

中期趋势性买入油运股

——航运业 09 年下半年投资策略

航运业

评级：中性（首次）

深度报告

2009 年 6 月 22 日 星期一

航运研究小组

010-66218705-818

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

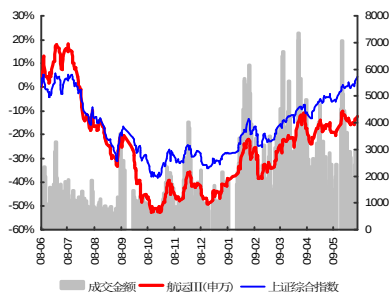
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
长航油运	600087	买入
中海发展	600026	增持
招商轮船	601872	增持
中远航运	600428	增持
中国远洋	601919	中性

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.50	-4.88
3 个月	3.43	-10.21
6 个月	28.33	-2.90

行业相对上证综指走势图



投资要点

- q 航运需求面出现转机,但供给面仍受压制。IMF 乐观预期,全球经济在 2009 年见底后,2010 年将出现企稳反弹。航运业作为大宗商品的主要承运方式,需求面亦面临改善空间。不过,前些年积累下来的庞大订单规模带来的供给压力仍未根本消除,“天花板效应”将在未来持续上演。
- q 干散货运输业订单压力最大,复苏之路仍有反复。尽管上半年干散货运价大幅反弹令市场颇为意外和惊喜,但背后撤单不足的事实也埋下隐忧。相比实业家而言,资本市场投资者更乐见一个迅速见底反转的行业。但这样结果的出现依赖于短期内大量撤单或者船东一致果断拆船,而其前提又无非是短期运价重回低迷。我们的总体观点是,短期内干散货运输业仍有反复,难以实现一蹴而就的反转。
- q 油运业即将迎来反转。相比其他子行业,油运业最大的亮点在于单壳油轮的集中拆解。我们预期 2010 年单壳油轮拆解量将达到 3000 万 DWT,在供需因素向有利方向共振背景下,行业有望迎来反转。
- q 集运业短期机会有限。作为依赖欧美消费的行业,在本轮次贷危机下,其需求复苏势必将经历一个漫长的过程;供给层面,行业每年稳定的高供给增速以及当前被大量闲置的运力亦将制约运价回升。行业曙光尚未出现。
- q 下半年投资策略:中期趋势性买入油运股。对大航运而言,我们认为短期投资机会仍相对有限,首次给予行业“中性”评级。各细分行业中,我们最为看好油运业 2010 年的明确反转,建议投资者中期趋势性买入油运股。从投资标的选择看,建议激进型投资者重点关注长航油运(600087),保守型投资者重点关注中海发展(600026)及招商轮船(601872)。此外,长期投资者亦可逢低吸纳中国远洋(601919)及中远航运(600428)。
- q 风险提示。建议投资者重点关注以下风险:1)全球经济复苏进程低于预期;2)油运市场单壳油轮的实际拆解规模低于预期;3)燃料油价格超预期上升,侵蚀航运业利润;4)A 股市场系统性风险;5)海盗、战争等其他不可测风险。

目录

1. 航运业需求出现转机，但供给压力仍不容小觑	4
2. 干散货运输：恢复性反弹过后，彻底反转仍需时日	4
2.1 上半年整体形势好于预期	4
2.2 中期隐忧仍未消除，彻底反转仍需时日	7
3. 油运业：短期低迷难掩中期亮点	12
3.1 上半年供需形势急转直下，运价跌入谷底	12
3.2 受益单壳油轮拆解，行业有望迎来反转机会	14
4. 集运业：曙光仍未出现	17
4.1 上半年市场低迷，提价效应亦不显著	17
4.2 贸易恢复周期漫长，短期看机会有限	17
5. 投资策略	18
5.1 航运股投资策略简述	18
5.2 中期趋势性买入油运股，长期战略性布局干散货运输股	18
5.3 风险提示	19
6. 推荐公司介绍	19

图形目录

图 1. 全球 GDP 增速及贸易总量增速	4
图 2. 今年以来 BDI 指数走势	5
图 3. 散货船分船型运价走势	5
图 4. 我国月度进口铁矿石量统计（单位：万吨）	6
图 5. 我国月度累计粗钢产量统计（单位：万吨）	7
图 6. 国产及进口铁矿石价格对比（单位：元/吨）	7
图 7. 我国月度铁矿石生产量及进口量对比（单位：万吨）	7
图 8. 干散货运力订单计划交付进度（单位：百万 DWT）	9
图 9. 订单运力比统计对比	9
图 10. 现有干散货运力船龄分布图（单位：年）	10
图 11. 干散货运力月度拆解量（单位：万 DWT）	11
图 12. 6 月 17 日好望角船 FFA 成交情况（单位：美元/天）	11
图 13. 今年以来 BDTI 指数走势	12
图 14. 今年以来 BCTI 指数走势	12
图 15. 今年以来 VLCC TD3（中东-日本）WS 指数走势	13
图 16. VLCC（90/91 年建造）历史同期 TCE 对比（单位：美元/天）	13
图 17. 油轮订单计划交付进度（单位：百万 DWT）	15
图 18. 2002 年以来全球油轮市场运力增速	15
图 19. 孟加拉油轮拆船价（单位：美元/轻吨）	16
图 20. 油轮月度拆解量（单位：万 DWT）	16
图 21. 今年以来 CCFI 指数走势	17

图 22.今年以来新加坡 IF380 指数走势	17
-------------------------------	----

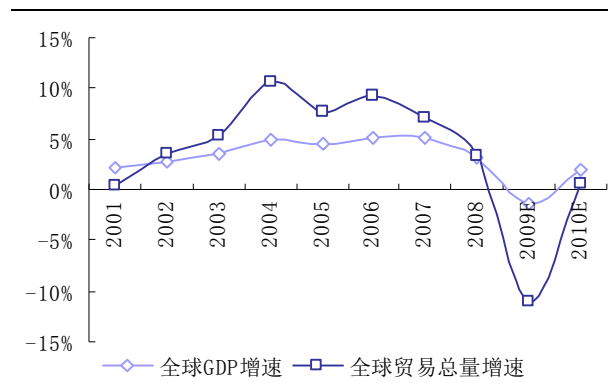
表格目录

表 1. 月度全球干散货运力变动 (单位: 百万 DWT)	6
表 2. 全球干散货海运量预测 (单位: 百万吨)	8
表 3. 最新干散货运力订单统计 (单位: 百万 DWT)	9
表 4. 干散货市场供需预测 (单位: 百万 DWT)	11
表 5. 月度全球油轮运力变动 (单位: 百万 DWT)	14
表 6. 全球石油需求量 (单位: 百万桶/天)	14
表 7. OPEC 石油日产量 (单位: 百万桶)	14
表 8. 油轮市场供需预测 (单位: 百万 DWT)	16
表 9. 集运市场供需预测	18
表 10. 推荐公司盈利预测与投资评级	20

1. 航运业需求出现转机，但供给压力仍不容小觑

IMF 在 4 月份最新发布的《全球经济展望》中预测：2009 年全球 GDP 增速为-1.3%，贸易总量增速为-11.0%，均为近年来的首次负增长；2010 年全球 GDP 增速为 1.9%，贸易总量增速为 0.6%，形势判断相对乐观。

图1. 全球 GDP 增速及贸易总量增速



资料来源：东海证券研究所，IMF《WEO 0904》

凭借运量大、单位运费低廉等优势，一直以来航运业在全球贸易运输体系中扮演着最重要的角色。在全球经济有望见底回升的大环境下，尽管贸易恢复可能仍需要一个过程，但不能否认航运业需求面正出现转机。

当然，由于前两年航运市场高景气，目前累计运力订单数目仍相当庞大。可以预见的是，上述巨大的供给压力势必会对行业的复苏构成一定程度的抑制。以下我们将对航运业三大细分市场作一一阐述。

2. 干散货运输：恢复性反弹过后，彻底反转仍需时日

2.1 上半年整体形势好于预期

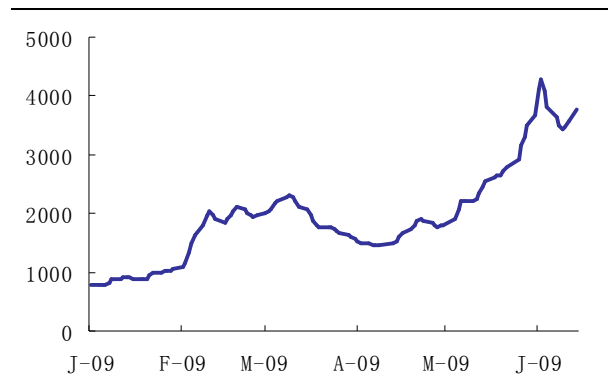
回顾上半年 BDI 走势，我们大致可以将其分为两个阶段：

第一个阶段是 1 月初至 5 月上旬，期间 BDI 从年初低点 772 点持续回升至 2000 点附近。对这个阶段，我们的理解是运价的修复性反弹，毕竟 2008 年四季度因金融危机导致的全球贸易大幅萎缩已然使得当时干散货市场的运价雪崩有明显的超跌成份。就航运企业的自有船而言，BDI2000 点左右的水平一般也就仅仅意味着盈亏平衡，因此这样的修复也在情理之中。

第二个阶段是 5 月中旬至今，短短一个月间 BDI 出现过最高近一倍的涨幅。这波快速上涨主要受到铁矿石谈判影响：一方面贸易商预期长协矿跌幅有限，为谋取价差因而加大现货矿进口力度；另一方面，两拓为在谈判中谋求主动，一定程度上存在高价租船的冲动。这也是 5 月以来海岬船运价指数（BCI）的

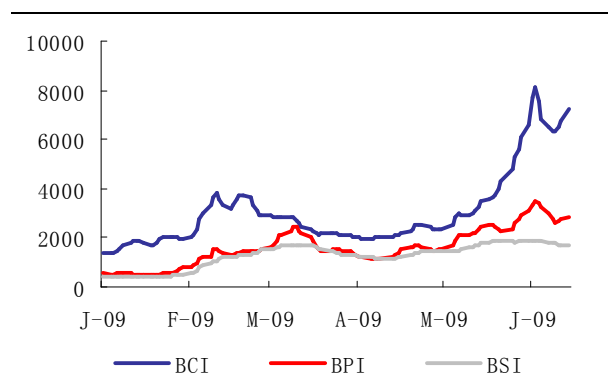
涨幅远远领先于其他船型的重要原因。当然，随着铁矿石谈判结果的水落石出，在上述短期刺激因素消失后，BDI 仍将重归理性。

图2. 今年以来 BDI 指数走势



资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

图3. 散货船分船型运价走势



资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

整体上，自年初至 6 月 15 日 BDI 均值为 1958 点，上半年均值突破 2000 点几无悬念。与多数机构年初预测相比，实际情况部分好于预期（但也必须承认，这样的运价水平对于多数船东而言还只是意味着盈亏平衡附近的挣扎）。

运价好于预期的背后，真实的供需状况亦存在不少亮点：

u 供给层面

1) 2009 年 1-5 月全球干散货市场新船交付量合计 1087 万 DWT，同比增长 17.0%，实际脱期率超过 50%，继续扩大；

2) 尽管油轮转换完工造成的运力净增加量达 511 万 DWT，同比增长超过 4 倍，但同期旧船拆解规模更为可观。1-5 月合计旧船拆解量高达 650 万 DWT，而 08 年同期无拆船记录；

3) 综合影响下，1-5 月全球干散货运力净增速 6.3%，尽管运力增速依旧偏快，但已明显低于年初市场预期的 2 位数左右的增速。

表1. 月度全球干散货运力变动 (单位: 百万 DWT)

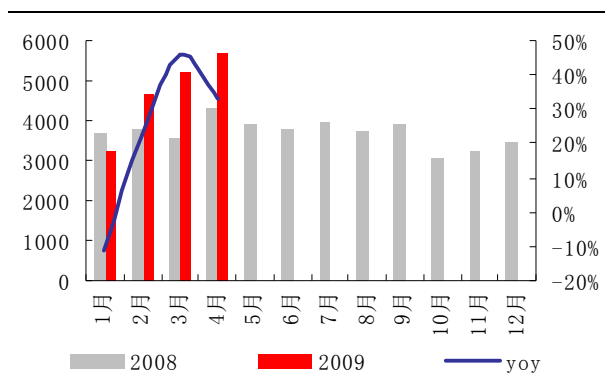
	09 年 1 月	09 年 2 月	09 年 3 月	09 年 4 月	09 年 5 月
订单交付	2.38	1.74	2.22	2.71	1.82
旧船拆解	1.77	1.46	0.86	1.21	1.20
船舶失事	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他增加量	0.24	2.18	0.98	0.61	1.20
其他减少量	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00
月末运力	419.13	421.55	423.85	425.96	427.77
+/- % (同比)	6.3%	6.5%	6.4%	6.6%	6.3%
+/- % (环比)	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%

资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

u 需求层面

需求的超预期主要是指中国铁矿石进口量的大幅增长。统计数据显示, 2009 年 1-4 月我国进口铁矿石总量 1.88 亿吨, 同比增长 22.9%, 大大超出此前市场预期。由于近年来我国进口铁矿石海运量在全球全部干散货海运量中占比已超过 10%, 其对运输市场的积极意义可想而知。

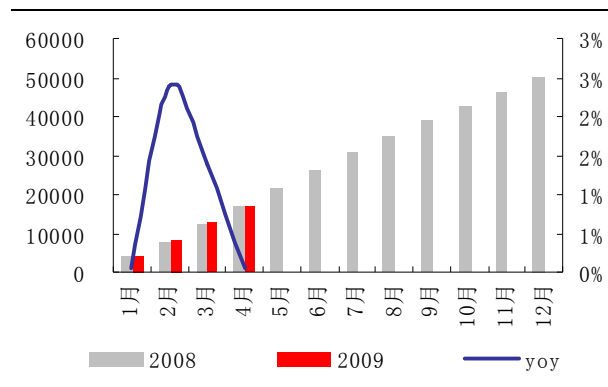
图4. 我国月度进口铁矿石量统计 (单位: 万吨)



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

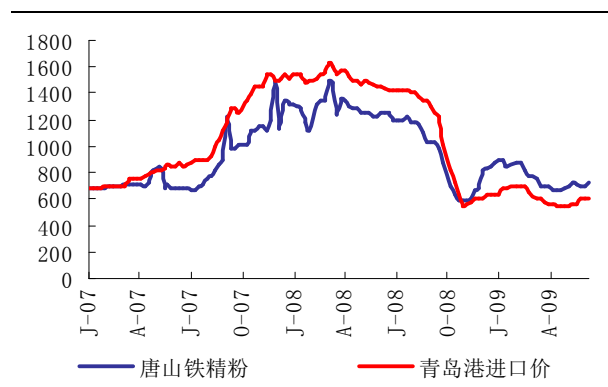
事实上, 今年以来铁矿石进口量的超预期主要源自两点, 一是在国内 4 万亿投资及相关政策拉动下, 我国粗钢产量保持正增长势头, 1-4 月国内累计粗钢产量 1.71 亿吨, 同比增长 0.1%; 相比全球其他地区三成左右的下滑幅度, 显著领先; 二是今年以来国产矿、进口矿价格一改前两年格局, 国产矿相比之下出现明显溢价, 使得进口矿替代效应凸现。

图5. 我国月度累计粗钢产量统计 (单位: 万吨)



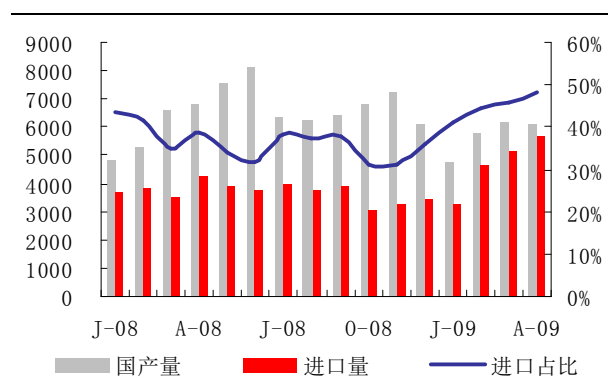
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图6. 国产及进口铁矿石价格对比 (单位: 元/吨)



资料来源: 东海证券研究所, Bloomberg

图7. 我国月度铁矿石生产量及进口量对比 (单位: 万吨)



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

2.2 中期隐忧仍未消除, 彻底反转仍需时日

尽管上半年干散货运输市场整体形势尚可, 但对于接下来一段时间的市场走势, 我们的看法还是相对谨慎。

从需求方面看, 根据 Clarkson 预测, 2009 年全球干散货海运量合计 29.0

亿吨，同比下降 5.3%；五大干散货货种中铁矿石降幅最高达到 7.5%，其中来自中国的海运量增长 15%，而中国以外地区则大幅下降 32%。

表2. 全球干散货海运量预测（单位：百万吨）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
铁矿石	447	450	480	515	586	658	722	782	843	780
+/- %	11.5%	0.7%	6.7%	7.3%	13.8%	12.3%	9.7%	8.3%	7.8%	-7.5%
占比	21.7%	21.3%	22.0%	22.4%	23.5%	25.1%	25.7%	26.4%	27.5%	26.9%
—中国	70	92	111	148	208	275	326	383	443	509
煤炭	516	550	573	619	660	688	729	772	795	751
+/- %	12.9%	6.6%	4.2%	8.0%	6.6%	4.2%	6.0%	5.9%	3.0%	-5.5%
占比	25.0%	26.1%	26.2%	26.9%	26.5%	26.2%	26.0%	26.1%	25.9%	25.9%
—动力煤	342	381	402	441	481	504	539	565	576	557
—焦煤	174	169	171	178	179	184	190	207	219	194
粮食	264	260	271	264	275	272	292	305	316	303
+/- %	6.9%	-1.5%	4.2%	-2.6%	4.2%	-1.1%	7.4%	4.5%	3.6%	-4.1%
占比	12.8%	12.3%	12.4%	11.5%	11.0%	10.4%	10.4%	10.3%	10.3%	10.4%
—小麦/谷物	214	207	214	206	215	208	225	230	240	230
—大豆	50	54	57	59	60	64	68	75	76	73
铝土矿及氧化铝	54	52	55	60	68	78	79	84	86	81
磷矿石	30	31	30	29	31	31	30	32	33	33
五大干散货合计	1,311	1,342	1,409	1,487	1,620	1,726	1,853	1,975	2,073	1,948
+/- %	10.1%	2.4%	5.0%	5.5%	8.9%	6.5%	7.4%	6.6%	5.0%	-6.0%
其他干散货	749	765	776	815	873	900	956	988	993	954
+/- %	3.0%	2.1%	1.4%	5.0%	7.1%	3.1%	6.2%	3.3%	0.5%	-3.9%
合计	2,061	2,108	2,185	2,302	2,493	2,626	2,808	2,963	3,066	2,902
+/- %	7.5%	2.3%	3.7%	5.4%	8.3%	5.3%	6.9%	5.5%	3.5%	-5.3%

资料来源：东海证券研究所，Clarkson

对于铁矿石，我们的分析逻辑是：对于中国进口量，若不考虑“铁矿石资源战略储备”可能性，仅按照真实炼钢需求计算，假设下半年因经济复苏拉动全年粗钢产量增速回升至 5% 左右，那么得到接下来 8 个月粗钢产量合计 3.55 亿吨。按每吨粗钢消耗 1.6 吨铁矿石计算，对应铁矿石需求量为 5.7 亿吨，再按目前 50% 的进口比例计算折合进口量 2.9 亿吨。加上前 4 个月的 1.9 亿吨，合计全年也就是 4.8 亿吨的进口总量。即便再加上近期天量港口库存中继续增加的部分，5 亿吨的规模也是极限，而且应该说这样的假设前提已属乐观。对于中国以外其他地区，按前几个月 30% 粗钢产量降幅粗略估计，全年海运量约为 2.8 亿吨。两部分加总得到全年全球海运量 7.8 亿吨左右，应该说这样的结论与 Clarkson 基本一致。

对于煤炭，尽管今年国内因电煤矛盾加大了对动力煤的进口（1-4 月我国煤炭进口量同比增长 55%），但由于外需萎缩出口下滑明显，实际进出口总量还下降了 4%。因此粗略估计下来，结果与 Clarkson 的预测差距亦不大。剩下的其他货种，由于本身占比较小，我们也不作过多赘述。

整体而言，对 2009 年的需求预测，我们沿用 Clarkson 的判断结果。至于 2010 年，我们认为需求面会伴随全球宏观经济的见底回升出现一定的反弹。但值得注意的是，经济复苏、通胀预期背景下如果进口矿价格出现明显反弹，进口矿使用占比势必又会出现一定程度的下降，与外国国家矿石需求回升产生一定的抵消效应，因此我们估计来自铁矿石层面的增长贡献相对有限。综合看，中性预计 2010 年全球干散货运输需求增速在 1% 左右，总运量大致恢复到 2007 年前后的水平。

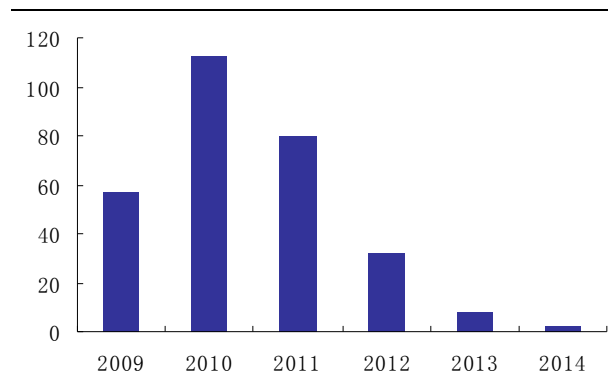
从供给方面看，庞大的订单规模仍为最大的压力。截至 2009 年 5 月末，全球未交付干散货运力合计 2.93 亿 DWT，占现有运力总数的 68.5%，计划于最近 4 年集中交付。与历史数据相对比的话，目前订单运力比仍居历史高位。

表3. 最新干散货运力订单统计 (单位: 百万 DWT)

	订单	现有运力	订单运力比
好望角船	152.05	150.41	101.1%
巴拿马船	60.16	116.27	51.7%
大灵便船	52.16	86.35	60.4%
灵便船	28.62	74.73	38.3%
合计	292.98	427.77	68.5%

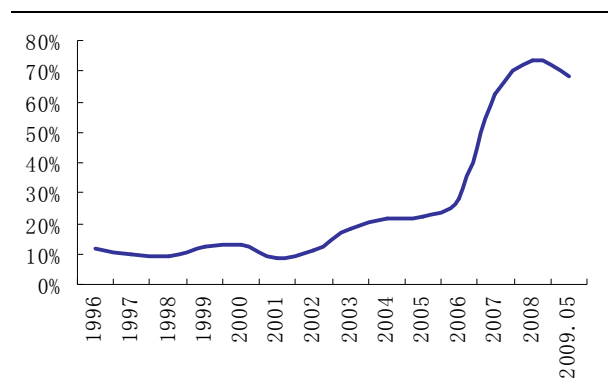
资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

图8. 干散货运力订单计划交付进度 (单位: 百万 DWT)



资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

图9. 订单运力比统计对比



资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

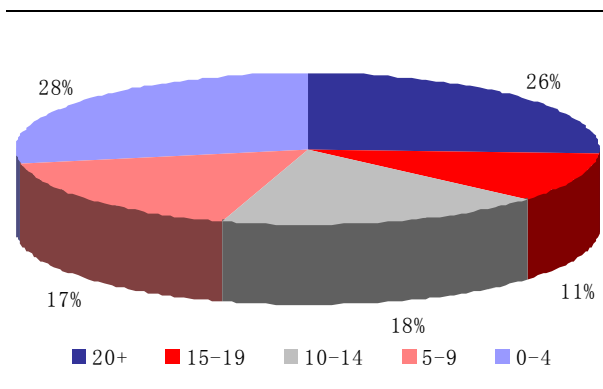
如果上述订单全部如期在未来 4 年内交付，平均下来的话每年新船投放量将占到现有运力的 15% 左右，这样的增速显然是正常需求环境下市场无法接受的水平。至于如何化解，只有通过三个方面：撤单、延期及通过旧船拆解来抵消。

对于撤单，市场的传言一直颇多。据中国航贸网转载的一份日本的调查记录显示，去年底以来确定的散货船撤单量合计 341 艘，其中海轮主要包括 105 艘好望角船、69 艘巴拿马船、49 艘大灵便船和 84 艘灵便船。如果按通用吨位计算的话，上述订单合计 2600 万 DWT 左右，占订单总量不足 10%（这一情况也与中船协向媒体披露的相关数据基本一致）。而在当前运价回升、散货船重新盈利的背景下，预计短期内船东更多的将采取观望策略。因此整体看，目前的撤单规模还十分有限，这是远低于此前分析师的乐观预期的。

对于延期，自不必说，今年上半年以来超过 50% 的脱期率已是最简单的证明。其背后，一方面是有实力的大船东不愿违背信誉，另一方面是一些实力不济者仍在侥幸观望。但是，延期并不能为行业带来迅速的繁荣，仅仅是把下行的周期平滑化的拉长。

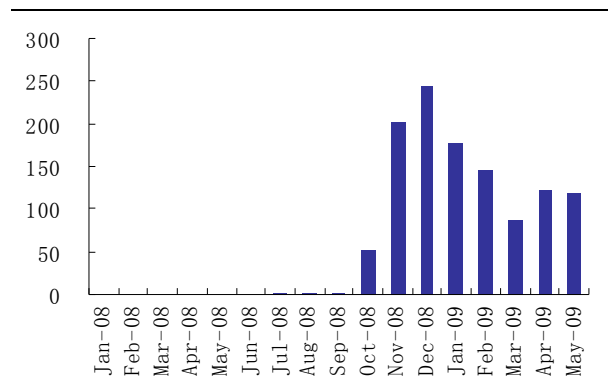
对于旧船拆解，截至 2009 年 4 月末全球船龄超过 20 年的散货船合计 1.1 亿 DWT，如果这部分老旧运力全部拆解，在不考虑撤单及延期的假设下，未来年新增运力增速也将迅速下降至 10% 以下，可以说这是一个迅速带领行业走出危机、迈向繁荣的最佳手段。但在一个船东博弈、完全竞争的市场环境下，这一点非常难做到，除非行业再次出现一个较长阶段性的低迷：从前 5 个月的统计数据看，年化计算的拆解量仅 1600 万 DWT 左右的规模；同时，伴随近期市场的回暖，拆解量又出现阶段性的回落。

图10. 现有干散货运力船龄分布图（单位：年）



资料来源：东海证券研究所，Clarkson

图11. 干散货运力月度拆解量 (单位: 万 DWT)



资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

我们对干散货运输市场运力供给的预测大致如下: 预计 2009-2010 年底全球散货船运力分别为 4.42 亿 DWT、4.87 亿 DWT, 同比分别增长 5.7%、10.2%。较高的供需增速差异仍将维持, 行业底部运行的格局短期内难以改变, BDI 年均值很难突破 3000 点。真正破除“订单魔咒”, 迎来新一轮的牛市, 可能还需要较长的时间。

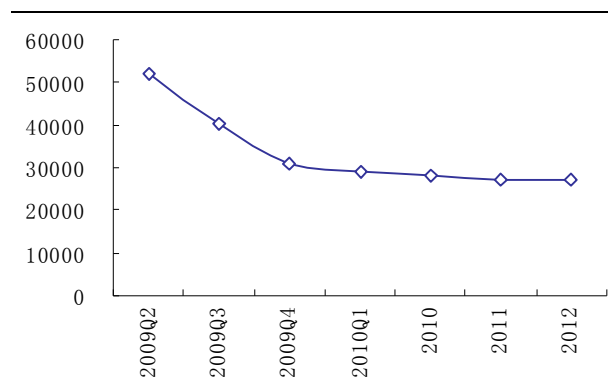
表4. 干散货市场供需预测 (单位: 百万 DWT)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e
订单交付	20.7	14.3	11.6	19.7	23.4	26.0	24.6	24.1	33.0	70.0
旧船拆解	8.1	5.9	4.1	0.3	0.9	1.8	0.4	5.0	15.0	25.0
船舶失事	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.7	0.2	0.1	0.0	0.0
其他净增减	0.0	-0.4	0.0	1.3	0.2	-0.1	0.1	7.2	6.0	0.0
年末运力	286.6	294.4	301.8	322.2	344.7	368.0	392.1	418.3	442.3	487.3
供给增速 (%)	4.4%	2.7%	2.5%	6.8%	7.0%	6.8%	6.5%	6.7%	5.7%	10.2%
需求增速 (%)	2.3%	3.7%	5.4%	8.3%	5.3%	6.9%	5.5%	3.5%	-5.3%	1.0%
需-供	-2.1%	1.0%	2.9%	1.5%	-1.7%	0.1%	-1.0%	-3.2%	-11.0%	-9.2%

资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

结合市场看, 6 月中旬最新的 FFA 情况也侧面证明了我们的观点。

图12. 6 月 17 日好望角船 FFA 成交情况 (单位: 美元/天)



资料来源: 东海证券研究所, Bloomberg

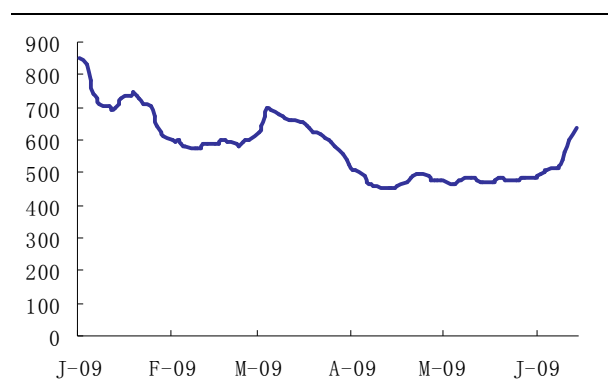
3. 油运业：短期低迷难掩中期亮点

3.1 上半年供需形势急转直下，运价跌入谷底

与干散货运输市场恢复性反弹有所不同的是，今年上半年油运市场呈现持续下滑，直至近期才有所反弹，整体表现十分低迷。

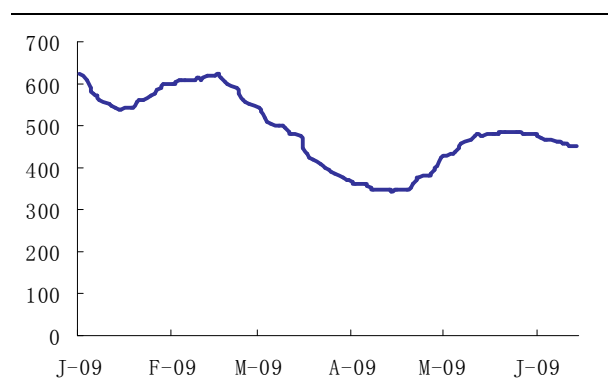
从运价指数角度看，截至6月15日，上半年原油运价指数BDTI均值579点，同比下降61%；成品油运价指数BCTI均值489点，同比下降54%；与我国油运企业关联度较高的VLCC中东-日本航线WS均值39.5点，而去年同期为140点，即便剔除年度费率调整因素，运价跌幅也不容小视。

图13. 今年以来 BDTI 指数走势



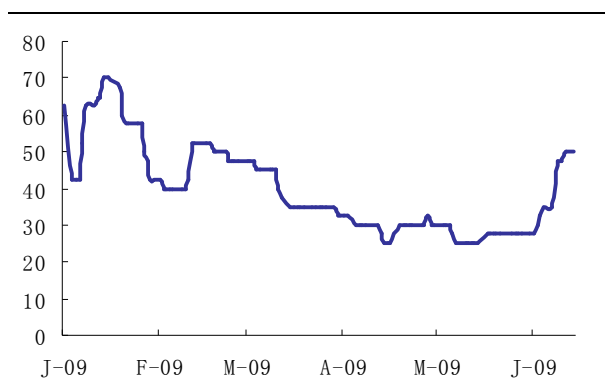
资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

图14. 今年以来 BCTI 指数走势



资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

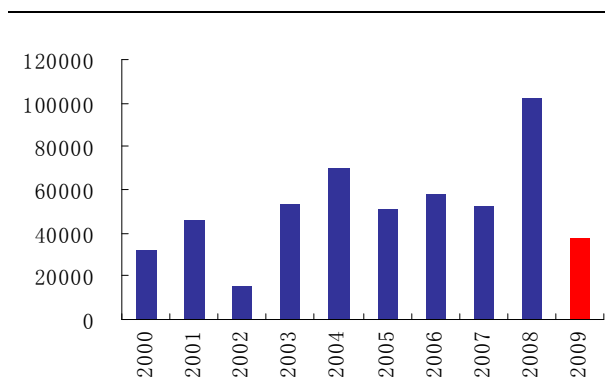
图15. 今年以来 VLCC TD3 (中东-日本) WS 指数走势



资料来源: 东海证券研究所, Bloomberg

从等价期租水平(TCE)效益指标看,截止6月19日,今年以来VLCC(90/91年建造)平均TCE为37753美元/天,同比下降63%,基本上处于保本水平。与历史同期相比较,当前的运价相当于跌回10年前的水平。

图16. VLCC (90/91 年建造) 历史同期 TCE 对比 (单位: 美元/天)



资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

运价低迷的背后,是供需关系较2008年趋于明显恶化。

U 供给层面

1) 2009年1-5月,全球油运市场新船交付量合计2201万DWT,同比大幅增长68.9%,完成年度交船计划的37.3%,基本上没有脱期现象;

2) 1-5月合计旧船拆解量173万DWT,同比下降8.0%;因船型转换导致的运力净减少量529万DWT,同比增加6.4%;两者合计减少的运力规模702万DWT,同比扩大2.5%;

3) 尽管因拆解和船型转换导致的运力减少量同比有所扩大,但因新船交付量增速过高,全球油轮运力规模上升过快。截止2009年5月末,全球油轮运力合计4.22亿DWT,同比增加7.7%,增速较去年同期大幅增加6.8个百分点。

表5. 月度全球油轮运力变动 (单位: 百万 DWT)

	09 年 1 月	09 年 2 月	09 年 3 月	09 年 4 月	09 年 5 月
订单交付	6.23	4.16	4.23	5.19	2.20
旧船拆解	0.19	0.18	0.46	0.62	0.28
船舶失事	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他减少量	0.10	2.12	0.18	0.93	1.96
月末运力	412.72	414.58	418.17	421.81	421.77
+/- % (同比)	7.3%	7.2%	7.9%	8.1%	7.7%
+/- % (环比)	1.5%	0.5%	0.9%	0.9%	0.0%

资料来源: 东海证券研究所, Clarkson

u 需求层面

1) 受金融危机影响, 全球石油需求出现超预期的下降。自 2008 年底以来, IEA 一再下调其对 2009 年的石油需求预测: 2008 年 11 月时 IEA 曾预测 2009 年全球石油需求量增速为 0.3%, 而目前已下调至 -3.0%。

表6. 全球石油需求量 (单位: 百万桶/天)

	2006	2007	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009
OECD	49.58	49.17	47.50	46.45	43.97	44.79	45.12	45.08
非 OECD	35.58	36.85	38.26	37.36	38.37	38.57	38.19	38.13
合计	85.16	86.01	85.76	83.82	82.34	83.36	83.31	83.21
+/- %	1.4%	1.0%	-0.3%	-3.6%	-4.0%	-2.4%	-1.9%	-3.0%

资料来源: 东海证券研究所, IEA 《OMR 0905》

2) 随油价下跌, OPEC 原油日产量出现明显下降。尽管需求减少亦能解释, 但也可以理解为其出于自身利益而采取的限产保价行为。不管怎样, 产量的下降都将对油运规模产生负面影响。

表7. OPEC 石油日产量 (单位: 百万桶)

	2007	2008	4Q08	1Q09	Feb 09	Mar 09	Apr 09
日产量	34.86	35.89	35.30	33.05	32.75	32.62	33.00

资料来源: 东海证券研究所, IEA 《OMR 0905》

3.2 受益单壳油轮拆解, 行业有望迎来反转机会

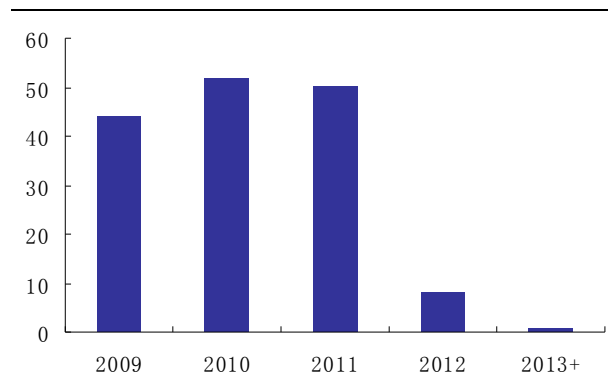
在航运业三大子行业中, 油运业是我们中期最为看好的行业。我们的判断逻辑如下:

从需求方面看, 2010 年的油运需求较今年存在改善空间。一来在全球经济见底回升预期下, 石油需求相应存在反弹空间; 同时市场一致预期大宗商品价格持续高涨、全球面临长期通胀的氛围下, 石油需求国储备计划有望得到提速, “买涨不买跌”的投资心理将对油运市场起到积极意义; 甚至随油价上升产油国的限产有可能会最终演变为扩产。即便从悲观的角度考虑, 假设明年全球经济依然低迷, 由于石油需求的相对刚性, 在大宗货物中也具备较高的安全边际。我们中性假设 2010 年全球石油消费量将出现 0%-1%左右增速的回升, 再加上生产地与消费地之间 2-3 个百分点的运距拉动效果, 预期 2010 年油运市场需求增速有望达到 3%。

从供给方面看，单壳油轮限期拆解对行业反转构成巨大利好，这一优势也是其他子行业无法相提并论的。

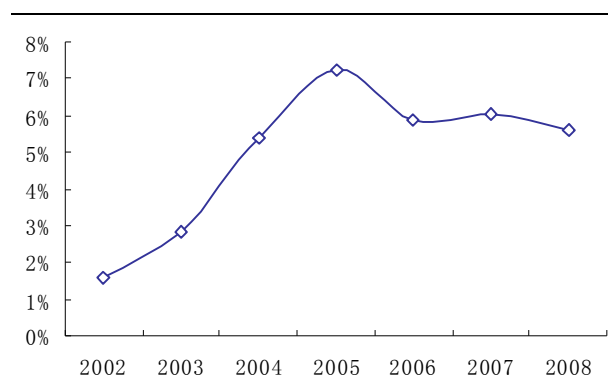
截至 2009 年 5 月末，全球油轮市场未交付订单合计 1.51 亿 DWT，占同期市场总运力的 35.7%。而在现有船队中，单壳油轮占比达到 15.2%。简单计算，假设单壳油轮全部退出后，未来 4 年内新增运力总规模占比将下降至 20% 左右，折算下来的年均复合运力增速不足 5%，回到历史正常水平！

图17. 油轮订单计划交付进度（单位：百万 DWT）



资料来源：东海证券研究所，Clarkson

图18. 2002 年以来全球油轮市场运力增速

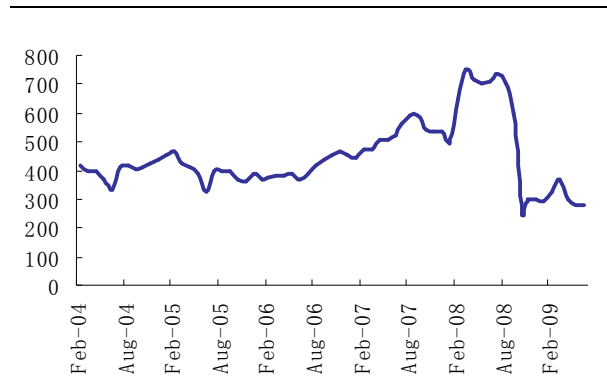


资料来源：东海证券研究所，Clarkson

当然，上述单壳油轮并非将全部拆解。因为其中部分船龄较低的单壳油轮可以被改造为双壳油轮，同时亚洲部分国家仍允许单壳油轮使用至 2015 年。截至 5 月底全球单壳油轮合计 6400 万 DWT，其中船龄 15-19 年的接近 3000 万 DWT，船龄超过 20 年的也接近 3000 万 DWT，占据其中绝大部分。由于单壳油轮改造成本不低，同时改造后安全性尚存疑虑，我们预计其中最终保留下来改造为双壳油轮的数量将较为有限。具体的，以 1-5 月 500 余万 DWT 左右的改造规模推算，最终保留下来的将不超过 1500 万 DWT，即实际拆解量将接近 5000 万 DWT。再考虑延期使用的因素，我们预计 2010 年前可被拆解的单壳油轮规模有望达到 3500-4000 万 DWT 左右。

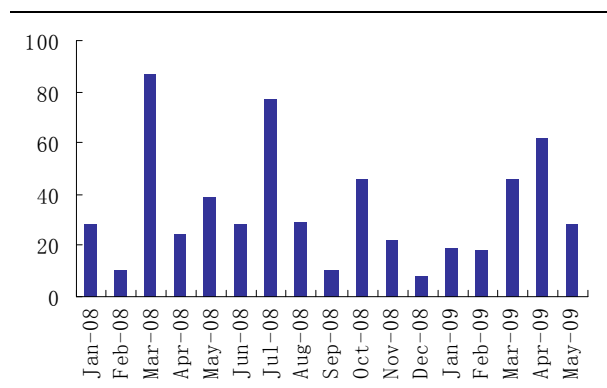
至于拆解时间如何分配，我们更倾向于 2010 年集中拆解。原因很简单：一是今年整体运价仍有望实现保本；二是当前的拆船价格实在太低，未来存在一定的反弹空间。另外，1-5 月运价大幅下降背景下拆解量同比却下降 8%，这样的事实本身便是很好的例证。

图19. 孟加拉油轮拆船价（单位：美元/轻吨）



资料来源：东海证券研究所，Clarkson

图20. 油轮月度拆解量（单位：万 DWT）



资料来源：东海证券研究所，Clarkson

综上我们对油轮市场供给预测如下：预计 2009-2010 年底全球油运运力分别为 4.55 亿 DWT、4.71 亿 DWT，同比各增长 11.8%、3.5%。供需增速差异将在 2010 年出现迅速收窄，行业有望迎来反转，预期运价水平将有明显提升。

表8. 油轮市场供需预测（单位：百万 DWT）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e
订单交付	14.2	23.7	30.2	28.0	29.8	26.0	30.7	36.2	65.0	52.0
旧船拆解	15.9	17.1	19.7	8.0	4.0	3.0	3.4	4.1	5.0	30.0
船舶失事	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他净增减	-3.0	-2.0	-2.1	-3.6	-2.6	-3.0	-5.5	-10.5	-12.0	-6.0
年末运力	290.9	295.5	303.8	320.1	343.2	363.3	385.2	406.8	454.8	470.8
供给增速 (%)	-1.7%	1.6%	2.8%	5.4%	7.2%	5.9%	6.0%	5.6%	11.8%	3.5%
需求增速 (%)	2.2%	-0.9%	6.1%	5.3%	3.5%	3.4%	2.7%	2.0%	-0.5%	3.0%
需-供	3.9%	-2.5%	3.3%	-0.1%	-3.7%	-2.5%	-3.3%	-3.6%	-12.3%	-0.5%

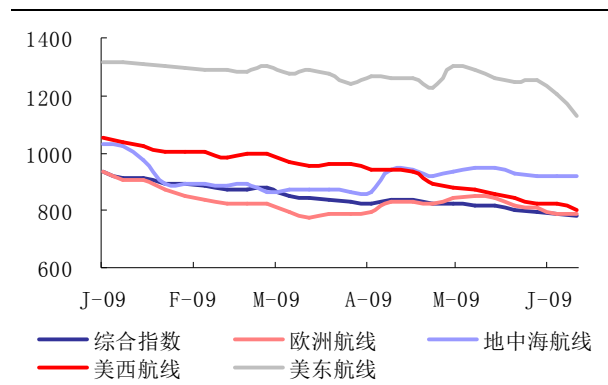
资料来源：东海证券研究所，Clarkson

4. 集运业：曙光仍未出现

4.1 上半年市场低迷，提价效应亦不显著

集运业上半年同样低迷。截至6月12日，反映集装箱运价的CCFI综合指数上半年均值847点，同比下降26.2%。6月12日当日CCFI综指收报780.62点，该点位为1998年4月指数创建以来的最低点。目前，全行业陷入亏损。

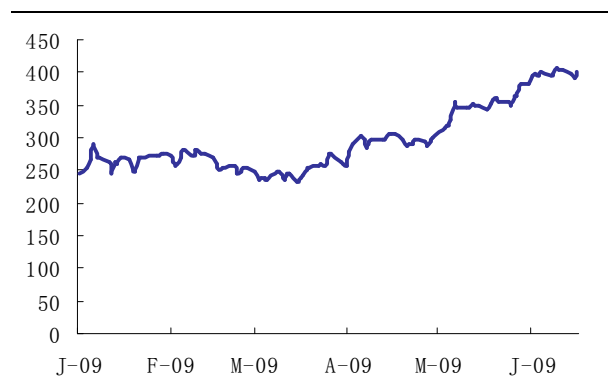
图21. 今年以来 CCFI 指数走势



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

尽管二季度前后班轮公司曾经对各航线普遍采取提价行为，但由于提价动因并非来自需求复苏而仅仅出于减亏考虑，随着近期燃料油价格的持续上涨，不敢贸然继续提价的集运业只能接受实际运价继续下降的事实。

图22. 今年以来新加坡 IF380 指数走势



资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

4.2 贸易恢复周期漫长，短期看机会有限

集运业的兴衰与欧美经济关联度最高。随着次贷爆发，前期欧美的信用消费模式势必难以维系。在新的消费增长模式出现前，集运业前期的高增速很难延续。而从供给角度看，目前全球尚有10%左右的运力被闲置，同时近两年运力供给增速又均将超过10%。可以预见的是，集运业惨淡的经营现状短期内难以扭转。

表9. 集运市场供需预测

	2006	2007	2008	2009e	2010e
供给增速 (%)	13.6%	11.7%	11.0%	11.9%	11.4%
需求增速 (%)	11.2%	11.0%	4.7%	-5.5%	2.0%
需-供	-2.4%	-0.7%	-6.3%	-17.4%	-9.4%

资料来源：东海证券研究所，Clarkson

5. 投资策略

5.1 航运股投资策略简述

对周期性行业而言，最简单有效的投资方法就是在预期行业出现向上拐点前买入，然后一直持有至预期行业见顶前卖出。之所以采取这样的趋势投资思路，其中一个重要的原因是周期性行业的盈利难以准确把握，继而无法确定出精确的目标价。

航运业作为典型的周期性行业，基于背后庞大的衍生品交易规模，其波动性较一般周期性行业更甚。因此几乎没有人可以早早预见到当年 BDI 会冲上 1 万点，也很难有人能预知几个月之后又会从 1 万点跳水到 600 点。对航运业而言，投资者只能遵从趋势投资的基本规则。

具体到航运公司而言，由于各自业务处于完全竞争市场中并且同质性极强，市场运价水平总是趋于一致，因而获得超额回报主要取决于航运公司基于其对行业周期的正确预见性而作出的合理资产配置，具体的包括运力的租入租出、兴建运力时点以及经营期限安排等等。

简而言之，我们将航运股的最佳投资策略用以下一句话描述：投资一个底部反转行业中看对行业走势的公司。

5.2 中期趋势性买入油运股，长期战略性布局干散货运输股

就整个航运业而言，需求恢复尚需一个过程同时供给压力仍未消除，行业短期投资机会相对不大，因此我们给予行业“中性”的投资评级。不过，根据前述对三大细分市场中期发展趋势的分析，我们认为油运业 2010 年的行业底部反转是大概率事件，同时它也是航运业三大细分市场中期反转机会最大的行业。因此，建议投资者下半年趋势性买入油运股。从投资标的的选择看，建议重点关注业务单一、资产配置激进的长航油运（600087）。保守型投资者则可重点关注经营策略相对保守的中海发展（600026）和招商轮船（601872）。

就长期投资者而言，我们也简单的谈谈对行业的理解以供投资者参考。本轮航运业大繁荣的背后，最关键的支撑因素是产业转移，即中国成为新的世界工厂。通过贸易方向改变、运距拉长，实际海运需求得到明显的增强。而就目前看，新的推动因素还尚未成形。目前，在三大细分市场中，我们长期最为看好的是干散货运输业，因三大货种后续推动力依然强劲：铁矿石因发展中国家城市化率提升空间还很大；随着油价的持续上涨煤炭需求有可能获得新一轮释

放；人类整体生活质量的提升（包括饥荒减少、食物链加深）对谷物粮食的需求有望持续增加。从这个角度出发，中国远洋（601919）仍是长期最富竞争力的航运公司之一，长期投资者可逢低作战略性布局。

此外，特种货运输业也不能忽视，尽管目前这个行业的规模相对较小。因为即便在全球航运业大萧条的 2008 年底，重吊船、半潜船等高端船型依然享受着丰厚的利润。相应的，我们看好中远航运（600428）的长期增长潜力，建议投资者逢低买入并长期持有。

5.3 风险提示

建议投资者重点关注如下风险：

- 1) 全球经济复苏进程低于预期；
- 2) 油运市场单壳油轮的实际拆解规模低于预期；
- 3) 燃料油价格超预期上升，侵蚀航运业利润；
- 4) A 股市场系统性风险；
- 5) 海盗、战争等其他不可测风险。

6. 推荐公司介绍

长航油运：公司业务全部集中于油运，是中外运长航集团旗下唯一的油轮资产经营平台。目前公司手持油轮订单数量国内第一，未来两年油轮运力复合增速接近 70%，将充分受益于国油国运政策及 2010 年油轮市场的反转，实现业绩的爆发式增长。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.20 元和 0.42 元，目前股价对应的动态 PE 分别为 32 倍和 15 倍，给予“买入”评级。鉴于公司业绩对油运价格波动最为敏感，建议激进型投资者重点关注。从短期看，09 年二季度将是近两年业绩低点，可于中报风险释放后择机买入。

中海发展：公司立足国内沿海市场，主要业务为沿海电煤运输及进口原油运输，资产配置均衡。09 年电煤合同运价及油运运价大幅下跌令公司业绩出现大幅下滑。随着电煤谈判接近尾声，沿海市场电煤运输量有望出现趋势性回升，同时油运运价的见底反弹也将使公司充分受益。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.67 元，目前股价对应的动态 PE 分别为 26 倍和 21 倍，给予“增持”评级。考虑到公司经营策略相对稳健以及历史从未出现亏损，建议保守型投资者重点考虑。

招商轮船：公司主营油品及干散货运输，资产配置偏向油轮。干散货运输市场见底、油运市场反转都将推动公司 2010 年业绩出现明显回升。预期公司 09-10 年 EPS 分别为 0.21 元和 0.31 元，目前股价对应的动态 PE 分别为 28 倍和 19 倍，给予“增持”评级。考虑到公司的油运经验最为丰富同时经营风格稳健，保守型投资者亦可重点关注。

中远航运：公司是中远集团旗下从事杂货及特种货运输的专业公司。随着老旧杂货船队逐渐退役，未来公司经营领域将集中于多用途船及高端的半潜船、重吊船市场，具备良好的长期增长潜力。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.49 元，目前股价对应的动态 PE 分别为 27 倍和 22 倍，给予“增持”评级。尽管从目前看公司估值水平并不低，但基于特种货运输业的相对优势，我们看好公司长期成长性，投资者可逢低买入并长期持有。

中国远洋：公司是中远集团的上市旗舰和资本平台，总运力规模全球第二，并且在干散货运输领域位居全球第一。尽管干散货运输业短期仍可能底部徘徊，但我们对行业的长期增长空间持乐观态度。公司作为全球干散货运输龙头，长期竞争力领先。同时，预期未来油运市场回暖后，中远集团油运资产可能将注入上市公司。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 -0.20 元和 0.10 元，由于短期内公司盈利仍处底部区域，我们暂时给予“中性”评级。不过，由于目前股价仍远低于公司历史增持价格及对机构的定向增发价，我们认为长期投资者亦可逢低作战略性布局。

表10. 推荐公司盈利预测与投资评级

代码	简称	收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB	评级
600087	长航油运	6.37	0.37	0.20	0.42	17.2	31.9	15.2	2.34	买入
600026	中海发展	14.15	1.58	0.55	0.67	9.0	25.7	21.1	2.33	增持
601872	招商轮船	5.85	0.36	0.21	0.31	16.3	27.9	18.9	2.09	增持
600428	中远航运	10.82	1.11	0.40	0.49	9.7	27.1	22.1	3.18	增持
601919	中国远洋	13.49	1.06	-0.20	0.10	12.7	-	139.1	2.75	中性

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

重点跟踪公司: 中国远洋, 中海发展, 中远航运, 长航油运, 招商轮船, 中海集运等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122