

中远海能 (600026)

证券研究报告

2020 年 04 月 24 日

全球最大油运船东，尽享行业景气红利

油运行业研究框架：行业由于原油同时具备商品及金融属性且货值较高而具备明显的周期性弹性，在研究时往往难以对逻辑进行证实或证伪。为此，我们拾级而上从原油供给、有效运力、运距乘数、地缘政治及浮舱囤油五大因素出发，对行业进行研究。其中前三项为行业基本面的基础性决定因素，分别对应运价的长期方向及持续性、运价短期弹性及持续能力及乘数效应；地缘政治虽然无法预测，但是每当发生，可以作为提前布局行业的信号及行业短期供需的测试机制；浮舱囤油则为行业景气度的扩大器，对当前行情的高度及长度形成正反馈。

复盘 14-16，我们处在什么位置：基于我们的框架，当前全球经济尚未迎来如 02-07 年的顺周期，虽然 14-16 年的行业景气提升、原油供需格局恶化程度不如当前，但是两轮行情在属性上较为类似，因此 14-16 年美股油轮标的的行情演绎对当前的投资仍有一定指导价值。我们发现，标的行情在行业运价及原油期现价差首次拉大时最具弹性，而随着时间的延续，股价对指标变化的反馈有所钝化，我们认为这来源于市场从短期高弹性向远期盈利折现的转化。结合本轮行情，当前全球原油库存虽然增加较快，但是仍有上行空间，且短期原油的升水将为运价进行托底，我们认为行业运价仍将维持高位。

公司运力顺利回归，尽享本轮运价高景气红利。公司 VLCC 运力去年因制裁因素缺席旺季，今年 1 月末运力的回归本就为公司在盈利和估值上带来了修复空间，而 3 月的 OPEC 谈判决裂促发了行业的高度景气，公司外贸油运业务有望大幅提升，根据我们的测算，年内行业 TCE 均值每提升 1 万美元/天，公司的运力理论上可以贡献 12.31 亿的利润，即便考虑公司部分运力可能已有长期合约，对于运价的敏感度为行业运价的 80%，亦可以为公司带来超过 8 亿元的利润，具备较高弹性。

LNG 及内贸业务有望持续贡献稳定收益。虽然 H1 成品油运输可能受到新冠影响，但是增长的原油运输量带来的内贸中转运输或对其形成对冲，内贸业务年内仍有望维持正增长；LNG 业务全与项目长期绑定，有望持续贡献稳定收益为公司的业绩提供安全垫！

投资建议：油轮行业 3 月以来因全球原油的供需错配迎来高度景气，行业租金突破 250000 美金/天，且目前新冠肺炎造成的原油消费需求缺失可能仍将延续，原油期现价差有望延续，而这将为行业的运价进行托底，我们认为年内 TCE 均值有望达到 65000 美元/天甚至更高，预计 2020-2022 年公司净利润为 35.8、7.0、12.9 亿元，当前股价对应 PB 估值为 1.42、1.40、1.37 倍，给予公司 20 年 1.56 倍 PB 的估值，对应目标价 10.07 元，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：制裁风险、安全事故、原油消费需求大幅低于预期、中美关系僵化。

投资评级

行业	交通运输/航运
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	9.17 元
目标价格	10.07 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,466.69
流通 A 股股本(百万股)	2,736.03
A 股总市值(百万元)	31,789.56
流通 A 股市值(百万元)	25,089.42
每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	55.70
一年内最高/最低(元)	9.75/5.48

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	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,286.00	13,880.08	17,046.03	13,914.50	14,863.53
增长率(%)	25.89	12.97	22.81	(18.37)	6.82
EBITDA(百万元)	3,796.49	4,763.08	8,435.22	5,413.31	6,146.14
净利润(百万元)	105.13	431.61	3,581.84	702.77	1,290.24
增长率(%)	(94.05)	310.54	729.88	(80.38)	83.59
EPS(元/股)	0.02	0.09	0.75	0.15	0.27
市盈率(P/E)	415.42	101.19	12.19	62.15	33.85
市净率(P/B)	1.55	1.55	1.42	1.40	1.37
市销率(P/S)	3.55	3.15	2.56	3.14	2.94
EV/EBITDA	11.48	10.02	7.22	11.00	9.03

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 中远海能：全球最大油轮船东	5
1.1. 历史沿革	5
1.2. 股权架构	5
1.3. 主营业务模式介绍	6
2. 国际油运行业研究框架：从五大因素出发拾级而上	8
2.1. 国际油运行业介绍：高弹性+强周期	8
2.2. 为何原油供给量是油运需求的有效指标？什么阶段可能更景气？	10
2.2.1. 供需基本均衡的情况下，原油产量可以理解为消费需求和库存需求之和	10
2.2.2. 常规周期以外的特例：供需大幅失衡下，有效供给仍为行业景气度的有效指标之一	11
2.3. 有效运力决定运价的弹性及短期波动持续性	12
2.4. 不可忽略的运距乘数	14
2.5. 从共性出发，探寻地缘政治对油轮投资的指导意义	15
2.6. 景气度的放大器：浮舱囤油	16
2.7. 借古鉴今，复盘 14-16 油运牛市，我们现在处于什么位置？	16
2.7.1. 根据我们的判断，当前的行情并非顺周期下的长期行情，与 14-16 年的情形类似	16
2.7.2. 复盘 14-16，何为短期行情的核心指标？	17
2.7.3. 从 14-16 年的行情出发，我们现在处在什么位置？	19
2.8. 行业研判：预计未来两年运价维持高弹性，中枢水平有望提升	21
2.8.1. 供给相对缓慢，预计未来两年运价仍将维持高弹性	21
2.8.2. 新冠得到控制后，需求有望回归正轨	21
2.8.3. 中美协议或为美油出口的趋势带来托底，运距下滑幅度相对有限	22
3. 国际油运为矛贡献高弹性，内贸、LNG 为盾贡献稳定收益	22
3.1. 国际油运船队运营恢复常态，充分受益本轮高景气	23
3.1.1. 运力全线回归后行业迎来高景气，20 年业绩有望进一步提升	23
3.1.2. 公司外贸油轮业务弹性测试	24
3.2. 内贸油运：新冠疫情影响有限，业绩有望温和增长	25
3.3. LNG 业务绑定长期项目，利润有望维持稳定	26
4. 盈利预测及投资建议	27
4.1. 核心假设及收入预测	27
4.2. 估值探索	28
4.3. 投资建议	28
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：中远海能发展历史	5
--------------	---

图 2: 中远海能股权架构	5
图 3: 中远海能营业收入及增速	7
图 4: 中远海能归母净利润及增速	7
图 5: 中远海能分板块收入占比拆分	7
图 6: 中远海能分板块成本占比拆分	7
图 7: 中远海能分板块毛利额占比拆分	7
图 8: 中远海能近年 PB、ROE	7
图 9: 经济高增长时油运行业景气度较高	11
图 10: 油价较低时, 库存端的需求拉动行业进入高景气	11
图 11: 原油供需平衡下, 供给量与消费量和库存变动量之和持平	11
图 12: 结合美林时钟, 原油及油运行业在各经济周期中的表现	11
图 13: 供需大幅失衡下, 原油的供给仍可以作为判断油运行业景气度的依据	12
图 14: 苏伊士运河关闭导致原油贸易运距拉长	14
图 15: 美国油品进出口情况一览	15
图 16: 2019H1 美国原油出口至远东的情况	15
图 17: 一张图看懂我们的油运行业研究框架	17
图 18: 14-16 期间由于股价对行业 TCE 具有一定正反馈, 但后期有所弱化	18
图 19: 14-16 期间由于股价对原油期现价差具有一定正反馈, 但后期有所弱化	18
图 20: 原油库存及增量的绝对值或为获利了结的先行信号	19
图 21: 2010 以来油运 TCE	20
图 22: 2010 以来原油期现价差	20
图 23: EIA 原有及石油产品含战略储备的库存量仍有一定上行空间	20
图 24: VLCC 运力未来 2 年预计净增量放缓	21
图 25: VLCC 在手订单量不断下探	21
图 26: 3 月以来 TCE 大幅上涨	24
图 27: 380 燃料油价大幅下跌	24
图 28: 公司内贸油运收入及增速	26
图 29: 公司内贸油运毛利额及毛利率	26
图 30: 公司 LNG 运输业务收入及成本对比	26
图 31: 公司 LNG 运输业务毛利额及毛利率	26
表 1: 中远海能船队规模 (2019 年 12 月 31 日)	6
表 2: 油运行业运价波动剧烈	8
表 3: 油运季节性明显, Q4 为传统旺季	9
表 4: 20 岁以上船舶信息	13
表 5: 截至 2019 年末受制裁影响的运力	14
表 6: 90 年以来地缘政治对油运影响梳理	16
表 7: 油运行业供需预测表	22
表 8: 公司 VLCC 在 TCE 口径下的盈亏平衡点测算	24

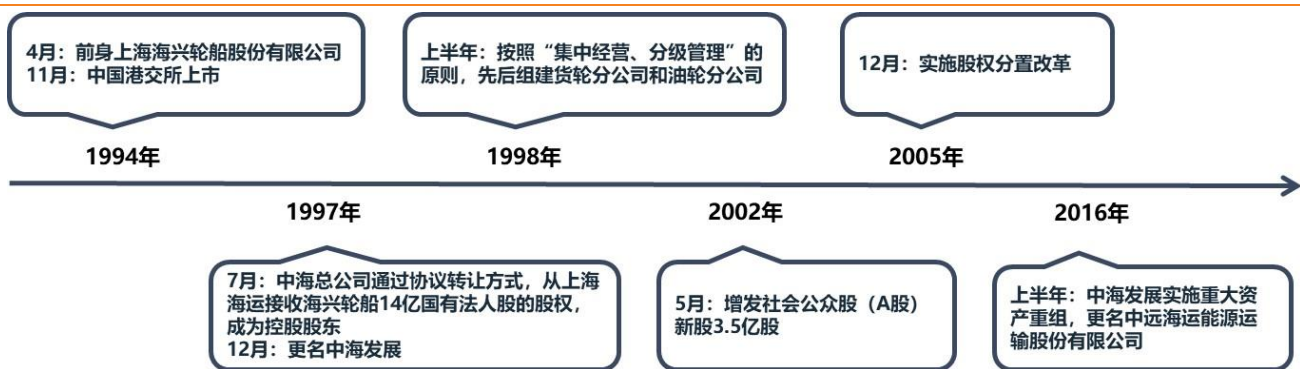
表 9：2020 年公司外贸油运业务弹性测试.....	25
表 10：公司主营业务收入预测.....	28
表 11：可比公司在可比时间段中的估值	28

1. 中远海能：全球最大油轮船东

1.1. 历史沿革

中远海能源运输股份有限公司是中国远洋海运集团有限公司旗下从事油品、液化天然气等能源运输及化学品运输的专业化公司，其前身上海海兴轮船股份有限公司于 1994 年 5 月成立，是当时华东地区最大的煤炭、原油水路运输商。1994 年 11 月海兴轮船作为国务院证券委员会确定的第二批境外上市试点企业，在中国香港联交所上市。1997 年 7 月，中海总公司通过协议转让方式，从上海海运接收了海兴轮船 14 亿国有法人股的股权，成为海兴轮船的控股股东。1997 年 12 月，公司更名为中海发展股份有限公司。2002 年 5 月，公司在上交所增发社会公众股(A 股) 3.5 亿股。2016 年上半年，公司实施重大资产重组，重组后主营业务变更为油品运输业务及 LNG 运输业务，并更名中远海运能源运输股份有限公司。

图 1：中远海能发展历史



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 股权架构

公司于 2020 年 3 月 17 日非公开发行 A 股 7.31 亿股，其中中国远洋海运集团认购 6.02 亿股，锁定期 36 个月；大连船舶重工集团、沪东中华造船有限公司分别认购 0.86 亿股、0.43 亿股，锁定期 12 个月。股本变动后，公司主要控股股东及持股比例包括中国海运集团有限公司（32.27%），香港中央结算（代理人）有限公司（26.99%）、中国远洋海运集团有限公司（12.63%）。

图 2：中远海能股权架构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 主营业务模式介绍

中远海能作为覆盖全球主流油轮船型的航运公司及世界 LNG 运输市场的重要参与者，其主营业务聚焦国际及中国沿海油品运输和国际 LNG 运输两个板块。截止至 2019 年 12 月 31 日，公司共计拥有和控制油轮 151 艘，油轮船队规模位居世界第一，其中自有运力 142 艘；租入运力 9 艘，订单运力 17 艘。LNG 方面，公司目前参与投资的 LNG 船舶 38 艘，其中投入运营的 LNG 船舶 35 艘，在建 LNG 船舶 3 艘。

表 1：中远海能船队规模（2019 年 12 月 31 日）

分类	船型	船舶艘数	现有船舶		订单	
			万载重吨/万立方米	平均船龄	船舶艘数	万载重吨/万立方米
自有船舶	油轮	142	1925	9.6	17	304.4
	LNG 船	6	105	2.4		
	LPG 船	5	1	12.8		
租入船舶	油轮	9	246	10.4		
控制船舶	油轮	10	62	10.9	3	19.5
	LNG 船	29	485	3.5	3	52.2
合计		201	2234 / 590	8.7	23	323.9 / 52.2

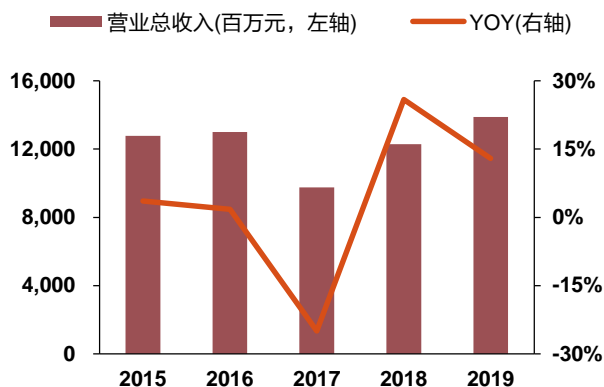
资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司主要经营模式为利用自有及控制经营的船舶为货主提供即期市场租船、期租租船、与货主签署 COA 合同、参与联营体运营等多种生产经营活动。公司覆盖油轮船型齐全，拥有及控制油轮通过参与内外贸联动、大小船联动、黑白油联动等运输方式，充分发挥自身优势，为客户提供进出口物流解决方案的同时降低物流成本。此外，公司 38 艘 LNG 船舶均为长期项目船，与项目方签署长期起租合约，运价全部锁定，因此 LNG 业务板块收益相对稳定。

2019 年，公司整体实现营业收入 138.80 亿元，同比增加 12.97%；归母净利润 4.32 亿元，

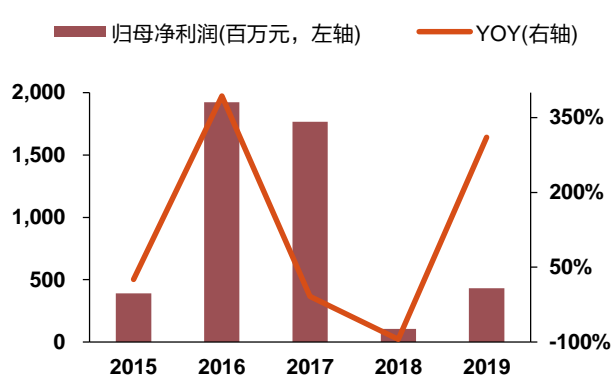
同比增加 310.54%；扣非归母净利润 4.47 亿元，同比增加 569.42%。其中，油品运输、LNG 运输、LPG 运输业务收入占比分别为 89.7%、9.6%、0.7%，毛利额占比分别为 71.8%、27.0%、1.2%。

图 3：中远海能营业收入及增速



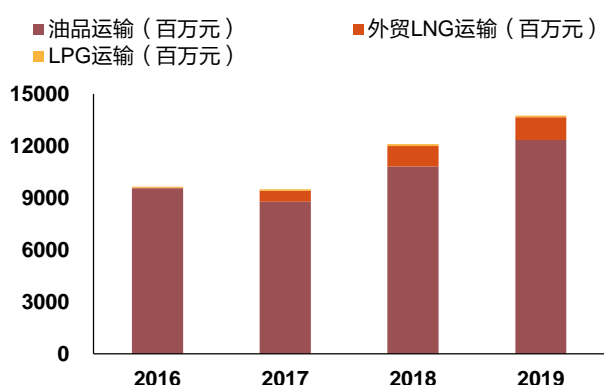
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：中远海能归母净利润及增速



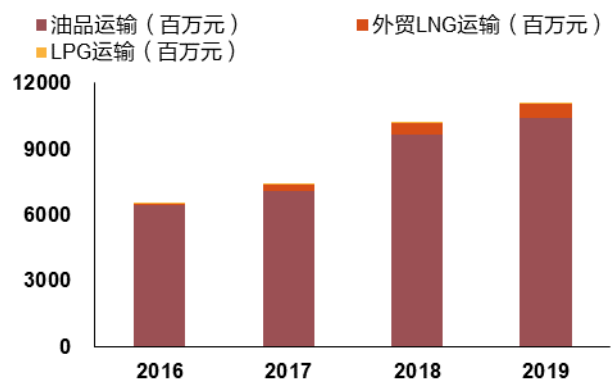
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：中远海能分板块收入占比拆分



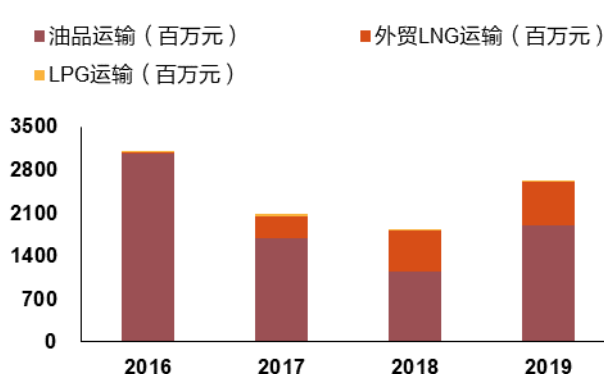
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：中远海能分板块成本占比拆分



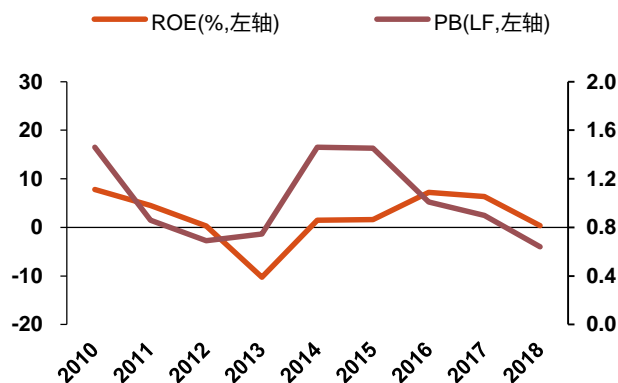
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：中远海能分板块毛利额占比拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：中远海能近年 PB、ROE



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 国际油运行业研究框架：从五大因素出发拾级而上

2.1. 国际油运行业介绍：高弹性+强周期

国际石油运输是由于石油主要产地和消费地地理分布不同而产生的行业，因而货物流向相对单一、航线布局比较固定，较其他水上运输业务具备空载航行率高、载重量利用率低的特点。类似于其他水上运输业，行业有效需求指标为运输周转量（吨海里），即海运贸易量与平均运距的乘积，因此运量、运距均为行业需求的决定性因素，而运价就是行业景气度的集中反映。进一步拆解来看，运量可以拆解为全球原油的消费量和全球原油库存量。

行业主力船型包括超大型油轮（VLCC，20 万以上载重吨）、苏伊士船型（Suezmax，12.5-20 万载重吨）和阿芙拉船型（Aframax，8.5-12 万载重吨）。一般来说，在长航线上为摊低运输成本，VLCC 是最为经济、高效、环保的选择，因而 VLCC 的运价可以作为行业景气度最直接、简单的观测指标之一。

石油的金融属性较强、运费相对货值占比较低两大特点造就上下游对运费敏感度偏低，行业运价弹性显著。一艘 VLCC 往往可以运载 200 万桶以上的原油，以 2019 年油价均值 64 美元/桶的价格计算，则货值约为 1.2 亿美金。而运费方面，由于行业普遍使用的 TCE 指标为扣除燃油成本的运价指标，我们按照燃油成本及油运公司收益两部分分开计算：对于租家来说，燃油成本部分相对固定，以 380 燃油价格为 400 美元/吨、VLCC 单日油耗以 100 吨的水平计算，则中东-远东一次折返的燃油成本约为 160 万美元，占货值比例约为 1.3%；在油运公司收益部分当中，以较高的 40000 美元/天计算，将产生费用约 200 万美元，占货值比例约 1.7%，在大多数时间下，由于运费相对于货值较低的比例使得上下游对运价的敏感度较低，运价的弹性非常明显。此外，全球原油的价格受地缘政治的影响较大，波动性较高，因而国际油运行业的运输货值具备较高的波动性，受其传导，运费的波动受地缘政治的影响也非常明显。

国际油运市场具备较强的周期性，需求与全球的经济周期息息相关，年内的波动性也非常明显。从长周期来看，原油的消耗量与全球宏观经济增长具备较强相关性，在经济上行期间原油消耗量会有所增加，油运行业的景气度也会随之提升。从年内来看，一四季度为传统旺季，主要来自于欧美等主要消费国的冬季采暖需求；二三季度的消费量较低，全球炼厂也在这一时段中密集检修，因而油运市场的活跃度相对较低。正是由于这一波动的客观存在，对运价趋势的拐点判断以及对逻辑的证实或证伪的难度也较高。

表 2：油运行业运价波动剧烈

年份	TCE 均值当年最大值(美金/天)	TCE 均值当年最小值(美金/天)	年内 MAX/MIN
1990 年	44001	18454	2.4
1991 年	65291	17927	3.6
1992 年	29143	10573	2.8
1993 年	30475	15042	2.0
1994 年	20534	10146	2.0
1995 年	29849	13740	2.2
1996 年	35986	18005	2.0
1997 年	56628	27166	2.1

1998 年	46048	23597	2.0
1999 年	36046	14157	2.5
2000 年	94119	19885	4.7
2001 年	81089	17659	4.6
2002 年	77082	8785	8.8
2003 年	98161	16454	6.0
2004 年	225377	47133	4.8
2005 年	134892	25542	5.3
2006 年	116965	33063	3.5
2007 年	229484	20940	11.0
2008 年	196996	31141	6.3
2009 年	67743	9784	6.9
2010 年	76455	10486	7.3
2011 年	36132	4560	7.9
2012 年	40260	1917	21.0
2013 年	47366	1497	31.6
2014 年	66395	7724	8.6
2015 年	105379	25546	4.1
2016 年	100667	14254	7.1
2017 年	42986	3990	10.8
2018 年	58030	3859	15.0
2019 年	300391	6167	48.7
平均	86332	15973	5.4

资料来源: Clarksons, 天风证券研究所

表 3: 油运季节性明显, Q4 为传统旺季

年份	Q1TCE 均值(美金/天)	Q2TCE 均值(美金/天)	Q3TCE 均值(美金/天)	Q4TCE 均值(美金/天)
1990 年	31932	27238	26610	29515
1991 年	46671	39127	31482	28240
1992 年	16571	13776	15522	22453
1993 年	22274	18971	23113	18424
1994 年	12937	11898	16755	19157
1995 年	20184	18158	27131	24778
1996 年	28917	25638	29551	24974
1997 年	32135	33617	42440	45148
1998 年	36547	40384	36750	29624
1999 年	30641	19967	17100	17412
2000 年	25932	46763	65587	83476
2001 年	62797	36035	32977	23505
2002 年	17438	14766	13072	47896
2003 年	70433	43632	30881	64866
2004 年	84322	68076	76620	159564
2005 年	68956	41591	43168	98501
2006 年	73320	55256	81252	49826
2007 年	61732	51778	31098	90570
2008 年	92464	130671	95955	69517
2009 年	45134	20955	16850	30799

2010 年	48964	48078	19065	20132
2011 年	24681	14793	7567	16119
2012 年	26194	27441	4860	14942
2013 年	7115	11209	11674	34870
2014 年	29398	13824	22090	43906
2015 年	53646	56306	51862	81373
2016 年	58367	42590	19651	46639
2017 年	22409	18117	9889	19665
2018 年	8147	9107	13909	44795
2019 年	27948	12523	26103	92221
历史平均	39607	33743	31353	46430
较各季 TCE 均值差额	1824	-4040	-6430	8647

资料来源：Clarksons，天风证券研究所

2.2. 为何原油供给量是油运需求的有效指标？什么阶段可能更景气？

2.2.1. 供需基本均衡的情况下，原油产量可以理解为消费需求和库存需求之和

综合油轮的上下游及行业更类似于完全竞争市场的现状，船东在全球原油需求未出现明显变化时议价权较为一般。油运行业的上下游较为集中，上游往往为能源开采公司及大型贸易商，而下游主要为炼厂、国家的战略储备及大型贸易商，均具备体量较大的特点。油运行业本身虽然亦为重资本行业，具备一定壁垒，但是各船东在运输服务环节往往难以体现出较竞争对手更强的核心竞争力，因此行业更类似于完全竞争行业，长期以来供过于求的格局造成油轮船东对于上下游的议价能力相对有限，在全球原油供需相对平衡的状况下，船东更多在扮演运价的追随者。

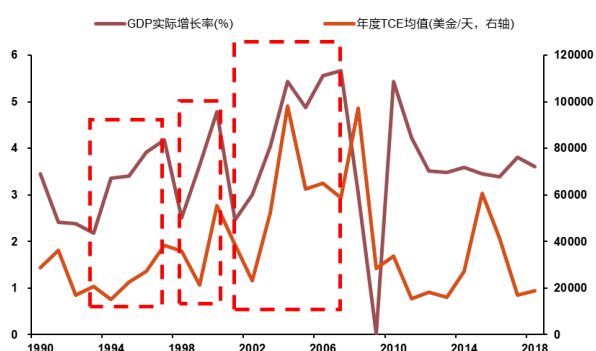
但是当全球经济出现较为明显的提升，原油的消费需求会有所改善，带动消费国采购意愿加强，国际油价进入上行通道，此时船东有望迅速取得主动权，推升行业运价，由于需求的改善具备一定持续性，行业景气周期的持续性也相对较高。回顾过去 30 年油运的运价，我们发现当全球对原油的需求量大幅上升，行业的运价均会给予正向反馈，其背后的逻辑在于当需求量有所提升，买卖双方的关注点将更偏重于原油能否按时按量到港，对运价的容忍度更高，而油运行业运费相对于货值占比较小的特点使得运价的弹性可以充分释放。典型的代表时期为中国自 2001 年加入 WTO 后，为全球经济的增长注入了新动能，期间全球经济实际增速从 2.5% 提升至 5.7%，油运行业的 TCE 从 1.2 万 USD/天提升至高点突破 20 万 USD/天。

此外，当原油消费需求失速下滑，价格出现较大幅下跌时，国家战略储备及炼厂具有补库存需求，对油运需求形成一定支撑，假设油价跌至不可持续的低位，如原油开采公司的成本之下，着眼长期的库存端需求或将更为激进，此时油运需求可能出现不降反升。自 1973 年全球石油危机后，原油消费国对能源安全的重视程度有所提升，为避免再次出现因缺少原油造成的经济停摆，西方工业国使用能源战略储备的方式来抵御类似冲击。一般情况下，全球原油的短缺往往出现在经济过热及滞胀阶段，原油的消费量及国际油价都处在较高水平，此时各国会消耗自身的战略储备以维持本国经济的正常运转。当美林时钟转向衰退，全球对原油的消费量会随着商业活动规模缩减而下滑，但是供需格局改善后的原油亦会迎来跌价，有能力的国家会借机重建战略库存，对油运行业的景气度形成一定支撑。如果油价下跌至一个不可长期持续的位置，各国会加大战略储备的力度，炼厂为巩固自身盈利能力，亦将增加自有库存以摊低成本，形成库存端需求对消费端需求的替代，油运行业的景气度可能不降反升。

综上所述，油运行业景气度的主要驱动因素仍为原油的需求，但是在原油的消费需求的基础上，还应考虑库存端的需求。在实际研究的过程中，由于即时的消费需求难以量化、库存数据难以追踪，在供需维持基本平衡的基础假设下，我们可以认为全球原油的供给（产量）是消费量需求及库存增长需求的总和，换言之，全球原油的产量是观测油运景气度相对有效的指标之一。

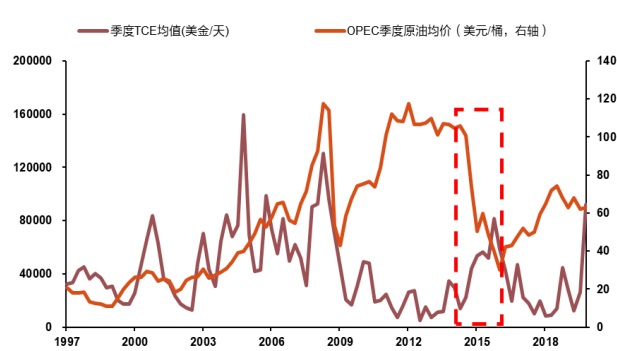
结合美林时钟来看，全球经济的活跃程度及原油的产量往往随经济复苏而开始增长，再随着经济进入滞胀而回落，这解释了为何油运行业在顺周期下往往具备更高、持续性更强的景气度；此外，由于原油供给存在一定韧性，当消费需求失速下滑，导致油价跌至不可持续的位置，会触发补库存需求，进而再度拉动油运行业景气度上行，但是这类行情由于库存的有限可能持续性上较为一般。

图 9：经济高速增长时油运行业景气度较高



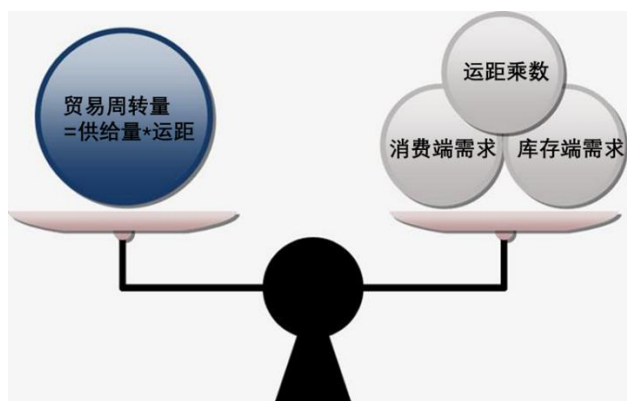
资料来源：WIND，Clarksons，天风证券研究所

图 10：油价较低时，库存端的需求拉动行业进入高景气



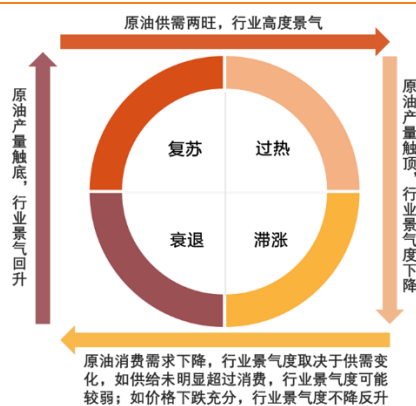
资料来源：WIND，Clarksons，天风证券研究所

图 11：原油供需平衡下，供给量与消费量和库存变动量之和持平



资料来源：天风证券研究所

图 12：结合美林时钟，原油及油运行业在各经济周期中的表现



资料来源：美林证券，天风证券研究所

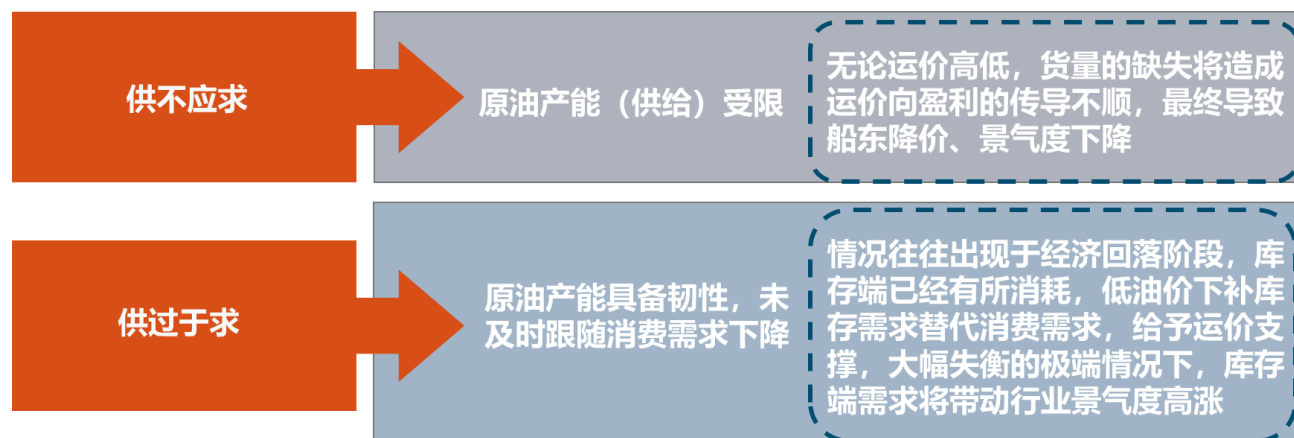
2.2.2. 常规周期以外的特例：供需大幅失衡下，有效供给仍为行业景气度的有效指标之一

一般情况下，由于经济格局的改变需要一个过程，原油的产量亦会跟随景气周期有所波动，此时我们认定供需仍维持在基本均衡的状况之下，但是由于一些特殊事件和特殊阶段的存在，原油的供需格局亦可能出现非常规的状况，供需大幅失衡的情况无非两种，即供过于求和供不应求，我们对两种情况进行分别讨论。

供不应求：由于大多产油国的经济高度依赖于原油的出口，因此除非产油国以提升销售价格为目的共同实行协议减产，单一国家减少产量对自身经济可能造成实质性损害，主动减产的意愿相对较弱；而当经济和原油需求复苏，产油国又将迅速提升产量以增加市占率和经济收入。因而我们推断，供不应求的状况或只会出现于地缘政治因素造成的原油产能受限或有效供给受限。历史上，80 年代两伊战争导致的霍尔木兹海峡关闭、1973 年第一次石油危机便是主要代表，我们认为一旦出现类似情况，有效供给的缺失或将造成全球的原油贸易量出现大幅下滑，届时无论运价高低，油运企业的盈利能力均将受限。

供过于求：当原油的产量大幅超过了原油的需求，油价的下行会使得全球的原油库存会迎来大幅的提升，当陆地仓储设施面临胀库，买方无力继续抢油，买卖双方均可能主动/被动使用 VLCC 进行浮舱囤油，直至原油的供给缩减、消费量的提升，且此时油价往往处于较低位置，套利机会的存在会对运价形成托底效应，因此供给量仍能在一定程度上反映油运行业的景气度。

图 13：供需大幅失衡下，原油的供给仍可以作为判断油运行业景气度的依据



资料来源：天风证券研究所

2.3. 有效运力决定运价的弹性及短期波动持续性

虽然原油的供给量决定了油运行业景气的走向，但是油运行业具备高弹性，仅判断方向无法对投资形成完好的指导意义，运价抬升的高度、及行情持续的时长对于最终行业的盈利有着较为直接的影响。由于价格本质上由供需决定，我们认为有效运力对需求的承接能力是行情抬升高度及持续性的主导性因素之一。顺周期时，需求会随着经济增长而不断增长，此时运价的景气区间往往更长，如出现有效运力退出，则运价的弹性将会完全体现，如 02-04 年期间单壳油轮开始退出市场后 TCE 突破 20 万美元，07-08 年经济增长开始乏力但是运力的退出再度造成运价突破 20 万美元；逆周期时，需求主要体现在库存端，全球主要经济体共同补库存带来的需求提升虽持续性可能稍弱，但是在有效供给缩减的催化下仍将出现较为可观的运价高峰。

由于油轮行业对安全性要求较高，船舶一旦进入老旧船行列，对主流租家的吸引力便会逐步下降，而 VLCC 的仓储功能导致有效运力与行业运力具备一定差距。参照克拉克森当前船队数据，34 艘 20 年以上老船中，只有 7 艘仍旧 In Service，且多为货主旗下自有船舶，整体看并不活跃，其余船舶均处于闲置、储油或被制裁状态，无法参与租船市场，即已从有效运力的行列中退出，根据我们的计算，仅已成为储油船的 VLCC 就已超过 660.21 万载重吨、处于闲置状态（潜在无法继续接到订单而转为储油用途或拆除）的运力有 59.76 万

载重吨。

除老旧船外，受到国际制裁的船舶亦无法作为有效运力。2018 年底以来，美国不止一次因地缘政治原因对油运船东进行制裁，直接导致船东旗下船舶无法正常航行和挂靠，而被制裁的运力将会暂时甚至永久性退出租船市场，最高峰期间被制裁运力达到全行业运力近 9%。当前，中远海能大连已经从制裁名单中被“摘帽”，但是伊朗、委内瑞拉、昆仑的船队仍在接受制裁，这一部分的运力占总运力的比重约为 5.7%。此外，如行业内出现违反国际海事组织（IMO）规定的情况，船舶可能无法通过船级社的船级证书，此时船旗国及港口国将会就此进行法律执行与监管，造成船舶无法航行及靠泊，亦将导致有效运力的退出。

表 4：20 岁以上船舶信息

Name	Dwt	Status	Owner	Built Date	Age
Phoenix M	307,151	Dedicated storage	Nathalin Shipping	01-09-1999	20.56
Merlion M	308,571	Long Term Storage(>28days)	Sentek Offshore	01-10-1999	20.48
Fortune Star	280,973	Dedicated storage	Nathalin Shipping	01-03-1999	21.06
Maran Callisto	299,167	In Service	Maran Tankers Mgmt	01-01-1999	21.23
Destiny	281,050	Long Term Storage(>28days)	nat Iranian Tanker	01-10-1999	20.48
New Prosperity	281,050	In Service	New Shipping	01-09-1999	20.56
Maran Gemini	310,138	In Service	Maran Tankers Mgmt	01-06-1999	20.81
EM Splendour	281,705	Dedicated storage	Equatorial Mar. Fuel	01-02-1999	21.14
CS Prosperity	311,224	Dedicated storage	CSSC Energy	01-01-1999	21.23
Sino Macro	311,168	In Service	Mega Glory	01-06-1999	20.81
Farm	310,137	In Service	World Carrier Corp	01-03-1999	22.06
Global M	298,982	Dedicated storage	Sentek Marine	01-02-1998	22.14
CS Brilliance	300,058	Dedicated storage	CSSC Energy	01-03-1998	22.06
Dewi Maeswara	300,058	In Service	Pertamina Direktorat	01-09-1998	21.56
Tian Ma Zuo	280,889	被制裁	Kunlun Shipping	01-10-1998	21.48
CCPC Vanguard	311,189	Long Term Storage(>28days)	CCPC Vaguard Co Ltd	01-07-1998	21.73
Bongkot Star	299,930	Dedicated storage	Nathalin Shipping	01-10-1997	22.48
CS Innovation	301,163	Dedicated storage	CSSC Energy	01-11-1997	22.39
Energy Star	309,968	Dedicated storage	Nathalin Shipping	01-03-1997	23.06
Safaniyah	300,361	In Service	Bahri	01-01-1997	23.23
CS Development	300,955	Dedicated storage	CSSC Energy	01-06-1997	22.81
Sea Equatorial	300,349	Dedicated storage	Ocean Energy	01-01-1997	23.23
Adrian Darya 1	300,579	被制裁	Unknown	01-03-1997	23.06
Jubilee Star	309,892	Dedicated storage	Nathalin Shipping	01-11-1996	23.39
Belema Sweet	302,789	Repairs	Digifro Oil & Gas	01-02-1996	24.14
Narron	298,732	Idle	Nat Iranian Tanker(制裁)	01-05-1996	23.90
Navarz	299,334	Long Term Storage(>28days)	Nat Iranian Tanker(制裁)	01-06-1996	23.81
Nasha	298,823	Idle	Nat Iranian Tanker(制裁)	01-11-1996	23.39
Zoya 1	300,482	Long Term Storage(>28days)	Aurum Ship Mgmt	01-01-1996	24.23
Sea Coral	298,306	Dedicated storage	Ocean Tankers	01-03-1996	24.06
Wu Xian	300,361	Long Term Storage(>28days)	Green Ocean	01-01-1996	24.23
Ghawar	300,361	Long Term Storage(>28days)	Bahri	01-04-1996	23.98
Em Vitality	300,361	Dedicated storage	Equatorial Mar. Fuel	01-10-1996	23.48
Darin Star	299,700	Dedicated storage	Nathalin Shipping	01-09-1994	23.56

资料来源：Clarksons，天风证券研究所

表 5：截至 2019 年末受制裁影响的运力

受制裁主体	VLCC 数量（艘）	占行业总运力比例	影响起始时间
COSCO Dalian	26	3.3%	2019 年 9 月 25 日
PDVSA(委内瑞拉&中国石油合资)	4	0.5%	2019 年 1 月
NITC(伊朗石油船队)	38	4.8%	2018 年 11 月、2019 年 5 月各 50%
Kunlun Shipping(昆仑银行)	3	0.4%	2019 年 9 月 25 日

资料来源：Clarksons，天风证券研究所

注：COSCO 大连已于 2020 年 1 月 31 日被从制裁名单中移除

2.4. 不可忽略的运距乘数

运距是海运周转量当中又一重要组成部分，虽然在短期由于产油国的产能较为刚性，运距的作用很少出现明显的变化，但是当全球产油国格局发生变化、主流航线改变，会对有效运力的供给进行消化。

回顾历史，共有两个阶段出现了运距提升带来的行业需求增长，第一次为 1967-1976 年苏伊士运河关闭，中东-欧美的运输线路出现了明显的改变，油轮需要绕行好望角，造成运距大幅拉升，直接导致了全球油运的平均航程拉长。其次便为 2009 年起美国页岩油革命成功，原油产量大幅增长，近年美国出口石油数量大幅增长，美油替代了部分远东地区对于中东石油的需求，根据中远海能披露的数据，美湾-远东的运距为中东-远东运距 2.4 倍以上，也就是说同样的贸易量下，美油出口创造的原油周转量为主流 TD3C 航线的 2.4 倍以上。

图 14：苏伊士运河关闭导致原油贸易运距拉长



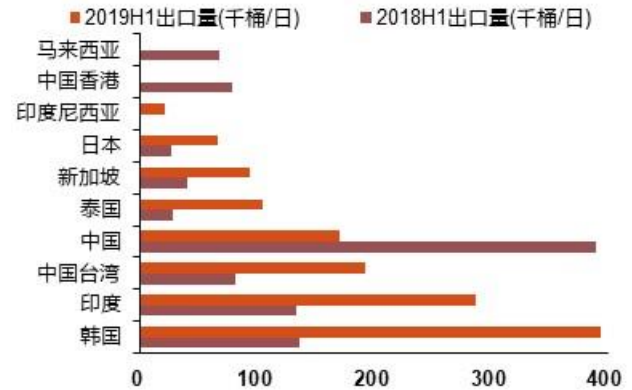
资料来源：《用地图说话》，天风证券研究所

图 15：美国油品进出口情况一览



资料来源：BP，天风证券研究所

图 16：2018 及 2019H1 美国原油出口至远东的情况对比



资料来源：EIA，天风证券研究所

2.5. 从共性出发，探寻地缘政治对油轮投资的指导意义

产油国地缘政治问题对行业影响的传导机制较为复杂，初阶段恐慌抢油情绪下运价或迎改善，但是随后走势可能出现分歧，我们认为临界点在于事件是否真的影响到原油的供给。回顾过去 30 年，每当地缘政治事件发生，出于对潜在原油短缺的恐慌情绪，消费国可能加大原油的采购量，而恶化的运输条件则会给予船东较以往更强的议价权，激发运价的上行动能。但是事后拉长来看，我们看到历次事件最终对行业景气度的影响有明显的分化，其中 1991 年的海湾战争、2003 年的伊拉克战争、2018 年 5 月美国退出伊核协议（制裁伊朗及委内瑞拉）、2019 年下半年油轮遇袭均带来了运价的上升，但是 2002 年委内瑞拉石油罢工、2013 年的伊朗制裁则带来了行业运价的疲软，究其根本，我们发现一旦地缘政治对原油供给形成大幅冲击，地缘政治的利好效应可能出现反转，其背后的核心成因在于地缘政治本身可能增加原油的需求，但是一旦影响到原油供给，行业面临缺货的窘境，便会转为利空。

地缘政治事件具备不可预测性，对于投资而言，我们认为事件可以作为运价弹性的测试机制。地缘政治事件的不可预测性体现在两方面，其一，我们无法预测地缘政治何时会发生，其二，我们无法预测地缘政治事件的持续性及影响会如何，而这两个因素恰恰对于我们的投资至关重要。我们从地缘政治的共性出发，由于仓储端需求在地缘政治事件发生后可能有类似的表现，因此对当前行业内有效运力承接需求的能力是一个较为均衡的测试机制，如果运价的表现明显高于历史均值，或表明当前行业的有效运力已经偏紧，换言之行业在当前的运力水平下具备高弹性，持续性亦有望超预期。投资上，我们认为虽然无法预测，但是地缘政治仍然对投资具有参考意义，主要体现在：

1. 产油国国际局势趋于紧张，地缘政治一触即发，此时油轮行业将具备潜在的超额收益；
2. 地缘政治事件发生后，如运价的弹性明显高于历史水平，则在运价高度和持续性上可能双双超预期，具备参与价值。

表 6：90 年以来地缘政治对油运影响梳理

时间	事件	影响细节	影响
1991 年 1 月起	海湾战争	导致 Doryol 管道的关闭，恐慌下短期全球补库存，增加了油轮需求	利好
2002 年 3 月	委内瑞拉石油罢工	委内瑞拉的出口在几个月内几乎减少为零，美国寻求长运距供应商	利空
2003 年起	伊拉克战争	影响伊拉克原油的生产活动，中东石油出口受阻，恐慌情绪下，油运需求增加	利好
2013 年起	伊朗制裁，伊核协议达成	原油产量下降，但是后续船队退出为 14-16 行业牛市的推手	利空
2018 年 5 月起	美国退出伊核协议，制裁委内瑞拉	伊朗、委内瑞拉船队受限，中远海运力受影响退出，推动 19 年旺季运价超预期	利好

资料来源：国防部官网、人民网等，Clarksons，天风证券研究所

2.6. 景气度的放大器：浮舱囤油

由于单艘 VLCC 可以装载 200 万桶石油，因此 VLCC 除了作为交通工具，还具备移动仓库的功能，而石油具备商品及金融的双重属性，所以 VLCC 亦可能成为一种套利工具。浮舱囤油现象是油运行业景气度的放大器，当原油的需求大幅提升时，浮舱囤油会造成油轮有效供给的缩减，景气度会得到进一步的提升，景气区间也可能因此延长；当原油需求回落，炼厂、战略储备则需要更长的时间消化库存，油轮市场也可能因此更为低迷。

浮舱套利：原油期货一旦出现升水（Contango 结构）只要现货与期货价格之间月间差足够宽，足以覆盖仓储、损耗与资金成本，交易者便可以进行无风险套利，因此租用 VLCC 油轮储存原油现货为常见的方式。以 30 美元/桶、资金成本 2%、损耗率 0.5%为基础假设进行测算，则资金成本为 120 万美元，假设三个月升水 4 美元，只要租金水平维持在 7.17 万 USD/天以下就仍有套利空间。

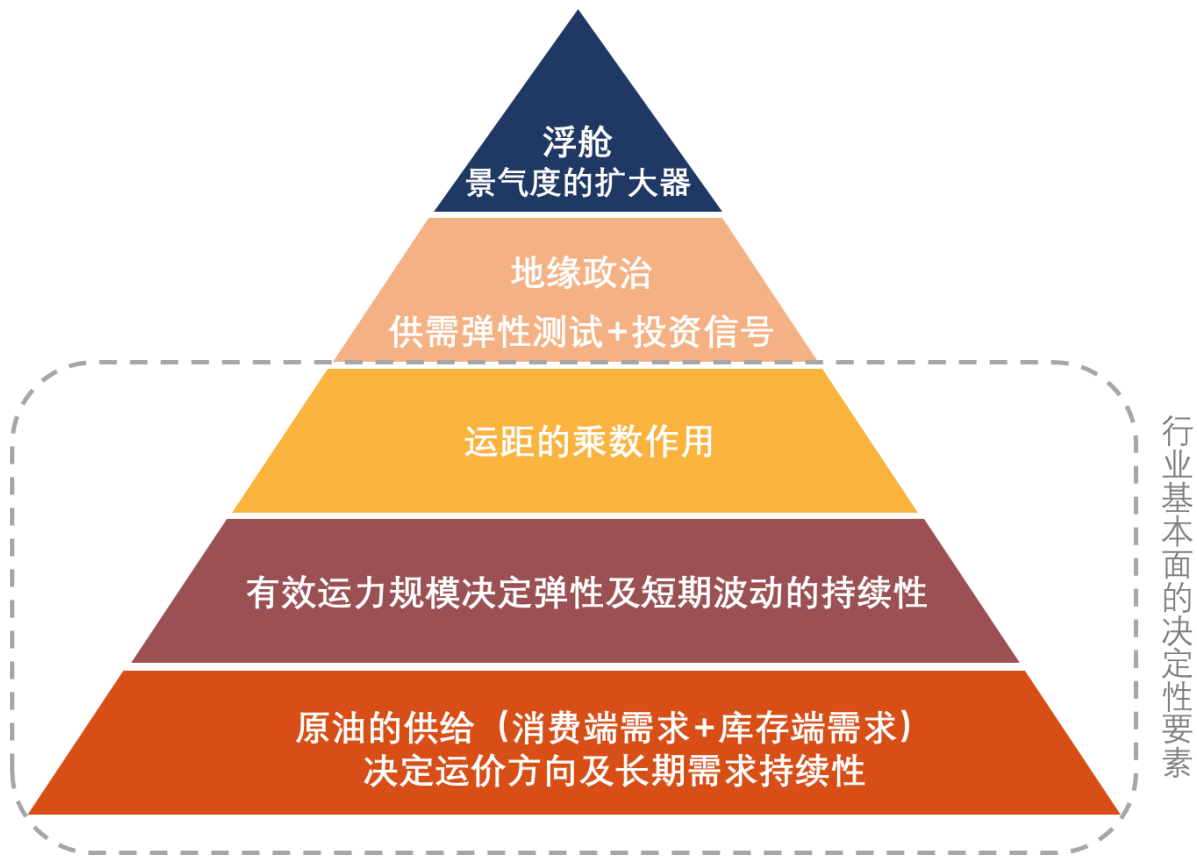
被动储油：虽然陆地上的仓储具备成本优势，但是由于储油设施的建设需要一定时间，当陆地储油的空间不足，原油买家或卖家将不得不租用 VLCC 进行储油或支付超期费，此时船东在议价过程中将具备明显的主动权，我们倾向于认为其价格不会明显低于浮舱套利的运价水平，对油运行业的景气高度、持续长度进行托底。此外，如果占用到年龄较轻的（以往积极参与租船市场）的有效运力，则将加剧运力偏紧的情况，为高运价的弹性/持续性添砖加瓦。

2.7. 借古鉴今，复盘 14-16 油运牛市，我们现在处于什么位置？

2.7.1. 根据我们的判断，当前的行情并非顺周期下的长期行情，与 14-16 年的情形类似

近期，国际货币基金组织根据当前国际疫情蔓延的态势以及当前全球的经济表现将 2020 年全球经济增长率预测下调为 -3%，价格战下美油出口拉长运距的逻辑也可能受到抑制，基于我们的框架，我们认为行业本次的高景气来源于短期的低油价而非长期的需求改善，其背后的推手主要是新冠疫情带来的消费量缺失、沙特及俄罗斯的增产带来的供需错配，也就是说我们认为本轮周期难以像 02 年-07 年一样具备持续性，因此，我们将行业的情况与 2014-2016 年进行对标，以求对投资进行一定的指导。

图 17：一张图看懂我们的油运行业研究框架



资料来源：天风证券研究所

2.7.2. 复盘 14-16，何为短期行情的核心指标？

为进行更为有效的复盘，我们首先对油运行业标的进行筛选，由于 2014-2016 期间 A 股时处大牛市，且中远海能在此期间经历了并购重组，因此我们初步将复盘标的框定于美股的油运公司当中，对比标的为 FRO 和 DHT，随后我们发现 2014-2016 期间，FRO 与 DHT 的股价走势高度相关，为方便比较，我们使用船型较为全面、具备代表性的 FRO 来进行对比。随后我们初步选定核心指标为：行业运价 TCE、布伦特原油 3 个月期现价差、油价及全球库存。

行业 TCE 方面：TCE 在 2014-2016 年期间，主要出现 4 次较为显著的涨幅，分别为 2014 年 9 月末-2015 年 1 月末、2015 年 3-7 月末、2015 年 8-12 月及 2016 年 3-12 月。FRO 股价在第一段运价上涨时（从 11000 美元/天至 69000 美元/天）波动较为突出，从不到 5 美元/股连续上涨接近 15.5 美元/股的区间最高点，区间最大涨幅超过 200%；在第二次运价拉升过程中（从 39400 美元/天至 68000 美元/天），股价再次震荡上行，从 9.4 美元/股上涨至 12.2 美元/股，涨幅达 29%；第三次运价上涨时，TCE 从 25500 美元/天突破至区间最高点 105000 美元/天，但是股价并未创出新高，仅呈现小幅上涨，从 9.2 美元/股提升至 11.9 美元/股附近，涨幅达 29%。但最后一段区间 2016 年内，TCE 在区间低点 14200 美元/天至最高点 73000 美元/天波动，股价并未出现明显波动。

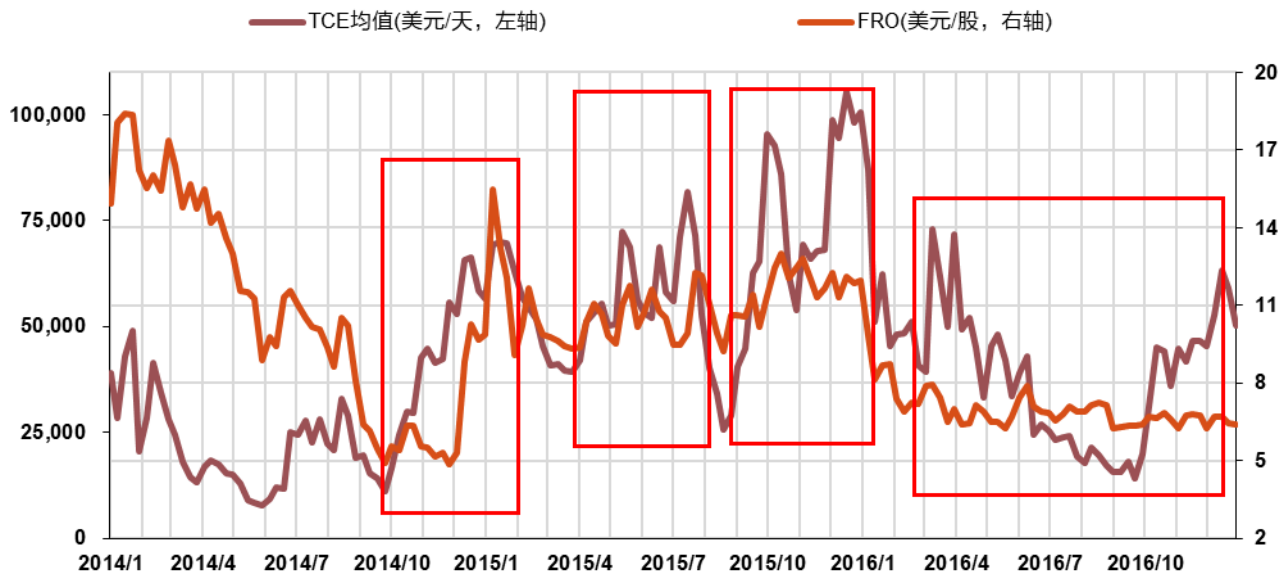
期限价差方面：行业期限价差在 2014-2016 年期间，共出现 4 次较为明显的上行，时间上与运价上涨区间具有一定重合，分别为 2014 年 12 月-2015 年 1 月末、2015 年 3-6 月、2015 年 8-10 月及 2016 年 1-12 月初均呈现较为明显的高位大幅波动。FRO 股价在第一次期限价差拉大（从 -4 美元提升至 8 美元）时出现了明显的提升，从不到 5 美元/股连续大涨至接近 15.5 美元/股的区间高点，区间最大涨幅超过 200%；在第二次期限价差拉大（从

-0.5 到 5.76 美元) 时, 股价随着亦再度出现上涨, 从 9.4 美元上涨至 11.8, 收获约 25% 的涨幅。第三次, 期限价差从 -0.3 美元升至接近 8 美元, 股价随后亦从 9.2 提升至 12.4 附近, 再度收获约 25% 涨幅。但是最后, 在 2016 年内, 期限价差在 0.5-6 美元波动期间, 股价并未出现明显的反应。

不难发现, 公司股价对于 TCE 及期现价差在初期都具有较为明显的正向反馈, 但是反应逐步有所弱化。因此我们进而对全球原油的库存及油价与股价的关系进行复盘研究。

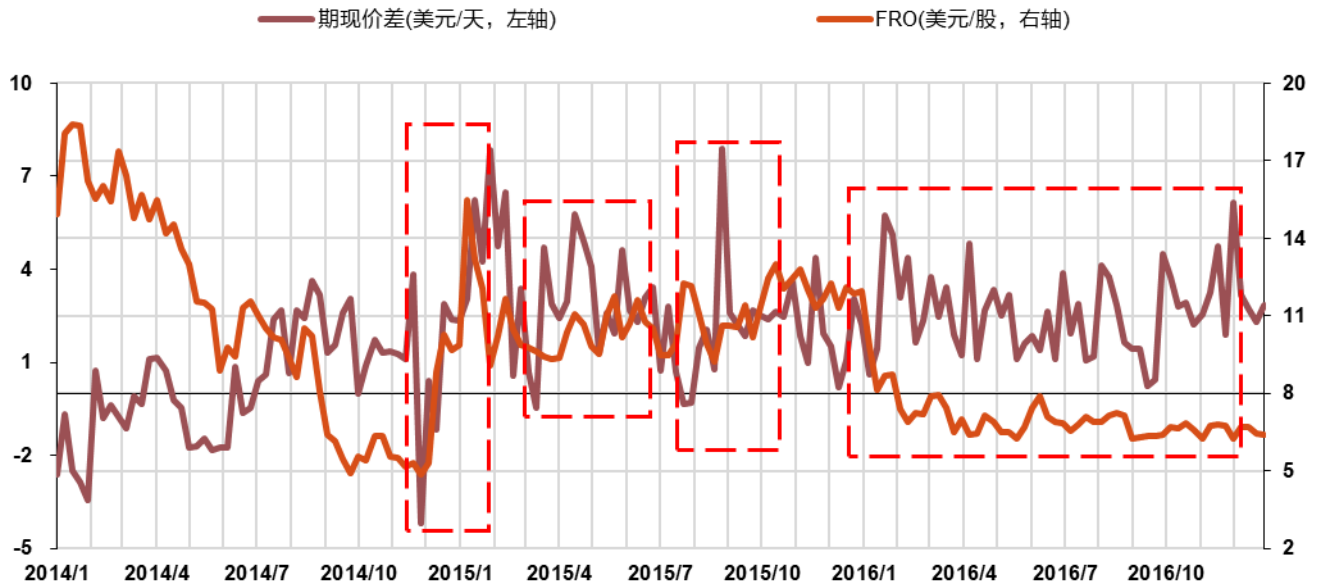
原油库存: 我们看到虽然油价于 2016 年 2 月才触及底部, 但是自 2014 年起, OECD 的库存便已开始了较为快速的增加, 其中 2015 年 1-9 月, OECD 的商业及战略库存的增长量最大, 随后便开始有所放缓, 从股价表现看, 2015 年 9 月以前, 股价维持在较高的水平, 但是此后股价便开始略有不振, 对 TCE 及期限价差的反馈有所钝化。我们认为其背后的原因在于, 当库存处于低位, 即便原油消费需求不振, 只要库存端仍有累加空间, 运输活动就仍有维持活跃状态的空间, 但是当库存水平已经达到高位, 消费端和库存端双双不振, 运量空间亦会比较有限, 打压市场对于行业前景的看好程度, 因此, 原油库存的变化量及总额或许对于投资在离场时间上具备一定的指导意义。

图 18: 14-16 期间由于股价对行业 TCE 具有一定正反馈, 但后期有所弱化



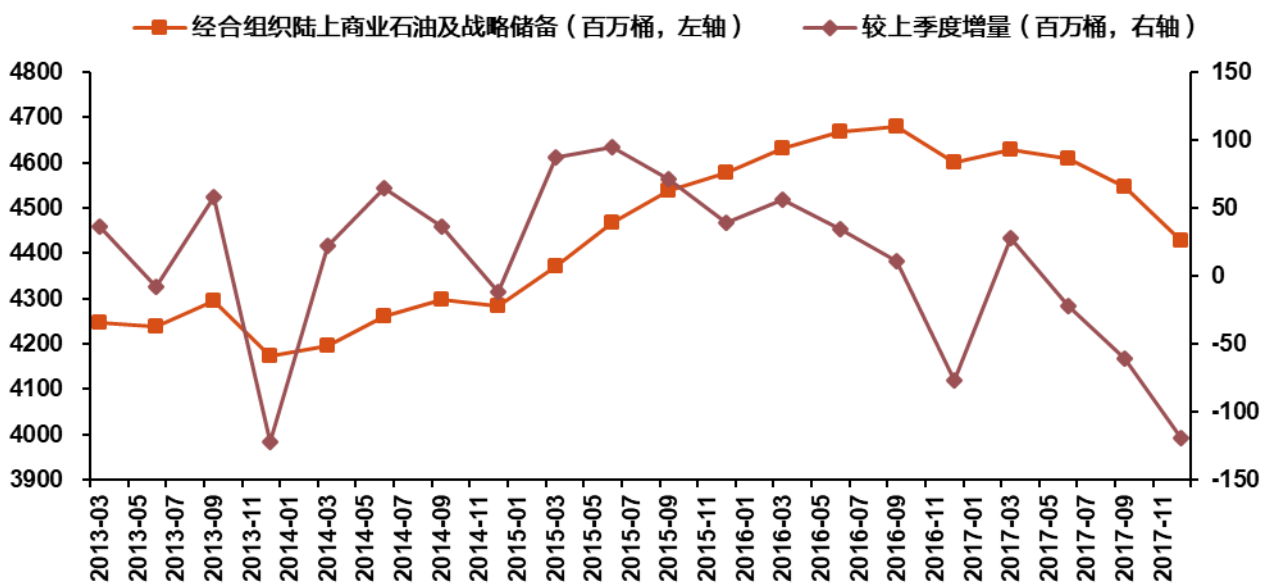
资料来源: WIND, Clarksons, 天风证券研究所

图 19: 14-16 期间由于股价对原油期现价差具有一定正反馈, 但后期有所弱化



资料来源: Bloomberg, WIND, 天风证券研究所

图 20: 原油库存及增量的绝对值或为获利了结的先行信号



资料来源: WIND, 天风证券研究所

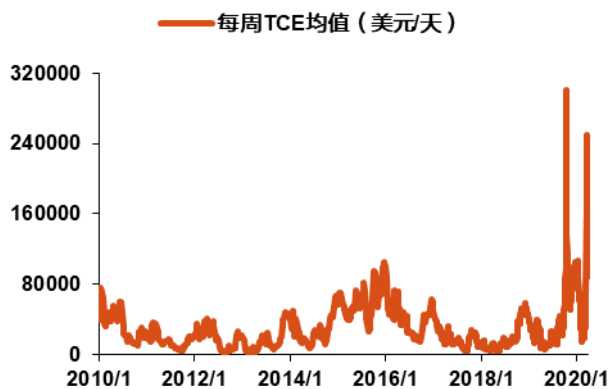
2.7.3. 从 14-16 年的行情出发, 我们现在处在什么位置?

我们认为从 14-16 年的行情复盘, 我们可以初步得出结论, 在逆周期的状况下, 由于行业的周期偏长而又极具弹性, 市场对于油运板块的关注度可能出现较大的改变, 因此当原油期现价差第一次拉大、行业的 TCE 出现较为明显的提升时, 股价的反应可能表现出更为明显的弹性。此后随着事件的延续, 在全球原油库存高速累加的过程中, 油运标的仍将维持强势, 而当全球原油累库速度边际缩减, 对油运标的的投资将会逐步从情绪转变回运价对业绩的传导效率以及对未来业绩的展望。

从当前的行业 TCE 表现看,本轮行情的运价高点已经远远超过 14-16 年的行情,在淡季下达到超过 20 万美金/天的水平,表明行业的供需格局已经出现了较为明显的改善,借鉴当时的经验,及油轮盈利高弹性的特征,只要运价未来仍能维持高位,标的年内的盈利状况改善可期;从当前原油期限价差表现来看,当前的高度亦创出 2010 年以来新高,国际能源署预计全年石油需求较去年减少 930 万桶/天、4 月需求同比减少 2900 万桶/天,且本次沙特及俄罗斯增产的指向明确,我们有理由相信期现价差有望维持高位,为运价形成托底,也就是说油轮行业的运价及盈利有望继续维持高位。

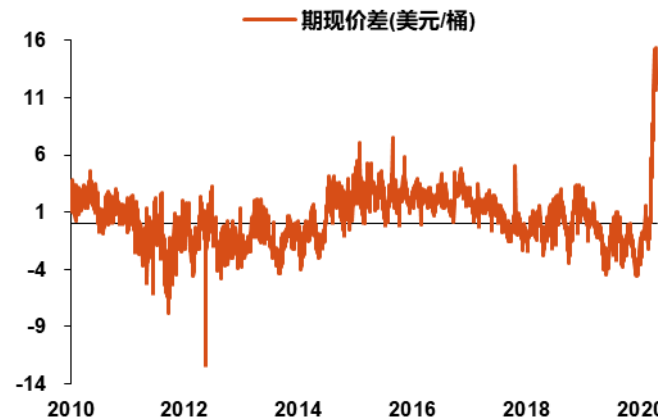
从当前的原油库存来看,由于 OECD 库存的更新频率较低,我们取较有代表性的 EIA 库存周报数据作为参考,不难发现,当前的原油库存虽然累加的速度很快,单周增加量创下 2010 年以来新高,但是库存总量尚未达到 14-16 年高点的水平。随着沙特及俄罗斯增产以来油价低点时购买的原油陆续到港,单周增加量可能仍有进一步提升的空间,这或许意味着油运的短期行情尚未结束,但是相较于沙特及俄罗斯增产伊始,在投资时我们需要更为谨慎一些,在原油库存量见顶、短期补库存空间不足等情况出现前及时根据运价对业绩的转化效率调整投资决策。

图 21: 2010 以来油运 TCE



资料来源: Clarksons, 天风证券研究所

图 22: 2010 以来原油期现价差



资料来源: Bloomberg, WIND, 天风证券研究所

图 23: EIA 原有及石油产品含战略储备的库存量仍有一定上行空间



资料来源: WIND, 天风证券研究所

2.8. 行业研判：预计未来两年运价维持高弹性，中枢水平有望提升

2.8.1. 供给相对缓慢，预计未来两年运价仍将维持高弹性

船舶集中步入老龄化，即期市场有效运力有望维持低增长，保证行业运价弹性。自沙特及俄罗斯增产以来，行业的运价上行至超过 20 万美元/天的水平，展现出其高弹性，也证明了当前行业的有效运力规模已经较为紧张。根据 Clarksons 的数据，2020-2021 年 VLCC 运力的交付规模分别为 41 艘、18 艘，但是分别将有 41 艘、27 艘 VLCC 进入 20 年老船行列，即使老龄船可能作为储油用途不直接以拆解或改装的形式退出油轮市场，但基于历史经验，大部分将从即期市场当中退出，对冲有效运力的增长。

环保因素制约新船订单增长，即便高运价下船东大幅加码，运力交付亦将要等到 2022 年。国际海事组织（IMO）强制规定，2020 年 1 月 1 日起实施对全球范围内船舶燃料含硫量从 3.5% 下降至 0.5%，此前亦就 2030 年及 2050 年碳排放量做出要求，一方面环保公约的趋严造成行业的运营成本提升；另一方面，考虑到船舶的生命周期较长，是否会有进一步严格的环保公约出台无法预测，投资回报率的不确定性有所提升，我们认为这将对行业新运力的订单量形成制约。即便近期的高回报率促使部分船东进行新一轮的运力布局，但 VLCC 的建设周期往往需要近两年，且考虑到部分船舶为应对限硫令选择进坞装脱硫塔占据了部分船坞产能、新冠肺炎影响船厂开工等因素，生产周期可能会进一步延长，新增订单的交付将大概率集中在 2022 年及以后。

图 24：VLCC 运力未来 2 年预计净增量放缓



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 25：VLCC 在手订单量不断下探



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.8.2. 新冠得到控制后，需求有望回归正轨

新冠肺炎作为公共卫生事件，对交通出行、工业生产的影响较为明显，但是随着疫情得到全面控制、经济活动和居民日常生活恢复正常，原油消费需求亦将逐步回升。目前看，隔离及封城（国）措施是抑制新冠肺炎的有效手段之一，相对于普通的经济转弱带来的原油消费需求缩减，本次事件带来的影响可能更为明显，但是我们相信当全球疫情得到控制，保证经济系统的正常运转或将成为主要经济体的核心关注点之一，海外有望经历与我国类似的复工推进，届时原油的消费端有望逐步回归至新冠肺炎以前的水平。也就是说，虽然

去库存的阶段不可避免，行业亦将经历低迷，但是库存去化的速度及力度可能超过历史平均水平，行业运价亦有望维持较高水平。

中国产业升级的趋势不会改变，全球制造业迁徙有望带来原油消耗量抬升。我们在航运年度策略《变革元年，航运业的冰与火之歌》中就已提及，在过去的 20 年当中，中国依靠制造业及出口的发展路径已经成为了全球新兴经济体的效仿对象，印度的制造业已经有了良好的开端，“去工业化”多年的巴西对制造业的重视程度也正在回升，全球制造业的供给侧已经重回扩张区间。当前时点，我国产业升级的趋势仍在推进，中低端制造业有望逐步外移，第三世界国家的人口红利有望逐步体现，随着他们对基础设施建设的加码，有望为全球原油消耗量带来增量需求，我们认为新冠只会暂时推后这一进程，而不会就此停滞。

2.8.3. 中美协议或为美油出口的趋势带来托底，运距下滑幅度相对有限

运距乘数增长可能趋缓，但我们相信全球能源安全下页岩油公司不会出现全部关停的状况，且中美关系可能会对运距因素形成托底。由于历史上页岩油公司的自由现金流在绝大多数时期为负数，意味着经营现金流始终不足以覆盖其资本开支，且美国能源高收益债的利率不断上升，意味着页岩油公司将面临着更高的融资成本，对其财务状况形成巨大的压力，近期市场较为担忧页岩油企业大规模破产导致美油出口至远东的量大幅下滑，但是此前达成的中美贸易一阶段协定早已对能源采购项目有所探讨，我们认为页岩油企业不会全部关停，对行业需求的冲击可能会相对较小。

表 7：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	10190	10506	10832	11200
同比变化(%)	1.7%	-7.6%	5.9%	1.4%	4.5%	-2.5%	-0.3%	1.7%	6.2%	5.9%	3.1%	3.1%	5.9%
海上原油贸易量 (百万吨)	1903	1820	1872	2069	1906	1836	1803	1872	1949	2013	2033	2051	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%	0.9%	6.0%
年末 VLCC 船队规模(百万 吨)	151	161	165	177	187	190	194	200	215	226	228	248	249
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%	8.8%	0.4%
新船交付量(百万吨)	13	16	17	19	15	9	8	6	14	15	13	21	13
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%	8.5%	5.4%
拆解量(百万吨)	1	2	4	3	3	5	2	1	1	4	12	1	12
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%	0.4%	4.7%
新签订单(百万吨)	34	6	18	3	5	15	10	21	4	15	9	11	
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%	4.0%	4.8%	

资料来源：Clarksons，天风证券研究所

3. 国际油运为矛贡献高弹性，内贸、LNG 为盾贡献稳定收益

3.1. 国际油运船队运营恢复常态，充分受益本轮高景气

3.1.1. 运力全线回归后行业迎来高景气，20 年业绩有望进一步提升

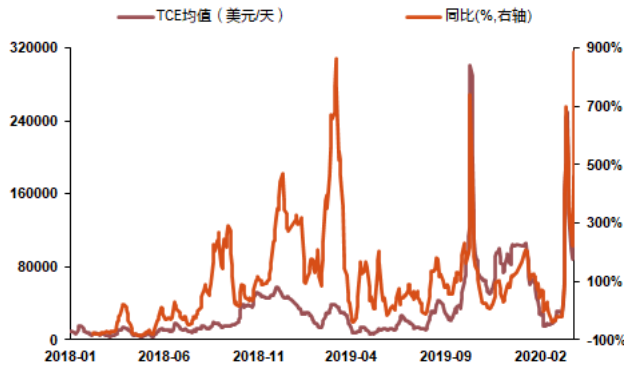
中远海能作为国际最大油运船东，VLCC 规模处于全球前列，受益于景气周期回升，在不利条件下同比扭亏。按运力规模统计，公司为全球第一大船东，截至 2019 年 12 月 31 日，共拥有和控制油轮运力 151 艘，2,171 万载重吨，其中，自有运力 142 艘，1,925 万载重吨；租入运力 9 艘，246 万载重吨。从 VLCC 运力来看，公司拥有自由运力 43 艘，位居全球第四，并租入了 9 艘 VLCC，实际可控 VLCC 达到 52 艘。2019 年全年，公司共完成国际运量 7457.8 万吨，同比下滑 13.9%，完成周转量 4025.0 亿吨海里，同比下滑 21.7%，其主要原因便是旺季期间运力的缺失。即便如此，受益于油运行业的景气度回升，公司在不利条件下仍完成国际油运毛利 6.2 亿元，同比扭亏，增加 6.4 亿元。

中远海能大连已从制裁名单中移除，运力回归带来业绩进一步提升空间。2019 年 9 月 26 日，公司全资子公司大连中远海运油品运输有限公司被美国财政部海外资产控制办公室列入特别指认国民和被禁阻者名单，虽然期间公司外贸油轮取得 waiver，且公司积极应对，通过内外贸结构的调整实现了其他部分船型的运营，但是对 2019 年 Q4 国际油运业务造成了一定影响。2020 年 1 月 31 日，美国财政部宣布解除对大连油运的制裁，旗下 26 条 VLCC 恢复运营。总体来看，受限船舶对 2019 年四季度以及 2020 年 1 月的盈利产生了影响，一方面，今年受影响的时间长度较去年明显缩短，另一方面，根据历史数据，Q4 为行业传统旺季，运价较其他时间更高，假设今年的基本面不发生明显改变，公司在业绩表现上已经具备了较为明显的提升空间。

公司全部油轮运力使用低硫燃料油应对 IMO2020 限硫公约，有望充分受益于 OPEC 谈判决裂引发的淡季行情，Q2 起业绩将会有所体现。公司运力回归后一个月，全球原油的供需格局发生了较为明显的变化，石油输出国组织（欧佩克）3 月初原本希望与俄罗斯等非欧佩克主要产油国进一步减产，但双方没有就减产计划达成一致。沙特随后宣布大幅增加原油产量，同时为亚洲及欧美客户提供罕见油价折扣，导致国际油价暴跌，由于油价已经低于了许多原油生产商的开采成本，引发了全球范围内的抢油囤库，行业运价随即飙升至近 250000 美元/天的高度，行业景气度实现迅速抬升，且公司全部油轮运力使用低硫燃料油应对 IMO2020 限硫公约，使得公司可以充分受益于本轮行情。但是由于国际原油运输的航程较长，而公司的收入确认使用航次百分比法进行确认，业绩则需待 Q2 起才会集中体现。

燃油成本端冲击减缓，严控成本支出环节有望带来毛利率继续提升。根据公司的年报数据，2018-2019 年公司水上运输业中燃料成本分别为 32.4、31.7 亿元，占总成本的比例为 31.5%、28.6%，原本 IMO 限硫令的执行将对航运业在燃油成本端形成较大冲击，但是沙特的大幅降价叠加近期航运其他子版块出现了一定的停航，导致合规船用燃油的价格出现了较为明显的下跌，整体看，当前的低硫油价对成本端形成冲击的隐患已经暂时解除，且公司近年严控成本支出关键环节，我们有理由相信公司的毛利率有望进一步提升，带来业绩的进一步改善。

图 26：3 月以来 TCE 大幅上涨



资料来源：Clarksons，天风证券研究所

图 27：380 燃料油价大幅下跌



资料来源：WIND，天风证券研究所

3.1.2. 公司外贸油轮业务弹性测试

油轮成本主要包括折旧、利息费用、操作运营成本和航次成本等，但是常用的 TCE 运价指标为不包括航次成本的运价。为计算公司的盈利弹性，我们率先对 TCE 口径的 VLCC 保本点进行测算，我们进行以下假设：

- （1）参考 VLCC 造船价格，假设 VLCC 采购均价为 9600 万美元/艘，折旧年限为 22 年；
- （2）根据公司的公告，取废钢价为 366 美元/轻吨
- （3）假设公司旗下船舶债务融资比例为 70%，融资年利率为 4%；
- （4）运营成本和折旧成本基本相同

由此，我们粗略测算可得：VLCC 折旧费用约为 10132 美元/天，利息费用约为 7364 美元/天，对应 VLCC 保本点 TCE 水平为 27628 美元/天。

表 8：公司 VLCC 在 TCE 口径下的盈亏平衡点测算

成本项	金额
订船价格（万美元）	9600
废钢价格（美元/吨）	366
废钢量（万吨）	4
折旧年限	22
折旧成本（万美元/天）	1.0132
融资比例	70.0%
融资利率	4.0%
财务成本（万美元/天）	0.7364
运营成本	1.0132
总成本	2.7628

资料来源：公司公告，搜航网，天风证券研究所

在此基础之上，我们对今年外贸油轮的毛利进行弹性测试。运力方面，考虑到 2019 年末公司在手 VLCC 共计 52 艘，预计 2020 年 8 月、10 月、12 月分别交付 1 艘，我们以 52.5 艘作为测算基数；运营天方面，由于 1 月部分运力缺失，并预留 15 天的检修时间，假设

公司的实际运营天为 335 天；汇率方面，假设美元兑人民币汇率为 7。则理论上年均 TCE 每在盈亏平衡点上增加 10000 美元/天，将为公司带来 1.76 亿美元的业绩贡献，对应 12.31 亿的利润。但是实际操作中，大型油运公司往往会与原油生产商及贸易商预先签订 COA 合同以保证基础收益，因此当行业运价明显高于盈亏平衡点时，船东往往无法取得其全部涨幅。保守起见，我们按照行业运价的 70%进行测算，则行业年均运价在盈亏平衡点上每波动 10000 美元/天，公司将取得 8.6 亿元的业绩增量。

表 9：2020 年公司外贸油运业务弹性测试

先决条件	弹性测试				
公司船队规模	52.5				
美元兑人民币汇率	7				
运营天	335				
全年 TCE 均值（美元/天）	20000	30000	50000	80000	100000
理论毛利额(亿人民币)	-9.39	2.92	27.54	64.48	89.10
80%弹性下毛利额（亿人民币）	-7.51	2.34	22.03	51.58	71.28

资料来源：天风证券研究所

3.2. 内贸油运：新冠疫情影响有限，业绩有望温和增长

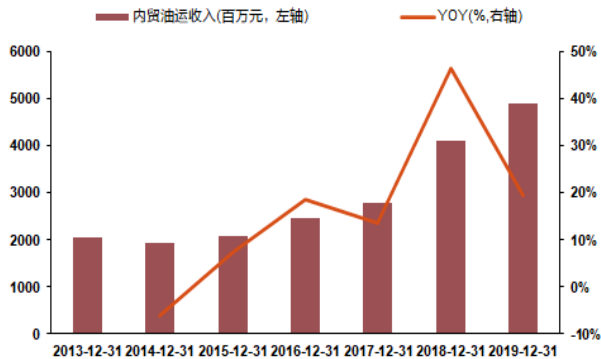
公司内贸油运业务稳居行业龙头，COA 货源 90%以上，年内原油运输需求增量有望对冲成品油端受新冠的影响，继续实现温和增长。不同于国际油运，交通部对国内水路运输市场健康发展实施了较为有力的调控，自 2011 年以来先后出台了沿海省际化学品船、液化气船、原油船、成品油船运输市场的一系列宏观调控政策，暂停了新增经营主体，对不同领域的新增船舶运力实施了不同程度的调控，且由于炼厂的需求相对刚性，船东与炼厂往往具备较为长期的合作关系，因此我国内贸油运的竞争格局相对稍好。公司是沿海原油和成品油运输领域的龙头企业，在沿海原油运输领域一直保持着行业龙头地位和 55%以上的市场份额，2018 年 3 月公司完成收购中石油成品油船队后，已跃升为沿海成品油运输市场的龙头企业。

内贸原油有望受益于海洋油产量回升及外贸原油累库需求实现运量提升，价格有望继续维持稳定，业绩有望提升。运量方面，内贸原油业务主要可以分为海洋油回运及外贸原油中转业务，根据中国海洋石油公司披露的业务，其海洋油的产量自 2016 年以来出现了小幅的下滑，但是 2019 年起产量已经转正，我们相信这一部分的业务有望跟随国内海洋油平台的建设、投产及检修完成而逐步回升；中转油方面，随着我国原油消费量稳步提升，我国原油进口量维持较快增长，且今年国际油价大幅下跌，有望带动中转油需求量同比增速加快，虽然国家管网的成立可能在远期带来水上运输需求的缩减，但是我们认为由于管道建设需要一定时间，年内公司仍有望受益于累库需求带来的中转需求增长。价格方面，由于国内原油运输的竞争格局良好且合作关系稳定，历年来运价未出现较为明显的波动，我们相信这一趋势有望延续。

内贸成品油业务开展顺利，新冠疫情影响料将相对有限。2019 年公司以中远海运石油为成品油运输平台，整合内部成品油运输资源，巩固内贸成品油龙头地位。通过化零为整的手段发挥协同效应，提高大船型运输量 5 倍以上。报告期内，公司实现内贸成品油运输收入 23.34 亿元，同比增长 37.22%，中远海运石油实现净利润 14,763 万元，同比增长 37.7%。今年一季度，新冠疫情对国内成品油的消费造成了一定影响，但受益于国内复工复产推进顺利及炼厂的赚钱效应良好，我们相信成品油消费有望逐步回归正轨，公司的运输业务亦

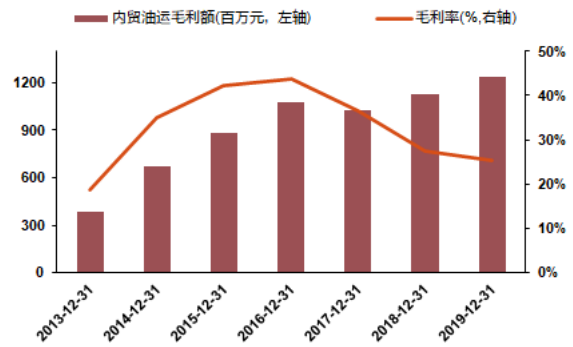
有望实现逐季改善。

图 28：公司内贸油运收入及增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 29：公司内贸油运毛利额及毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

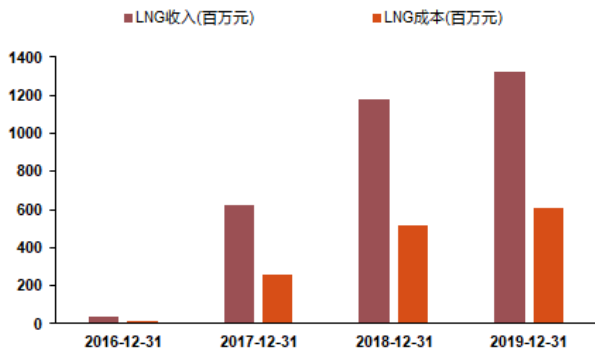
3.3. LNG 业务绑定长期项目，利润有望维持稳定

卡位中国仅有的两家大型 LNG 运输公司，旗下 38 艘 LNG 船舶全部为项目船。公司的 LNG 业务体现在两部分，其中上海 LNG 的业务体现在表内，与招商轮船分别持股 50% 的 CLNG 体现在投资收益当中，近年随着公司参与投资建造的 LNG 船舶陆续上线运营，业务已加快步入收获期。2019 年内，公司共有 9 艘、155.2 万立方米 LNG 船舶上线运营，截至年末运营的 LNG 运力已达 35 艘、590 万立方米，实现表内收入 13.21 亿元，同比增长 11.9%，投资收益 4.5 亿元，同比增长 82.2%。由于项目船全部与特定 LNG 项目绑定，采取长期租约的形式进行合作，我们认为随着公司剩余的 3 艘项目船投入运营，公司业务利润规模有望继续扩大，为公司提供稳定的收益及现金流。

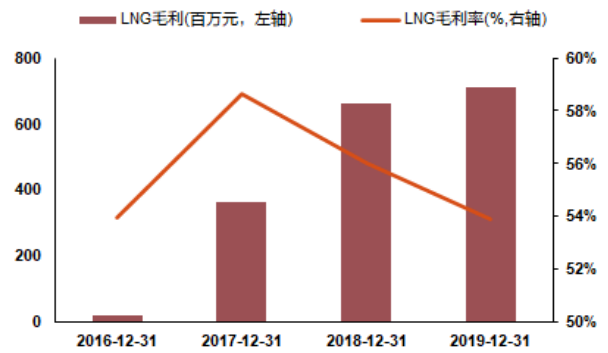
管理体系获得权威认可，国际竞争力持续提升，全球能源清洁化背景下项目绑定仍有拓展空间。惠誉旗下研究机构 BMI 研究指出，随着各国政府逐渐加大对温室气体排放与雾霾问题的重视，未来全球 LNG 需求将保持较快增长，其中主要增长区域为亚洲新兴市场，预计 2028 年全球 LNG 总需求将达到 7872 亿立方米，比 2018 年增长 64%。2019 年 6 月，公司子公司上海 LNG 通过劳氏认证并获得中国 LNG 运输行业首张质量、健康、安全和环保（QHSE）管理体系证书，成功对接 ISO9001、14001、45001 三大国际标准，管理体系获得权威认证巩固了公司在中国 LNG 运输业务引领者的地位，也提升了公司参与国际 LNG 运输的竞争力，后续仍有较大增长空间。

图 30：公司 LNG 运输业务收入及成本对比

图 31：公司 LNG 运输业务毛利额及毛利率



资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设及收入预测

外贸油运: 根据我们的框架, 我们认为本次油运的景气度抬升来源于库存端的需求, 而库存端具备上限, 且根据 2014-2016 的经验, 短期的累库可能造成原油行业进入为期 1-2 年的去库存周期, 我们预计 2020-2022 行业 TCE 均值分别为 65000, 30000, 35000 美元/天。

内贸油运: 虽然新冠肺炎造成的隔离可能使得 2020H1 业务需求受到一定抑制, 但是考虑到我国复工复产推进较快, 且海外原油进口数量的提升有望对此形成对冲, 年内内贸油运业务收入仍有望维持正增长。此外海洋原油的回程油量有望逐步回升, 公司成品油船队业务拓展有望维持积极, 预计 2020-2022 公司业务收入分别增长 2.0%、5.0%、8.0%。

LNG 业务: 公司目前在运营项目船 35 艘, 共有项目船 38 艘, 我们假设其余 3 艘将于 2020 年交付, 并开始贡献相对稳定的收益, 2020-2022 年营收分别增长 4.3%、3.5%、3.0%。

LPG 业务: 公司业务目前占比较小, 我们认为目前业务仍在探索期, 假设公司 2020-2022 业务收入分别增长 3%。

租船业务: 公司租船业务分为内贸租船及外贸租船, 其中内贸租船业务因竞争格局稳定而较为平稳, 而外贸租船业务的租金与油轮市场行情具有一定相关性, 考虑到 2020 年行业 TCE 表现较好, 而 2021-2022 年可能相对一般, 预计 2020-2022 公司租船业务整体收入分别增长 26.9%、-28.2%、9.8%。

投资收益 (利润口径): 公司部分内贸油运及 LNG 业务通过投资收益体现, 由于内贸 COA 比例较高、LNG 船舶均与项目绑定, 我们假设 2020-2022 年公司投资收益分别增长 5%、3%、1%。

表 10：公司主营业务收入预测

主营业务总收入（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
外贸油运	6349.5	9201.8	6256.6	6806.5
内贸油运	4895.2	4993.1	5142.9	5400.1
LNG 运输	1321.4	1378.0	1426.2	1469.0
LPG 运输	97.8	100.8	103.8	106.9
租船业务	1081.0	1372.3	985.0	1081.0
总和	13745.0	17046.0	13914.5	14863.5

资料来源：WIND，天风证券研究所

4.2. 估值探索

从当前的行情及市场格局看，我们认为情况与 15 年 Q4 期间的情况较为类似，均处于库存增速提升、总量提升的初始阶段，因此当时美股油轮标的 PB 估值对中远海能当前的估值具备一定参考意义。为此，我们选取了 FRO、DHT、Euronav、Teekay 四家公司作为参考对象，考虑到 FRO 此前 Book value 为负导致该阶段估值虚高，在进行行业估值比较时进行折价处理，并最终得出行业的平均估值约为 1.56X。

表 11：可比公司在可比时间段中的估值

15Q4 期间 PB 估值	FRO	DHT	Euronav	Teekay
原始区间平均估值	2.74	1.03	1.41	1.88
调整后的区间平均估值	1.92	1.03	1.41	1.88
行业均值	1.56			

资料来源：WIND，天风证券研究所

4.3. 投资建议

油轮行业 3 月以来因全球原油的供需错配迎来高度景气，行业租金突破 250000 美金/天，且目前新冠肺炎造成的原油消费需求缺失可能仍将延续，原油期现价差有望延续，而这将为行业的运价进行托底，我们认为年内 TCE 均值有望达到 65000 美元/天甚至更高，预计 2020-2022 年公司净利润为 35.8、7.0、12.9 亿元，当前股价对应 PB 估值为 1.42、1.40、1.37 倍，给予公司 20 年 1.56 倍 PB 的估值，对应目标价 10.07 元，首次覆盖予以“增持”评级。

5. 风险提示

美国重启对公司的制裁：公司于今年 1 月末被移出制裁名单，但是如出现美国再度重启制裁的情况，将影响公司的船队运营，造成盈利及股价不及预期。

安全事故：能源运输行业的运输货量较大、货值较高，如发生因自身因素导致的安全事故，可能造成公司负担高额赔偿并影响国际声望。

原油消费需求大幅低于预期：短期原油的消费缺失带来了油价的下跌并引发了油轮行业的高景气，但是由于全球原油的库容有限，如全球出现胀库而消费需求仍旧不振，届时油运行业或将出现需求大幅下滑的状况。

中美关系僵化：美油近年增加出口拉长了全球的油运平均运距，当前低油价下页岩油公司面临巨大挑战，但是我们认为中美经贸协议有望为行业进行托底，但是如中美关系僵化，双方选择不执行协议，可能危及美国原油产业的需求，削弱行业周期上行动力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,468.78	3,920.36	6,256.46	7,874.75	12,347.58
应收票据及应收账款	752.11	937.68	577.52	1,741.56	570.54
预付账款	341.78	288.29	597.18	277.74	414.14
存货	926.85	774.26	791.21	802.30	809.60
其他	1,442.00	979.25	1,102.53	965.38	1,219.01
流动资产合计	6,931.51	6,899.85	9,324.90	11,661.73	15,360.88
长期股权投资	5,208.24	5,542.01	5,742.01	5,792.01	5,792.01
固定资产	48,925.78	47,819.90	46,125.61	44,224.81	42,187.18
在建工程	385.66	1,327.08	832.25	547.35	358.41
无形资产	76.37	73.68	70.71	67.73	64.76
其他	1,875.56	4,151.56	2,766.08	2,930.06	3,277.71
非流动资产合计	56,471.62	58,914.23	55,536.65	53,561.96	51,680.07
资产总计	63,416.27	65,841.86	64,884.22	65,244.88	67,064.83
短期借款	4,256.27	5,130.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,454.44	1,922.31	2,013.15	1,211.80	1,465.77
其他	5,170.87	5,295.87	5,448.03	5,250.17	5,400.02
流动负债合计	10,881.58	12,348.19	7,461.17	6,461.97	6,865.79
长期借款	18,786.38	17,325.53	17,800.00	18,200.00	18,500.00
应付债券	2,491.25	2,493.48	2,990.17	2,658.30	2,713.98
其他	1,984.87	4,507.06	4,732.41	5,205.65	5,047.91
非流动负债合计	23,262.49	24,326.06	25,522.58	26,063.95	26,261.89
负债合计	34,144.07	36,674.26	32,983.75	32,525.93	33,127.68
少数股东权益	1,080.58	1,042.87	1,166.48	1,563.30	2,007.36
股本	4,032.03	4,032.03	4,762.69	4,762.69	4,762.69
资本公积	7,559.34	7,571.80	7,571.80	7,571.80	7,571.80
留存收益	23,842.95	23,822.20	25,971.30	26,392.96	27,167.11
其他	(7,242.70)	(7,301.29)	(7,571.80)	(7,571.80)	(7,571.80)
股东权益合计	29,272.20	29,167.61	31,900.47	32,718.95	33,937.16
负债和股东权益总	63,416.27	65,841.86	64,884.22	65,244.88	67,064.83

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	323.86	689.36	3,581.84	702.77	1,290.24
折旧摊销	2,183.11	2,349.53	2,252.09	2,268.68	2,279.54
财务费用	1,230.72	1,417.88	1,395.58	1,409.53	1,416.58
投资损失	(520.26)	(719.57)	(755.55)	(778.21)	(782.11)
营运资金变动	(1,659.57)	1,902.27	1,612.40	(1,403.90)	719.87
其它	679.81	(292.00)	123.61	396.82	444.06
经营活动现金流	2,237.67	5,347.46	8,209.96	2,595.68	5,368.18
资本支出	7,451.89	(19.08)	34.65	(343.24)	207.75
长期投资	774.01	333.77	200.00	50.00	0.00
其他	(10,655.79)	(1,107.02)	266.02	942.93	521.67
投资活动现金流	(2,429.89)	(792.34)	500.67	649.69	729.42
债权融资	29,880.12	29,004.02	24,997.64	25,061.20	25,369.11
股权融资	(850.64)	(1,375.32)	(935.18)	(1,409.29)	(1,416.34)
其他	(30,437.83)	(31,797.67)	(30,436.99)	(25,279.00)	(25,577.54)
筹资活动现金流	(1,408.35)	(4,168.98)	(6,374.53)	(1,627.08)	(1,624.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,600.58)	386.14	2,336.10	1,618.29	4,472.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,286.00	13,880.08	17,046.03	13,914.50	14,863.53
营业成本	10,368.27	11,247.01	10,417.39	10,524.95	10,710.29
营业税金及附加	54.05	62.33	76.55	62.48	66.75
营业费用	22.80	49.30	49.40	49.65	50.39
管理费用	748.09	838.09	879.99	880.87	898.49
研发费用	0.07	15.12	15.12	10.12	3.12
财务费用	1,214.54	1,341.90	1,395.58	1,409.53	1,416.58
资产减值损失	0.00	(23.78)	180.00	20.00	50.00
公允价值变动收益	1.29	(0.12)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	520.26	719.57	755.55	778.21	782.11
其他	(1,085.17)	(1,445.41)	(1,511.10)	(1,556.43)	(1,564.21)
营业利润	441.81	1,076.07	4,787.55	1,735.10	2,450.02
营业外收入	6.60	17.38	13.79	14.98	14.59
营业外支出	4.89	73.70	50.76	58.41	55.86
利润总额	443.52	1,019.74	4,750.57	1,691.68	2,408.75
所得税	119.66	330.38	1,045.13	592.09	674.45
净利润	323.86	689.36	3,705.45	1,099.59	1,734.30
少数股东损益	218.73	257.75	123.61	396.82	444.06
归属于母公司净利润	105.13	431.61	3,581.84	702.77	1,290.24
每股收益（元）	0.02	0.09	0.75	0.15	0.27

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.89%	12.97%	22.81%	-18.37%	6.82%
营业利润	-70.31%	143.56%	344.91%	-63.76%	41.20%
归属于母公司净利润	-94.05%	310.54%	729.88%	-80.38%	83.59%
获利能力					
毛利率	15.61%	18.97%	38.89%	24.36%	27.94%
净利率	0.86%	3.11%	21.01%	5.05%	8.68%
ROE	0.37%	1.53%	11.65%	2.26%	4.04%
ROIC	2.53%	3.03%	9.62%	4.26%	5.92%
偿债能力					
资产负债率	53.84%	55.70%	50.83%	49.85%	49.40%
净负债率	90.23%	86.00%	58.75%	52.53%	38.37%
流动比率	0.64	0.56	1.25	1.81	2.24
速动比率	0.55	0.50	1.15	1.68	2.12
营运能力					
应收账款周转率	14.40	16.43	22.50	12.00	12.86
存货周转率	15.52	16.32	21.78	17.46	18.44
总资产周转率	0.20	0.21	0.26	0.21	0.22
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.09	0.75	0.15	0.27
每股经营现金流	0.47	1.12	1.72	0.55	1.13
每股净资产	5.92	5.91	6.45	6.54	6.70
估值比率					
市盈率	415.42	101.19	12.19	62.15	33.85
市净率	1.55	1.55	1.42	1.40	1.37
EV/EBITDA	11.48	10.02	7.22	11.00	9.03
EV/EBIT	26.99	19.68	9.84	18.94	14.35

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