

航运行业跟踪报告

超级油轮行业专项研究（二）：回顾历史船舶拆解周期，2018 有望成为新一轮拆解元年

推荐（维持）

1.回顾历史三轮拆解周期，会发现，导致拆解周期的三大因素：产油国的产量急剧下滑（战争因素、减产协议），经济危机导致的需求下降以及老旧船舶的更新换代。直观地，都会体现在运价的低迷上

1) 1980-1985 年拆解量合计 291 条，占当时运力规模的 40%以上；主因在于产油国战争因素导致石油危机，油运需求大幅下滑，从而推动拆解周期；

2) 1992-1995 年拆解高峰，累计拆解运力 110 条，占当时运力的 25%；主因在于船舶老龄化推动更新换代导致的拆解周期；

3) 1999-2003 年累计拆解运力 151 条，占当时运力的 35%。主因在于金融危机、911 背景下经济环境的不确定性以及欧佩克为稳定油价连续减产，导致需求下滑推动的拆解周期。

2.2018 年有望是新一轮拆解周期起点：低迷运价外，更在于船舶老龄化，拆解换现金。

1) 2018 年以来，油运市场拆解持续放量，目前累计拆解 VLCC 数量为 24 艘（相当于全行业 3.3%运力），拆解数量高于过去三年年度拆解运力之和。

2) 除运价持续低迷外，我们认为老旧船舶的不经济更是刺激拆解的因素。a) 目前油轮船队明显老龄化，15 年以上船龄的油轮 150 艘，占比 21%，其中 20 岁以上船龄为 24 艘（占比 3.3%），老旧船舶与新船在经营过程中存在明显的效益差异，体现在燃油的效率、船舶检修成本等。b) 今年以来拆解船龄明显下降。今年拆解的船舶中，只有 4 条船舶是 20 岁以上船龄，大部分船舶船龄结构在 15-20 岁，据德鲁里数据统计，今年第一季度拆解船舶的船龄平均仅为 19.5 年，而 2017 年平均为 22 年。c) 我们还观察到目前船舶废钢价格与 VLCC 船舶残值水平平均处于相对高位，拆解船舶更加有利缓解企业恶化的现金流。

3) 综上，我们认为 2018 年与过去比，存在低迷运价与船舶老龄化更新的共性，我们预计拆解力度或等同于 2000 年，则 2018-19 年会有年均 30 艘的拆解。

3.维持观点：超级油轮运价连续四周反弹，周期有望提前至 18Q4 开启。此前报告我们综合研判各事件的演绎，行业基本面的变化，我们认为，超级油轮周期有望提前至今年四季度开启。

1) 运价更新：6 月 22 号，VLCC-TCE 报 12060 美元/天，周上涨达 92%，自 5 月 11 号低点以来已涨 7 倍，同时为 2017 年 12 月以来最高点。但离 2 万美金的保本点仍有距离。

2) 关注事件：关注美国退出“伊核协议”后，伊朗油运业对行业的影响，或致 5%运力退出全球油运市场。

3) 观察指标：观察原油升水结构是否出现以及对应海上浮舱变化。

4) 基本面积积极的变化：供给端拆解提速，老旧船面临逐步退出；需求端 OPEC 或持续对减产松动。

5) 一旦周期开启，招商轮船若完成并购资产交割，弹性巨大。完成与经贸船务并购资产交割后，假设运价水平每提升 1 万美元/天，运行天数 350 天，招商轮船船队合计增加人民币约 9 亿元。

风险提示：目前油运市场仍处于运价低谷期，预计二季度仍然承压。二季度平均运价为 5053 美元/天，创下最近 10 年单季运价新低。预计二季度业绩仍承压。此外风险在于全球石油需求下降、供给退出不及预期等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
招商轮船	3.55	0.16	0.25	0.33	22.19	14.2	10.76	1.24	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2018 年 06 月 22 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	11	0.31
总市值(亿元)	1,719.95	0.3
流通市值(亿元)	1,348.14	0.34

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-14.75	-19.72	-17.76
相对表现	-8.37	-8.73	-17.37



相关研究报告

《超级油轮行业专项研究（一）：海上浮舱与原油期货升贴水的关联，维持观点——超级油轮周期有望提前至四季度开启》

2018-06-13

目 录

一、超级油轮行业或处于新一轮拆解周期.....	4
（一）历史上的三轮拆解大周期	4
1、1980-85：产油国战争因素导致石油危机，油运需求大幅下滑，从而推动拆解周期.....	5
2、1992-95：船舶老龄化推动更新换代导致的拆解周期	6
3、1999-2003：金融危机以及欧佩克为稳定油价减产，导致需求下滑推动的拆解周期.....	6
（二）2018 年有望是新一轮拆解周期起点：低迷运价外，更在于船舶老龄化，拆解换现金.....	7
1、低迷运价与老旧船舶的不经济会刺激拆解周期.....	7
2、2018 年有望是新一轮拆解周期的起点.....	8
二、强调观点：超级油轮周期有望提前至 18Q4 开启	9
三、风险提示：目前油运市场仍处于运价低谷期，预计二季度仍然承压	10

图表目录

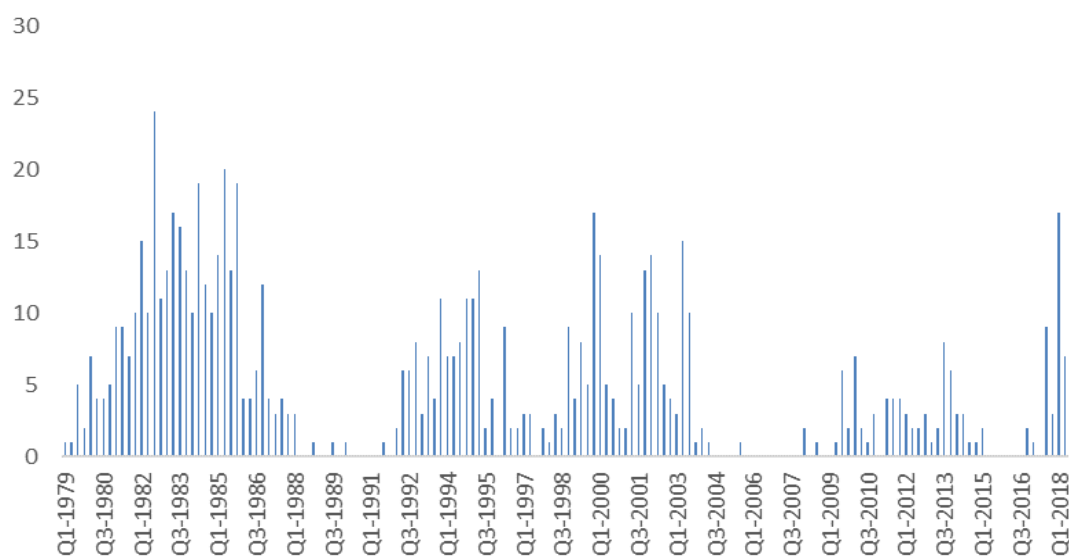
图表 1	今年以来油运行业 VLCC 持续拆解	4
图表 2	油运行业历史的拆解高峰期	5
图表 3	1980 年油运市场拆解运力高位	5
图表 4	1990 年时期行业船舶拆解与交付运力	6
图表 5	油运市场 90 年代原油产量增速	6
图表 6	季度拆解高峰期出现在 OPEC 减产之后	6
图表 7	低迷运价刺激行业落后产能退出	7
图表 8	新老船舶存在经营效益差异	7
图表 9	VLCC 市场船龄结构数量	8
图表 10	VLCC 市场船龄结构占比	8
图表 11	今年以来拆解船龄结构下降	8
图表 12	VLCC 市场拆解单位价格（美元/ldt）	9
图表 13	VLCC 船舶残值价格（百万美元）	9
图表 14	VLCC-TCE 一周变动	10

一、超级油轮行业或处于新一轮拆解周期

2018 年以来，油运市场拆解持续放量，目前累计拆解 VLCC 数量为 24 艘，合计运力 710.87 万 DWT（全行业共有 VLCC 726 艘，相当于 3.3%），拆解数量高于过去三年年度拆解运力之和，接近过去四年累计拆解量 25 艘。

我们回顾近 30 年历史上存在三轮拆解大周期（1980-85，1992-95，1999-2003），来看其中的推动因素。

图表 1 今年以来油运行业 VLCC 持续拆解



资料来源：克拉克森，华创证券

（一）历史上的三轮拆解大周期

历史上的 VLCC 大量拆解周期出现过三次：

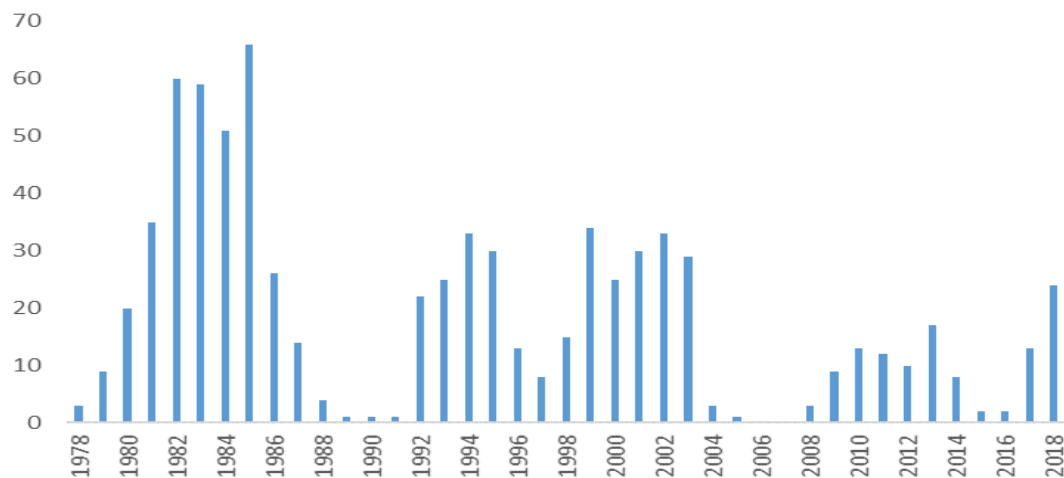
1980-1985 年拆解量合计 291 条，占当时船舶运力规模的 40% 以上；主因在于产油国战争因素导致石油危机，油运需求大幅下滑，从而推动拆解周期；

1992-1995 年拆解高峰，累计拆解运力 110 条，占当时运力比为 25%；主因在于船舶老龄化推动更新换代导致的拆解周期

1999-2003 年累计拆解运力 151 条，占当时运力比为 35%。主因在于金融危机、911 背景下经济环境的不确定性以及欧佩克为稳定油价连续减产，导致需求下滑推动的拆解周期。

因此我们会发现，导致拆解周期的三大因素：产油国的产量急剧下滑（战争因素、减产协议），经济危机导致的需求下降以及老旧船舶的更新换代。直观地，都会体现在运价的低迷上。

图表 2 油运行业历史的拆解高峰期



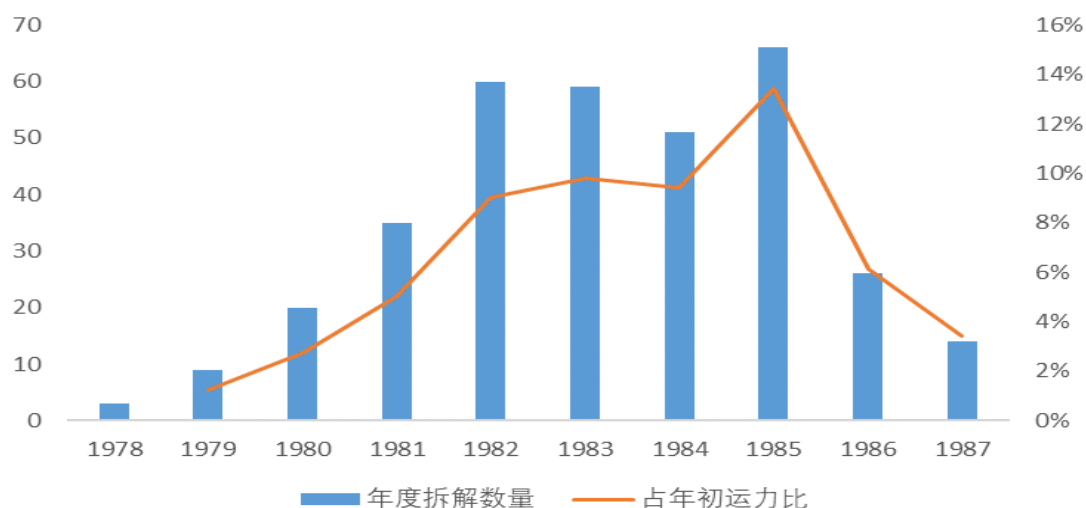
资料来源：克拉克森，华创证券

1、1980-85：产油国战争因素导致石油危机，油运需求大幅下滑，从而推动拆解周期

油运市场在 1980 年遭遇危机，两伊战争、石油危机等因素影响下，世界石油产量大幅缩减。尤其两伊战争期间，两国石油生产完全停止，世界石油产量剧减，全球市场每天都有 500 万桶以上的缺口，打破了当时供求关系。需求大幅下滑，叠加行业运力供应过剩，行业运价呈现低迷走势，1983 年阿拉伯到欧洲航线运价低至 WS17 点，大量的 VLCC 出现闲置送去拆解。

这一期间拆解量活跃，是由于产油国产量急剧下滑带来海运贸易量下行，叠加行业运力过剩，使得运费长时间低迷。

图表 3 1980 年油运市场拆解运力高位

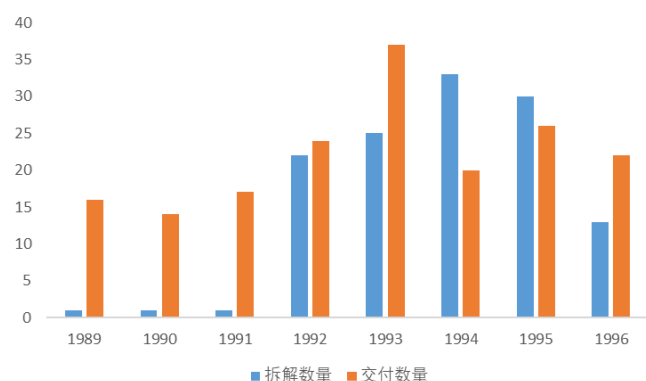


资料来源：克拉克森，华创证券

2、1992-95：船舶老龄化推动更新换代导致的拆解周期

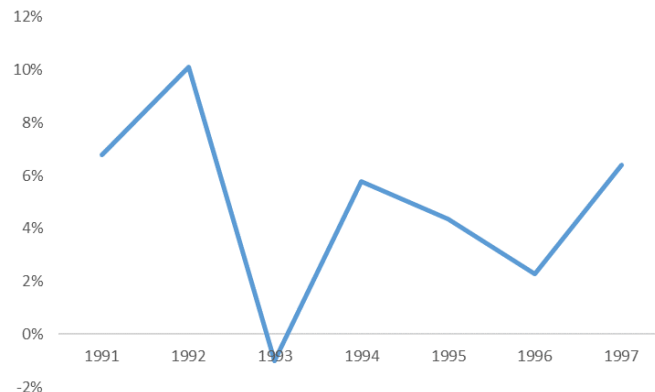
1992-1995 年行业拆解合计运力 120 条 VLCC，这段时间行业需求没有下滑，全球石油出口持续旺盛，但油运市场船舶老龄化严重，船东出于对未来市场需求持续旺盛的预期，交付新船舶替代老旧船舶，这段期间的交付运力合计 108 艘，基本与油运拆解数据持平。

图表 4 1990 年时期行业船舶拆解与交付运力



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 5 油运市场 90 年代原油产量增速

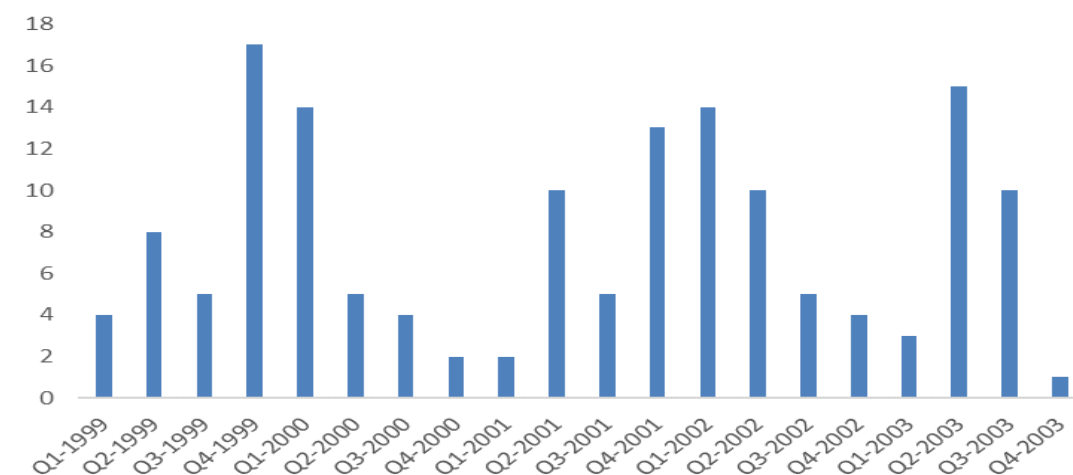


资料来源：克拉克森，华创证券

3、1999-2003：金融危机以及欧佩克为稳定油价减产，导致需求下滑推动的拆解周期

1998 年亚洲金融危机来临导致油价暴跌，随后 OPEC 达成减产协议，亚洲经济开始复苏；但紧接着 2001 年美国恐怖袭击事件再次导致油价暴跌，欧佩克连续三次减产保住油价。此轮的油运拆解活动来自于油运市场减产活动，导致油运需求下滑，行业进行供给端调整。

图表 6 季度拆解高峰期出现在 OPEC 减产之后



资料来源：克拉克森，华创证券

（二）2018 年有望是新一轮拆解周期起点：低迷运价外，更在于船舶老龄化，拆解换现金

由上述三轮周期，我们会发现，导致拆解周期的三大因素：产油国的产量急剧下滑（战争因素、减产协议），经济危机导致的需求下降以及老旧船舶的更新换代。直观地，都会体现在运价的低迷上。

1、低迷运价与老旧船舶的不经济会刺激拆解周期

行业运价持续低于公司现金成本将会导致企业现金流恶化，面临破产危机。

此时，拆解活动可以缓解企业亏损的幅度，拆船也能给予企业部分现金流。

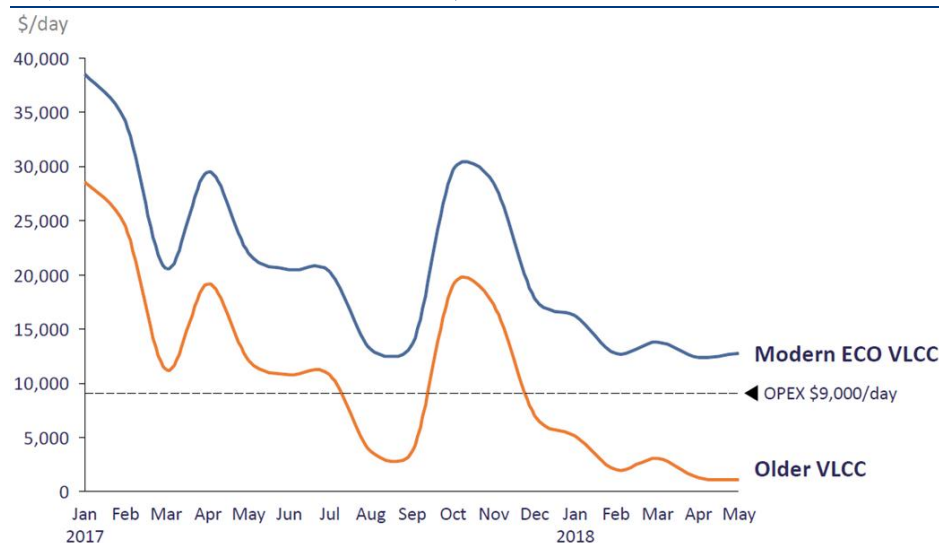
图表 7 低迷运价刺激行业落后产能退出



资料来源：克拉克森，华创证券

老旧船舶与新船在经营过程中存在明显的效益差异，体现在燃油的效率、船舶检修成本等，约为 9000 美金/天。当行业运价远低于船东的现金成本线，保留老旧船舶在低迷市场缺乏竞争力，加大企业亏损力度。同时面对日益环保公约压力，拆解老旧船舶动力对增强。

图表 8 新老船舶存在经营效益差异



资料来源：克拉克森，华创证券

2、2018 年有望是新一轮拆解周期的起点

2018 年以来因运价持续低迷，行业拆解数量大增。但我们认为，除了运价因素外，老旧船舶的不经济更是刺激拆解的因素。

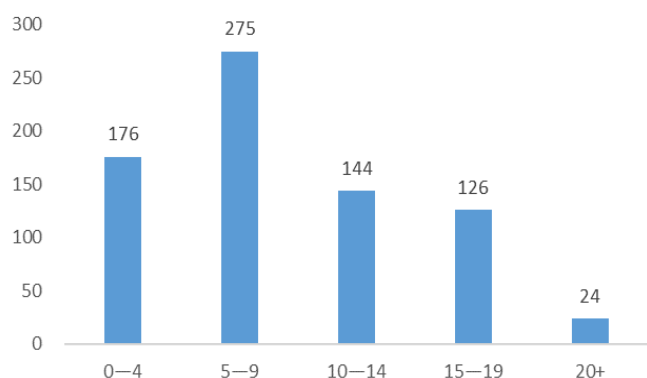
目前油轮船队明显老龄化，按船舶数量以及载重吨统计，

15 年以上船龄的油轮 150 艘，占整个油轮船队的 21%，其中 20 岁以上船龄为 24 艘（占比 3.3%），

过往经验看，行业运价持续低迷下，20 岁以上船舶有望完全退出市场进入拆解，但我们观察一季度以来拆解的船龄在明显下降。

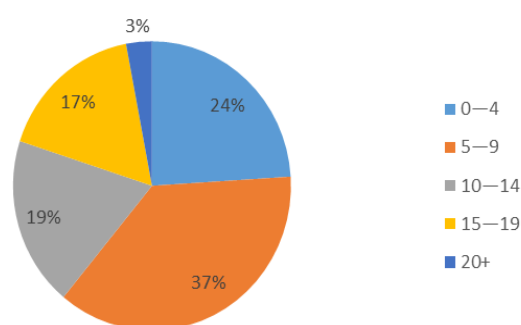
2018 年一季度以来全球原油轮拆解量为 1982 年以来单季最高水平，船舶拆解量大幅增加的同时，拆解船龄明显下降。今年拆解的船舶中，只有 4 条船舶是 20 岁以上船龄，大部分船舶船龄结构在 15-20 岁，拆解船龄更加年轻预示行业的低迷程度高于历史同期。据德鲁里数据统计，今年第一季度拆解船舶的船龄平均仅为 19.5 年，而 2017 年平均为 22 年。

图表 9 VLCC 市场船龄结构数量



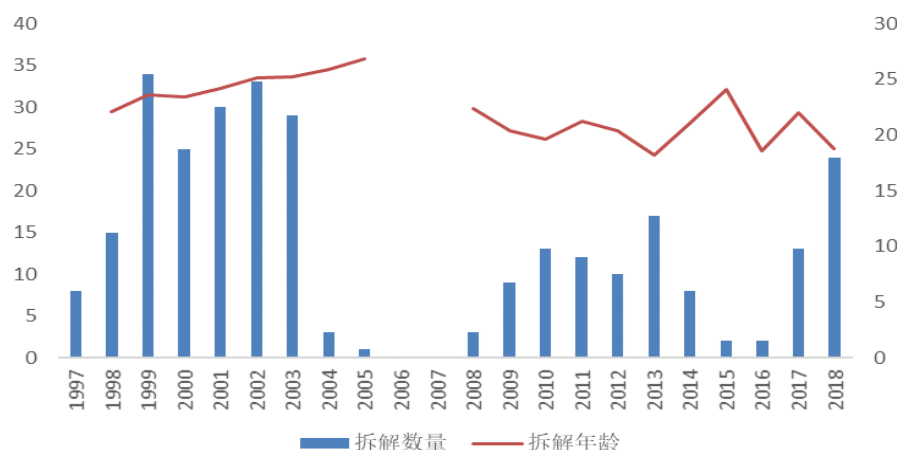
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 10 VLCC 市场船龄结构占比



资料来源：克拉克森，华创证券

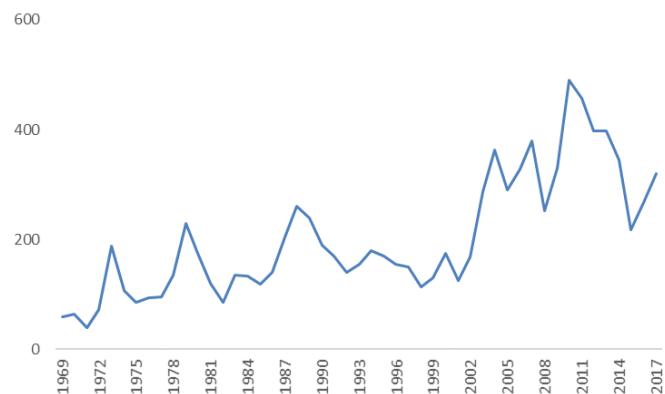
图表 11 今年以来拆解船龄结构下降



资料来源：克拉克森，华创证券

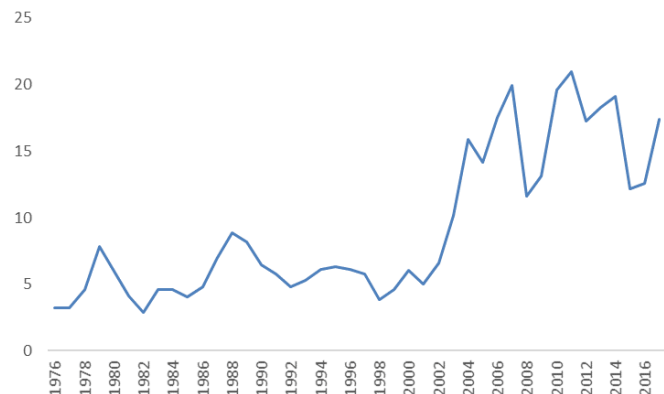
除了老龄化外，我们还观察到目前船舶废钢价格与 VLCC 船舶残值水平均处于相对高位，拆解船舶更加有利缓解企业恶化的现金流。

图表 12 VLCC 市场拆解单位价格（美元/ldt）



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 13 VLCC 船舶残值价格（百万美元）



资料来源：克拉克森，华创证券

综上，我们认为行业将逐步进入去除产能拆解高峰期，回顾历史的三次拆解高峰，此轮拆解存在着低迷运价船舶老龄化更新的共性，但同时也有拆解船舶年龄年轻化的特性。

假设市场进入新一轮的拆解高峰期，拆解力度等同于 2000 年市场的年均拆解幅度，预计 2018-19 年会有年均 30 艘的退出力度。

二、强调观点：超级油轮周期有望提前至 18Q4 开启

此前报告我们综合研判各事件的演绎，行业基本面的变化，我们认为，超级油轮周期有望提前至今年四季度开启。

1) 运价更新：6 月 22 号，VLCC-TCE 报 12060 美元/天，周上涨达 92%，自 5 月 11 号低点以来已经涨 7 倍，同时为 2017 年 12 月以来最高点。但离 2 万美元的保本点仍有距离。

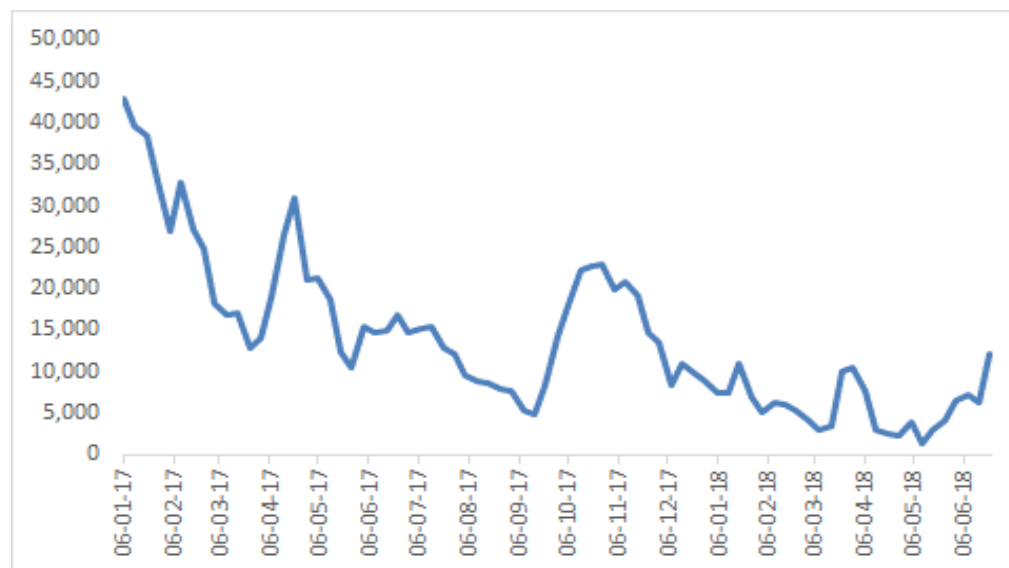
2) 关注事件：关注美国退出“伊核协议”后，伊朗油运业对行业的影响，或致 5%运力退出全球油运市场

3) 基本面积积极的变化：供给端拆解提速，老旧船面临逐步退出，需求端 OPEC 或对减产松动。

4) 一旦周期开启，招商轮船若完成并购资产交割，弹性巨大。完成与经贸船务并购资产交割后，假设运价水平每提升 1 万美元/天，运行天数 350 天，招商轮船船队合计增加人民币约 9 亿元。

5) 海上浮仓需要依靠 VLCC 油运进行储存，存在套利活动会提升浮仓使用量，首先是影响租赁 VLCC 的租金，供不应求情境下会导致租金提升；同时，由于海上浮仓比例提升分流运输比例，导致 VLCC 现货市场同样会出现运价提高。

图表 14 VLCC-TCE 一周变动



资料来源: Clarksons, 华创证券

三、风险提示：目前油运市场仍处于运价低谷期，预计二季度仍然承压

今年以来 VLCC 市场运价持续低谷，二季度平均运价为 5053 美元/天，创下最近 10 年单季运价新低。预计二季度业绩仍承压。此外风险在于全球石油需求下降、供给退出不及预期等。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500