

2010-11-08

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

航运

增持/维持评级

分析师

范倩蕾, CFA

SAC 执业证书编号:s1000210070003

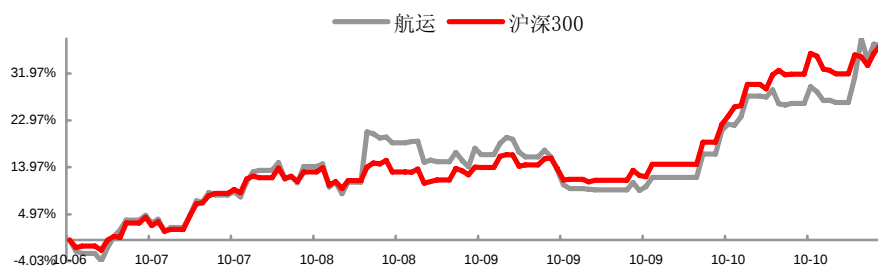
0755-82364417

fanql@lhqz.com

“柴油荒”出现，关注油运行业交易性机会

- 近期全国多处出现“柴油荒”，涉及区域包括浙江、江苏、湖南、广东等。此次“柴油荒”的主要原因在于：1）国内炼厂 8-9 月安排的检修减少了成品油的供应量；2）柴油产品炼制的利润率水平低于汽油，炼厂炼制的积极性不高；3）最新一轮成品油调价，柴油价格上调未达市场预期，石油公司及贸易商可能控制供给；4）近期各地的拉闸限电使得用于发电的柴油需求量大增，直接导致了“柴油荒”的出现。
- 目前石化企业的应对措施主要在两个层面进行，一是加紧对柴油产品的炼制，增加供应；二是增加短期柴油的进口。我们认为除了柴油的进口可能直接推高近期成品油进口的需求外，企业加大炼油负荷、重点地区取消装置检修等举措也将间接推高对原油进口的需求。
- 有新闻称中石化有意增加柴油进口 20 万吨。这大约相当于全国 9 月柴油产量的 1.5%，或 9 月柴油进口量的 1.35 倍，但仅相当于 9 月成品油进口量的 7%。考虑到增加 20 万吨进口后，成品油月度进口量仍与年内高点存在距离，我们认为 20 万吨新增柴油进口对成品油运价的拉动作用应有限。但考虑到柴油的实际消耗量级较大，实际的柴油新增进口量亦存在高于报道数据的可能性。
- 原油进口的增加亦可能推高原油市场运价。我们推断直接服务于中国原油进口的 VLCC 占全球 VLCC 总量比重约 19%。相较而言，中国的成品油运输对全球成品油运输的影响则小得多，用于中国成品油进口 Handy 船占全球 Handy 船比重可能不足 5%。
- 我们认为短期需求的增加可能推动市场运价的上涨，因短期的航运供给呈相对刚性。而油运季节性的需求回暖，及天气变化带来的运输效率下降亦可能推升市场运价。我们提示市场关注油运股的交易性机会，主要标的为长航油运、招商轮船和中海发展。
- 风险提示：油运行业因单壳船拆解影响的逐渐消退和船舶交付的增加，2011 年的景气程度可能出现下滑，目前涉及油运业务的上市公司的估值均不具优势。

最近 52 周行业表现



多地出现“柴油荒”

近日媒体报道各地开始涌现“柴油荒”，涉及地域包括浙江、江苏、湖南、广东等。鉴于“油荒”仅表现在柴油产品，而汽油的供应仍相对充足，我们判断油荒的出现主要来自于结构性的供需失衡而非工业生产活动活跃度的全面提升。

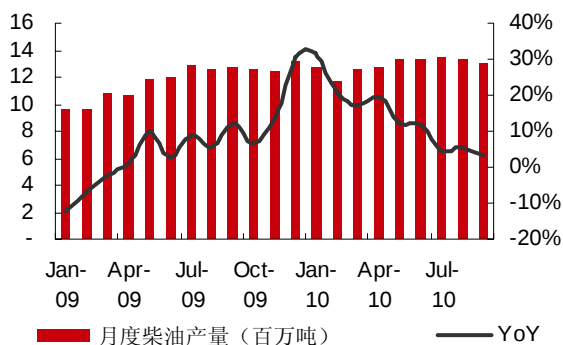
根据我们对信息的整理，此次“柴油荒”的主要原因应归结为：1) 国内炼厂 8-9 月安排的检修减少了成品油的供应量，这一压力在 11 月底有望得以缓解；2) 柴油产品炼制的利润率水平低于汽油，炼厂炼制的积极性不高；3) 最新一轮成品油调价，柴油价格上调未达市场预期，石油公司及贸易商可能控制供给；4) 近期各地的拉闸限电使得用于发电的柴油需求量大增，直接导致了“柴油荒”的出现。

企业应对：加紧炼制与增加进口

目前石化企业的应对措施主要在两个层面进行，一是加紧对柴油产品的炼制，增加供应；二是增加短期柴油的进口。我们认为除了柴油的进口可能直接推高近期成品油进口需求外，企业加大炼油负荷、重点地区取消装置检修等举措也将间接推高对原油进口的需求。

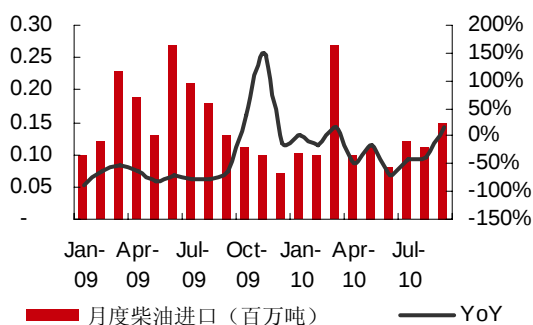
有新闻称，中石化有意增加柴油进口 20 万吨。这大约相当于全国 9 月柴油产量的 1.5%，或 9 月柴油进口量的 1.35 倍，但仅相当于 9 月成品油进口量的 7%。考虑到增加 20 万吨进口后，成品油月度进口量仍与年内高点存在距离，我们认为这 20 万吨新增柴油进口对成品油运价的拉动作用应有限。但考虑到柴油的、消耗量级较大，实际的柴油新增进口量亦存在高于报道数据的可能性。

图1: 我国月度柴油产量(截至 2010 年 9 月)



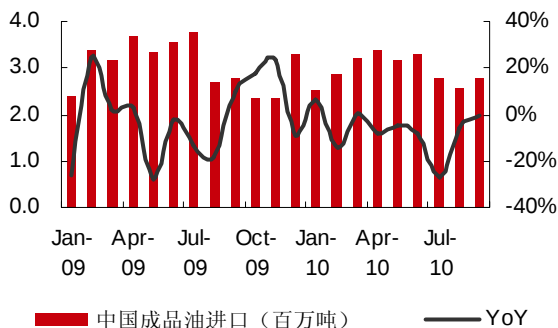
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图2: 我国月度柴油进口量(截至 2010 年 9 月)



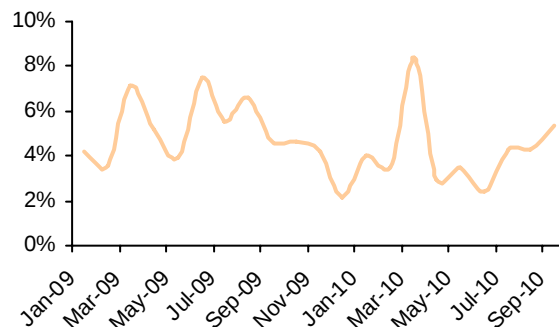
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图3: 我国月度成品油进口 (截至 2010 年 9 月)



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图4: 我国月度柴油进口占成品油进口比重



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

而原油进口的增加亦可能推高原油市场运价。2010 年 9 月,我国进口原油 2329 万吨,如果 90%通过海上运输,相当于需要 VLCC 约 75 条。考虑到 VLCC 中东-日本单航次需要一个半月左右,我们推断直接服务于中国原油进口的 VLCC 可能在 100 条左右,占全球 VLCC 总量比重约 19%。相较而言,中国的成品油运输对全球成品油运输的影响则小得多,用于中国成品油进口 Handy 船可能占全球 Handy 船比重不足 5%。

表格 1: 中国原油进口所需船舶及其影响测算

月度原油进口量 (百万吨, 2010 年 9 月)	23.29
海上运输比重	90%
VLCC 单船平均运量 (百万吨)	0.28
等同于需 VLCC	75
单航次时长 (月)	1.5
中国原油进口需 VLCC 数量	112
其他调整	10%
服务于中国原油进口 VLCC 数量	101
全球 VLCC 数量	544
占比	19%

数据来源: Bloomberg, Clarkson, 华泰联合证券研究所

表格 2： 中国成品油进口所需船舶及其影响测算

月度成品油进口量（百万吨，2010 年 9 月）	2.80
海上运输比重	95%
Handy 船单船平均运量（百万吨）	0.038
等同于需 Handy 船数量	70
单航次时长（月）	0.7
中国成品油进口需 Handy 船数量	49
其他调整	0%
服务于中国成品油进口的 Handy 船数量	49
全球用于成品油运输的 Handy 船数量	1614
占比	3%

数据来源：Bloomberg, Clarkson, 华泰联合证券研究所

关注油运行业短期交易性机会

我们认为短期需求的增加可能推动市场运价的上涨。在我们的航运业分析框架中曾提及，因短期的航运供给呈相对刚性，需求的上涨将推动运价的变化。而油运季节性的需求回暖，及天气变化带来的运输效率下降亦可能推升市场运价。我们提示市场关注油运股的交易性机会，主要标的为长航油运、招商轮船和中海发展。

风险提示

我们需要提示市场的是，油运行业因单壳船拆解影响的逐渐消退和船舶交付的增加，2011 年的景气程度可能出现下滑，目前涉及油运业务的上市公司的估值均不具优势。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn