10-11月，310,000载重吨的非节能型 VLCC 一年期租平均租金水平为 49,525 美金/天，同吨位节能型 VLCC 租金水平为 58,625 美金/天，收入高出非节能型船舶 18.4%。

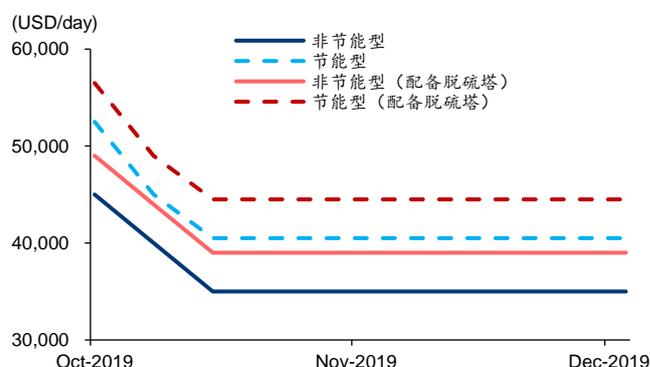
另一方面，已加装脱硫塔设备的船舶租金水平也高于同类型的船舶。10-11月，已加装脱硫塔的非节能型 VLCC 一年期租平均租金水平为 53,525 美金/天，收入高出未加装脱硫塔非节能型船舶 8.1%；已加装脱硫塔节能型 VLCC 租金价格为 62,625 美金/天，收入高出未加装脱硫塔非节能型船舶 26.5%、高出未加装脱硫塔节能型船舶 6.8%。

图表3：VLCC (310,000 dwt): 各类船型 1 年期租租金水平差异



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表4：VLCC (310,000 dwt): 各类船型 3 年期租租金水平差异



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

**2. 成本端：老旧船运营成本逐年提高叠加高燃油成本**

由于 20 岁以上船舶建造年限较久，基于当时的船舶建造技术水平，老旧船能源使用效率通常低于年轻船舶。根据 Drewry 数据，节能型 5 岁 VLCC 船舶平均单日燃油消耗量约为 52 吨；非节能型 5 岁 VLCC 船舶单日燃油消耗量约为 62 吨；20 岁以上老船平均单日燃油消耗量约为 72 吨，高出节能型船舶 38.5%、高出非节能型船舶约 15.8%。因此，完成相同的航次，老旧船的燃油成本将显著高于年轻船舶。

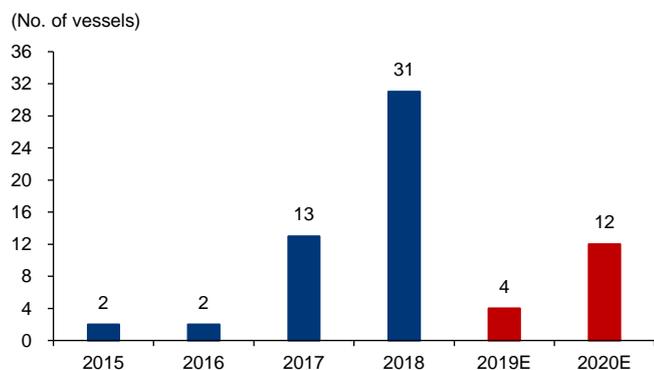
另一方面，伴随船舶年限增加，船舶维护和运营成本也将逐步增加。对于超过 15 岁以上的船舶，船舶特检时间由每 5 年检查一次缩短为每 2.5 年，以保障船舶的使用安全。特检费用也将根据船舶实际情况，有所差异。一般特检费用约 100-300 万美金不等，若船舶需要更新重要零部件，则费用将随之提高。

原油轮平均使用年限约 25 年，截止 2019 年 11 月，根据 Clarksons 数据，全行业共计有 794 艘 VLCC 船舶，其中 32 艘超过 20 岁。根据船舶年限，我们预测其中有 31 艘 20 岁以上 VLCC 将在 2020 年面临船舶特检。整体上看，我们认为老旧船舶无论在收入端或是成本端都不具有竞争力和优势，且理论上 20 岁船舶的剩余使用年限为 5 年。在未来五年内，行业不仅面临宏观经济和需求的不确定性，同时存在环保政策越发严苛的风险，因此船舶在剩余年限的盈利情况和回报都存在不确定性。

### 3. 拆船补贴吸引 vs 老船盈利不确定性

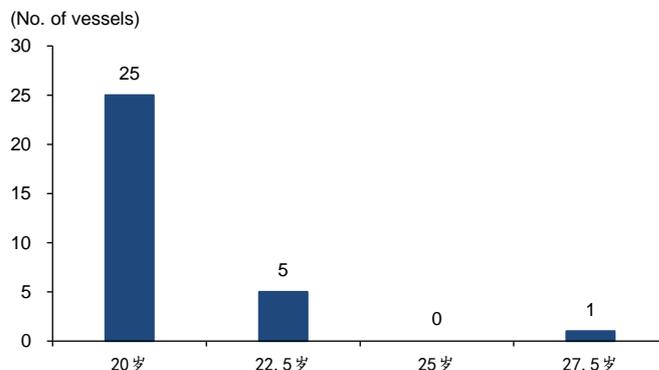
2019年11月VLCC最新拆船价约为1,650万美金。我们认为在当前的行业背景下，船东在面临确定性的拆船收入和老船未来盈利不确定性之间，船东拆船意愿有望提高。我们依据明年共有31艘20岁以上老旧船面临船舶特检而需要新增特检费用，同时船舶因为船龄增长也面临自然淘汰的情况。因此，我们基准假设其中12条船舶将不做特检，而被拆解。

图表5: VLCC: 旧船拆解量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表6: VLCC: 2020年到期特检年限船舶数量(20岁以上船舶)



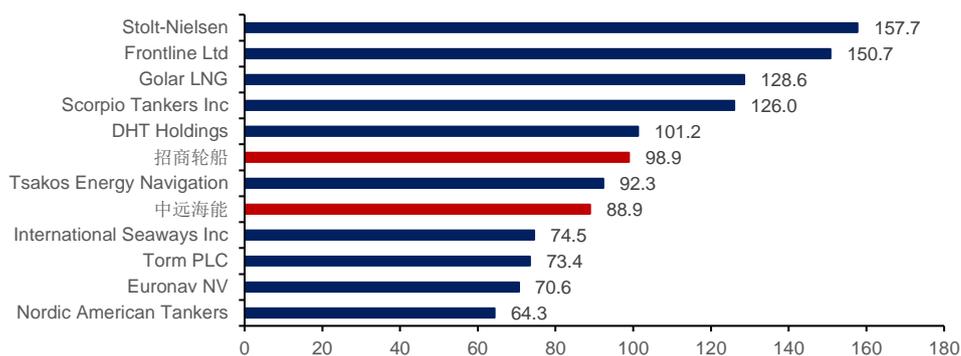
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

#### 企业负债率高、融资困难以及环保新规等因素抑制新造船订单

新造船订单方面，基于目前时间点，行业面临船舶设计的升级换代和提升船舶能效效率的要求，以更好的适应未来的环保监管和避免燃油成本大幅上涨。例如，目前新造船订单中已经出现的双燃料设计（燃油+天然气），但同时也伴随着新造船成本的增加。

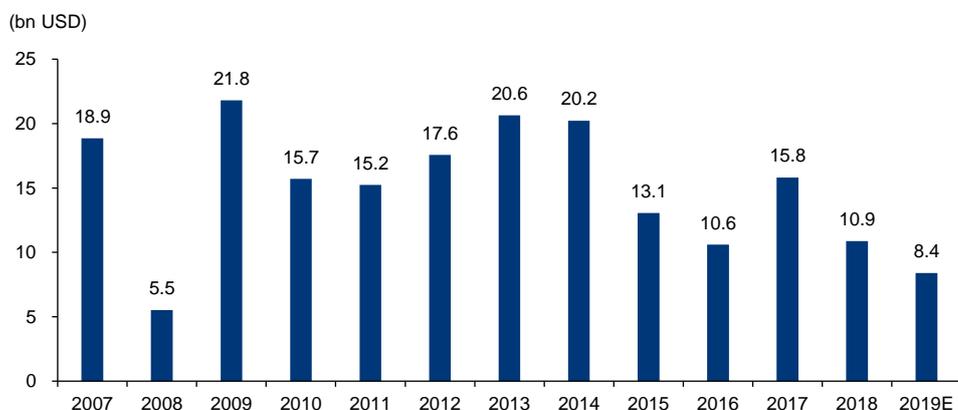
航运公司融资普遍困难也是我们认为抑制新造船大幅增加的因素。自2008年全球金融危机后，全球经济增速放缓但行业仍持续扩大资本开支，新造船订单仍处于高位，供需失衡导致航运行业进入持续低迷的盈利周期，同时导致行业负债率水平维持高位。我们选取全球12家主要油轮上市公司的财务数据，2018年这12家公司的平均净资产负债率为102.3%。其中，中远海能和招商轮船的净资产负债率分别为88.9%和98.9%。行业的高负债率水平导致普遍的融资困难，特别是海外非国有的航运企业。根据Clarksons预计，2019年全球航运业融资金额为84亿美金（IPO,增发及发债渠道），同比下降22.9%，较2009年下降61.5%。

**图表7：全球主要油轮上市公司：净资产负债率%（2018）**



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表8：全球航运市场融资金额**



备注：融资方式：IPO, 增发及发债

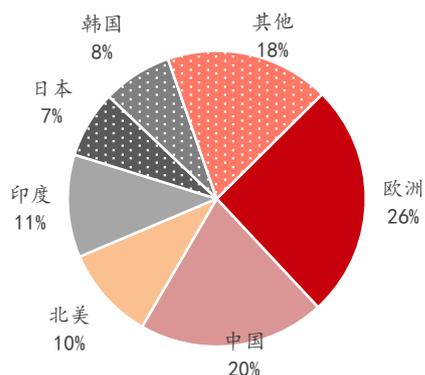
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

## 全球原油供应格局变迁，长航距运输带动海运新增量

海运原油运输需求由运量和运距两方面构成。原油生产总量决定运量，产油区域决定运距。总量上，全球原油运输需求总体平稳；但结构上，过去十年原油供给由高度集中在中东地区往全球分散化，尤其是美国的页岩油革命改变了全球原油供给格局。

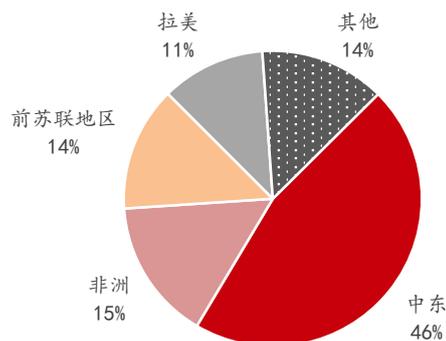
美国于2015年底解除原油出口禁令，根据EIA数据，截止2019年9月，美国原油出口量从2015年的50万桶/天大幅上涨至309万桶/天。其中，2019年美国原油总产量将达到1,230万桶/天，并预计有望在2020年进一步提升至1,320万桶/天。

图表9：海运原油进口国占比（2018）



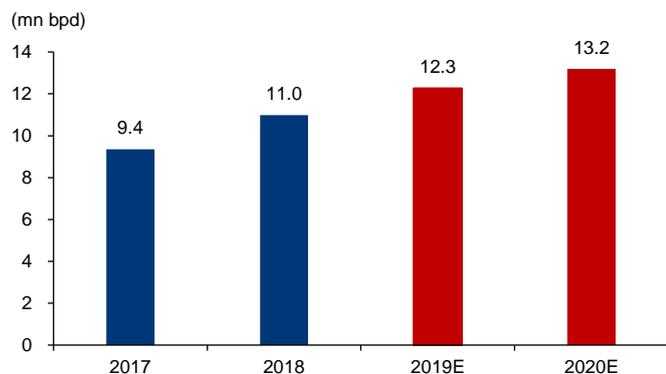
资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表10：海运原油出口国占比（2018）



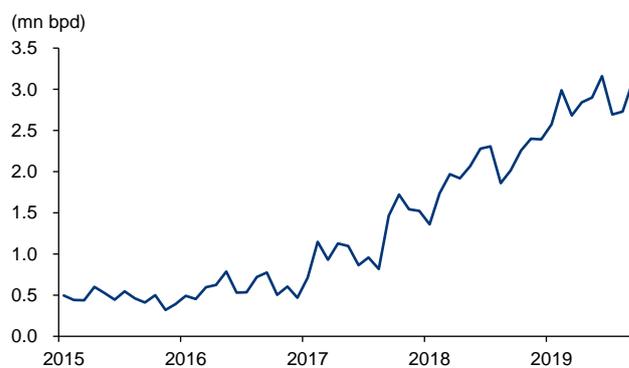
资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表11：美国原油产量



资料来源：EIA，华泰证券研究所

图表12：美国原油出口量（2015-2019.9）

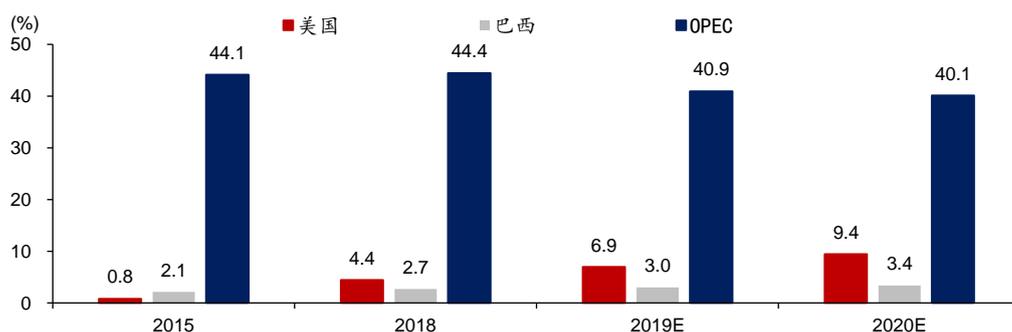


资料来源：EIA，华泰证券研究所

### 产油区域多元化开辟海上原油运输新航线

2015 年，美国原油海运出口量为 30 万桶/天，占比全球原油海运量 0.8%；2019 年，美国原油海运出口量预计为 280 万桶/天，占比全球原油海运量的 6.9%；根据 EIA 预测，2020 年美国海运原油出口量有望进一步提升至 390 万桶/天，占比全球原油海运量比重将大幅提升至 9.4%。美国原油出口大幅增长主要受美国原油管道修建完成及港口基础设施逐步完善推动。另一个原油出口量明显增加同时伴随运输距离增长的国家是巴西。根据 Clarksons 数据，2019 年巴西海运原油出口量将达到 120 万桶/天，占比全球海运原油运输量的 3.0%，较 2015 年上涨 0.9 个百分点。美国及巴西地区原油出口对中东原油的替代效应有望拉长海运运输距离。

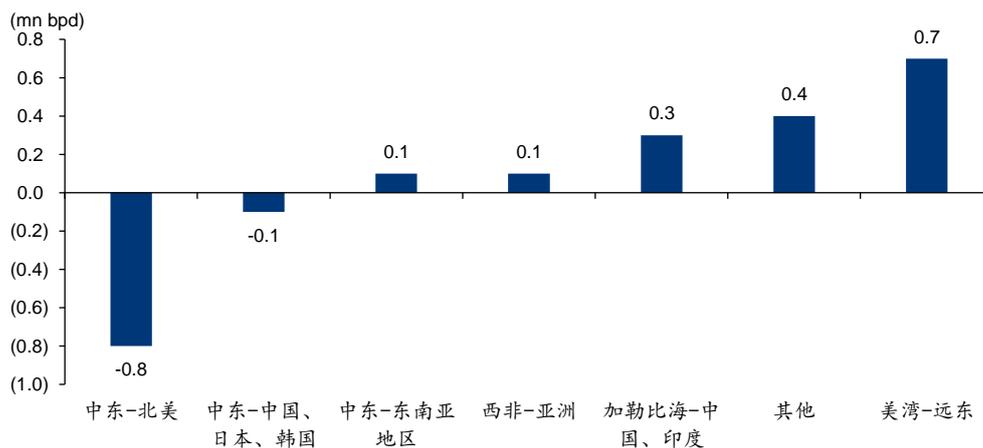
图表13： 美国、巴西和 OPEC 对应全球海运原油运输量占比



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

美国原油出口放量后，美湾-远东航线对 VLCC 的需求激增(之前几乎为零)。根据 Clarksons 预测，相较于 2017 年水平，2020 年美湾至远东航线 VLCC 需求量将增加 70 万桶/天；加勒比海至中国和印度航线需求量将增加 30 万桶/天；而受 OPEC 减产周期和美国自身原油产量大幅增长影响，中东至中国和日韩航线以及中东至北美航线需求量将分别下降 10 万桶/天和 80 万桶/天。

图表14： VLCC：全球主要航线需求变化（2020E vs 2017）



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

值得注意的是，增加的美湾至远东、加勒比海至中国和印度均属于长航线运输；减少的中东至中国及北美需求均属短航线运输。美湾至远东地区航程大约为 120 天，是中东至远东地区航程（约 45 天）的 3 倍。运输距离的增加同时带动了行业供需结构的变化。船舶有效供给因受运输时间的增长，而导致运力调度存在滞后，单个区域内的需求增长容易造成该航线的运价大幅上涨。

图表15: 全球海上原油运输航线



资料来源: Drewry Maritime Advisors, 华泰证券研究所

受 OPEC 减产以及美国对伊朗和委内瑞拉原油出口的制裁, 根据 Clarksons 预计, 今年全球海运原油贸易量同比下滑 0.5%; 2020 年, 受益美国原油管道修建完工及港口基础设施进一步完善, 全球海运原油贸易量有望回升, 同比增速预计为 2.5%。

受益运输距离增长, 海运原油周转量增速将高于贸易量增速。根据 Clarksons 数据, 2019 年全球海运原油周转量同比预计增长 1.6%, 2020 年增速有望回升至 5.4%, 主要受益美湾和巴西地区长航距运输需求推动。

图表16: 全球海运原油贸易量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表17: 全球海运原油周转量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

## 高低硫油切换元年，把握供需改善共振良机

航运是国际贸易的主要运输载体，它承担了目前全球贸易运输总量的90%。根据国际海事组织(IMO)的数据，2007年至2012年全球航运业每年平均温室气体排放量约10亿吨，占全球总量的3%，也是碳排放增速最快的行业之一。经济增长和对船舶运输需求的增加将继续驱动航运业排放量上升。IMO预测，若不遏制其温室气体排放的上升趋势，到2050年，全球航运业温室气体排放量与2012年相比将上升50%-250%，在全球温室气体排放总量的占比可能上升至17%。我们认为环保和排放问题使得传统的航运行业面临前所未有的挑战和变化，但同时也带来新的机遇。

## 环保执行力度进入新阶段，“供给侧改革”驱动行业景气上行

航运业面临环保及排放问题的大背景来自于2016年178个缔约国家共同签署的《巴黎协定》。该协定是继1992年《联合国气候变化框架公约》、1997年《京都议定书》之后，应对气候变化的第三个里程碑式的国际法律文本，具有国际法律约束力，为2020年后全球应对气候变化行动作出了安排。从国家层面，各国均对其沿海和沿江区域设置船舶排放控制区(ECA)，主要涉及硫排放和氮排放控制区，推进船舶节能排放。然而，在《巴黎协定》签署后，航运业是唯一一个没有达成任何气候变化国际协议的行业。缔约国家对航运业未能追随《巴黎协定》的制定目标而施加压力。欧洲议会曾表示，若IMO不能在2021年之前就减碳计划达成一致，议会将从2023年起将航运部门纳入欧盟碳交易体系。

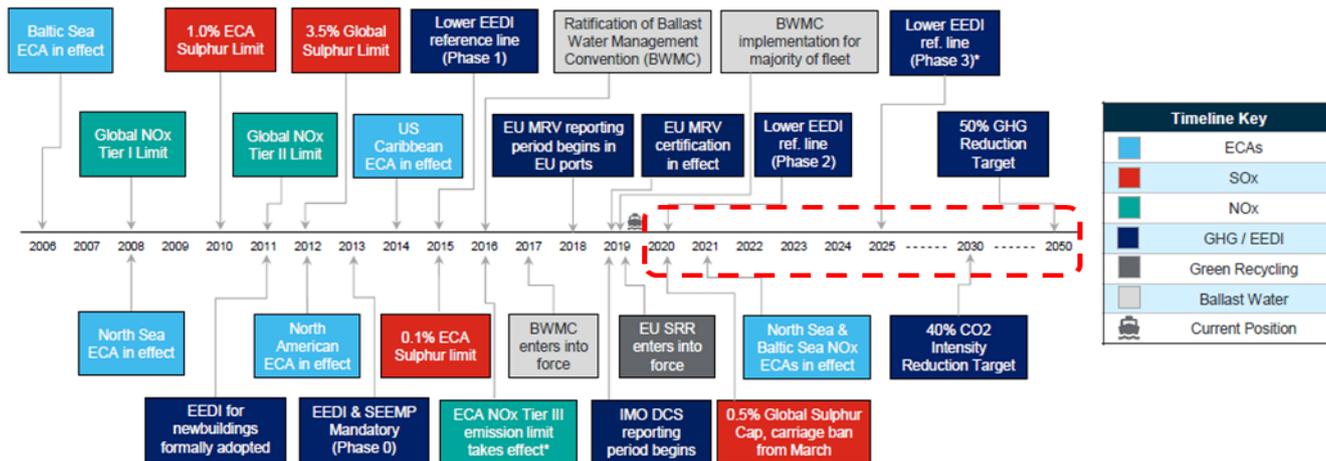
因此，2018年4月，IMO海洋环境保护委员会会议讨论通过了温室气体减排初步战略：

- 1) 通过进一步研究提高船舶能效设计指数(EEDI)的要求，来促进船舶碳排放的下降。争取到2050年，船舶能源使用效率较2008年水平提升70%；
- 2) 到2030年，全球海运每单位运输活动的平均二氧化碳排放与2008年相比降低40%；到2050年降低70%；
- 3) 到2050年，全球海运温室气体(GHG)年度总排放量与2008年相比减少50%，并通过与《巴黎协定》温控目标一致的减排路径逐步消除海运温室气体排放。

根据IMO环保条例推行时间表，自2019年9月起，全行业执行压载水公约，对国际船舶压载水和沉积物控制和管理做出规定；2020年1月起，低硫燃油公约生效，未安装脱硫塔装置的船舶将强制转换使用含硫量低于0.5%的清洁燃油，用以替代行业目前普遍使用的3.5%含硫燃油。

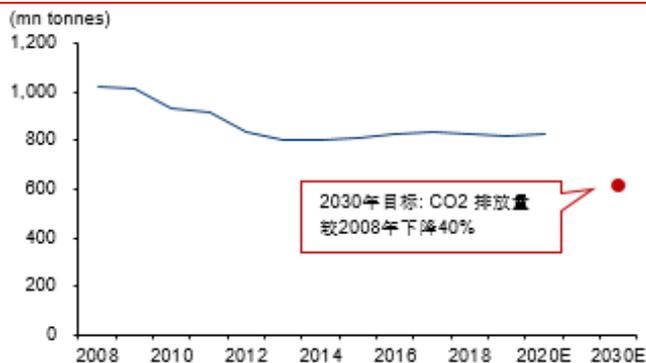
虽然环保和排放的监管趋紧，将导致行业面临燃油成本上涨、新增资本开支用于船舶改造以达到排放要求等问题，但整体我们认为环保条例的陆续生效将对航运业带来中长期的正面影响。各子板块中，油运受益最为明显，除行业自身供需结构改善外，低硫油普及有望带动成品油市场，间接拉动原油需求的增加。

图表18: 国际海事组织 (IMO) 环保条例时间表



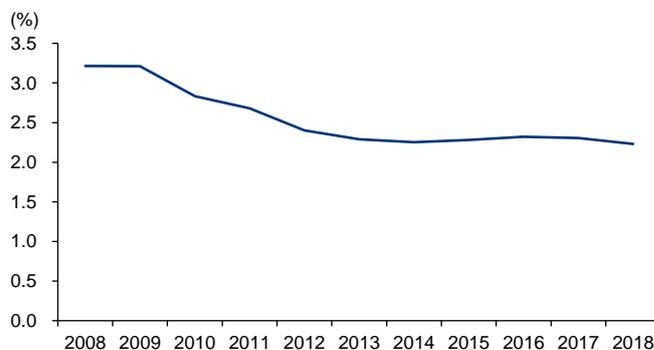
资料来源: IMO, Clarksons, 华泰证券研究所

图表19: 全球航运业二氧化碳 (CO2) 排放量及 2030 年目标



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表20: 全球航运业 CO2 排放量占比全球排放量比重



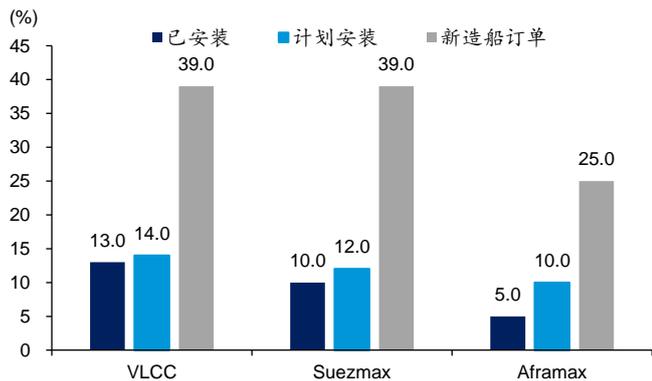
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

### 安装脱硫塔船舶比重提高, 将影响即期市场的有效供给

因高低硫油的价差和低硫油供应是否充足等不确定性, 部分船东选择安装脱硫塔避免低硫油价格风险及油品供应风险。根据 Clarksons 数据, 截止 2019 年 10 月, 全球共计 8.0% 原油轮运力 (载重吨) 已完成安装脱硫塔。其中, VLCC 船型中, 13% 的 VLCC 船舶已安装脱硫塔; 另有 14% 的 VLCC 计划安装脱硫塔, 预计将在 2020-2021 年安装完毕; 新造 VLCC 订单中, 39% 的船舶预计将加装脱硫塔设备。

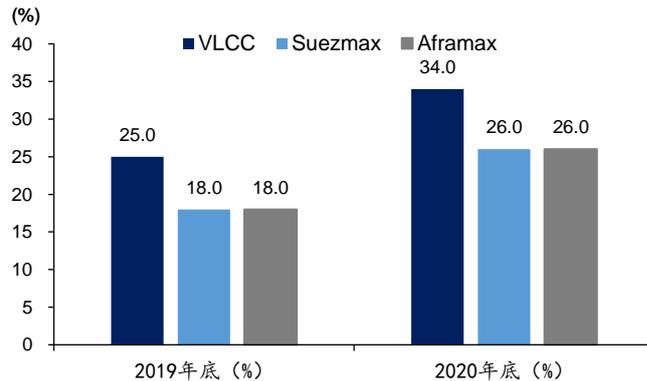
整体 Clarksons 预测, 截止 2019 年和 2020 年底, 安装脱硫塔的 VLCC 运力占比将分别达到 25% 和 34%。根据目前船厂安装脱硫塔的进度, 平均一艘船进坞安装时间约 35-50 天。因此, 2019 年和 2020 年, 因安装脱硫塔设备而暂时退出即期市场的 VLCC 运力年化比重预计分别为 1.2% 和 0.7%。市场实际的有效船舶供给增速将有望下降, 特别是在季节性需求旺季时期, 行业供需缺口将尤为明显, 有望带动运费水平超预期的表现。

图表21: 各船型脱硫塔安装占比 (2019.10)



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表22: 已安装脱硫塔船舶运力占比该船型总运力



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

### 减速航行有望成为行业新趋势

航行速度是考量市场有效供给的另一个变量, 根据 Clarksons 预测, 航行速度每降低 0.25 海里/小时, 市场船舶供给将下降 2-3%。整体我们认为在高低硫油切换初期, 低硫油供应是否充足仍有待验证。在低硫油供应紧缺的情况下, 船东有可能被迫采购价格更高的船用轻柴油。在面临燃油成本上涨的大背景下, 我们预测航运公司有可能通过降低行驶速度, 以减少燃油消耗, 从而减少因使用清洁燃油, 带来的成本上涨压力。因此减速航行将导致市场有效供给进一步收紧, 推高运费水平。

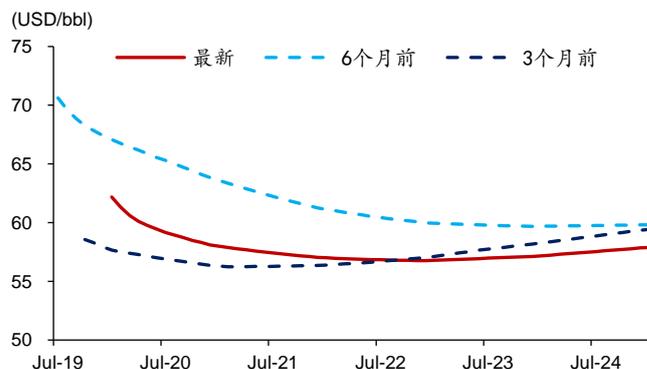
2019年9月-11月, 0.5%低硫油平均价格为 553 美金/吨, 相比 3.5%高硫油高出 153 美金/吨; 0.1%船用轻柴油价格为 586 美金/吨, 相比 3.5%高硫油高出 186 美金/吨。中长期看, 伴随低硫油供应的逐步稳定, 高低硫油的价差有望收窄。

图表23: 高低硫油及船用柴油价差变化



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

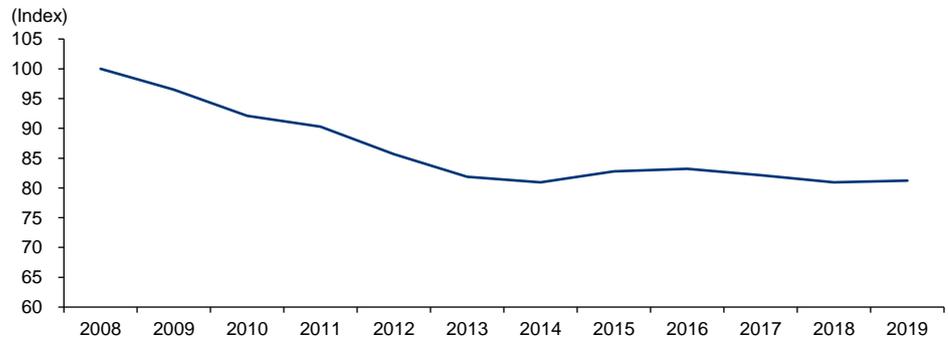
图表24: 布伦特原油期货: 商品价格曲线



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

除了燃油成本的考量外，航运业面临 2030 年及 2050 年的碳排放及温室气体排放目标，减速航行将减少船舶在运行中的尾气排放，符合行业的治理方向。根据 Clarksons 数据，2018 全年，全球航运业共计产生 8.3 亿吨二氧化碳，较 2008 年下降 18.8%，同时行业平均航速较 2008 年下降约 18.8%。

图表25：原油轮航行速度指数



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

### 2020 年行业进入上行周期，盈利可期

展望 2020 年，油运市场供需结构向好，我们对行业表示乐观。我们预计 2020 年 VLCC 市场供给增速将从今年的 6.5% 大幅下滑至 3.4%，主要因新造船交付大幅下降导致（假设拆船率为 1.4%，2019 年行业拆船率预计为 0.4%）。需求方面，我们预计海运原油需求（载重吨）将由今年的 1.1% 大幅提升至 5.4%。需求增长主要受美国和巴西原油出口进一步提升带动长行距运输驱动。另一方面，2019 年需求低基数，主要受 OPEC 限产、伊朗和委内瑞拉制裁、中东局势升级影响油轮运输等因素导致。

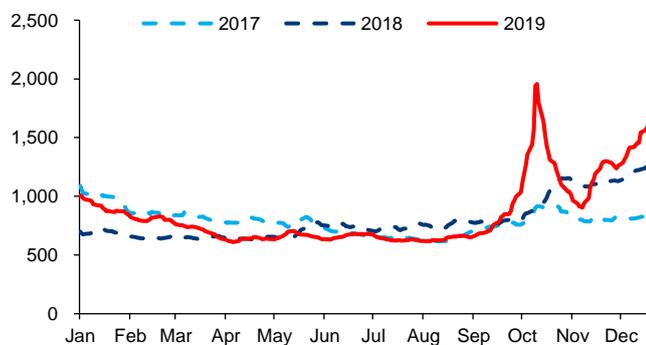
根据 Clarksons 预测，2020 年因安装脱硫塔而暂时退出即期市场的运力年化比重约 0.7%。因此，2020 年市场实际的有效船舶供给增速将有望下降至 2.7%，进一步利好运费水平的提升。

图表26: VLCC: 供需增速



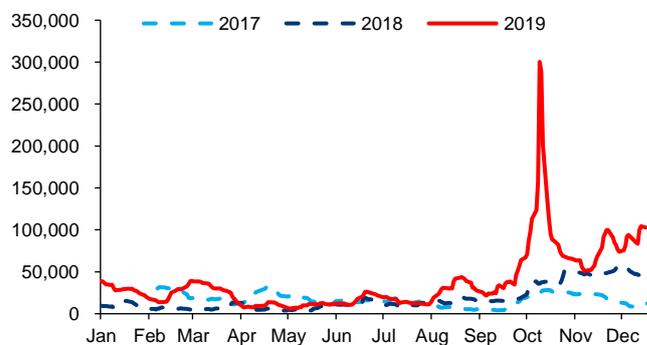
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表27: 波罗的海原油运输指数 (BDTI)



资料来源: 波罗的海交易所, 华泰证券研究所

图表28: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)



资料来源: 波罗的海交易所, 华泰证券研究所

## 投资建议

### 招商轮船

1) 公司 VLCC 船队规模全球第一，截止 2019 年 11 月底，公司拥有 VLCC 船舶 52 艘，盈利弹性大；2) 干散运输市场逐步修复，COA 合同锁定长期盈利；3) 受益油运上行周期，公司 2020 年盈利同比有望进一步增长。

2019 年前三季度，公司实现营业收入 98.1 亿元，同比增长 34.0%；归母净利润 7.2 亿元，同比大幅增长 64.3%，主要因油运运费大幅改善推动。作为全球最大 VLCC 船东，公司盈利弹性大，有望显著受益油运上行周期；公司干散 VLOC 船队均已签署长期运输协议，盈利稳定；中国天然气消费量逐步提升，公司 LNG “项目船”模式提前锁定盈利。伴随我国天然气进口量的增加，公司 LNG 船队规模有望进一步扩大。

基于公司 2019 年底的船队规模数量，我们测算 VLCC 运费每提高 5,000 美金/天，公司年化归母净利润增加约 6.1 亿人民币。2019 年前三季度，即期市场 VLCC 运价均值为 22,335 美金/天，对应公司归母净利润 7.2 亿元。假设 2019 年全年运费均值 40,000 美金/天，预计公司 2019 年全年扣非归母净利润 30.5 亿元；假设 2020 年全年运费均值 60,000 美金/天，预计公司 2020 年扣非归母净利润 54.2 亿元。

### 中远海能

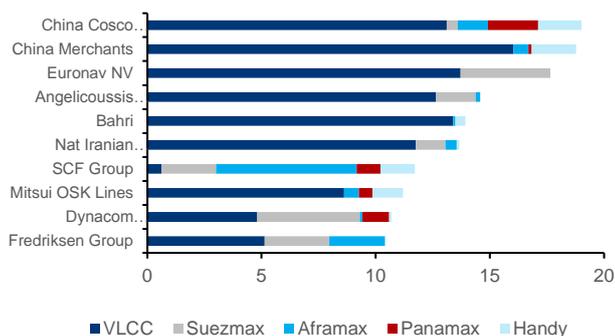
1) 公司油轮（原油轮+成品油轮）船队规模全球第一，截止 2019 年 11 月底，公司拥有 VLCC 船舶 43 艘，盈利弹性大；2) 除国际油品运输业务外，公司同时经营内贸油品运输业务，且公司在内贸市场份额维持在 50%以上。内贸油运市场供需格局相对稳定，运费水平波动较小，且部分 COA 合同锁定收入，盈利稳健；3) 公司 LNG “项目船”业务盈利稳定。伴随我国天然气进口量的增加，公司 LNG 船队规模有望扩大。

2019 年前三季度，公司实现营业收入 105.3 亿元，同比增长 26.81%；归母净利润 5.8 亿元，同比实现扭亏为盈，主因油运行业周期复苏，运费大幅改善驱动。

2019 年 9 月 25 日，中远海能下属全资子公司大连油运因伊朗运输问题，被美国商务部加入制裁实体名单。我们预计受影响的 VLCC 船舶共计 26 艘，约占公司整体 VLCC 运力规模的 60%。2019 年 10 月 24 日，公司收到美国商务部批准的临时豁免，允许公司在 2019 年 12 月 20 日之前进行正常的经营活动。因受制裁影响，公司 2019 年四季度和 2020 年业绩存在较大不确定性，建议密切关注制裁进展。

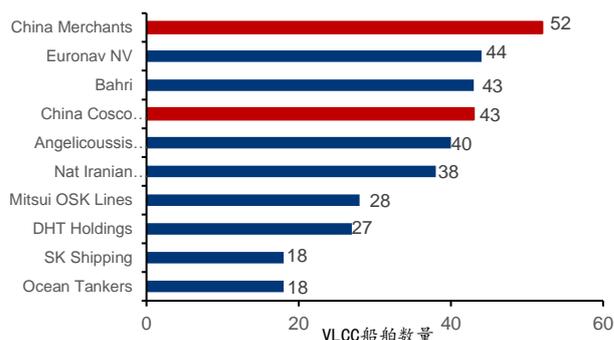
从行业角度，我们认为中远海能的制裁导致市场船舶供给减少，推动行业运费进一步上涨。截至 2019 年 11 月底，全球共有 794 艘 VLCC，其中中远海能被制裁船舶 26 艘，占比行业运力的 3.3%，行业运力供给收紧推高运费，将利好其他油运公司。

图表29：全球前十大油轮船东（2019.11）



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表30：全球前十 VLCC 船东（2019.11）



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

### 风险提示

- 1) 运费增长不及预期：我们的核心假设基于对运费的判断，若运费低于我们的预期，公司盈利情况将受负面影响。
- 2) 老旧船舶拆解量不及预期：我们预期老旧船舶拆解将减少市场有效供给，支撑运费上涨。若拆解量低于预期，运费上涨幅度将受影响。
- 3) 需求增长不及预期：我们预期受益美国和巴西原油出口的增加以及运输距离拉长，全球油运需求将保持增长。若原油出口量低于预期，将对行业需求产生负面影响。
- 4) IMO 2020 年环保条规延期执行：我们认为 2020 年执行的环保条例是加速老旧船舶拆解的核心推动，若环保条例延期执行，老旧船舶有可能延期拆解。
- 5) 政治风险：地缘政治风险或战争将对全球经济和原油需求带来负面影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com