



中金公司研究部

联系人: 杨鑫, CFA yangxin@cicc.com.cn

分析员: 梁耀文, CFA leungb@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

招商轮船(601872)

领航中国高速增长的能源运输市场

投资要点:

- ◆ 招商局能源运输为中国最大的远洋油轮运营者,也是唯一一家具备四十多年国际运作经验的油轮船东,另外还经营远洋干散货运输和进口液化天然气运输。公司以每股3.71元的价格公开发行12亿股A股,募集资金44.52亿元,主要投向中国能源运输市场,包括买造油轮和投资建造液化天然气(LNG)运输专用船项目。
- ◆ 预计公司未来五年油运量的年复合增长可达到25%,受益于中国巨大能源需求和“国油国运”政策:1)中国经济高速增长带动的原油消费增速仍将远远高于国内生产增速,预计原油进口增速将保持在10%以上;2)“国油国运”政策下中资船东承担的油运比例预计将从2005年的12%上升到2010年的50%;3)招商局能源运输为中国远洋油运市场的领先者,而且国内主要的原油进口商如中石化均为公司的股东,其未来增长得到进一步保证。
- ◆ 干散货市场从06年下半年开始强劲复苏,油轮市场预计经过07年盘整后也将进入多年景气周期。在发展中国家大宗商品需求之下,未来干散货市场运力将偏紧;由于油轮市场07年供给增速将高于需求增速,我们预计运价将在高位盘整,08年后随着大量单壳油轮拆解将进入又一个运价上升周期。
- ◆ 公司下属的CLNG公司是目前国内唯一一家从事LNG运输的船东,预计公司将分享该市场每年35%的高速增长,而确定运量和回报率的经营模式也将保证该业务的利润。1)中国政府希望将天然气占一次能源的比例从2005年的2.6%提高到2010年的6%,由于国内增产不足,预计未来LNG进口量将高速增长;2)每个LNG接收站的年进口量和运输船东都是固定的,公司已经获得广东和福建接收站的运输权,签订25年的长期租船合同,并将获得上海、浙江等项目的运输权;3)LNG运输的运价确定方式是保证内部回报率的方式,而且接收站承担一切运营成本,从而保障了稳定的利润率。
- ◆ 优良管理和长期经验有助提高盈利,降低风险,主要体现在1)国际领先水平的船舶管理能力以及长期客户关系使得公司的船舶利用率(有效营运天数/总日历天)一直高于行业平均水平;2)通过准确判断市场走势而采取期租和程租两种不同的经营方式,公司在行业上升周期增加盈利,下降周期降低风险;3)恰当的购船时点选择有效的降低了公司的折旧成本和借贷比例,提高其抗风险能力。
- ◆ 06年为盈利低点,之后三年净利润年复合增长高达23%。2006年由于多项一次性的因素,我们预计公司净利润将同比下降29%。未来随着积极的运力扩张和运价复苏,公司将进入快速增长期。我们预计07年主营业务收入和净利润将分别同比增长7%和24%。2008年主营业务收入和净利润将同比增长为30%和33%。
- ◆ 运价波动是最大风险,如果油轮和干散货运价分别比我们预期下降10%,则公司07年净利润将分别比我们预测低11.3%和6.5%;其他风险包括船龄较高,油轮扩张计划未能如期实施,以及汇率风险,但影响均有限。
- ◆ 首次关注给予“推荐”投资评级。我们主要采用远洋航运业估值经常采用的P/NAV方法、市盈率以及市净率三种估值方法,参考A股其他航运公司以及国际油轮和干散货船东的当前估值,公司的合理估值应该介于每股3.81~4.51元之间,对应2007年市盈率11~13倍,2007年市净率1.3~1.56倍。考虑到合理估值相对发行价格最高有22%的升幅,我们给予“推荐”投资评级。

表 1: 简要财务报表

年份	2003 A	2004 A	2005 A	2006 E	2007 E	2008 E
财务数值 (百万)						
损益表						
主营业务收入	1,787	2,522	2,650	2,585	2,765	3,594
(+/-)	n.a.	41%	5%	-2%	7%	30%
油轮运输收入	1,394	1,843	1,749	1,877	1,952	2,730
(+/-)	n.a.	32%	-5%	7%	4%	40%
散货船运输收入	382	669	897	704	808	859
(+/-)	n.a.	75%	34%	-21%	15%	6%
主营业务利润	670	1,314	1,430	1,225	1,291	1,752
(+/-)	n.a.	96%	9%	-14%	5%	36%
油轮运输	501	888	860	881	839	1,248
(+/-)	n.a.	77%	-3%	2%	-5%	49%
散货船运输	121	376	539	340	448	500
(+/-)	n.a.	209%	43%	-37%	32%	12%
管理费用	77	101	91	80	82	85
财务费用	150	34	5	37	(26)	27
少数股东权益	85	83	46	37	42	56
扣除非经常损益的税前利润	531	1,140	1,244	1,077	1,201	1,634
(+/-)	n.a.	115%	9%	-13%	12%	36%
所得税	0	0	0	122	42	59
净利润	429	1,206	1,344	955	1,188	1,585
(+/-)	n.a.	181%	11%	-29%	24%	33%
扣除非经常损益的净利润	531	1,140	1,244	955	1,159	1,575
(+/-)	n.a.	115%	9%	-23%	21%	36%
现金流量表						
经营活动现金流	n.a.	n.a.	1,974	1,103	1,427	2,202
投资活动现金流	n.a.	n.a.	(1,529)	(742)	(2,868)	(3,036)
融资活动现金流	n.a.	n.a.	(467)	2,432	(843)	426
资产负债表						
流动资产合计	n.a.	1,501	1,508	4,300	2,034	1,725
货币资金	n.a.	1,196	1,185	3,973	1,684	1,282
其他	n.a.	305	322	327	349	443
固定资产合计	n.a.	5,426	6,712	7,061	9,479	11,981
总资产	n.a.	6,927	8,219	11,361	11,513	13,706
长期负债	n.a.	1,527	1,780	1,430	958	1,839
少数股东权益	n.a.	68	261	297	339	395
股东权益合计	n.a.	3,428	4,678	9,018	9,909	11,085
财务比率						
盈利性比率						
毛利率	38%	52%	54%	47%	47%	49%
EBITDA 利润率	51%	63%	65%	60%	60%	62%
净利润率	24%	48%	51%	37%	43%	44%
资产周转比率						
总资产周转率	n.a.	36%	35%	26%	24%	28%
固定资产周转率	n.a.	47%	44%	39%	34%	34%
流动性比率						
现金比率	n.a.	0.63	0.79	6.46	5.49	3.31
流动比率	n.a.	0.79	1.00	7.00	6.63	4.45
杠杆比率						
净债务/股东权益	n.a.	3%	21%	-30%	-7%	5%
息税前利润/净财务费用	4.0	35.71	286.44	30.76	(55.48)	57.48
杜邦分析						
净利润率	24%	48%	51%	37%	43%	44%
资产周转率	n.a.	36%	32%	23%	24%	26%
资产/股东权益	n.a.	2.02	1.76	1.26	1.16	1.24
净资产回报率	n.a.	35%	29%	11%	12%	14%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

目录

公司业务和发行方案简介	8
业务简介	8
国内最大远洋油轮运营者	10
A 股发行方案	11
公司未来五年油运量的年复合增长可达到 25%	12
中国原油进口仍将快速增长	12
“国油国运”带来高速增长	14
国内石油进口商的股东关系进一步保证增长	14
公司计划三年内油轮运力翻番	15
未来运价走势预测-干散货和油轮运价将相继回升	16
油轮运价-07 年小幅下降，08 年后进入上升通道	16
干散货运价-市场见底回升	21
LNG 运输前景广阔	26
高速增长的 LNG 运输市场	26
运营模式保证利润	27
优良管理和长期经验有助提升盈利，降低风险	29
优良船舶管理和长期客户关系保证船舶利用率	29
不同经营方式的合理配置有助提升盈利，降低风险	30
恰当的购船时点判断提高抗风险能力	32
盈利预测-06 年为盈利低点，之后三年高速增长	34
油轮业务-07 年运力扩张抵消运价下滑，08 年开始高速增长	35
干散货业务-07 年将快速增长	38
财务风险低	44
风险分析	46
运价波动是最大风险	46
油轮扩张的执行风险	46
油轮船龄高可能面临出租困难	48
购船价格高，导致利润率下降	48
汇率风险影响较小	49
估值分析	50
估值方法选择	50
市值/净资产价值方法 (P/NAV)	50
市盈率方法	52
市净率检验	52
首次关注给予“推荐”投资评级	54
附录 1. 名词术语	57
附录 2. 国际航运市场运价波动机制	60
附录 3. 国际油运市场	62
附录 4. 行业监管	65

插图

图 1: 公司主要运营远洋航运中的干散货和油品运输.....	8
图 2: 主营业务收入构成.....	9
图 3: 招商局能源运输运送原油和散货目的地分布.....	9
图 4: 公司重组和目前架构.....	10
图 5: 产量不足导致原油进口快速增长, 大部分由海运完成.....	12
图 6: 中国原油运输的运距逐渐加长.....	13
图 7: 公司未来五年油运量年复合增长将达到 25%.....	14
图 8: 中国主要原油进口商进口比例.....	15
图 9: 运价走势(年平均)与运力供给和运量需求的增速差异关系较大.....	16
图 10: 过去三年运价走势.....	17
图 11: 全球 GDP 增长和石油运输量之间有较强的相关性.....	17
图 12: 油轮的订单量上升幅度少于集装箱船.....	19
图 13: 单壳油轮的拆解将使得未来运力增长慢于需求增长.....	20
图 14: 油轮船东的集中趋势有助于降低运价波动.....	21
图 15: 地缘政治因素对运价形成支撑.....	21
图 16: 波罗的海干散货运价指数.....	22
图 17: 干散货运输货物比较分散.....	22
图 18: 各货类货运量增量占总体干散货增量的比例.....	23
图 19: 中国铁矿石进口增长 VS 全球散货贸易增长量.....	23
图 20: 总需求与总供给的增速预测图.....	25
图 21: 中国的天然气消费未来五年年复合增长将达到 20%.....	26
图 22: 海上 LNG 进口未来十年复合增长将达到 35%.....	27
图 23: 在建和已经批准建设的 LNG 接收站.....	27
图 24: LNG 盈利预测.....	28
图 25: LNG 运输业务目前的组织架构图.....	28
图 26: 招商局能源运输的船舶利用率高于行业平均水平.....	29
图 27: 期租的运价波动性小于程租.....	31
图 28: 公司基于不同市场环境选择不同经营方式.....	31
图 29: 不同经营方式的选择降低收入的波动性.....	32
图 30: 公司现有油轮船队均为船价相对低点购入.....	32
图 31: 公司的折旧/载重吨比例低于其他油轮船东(左图)和干散货船东(右图).....	33
图 32: 公司新购船价格低于同期市场平均价格.....	33
图 33: 净负债权益比低于其他可比公司.....	33
图 34: 不同船型和不同经营方式的油轮收入贡献.....	37
图 35: 成本各项所占比例.....	37
图 36: 运送货物(左图)和目的地(右图).....	39
图 37: 中国的铁矿石进口和印度的煤炭进口均比较旺盛.....	40
图 38: 运价占油价的比例较低, 货主支付贷款难度较低.....	45
图 39: 良好的自由现金流状况.....	45
图 40: 二手船价格高企.....	48
图 41: 可比公司 07 年市净率相对净资产收益率的分布.....	53

图 42: 参考可比公司估值确定的合理价格区间	54
图 43: 代表可比公司市盈率和市净率区间	56
图 44: 油品海运市场船舶趋于大型化	57
图 45: 供求变动导致运价波动	60
图 46: 运价波动的供求分析	61
图 47: 目前闲置运力有限导致运价波动幅度较大	61
图 48: 全球石油海运量增速高于生产增速	62

表格

表 1: 简要财务报表	2
表 2: 招商局能源运输船舶资产列表	9
表 3: 国内船东远洋原油运力比较	10
表 4: 油轮船队扩建项目	11
表 5: 发行前后股权结构 (按照发行 12 亿股)	11
表 6: 中国经济高速增长带动原油消费高速增长	12
表 7: 未来十年中国的原油海运需求仍将维持较高增速	13
表 8: 公司计划未来三年实现油轮运力翻番	15
表 9: 石油出口地西移和进口地东移将增加石油运输需求	18
表 10: 油轮的单壳船比例较高	19
表 11: 未来五年运力增长和需求增长预测	20
表 12: 全球干散货运输总需求预测表	24
表 13: 全球干散货总运力预测表	24
表 14: 干散货船龄较老, 尤其是小船型	25
表 15: LNG 船的交船时间	28
表 16: 前五大客户占比一直较高	30
表 17: 程租和期租的经营方式对比	30
表 18: 盈利预测	34
表 19: 油轮业务收入预测	36
表 20: 主营业务成本各项解释	38
表 21: 油轮主营业务利润预测	38
表 22: 干散货船舶运力情况	39
表 23: 干散货业务盈利预测	41
表 24: 招商局能源运输预测损益表	42
表 25: 招商局能源运输预测资产负债表	43
表 26: 招商局能源运输预测现金流量表	43
表 27: 招商局能源运输主要经营和财务指标	44
表 28: 运价的敏感性分析	46
表 29: 考虑 5 艘新增油轮情况的盈利预测	47
表 30: 目前公司的油轮船龄较老	48
表 31: 公司的购船价格较高, 导致盈亏平衡运价高于现有油轮 (按照 TCE 计算)	48
表 32: A 股和 H 股上市航运公司业务领域与招商局能源运输存在一些差异	50
表 33: 总重置成本计算	51
表 34: 可比公司 P/NAV 分析	51
表 35: 可比公司市盈率	52
表 36: 可比公司市净率	53
表 37: 可比公司净资产回报率	54
表 38: 国际可比公司估值列表	55
表 39: A 股可比公司估值列表	55
表 40: 不同油轮的定义和解释	57
表 41: 不同于散货船的定义和解释	58

表 42: BDI 指数航线构成	59
表 43: 油品运输主要航线	63
表 44: 油轮独立船东分类表	64
表 45: 严重油轮泄漏事故	65
表 46: 单壳油轮分类表	65
表 47: 单壳油轮强制淘汰时间表	66

公司业务和发行方案简介

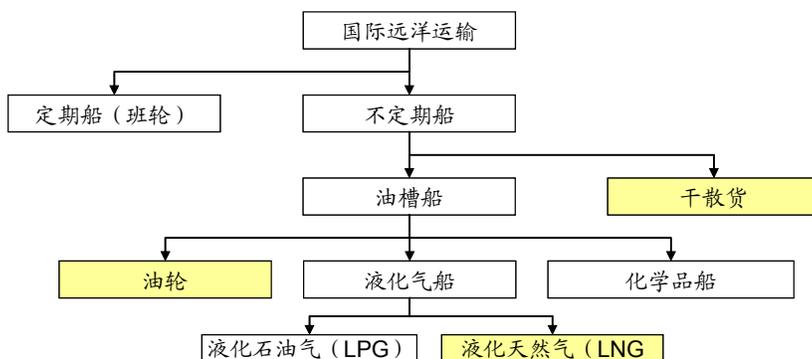
招商局能源运输股份有限公司是招商局集团下属的专营远洋油品和干散货运输的公司，目前是国内最大的远洋油轮运营者，也是中国唯一一家具备多年国际运作经验的油轮船东。公司以每股3.71元的价格首次公开发行12亿股A股，募集资金为44.52亿元，主要投向中国能源运输市场，包括买造油轮船队和建造液化天然气运输专用船项目。

业务简介

公司的远洋油运业务主要将原油从中东和西非等产地运送到中国、日本、韩国和美国等国家和地区，远洋干散货运输则主要运送铁矿石、煤和粮食到东南亚、中国、日韩、北美洲和非洲等需求地。受益于中国原油进口的快速增长，公司承运原油中到中国的比例迅速从2003年的8%上升至2006年上半年的29%。

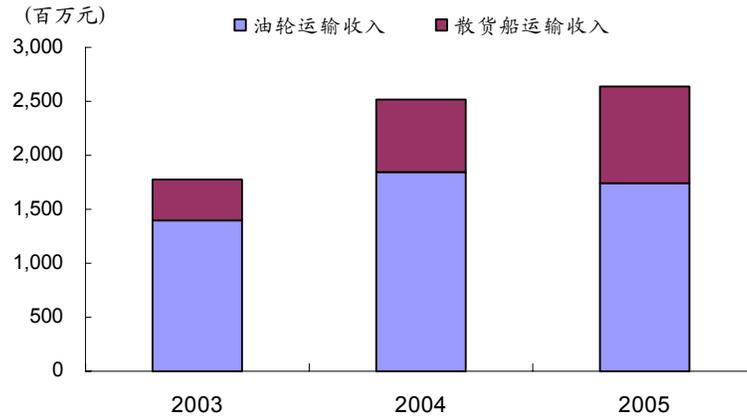
公司的主要资产是船舶资产，主要收入来源是船舶租金收入。目前的船队包括14艘油轮（共256万载重吨）和14艘干散货船舶（共70万载重吨）。从07年开始，公司还将用LNG（液化天然气）专用船为广东和福建的LNG接收站运送天然气（LNG定义见附录1）。招商局能源运输未来业务发展战略为“以远洋油轮运输业务为核心，积极开拓LNG运输业务”。

图 1: 公司主要运营远洋航运中的干散货和油品运输



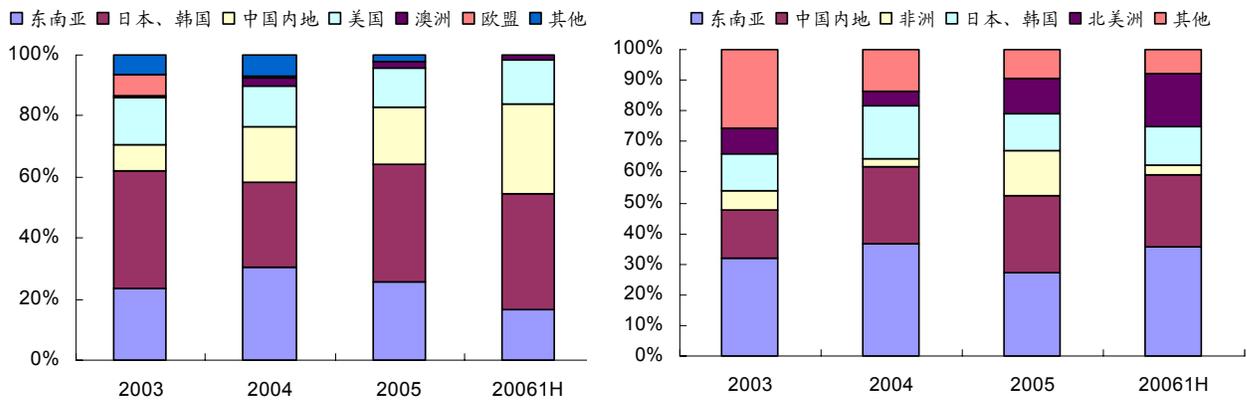
资料来源：中金公司研究部

图 2: 主营业务收入构成



资料来源: 公司数据

图 3: 招商局能源运输运送原油和散货目的地分布



资料来源: 公司数据

表 2: 招商局能源运输船舶资产列表

油轮船舶状况					
船型	数目	双壳船数目	单船平均载重能力	总载重能力	平均船龄
	艘	艘	千载重吨	千载重吨	年
超级油轮	6	2	292	1750	9.2
苏伊士型	1	0	150	150	14
阿芙拉型	7	2	96	670	15.6
整体	14	4	183	2560	12.7

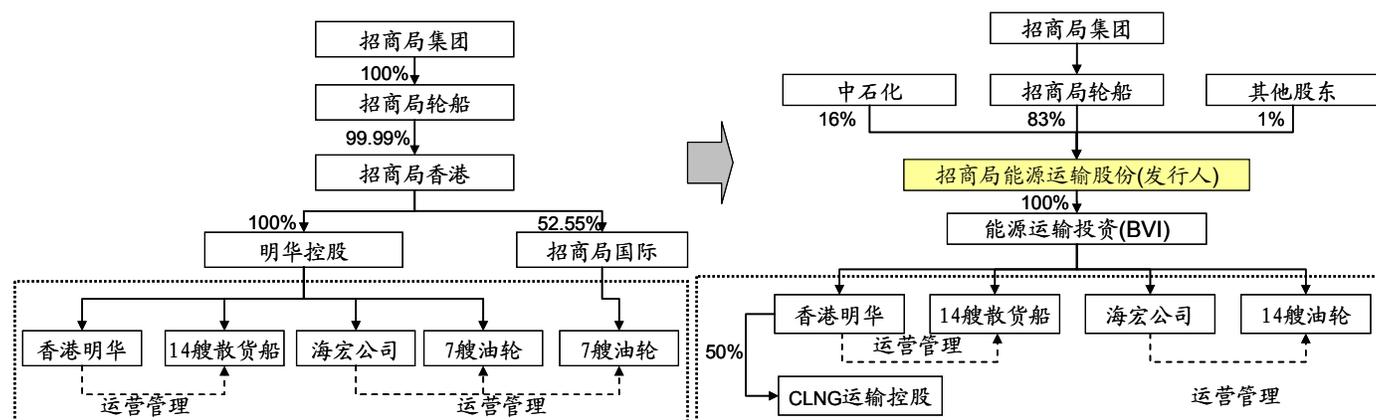
干散货船舶状况					
船型	数目	双壳船数目	单船平均载重能力	总载重能力	平均船龄
	艘	艘	千载重吨	千载重吨	年
巴拿马型	2	0	74	148	12.4
大灵便型	12	6	46	552	11.4
整体	14	6	50	700	11.5

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

招商局能源运输成立于2004年11月，公司的油轮和干散货船舶资产原为招商局香港下属的招商局国际（144.HK）和明华控股分别持有，这些资产经过重组划转到招商局集团在国内的全资子公司招商局轮船名下，招商局轮船继而以这些船舶资产作为出资，联合中石化集团、中化集团、中远集团及中海油渤海公司四家发起人共同发起设立招商局能源运输。

公司目前的14艘油轮和14艘散货船均注册为单船公司（定义见附录1），同时全资拥有两个船舶管理公司海宏公司及香港明华，分别管理油轮及散货船队。另外，香港明华还与中国远洋集团下属企业大连远洋集团公司合资成立CLNG公司，并通过CLNG公司与BP shipping合资成立了LNG船舶管理公司，投资和运营LNG运输业务。

图 4：公司重组和目前架构



资料来源：公司数据

国内最大远洋油轮运营者

招商局能源运输是目前国内最大的远洋油轮运营者，占远洋原油运力的28.2%（远洋原油运输主要采用巴拿马型以上的油轮）。事实上在2002年底之前，国内只有招商局集团拥有可以进行远距离原油运输的超级油轮（油轮船型定义见附录1），是中国远洋油运的绝对领先者。随着我国原油进口量的增加，中远、中外运和中海等中央航运企业也纷纷购置超级油轮来扩大自身的远洋石油运输能力，而民营企业如河北远洋和大连海昌等也逐渐涉足原油运输行业。

表 3：国内船东远洋原油运力比较

	超级油轮	苏伊士型	阿芙拉型	巴拿马型	总载重吨 (万吨)	占比	说明
招商能源运输股份有限公司	6	1	7		256	28.2%	
大连远洋运输公司	5	3			170	18.7%	中国远洋集团下属企业
中海发展股份有限公司 (600026.CH,1138.HK)	3			15	156	17.2%	中海集团下属企业
大连海昌集团	4				112	12.3%	民营企业
中国对外运输贸易集团	3				90	9.9%	
河北远洋运输股份有限公司	3				86	9.4%	民营企业
南京水运公司 (600087.CH)	1		2		38	4.2%	长江航运集团下属企业
合计	25	4	9		908		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

A 股发行方案

招商局能源运输以每股 3.71 元的价格首次公开发行 12 亿股 A 股，募集金额为 44.52 亿元，募集资金将主要用于以下项目：

- 1、油轮船队扩建。公司计划在发行后三年左右期间新建或购买 14 艘油轮，包括 6 艘超级油轮、2 艘苏伊士型油轮及 6 艘阿芙拉型油轮，其中 5 艘新建油轮已经签订造船合同，未来新增油轮将主要投向中国进口原油运输市场，预计募集资金投资额 37.09 亿元。

表 4: 油轮船队扩建项目

	第一年	第二年	第三年	第四年
船型				
超级油轮		2	2	2*
苏伊士型			1	1
阿芙拉型	1	1*	2*	2
总计	1	3	5	5
合计投资 (人民币百万)	526	2,044	3,081	2,795

注：*已经确定订单的油轮

资料来源：公司数据

- 2、建造广东和福建液化天然气进口项目运输专用船。预计该五艘船将分别于 2007-2009 年投入使用，预计募集资金投资额 6.51 亿元。

新股发行后，第一大股东招商轮船股份有限公司将持有 54.1% 的股份，第二大股东中石化将持有 10.4%，而发行股份占 35%。

表 5: 发行前后股权结构 (按照发行 12 亿股)

股东名称	发行前股本 (百万股)	持股比例	发行后股本 (百万股)	持股比例
发起人股份				
招商局轮船	1,856.6	83.1%	1,857	54.1%
中石化集团	357.3	16.0%	357	10.4%
中化集团	6.5	0.3%	7	0.2%
中远集团	6.5	0.3%	7	0.2%
中海油投资公司	6.5	0.3%	7	0.2%
发行A股		-	1,200.0	35.0%
总股本合计	2,233	100.0%	3,433	100.0%

资料来源：公司数据

公司未来五年油运量的年复合增长可达到 25%

作为国内远洋油运市场的领先者，招商局能源运输将成为中国巨大油运需求和“国油国运”政策的最大受益者，我们预计未来五年公司油运量的年复合增长将达到 25%。首先，基于对中国经济增长的预期，未来五年中国的原油消费增速仍将远远高于国内生产增速，则原油进口量年增速将维持在 10% 以上。另外，从西非和南美等远距离石油产地进口比例的增加也将促进对油轮运力的需求。值得指出的是，“国油国运”政策指导之下，中国油轮船东预计承担中国原油进口的比例将从 2005 年的 12% 提高到 2010 年的 50%。最后，基于这种高速增长的需求量，公司制定了与之相应的运力扩张计划，按照招股书中的扩张计划，未来三年公司将实现油轮运力翻番。

中国原油进口仍将快速增长

过去十年由于中国的经济高速增长，中国原油消费的年复合增长率为 7.3%，远远高于世界平均的 1.7% 的水平。

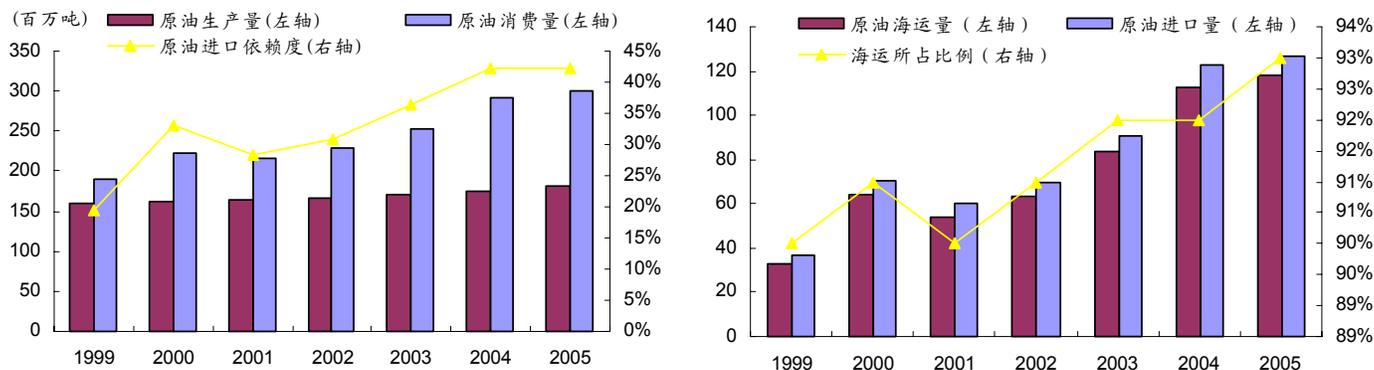
表 6: 中国经济高速增长带动原油消费高速增长

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
中国GDP增长率	11%	10%	9%	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%	10%
世界GDP增长率	4%	4%	4%	3%	4%	5%	3%	3%	4%	5%	5%
中国原油消费增长率	6%	7%	11%	-2%	10%	18%	-3%	6%	10%	15%	3%
世界原油消费增长率	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	2%	2%	4%	1%

资料来源: IEA, CEIC

由于同一时间我国原油产量的年复合增长率只有 1.6%，巨大的消费缺口导致原油进口需求逐年快速增长，过去十年的年复合增长率为 21%，目前的进口依存度已经达到 42.3%。由于目前输油管道运送原油非常有限，进口需求中约 93% 是通过海运完成的。

图 5: 产量不足导致原油进口快速增长，大部分由海运完成



资料来源: 中国统计年鉴

基于对未来中国原油消费和生产的预测，我们预计未来十年中国的原油海运需求仍将维持较高的增长速度。通常而言，原油消费和 GDP 增长之间存在一定的弹性关系，基于中金公司的判断，未来十年中国经济仍将保持较高速度的增长，所以我们预计中国对原油的需求增速也将保持在 5% 以上。而受制于储量和产能的限制，中国的原油产量增速较慢，基本维持在 1-2%，2008 和 2009 年由于中国最大的海上油田蓬莱 19-3 的投产，产量增幅才有望达到 2.8% 和 3%。因此我们预计未来五年中国的原油进口需求年增速将维持在 10% 以上，之后将逐渐回落到 8% 的水平。

另一方面，输油管道对海上原油运输的分流影响近期还比较有限，预计 2006 年通过中哈管道进口原油只有 410 万吨，占整体原油进口的 2.7%，而中俄管道近期投入使用可能性也很小，即使投入使用，也将主要对目前通过火车运送部分造成较大的分流影响，对海运影响有限。

表 7: 未来十年中国的原油海运需求仍将维持较高增速

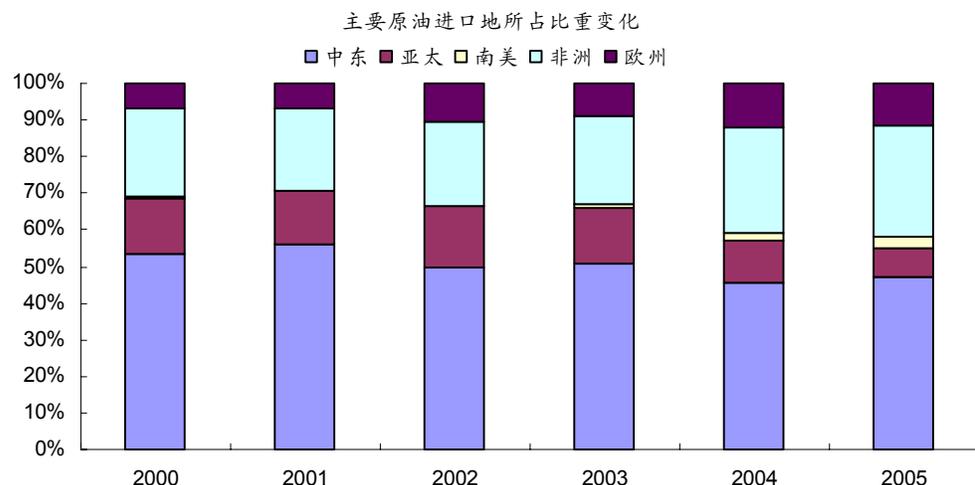
(百万吨)	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
原油产量	170	174	181	184	187	192	198	202	205	208	211	215	218
年增长率		3%	4%	2%	1%	3%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
原油消费量	252	291	300	324	346	370	393	417	439	462	486	511	538
年增长率		15%	3%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
原油净进口量	91	123	127	147	167	185	203	222	241	261	282	305	328
年增长率		35%	3%	16%	13%	11%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%
原油海运量	82	111	114	134	153	169	186	205	222	240	260	280	302
年增长率		35%	3%	17%	14%	11%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%

资料来源：中国统计年鉴，中金公司研究部

此外，我国原油运输有远资源地化的趋势，运距加长将增加原油周转量（以吨海里来衡量）和对油轮运力的需求，尤其是对超级油轮的需求。目前中东仍然是中国原油最重要的进口来源地，占 2005 年整体原油进口的 47%，其次为非洲，占原油进口的 30%。但是过去几年中东和东南亚所占比例均呈下降趋势，而西非和南美这些远距离地进口的比例在逐渐增加。

从发展趋势看，由于中东的石油产量已经相当程度上接近其最大产能，而东南亚地区石油消费量的逐步增大也将使得我国从该地区进口的原油比重逐渐减少，预计未来西非和南美进口原油所占比例将呈逐渐上升趋势。

图 6: 中国原油运输的运距逐渐加长



资料来源：航贸网，中金公司研究部

中东至我国沿海港口的平均运距约 6000 海里，而西非至中国航线需绕过好望角，再经过印度洋，航程约 9400 海里，采用超级油轮运输相对更为经济，因此运距加长将进一步提高中国对油轮尤其是超级油轮的需求。

最后，港口条件的改善也将使得更多的超级油轮可以停靠中国码头。虽然目前中国可以停靠超级油轮的沿海港口只有大连、青岛、宁波、舟山、惠州和湛江等几个，但在政策鼓励之下很多港口都在发展可以停靠超级油轮的码头，预计 07 年可以停靠超级油轮的沿海港口将增加至 12 个。

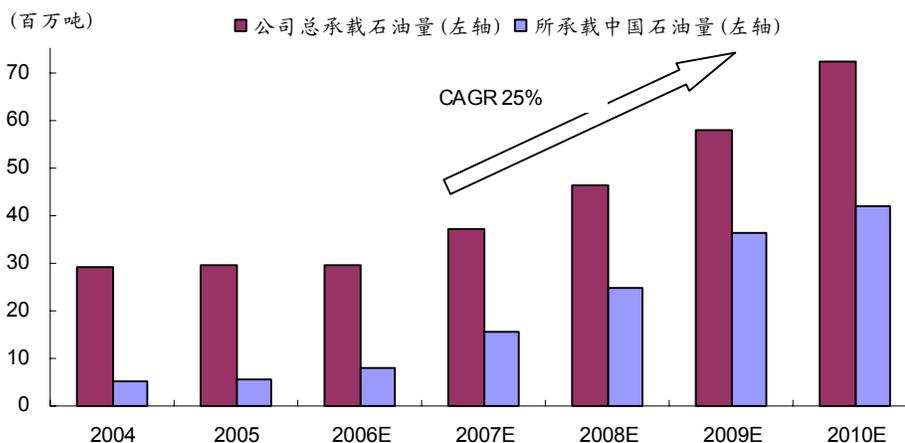
“国油国运”带来高速增长

2005 年中国进口原油为 1.27 亿吨，而其中只有约 1500 万吨是由招商局集团、中远集团和中海集团等中国航运公司进行运输，仅占海上总运量的 12% 左右，这其中招商局集团承担了 5% 左右，占比 42%。特别在远距离的中东东行和西非东行航线上，由于中国船东缺乏超级油轮运力，承运的份额更少，而这两条航线恰恰是中国原油进口的主要航线。

如果继续由海外油轮公司承运大部分原油，则一旦遇到战争、外交或是其他不可抗拒的突发事件，中国将面临断油、缺油的危险，出于能源安全考虑，国家发改委、交通部等在 2003 年就提出规划，指出到 2010 年中国船东承运进口原油比例应达到 50%，之后逐步提高该比例到 80%，该计划得到了国务院的认可，已列入国家能源发展规划。

预计 2010 年中国的原油进口海运量将达到 2 亿吨，则按照“国油国运”的要求，2010 年中国船东需要运送中国原油 1 亿吨，如果假设招商局运送比例保持 42% 不变的化，则公司到 2010 年运送中国原油量将达到 4200 万吨，未来五年油运量年复合增长将达到 25%。

图 7: 公司未来五年油运量年复合增长将达到 25%



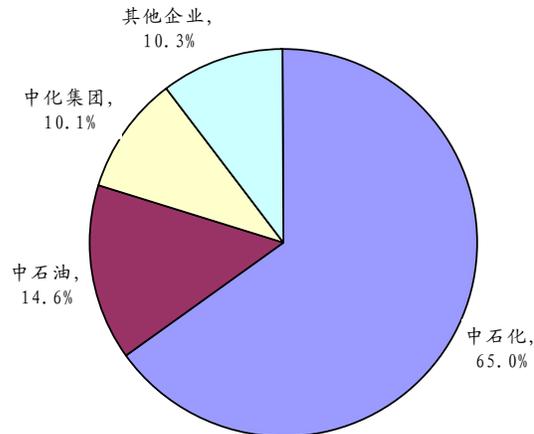
资料来源：中金公司研究部

国内石油进口商的股东关系进一步保证增长

目前，中石化集团为公司的第二大股东，中化集团也是公司的发起人股东，而这两家公司 2005 年进口原油量合计占中国进口原油量的 75%。相比较而言，其他的国内油轮船东中只有南京水运有中石化下属公司作为其股东，合计持股比例为 10.41%。公司 2005 年承运中国原油进口为 563 万吨，根据与中石化和中化的战略合作框架协议，希望到 2007 年达到 1400 万吨的水平。与国内

主要的石油进口商的良好关系为招商局能源运输未来的长期增长提供了进一步的保障。

图 8: 中国主要原油进口商进口比例



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司计划三年内油轮运力翻番

由于目前公司的船舶利用率已经高达 97%，为了满足上述的巨大需求，公司制定了与之相应的油轮船队扩张计划。按照招股书的募集资金使用计划，公司在未来三年将新增 14 艘油轮，则到 2009 年将拥有油轮运力 531 万吨，为现在的 2.07 倍，年复合增长为 27%。

表 8: 公司计划未来三年实现油轮运力翻番

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
超级油轮						
数量	6	6	8	10	12	12
载重吨 (万吨)	176	176	236	296	356	356
增长率		0%	34%	25%	20%	0%
苏伊士型						
数量	1	1	1	2	3	3
载重吨	15	15	15	29	44	44
增长率		0%	0%	100%	50%	0%
阿芙拉型						
数量	7	7	9	11	13	13
载重吨	65	65	87	109	131	131
增长率		0%	34%	25%	20%	0%
油轮数量	14	14	18	23	28	28
新增油轮数量		0	4	5	5	0
年底总载重吨 (万吨)	256	256	338	434	531	531
增长率		0%	32%	29%	22%	0%
实际投入载重吨 (万吨)	256	256	297	386	482	531
增长率		0%	16%	30%	25%	10%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

未来运价走势预测-干散货和油轮运价将相继回升

基于对未来供求关系的分析，我们预计油轮运价将在高位震荡，由于07年供给增速将高于需求增速，预计运价将经历短暂的下调，08年后随着大量油轮拆解将进入又一个运价上升周期；对于干散货市场而言，供给增速小于需求增速将导致07年开始运价进入上升周期，市场实现见底回升。

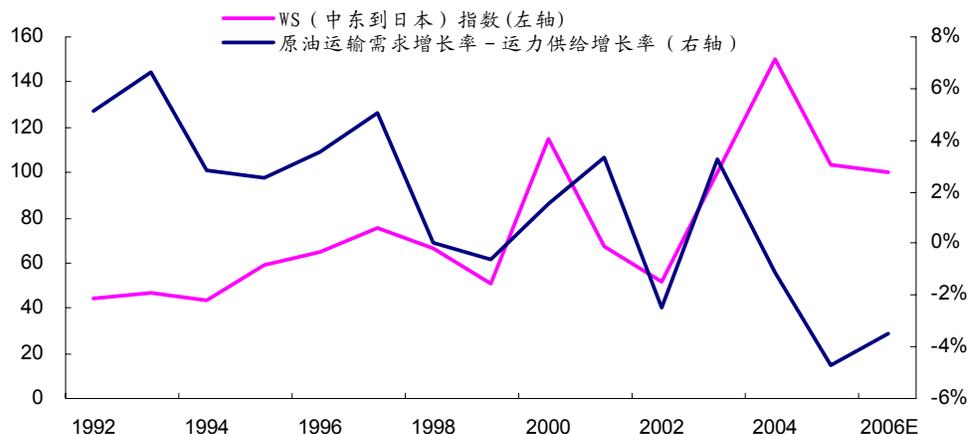
油轮运价-07年小幅下降，08年后进入上升通道

从过去十年油轮运价走势来看，当石油运输需求增长率高于运力供给增长率时，运价通常会表现出向上趋势，反之亦然。从2003年开始由于油运需求增速高于运力供给增速，运价进入上升周期，至2004年达到历史高点，2005年由于新船的交付导致平均运价下滑30%，2006年虽然需求增速仍然低于供给增速，但情况较05年稍为缓和，到目前为止平均WS运价指数与2005年持平。

未来来看，从需求来讲，石油运输周转量（以吨海里来衡量）的年增幅在4-5%左右；从供给来讲，2007年运力供给增速为6.6%，而从2008到2010年，运力增速应在3.5%以下，由此我们保守估计运价指数在2006年将与2005年基本持平，2007年小幅下降，从2008年开始，由于环境监管带来的大量油轮拆解将导致运力增长慢于需求增长，从而带动运价走高。

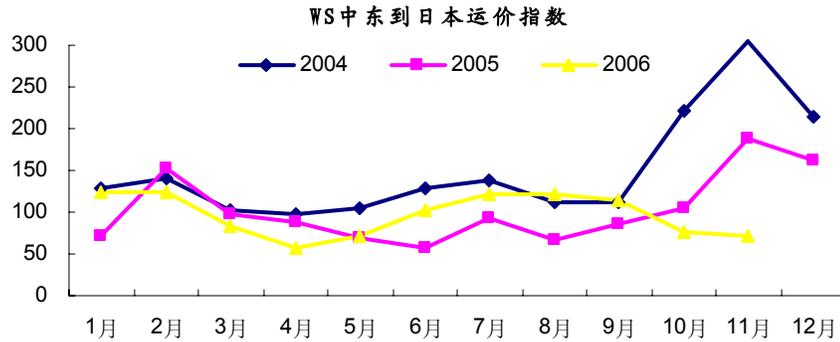
需要强调的是，我们目前对07年的拆船量预测较为保守（参照Clarkson的预测），如果对单壳油轮运营的限制导致单壳油轮的拆解量高于我们预期，则不排除07年运价指数上升的可能。另外，油轮市场集中度的逐步提高以及不稳定的地缘政治因素均对未来运价形成有利支撑（关于远洋航运的运价波动机制以及国际油品运输市场的更多信息请参见附录2和附录3）。

图9：运价走势（年平均）与运力供给和运量需求的增速差异关系较大



资料来源：彭博资讯，Clarkson，中金公司研究部

图 10: 过去三年运价走势



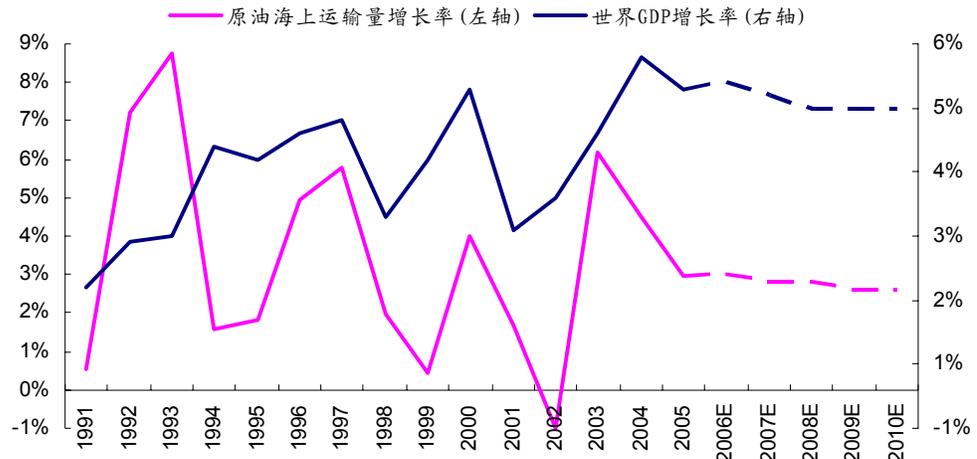
资料来源: 彭博资讯

需求分析:

对于海洋运输, 用周转量 (吨海里) 的指标可以更准确的描述其需求, 周转量增长主要来自两个方面: 1) 石油运输量增加; 和 2) 长途运输的比例增加, 我们预计未来五年油轮运输的周转量年增长率在 4-5%之间。

- 1) **石油运输量:** 全球 GDP 增长和石油运输需求之间存在着较强的相关性, 基于国际机构对世界 GDP 增长的预测, 我们预计未来五年石油运输量的需求增长将保持在 2005 年的水平, 即 3% 左右的增长率;

图 11: 全球 GDP 增长和石油运输量之间有较强的相关性



资料来源: IMF, Clarkson, 中金公司研究部

- 2) **运输距离:** 由于石油出口地西移和进口地东移, 长途运输的比例增加将能够导致对油轮运力的需求增加 1-2%, 从而达到 4-5%的年增长水平。随着中东的石油生产接近产能, 北海的产量有限, 未来更多石油生产将转向拉美和西非。而世界原油需求增长最为强劲的亚太地区, 主要产油国增产乏力将使得供需缺口进一步加大, 因此未来亚洲地区 (比如日本和中国) 的原油进口占世界原油运输的比例将有所增加。

表 9: 石油出口地西移和进口地东移将增加石油运输需求

各原油进口地所占比重	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
美国	24.5%	24.9%	25.9%	25.9%	26.2%	26.6%	26.0%	26.8%	26.8%	27.1%
欧洲	27.3%	26.2%	27.5%	26.2%	26.1%	26.4%	27.3%	26.2%	26.1%	26.6%
其他亚太国家	13.6%	13.8%	13.5%	14.5%	15.3%	15.3%	15.1%	15.0%	15.0%	14.9%
日本	14.8%	14.4%	13.1%	13.1%	12.6%	11.9%	11.6%	11.6%	10.8%	10.5%
中国	1.2%	1.8%	1.4%	1.8%	3.3%	2.8%	3.2%	4.0%	5.1%	5.1%
其他地区	18.6%	18.8%	18.6%	18.5%	16.5%	17.2%	16.8%	16.4%	16.2%	15.9%

各原油出口地所占比重	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
中东	48.9%	50.0%	51.2%	50.0%	49.7%	48.9%	47.2%	47.6%	47.1%	46.3%
非洲	16.2%	16.1%	15.9%	15.6%	15.8%	15.1%	15.0%	15.9%	16.7%	17.3%
北美	11.7%	11.6%	12.0%	11.5%	11.6%	11.8%	12.6%	12.9%	12.5%	12.6%
中南美	8.6%	8.9%	8.9%	8.6%	8.1%	8.0%	7.8%	7.4%	7.8%	8.2%
其他亚太国家	6.8%	6.4%	6.0%	6.8%	6.7%	7.0%	7.1%	7.2%	6.9%	6.6%
欧洲	4.4%	4.0%	3.7%	5.0%	5.2%	5.0%	5.8%	5.2%	4.8%	5.0%
中国	1.2%	1.1%	0.8%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
其他地区	2.2%	1.9%	1.5%	2.2%	2.5%	3.9%	4.1%	3.4%	3.9%	3.6%

资料来源: IEA, 中金公司研究部

供给分析:

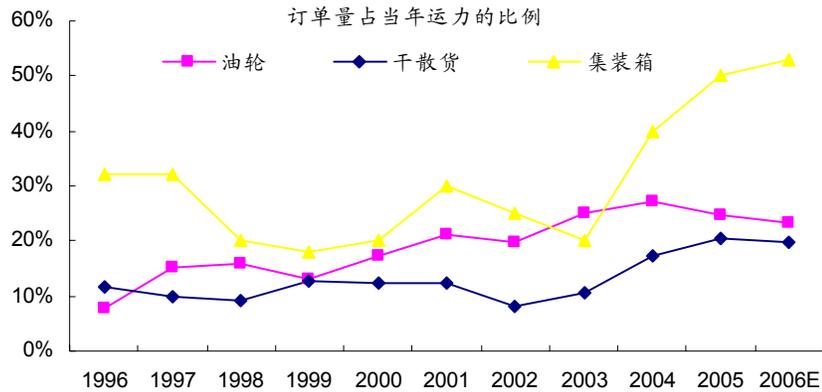
对未来运力供给的预测主要取决于新船交付量和旧船拆解量。参照 Clarkson 的预测, 考虑新船交付和旧船拆解, 2006 年和 2007 年世界油轮运力将达到 3.65 亿载重吨和 3.9 亿载重吨, 运力供给增长率分别为 6.5% 和 6.6%, 07 年运价仍然将面临一定压力。由于其对 07 年拆船量预测较为保守, 如果拆船量高于预期, 则不排除运价继续上升的可能。基于目前和预计的订单量以及 IMO 的单壳油轮淘汰时间表 (详见附录 4), 我们预计 08 年开始, 运力供给增速将小于 3.5%, 从而带动运价走高。

- 1) **船台紧张造成未来新船交付有限。**2003 年开始中国经济的强劲增长带动了航运的三个子行业 (集装箱、干散货和油轮) 的运价都出现大幅上涨, 船东纷纷定造新船, 直接导致船台紧张, 而由于船台更加有动力建造利润率较高的集装箱船, 过去两年油轮和干散货的订单量上升幅度小于集装箱, 且主要的新船交付将集中在未来三年。

未来来看, 由于世界最大的造船国韩国转向主要建造 LNG 船、集装箱船等高附加值船舶, 2005 年很多韩国船台已经停止接受国外的新油轮订单, 日本船台未来三年新增造船能力也非常有限, 我们认为未来几年新增订单将比较有限, 从而缓解了 2010 年之前的运力压力。

我们参照 Clarkson 对于未来三年新船交付的预测, 出于保守角度, 我们假设 2009-2010 年每年新船交付与 2008 年持平 (见下表 11)。

图 12: 油轮的订单量上升幅度少于集装箱船



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

- 2) **环境保护监管将大幅提高旧船拆解。**由于油污事件对环境的影响非常严重, 每次大的油污事件的结果都是监管力度的加强, 有效供给的减少和运价的上升 (最近的几次油运事件参见附录 4)。未来几年对油轮运力造成最直接影响的监管规则当数 IMO(国际海事组织)的 MARPOL 73/78 中对单壳油轮 (包括双侧单底和单侧单底船) 在 2010 年之前退出使用的监管。

根据此规定, 2006 至 2010 年, 将有约 1.28 亿载重吨的单壳油轮 (相当于现在运力的 35%) 要退出市场。考虑到部分符合条件的单壳油轮允许运营到 2015 年, 出于保守估计, 我们假设到 2010 年, 船龄未到 22 年的单壳油轮仍可以在少数地区营运, 2010 年前需被淘汰的油轮约为现有船队的 17% (现有 17 年以上船), 也就是 6200 万载重吨左右。参照 Clarkson 对于未来两年拆船量的估计后, 我们假设剩余需要淘汰的油轮中分别有 25% 在 2008 年和 2009 年退出市场, 50% 集中在 2010 年退出市场, 则 2008 和 2009 年运力增长率预计为 3.4% 和 3.3%, 而 2010 年运力将同比增长只有 0.2%, 从而带动运价走高。

表 10: 油轮的单壳船比例较高

单壳船占比	船龄分布					
	20年及以上	15-19年	10-14年	5-9年	0-4年	
超级油轮	34%	2%	12%	28%	25%	34%
苏伊士型油轮	27%	6%	12%	21%	24%	37%
阿拉芙型油轮	28%	9%	14%	15%	20%	41%
总计	35%	11%	12%	20%	21%	36%

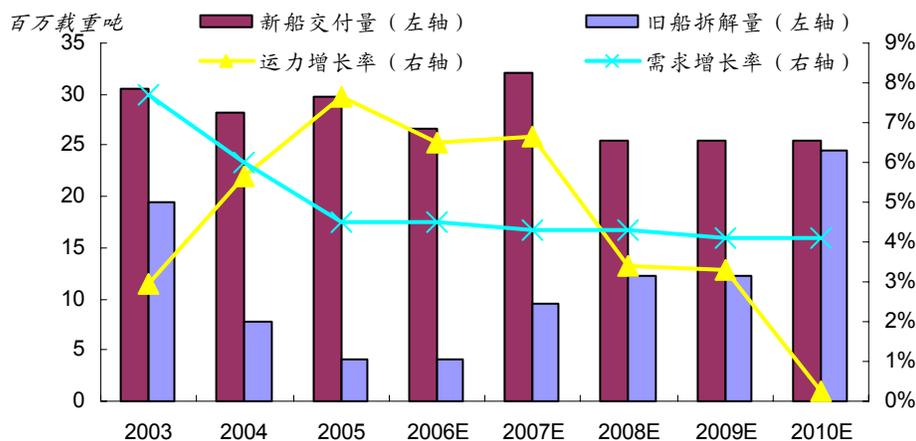
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

表 11: 未来五年运力增长和需求增长预测

各船型油轮供需情况 (百万载重吨)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
超级油轮	127	124	123	123	129	137	142	151	158	164	167
增长率	4%	-2%	-1%	0%	4%	6%	4%	6%	4%	4%	1%
交船量	12	8	12	12	9	9	5	10	11	11	11
拆解量	7	9	11	10	1	0	1	1	4	4	9
苏伊士型	42	40	42	44	46	49	53	56	56	55	52
增长率	2%	-5%	5%	4%	5%	8%	7%	7%	-1%	-1%	-4%
交船量	3	3	4	4	4	4	4	4	1	1	1
拆解量	3	4	2	2	2	0	1	1	2	2	4
阿芙拉型	53	53	55	60	63	68	73	77	78	80	78
增长率	0%	0%	4%	8%	5%	9%	8%	5%	2%	2%	-2%
交船量	2	2	4	8	6	7	6	6	5	5	5
拆解量	2	2	2	3	2	2	1	2	3	3	7
总载重吨	294	289	293	302	319	343	366	390	403	416	417
供给增长率	2.5%	-1.7%	1.5%	2.9%	5.6%	7.7%	6.5%	6.6%	3.4%	3.3%	0.2%
交船量	21	14	23	31	28	30	27	32	26	26	26
拆解量	14	16	17	20	8	4	4	10	12	12	25
需求增长率	5.5%	3.2%	0.5%	7.7%	6.0%	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%	4.1%	4.1%

资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图 13: 单壳油轮的拆解将使得未来运力增长慢于需求增长



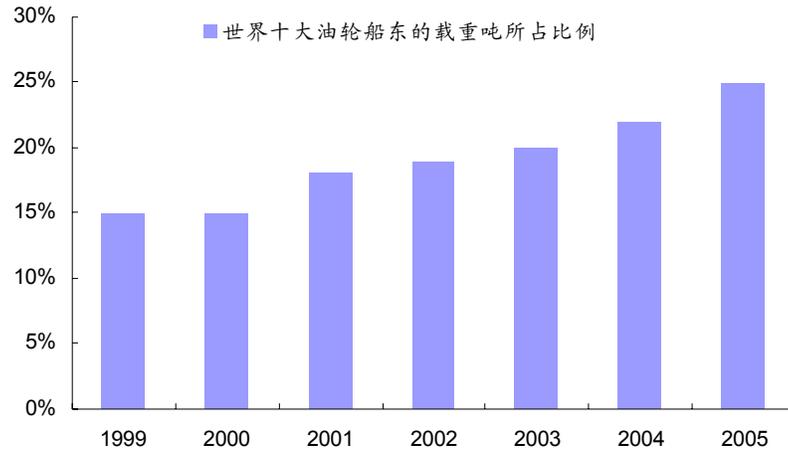
资料来源: Clarkson, IMO, 中金公司研究部

其他运价支撑因素

除了单壳油轮淘汰导致的运力增速慢于需求增速，油运市场集中度提高和地缘政治因素也对未来运价提供了支撑。

首先，油轮运输市场的集中度有所提高，长期而言将有助于降低盲目造船带来的运价波动。目前世界最大的 10 家独立船东所拥有的油轮总吨位占全球油轮船队的比重已由 1999 年的 15%，上升到 2005 年的 25%，且逐渐集中的趋势比较明显。

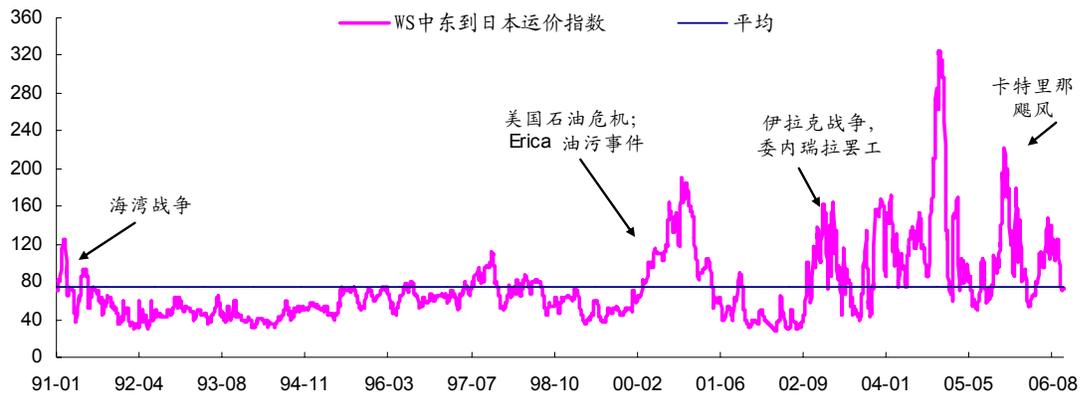
图 14: 油轮船东的集中趋势有助于降低运价波动



资料来源: Clarkson

另外, 由于石油的战略意义, 很多地缘政治因素 (比如战争、罢工、内乱) 以及自然因素 (比如飓风) 等都会直接造成油轮供给的减少或者需求的提升, 从而对油轮运价形成支撑。比如 2003 年, 伊拉克战争、委内瑞拉石油工人罢工以及尼日利亚内乱直接导致油轮运价从 WS 50 点上涨到 160 点; 2005 年“卡特里娜”飓风对于墨西哥湾地区石油生产的影响也是造成 2005 年下半年原油运输价格上升的原因之一。从 2006 年上半年来看, 黎以冲突、伊朗核问题等也对运价形成了一定的支撑。

图 15: 地缘政治因素对运价形成支撑



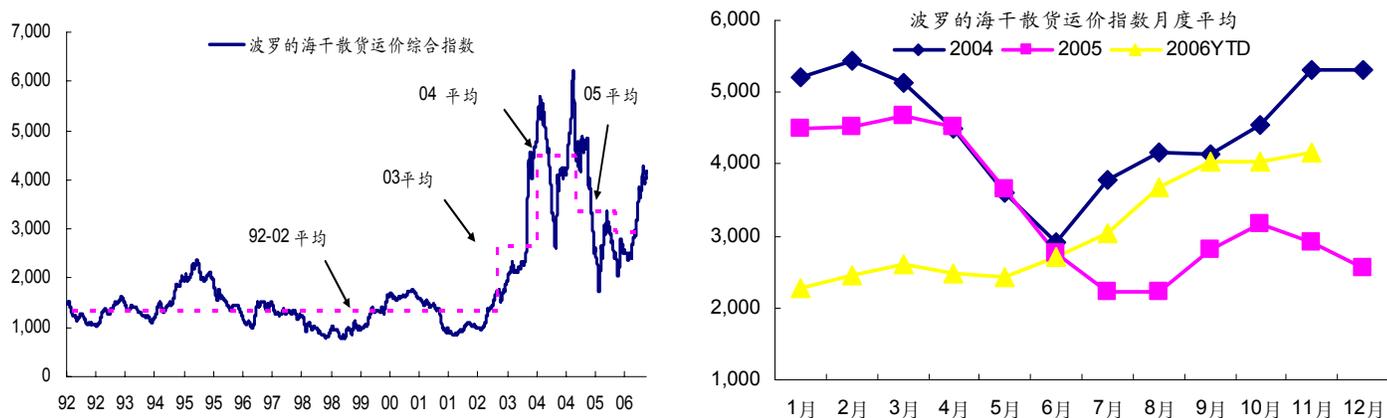
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

干散货运价-市场见底回升

2003 年由于中国和印度对铁矿石和煤的需求导致干散货运价一路走高, 波罗的海干散货运价指数 (BDI 指数) 从 2002 年的平均 1145 点, 上升到 2003 年的平均 2647 点, 继而攀升到 2004 年的 4505 点, 2005 年由于需求增速放缓, 运力增长加速导致运价下滑到平均 3366 点, 2006 年上半年由于中国的铁矿石谈判迟迟未决导致运价下滑到平均 2400 点左右, 但是 6 月份开始中国的大量铁矿石进口对运价构成了较强的支撑, 目前运价指数回升到 4000 点左右。

未来而言，从需求来看，基于中国和印度对于铁矿石和煤的运输需求，我们预计整体全球干散货运量的年增速在3-5%之间；从供给来看，由于干散货船舶相对船龄较老，而且船台会优先建造利润率高的集装箱船和油轮，未来干散货的新船交付压力不大，考虑到老船拆解和新船交付后，未来的运力供给增速在2-4%，我们预计从2007年开始市场将转暖。

图 16: 波罗的海干散货运价指数

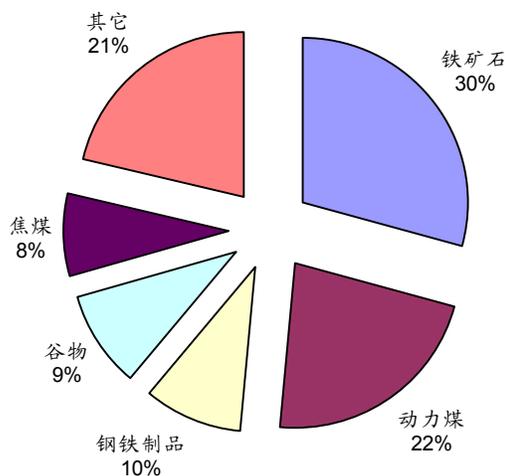


资料来源：彭博资讯

需求分析

国际干散货运输市场的主要货物是铁矿石、煤、钢铁制品和谷物，这些货物的贸易量占全球散货贸易量比重接近80%。

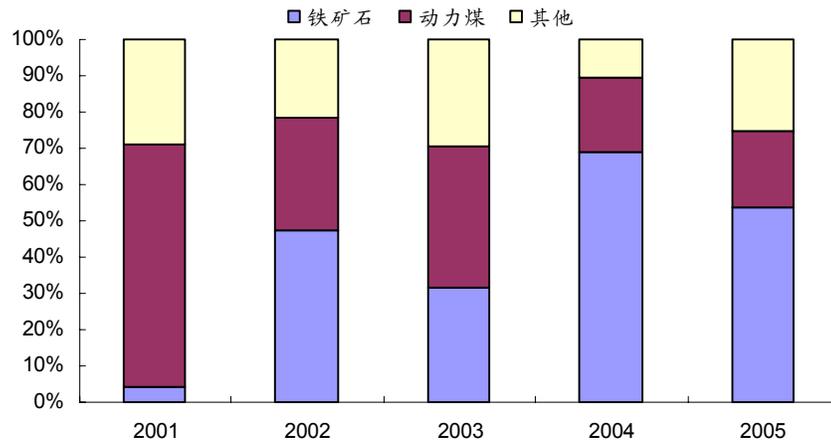
图 17: 干散货运输货物比较分散



资料来源：Clarkson, 中金公司研究部

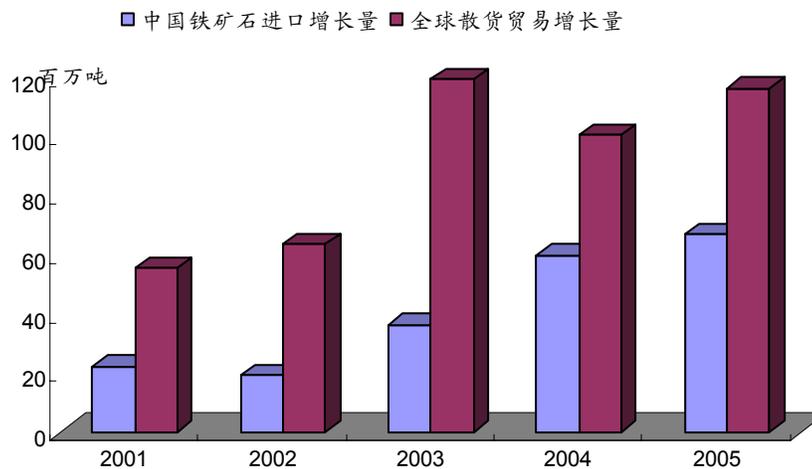
国际干散货运输量过去五年年复合增长为4.7%，其中铁矿石和动力煤的年复合增长均达到20%以上，贡献了干散货整体货运增量的主要部分。在铁矿石贸易量里面中国的铁矿石进口增长量过去两年占全球散货增量的比例达到60%左右，成为全球干散货运输市场的最大驱动力。

图 18: 各货类货运量增量占总体干散货增量的比例



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图 19: 中国铁矿石进口增长 VS 全球散货贸易增长量



资料来源: CEIC, Clarkson, 中金公司研究部

由于原油价格的持续高企, 我们认为未来几年动力煤的贸易量会保持平稳上升, 因此我们在预测未来需求时沿用动力煤和其它干散货在过去 5 年的平均增长率, 中国的铁矿石进口受宏观调控政策、铁矿石价格以及国内铁矿石产量等不确定性的影响较大, 根据中金公司研究部对于中国铁矿石进口量的预测, 我们设定了 3 种需求增长情况, 则整体干散货运量的增速预计在 3-5% 之间。

表 12: 全球干散货运输总需求预测表

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	年平均增长率	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
铁矿石	449	451	481	519	589	651	7.7% 乐观估计	702	756	814	878	946
							5.2% 中性估计	685	720	757	796	838
							1.9% 悲观估计	664	677	690	703	717
动力煤	350	387	407	453	474	498	7.3%	535	574	616	662	710
其它	984	1,000	1,014	1,049	1,059	1,089	2.0%	1,111	1,134	1,157	1,180	1,204
总需求												
							乐观	2,347	2,464	2,588	2,720	2,860
							货运量增速	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.2%
	1,782	1,838	1,901	2,021	2,122	2,238	中性	2,331	2,428	2,531	2,639	2,752
							货运量增速	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%
							悲观	2,310	2,384	2,463	2,545	2,631
增速		3.1%	3.5%	6.3%	5.0%	5.5%	货运量增速	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%

资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

供给分析

我们采用 Clarkson 对于 2006 年与 2007 年的运力增长预测, 并根据目前的订单数量预测 2008-2010 年的新增运力。事实上从目前船台的紧张程度来看, 我们对未来的新增运力估计的是比较充分的, 从而存在实际运力供给增速小于我们预测的可能。

由于目前全球干散货船的船龄分布较老, 占整体运力 28% 的船舶已经超过 20 年, 尤其是小船型 (招商局能源运输的主要船型为小船型), 分别有 45% 的大灵便型和 58% 的灵便型船舶已经超过 20 年, 如果假设干散货船舶运营到 30 年 (干散货船舶能够运营最高年限), 则目前船龄超过 25 年的船舶将在未来 5 年全部退出, 而船龄在 20-25 年的船舶中约有 20% 在未来 5 年退出 (到 2010 年这些船舶船龄将高于 25 年), 这样的话未来五年约 15% 的船舶将退出使用, 需要注意的是, 这种假设下对于船舶退出使用的估计是相当保守的, 因为通常船舶不会运营满 30 年, 也就是说实际运力供给增速非常有可能低于我们的预测。

表 13: 全球干散货总运力预测表

供给 (百万载重吨)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
新增运力	13	21	14	12	20	23	25	21	21	24	30
退出运力	4.5	8.1	6	4	0.5	1	2.9	8.1	12.1	12	14
总运力	275	287	295	302	322	345	366	380	389	401	417
增长率		4.3%	2.8%	2.5%	6.7%	7.0%	6.0%	3.9%	2.4%	3.1%	4.0%

资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

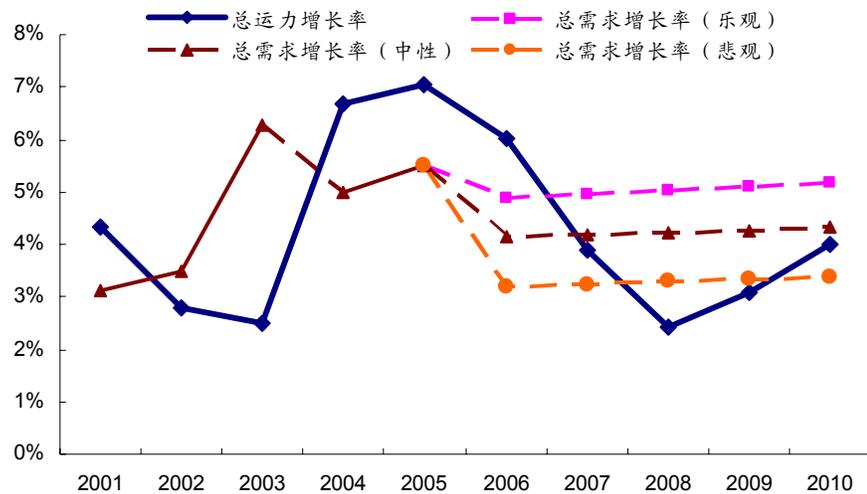
表 14: 干散货船龄较老, 尤其是小船型

	船龄分布				
	20年及以上	15-19年	10-14年	5-9年	0-4年
海峡型	15%	16%	18%	23%	29%
巴拿马型	20%	9%	12%	22%	38%
大灵便型	45%	11%	13%	21%	11%
灵便型	58%	7%	10%	16%	10%
总计	28%	11%	14%	21%	26%

资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

基于上述供给和需求的预测, 我们认为, 2006年总运力增长会大于总需求增长, 干散货运输市场会相比05年平均走低; 到07年如果需求增长达到我们预期的中性情况以上, 则总运力增长会低于总需求增长, 干散货运输市场会出现反转; 而在需求增速的不同情景之下, 08年市场均会出现复苏。由于我们对拆船量的预测较为保守, 我们认为07年开始干散货市场反转向好的预测是相对有保证的。

图 20: 总需求与总供给的增速预测图



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

LNG 运输前景广阔

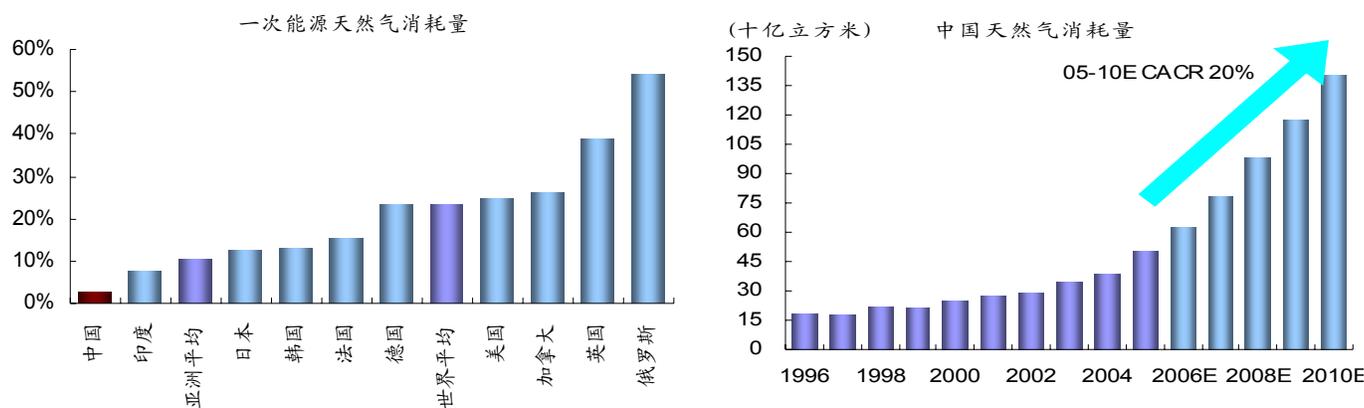
招商局能源运输下属的 CLNG 公司是目前国内唯一一家专业经营 LNG 运输业务的公司，未来将分享中国 LNG 运输市场每年 35% 的高速增长，而且 LNG 运输保证运量和回报率的经营模式也将保障公司运营该业务的利润。

高速增长的 LNG 运输市场

2005 年中国的天然气消费占一次能源的比例只有 2.6%，远远低于世界平均 25% 的水平。为了降低煤燃烧带来的污染，中国政府大力提倡清洁能源的使用，希望 2010 年天然气占一次能源的比例达到 6%，从而未来五年天然气消费的年复合增长将达到 20% 以上。

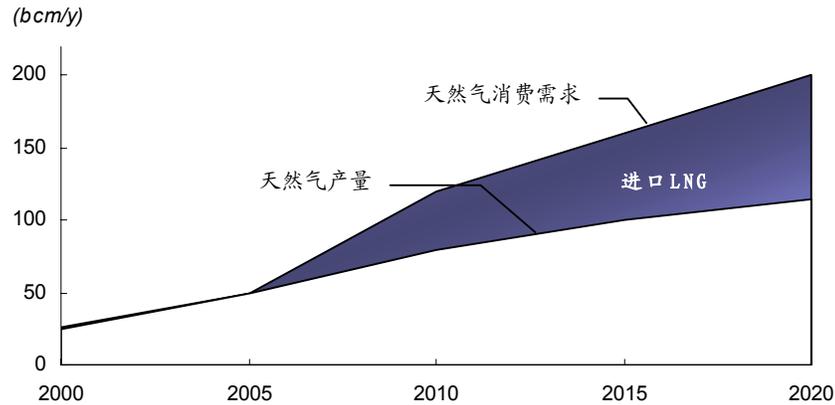
由于国内的天然气增产有限，2006 年中国首次引入进口 LNG，第一个接收站设在广东，2006 年进口约 50 亿立方米，在福建的第二个接收站也将于 2007 年投入使用，另外政府还批准了沿海的 11 个接收站。按照计划未来海上 LNG 进口的比例将逐年增加，2010 年达到 400 亿立方米，2015 年将达到 600 亿立方米，则未来 10 年的年复合增长将达到 35%。基于海上 LNG 运输的发展前景，此业务也成为公司未来主要发展方向。

图 21: 中国的天然气消费未来五年年复合增长将达到 20%



资料来源: BP, 中金公司研究部

图 22: 海上 LNG 进口未来十年复合增长将达到 35%



资料来源: Energy Research Institute

图 23: 在建和已经批准建设的 LNG 接收站



资料来源: 国家发改委

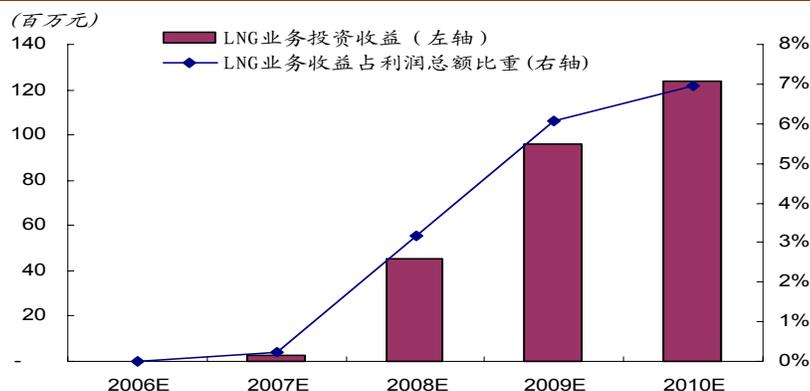
运营模式保证利润

LNG 运输的运营模式为固定运量、保证回报式,从而有效的保证了公司运营该业务的利润。首先,从运量来看,对于每个 LNG 接收站,进口方会与出口方和运输公司就每年进口量达成长达 20 年以上的合同。目前公司已经获得广东和福建接收站的运输权,签订了 25 年的长期租船合同,而且还会积极争取国内沿海其他进口液化天然气运输项目。这当中公司参与的上海、浙江进口液化天然气项目的造船招标工作近期已基本完成,只待国家有关部门的正式批准。另外,LNG 运输的运价确定方式是保证内部回报率的方式,而且接收站承担运营成本,公司将承运的广东和福建项目均保证项目总投资内部回报率 12%,从而保障了稳定的利润率。

基于公司目前的 LNG 运输合同,公司对每艘 LNG 单船公司的控股比例从 25.5%到 38.5%不等,每艘 LNG 对公司每年盈利贡献约为 2000-2400 万人民币之间,且比较稳定。由于 5 艘 LNG 专用船将分别于 2007 年至 2009 年左右投入运营,我们预计该业务的利润贡献将从 2007 年的 250 万迅速增加到 2010 年的 1.24 亿。由于我们目前只是基于已经确定建造合同的五艘船作出盈利预测,

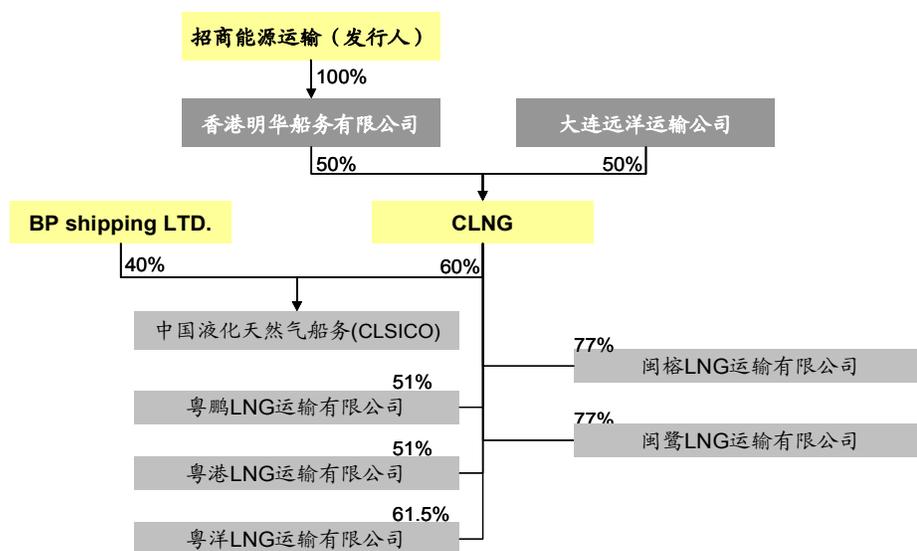
并没有考虑新的接收站建成后投入额外运力带来的盈利增长（如上海、浙江、海南等地的 LNG 运输），因此未来盈利贡献将很有可能高于我们的预期。

图 24: LNG 盈利预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 25: LNG 运输业务目前的组织架构图



资料来源：公司数据

表 15: LNG 船的交船时间

公司已订造 5 艘 LNG 运输船

	交船时间 (年份)	设计容量 (万立方米)	内部收益率
广东			
#1	2007	14.72	12%
#2	2008	14.72	12%
#3	2009	14.72	12%
福建			
#1	2008	14.72	12%
#2	2009	14.72	12%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

优良管理和长期经验有助提升盈利，降低风险

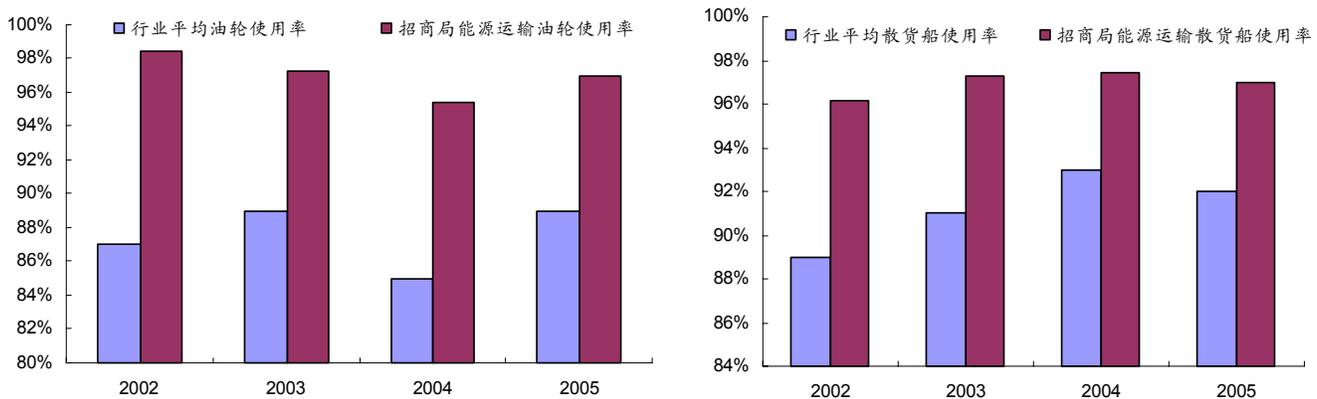
招商局集团运作远洋船舶的历史远从洋务运动的 1872 年开始，130 多年的运作积累了丰富的管理经验。上世纪八十年代末，招商局集团收购了世界船王董浩云家族的油轮资产，这是中国国有经济力量第一次涉足远洋大型油轮运输行业。在过去十多年中，招商局集团移植了这家香港专业油轮管理公司的全部资源，成为将超级油轮引入亚太地区的先驱，并与很多产油国和国际大型石油公司建立了长期关系。目前的管理团队平均从业经验为 20 年，高超的管理水平使得公司成为被国际客户广泛接受的中资船东。

公司的管理经验集中体现在 1) 公司的油轮和干散货船舶利用率一直高于行业平均水平，体现了公司的运作经验和长期客户关系；2) 通过准确判断市场走势从而进行运营模式的最佳配置，公司有效降低了运价波动影响；和 3) 通过准确判断购船时点，在低点买船降低了折旧成本和借贷比例，提高了抗风险能力。

优良船舶管理和长期客户关系保证船舶利用率

对于船公司而言，船舶的摆位和衔接安排将直接决定船舶的利用率（有效营运天数/总日历天）。公司多年累积的管理经验使得公司的船舶利用率高达 97% 的水平，且一直高于行业平均水平。而且，由于招商局能源运输是通过两个全资的船舶管理公司进行船舶管理，相比较很多公司将船舶外包给外部管理公司的模式而言，共同的利益也使得船舶管理公司更加有动力提高船舶利用率，公司船舶坞修通常所需时间少于其他公司的同类船舶若干天，修理成本也明显较低。

图 26: 招商局能源运输的船舶利用率高于行业平均水平



资料来源: Clarkson, 公司数据

另外，长期的客户关系也保证了公司的船舶利用率。公司的油轮业务前五大客户贡献收入比例一直在 50% 左右。2003 年 12 月以来，招商局集团分别与中石化集团、中化集团等签署战略合作协议，双方约定在中国进口原油业务上，优先选择对方作为合作对象。按照油轮运输收入计算，2005 年中石化和中化分别成为公司第一和第二大客户，2006 年上半年二者贡献的油轮收入比例超过 27%。目前公司也在积极和中石化等就未来运量和运价安排进行商讨，有望达成双方互惠的协议，降低即期市场运价的波动对公司业绩的影响。

表 16: 前五大客户占比一直较高

招商局能源运输油轮业务前五大客户情况							
2003	占油轮收入比例	2004	占油轮收入比例	2005	占油轮收入比例	20061H	占油轮收入比例
LG CALTEX	20.7%	中石化	17.0%	中石化	13.6%	中化集团	21.7%
S-OIL	7.1%	LG CALTEX	12.5%	中化集团	10.9%	METS SHIP.	14.9%
CPC	6.6%	VITOL	11.1%	Hyundai	9.6%	中石油	8.9%
HANYANG	5.8%	中化集团	5.4%	GS-Caltex	8.9%	中石化	6.1%
SHELL	5.6%	Chevron	5.4%	Hanyang	6.9%	NHL Dev.	5.8%
五大客户合计	45.8%		51.4%		49.9%		57.3%

资料来源：公司数据

不同经营方式的合理配置有助提升盈利，降低风险

对于远洋航运船东而言，最主要的风险因素就是运价的波动造成的盈利波动。招商局能源运输的管理层凭借长期运作经验和对即期市场变化规律的深入理解，通过对未来市场环境的合理预判，部署期租和程租等多种不同的经营方式，从而能够在上升周期中增加盈利，下降周期中降低风险。

期租 VS 程租

航次租船（Voyage Charter）又称程租，是指船东用特定的船舶在指定的港口之间用一个或数个航次为承租人运输指定的货物，运价的确定方式通常根据 WS 指数（定义见附录 1），根据不同航线按照美元/吨进行计价。船东负担航行中的一切成本，包括航次成本、运营成本和资本成本。为了尽量缩短船舶在港时间，在订立航次租船合同时，往往要约定货物装卸速度，并相应规定船舶发生延期时承租人要支付给船东的“滞期费”和船舶提前完成装卸时船东要支付给承租人的“速遣费”。

定期租船（Time Charter）又称期租，是指船东在约定的时间内，将指定的船舶出租给承租人使用，并负责船员配备以及承担相应的船舶运营成本；承租人自行安排、调度其租用的船舶，负担租期内的燃油等航次费用，并按照船舶的吨位、租期及租金率向船东支付租金，通常按照美元/天的计价方式。

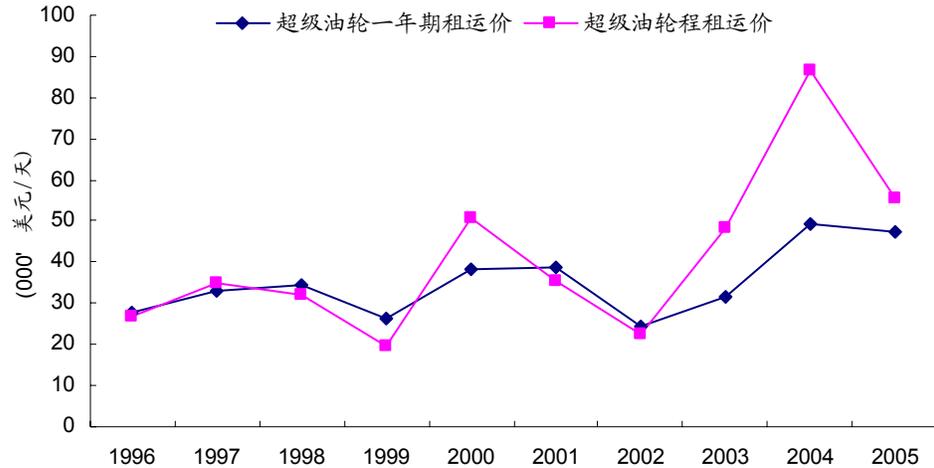
表 17: 程租和期租的经营方式对比

	收入	变动成本		固定成本
		航次成本 (燃料、港口使费和 运河通行税费)	运营成本 (船员、维修和维护 、坞修和保险等)	
航次租船（程租）	按照即期市场的 WS， 采用美元/吨的定价方 式	✓	✓	✓
定期租船（期租）	根据长期合同，按照 美元/天计价		✓	✓

资料来源：公司数据，中金公司研究部

期租合同的优点是合约期长，价格固定，收入稳定；缺点是价格不能随行就市，当行情上涨时，无法获得超额收益。程租合同一般从即期市场取得，优点是享受到市场高点带来的超额回报，但价格受市场波动影响较大，风险相对于期租更高。通常而言，期租的运价波动性小于程租（按照等价期租租金（TCE）进行比较，关于 TCE 定义见附录 1）。

图 27: 期租的运价波动性小于程租

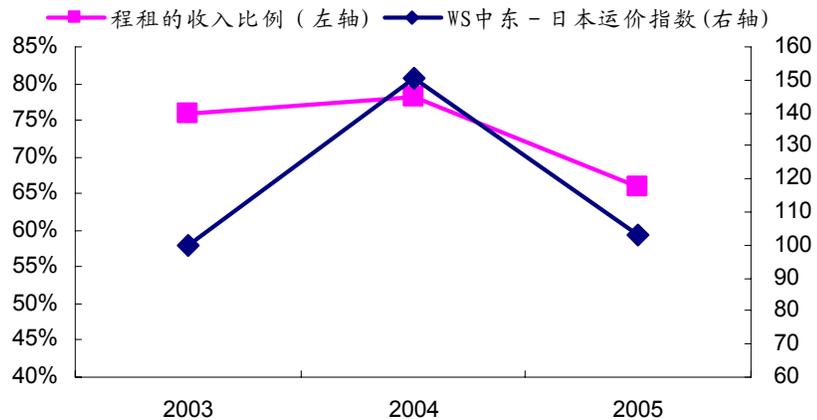


资料来源: Clarkson

不同经营方式选择

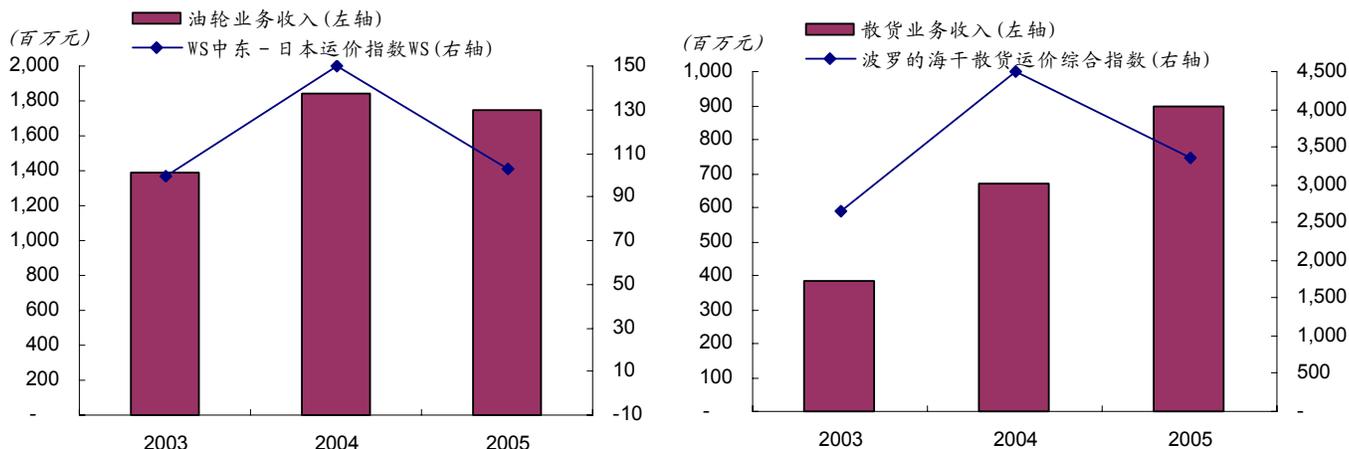
由于期租和程租的不同特点, 根据对未来市场环境的判断而采取不同的经营方式对于远洋船东就显得非常重要。招商局能源运输在 2003、2004 年油轮运价上行时增加了油轮业务程租的比例, 而在 2005 年运价向下时增加了期租的比例, 从而在上升周期增加了盈利, 下降周期降低了风险。对于干散货运作, 公司在 2004 年底运价高点时签订了大量的期租合约, 从而保证了在 2005 年市场运价下行的时候公司的收入仍然取得小幅增长。

图 28: 公司基于不同市场环境选择不同经营方式



资料来源: 彭博资讯, 公司数据

图 29: 不同经营方式的选择降低收入的波动性



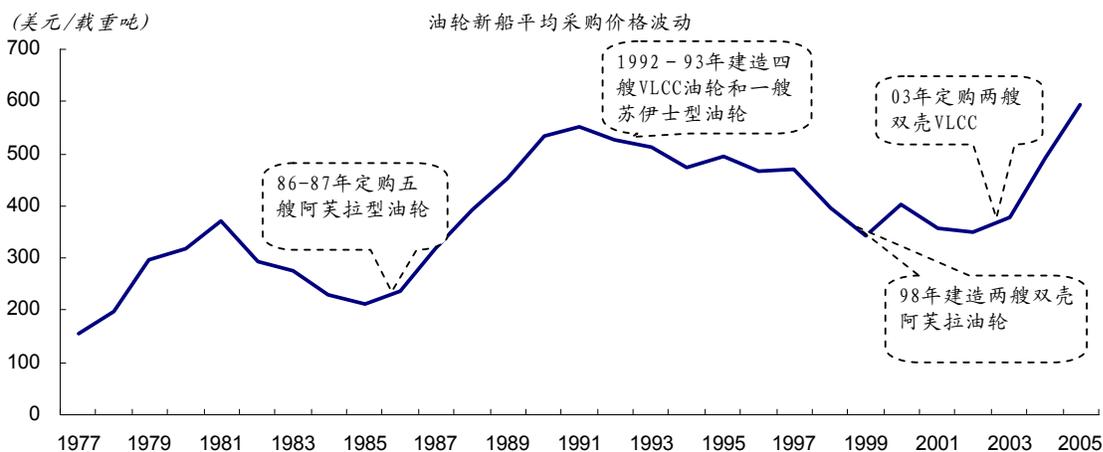
资料来源: 彭博资讯, 公司数据

恰当的购船时点判断提高抗风险能力

对于船东而言, 准确的判断购船时点, 在船价低点买船能够有效降低折旧费用和借款费用, 提高抗风险能力和盈利能力。

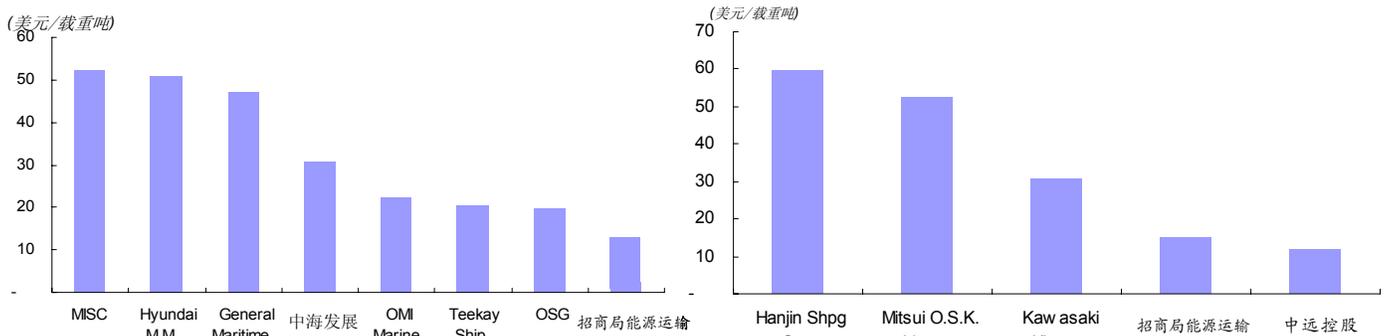
由于远洋航运的资本密集特性, 折旧通常占油轮船东成本的 30%左右, 低点买船可以有效提高盈利能力, 招商局能源运输现有船队均为船价相对低点时购入, 所以折旧/载重吨比例也低于其他国际油轮船东 (由于数据限制, 很多公司不披露购船价格, 因此我们采用总体折旧/总载重吨来进行相对的衡量)。从公司前期已经签署合同的 5 艘油轮新船合同来看, 船价也明显低于目前的新船定造平均船价水平。

图 30: 公司现有油轮船队均为船价相对低点购入



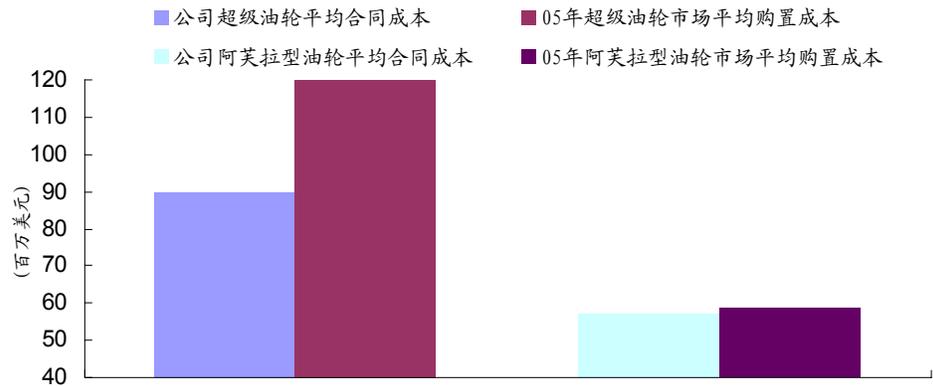
资料来源: 公司数据, Clarkson

图 31: 公司的折旧/载重吨比例低于其他油轮船东 (左图) 和干散货船东 (右图)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

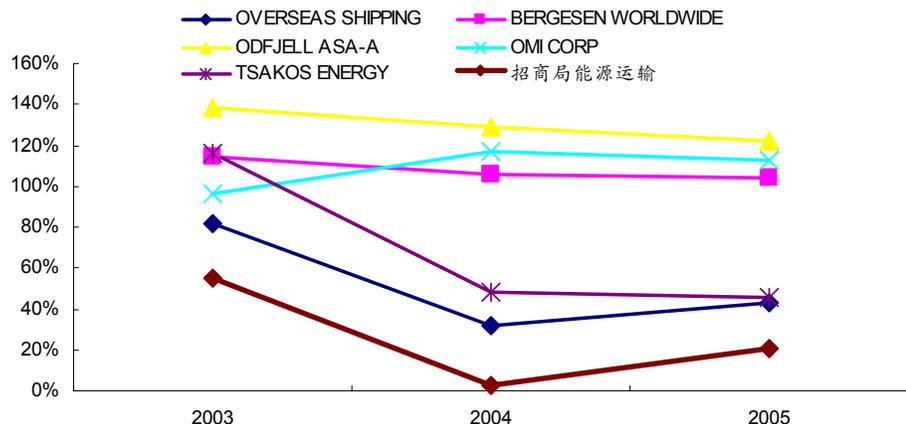
图 32: 公司新购船价格低于同期市场平均价格



资料来源: 公司数据, Clarkson, 中金公司研究部

另一方面由于船东经常需要依赖银行贷款买船, 且以船为抵押, 船价低点买船可以有效降低负债比例, 提高抗风险能力。目前招商局能源运输的杠杆比率低于很多的国际油轮公司。

图 33: 净负债权益比低于其他可比公司



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

盈利预测-06年为盈利低点，之后三年高速增长

基于我们对行业运价的分析，我们假设油轮程租运价06年基本与05年持平，07年下降10%，08年上升15%；对于干散货而言，由于06年期租合同执行的是05年底和06年初较低的运价，我们预计公司06年干散货平均运价下降20%，考虑到06年下半年干散货市场的强劲表现以及我们预计07年平均运价将会回升，我们预计公司07年干散货的平均运价将同比上升20%，08年同比增长10%。

就盈利预测而言，从2006年来看，由于一些一次性的因素，我们预计公司净利润将同比下降29%，如果去除以下因素的影响：1) 05年净利润中包含一次性的拆船收益4600万和汇兑损益4900万和2) 由于公司在06年进行分红，导致按照应付税款法06年产生了1.22亿的所得税，而公司之前年度不需缴纳所得税；则由于干散货平均运价下滑带来公司净利润同比下降为13%。

就未来而言，我们认为随着需求的强劲增长和积极的船队扩建，公司将进入快速增长期。07年的油轮运价下降将被船队扩张抵消，随着干散货平均运价上升，我们预计07年主营业务收入和净利润将分别同比增长7%和24%。2008由于油轮船队扩张以及运价走高，主营业务收入和净利润将同比增长为30%和33%，2009年我们预计净利润增长也将达到25%以上。

需要注意的是，我们目前对07年的油轮运价假设较为保守，如果对单壳油轮的严厉监管带来大量拆船，假设07年运价与06年持平，则公司净利润07年将同比增长37%。另外，我们目前对07年的盈利预测是基于目前招股书的船队扩张计划，但即使考虑了07年新增4艘油轮的资本支出后，07年底公司仍然有6.7亿的净现金，也就是说公司完全有实力和非常可能在07年进行更积极的运力扩张，从而盈利有可能会超出我们的预期。

表 18: 盈利预测

(人民币百万元)	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	1,787	2,522	2,650	2,585	2,765	3,594
增长率	n.a.	41.1%	5.1%	-2.4%	7.0%	30.0%
油轮运输收入	1,394	1,843	1,749	1,877	1,952	2,730
增长率	n.a.	32.2%	-5.1%	7.3%	4.0%	39.8%
油轮实际载重(万吨)	282	252	256	256	297	386
增长率	n.a.	-10.6%	1.4%	0.0%	16.0%	30.1%
散货船运输收入	382	669	897	704	808	859
增长率	n.a.	75.1%	34.0%	-21.5%	14.8%	6.3%
散货实际载重吨(万吨)	70	70	70	70	70	70
增长率	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	670	1,314	1,430	1,225	1,291	1,752
增长率	n.a.	96.1%	8.8%	-14.3%	5.4%	35.7%
主营业务利润率	37.5%	52.1%	54.0%	47.4%	46.7%	48.8%
油轮主营业务利润	501	888	860	881	839	1,248
增长率	n.a.	77.2%	-3.1%	2.5%	-4.7%	48.7%
主营业务利润率	35.9%	48.2%	49.1%	46.9%	43.0%	45.7%
散货主营业务利润	121	376	539	340	448	500
增长率	n.a.	209.4%	43.5%	-37.0%	31.8%	11.6%
主营业务利润率	31.8%	56.1%	60.1%	48.3%	55.4%	58.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

油轮业务-07年运力扩张抵消运价下滑，08年开始高速增长

基于招股书的油轮购置计划（未来三年新增 14 艘油轮），07 年和 08 年的实际投入载重吨分别同比增长 16%和 30%（见表 8），考虑到我们对油轮运价 06 年基本与 05 年持平，07 年下降 10%，08 年回升 15%的假设，我们预计 06 年油轮运输的收入增长 7.3%，主营业务利润增长 2.5%，07 年油轮的运力扩张能够抵消运价下滑，主营业务收入同比增长 4%，主营业务利润同比下降 4.7%，08 年油轮业务将出现高速增长，业务收入和主营业务利润分别同比增长 40%和 49%。

收入分析：

远洋航运收入的主要决定因素有三个：船舶数量×每船运营天数×平均运价（美元/天），船舶数量可以根据购船计划来确定，运营天数主要取决于船舶利用率（依赖于航次安排、客户关系），对于运价而言，不同船型的运价有所不同，期租和程租的运价也会不同，我们根据上述的未来运价走势进行预测。

- 1) **运力（船舶数量）**：经过 90 年代的调整和发展，公司目前拥有一支由 6 艘超级油轮、1 艘苏伊士型和 7 艘阿芙拉型油轮组成的船队，总运力合计 256 万载重吨。公司拟用募集资金于 2007-2009 年购买 14 艘油轮，则未来三年每年实际运力增长速度分别为 16%、30%和 25%（参见表 8）。另外，在进行收入预测时，我们均假设新购置油轮于年中到位。
- 2) **运营天数**主要体现船舶的利用率。由于公司的国际运作经验丰富以及与很多大客户建立了长期关系，公司的油轮利用率一直高于行业平均。未来考虑到“国油国运”的政策导向，我们预计公司的油轮利用率可保持在过去三年平均的 95-97%的水平。
- 3) **运价**：参照上一章节的运价走势预测，我们假设即期市场上 2006 年运价基本与 05 年持平，07 年运价同比下降 10%，2008 年运价上涨 15%，而从 2009 年开始，运价进入上升周期，由于公司将一定运力配置在期租市场上，整体收入波动将小于运价波动。则公司 2006 年和 2007 年油轮的主营业务收入将分别同比增长 7.3%和 4%，2008 年收入同比增长达到 40%。

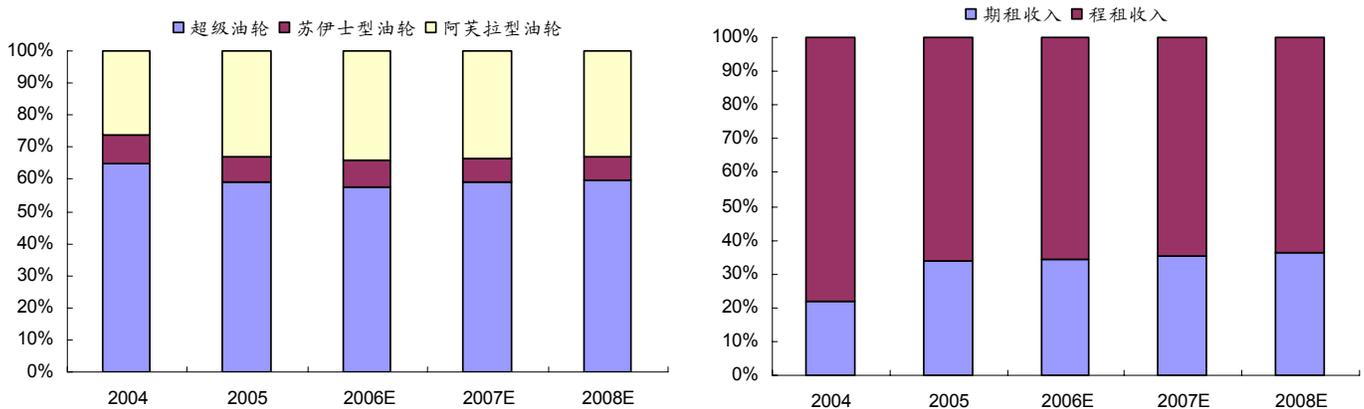
表 19: 油轮业务收入预测

		2004	2005	2006E	2007E	2008E	说明
超级油轮							
平均船数量	(艘)	6	6	6	8	10	2007-2009每年购买2艘超级油轮
船舶利用率	%	97%	97%	97%	97%	96%	
程租比例	%	67%	67%	67%	67%	67%	公司过去一直将较大比例的超级油轮用于程租市场来获得较高收益
平均程租租金 (TCE)	(美元/天)	70,878	46,593	47,712	42,940	49,381	
增长率			-34%	2%	-10%	15%	
平均期租租金	(美元/天)	33,391	45,779	48,068	48,068	50,472	根据目前公司执行的期租合同, 期租价格可以保持到2008年年初
增长率			37%	5%	0%	5%	
程租收入	(百万人民币)	1,034	794	839	874	1,216	
期租收入	(百万人民币)	159	262	266	296	385	
苏伊士型油轮							
平均船数量	(艘)	1	1	1	1	2	2008-2009每年购买1艘
船舶利用率	%	100%	96%	96%	96%	96%	
程租比例	%	100%	100%	100%	100%	100%	
平均程租租金 (TCE)	(美元/天)	38,547	25,349	25,729	23,156	26,630	
增长率			-34%	1%	-10%	15%	
程租收入	(百万人民币)	169	144	162	172	295	
阿芙拉型油轮							
平均船数量	(艘)	7	7	7	9	11	
船舶利用率	%	94%	97%	97%	96%	96%	
程租比例	%	28%	28%	28%	27%	26%	由于阿芙拉型油轮的运价波动较低, 为稳定整个公司的业务收入, 本公司一直将大部分该类型油轮用于期租
平均程租租金 (TCE)	(美元/天)	29,191	29,624	30,335	27,302	31,397	
增长率			1%	2%	-10%	15%	
平均期租租金	(美元/天)	16,915	23,466	24,639	22,175	25,502	根据目前公司执行的期租合同预测, 但大部分期租合同将于一年后到期, 则仍需承担运价波动风险
增长率			39%	5%	-10%	15%	
程租收入	(百万人民币)	239	243	264	264	349	
期租收入	(百万人民币)	243	338	347	345	484	
程租收入合计	(百万人民币)	1,442	1,181	1,265	1,311	1,860	
期租收入合计	(百万人民币)	401	600	612	641	870	
油轮总收入	(百万人民币)	1,843	1,749	1,877	1,952	2,730	
增长率			-5%	7%	4%	40%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

从收入贡献来看, 分船型而言超级油轮仍将为公司油轮业务的主要贡献者, 占60%左右, 按照运营方式而言程租业务贡献利润比例约为65%。

图 34: 不同船型和不同经营方式的油轮收入贡献



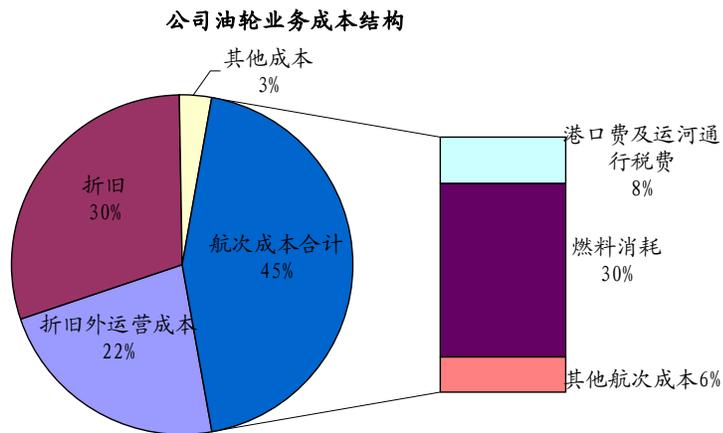
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

成本分析

油轮业务的成本构成主要包括三类:

- ✓ 航次成本: 主要包括燃油成本和港口使费, 2005 年占主营业务成本的比例为 45%; 在期租业务中船东不承担航次成本, 我们根据船舶运量的增长来预测航次成本;
- ✓ 折旧: 主要取决于购船价格, 2005 年占主营业务成本的比例为 30%; 我们主要根据新增油轮价格和折旧年限 (25 年) 对折旧成本作出预测;
- ✓ 运营成本: 主要包括船员费用、保险、物料消耗等; 2005 年占主营业务成本的 22%。由于单船运营成本比较稳定, 我们假设每年 3% 的单船运营成本自然增长率。

图 35: 成本各项所占比例



资料来源: 公司数据

表 20: 主营业务成本各项解释

成本种类	占05年主营业务成本比例	说明
航次成本	45%	
燃料消耗	30%	参照新加坡的燃油价格，每艘船每天大约消耗60-90吨燃油，目前价格为350美元/吨
港口费及运河通行税费	8%	船舶或货物在港口应向港口当局交纳的各种规费和服务费。港口使费种类繁多，经常变化，不同国家、不同港口、不同码头，收费办法会有不同。
其他航次成本	6%	按照行业惯例，船东一般通过船舶经纪联系承租人，船舶经纪通常按运输合同金额的一定比例收取中介服务费用。
折旧	30%	
运营成本	22%	单船运营成本比较稳定
船员费用	9%	不同类型的油轮人员配置基本相当，一般都在21人与23人之间
零件、润滑油等物料消耗	8%	
坞修费	3%	对船体水下部分的构件和设备进行的修理，坞修一般每30个月安排一次，会进行全面、彻底的大修理和必要的技术、设备升级。
船舶保险费	2%	单船保险费比较稳定
其他	3%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 21: 油轮主营业务利润预测

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	1,843	1,749	1,877	1,952	2,730
增长率	32.2%	-5.1%	7.3%	4.0%	39.8%
主营业务成本	956	890	996	1,113	1,482
增长率	7.0%	-6.9%	11.9%	11.7%	33.1%
其中：航次成本	316	396	495	559	757
折旧	218	266	273	334	444
其他运营成本	422	227	229	281	281
主营业务利润	888	860	881	839	1,248
增长率	96.1%	-3.1%	2.5%	-4.7%	48.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

干散货业务-07年将快速增长

由于公司目前并没有扩张干散货船队的计划，我们假设未来干散货运力保持不变。就运价而言，由于公司在2004年底运价高点时签订的一些期租合同于今年年初到期时正好赶上上半年干散货市场低迷，根据新签订的期租运价，以及对于即期市场的预测，我们预计今年干散货业务平均运价下降20%，主营业务收入和利润分别同比下降21%和37%。随着2007年市场回暖，以及公司的很多期租合同在06年底到期时将正好是运价高点，我们预计2007年平均运价将比06年高20%左右，则2007年主营业务收入和利润分别同比增长15%和32%，2008年我们假设平均运价增长10%，则主营业务收入和主营业务利润将分别同比增长6%和12%。

干散货运输和油轮的收入模式相同，因此我们也分别就运力、船舶利用率和运价进行分析。

1) **运力 (船舶数量):** 公司散货船队由 12 艘大灵便型散货船及 2 艘巴拿马型散货船组成，总载重吨为 70 万吨，且船龄低于行业平均水平。我们的盈利预测基于目前的 14 艘船。

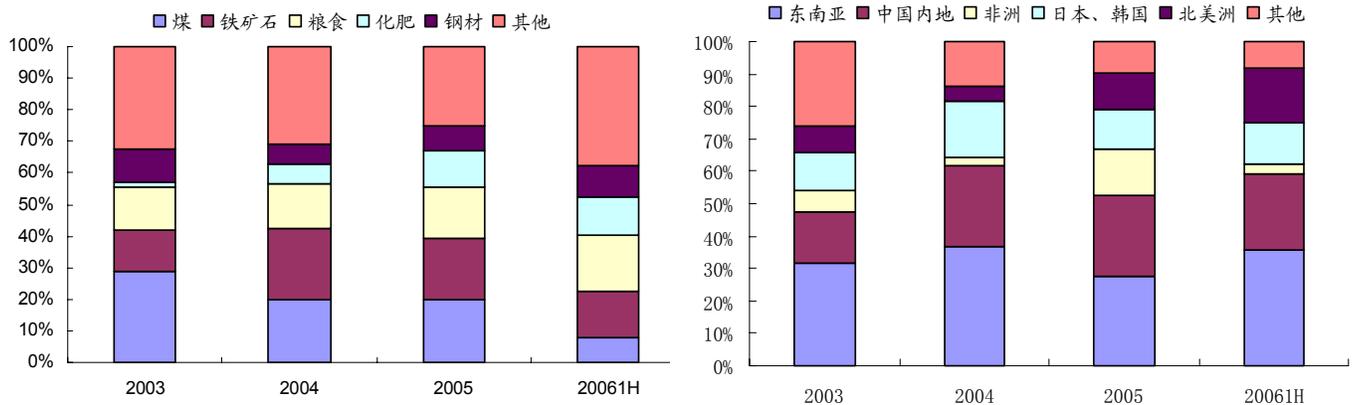
表 22: 干散货船舶运力情况

船型	数目	载重能力 (千载重吨)	平均船龄	整体行业该船型平均船龄
巴拿马型	2	148	12	16
大灵便型	12	552	11	12

资料来源: 公司数据, Clarkson, 中金公司研究部

2005 年招商局能源运输干散货的总运量为 581.5 万吨，主要运输货物包括煤炭、铁矿石、粮食和铝矾土等，运送目的地中占比较大的为东南亚、中国、非洲和日本韩国，其中运送到中国的比例呈逐年上升趋势。由于公司主要将船舶用于期租，运作航线比较分散，相对占比较多的是印度出口到中国的铁矿石、澳大利亚和印尼出口到印度的煤炭以及美国和南美等出口到中国的粮食等航线。

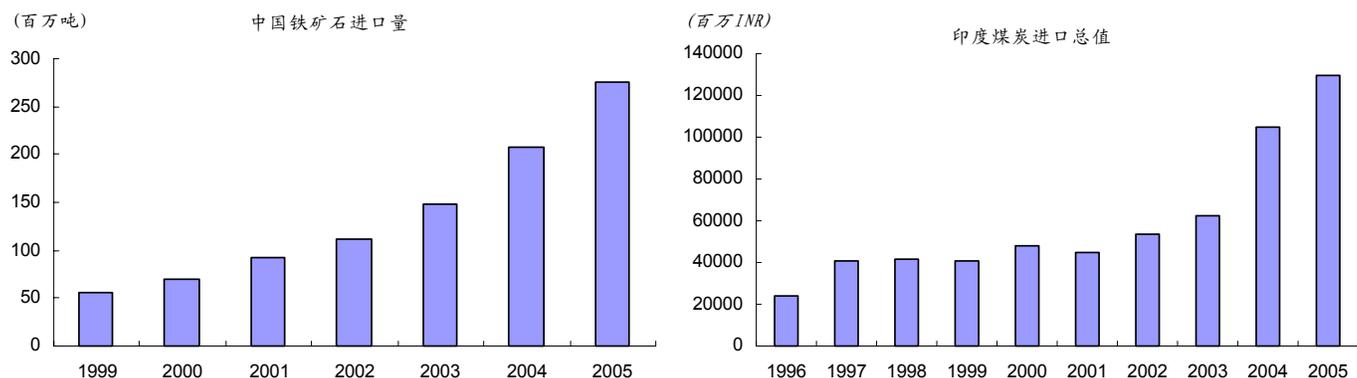
图 36: 运送货物 (左图) 和目的地 (右图)



资料来源: 公司数据

2) **船舶利用率:** 公司的散货船均配有抓斗，适合港口条件不好的发展中国家，过去的船舶利用率一直较高 (参见图 26)。由于公司主要运作航线上 (中国的铁矿石进口和印度的煤炭进口) 需求均比较旺盛，而且公司的长期客户关系很好，大客户占运输量的比例一直较高，我们预计未来公司的船舶仍然可以保持 95% 以上的使用率；

图 37: 中国的铁矿石进口和印度的煤炭进口均比较旺盛



资料来源: 彭博资讯

运价: 参照上述运价走势预测, 我们假设公司的 2006 年平均运价下降 20%, 2007 年市场回暖, 运价回升 20%, 2008 年运价上升 10%。主营业务成本各项组成与油轮业务类似, 我们也采用了类似的预测方法。

表 23: 干散货业务盈利预测

		2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
大灵便型散货船						
平均船数量	(艘)	12	12	12	12	12
船舶利用率	%	97%	97%	97%	97%	97%
航次期租比例	%	31%	30%	30%	30%	30%
平均航次期租租金 (TCE)	(美元/天)	23,590	22,040	17,632	21,158	23,274
增长率			-7%	-20%	20%	10%
平均期租租金	(美元/天)	13,316	23,614	18,891	22,669	24,936
增长率			77%	-20%	20%	10%
航次期租收入	(百万人民币)	254	279	227	251	262
期租收入	(百万人民币)	325	573	442	507	540
巴拿马型散货船						
平均船数量	(艘)	2	2	2	2	2
船舶利用率	%	100%	99%	98%	98%	97%
航次期租比例	%	0%	0%	5%	10%	15%
平均航次期租租金 (TCE)	(美元/天)	n.a	n.a	15,174	16,692	17,526
增长率			n.a	n.a	10%	5%
平均期租租金	(美元/天)	9,794	15,174	15,174	18,209	20,030
增长率			55%	0%	20%	10%
航次期租收入	(百万人民币)	-	0	4	10	16
期租收入	(百万人民币)	59	89	81	88	88
航次期租收入合计	(百万人民币)	254	279	231	261	278
期租收入合计	(百万人民币)	385	662	523	596	628
散货总收入	(百万人民币)	669	897	704	808	859
增长率			34%	-21%	15%	6%
大灵便型收入合计	(百万人民币)	601	807	618	710	755
巴拿马型收入合计	(百万人民币)	68	89	86	98	104
主营业务成本	(百万人民币)	294	358	364	361	360
增长率	%		21.8%	1.8%	-1.0%	-0.3%
其中: 航次成本	(百万人民币)	31	49	50	48	46
折旧	(百万人民币)	125	122	123	121	118
其他运营成本	(百万人民币)	138	186	191	192	195
主营业务利润	(百万人民币)	376	539	340	448	500
增长率	%		43.5%	-37.0%	31.8%	11.6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

需要提请注意的是, 我们目前预计公司 2006 年净利润同比下降 29%, 是由多项一次性因素造成的, 包括: 1) 05 年净利润中包含一次性的拆船收益 4600 万和汇兑损益 4900 万; 和 2) 由于公司在 06 年进行分红 11.6 亿, 汇入境内的分红导致 06 年产生了 1.22 亿的所得税, 而公司之前年度不需缴纳所得税。扣除这些因素的影响, 则 06 年的税前利润同比下降只有 13%, 主要由于干散货业务的运价同比下降造成。另外, 若按新的会计准则, 06 年记入的所得税应为 5200 万, 而非 1.22 亿元。

我们对招商局能源运输的预测财务报表和比例如下:

表 24: 招商局能源运输预测损益表

	2003 A	2004 A	2005 A	2006 E	2007 E	2008 E
损益表(百万元)						
主营业务收入	1,787	2,522	2,650	2,585	2,765	3,594
增长率	n.a.	41%	5%	-2%	7%	30%
油轮运输收入	1,394	1,843	1,749	1,877	1,952	2,730
增长率	n.a.	32%	-5%	7%	4%	40%
散货船运输收入	382	669	897	704	808	859
增长率	n.a.	75%	34%	-21%	15%	6%
减: 主营业务成本	1,117	1,208	1,220	1,360	1,474	1,841
油轮成本	893	956	890	996	1,113	1,482
干散货成本	261	294	358	364	361	360
主营业务利润	670	1,314	1,430	1,225	1,291	1,752
主营业务利润率	38%	52%	54%	47%	47%	49%
增长率	n.a.	96%	9%	-14%	5%	36%
油轮主营业务利润	501	888	860	881	839	1,248
主营业务利润率	36%	48%	49%	47%	43%	46%
增长率	n.a.	77%	-3%	2%	-5%	49%
干散货主营业务利润	121	376	539	340	448	500
主营业务利润率	32%	56%	60%	48%	55%	58%
增长率	n.a.	209%	43%	-37%	32%	12%
加: 其他业务利润	2	4	5	5	5	5
减: 管理费用	-77	-101	-91	-80	-82	-85
财务费用	-150	-34	-5	-37	26	-27
其中: 利息费用	-35	-49	-81	-67	-43	-63
利息收入	10	18	27	30	69	36
汇兑损益	-126	-2	50	-	-	-
营业利润	446	1,183	1,339	1,113	1,240	1,645
增长率	n.a.	165%	13%	-17%	11%	33%
加: 投资收益	44	38	44	-	3	45
加: 营业外收支	24	69	7	-	29	10
利润总额	513	1,289	1,390	1,113	1,272	1,700
增长率	n.a.	151%	8%	-20%	14%	34%
减: 少数股东权益	-85	-83	-46	-37	-42	-56
税前利润	429	1,206	1,344	1,077	1,230	1,644
增长率	n.a.	181%	11%	-20%	14%	34%
扣除非经常损益的税前利润	531	1,140	1,244	1,077	1,201	1,634
增长率	n.a.	115%	9%	-13%	12%	36%
减: 所得税	-	-0	-0	-122	-42	-59
净利润	429	1,206	1,344	955	1,188	1,585
净利润率	24%	48%	51%	37%	43%	44%
增长率	n.a.	181%	11%	-29%	24%	33%
扣除非经常性损益的净利润	531	1,140	1,244	955	1,159	1,575
增长率	n.a.	115%	9%	-23%	21%	36%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 25: 招商局能源运输预测资产负债表

	2004 A	2005 A	2006 E	2007 E	2008 E
资产负债表(百万元)					
货币资金	1,196	1,185	3,973	1,684	1,282
存货	28	48	56	62	83
应收帐款	206	215	205	220	286
其他应收款	50	44	44	44	44
预付费用	22	15	22	24	31
流动资产	1,501	1,508	4,300	2,034	1,725
固定资产原值	9,147	9,618	9,618	12,488	15,869
减: 累计折旧	-3,842	-4,132	-4,525	-4,976	-5,555
固定资产净值	5,305	5,487	5,094	7,512	10,314
在建工程	75	1,072	1,772	1,772	1,472
长期投资	46	153	195	195	195
总资产	6,927	8,219	11,361	11,513	13,706
短期借款	1,374	569	31	-	-
其他应付款	358	730	300	-	-
应付帐款	49	49	61	66	84
预提费用	123	153	223	241	304
流动负债	1,903	1,501	615	307	388
长期借款	961	1,596	1,277	958	1,839
其他长期负债	566	184	153	-	-
总负债	3,431	3,281	2,045	1,265	2,227
少数股东权益	68	261	297	339	395
净资产	3,428	4,678	9,018	9,909	11,085

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 26: 招商局能源运输预测现金流量表

	2005 A	2006 E	2007 E	2008 E
现金流量表(百万元)				
经营活动现金流量净额	1,974	1,103	1,427	2,202
净利润	1,344	955	1,188	1,585
加: 少数股东权益	46	37	42	55
加: 折旧与摊销	390	393	452	579
加: 运营资本变化	157	-353	-299	-12
加: 财务费用	81	67	43	63
投资活动现金流量净额	-1,529	-742	-2,868	-3,036
资本性支出	-1,301	-700	-2,570	-3,081
其他投资现金流	-228	-42	-298	45
筹资活动产生的现金流量净额	-467	2,432	-843	426
筹资性现金流入	151	4,360	-	-
借款所收到的现金	863	-67	-43	1,437
偿还债务所支付的现金	-1,187	-888	-503	-619
分配股利或利润所支付的现金	-92	-973	-297	-392
净现金流入(出)	-10	2,787	-2,288	-402

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 27: 招商局能源运输主要经营和财务指标

	2004 A	2005 A	2006 E	2007 E	2008 E
财务比率					
增长					
收入	41.1%	5.1%	-2.4%	7.0%	30.0%
息税折旧摊销前利润	74.5%	9.5%	-10.3%	7.3%	33.9%
息税前利润	104.3%	10.4%	-14.4%	5.6%	37.8%
税前利润	151.2%	7.8%	-19.9%	14.3%	33.7%
净利润	181.4%	11.5%	-29.0%	24.5%	33.4%
摊薄每股盈利	181.4%	11.5%	-29.0%	24.5%	33.4%
利润率					
毛利率	52%	54%	47%	47%	49%
息税折旧摊销前利润率	63%	65%	60%	60%	62%
息税前利润率	48%	51%	44%	44%	47%
税前利润率	51%	52%	43%	46%	47%
净利润率	48%	51%	37%	43%	44%
杠杆比率					
净债务权益比率	3%	21%	-30%	-7%	5%
资产负债率	50%	40%	18%	11%	16%
息税前利润/净财务费用	35.7X	286.4X	30.8X	n.m	57.5X
杜邦分析					
净利润率	48%	51%	37%	43%	44%
资产周转率	36%	32%	23%	24%	26%
资产/股东权益	202%	176%	126%	116%	124%
净资产回报率	35.2%	28.7%	10.6%	12.0%	14.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

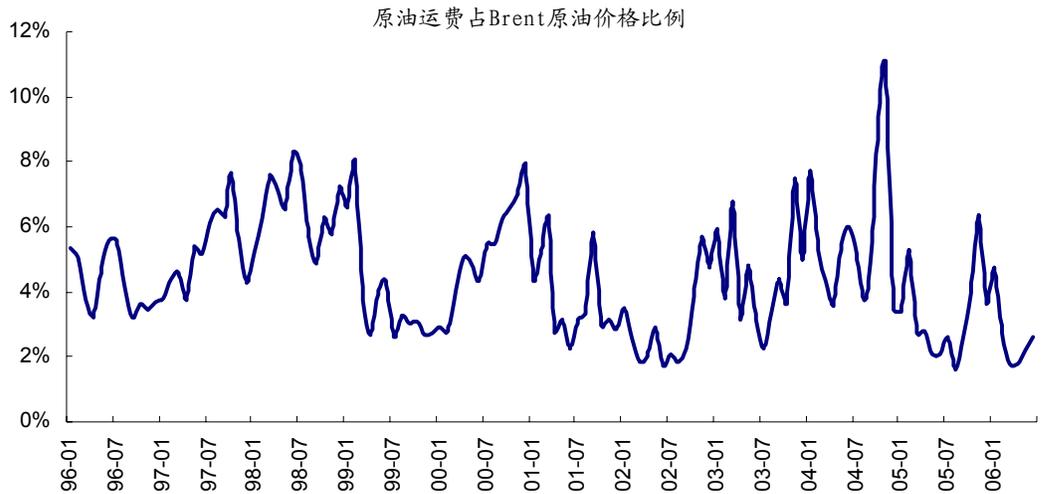
财务风险低

从对应收账款、自由现金流和资产负债率的分析来看，我们认为公司的财务风险较低。

- 1) **应收账款**：由于油轮和干散货运费占运输货物价值的比例较低，约为 3-5%，公司的应收账款周转天数一直小于 30 天，且回收状况良好。

对于期租而言，租家一般于每期租金起始日前数个工作日内（通常为 15 天）支付租金，不存在应收账款问题。对于程租而言，租家一般于装货后数个工作日内支付 90%左右的运费，余款在航次结束后清付。

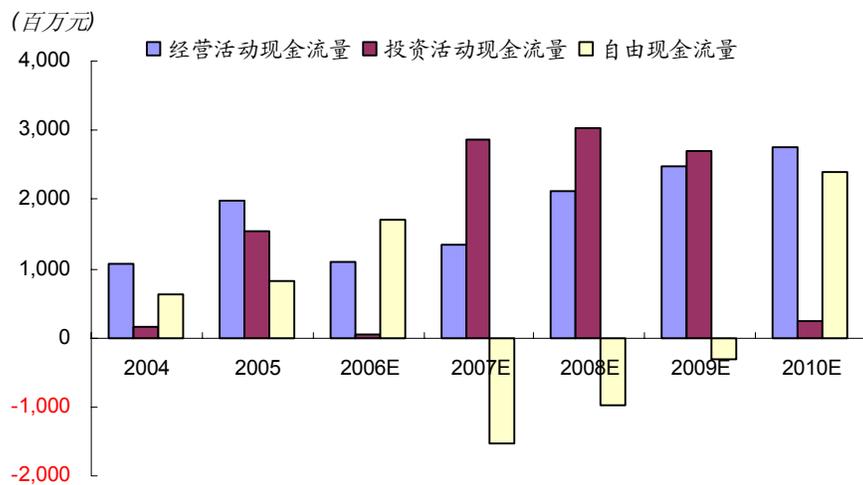
图 38: 运价占油价的比例较低, 货主支付货款难度较低



资料来源: 彭博资讯

2) **自由现金流:** 由于折旧占成本的很大比例, 公司的经营现金流状况良好, 过去几年一直保持充足的自由现金流。2007年随着新油轮的购买, 自由现金流将有所减少, 但是预计在2007-2009油轮购置阶段后, 2010年将再次进入自由现金流充沛的阶段。

图 39: 良好的自由现金流状况



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

风险分析

运价波动是最大风险

对于油轮和干散货行业而言，即期市场运价波动幅度大于我们的预期是公司最大的风险。

如果 2007 或者 2008 年油轮实际运价比我们预测低 10%，则 2007 和 2008 年净利润将分别比我们预测的降低 11.3%和 11.9%。如果干散货实际运价比我们预测低 10%，则 2007 年和 2008 年净利润将分别比我们预测的低 6.5%和 5.4%。

表 28: 运价的敏感性分析

		2007		2008	
		净利润	变化比例	净利润	变化比例
油轮费率变化	10%	1,322	11.3%	1,694	11.9%
	0%	1,188	0.0%	1,513	0.0%
	-10%	1,054	-11.3%	1,332	-11.9%
散货费率变化	10%	1,266	6.5%	1,594	5.4%
	0%	1,188	0.0%	1,513	0.0%
	-10%	1,111	-6.5%	1,431	-5.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

油轮扩张的执行风险

虽然公司计划在未来三年新增 14 艘油轮，但是目前有确定建造合同的只有 5 艘，分别为 2007 年的一艘阿芙拉型船、2008 年的两艘阿芙拉型船和 2009 年的两艘超级油轮。如果只考虑 5 艘油轮的盈利贡献，则 2007 年主营业务收入将同比下降 1%，净利润同比增长 18%，2008 年主营业务收入和净利润的同比增长也只有 13%和 23%。

不过由于公司融资的主要目的是买造油轮，即使短期不能以合适的价格买到新船或者二手船，公司也会灵活通过光租租入船舶来解决运力扩张的问题，因此我们认为按照 14 艘新购油轮进行的预测应该更加符合公司未来的实际情况。

表 29: 考虑 5 艘新增油轮情况的盈利预测

	2003 A	2004 A	2005 A	2006 E	2007 E	2008 E
损益表 (百万元)						
主营业务收入	1,787	2,522	2,650	2,585	2,560	2,896
增长率		41%	5%	-2%	-1%	13%
油轮运输收入	1,394	1,843	1,749	1,877	1,747	2,032
增长率		32%	-5%	7%	-7%	16%
散货船运输收入	382	669	897	704	808	859
增长率		75%	34%	-21%	15%	6%
减: 主营业务成本	1,117	1,208	1,220	1,360	1,357	1,447
油轮成本	893	956	890	996	997	1,087
干散货成本	261	294	358	364	361	360
主营业务利润	670	1,314	1,430	1,225	1,202	1,449
主营业务利润率	38%	52%	54%	47%	47%	50%
增长率		96%	9%	-14%	-2%	21%
油轮主营业务利润	501	888	860	881	750	944
主营业务利润率	36%	48%	49%	47%	43%	46%
增长率		77%	-3%	2%	-15%	26%
干散货主营业务利润	121	376	539	340	448	500
主营业务利润率	32%	56%	60%	48%	55%	58%
增长率		209%	43%	-37%	32%	12%
加: 其他业务利润	2	4	5	5	5	5
减: 管理费用	-77	-101	-91	-80	-82	-85
财务费用	-150	-34	-5	-37	53	62
其中: 利息费用	-35	-49	-81	-67	-43	-36
利息收入	10	18	27	30	96	97
汇兑损益	-126	-2	50	-	-	-
营业利润	446	1,183	1,339	1,113	1,178	1,431
增长率		165%	13%	-17%	6%	21%
加: 投资收益	44	38	44	-	3	45
加: 营业外收支	24	69	7	-	29	10
利润总额	513	1,289	1,390	1,113	1,209	1,485
增长率		151%	8%	-20%	9%	23%
减: 所得税	-	-0	-0	-122	-40	-52
少数股东权益	-85	-83	-46	-37	-40	-49
净利润	429	1,206	1,344	955	1,130	1,385
净利润率	24%	48%	51%	37%	44%	48%
增长率		181%	11%	-29%	18%	23%
扣除非经常性损益的净利润	531	1,140	1,288	955	1,100	1,375
增长率		115%	13%	-26%	15%	25%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

油轮船龄高可能面临出租困难

与行业平均相比，公司运作的油轮船龄偏高，且单壳船比例较高（目前的14艘油轮有4艘为双壳船），随着租家对双壳油船的日益偏好，公司的单壳油轮运作可能面临困难。但是由于公司已经与很多大的石油公司建立了长期良好的客户关系，而且目前在“国油国运”的政策下中国船东的油轮处于绝对的供不应求的局面，我们认为目前这种风险尚有限。

表 30: 目前公司的油轮船龄较老

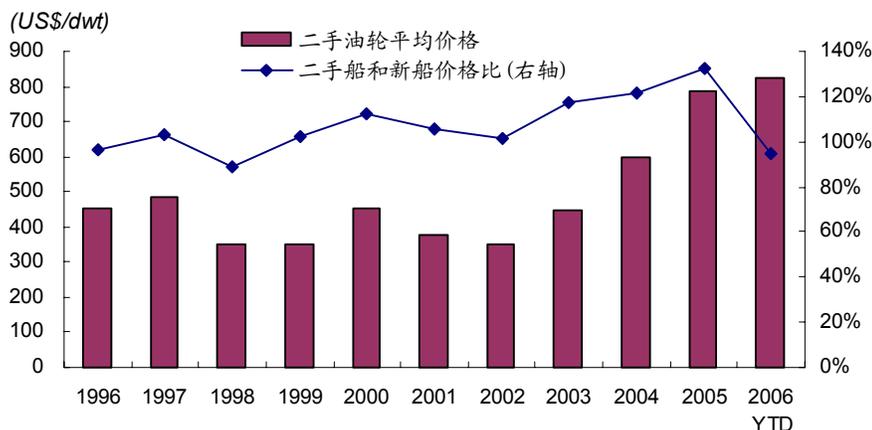
平均船龄对比（年）	超级油轮	苏伊士型	阿芙拉型
招商局能源运输	9.2	14.0	15.6
行业平均	8.9	9.2	9.6

资料来源: Clarkson, 公司数据

购船价格高，导致利润率下降

在当前高企的购船价格下，公司扩建油轮将直接导致新增油轮的利润率低于现有油轮。由于船台有限，现在二手船价已经接近新船价格。根据目前公司已经确定购买价格的5艘新增油轮的价格来看，盈亏平衡运价均高于目前公司运作的油轮的平均盈亏平衡点（我们按照等价期租租金美元/天来比较，也就是不计算燃油成本和港口使费等航次成本，只计算折旧、物料消耗和人员等运营成本以及利息成本）。

图 40: 二手船价格高企



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

表 31: 公司的购船价格较高，导致盈亏平衡运价高于现有油轮（按照 TCE 计算）

	现有船平均值	新购超级油轮	新购阿芙拉型	说明
购船价格 (USD mn)	58	104	67	
每年折旧成本 (USD mn)	2.32	3.9	3	假设5%残值, 25年折旧
每年运营成本 (USD mn)	1.64	2.3	1.7	根据历史运营成本数据
利息成本	1.74	3.1	2.4	假设50%借贷比率, 6%的利息率
盈亏平衡价格 (美元/天)	16,122	24,847	19,909	

资料来源: Clarkson, 公司数据

汇率风险影响较小

由于公司的收入和成本均由美元结算，根据中金公司的预测，我们目前的盈利预测中假设人民币每年升值 3-4%，也就是说每年净利润因为汇率变化而降低 3-4%。如果实际人民币升值速度快于我们预期，则将对公司的人民币净利润造成负面影响。

估值分析

我们采用三种估值方法进行估值分析：1) 远洋航运业通常采用的市值/净资产价值方法；2) 市盈率方法；和 3) 市净率方法，参考 A 股航运公司以及国际可比油轮和干散货公司的当前估值，公司的合理价值应该介于 3.81~4.51 元，对应 2007 年市盈率 11~13 倍，2007 年市净率 1.3~1.56 倍。考虑到合理估值相对发行价最大有 22% 的升幅，我们首次关注给予“推荐”投资评级。

估值方法选择

由于远洋油运和干散货行业波动性较大，采用 DCF 估值并不恰当，我们主要采用市值/净资产价值方法以及市盈率和市净率等估值方法。关于比较估值对象的选择，首先，由于同在一个市场，我们参考 A 股航运公司估值，另外，考虑到招商局能源运输在业务上和运营上与国际的油轮和干散货公司比较相似：1) 运价的确定方式都是根据全球市场的供求关系；2) 客户群体具有共性，均为国际化的客户，我们也参照国际可比公司的估值水平。

表 32: A 股和 H 股上市航运公司业务领域与招商局能源运输存在一些差异

公司	主营业务收入来源				
	远洋油运	内贸油运	远洋干散货	沿海干散货	集装箱班轮 多用途船和 杂货船运输
招商运输	66%		34%		
中海发展 (600026.CH)	29%	25%		29%	
南京水运 (600087.CH)	34%	66%			
中远航运 (600428.CH)					83%
中海海盛 (600896.CH)				63%	
宁波海运 (600798.CH)				68%	

资料来源：公司数据

市值/净资产价值方法 (P/NAV)

由于远洋航运业运价波动幅度较大，且不同船东的船队构成和船龄也相差较大，我们认为只采用传统的市盈率或者市净率的比较估值方法不能反映这些相关因素，基于航运公司是资产型的公司，我们认为市值/净资产价值的方法有较强的估值参考性：1) 市场上新船价格和不同船龄的二手船价的波动实际上反映了船东预期未来能够实现的收益，从这个角度来看，此方法与 DCF 绝对估值方法有异曲同工之处；2) 对于历史上曾抓住机会以较低价格买船的船东而言，采用重置成本而非帐面成本来进行估值也是对其过去的准确判断的一个肯定。正是由于这两个原因，根据市场船价计算公司的重置成本，进而得到每股净资产价值的方法就成为远洋航运业估值经常采用的方法。

基于公司目前的 14 艘油轮和 14 艘干散货船舶相对应的市场上二手船价格，以及公司对新建船舶资产的已有投入，我们得到招商局能源运输目前的总重置成本为 101.6 亿元。考虑到发行后带来的 06 年底的净现金为 26.6 亿元，以总重置成本加上 06 年底净现金，扣除 06 年底少数股东权益 2.97 亿元后，除以总股数，得到每股净资产价值 (NAV) 为 3.65 元。由于目前国际油轮船东平均 P/NAV 为 114%，中值为 117%；干散货船东 P/NAV 平均值和中值均为 97%。由于总重置成本中 73% 为油轮资产 (包括 LNG 船)，27% 为干散货资产，则根据业务权重计算的 06 年 P/NAV 范围为 109~112%，对应合理价格区间为 3.98~4.09 元，对应 07 年预测市盈率为 11.5~11.8 倍。

表 33: 总重置成本计算

	船舶数量	单位船舶市值 (百万美元)	重置成本 (百万人民币)	说明
超级油轮	6	125/57	3,911	公司有2艘2004/2005年建造的双壳VLCC，参照2006年2月市场上成交的一艘2005年建造的二手VLCC的成交价格1.25亿美金，公司有4艘1992/1993年建造的13/14年船龄单壳VLCC，参照2006年8月成交的一艘10年船龄双壳VLCC价格9300万美金和2006年2月成交的一艘18年船龄单壳船价格4500万美金，假设公司的单壳油轮价格为5700万美金。
苏伊士型油轮	1	19	157	公司该船型的平均船龄为14年，参照2006年2月成交的一艘14年船龄双壳船价格3200万美金，考虑到公司为单壳船，给予40%折扣
阿芙拉型油轮	7	13.2/62	1,557	公司有5艘19年船龄的单壳船，参照2006年1月成交的一艘15年船龄单壳船价格2300万美金，考虑到公司去年处理泰源号获得1000万废钢收益，假设公司的单壳船价值为1325万美金；另外公司的2艘1998年双壳船价格参照最近成交的一艘1998年双壳船MARIA TASKOS价格6200万美金
巴拿马型散货船	2	24	393	公司该船型平均船龄为12年，参照2006年5月成交的一艘11年船龄船价
大灵便型散货船	12	22	2,160	公司该船型平均船龄为10年，参照2006年5月成交的一艘10年船龄船价
小计			8,178	
对于5艘新建油轮已付金额			1,366	5艘新船建造合同金额共3.4亿美金，已经交付了5150万美金；考虑到目前阿芙拉型新船造价已经为6500万美金，而公司的三条阿芙拉定造价格为5600万美金，目前VLCC新船造价已经为1.3亿美金，而公司两条VLCC定造价格为8900万美金；在目前该五艘新船市场价值为4.55亿美金；以此市场价值减去未付定金2.88亿美金，得到目前公司的船舶价值为1.67亿美金
对于5艘LNG船已付金额			622	5艘新船建造合同公司承担金额共3.2亿美金，已经交付了4500万美金；考虑到目前市场价值每艘LNG船为2.2亿美金，根据公司对每条船的股权比例从25.5-39%，此建造合同的市场价值为3.49亿美金，考虑到公司承担部分的未付金额共2.73亿美金，得到目前价值为0.76亿美金；
合计			10,166	

资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

表 34: 可比公司 P/NAV 分析

国际油轮公司	P/NAV	国际散货船公司	P/NAV
TEEKAY SHIPPING	117%	DIANA SHIPPING	96%
FRONTLINE LTD	158%	EAGLE BULK SHIPP	107%
OVERSEAS SHIPPING	91%	GENCO SHIPPING	120%
OMI CORP	117%	DRYSHIPS INC	97%
GENERAL MARITIME	95%	QUINTANA MARITIME	111%
TSAKOS ENERGY	92%	EXCEL MARITIME	89%
TOP TANKERS INC	89%	SHIPPING CORP INDIA	62%
KNIGHTSBRIDGE TA	131%		
NORDIC AMER TANK	131%		
ARLINGTON TANKER	117%		
平均值	114%	平均值	97%
中值	117%	中值	97%

资料来源: 彭博资讯, Clarkson, 中金公司研究部 (采用 11 月 30 日收盘价)

市盈率方法

在当前时点上,我们认为采用可比公司 07 年的市盈率方法来对招商局能源运输进行估值分析比较合理。从下表可以看出,国际油轮船东 07 年平均市盈率为 11.4 倍,中值为 11.3 倍;国际干散货船东 07 年平均市盈率为 8.9 倍,中值为 9.0 倍。考虑到公司 2005 年的主营业务利润中 66%来自油轮业务,34%来自干散货业务,按照业务权重,根据国际可比公司的估值水平确定的 07 年市盈率范围为 10.5~10.6 倍。考虑到公司未来受益于中国高速增长的能源运输市场,油运量每年将增长 25%,而国际市场每年只有 4~5%的增长,以及公司与国际可比公司相比在管理上也毫不逊色和拥有大股东支持等因素,我们给予公司 5-15%的溢价,将参照国际可比公司的 07 年合理市盈率范围调整为 11~12.2 倍。

另一方面,参照 A 股航运公司 07 年平均市盈率为 12.9 倍,我们认为招商局能源运输 07 年合理市盈率范围为 11~12.9 倍,对应合理价格为 3.81~4.46 元。

表 35: 可比公司市盈率

公司名称	股票代码	市盈率			公司名称	股票代码	市盈率		
		2005A	2006E	2007E			2005A	2006E	2007E
国际油轮可比公司				国际散货可比公司					
TEEKAY SHIPPING	TK US	5.7	8.6	11.3	DIANA SHIPPING	DSX US	8.6	11.9	10.5
FRONTLINE LTD	FRO US	5.7	6.4	13.2	EAGLE BULK SHIPP	EGLE US	54.3	12.0	13.8
OVERSEAS SHIPPING	OSG US	5.1	5.6	8.4	GENCO SHIPPING	GSTL US	8.5	9.4	9.6
OMI CORP	OMM US	6.9	7.5	10.0	DRYSHIPS INC	DRYS US	3.5	5.9	4.0
SHIP FINANCE	SFL US	8.0	7.6	8.8	QUINTANA MARITIME	QMAR US	26.7	13.1	8.1
GENERAL MARITIME	GMR US	6.4	8.6	12.9	EXCEL MARITIME	EXM US	3.7	8.5	8.5
TSAKOS ENERGY	TNP US	5.5	5.6	7.1	SHIPPING CORP INDIA	SCI IN	4.4	6.2	9.9
TOP TANKERS INC	TOPT US	2.5	4.4	4.7	PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB	3.8	6.6	6.2
KNIGHTSBRIDGE TA	VLCCF US	11.0	9.6	15.8	PACIFIC BASIN	2343 HK	40.9	7.9	7.4
NORDIC AMER TANK	NAT US	10.9	8.3	13.8	KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	7.3	10.8	10.9
ARLINGTON TANKER	ATB US	16.7	18.5	19.2	国际散货可比公司平均值		16.2	9.2	8.9
					国际散货可比公司中值		7.9	8.9	9.0
					国内航运公司				
					中海发展	600026.CH	11.3	11.5	10.0
					南京水运	600087.CH	10.3	11.4	12.0
					宁波海运	600798.CH	19.2	16.8	16.4
					中远航运	600428.CH	8.8	10.7	9.9
					中海海盛	600896.CH	10.7	9.9	16.3
					国内航运可比公司平均值		12.1	12.0	12.9
					国内航运可比公司中值		10.7	11.4	12.0
国际油轮可比公司平均值		7.7	8.3	11.4					
国际油轮可比公司中值		6.4	7.6	11.3					

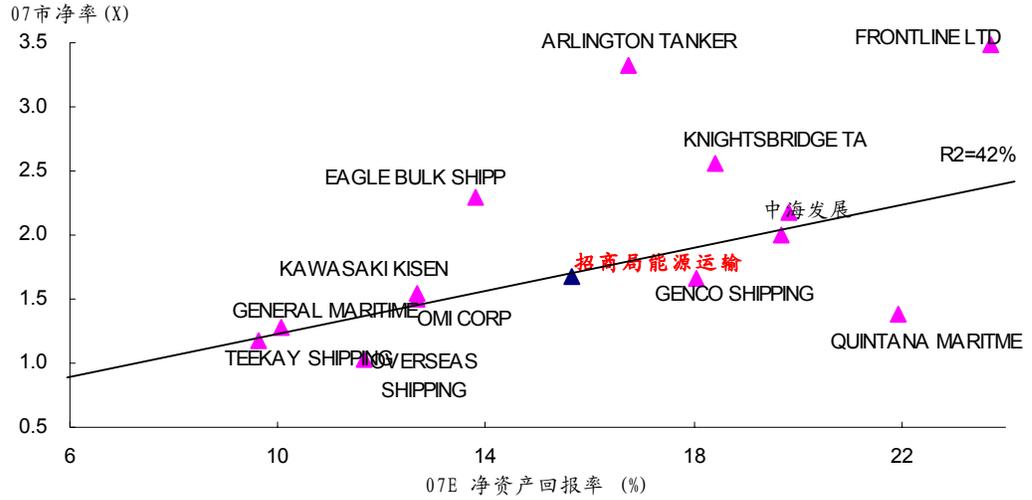
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 (采用 11 月 30 日收盘价)

市净率检验

通过分析国际油轮船东、国际干散货船东和国内航运公司的市净率与其净资产回报率的关系,我们发现正相关关系比较明显,我们采用招商局能源运输相应的净资产回报率来测算对应的合理市净率水平和价格区间。

考虑到 06 年发行对公司的净资产回报率的一次摊薄影响,我们用未来五年的平均净资产回报率 14.1%作为参照,则根据图 40 的均值线我们得出对应的 07 年合理市净率为 1.4 倍。考虑到由于 06 年融资的影响,公司在未来五年的杠杆比率将低于可比公司,也就是说只要公司提高举债比例,净资产回报率水平就会相应提高。如果我们保守假设 07 年的资产/权益比例从 1.2 倍提高到 1.45 倍,则净资产回报率水平将提升到 16.8%的水平,对应市净率的范围可上升到 1.6 倍,根据 07 年每股净资产 2.82 元,对应合理价格区间为 3.95~4.51 元,对应 07 年预测市盈率为 11.4~13 倍,落在市盈率确定的范围内。

图 41: 可比公司 07 年市净率相对净资产收益率的分布



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

表 36: 可比公司市净率

公司名称	股票代码	市净率			公司名称	股票代码	市净率		
		2005A	2006E	2007E			2005A	2006E	2007E
国际油轮可比公司					国际散货可比公司				
TEEKAY SHIPPING	TK US	1.3	1.3	1.2	DIANA SHIPPING	DSX US	1.9	2.0	2.2
FRONTLINE LTD	FRO US	4.0	4.2	3.6	EAGLE BULK SHIPP	EGLE US	1.7	1.8	2.1
OVERSEAS SHIPPING	OSG US	1.2	1.1	1.0	GENCO SHIPPING	GSTL US	1.7	1.7	1.7
OMI CORP	OMM US	1.8	1.7	1.5	DRYSHIPS INC	DRYS US	1.2	1.1	0.9
SHIP FINANCE	SFL US	2.9	2.6	n/a	QUINTANA MARITME	QMAR US	1.0	1.2	1.4
GENERAL MARITIME	GMR US	1.5	1.3	1.3	EXCEL MARITIME	EXM US	0.9	0.7	n/a
TSAKOS ENERGY	TNP US	1.3	1.1	n/a	SHIPPING CORP INDIA	SCI IN	1.1	1.1	n/a
TOP TANKERS INC	TOPT US	0.9	0.4	n/a	PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB	2.2	1.9	1.5
KNIGHTSBRIDGE TA	VLCCF US	2.6	2.6	2.7	PACIFIC BASIN	2343 HK	n/m	2.4	2.0
NORDIC AMER TANK	NAT US	1.5	n/a	n/a	KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	1.8	1.5	1.4
ARLINGTON TANKER	ATB US	2.5	2.8	3.3	国际散货可比公司平均值		1.5	1.6	1.7
					国际散货可比公司中值		1.7	1.6	1.6
国内航运公司									
中海发展	600026.CH	2.9	2.5	2.2					
南京水运	600087.CH	1.6	n/a	n/a					
宁波海运	600798.CH	1.8	n/a	n/a					
中远航运	600428.CH	2.5	2.2	1.8					
中海海盛	600896.CH	1.2	n/a	n/a					
国际油轮可比公司平均值		2.0	1.9	2.1	国内航运可比公司平均值		2.0	2.4	2.0
国际油轮可比公司中值		1.5	1.5	1.5	国内航运可比公司中值		1.8	2.4	2.0

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 (采用 11 月 30 日收盘价)

表 37: 可比公司净资产回报率

公司名称	股票代码	ROE			公司名称	股票代码	ROE		
		2005A	2006E	2007E			2005A	2006E	2007E
国际油轮可比公司				国际散货可比公司					
TEEKAY SHIPPING	TK US	25.5	11.9	9.6	DIANA SHIPPING	DSX US	33.9	14.0	19.8
FRONTLINE LTD	FRO US	65.3	58.3	23.7	EAGLE BULK SHIPP	EGLE US	n/m	14.4	13.8
OVERSEAS SHIPPING	OSG US	28.2	18.5	11.7	GENCO SHIPPING	GSTL US	20.6	18.8	18.0
OMI CORP	OMM US	36.2	24.0	12.7	DRYSHIPS INC	DRYS US	32.9	17.3	27.5
SHIP FINANCE	SFL US	34.3	55.2	n/a	QUINTANA MARITIME	QMAR US	3.8	9.3	21.9
GENERAL MARITIME	GMR US	22.8	14.9	10.1	EXCEL MARITIME	EXM US	35.1	8.8	N/A
TSAKOS ENERGY	TNP US	28.7	21.9	n/a	SHIPPING CORP INDIA	SCI IN	26.2	13.4	13.2
TOP TANKERS INC	TOPT US	19.9	14.2	n/a	PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB	81.2	31.4	29.3
KNIGHTSBRIDGE TA	VLCCF US	20.7	29.2	18.4	PACIFIC BASIN	2343 HK	51.6	28.6	29.0
NORDIC AMER TANK	NAT US	15.6	n/a	n/a	KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	28.4	14.5	12.7
ARLINGTON TANKER	ATB US	14.7	16.4	16.8	国际散货可比公司平均值		34.9	17.0	20.6
					国际散货可比公司中值		32.9	14.4	19.8
					国内航运公司				
					中海发展	600026.CH	25.3	21.6	19.7
					南京水运	600087.CH	17.5	12.5	15.5
					宁波海运	600798.CH	10.4	7.8	8.3
					中远航运	600428.CH	34.9	22.3	20.1
					中海海盛	600896.CH	12.0	n/a	n/a
国际油轮可比公司平均值		28.3	26.4	14.7	国内航运可比公司平均值		20.0	16.0	15.9
国际油轮可比公司中值		25.5	20.2	12.7	国内航运可比公司中值		17.5	17.1	17.6

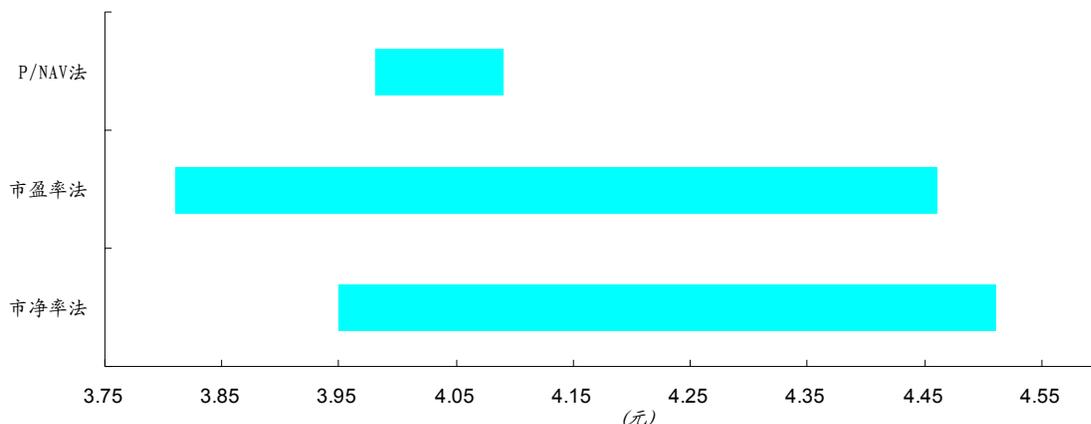
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 (采用 11 月 30 日收盘价)

首次关注给予“推荐”投资评级

综上所述, 我们认为参照可比公司估值确定的招商局能源运输的合理估值区间为 3.81-4.51 元, 对应 2007 年市盈率 11~13 倍, 对应 2007 年市净率 1.3~1.56 倍。

需要提请投资者注意的是, 由于我们的估值方法很大程度上参照了可比公司当前的估值水平, 如果市场发生变化, 则招商局能源运输的可比公司各项估值指标必然发生波动, 从而影响公司的合理价值。如果可比公司的估值向上波动 10%, 则合理价值区间变为 4.19~4.96 元; 向下波动 10%, 则合理价值区间变为 3.43~4.06 元。

图 42: 参考可比公司估值确定的合理价格区间



资料来源: 中金公司研究部

表 38: 国际可比公司估值列表

	市盈率			市净率			净资产回报率			市值/息税摊销前利润 (X)			分红收益率		
	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E
油轮															
TEEKAY SHIPPING	5.7	8.6	11.3	1.3	1.3	1.2	25.5	11.9	9.6	8.6	8.9	10.4	1.5	1.8	1.8
FRONTLINE LTD	5.7	6.4	13.2	4.0	4.2	3.6	65.3	58.3	23.7	6.4	5.8	7.9	21.0	16.8	4.5
OVERSEAS SHIPPING	5.1	5.6	8.4	1.2	1.1	1.0	28.2	18.5	11.7	4.8	4.6	6.1	1.2	1.6	1.7
OMI CORP	6.9	7.5	10.0	1.8	1.7	1.5	36.2	24.0	12.7	6.1	6.3	8.0	1.4	1.7	1.8
SHIP FINANCE	8.0	7.6	8.8	2.9	2.6	n/a	34.3	55.2	n/a	9.9	10.1	11.1	8.8	9.0	8.7
GENERAL MARITIME	6.4	8.6	12.9	1.5	1.3	1.3	22.8	14.9	10.1	3.8	5.2	8.3	7.9	11.2	7.0
TSAKOS ENERGY	5.5	5.6	7.1	1.3	1.1	n/a	28.7	21.9	n/a	11.5	7.9	7.5	4.3	5.4	5.2
TOP TANKERS INC	2.5	4.4	4.7	0.9	0.4	n/a	19.9	14.2	n/a	3.0	4.2	6.6	14.3	11.5	13.6
KNIGHTSBRIDGE TA	11.0	9.6	15.8	2.6	2.6	2.7	20.7	29.2	18.4	8.9	8.0	11.8	16.0	10.7	8.0
NORDIC AMER TANK	10.9	8.3	13.8	1.5	n/a	n/a	15.6	n/a	n/a	9.0	n/a	n/a	12.8	n/a	n/a
ARLINGTON TANKER	16.7	18.5	19.2	2.5	2.8	3.3	14.7	16.4	16.8	14.8	13.0	12.1	-	9.0	9.8
平均值	7.7	8.3	11.4	2.0	1.9	2.1	28.3	26.4	14.7	7.9	7.4	9.0	8.1	7.9	6.2
中值	6.4	7.6	11.3	1.5	1.5	1.5	25.5	20.2	12.7	8.6	7.1	8.1	7.9	9.0	6.1
干散货															
DIANA SHIPPING	8.6	11.9	10.5	1.9	2.0	2.2	33.9	14.0	19.8	10.7	10.4	8.7	10.8	10.5	10.8
EAGLE BULK SHIPP	54.3	12.0	13.8	1.7	1.8	2.1	n/m	14.4	13.8	32.7	10.4	9.7	-	6.8	12.4
GENCO SHIPPING	8.5	9.4	9.6	1.7	1.7	1.7	20.6	18.8	18.0	7.3	7.0	6.9	2.4	4.4	9.8
DRYSHIPS INC	3.5	5.9	4.0	1.2	1.1	0.9	32.9	17.3	27.5	6.4	6.6	5.5	2.9	5.9	7.7
QUINTANA MARITIME	26.7	13.1	8.1	1.0	1.2	1.4	3.8	9.3	21.9	34.3	13.0	6.2	2.4	4.5	8.1
EXCEL MARITIME	3.7	8.5	8.5	0.9	0.7	n/a	35.1	8.8	N/A	5.6	5.8	6.7	-	n/a	n/a
SHIPPING CORP INDIA	4.4	6.2	9.9	1.1	1.1	n/a	26.2	13.4	13.2	2.9	5.2	n/a	5.2	4.8	4.0
KAWASAKI KISEN	7.3	10.8	10.9	1.8	1.5	1.4	28.4	14.5	12.7	6.4	8.1	8.0	2.3	2.3	2.3
PRECIOUS SHIPPIN	3.8	6.6	6.2	2.2	1.9	1.5	81.2	31.4	29.3	2.9	4.3	4.0	6.6	4.1	4.2
PACIFIC BASIN	40.9	7.9	7.4	n/m	2.4	2.0	51.6	28.6	29.0	6.1	1.1	1.0	1.8	8.6	8.4
平均值	16.2	9.2	8.9	1.5	1.6	1.7	34.9	17.0	20.6	11.5	7.2	6.3	3.5	5.8	7.5
中值	7.9	8.9	9.0	1.7	1.6	1.6	32.9	14.4	19.8	6.4	6.8	6.7	2.4	4.8	8.1

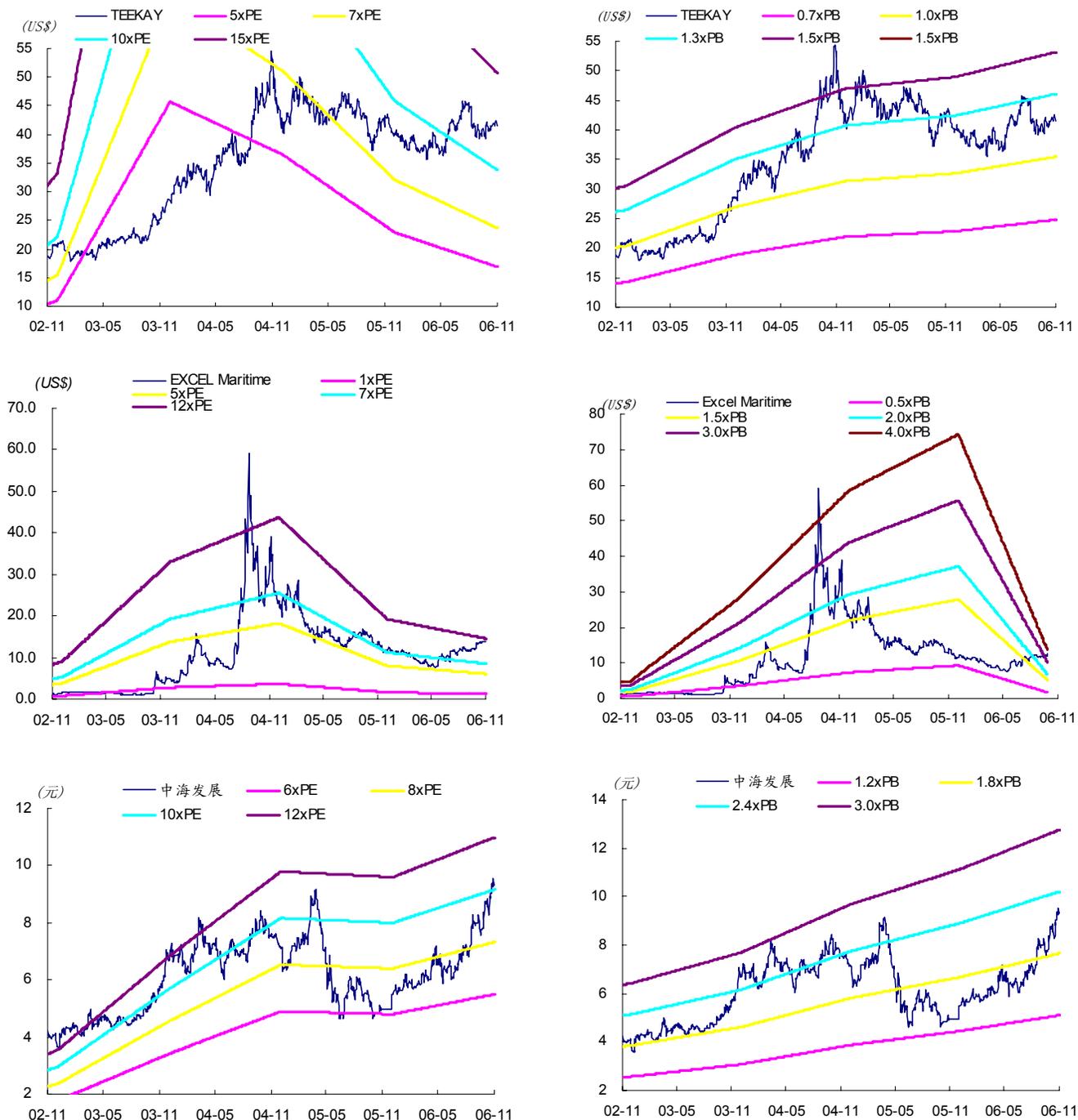
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 (采用 11 月 30 日收盘价)

表 39: A 股可比公司估值列表

	市盈率			市净率			净资产回报率			市值/息税摊销前利润 (X)			股息率 (%)		
	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E
中海发展	11.3	11.5	10.0	2.9	2.5	2.2	25.3	21.6	19.7	10.0	10.1	9.7	3.3	3.5	3.6
南京水运	10.3	11.4	12.0	1.6	n/a	n/a	17.5	12.5	15.5	8.0	n/a	n/a	3.2	n/a	n/a
宁波海运	19.2	16.8	16.4	1.8	n/a	n/a	10.4	7.8	8.3	16.4	n/a	n/a	4.3	n/a	n/a
中远航运	8.8	10.7	9.9	2.5	2.2	1.8	34.9	22.3	20.1	4.8	5.2	4.7	2.2	n/a	n/a
中海海盛	10.7	9.9	16.3	1.2	n/a	n/a	12.0	n/a	n/a	8.5	n/a	n/a	2.6	2.5	1.5
平均值	12.1	12.0	12.9	2.0	2.4	2.0	20.0	16.0	15.9	9.5	7.6	7.2	3.1	3.0	2.6
中值	10.7	11.4	12.0	1.8	2.4	2.0	17.5	17.1	17.6	8.5	7.6	7.2	3.2	3.0	2.6

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 (采用 11 月 30 日收盘价)

图 43: 代表可比公司市盈率和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附录 1. 名词术语

油轮： 不同类型油轮定义见下表。

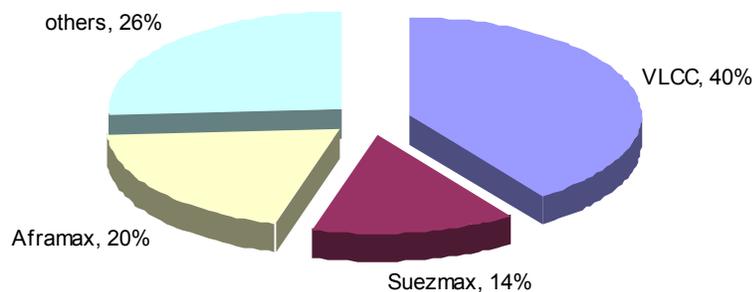
表 40: 不同油轮的定义和解释

油船类型	中文名称	载重吨 (Dwt)	主要运输货类	主要运输航线
ULCC/MLCC	超级油轮	20万吨以上, 32万吨以上称为 ULCC	原油	中东至美湾、中东至西北欧、中东至远东、中东至红海、地中海至英国海岸等
Suezmax	苏伊士型油轮	12 - 20万吨	原油	西非至美湾、亚洲、地中海等
Aframax	阿芙拉型油轮	8 - 12万吨	原油、成品油	跨地中海、地中海至美国海岸、英国至美国海岸、加勒比海至美湾、加勒比海至欧洲等
Panamax	巴拿马型油轮	5 - 8万吨	原油、成品油	近洋, 沿海线路如远东至日本、新加坡至日本、远东至印度西岸等
Handymax	大灵便型油轮	3 - 5万吨	原油、成品油	沿海线路, 如海上石油平台到沿海港口
Handysize	灵便型油轮	1 - 3万吨	成品油	主要用于沿海线路

资料来源: 中金公司研究部

随着石油贸易的发展, 全球油品海运市场的船舶大型化趋势日益明显。到 2005 年底, 超级油轮占油轮总运力的 40%。

图 44: 油品海运市场船舶趋于大型化



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

干散货船：不同类型干散货船定义请见下表

表 41：不同干散货船的定义和解释

散货船类型	中文名称	载重吨(Dwt)	主要运输货类	主要航线特征
Capesize	好望角型	10万吨以上	铁矿石	用于远程运输，代表航线有欧洲大陆到远东等
Panamax	巴拿马型	6-10万吨	各类干散货	该船型为满载情况下可以通过巴拿马运河的最大型散货船，代表航线有美湾到西欧，远东到西欧等
Handymax	大灵便型	4-6万吨	各类干散货	较大的灵便型船，既可以用于长途运输，又可用于中短途运输
Handysize	灵便型	1-4万吨	各类干散货	既可以用于长途运输，又可用于中短途运输

资料来源：中金公司研究部

单船公司：油轮运输是一个风险较高的行业，运输途中一旦发生撞船或泄露，可能导致船东巨大的赔偿责任。因此，为了分散风险，避免整个船队经营受到影响，船东常将每艘油轮注册成单船公司。

油轮造价比较高，注册成单船公司，也有利于融资的安排及资本运作，而且注册成单船公司在油轮管理、资产出租和出售等方面也比较灵活。从事国际海上运输业务的船东通常选择在税收、航运管理等方面有优惠政策和便利的国家或地区注册单船公司，比如巴拿马、利比里亚、百慕大群岛等。

方便旗：指 Flag of Convenience，通常远洋船舶在自由（开放）登记国家或地区登记后取得该国国籍而悬挂该国国旗，如利比里亚、巴拿马等国国旗，悬挂方便旗的目的是降低经营成本及提高营运的便利性等，单船公司船舶多悬挂方便旗。

根据 ISL 统计，到 2003 年世界船队中按吨位计算有 63.1% 的船舶注册为外国旗。其中油轮船队中挂外国旗的比例为 62.4%。按国家或经济区分，油轮船队中挂外国旗的比例最高是沙特阿拉伯，达到 94.2%；日本油轮船队中挂外国旗的比例为 81%；韩国为 78.1%；我国油轮船队中挂外国旗的比例较低，为 38.1%。

载重吨 (DeadWeight Ton)：在一定水域和季节里，运输船舶所允许装载的最大重量，包括载货量、人员及食品、淡水、燃料、润滑油、炉水、备品和供应品等的重量，又称总载重量。

等价期租租金 (Time Charter Equivalent)：指经折算的在程租方式下船东可以获得的相当于期租的净收入，通常按照航次收入扣除航次费用来计算。计算方式如下，通常以美元/天为单位。

$$\text{【程租总运费 (航次收入) - (燃油费+港口使费+其他航次费用)】 / 实际程租航次天数}$$

WS 指数：New Worldwide Tanker Nominal Freight Scale（新世界油轮名义费率表）或 Worldscale 的缩写，是一种用来比较不同航线、不同船型油轮运费率的指数。该指数由 Worldscale 协会制定，并于每年的 1 月份公布。WS 指数的制定依据为，以一艘航速为 14.5 节的 7.5 万吨级油船，在最经济的条件下运行时，盈亏平衡时的收入，定为 WS 指数基准 100，该指数每年调整一次，不同

航线参照不同的指数。依据这一基准，目前 25 万 ~ 30 万吨级的超级油轮的 WS 指数在 80 点以上时，船东通常可以盈利。

波罗的海干散货运价指数 (BDI-Baltic Dry Index): 是反映整个散货运输市场的综合指数。计算方法是 BPI (波罗的海巴拿马型船运价指数)、BCI (波罗的海好望角型船运价指数) 和 BSI (波罗的海大灵便型船运价指数) 相加，取平均数，然后乘以一个固定的换算系数。

具体各船型指数的计算方法是各期租航线的权重*各航线期租运价 (美元/天) 的汇总值，再换算成指数，所以 BDI 反映的是 22 条干散货期租航线的综合运价变化。

表 42: BDI 指数航线构成

BCI指数构成航线	BPI指数构成航线	BSI指数构成航线
1. 图巴朗--鹿特丹	1. 美湾/西欧	1a. 西北欧--远东
2. 图巴朗--北仑+宝山	1a. 大西洋往返航次	1b. 地中海--远东
3. 里查德湾--鹿特丹	2. 美湾/日本	2. 太平洋往返
4. 澳西--北仑/宝山	2a. 大西洋/远东	3. 远东--西欧
5. 玻利瓦尔港--鹿特丹	3. 美西/日本	4. 大西洋往返航线
6. 大西洋往返航次	3a. 太平洋往返航次	
7. 欧洲大陆--远东	4. 远东/西欧	
8. 太平洋往返航次		
9. 远东--欧洲大陆		
10. 格拉斯顿-鹿特丹		

资料来源: 航贸网, 中金公司研究部

LNG (Liquefied Natural Gas): 指常压时在摄氏零下 161 度下液化的天然气。LNG 的供应链包括在产地液化, 通过 LNG 专用船运送到需求地, 在需求地的 LNG 接收站再气化, 再输送给终端的电厂或城市燃气客户。

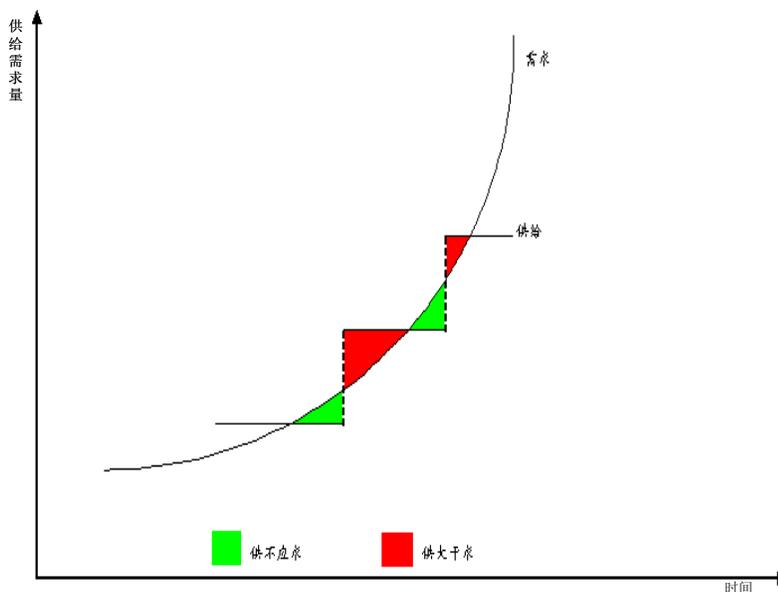
附录 2. 国际航运市场运价波动机制

与其他的产品和服务市场相同，远洋航运市场的运价走势也是由供求关系决定的，而独特的需求和供给特性导致运价波动幅度较大。具体而言，运输需求的价格弹性较低（对运价敏感度较小），而由于造船周期较长，运力供给增加并不灵活而且具有一定的滞后性，两相作用使得当船舶利用率较高而运力无法迅速增加的情况下（目前处于这种情况），轻微的需求和供给变动就可以导致较大的运价波动。

需求的价格弹性较低：对于石油运输需求而言，由于运价占油价的比例只有 3-5%，石油进口商对运价变化的敏感度较小。对于干散货运输而言，由于对大宗原材料（比如煤、铁矿石）的运输需求通常是要满足一定的加工过程，需求的时间敏感性较高，价格弹性也比较低。

供给变动并不灵活：远洋航运的运力供给可以用船舶的载重吨（定义见附录 1）来衡量，而未来运力供给则取决于剩余闲置运力、新船订单量、造船周期以及旧船拆解量。

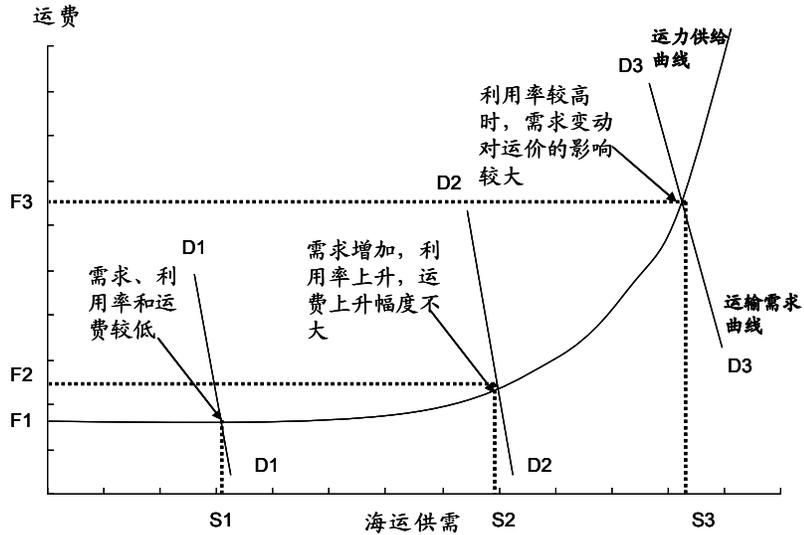
图 45: 供求变动导致运价波动



资料来源: Maritime Economics

当运价处于周期底部的时候，很多船舶处于闲置状态，随着经济发展，运输需求上升，闲置的船舶逐渐投入使用，此时需求的上升对运价的影响并不大。当绝大部分闲置运力已经投入市场，由于新建船舶投入市场需要时间，较小的需求增加也将导致运价迅速提升（比如 2003、2004 年时的航运市场）。此时较高的运价又会促使船东订造大量新船。随着新增运力逐渐投入使用，运价将逐渐下滑。而此时船东会选择拆解一些旧船，使得市场再度恢复均衡状态。

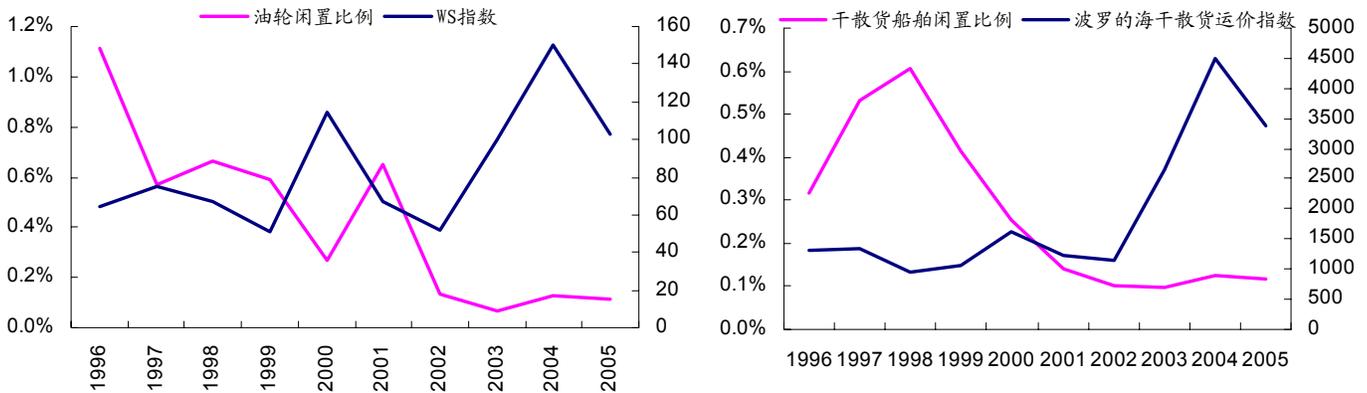
图 46: 运价波动的供求分析



资料来源: Maritime Economics

目前市场正处于船舶利用率高, 运价波动大的阶段。90年代的运价低迷导致船东很长时间没有意愿定造新船, 运力增长缓慢。2000年以来, 油轮和干散货行业的闲置运力明显减少, 轻微的市场供需变化就导致运价的剧烈波动(波罗的海干散货运价指数定义见附录1)。2003年由于世界经济的复苏和中国经济的强劲增长, 市场运价显著上升, 一直持续到2004年。2005年由于新船的投入使用则导致运价下调。

图 47: 目前闲置运力有限导致运价波动幅度较大



资料来源: 彭博资讯, Clarkson, 中金公司研究部

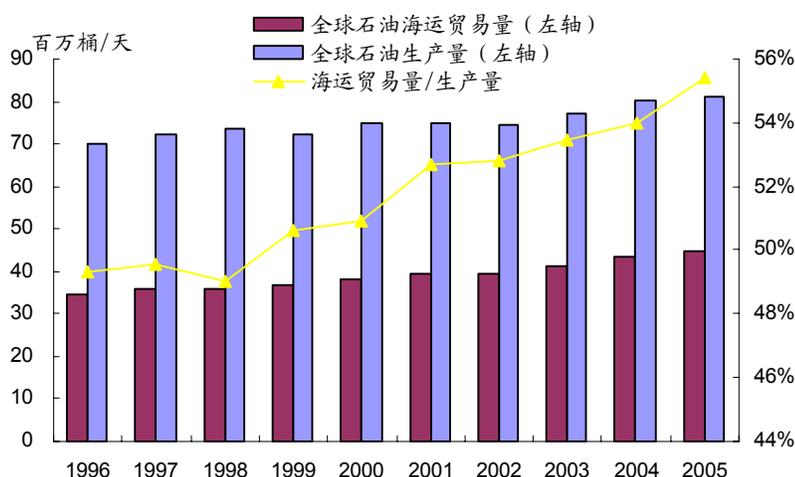
附录 3. 国际油运市场

概述

过去十年全球的石油产量年复合增长只有 1.8%，而由于世界石油的生产和消费在地理上的不平衡，石油的海运贸易量过去十年的年复合增长为 3%。石油海运贸易占全球石油产量的比重由 1996 年的 50%，上升到了 2005 年 56% 的水平。

目前全球油品的海运市场可以分成原油运输与成品油运输两部分，原油运输占整体油品运输的比例约为 74%。

图 48: 全球石油海运量增速高于生产增速



资料来源: IEA, Clarkson, 中金公司研究部

主要航线

世界石油的生产地和消费地都很集中。石油的主要产区为中东、西非、南美、俄罗斯和其它独联体国家，而主要消费区为一些发达地区和国家，例如北美、西欧、日本以及目前经济快速增长的中国和印度。因此海上石油贸易最主要的出口地是中东，占世界石油总海运量的 59.86%，主要的进口地区是美国（28.54%）、东南亚（23.06%）、欧洲（17.97%）、日本（14.77%）和中国（7.89%）。

表 43: 油品运输主要航线

排名 (按运量)	起运地	目的地	年运量 (百万吨)	占总海运量 的比例	具体线路/说明
1	中东	东南亚	369	23.1%	通常用超级油轮和苏伊士型油轮运输。
2	中东	日本	212	13.2%	使用20万载重吨以上超级油轮 (VLCC/ULCC) 运输时需绕道龙目海峡和望加锡海峡。如果使用20万吨级以内的油船运输则可经过马六甲海峡运输, 航程较前者短
3	中东	西欧	156	9.8%	该航线通常使用超级油船运输, 且由于水深限制, 自波斯湾起航后, 经莫桑比克海峡, 再绕道好望角航行
4	南美	美国	141	8.8%	
5	中东	美国	117	7.3%	与上述的中东--西欧、北美航线的主要区别是经苏伊士运河和地中海穿直布罗陀海峡抵达西欧和北美, 不绕道好望角, 目前已可通行载重达30万吨级的超级油轮。
6	北非	南欧	97	6.1%	
7	西非	美国	97	6.0%	
8	中东	中国	67	4.2%	
9	北欧	美国	53	3.3%	
10	西非	东南亚	38	2.4%	
11	中东	东非	37	2.3%	
12	西非	西欧	35	2.2%	
13	东南亚	中国	30	1.9%	
14	西非	中国	29	1.8%	
15	东南亚	澳、新	27	1.7%	
16	北非	美国	27	1.7%	
17	东南亚	日本	25	1.5%	
18	俄罗斯	美国	23	1.4%	
19	北欧	加拿大	22	1.4%	

资料来源: 航贸网, 中金公司研究部

市场结构

油轮运输是一个专业化程度很高的行业。在过去 30 年间油轮船队的运作模式由石油公司附属船队方式为主逐步发展到目前的以独立油轮船队为主。目前, 独立船东在油轮市场上占 80% 以上的油轮运力。

从油轮船队的规模看, 大约 69% 的船东拥有 2-10 艘油轮, 只有少量的船东拥有 20 艘以上的油轮, 分布较为分散。拥有超级油轮的油轮船东可分为两类: 一类为石油输出国和能源进口大国日本、韩国控制的船队; 另一类就是独立油轮船东。除个别大船东外, 独立油轮船东所拥有的超级油轮较分散, 平均只有两艘左右。

按照独立船东拥有 VLCC 超级油轮的数量，可以将独立船东分为三个层面，如下表所示：

表 44：油轮独立船东分类表

船东类型	拥有VLCC数量	特点
船东联营体	大于20艘	在全球市场占主导地位，代表是 Tankers International Pool (40xVLCC)，Frontline(44xVLCC,26xSuezmax)
中等规模船东	5-10艘或以上	在特定航线上有一定影响力，如招商油轮。
小型船东	少于5艘	市场地位低，影响小，仅靠低价在市场上竞争

资料来源：中金公司研究部

附录 4. 行业监管

油轮泄漏事故

上世纪 80 年代以来, 超级油轮的数次海运事故带来的严重环境后果促使国际社会更重视油轮的安全性并直接导致了单壳油轮的强制淘汰。

表 45: 严重油轮泄漏事故

时间	地点	事故	影响
1989年3月24日	美国阿拉斯加洲威廉王子湾	单壳油船埃克森瓦尔迪兹号触礁, 3.8万吨原油泄露, 污染4600平方公里海面。	1990年美国国会通过石油污染法案, 规定进口美国的油轮应有双层船壳。
1999年12月12日	法国西北部海域	单壳油轮埃里卡号遭遇风暴断裂沉没, 泄漏约1.9万吨重油, 污染400公里海岸。	2000年比利时、法国、德国联合提出“禁止单壳油轮参与海运”的限制方案, 主张分期淘汰单壳油轮。
2002年11月13日	西班牙西北部海域	单壳油轮“威望”号遭遇强风暴断裂沉没, 7.7万吨燃料油泄漏, 污染500公里海岸。	欧盟禁止运输重质油的单壳油轮在其成员国靠岸, 并规定, 从2015年起, 禁止单壳旧油轮进入欧洲水域; 从2026年起全面禁止一切单壳油轮进出欧洲港口。

资料来源: 中金公司研究部

MARPOL73/78 公约

目前, 在管理及防止船舶造成海洋污染方面最重要的国际公约是 MARPOL73/78 公约, 全称 International Convention for the Prevention of Pollution from Ships, 1973, as modified by the Protocol of 1978 relating thereto, 即《经 1978 年议定书修订的 1973 年国际防止船舶造成污染公约》。该公约对“新油轮”进行了定义并基于该定义对单壳油轮进行了分类并规定了淘汰时间表。美国, 欧盟及中国都是该公约成员国并受相关单壳油轮强制淘汰时间表的制约。

新油轮: 指 1) 建造合同是在 1979 年 6 月 1 日以后签订的油轮; 或(2)在没有建造合同时, 在 1980 年 1 月 1 日以后安放龙骨或处于相应的建造阶段的油轮; 或(3)在 1982 年 6 月 1 日以后交船的油轮; 或(4)曾进行了重大改建的油轮, 改建的要求同上述建造的要求一致。

表 46: 单壳油轮分类表

类别	描述
第一类油轮	不符合新油轮的定义, 且载重吨 $\geq 20,000$ 吨, 载运原油、燃油、重柴油或润滑油作为货物而没有保护压载舱的单壳油轮或载重吨 $\geq 30,000$ 吨, 载运其他油类的单壳油轮。
第二类油轮	符合新油轮的定义, 且载重吨 $\geq 20,000$ 吨, 载运原油、燃油、重柴油或润滑油作为货物而设有专用压载舱的单壳油轮或载重吨 $\geq 30,000$ 吨, 载运其他油类的单壳油轮。
第三类油轮	载重吨 $\geq 5,000$ 吨, 但低于上述 1、2 类油轮载重吨的单壳油轮。

资料来源: 国际海事组织, 中金公司研究部

表 47: 单壳油轮强制淘汰时间表

油轮类别	交船时间	最后淘汰期限
第一类油轮	1982年4月5日及以前	2005年4月5日
	1977年4月5日及以前	2005年4月5日
	1977年4月6日-1977年12月31日	2005年
第二类及第三类油轮	1978年-1979年	2006年
	1980年-1981年	2007年
	1982年	2008年
	1983年	2009年
	1984年或以后	2010年

资料来源：国际海事组织，中金公司研究部

监管机构

由于油轮运输的巨大风险性，所以国际油轮运输要接受上至相关国际组织、船旗国、港口国，下至船级社、各自所属石油公司等方法面面的严格监管。

国际海事组织(International Maritime Organization—IMO): 是联合国负责海上航行安全和防止船舶造成海洋污染的一个专门机构，总部设在伦敦，有164个正式成员。该组织宗旨为促进各国间的航运技术合作，鼓励各国在促进海上安全，提高船舶航行效率，防止和控制船舶对海洋污染方面采取统一的标准，处理有关的法律问题。中国是该组织的A类理事国，现任该组织大会主席。

船旗国: 国际航行船舶（尤其是油轮）船东出于营运便利性及降低经营成本的考虑，往往将船舶在自由登记国家（如利比里亚）登记并悬挂该登记国国旗。根据《1982年联合国海洋法公约》第94条对“船旗国之义务”的规定，每个国家应对悬挂该国旗帜的船舶有效地行使行政、技术及社会事项上的管辖和控制。船旗国主要负责对船舶进行注册登记管理，进行船舶检验并颁发《船籍证》，负责船舶抵押登记、光船租赁登记等登记管理。

港口国: 港口国的监管相比其他监管方式来说是最严格的监管。目前全球范围内的区域性港口国监管协议包括巴黎备忘录、拉丁美洲协议及东京备忘录等。港口国监管当局主要负责水上安全监管、防止船舶污染、检验船舶及海上设施等。各区域港口国监管备忘录的签署国，对于到达其港口的外国籍商船，不论其船旗国为哪一个国家，均一视同仁的进行检查。

船级社: 船级社(Classification Society)是民间组织的验船机构，经政府授权后可以代表国家签发有关国际公约规定的船舶证书。船级社主要通过通过对船舶进行检验的方式进行监管。按照船级社颁布的船舶建造规范所建造的船舶或符合同等技术要求的船舶，经过船级社检验合格后，即可获得相应的船级。目前国际上大的船级社包括日本船级社(NK)、英国劳氏船级社(LR)、挪威船级社(DNV)、美国船级社(ABS)、法国船级社(BV)和中国船级社(CCS)等。

石油公司: 各大油公司如 EXXON-MOBIL、SHELL、BP-AMOCO、CHEVRON-TEXACO 等都有各自一套较船级社或业界更为严格的安全标准，其租用油轮的前提是这些油轮必须通过该油公司的安全检查，而这也成了国际油轮运输业的行规，被许多对船舶要求高的租家以及装卸货港所要求。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座6层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海陆家嘴环路证券营业部
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室
电话: (86755) 8319-5000
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。