



运输/工业

中国远洋 (601919)

中国远洋：集运供需平衡；BDI 具有反弹契机，但全年运力过剩

调研纪要

 **林国远**
 021-38676654
 linyuanyuan@gtjas.com
 S0880511010018

本报告导读：

散货运力过剩抑制 11 年散货运价，但 BDI 仍有阶段性机会；集运业供需平衡，行业处于缓慢复苏阶段；

因散货景气低点，公司估值处于历史低位。鉴于 BDI 具有反弹契机，给予“谨慎增持”评级。

事件：

- 3 月 4 日，我们与中国远洋进行了交流，主要观点如下：
- **散货行业——运力过剩抑制 11 年散货运价，但 BDI 仍有阶段性机会：**受制中国经济调控，远洋散货需求超预期幅度有限，12.2%的运力投放压力将抑制散货年运价。

目前散货运价低于行业保本点，二季度受开工率回升、南美谷物、煤炭需求（3 季度动力煤的提前运输）等影响，BDI 将有反弹，但反弹力度仍受运力约束。

- **集装箱——供需平衡，行业处于缓慢复苏阶段：**2011 年初欧线提价持续性较短，但集运业仍处于弱平衡状态，目前的闲置运力约 3%。

预计 11 年欧美航线需求为 10%-12%，供需弱平衡及成本压力，使业内仍将保持低速航行，因此运价与去年持平的概率较高。

展望 2012 年，基于欧美经济进一步复苏的假设，预计供需可能出现倒挂，集运行业景气度将进一步回升。

- **估值及评级：**预计 2010-2011 年中国远洋的 EPS 为 0.62、0.6 元，对应 PE 为 17.5 倍 和 18 倍。鉴于 BDI 具有反弹契机，集团又有整体上市的规划，维持原 13.5 元的目标价，给予“谨慎增持”评级。

评级： 谨慎增持

上次评级： 中性

目标价格： 13.50

上次预测： 13.50

当前价格： 10.83

2011.03.09

交易数据

52 周内股价区间（元）	8.19-13.58
总市值（百万元）	110,642
总股本/流通 A 股（百万股）	10,216/7,47
流通 B 股/H 股（百万股）	0/2,581
流通股比例	98%
日均成交量（百万股）	30
日均成交值（百万元）	310

52 周内股价走势图



相关报告

《中国远洋公司 2011-03-04 调研提纲》	2011.03.02
《中国远洋：三季度业绩环比亏损减少》	2009.11.02
《中国远洋：09 年航运市场将处在低迷状态》	2008.11.02
《中国远洋：中期业绩同比增长 90%以上》	2008.07.07
《中国远洋：低估，限售股上市带来买入机会》	2008.06.25

1. 散货行业：运力压力过剩

1.1. 运价回顾：BDI 低位徘徊

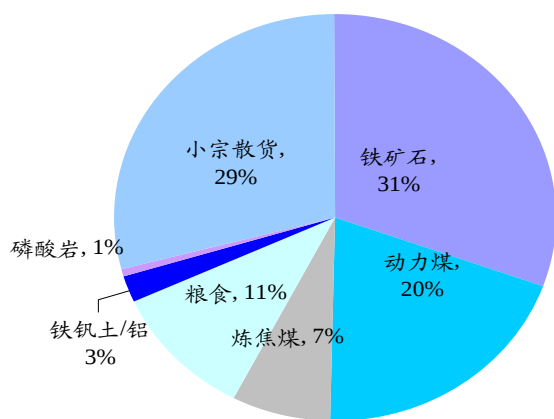
中国铁矿石需求是远洋散货贸易的重要组成部分，因此中国的经济调控政策，会通过粗钢产量，影响铁矿石进口需求，进而影响 BDI 走势。

➤ 需求缩减而运力过剩，导致 BDI 于 2010 年下半年起回落

回顾 2010 年上半年，铁矿石、煤炭进口同比增速分别为 4.07%、68%，需求维稳抵消了运力的增加，BDI 均值为 3170.6 点。

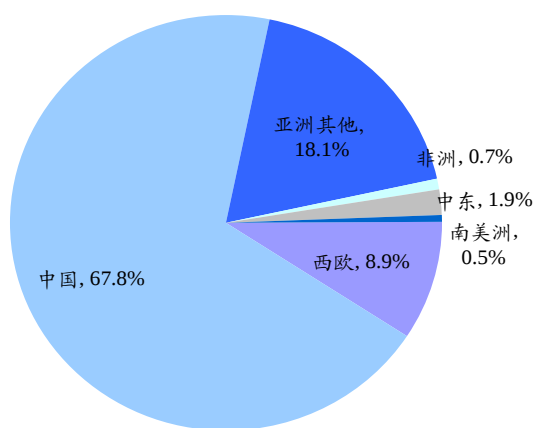
下半年，随着我国宏观经济的收紧、节能减排的实施，7-12 月铁矿石、煤炭进口量同比增速分别回落至-6.45%、8.7%。需求下行的同时，下半年新增散货运力 4045 万载重吨，高于上半年的 3446 万载重吨。干散货航运供需的失衡，导致 BDI 回落。

图 1：铁矿石占干散货贸易的 31%



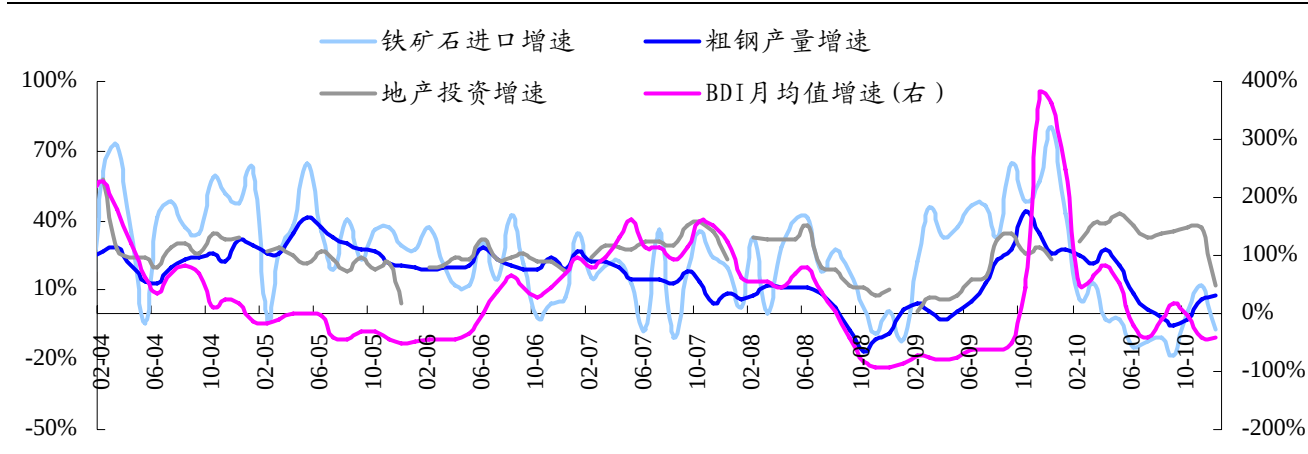
数据来源：CLARKSON, 国泰君安证券

图 2：中国铁矿石进口量占总进口量的 67.8%



数据来源：CLARKSON, 国泰君安证券

图 3：中国政策与 BDI



数据来源：WIND, 国泰君安证券

➤ 2011 年初散货需求有回升，但受制恶劣天气及过剩运力的影响，BDI 至今反弹无力

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2010 年年底起，铁矿石进口需求有所恢复，但澳洲洪水、印度铁矿石出口限制等因素抑制了现货市场的铁矿石运输，因此 BDI 持续低位。（2011 年 1 月铁矿石进口 47.9% 的数值，主要体现的是 10 年 12 月集中运输的为 COA 货物）

1.2. 行业长期需求仍可期，但 11 年间运力过剩将抑制 BDI 反弹

➤ 2011 年运力过剩，BDI 有阶段性机会，但整年难有亮点

展望 2011 年，受制中国经济调控，远洋散货需求难抵 12.2% 的运力投放压力，预计年运价徘徊的概率较大。短期看，二季度受开工率回升、南美谷物、煤炭需求（3 季度动力煤的提前运输）等影响，BDI 会有反弹，但受制于过剩的运力，BDI 要重上 4000 点仍有难度。

表 1: 运力投放压力较大

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Orderbook	249.0	325.3	303.0	278.8		
New Orders	172.6	106.6	33.2	76.5	—	
Newbuildings Delivered	24.7	24.4	43.1	79.0	80.2	74.1
Sold for Scrap	0.6	5.5	10.4	5.7	16.2	14.3
Losses	0.2	0.1	0.3	0.4		
Miscellaneous Additions	0.1	7.4	8.9	4.1	6.7	
Miscellaneous Removals	0.1	0.3	0.1	0.2		
Total	392.1	417.9	459.1	536.0	606.7	666.5
%	6.50%	6.60%	9.90%	16.7%	13.2%	9.9%
Capesize	131.6	143.4	169.9	208.7	244.6	269.7
%	8.5%	9.0%	18.5%	22.8%	17.2%	10.2%
Panamax	108.2	114.8	121.0	136.0	151.9	170.7
%	6.4%	6.1%	5.4%	12.4%	11.7%	12.4%
Handy	76.9	82.9	92.0	109.0	123.0	135.9
%	7.4%	7.9%	11.0%	18.4%	12.8%	10.5%
Handysize	75.4	76.8	76.2	82.3	87.1	90.3
%	2.5%	1.8%	-0.8%	8.03%	5.9%	3.6%

数据来源：CLARKSON，国泰君安证券

➤ 远期铁矿石需求可期

无论是从散货需求的构成，还是中国政策对 BDI 的影响，中国因素依然是散货需求的主导。十二五期间，保障房的新建，以及交通运输等基础设施的进一步投资，内需对铁矿石需求仍有持续性。此外，国内铁矿石品位较低，因此长期看，只要内需存在，铁矿石对外矿的依赖度难以扭转。

表 2: 铁矿石外矿依赖度

	中国铁矿石产量	中国铁矿石进口	依赖度
2001	143.979	92.39	39%
2002	168.716	111.49	40%
2003	201.672	148.2	42%
2004	254.89	208.08	45%
2005	327.312	275.25	46%
2006	405.401	326.32	45%
2007	466.294	383.67	45%

2008	469.037	444.14	49%
2009	540.61	628.31	54%
2010	585.556	619.08	51%

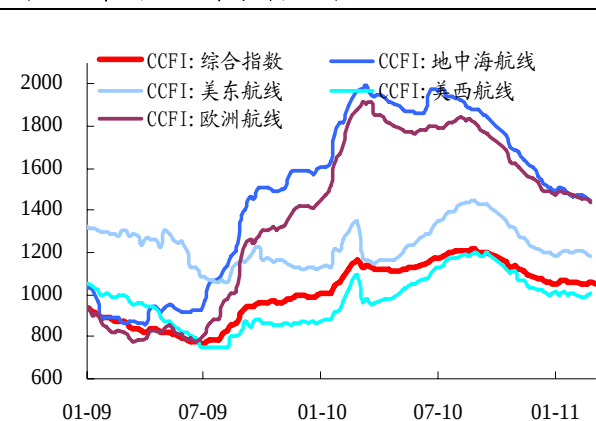
数据来源：国泰君安证券

2. 集装箱航运业：供需平衡，运价可与 10 年持平

2.1. 现状：淡季运价下跌，但行业供需并未恶化，闲置运力约 3%

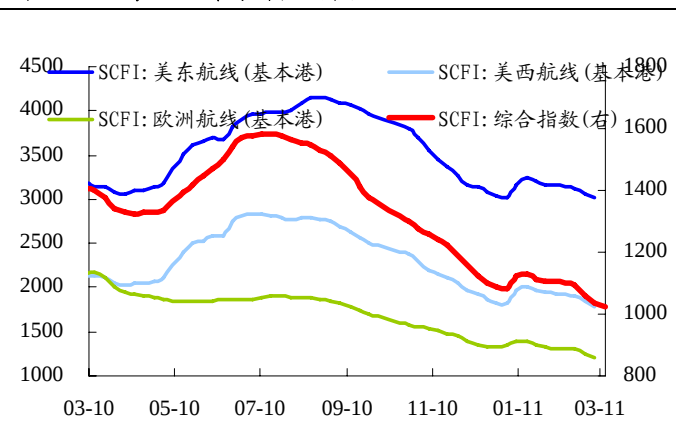
2010 年年末多家航运协会相继宣布从 2011 年元旦起提高集装箱海运费，但欧线涨价失败，1-2 月欧线集运价格已跌回 \$1300/TEU，同比下降 32.7%；美国的需求好于预期，美东、美西运价分别为 \$3137、\$1914/FEU，同比上涨 7%、1.6%。目前集运业供需并未恶化，一季度淡季的闲置运力约 3%。

图 4：中国出口集装箱运价指数



数据来源：中华航运网，国泰君安证券研究

图 5：上海出口集装箱运价指数



数据来源：中华航运网，国泰君安证券研究

2.2. 集运行业供需平衡，处于缓慢复苏阶段

➤ 行业处于相对平衡

美线需求谨慎乐观：集装箱远洋运输的需求方主要在欧美，因此其欧美经济对海运集装箱需求正相关。其中美国经济逐步回升、消费观难以改变，美线需求谨慎乐观，目前普遍预期 2011 年美线箱量增速约为 12%；欧洲经济复苏弱于美国，预计欧线需求增长约为 10%。

欧美线运力增速可能维持在 10-12%：回顾历史，集运需求向来稳定在 10% 左右，但受经济危机的影响，2009 年需求增速降至 -9.4%，导致集运行业几无订单。按照目前的订单，CLARKSON 预计 2011-2012 年集运运力供给分别约 7%、8.7%，其中由于超巴拿马型船的运力投放过快，因此欧美航线的运力增速可能在 10%-12% 之间。

➤ 2011 年运价可保持平，成本压力高企

由于 2011 年集运供需仍处于弱平衡，因此运价与去年持平的概率较高，此外受制于成本压力，预计行业内仍将维持低速航行。

目前美线谈判的市场环境优于去年，4 月美线谈判的合同价，TSA 成员将按照 300-400 美金的目标去推进；欧线运价随季而调，未来运价取决于竞争态势。

➤ 行业处于缓慢复苏阶段

展望 2012 年，基于欧美经济进一步复苏的假设，预计供需可能出现倒挂，集运行业景气度将进一步回升。

表 3: 集运运力供给表

m.TEU	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Orderbook	6.6	6.2	4.9	3.9		
New Orders	3.2	1.2	0.1	0.6		
Newbuildings Delivered	1.3	1.5	1.1	1.4	1.0	1.4
Sold for Scrap	0.0	0.1	0.4	0.1	0.1	0.0
Losses	5.1		0.4	1.3		
Miscellaneous Additions		1		0.6		
Miscellaneous Removals		6.8	2.8	7.7		
Total	10.8	12.2	12.9	14.1	15.1	16.4
%	13.8%	12.7%	6.0%	9.6%	7.0%	8.7%
Post-P' max	3.8	4.5	5.0	5.9	6.7	7.9
%	18.2%	18.2%	12.0%	17.5%	14.4%	17.7%
Panamax	2.9	3.3	3.6	3.9	4.0	4.1
%	16.0%	13.3%	7.5%	9.0%	2.1%	2.3%
Sub-P'max	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
%	6.8%	6.8%	-2.1%	0.4%	0.6%	0.3%

数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券

作者简介:**林园远:**

S0880511010018

021-38676654

linyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士，2007 年 7 月进入国泰君安证券，从事交通运输行业研究，2009 年获新财富交运业第四名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		