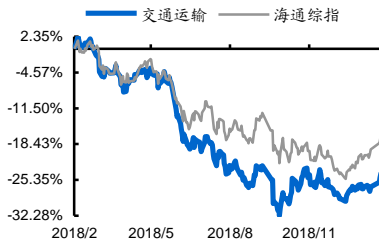


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

收购打造航运大企, 握紧油运龙头顺势而上》2018.11.20

《中远海能: 周期触底回升, 中远海能重回价值时点》2018.09.11

《招商轮船的安全边际与内在价值》2019.02.15

分析师: 虞楠

Tel: (021)23219382

Email: yun@htsec.com

证书: S0850512070003

联系人: 党新龙

Tel: (0755)82900489

Email: dxl12222@htsec.com

2019 油运投资策略: 以时间换空间, 相信均值复归的力量

投资要点:

- 2019 油运投资策略—以时间换空间, 相信均值复归的力量。**我们认为 2019 年油运行业具有显著的投资价值, 继续坚定推荐龙头招商轮船、中远海能。推荐的核心逻辑一以贯之: 作为强周期品种, 当前整个油运行业处于大周期底部, 未来变动的大方向大概率向上。短期波动我们无法确认, 然而我们能确认的, 是可以相信周期的规律, 相信均值复归向上的力量。我们认为当前油运股的估值水平已经提供了足够高的安全边际, 往后超额收益的实现, 成本只是时间和耐心, 而非所承担风险的提升。
- 四季度行情复盘: 2018Q4 的旺季行情, 只是此轮油运周期复苏的序曲。**1. 单季度的区间来看, 油运板块的景气度和油运运费水平趋势基本一致, 具有强相关性; 2. 2018Q4 运费的快速上涨扳动行情, 根本原因还是行业的供需格局得到改善, 即 2018 上半年拆船多且 OPEC 增产; 3. 我们“油运运费和油价并无直接关系”的观点得到了验证。更长的时间维度来看, 我们总结了油运投资的难点: (1) 油运运费短期波动剧烈——2014 年间运费从 1 万美元/天涨到 7 万美元天, 只用了 3 个月时间; (2) 把握趋势也很难, 回过头看, 即使在持续两年的向上周期中, 运费深度回调也很常见; 结论: 建议把握底部, 以时间换空间。
- 2019 油运供需格局预判: 需求方面, 我们借鉴海通石化团队的研究成果, 从原油产业视角判断未来两年油运需求将持续增长: 1. 19 年中国炼化产能投产、战略补库存仍提供强劲原油需求; 2. 美国原油运输管道预计 19 年陆续修通, 潜在原油出口能力将大幅增加; 3. 中美两国各自的原油进、出口需求, 可能影响全球能源运输格局, 油运量、距齐升可期。供给方面: 2019 年供给增加前高后低, 全年温和增长。**我们测算 19 年新船交付量在 1100-1300 万载重吨左右, 占总运力比约 5%, 预计拆船量将因 IMO 低硫油新规 2020 年的实行得到保障, 约为 760 万载重吨, 占比 3% 左右——19 年净运力增长约 2%, 只是节奏上上半年交付压力可能较大。
- 油运标的的核心安全边际与内在价值。1. 基于 PB 估值法, 油运标的当前仍具备较强的安全边际, 下跌空间有限; 最差年份仍盈利, 满足 PB 估值法有效的基础; 2. 基于自由现金流折算计算企业内在价值, 以招商轮船为例。中性情况下测算招商轮船的内在价值为 372 亿元左右, 与当前市值仍存 48% 的差异; 我们认为未来 1-2 年上行周期出现概率较大, 坚定推荐招商轮船、中远海能。**
- 风险提示。**美国管道完工不及预期、中东地缘政治危机、新船订单量大幅增加等。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2017	2018E	2019E	上期	本期
601872	招商轮船	0.10	0.20	0.34	优于大市	优于大市
600026	中远海能	0.44	0.05	0.28	优于大市	优于大市

资料来源: Wind, 海通证券研究所

目 录

1. 2019 油运投资策略—以时间换空间，相信均值复归的力量.....	5
2. 18 年四季度行情复盘：此轮油运周期复苏的序曲.....	5
3. 2019 油运供需预判：上半年供给可能承压，全年温和增长，需求关注中、美.....	8
3.1 油运供给：上半年可能承压，全年温和增长—关注 IMO 新规.....	9
3.2 油运需求：关注中、美—油运量、距齐增可期.....	10
3.2.1 2019 年中国石油炼化产能将大幅增加.....	10
3.2.2 中国原油储备需要继续补充.....	11
3.2.3 美国内陆管道陆续竣工，原油出口预期明确.....	12
3.2.2 中美若达成“双赢”原油贸易协议，油运需求将迎重大利好.....	12
4. 油运标的的安全边际与内在价值测算.....	13
4.1 基于 PB 的安全边际.....	14
4.2 基于公司永续现金流的内在价值测算.....	14
5. 风险提示.....	16

图目录

图 1	近五年油运运费走势回顾.....	5
图 2	2018 年 8 月-12 月油运板块景气度（以招商轮船股价为例）与 VLCC 日租金变动情况.....	6
图 3	2018 年 8 月-12 月原油价格与 VLCC 日租金变动情况.....	6
图 4	2017-2018 年 VLCC 日租金变动情况.....	7
图 5	2018 年 1-10 月 VLCC 月度拆船情况.....	7
图 6	2017-2018 年 11 月 OPEC 月度原油产量情况.....	7
图 7	2014-2016 油运运费水平变化情况（以中东-日本航线为例）.....	7
图 8	1990-2018 年年均 VLCC 日租金情况.....	8
图 9	IEA 对 Permian/Eagle Ford 地区原油产量及管道运输能力的预测.....	12
图 10	2019-2020 年油运行业供需系数（点）与租金水平预测.....	13
图 11	油运行业历史 PB 与运费变化.....	14
图 12	招商轮船历史 PB 估值水平（倍）.....	14
图 13	1996-2018 年油运行业运费变化情况.....	15
图 14	过去 5/10 年，全部 A 股和上证 50 的平均市盈率（倍）.....	15
图 15	我们认为的强周期标的市值与企业内在价值关系.....	16

表目录

表 1	2018 年全球 VLCC 船队交付与拆解统计	9
表 2	船队年龄结构及拆船量预测（百万载重吨）	10
表 3	“十三五”期间我国部分新建、扩建炼油项目（万吨/年）	11

1. 2019 油运投资策略——以时间换空间，相信均值复归的力量

我们维持自 2018 年 8 月以来对油运行业的看好，继续坚定推荐龙头招商轮船、中远海能。推荐逻辑：作为强周期品种，当前整个油运行业处于大周期底部，未来变动的大方向大概率向上。我们无法确认的，是数月内宏观、政治、政策等因素，也无法精准预测拐点出现的时间；然而我们能确认的，是相信周期的规律，相信均值复归向上的力量。

我们认为，当前油运股的估值水平已经提供了足够高的安全边际，往后超额收益的实现，成本只是时间和耐心，而非所承担风险的提升。2019 年期间，我们预期随着行业周期复苏大逻辑逐步验证，油运板块表现将逐步改善，具备明显投资价值，坚定推荐标的招商轮船、中远海能。

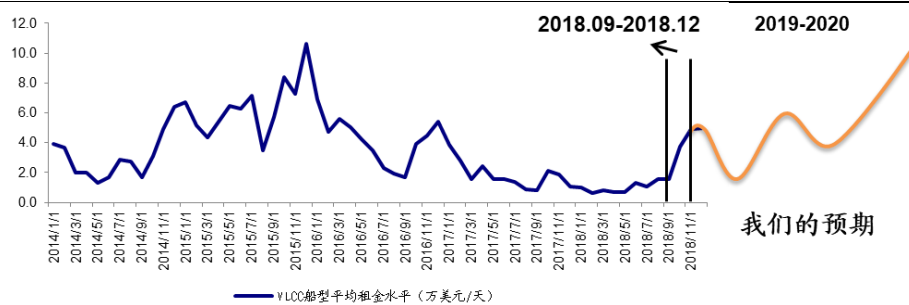
本篇报告目的是 2019 年油运行业投资策略前瞻，主要侧重在核心投资逻辑阐述、行业供需感知、标的的安全边际与内在价值的评估等，更为细致的基本面分析与测算，请参见我们于 2018 年下半年陆续发布的三篇深度报告：油运行业深度报告《守得云开——供需格局反转在即，底部孕育希望》、中远海能深度报告《周期触底回升，中远海能重回价值时点》、招商轮船深度报告《收购打造航运央企，握紧油运龙头顺势而上》。

2. 18 年四季度行情复盘：此轮油运周期复苏的序曲

我们自 2018 年 8 月 16 日发布油运行业深度报告《守得云开——供需格局反转在即，底部孕育希望》开始看好油运板块，油运板块也在四季度经历了一轮旺季行情。

但我们认为，2018 年四季度的旺季行情只是未来两年油运大周期行情的序曲，我们的对未来两年油运周期走势的判断如下图所示。

图1 近五年油运运费走势回顾



资料来源：wind，海通证券研究所

1. 回顾 2018Q4，我们认为影响油运板块景气度的核心因素还是油运运费——VLCC 日租金。如下图所示，四季度的行情可以看作从 9 月初启动，在 10 月初运费快速拉升——典型事件是 VLCC 日租金从 10 月 1 日的 1.9 万美元/天，跳涨到 10 月 9 日的 3.8 万美元/天。

图2 2018年8月-12月油运板块景气度(以招商轮船股价为例)与VLCC日租金变动情况



资料来源: 克拉克森, wind, 海通证券研究所

2. 2018年下半年的行情验证了我们的判断: 油运运费与油价没有直接正/负向关系

18年下半年, 国际油价变动幅度剧烈, 在10月初一度突破85美元/桶的高位, 与油运第一波运费高峰重合, 而11月油价的持续回调, 又与运费阶段性的回调重合, 因此给市场造成了“油运股价/运费与油价正相关”的印象。

针对这个问题, 我们于2018年12月2日发布报告油运行业跟踪报告《油价大幅下调对油运行业影响简析》专门做了解析, 我们的结论是: 油运运费和油价并无直接的正/负向关系。下图也证明了我们的观点: 油价和运费走势的确存在阶段性重合的时间, 但两者分别是原油市场与油运市场供需关系的独立演绎, 趋势并无直接关系。

图3 2018年8月-12月原油价格与VLCC日租金变动情况

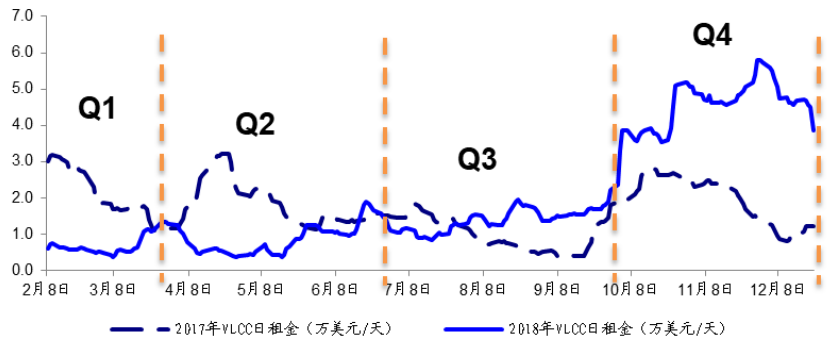


资料来源: wind, 克拉克森, 海通证券研究所

3. 2018Q4表现, 表面上是旺季行情, 但根本原因是行业供需格局向好

如下图所示, 2017年本来就是油运行业非常惨淡的一年, 全年VLCC日租金大致在1.5万美元/天左右, 远达不到行业的盈亏平衡线, 行业前景及市场预期都比较差, 而2018年前三季度的表现更是弱于2017年同期。但2018年Q4运费的走势大为改观, VLCC日租金均值为4.5万美元/天, 同比大涨137%, 可以说是扭转了因2018年前三季度惨淡而形成的市场预期, 从而有了油运股的逆势表现。

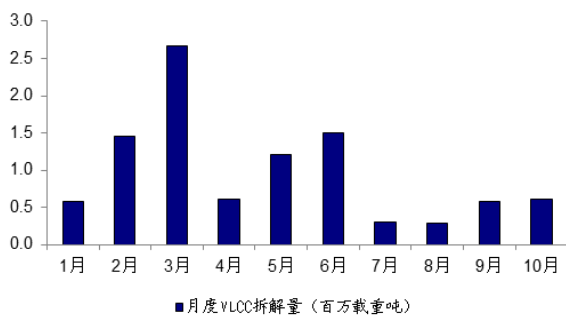
图4 2017-2018年VLCC日租金变动情况



资料来源：克拉克森，海通证券研究所

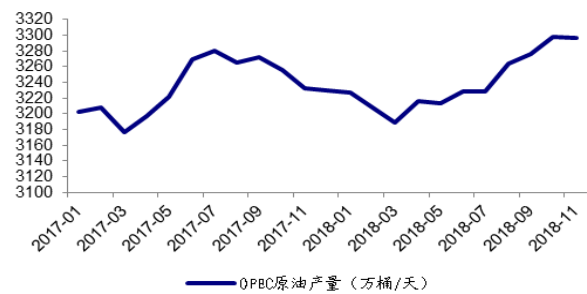
复盘来看，我们认为2018年Q4运费快速上涨表面原因，是四季度是油运行业的传统旺季，但究其根本，相较于2017年Q4的旺季不旺来说，18Q4运费的强势表现还要归功于明显改善的基本面：**1. 2018年上半年VLCC拆船量维持高位，有效减少供给；2. 2018年6月底，OPEC达成增产协议，增产效果明显，有效增加油运需求。**二者共同作用改善行业供需格局，有力提振运费。

图5 2018年1-10月VLCC月度拆船情况



资料来源：克拉克森，海通证券研究所

图6 2017-2018年11月OPEC月度原油产量情况

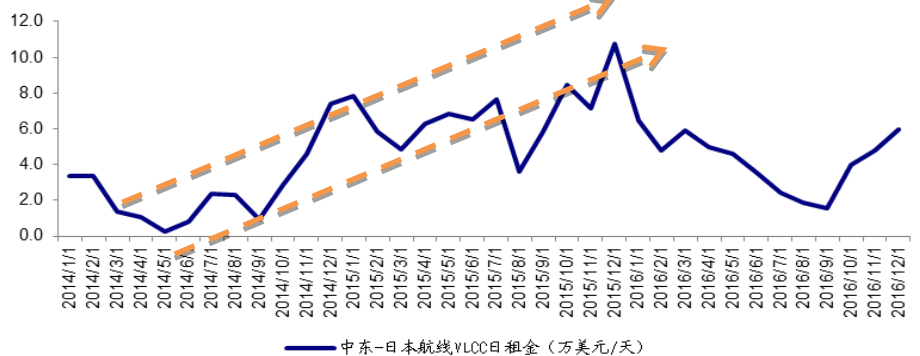


资料来源：wind，海通证券研究所

4. 我们认为，2018Q4油运行情仅是未来两年油运大周期的序曲

我们认为，作为强周期的油运行业，其行情的演绎绝非一蹴而就，而是在剧烈波动中前进。以2014-2016年的上一轮完整的油运运费周期为例，如下图所示。

图7 2014-2016油运运费水平变化情况（以中东-日本航线为例）



资料来源：克拉克森，海通证券研究所

通过观察上图，我们能够获得以下启发：

1. 油运运费短期波动非常剧烈且无法预测：以中日航线为例，2014年9月VLCC日租金仅为0.9万美元/天，三个月之内涨到了12月份的7.4万美元/天；而从2015年12月的10.8万美元/天跌回2016年2月的4.8万美元/天，也只用了3个月。**结论：把握油运运费的短期波动很难。**

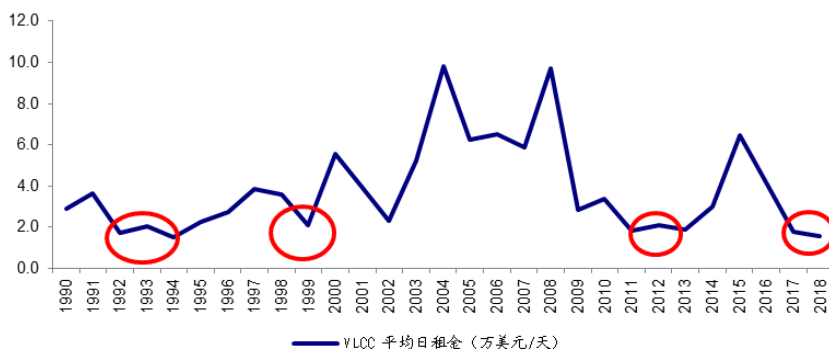
2. 那么不去把握短期波动，静待上行周期明确是否可以？回过头来看，即使是在时间跨度为2年的整体上行趋势中，运费大幅回调常有发生，如2014年9月、2015年3月、2015年8月；每一次的深度回调都给对油运周期趋势的判断增加了难度——任何一次回调都有可能是上行周期的结束，下行周期的开始。

基于以上分析，我们认为，油运行业最佳的投资机会，不会是数月内的短期行情，因为短期内运费的不确定性因素过多，波动剧烈且不可测；长达两年的趋势中也常有运费深度回调，而每一次回调都可能是长期趋势的结束，这将大大增加投资者判断行情的难度和心理波动——我们认为这就是投资油运板块最大的困难。

如何把握油运行业的投资机会呢？我们认为，相对于短期波动和趋势，周期底部更容易把握。

以下图为例：自1990年至2018年，以年均运费水平来看，历史上VLCC日租金降到1.7万美元/天以下的年度很少。那么这个运费的“地板”为何存在呢？因为根据我们的测算，当运费低到这个位置，整个油运行业不但不赚钱，连现金流都会入不敷出，一般行业运力将快速拆解，大量供给退出，为行业复苏孕育机会，而且常常伴随着运费的反弹。运费最新一次跌到“地板”上是2018年。

图8 1990-2018年年均VLCC日租金情况



资料来源：克拉克森，海通证券研究所

因此，我们可以下结论，对于油运行业来说，判断何时向上、向上持续时间比较困难，相对来说，判断底部更容易。一旦底部能够确立，那么事情就容易得多——油运投资的问题就变成了一个时间问题和概率问题，超额收益的实现，成本只是时间和耐心，而非承担风险的提升，时间将是我们的朋友。

3. 2019 油运供需预判：上半年供给可能承压，全年温和增长，需求关注中、美

明确底部之后，需要通过判断行业未来的供需格局来估测油运复苏的概率。供给方面，行业政策的影响极为重要，我们认为 2020 年初将实行的 IMO 低硫油新规，将是 2019 年油运老旧运力出清的关键保障；而需求方面，中国炼化产能快速增加、补库存需求明显、美国页岩油运输瓶颈突破、原油出口潜力大幅提升，将是全球石油贸易量增加——油运需求增长的主要动力。

本章核心两部分内容：

1. 供给方面：分析 2019 年的在手订单运力、预测运力交付量、预测拆船量，测算供给增速；
2. 需求方面：论证中国炼化产能增加、补库存需求、美国页岩油运输瓶颈突破对油运需求的潜在影响。

3.1 油运供给：上半年可能承压，全年温和增长—关注 IMO 新规

下表对 2018 年全球 VLCC 船队的交付与拆解情况进行了统计。据克拉克森数据，2018 年年初全球 VLCC 运力为 2.26 亿载重吨，全年 VLCC 船交付 1180 万载重吨，拆解 980 万载重吨，全年运力净增长 200 万载重吨，占年初运力约 1%，年末总运力约为 2.28 亿载重吨。

表 1 2018 年全球 VLCC 船队交付与拆解统计

	交付量 (百万载重吨)	占年初运力比	拆解量 (百万载重吨)	占年初运力比
1 月	0.3	0.1%	0.6	0.3%
2 月	1.2	0.5%	1.5	0.6%
3 月	0.6	0.3%	2.7	1.2%
4 月	0.6	0.3%	0.6	0.3%
5 月	1.6	0.7%	1.2	0.5%
6 月	1.9	0.8%	1.5	0.7%
7 月	0.6	0.3%	0.3	0.1%
8 月	0.9	0.4%	0.3	0.1%
9 月	1.3	0.6%	0.6	0.3%
10 月	1.9	0.8%	0.6	0.3%
11 月	0.6	0.3%	0.0	0
12 月	0.3	0.1%	0.0	0
累计	11.8	5.2%	9.8	4.3%
净增长	2.0			0.9%

资料来源：克拉克森，海通证券研究所

据克拉克森统计，2019 年年初，全球 VLCC 在手订单有 3063 万载重吨，占 2019 年年初总运力 2.28 亿载重吨的 13.4%。根据我们对历年数据的测算，我们预期 2019 年全年运力交付约为 1100-1300 万载重吨，占年初运力 5%左右。

拆船方面，历史上油运行业常常出现当景气周期出现时，船东自发减少拆船量，从而造成景气周期的消失或不及预期，但我们认为，2020 年将实行的 IMO 低硫油新规将极大削弱老旧船舶的竞争力，因此，即使 2019 年行业景气周期显著，老旧船的拆解量也不会大幅减少。

我们认为，由于 2020 年初 IMO 低硫油新规的实行，即使行业复苏周期来临，老旧船舶的运营成本也会由于改装成本、高燃油成本而迅速上升，竞争力持续下降。因此，我们认为利用当前全球 VLCC 船队年龄结构来计算拆船量是合理的。

在下表中，我们根据船队当前年龄结构对未来三年 VLCC 船队的拆船情况进行大致测算，测算结果如下：

表 2 船队年龄结构及拆船量预测（百万载重吨）

年龄（年）	20+	15-1	10-14	5-9	0-4	合计
占总运力比（%）	3%	17%	20%	36%	24%	100%
船队运力（百万载重吨）	7.2	38.0	43.7	82.2	52.8	224
2019 年拆船量	3.0	4.6	0	0	0	7.6
2020 年拆船量	3.0	3.8	0	0	0	6.8
2021 年拆船量	1.2	3.8	0	0	0	5.0

资料来源：克拉克森，海通证券研究所

由上表可知，我们测算 2019 年拆船量约为 760 万载重吨，占年初运力 2.28 亿载重吨约 3%；考虑 2019 年预计的总交付 5%，2019 年全年 VLCC 净增长约为 2%。我们判断，2019 上半年交付压力可能较大，下半年会有好转，全年来看温和增长。

较低的供给增速，为 2019 年油运行业的进一步复苏奠定了良好的基础，也为油运周期的复苏提供了较大的容错空间——供给增速越低，周期复苏所要求的需求增速也越低。

3.2 油运需求：关注中、美——油运量、距齐增可期

油运需求完全派生于全球原油贸易，判断全球原油贸易量的增长与否，是判断 2019 年油运需求的关键；而原油贸易量的增减，则取决于全球原油的供给与需求。

对全球原油市场的供需判断，不是我们的专长领域，但我们通过和海通证券石油化工团队沟通合作，吸收借鉴其部分研究成果，形成了以下对 2019 年原油贸易量的判断。

结论：我们认为，2019 年中国石油炼化产能将大幅增长，同时中国仍具有强烈的原油储备补充需求，因此中国对原油的需求量未来将持续增加。

另一方面，2019 年 Q2 开始，美国内陆原油运输管道将陆续竣工，美国原油出口的管道限制将被解除，原油出口量有望快速增长。

我们认为，正在进行的中美贸易谈判若达成双方在能源贸易方面的合作，两国将实现双赢：中国通过大量进口美国石油，一方面能够削减中国对美贸易顺差，另一方面也能够承接美国大量出口的原油——这将直接提振全球的原油运输需求。

此外，即使中美短期内未能达成协议，但中国对原油需求的刚性增长、美国大量出口原油，都将对全球原油运输格局造成显著影响。我们认为，从油运市场的角度来看，原油运输需求显著增长将是大概率事件。

3.2.1 2019 年中国石油炼化产能将大幅增加

海通石油化工团队在 2018 年 9 月 1 日发布的报告《我国能源结构现状及未来展望》中的研究表明，十三五期间中国炼油行业有望迎来新一轮的产能扩张，根据其在报告中对新建、扩建炼油项目的统计，预计到 2020 年，中国新增炼厂炼油能力将超过 1.6 亿吨/年，其中 2019 年预计新增炼化产能 4400 万吨，2020 年新增 1.2 亿吨，这意味着中国原油进口量需要相应增加以满足炼化产能扩张的需求。

据海通石油化工团队统计，“十三五”期间，2019-2020 年中国部分新建、扩建的炼油项目如下表所示：

表 3 “十三五”期间我国部分新建、扩建炼油项目（万吨/年）

投产时间	企业/项目名称	建设主体	原有炼油能力	计划炼油能力	新增炼油能力	区域	备注
2019	洛阳石化	中石化	800	1000	200	华中	2017年7月开工
2019	新华联合石化	新华联合控股	0	2000	2000	华北	2017年5月环评
2019	泉州石化	中化	1200	1500	300	西北	2017年10月开工
2019	中科炼化	中石化	0	1500	1500	华南	2016年12月开工
2019	华锦石化	中国兵器	600	1000	400	东北	2017年5月签约
2019年新增炼化产能合计			2600	7000	4400		
2020	曹妃甸一期	中石化	0	1500	1500	华北	新建，2017年开工
2020	揭阳石化	中石油	0	2000	2000	华南	2017年6月签约
2020	盛虹石化	江苏盛虹	0	1600	1600	华东	预计2020年底建成
2020	曹妃甸二期	中石化	0	1500	1500	华北	新建，2017年开工
2020	大榭石化	中海油	800	1400	600	华东	改、扩建
2020	古雷石化	中石化	0	1600	1600	华南	2017年底开工
2020	舟山炼化	浙江石油	0	4000	4000	华东	新建
2019-2020年新增炼化产能合计			3400	20600	17200		

资料来源：《绿色转型绘发展蓝图-我国炼油工业发展现状及趋势》，《2017年国内外油气行业发展报告》，金联创，海通证券研究所

按照以上表中的项目投产预期，2019年中国需要新增4400万吨的原油进口，这对全球原油运输需求意味着什么呢？我们来看一些数据：

1. 2017年，中国原油进口量为4.2亿吨；4400万吨的新增炼化能力，意味着相对2017年，中国原油进口量要相应增长10%；

2. 据克拉克森统计，2018年全球原油海运量为4100万桶/天，按照原油1吨约等于7桶、一年365天大致计算，全年原油海运量21.47亿吨——仅考虑这4400万吨的原油进口增量，将创造2.1%的原油海运需求，而根据前章我们测算，2019年全年供给增速也仅为2%。

当然。以上只是大致的测算，在新炼化产能投放的过程中，也可能会有部分老旧产能会被替代；另外，在国内加大石油勘探与开采力度的情况下，我国自身的原油产量也有可能进一步增长，形成对进口原油的部分替代。但总体来说，我国对原油进口量的需求，还是呈增长态势。

因此，我们得出结论，若2019-2020年中国新增炼化产能顺利投产，全球原油运输需求将得到有效提振。

3.2.2 中国原油储备需要继续补充

海通石油化工团队在2018年9月1日发布的报告《我国能源结构现状及未来展望》中的研究表明，按照《国家石油储备中长期规划》，2020年前中国计划形成100天石油净进口量的储备总规模（约1.1亿吨），而截止到2017年6月底，中国原油储备仅有3733万吨，仅相当于33天的储备规模，若要达到规划规模，则2018-2020年中国每年需要新增2550万吨的原油进口。按照2018年21.47亿吨的全球原油海运量来计算，则增量占比为1.2%。

综上所述，考虑到2019年的新增炼化产能与原油储备需求，中国至少有约6000万吨的原油进口增量需求。若此需求全部被满足，则我们测算2019年全球原油海运需求量将增加3.2%。当然，这只是从中国需求角度考虑的理想情况，实际上如此大量的原油需求能否被满足，还要看全球的原油供给。

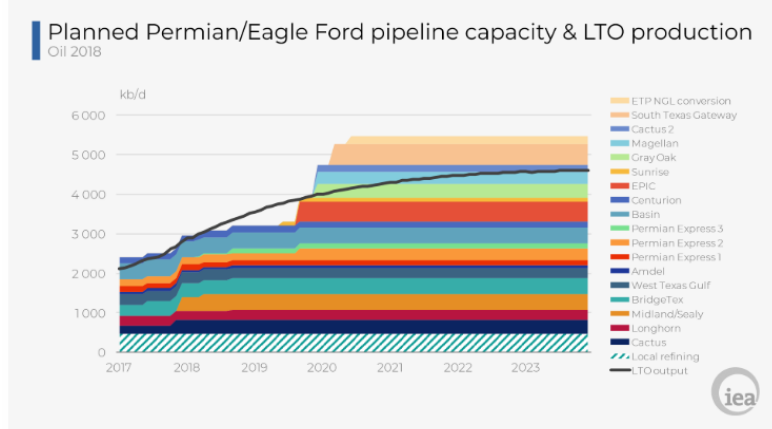
3.2.3 美国内陆管道陆续竣工，原油出口预期明确

据美国能源信息署（EIA）和行业的推算显示，美国 2018 年原油产量为 1090 万桶/天，同比增加约 15.3%，预期 2019 年产量为 1180 万桶/天，同比增加约 8.3%。事实上，美国于 2018 年已经超越沙特、俄罗斯成为全球第一大产油国。

产量虽然不断攀升，但美国原油的出口却受到了内陆运输能力的限制。海通石油化工团队在 2018 年 11 月 4 日发布的报告《从财务报表看美国页岩油完全成本》中表明，Permian 盆地产量占美国原油产量 30% 左右，2018 年 6 月其产油量为 329 万桶/天。Permian 盆地当前原油管道运输能力约为 280 万桶/天，除去当地炼厂 50 万桶/天的消化能力，其运输管道基本达到负荷上限，制约了原油出口量的进一步增长。

然而，管道的限制将在 2019-2020 年得到解决。海通石油化工团队预计，到 2019 年底，Permian 地区管道运输能力将增加 100 万桶/天，到 2020 年将新增另外 100 万桶/天的产能，总运输产能超过 500 万桶/天。

图9 IEA 对 Permian/Eagle Ford 地区原油产量及管道运输能力的预测



资料来源：IEA，海通证券研究所

综上所述，我们认为随着美国内陆管道产能的陆续投放，2019 年美国原油出口量将逐渐增加，有效提振海运需求。

3.2.2 中美若达成“双赢”原油贸易协议，油运需求将迎重大利好

正如之前所论述，2019 年中国新增大量原油进口需求，而美国管道修通后，其原油出口量将大幅增加。而前几轮中美之间关于贸易的谈判中，有提到过双方在能源贸易方面合作的可能。大国之间的博弈不确定性较强，我们无法对此贸易协议的最终结果做出准确预测，但对此可能性的前瞻性探讨仍是有必要的。

我们认为，假如中国增加从美国进口能源，实际上将是双赢局面：中国能够增加进口以支撑炼化产能和补充库存，美国能够找到其大量出口原油的买家，而且也能够有效对冲中美之间的贸易逆差。

假如中国增加从美国进口原油，将从运量和运距两方面提振油运市场需求。首先，美国原油出口增加原油海上运输量；其次，油运需求=运量*运距，美国到中国的原油运输路线是美湾—好望角—中东—马六甲—中国，这条航线的运距，约为中东—中国航线的两倍，加倍提升油运需求。

需要承认的是，在当前复杂多变的政治环境与经济格局中，我们面临诸多不确定性。我们无法预测中美贸易谈判的走向，也不能排除中美关系持续恶化、贸易战进一步加剧、能源合作化为无稽之谈的可能；

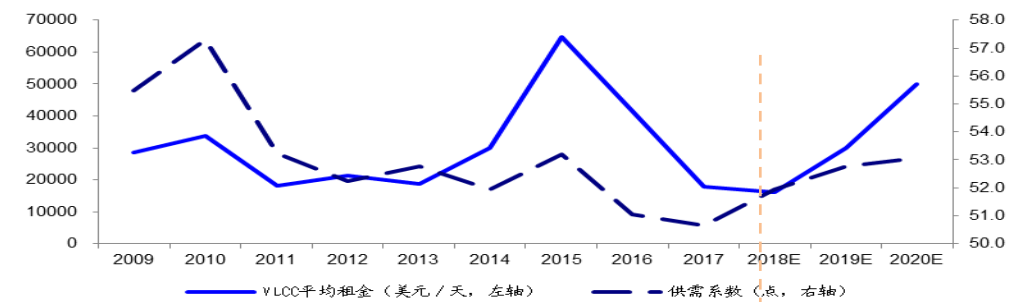
但我们能确定的，是中国对原油快速增加的需求，以及美国原油大量出口的确性，

所以即使中美未达成能源贸易，中国的原油进口增加、美国原油出口增加，整体来说也会增加油运需求，中美能源贸易协议只是会作为一个周期向上的扳机，即使没有，也不影响油运周期向上的整体走势。对于美国原油出口如何影响油运需求的量化测算，请参考我们之前发布的招商轮船深度报告《收购打造航运大企，握紧油运龙头顺势而上》，这里不再赘述。

综上所述，在第三章内我们对 2019 年油运市场供给、需求分别进行了分析与探讨，也叙述了我们看好未来两年油运大周期的核心逻辑。影响油运行业的因素错综复杂，但我们认为只要上述核心逻辑不被破坏，油运大周期的出现就是值得期待的。我们就对 14-15 年油运景气周期在 19-20 年内重现抱有很强的信心。

这是我们在招商轮船深度报告《收购打造航运大企，握紧油运龙头顺势而上》中提出的 2019-2020 年油运行业供需格局与运费预测图。

图10 2019-2020 年油运行业供需系数（点）与租金水平预测



资料来源：克拉克森，海通证券研究所

然而，我们认为市场是无法预知的。上述利好与逻辑推演，我们认为在未来两年是大概率发生的事件，但我们不能排除发生小概率的预期落空、其他意外出现的情景。

所以，上述种种可能的利好只是我们看好油运股的原因之一，核心原因是我们确认油运标的的安全边际，我们相信周期均值复归的力量，相信在周期底部时，唯一的方向就是向上。我们坚信长期来看股价是由标的的内在价值决定的。

接下来我们探讨油运股的安全边际与内在价值。

4. 油运标的的安全边际与内在价值测算

我们认为，投资标的的安全边际与内在价值是权益研究中最重要指标，能够为投资者提供明确的安全垫以及合理的回报预期，尤其是在对周期属性较强的板块投资中。

我们认为，在周期股上的超额收益的获取，来源于逆向投资策略，而这样做的前提条件是对周期底部与高位的把握。

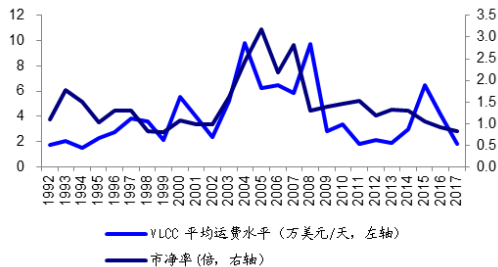
安全边际能够帮助我们发现股票的底部，而股价偏离内在价值的幅度，能让我们判断当前股价是否处于高位。

我们在 2019 年 2 月 15 日发布的报告《招商轮船的安全边际与内在价值》中，定量探讨了招商轮船的安全边际与内在价值，本章节引用报告中的此部分内容，借以对油运标的的安全边际与内在价值进行探讨。

4.1 基于 PB 的安全边际

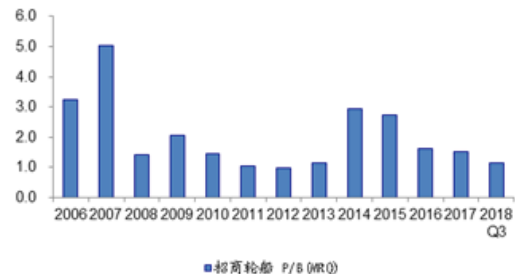
对于油运这类重资产、强周期的标的，我们认为在周期底部时，PB 是合理的估值方法，并且是寻找安全边际较为可靠的方法。我们以招商轮船为例进行阐述。

图11 油运行业历史 PB 与运费变化



资料来源：Clarksons, wind, 海通证券研究所

图12 招商轮船历史 PB 估值水平（倍）



资料来源：wind, 海通证券研究所

上面左图是油运行业的整体 PB 与运费的关系，可以看出两者具有明显的正相关性；右图是招商轮船历史的 PB 水平，可以看出，2018 年 Q3 的 PB 估值，也基本上处于过去 12 年的历史低位。

根据公司 2018 年度业绩预增公告，2018 年全年招商轮船归母净利润为 11.3-12.5 亿元，且我们认为 2018 年是油运行业过去 20 年最差的年份之一。在最差的年份，招商轮船也能保持盈利，这也为低 PB 作为安全边际奠定了基础。

综上所述，我们认为 2018 年至今，从 PB 的角度来说，油运行业整体的估值安全边际已经非常明显，即使行业复苏不能如期而至，标的下行风险也非常有限，看涨期权价值突出。

4.2 基于公司永续现金流的内在价值测算

对企业内在价值的计算，是一个智者见智的问题，因为企业内在价值的概念本身就比较模糊和难以界定：

- 企业的内在价值是企业自身所具有的价值，它是一种客观存在，是由企业内在的品质所决定的——百度百科；

这里我们使用一种较为常见的内在价值估算方法——公司自由现金流折现法，对油运标的之一招商轮船的内在价值进行初步探究。

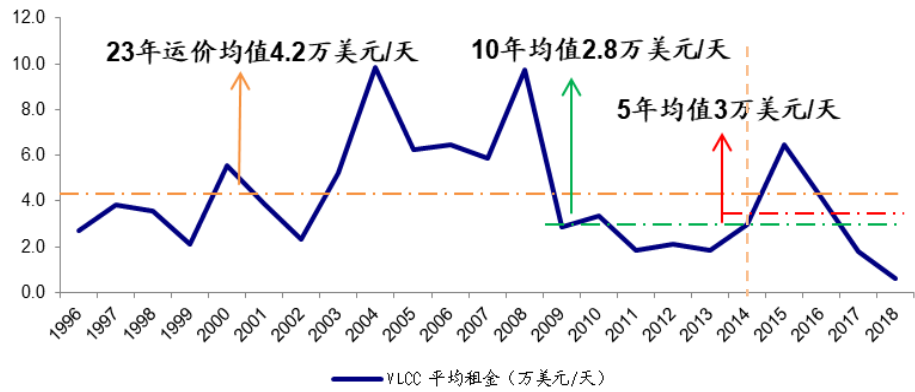
自由现金流折现法估值计算企业内在价值，有以下几个核心要素：1. 对未来现金流的预期；2. WACC（视为企业所有者要求回报率）；3. 现金流增速 g 。对于这几个要素，我们基于对行业及公司的理解，进行以下假设：

1. 自由现金流

我们测算公司 2018-2020 年归母净利润分别为 12.0/20.7/29.3 亿元，测算 2018-2020 年公司自由现金流分别为 11/27/36 亿元，其中，2019-2020 年业绩预测是基于油运运价分别为 2.6/3.0 万美元/天的假设。

根据克拉克森数据，过去 5 年，油运运费均值为 3.0 万美元/天；过去 10 年，油运日租金均值为 2.8 万美元/天，过去 23 年，油运日租金为 4.2 万美元/天。

图13 1996-2018年油运行业运费变化情况



资料来源：克拉克森，海通证券研究所

我们的设想是：作为强周期行业中的龙头，招商轮船的业绩也必然会有较大的波动性，很难对未来每一年的盈利做出精准的预测；因此，我们想通过计算在较长一段时间内的运费均值，对应计算公司的盈利及自由现金流，从而达到将公司的业绩“平滑化”。

因此，2.6/3 万美元/天的日租金水平，与过去 5 年、10 年的平均水平相当，可以认为是较为中性的假设，我们就以其对应的公司自由现金流 27/36 亿元来进行测算。

2. 预期未来现金流增速 g

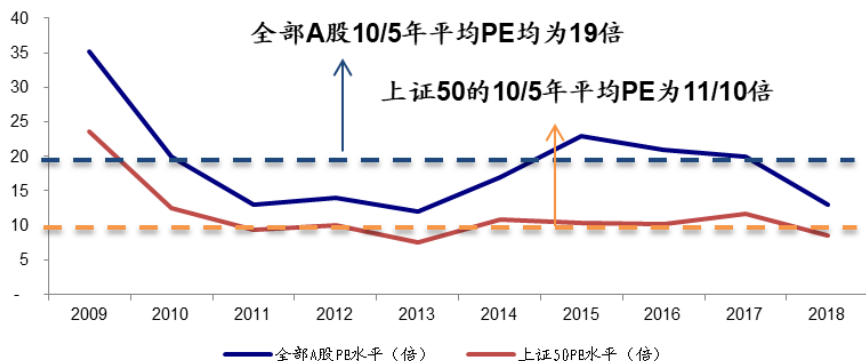
由于我们是将一个周期股的盈利平滑化，故不再假设未来增速，令 $g=0$ ；

3. 资本回报率

过去 10 年间（2009-2018）和过去 5 年间（2014-2018），A 股整体平均市盈率均约为 19 倍，而上证 50 在过去 10/5 年的平均市盈率为 11/10 倍；相当于 A 股投资者在过去 10/5 年中，获得的整体回报率为 $1/19=5\%$ ；而全部上证 50 的投资者，整体回报率为 $1/11=9\%$ 和 $1/10=10\%$ 。

A 股中外贸油运的主要标的是招商轮船、中远海能，均为规模位于世界前列的业内龙头，对标上证 50 更为合理。因此，我们就以 10% 作为计算招商轮船企业价值的资本回报率。

图14 过去 5/10 年，全部 A 股和上证 50 的平均市盈率（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

根据以上假设，我们对招商轮船的企业价值进行粗略估算，结果如下：

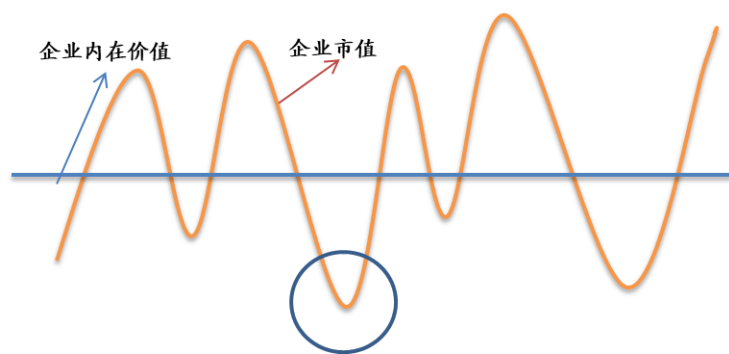
10%的资本回报率下：

若按照 2.6 万美元/天保守的平均运费水平，即未来永续现金流为 27 亿元/年，招商轮船企业价值为 282 亿元；

若按照 3 万美元/天中性的平均运费水平，即未来永续现金流为 36 亿元/年，招商轮船企业价值为 372 亿元；

截止到 2019 年 2 月 15 日，招商轮船市值为 252 亿元，也就是说，按照 2.6 万美元/天的平均运费水平，招商轮船当前市值与企业内在价值之间，还有 $(282/252) - 1 * 100\% = 12\%$ 的距离；按照 3 万美元/天的平均运费水平，还有 $(372/252 - 1) * 100\% = 48\%$ 的距离。

图15 我们认为的强周期标的市值与企业内在价值关系



资料来源：海通证券研究所

我们认为，油运板块拥有较强的周期属性，油运企业的市值是围绕其企业内在价值波动的，如上图所示。因此，即使知道企业内在价值，对于某一时刻市场对企业的定价，我们是无法精准预测的，但至少我们能够确信的是，油运股的市值，现在处于上图的蓝色圆圈内，安全边际凸显。

在此情况下，在油运股上获得超额收益的代价，不再是承担更多的风险，只是可能的更长的等待时间。短期的波动、拐点无法预测，我们也无法保证周期立即脱离蓝色圆圈直冲而上，但根据我们在 2018 年 11 月 20 日发布的报告《招商轮船：收购打造航运大企，握紧油运龙头顺势而上》中对未来两年行业供需格局逐渐向好的判断，未来两年内周期向上大概率还是会出现的。

结论：看好油运行业未来 1-2 年的周期向上机会，继续坚定推荐招商轮船、中远海能，给予优于大市评级。

5. 风险提示

美国管道完工不及预期、中东地缘政治危机、新船订单量大幅增加等。

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中远海控,招商轮船,上海机场,白云机场,德邦股份,北京首都机场股份,日照港,嘉友国际,中远海能,中国国航,申通快递,深圳机场,春秋航空,吉祥航空,珠海港

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现 为比较标准,报告发布日后 6 个月内的 公司股价(或行业指数)的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市 场以恒生指数为基准;美国市场以标 普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tl5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱红军(021)23154143 zjh10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tl5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zy x11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com 联系人 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com