

# 料不平淡，或有惊喜

## ——航运业 2010 年投资策略

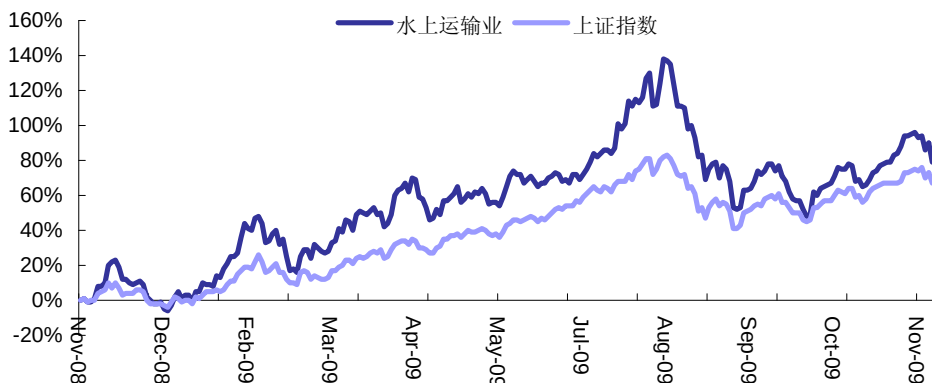
### 行业评级

增持/ 维持评级

### 相关研究

- 报告中我们尝试分析了航运子行业的供需动态变化，给出了部分假设和供需对比框架，并基于此得出我们对各子行业运价和投资机会的基本判断。
- 对于散货行业的发展趋势，投资者目前的困惑在于，尽管需求的好转和运力交付的延迟趋势较为确定，但关于变化幅度的定量认识相对缺乏。因此，基于对国内和全球铁矿石及煤炭贸易的基本判断，我们试图构建了干散货需求量化分析的框架。
- 我们对干散货行业的基本判断是，2010 年干散货行业的供给增速将不会明显超过 2009 年，增量约 10.5%。而需求则有望扭转下滑的颓势，实现同比增量约 6%。我们判断因供需的相对改善 BDI 在 2010 年的均值将抬升至 3200 点，而上市公司的干散货业务将实现盈利。我们认为干散货板块的投资机会主要来自于运价年内由突发性的需求高涨推动的趋势性上涨，但我们并不确定市场在 2010 年的相对好转是否意味着干散货行业正式走向新一轮的景气周期。
- 单壳油轮的拆解将成为年内油轮行业的投资主题。根据我们的假设，2010 年底之前将有约 3800 万吨的单壳油轮运力退出市场。我们的运力推演显示，VLCC 和 Handy 船的年内运力增长可能皆不超过 5%。在需求相对回暖的背景下，年内伴随着季节性需求变化而来的运价上涨值得期待。
- 对于集运行业，基于对船东联合与协作倾向的增强的判断，以及运输需求的回暖的假设，我们认为集运行业在 2010 年度淡季和旺季的运价表现皆有可能超越市场预期。2010 年集运行业的盈利状况应有所好转，我们唯一担忧的是相关上市公司是否能扭转亏损的局面。
- 我们将干散货行业的评级由“中性”调升至“增持”，同时维持油轮行业和集运行业的“增持”评级。目前，航运板块的 10 年 PB 约 2.3 倍。低于 A 股 10 年平均 PB 水平 2.9 倍。

### 最近 52 周股价表现



分析师  
 范倩蕾  
 +0755 82364417  
 fanql@lhqz.com

## 目 录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>干散货市场：料不平凡 .....</b>      | <b>3</b>  |
| 2009 年行业回顾 .....             | 3         |
| 需求的结构化假设及其增量 .....           | 4         |
| 中国矿石进口量的结构化拆分.....           | 4         |
| 2010：铁矿石运输需求的增量假设.....       | 4         |
| 煤炭进口或下降的影响 .....             | 5         |
| 需求的增量测算.....                 | 7         |
| 供给：灾难抑或惊喜？ .....             | 8         |
| 船舶交付的结构化分析.....              | 8         |
| “危险”订单的比重.....               | 9         |
| 现有订单和分布.....                 | 10        |
| 运力增长推演及基本假设.....             | 10        |
| 运价区间及其波动.....                | 11        |
| <b>油轮市场：单壳轮拆解是年度主题 .....</b> | <b>13</b> |
| 供给将迅速优化 .....                | 13        |
| 2009 年交付进度好于散货.....          | 13        |
| 单壳轮影响几何？ .....               | 14        |
| 我们的运力供给推算.....               | 16        |
| 需求：相对稳定，受益于全球经济复苏 .....      | 17        |
| 供需平衡表及运价.....                | 19        |
| <b>集装箱运输：运价或超预期 .....</b>    | <b>20</b> |
| 供给优化和运力控制 .....              | 20        |
| 主要运营商运力微降.....               | 20        |
| 船舶交付进度.....                  | 21        |
| 船东联合运营将日益增加.....             | 21        |
| 需求将缓慢复苏 .....                | 22        |
| 我们的乐观和忧虑.....                | 23        |
| <b>投资风险 .....</b>            | <b>24</b> |

## 干散货市场：料不平凡

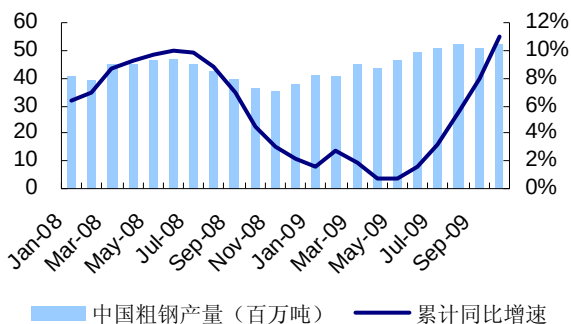
我们认为 2010 年干散货市场的供需主线是需求的有效回升和供给的持续低于预期。根据我们测算的结果，年内干散货的需求增长约 6%，而供给则不会较 09 年出现明显恶化。值得一提的是，如果仅考虑铁矿石的需求方面，主力船型 Capesize 和 Panamax 运力的增速甚至略低于铁矿石运输需求的增速。

我们判断年内 BDI 的均值将有所上升，达 3200 点，相关上市公司的干散货板块将实现盈利。但我们认为年内行业的投资机会将主要来自于由需求的超预期增长所带来运价的趋势性上涨。我们并不确定干散货行业已经真正走出周期底部，走向新一轮的景气周期。

### 2009 年行业回顾

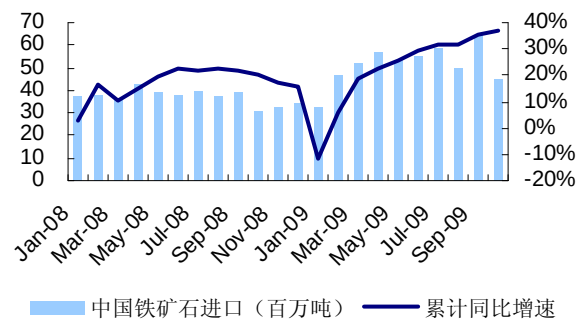
截至 2009 年 11 月 25 日，BDI 收 4234 点。年初至今均值约 2500 点。尽管干散货运公司的全年盈利在盈亏平衡线上挣扎，干散货运输市场在 2009 年的表现仍然超越了市场的普遍预期。“命悬一线”这四个字用来形容 09 年的干散货运市场再恰当不过——而这一“线”就是中国对铁矿石的进口需求。

图1、 中国粗钢产量及累计同比变化



数据来源：WIND，联合证券研究所

图2、 中国铁矿石进口及累计同比变化

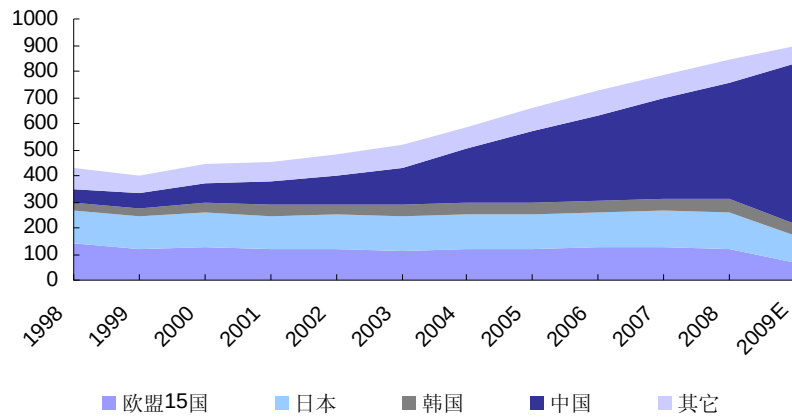


数据来源：WIND，联合证券研究所

据 Clarkson，2008 年全球铁矿石的海上运输总量为 8.4 亿吨，其中中国运输 4.4 亿吨，占 53%。我们参考了 Clarkson 的预计，设定了全球其他地区本年的铁矿石需求，同时假设在 11 月和 12 月中国将继续进口总量约 1 亿吨左右铁矿石。

加总的结果显示 09 年铁矿石海上运输的总量预计约 8.9 亿吨，同比升 5.9%。中国的运输将达到 6.1 亿吨，同比升约 39%，与之形成鲜明对比的是世界其他地区运输需求则下降 31%。2009 年中国在全球铁矿石运输需求中的占比上升至 69%。

图3、全球铁矿石海上贸易（1998 – 2009E，百万吨）



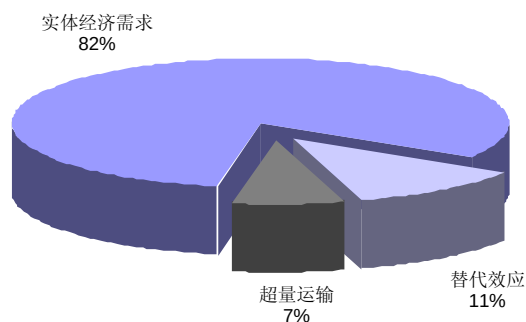
数据来源：Clarkson，联合证券研究所

## 需求的结构化假设及其增量

### 中国矿石进口量的结构化拆分

我们试图把中国的铁矿石需求增长结构化：因基建投资，钢产量加速上升拉动的矿石需求增长、静态的由进口资源品对国产资源的替代效应、以及动态的目前进口对未来进口的替代（或称为超量运输）。2009年1-10月，我国粗钢产量累计增11%，而同期铁矿石进口同比增37%。鉴于国产铁矿石量数据和库存数据可靠性均存疑，我们仅能靠假设来推测两者的比例。如果假设2009年国产铁矿石因关停减少的产量在15%，那么铁矿石的1-10月的超量运输大约在3500-4000万吨，或约7%的总进口量。2009年中国铁矿石超量运输的情况并不太严重。

图4、2009年1-10月铁矿石进口需求结构性分析



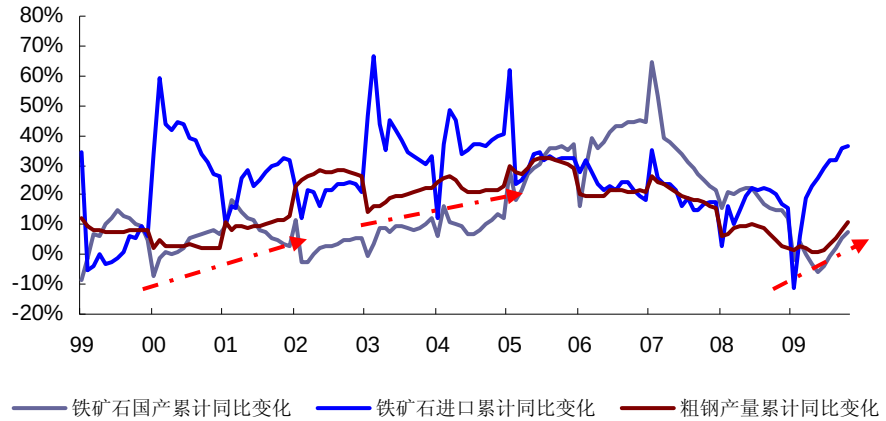
数据来源：联合证券研究所

### 2010：铁矿石运输需求的增量假设

观察历史数据，在钢产量加速增长的时期，铁矿石表现出明显的超量需求。根据联合证券宏观组的解读，其原因在于经济周期的初始阶段往往由基建投资拉

动，而对后市钢产量加速增长的预期促进了利益相关群体对铁矿石的提前囤积。考虑到中国缺乏秩序的铁矿石进口市场，我们认为这样的解释有一定的意义。

图5、铁矿石进口增量超越实体经济需求



数据来源：WIND，联合证券研究所

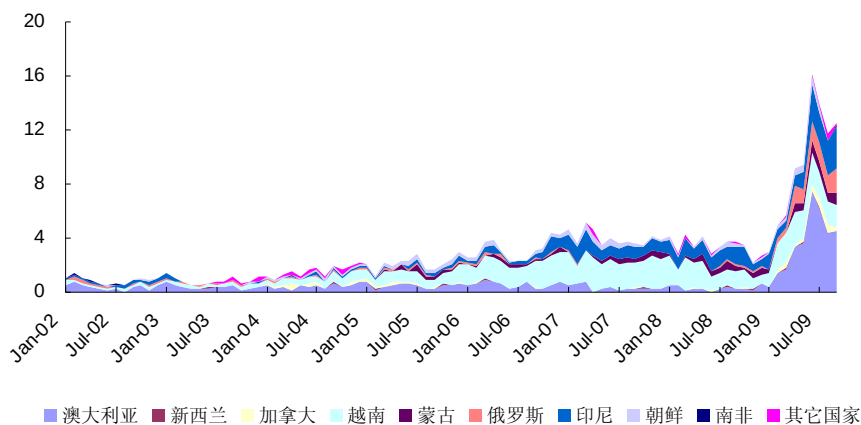
我们的钢铁研究认为，2010 的粗钢产量增速可能在 12%-15%之间。我们认为中国铁矿石进口在 2010 年的增速应不低于钢产量增速，主要基于如下判断：

- 1) 钢产量仍处于加速恢复的周期。钢厂和贸易商对后市的乐观情绪将助推其继续超量进口铁矿石。
- 2) 短期而言，钢铁行业在 2009－2010 两年间可能有近 7000 万吨新增产能投放，约占 08 年末总产能的 10% - 12%。新增产能对高品位铁矿石的刚性需求不支持铁矿石的进口用量占比下降这一结论。
- 3) 考虑到钢产量的不断提升，铁矿石库存水平应得到合理提升。

#### 煤炭进口或下降的影响

中国在 2009 年进口了大量的煤炭，亦成为 09 年干散货需求的又一大超预期因素。观察总量的增长与进口国别差异，我们认为中国的煤炭进口在 09 年对干散货海运的需求增量贡献主要来自澳大利亚的煤炭进口。

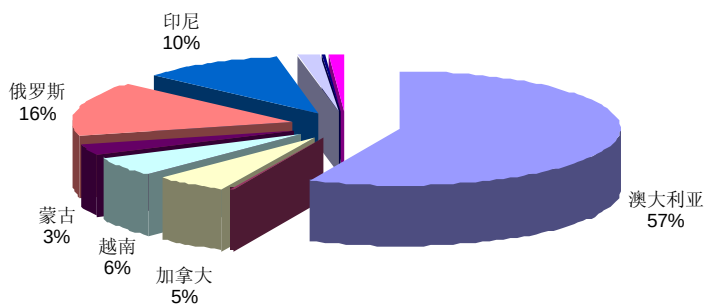
图6、中国的煤炭进口分国别（截至 2009 年 9 月）



数据来源：煤炭资源网

2009 年 1-9 月，中国自澳大利亚进口煤炭 3300 万吨，较去年同期增 3000 万吨以上。考虑到全球经济的温和复苏，我们认为 2010 年能源价格的上涨难以避免。同时我们判断中国的煤炭进口将大幅缩减，因国内外煤炭资源的价差相对缩小。对全球海运的需求影响将主要表现为自澳洲煤炭进口的大幅减少。

图7、 2009 年前三季煤炭进口同比增量按国别



数据来源：煤炭资源网

### 需求的增量测算

**表1、 2010 年干散货运输需求推演**

|      | 2003     | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 铁矿石  | 516.00   | 587.00   | 658.00   | 723.00   | 783.00   | 843.00   | 893.00   | 1,008.65 |
| 中国   | 147.80   | 207.60   | 274.60   | 325.60   | 382.80   | 442.50   | 610.00   | 683.20   |
| 其他地区 | 368.20   | 379.40   | 383.40   | 397.40   | 400.20   | 400.50   | 283.00   | 325.45   |
| 煤炭   | 619.00   | 660.00   | 688.00   | 729.00   | 772.00   | 795.00   | 780.00   | 791.50   |
| 中国   | 6.90     | 9.00     | 10.40    | 12.40    | 19.80    | 17.80    | 74.30    | 34.30    |
| 其他地区 | 612.10   | 651.00   | 677.60   | 716.60   | 752.20   | 777.20   | 705.70   | 757.20   |
| 粮食   | 264.00   | 275.00   | 272.00   | 292.00   | 305.00   | 322.00   | 321.00   | 303.00   |
| 其他   | 905.00   | 969.00   | 1,008.00 | 1,059.00 | 1,101.00 | 1,107.00 | 1,021.00 | 1,090.00 |
| 合计   | 2,304.00 | 2,491.00 | 2,626.00 | 2,803.00 | 2,961.00 | 3,067.00 | 3,015.00 | 3,193.15 |
| 铁矿石  | 7.5%     | 13.8%    | 12.1%    | 9.9%     | 8.3%     | 7.7%     | 5.9%     | 13.0%    |
| 中国   | 32.9%    | 40.5%    | 32.3%    | 18.6%    | 17.6%    | 15.6%    | 37.9%    | 12.0%    |
| 其他地区 | -0.2%    | 3.0%     | 1.1%     | 3.7%     | 0.7%     | 0.1%     | -29.3%   | 15.0%    |
| 煤炭   | 8.0%     | 6.6%     | 4.2%     | 6.0%     | 5.9%     | 3.0%     | -1.9%    | 1.5%     |
| 中国   | -25.8%   | 30.4%    | 15.6%    | 19.2%    | 59.7%    | -10.1%   | 317.4%   | -54%     |
| 其他地区 | 8.6%     | 6.4%     | 4.1%     | 5.8%     | 5.0%     | 3.3%     | -9.2%    | 7.3%     |
| 粮食   | -2.6%    | 4.2%     | -1.1%    | 7.4%     | 4.5%     | 5.6%     | -0.3%    | -5.6%    |
| 其他   | 5.2%     | 7.1%     | 4.0%     | 5.1%     | 4.0%     | 0.5%     | -7.8%    | 6.8%     |
| 合计   | 5.5%     | 8.1%     | 5.4%     | 6.7%     | 5.6%     | 3.6%     | -1.7%    | 5.9%     |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

我们的中性情境得出全球干散货需求在 2010 年的增量约为 5.9%。中包含了如下的假设:

- 1) 中国的铁矿石需求增长同步于钢铁产量增长 12%;
- 2) 全球其他地区铁矿石需求同比增长 15%, 或相当于回复到 2007/08 年峰值需求的 80%;
- 3) 中国自澳洲进口的煤炭将同比减少 4000 万吨, 或相当于同比下降 85%。但澳洲年进口量仍相当于 2008 年水平的约 2 倍。
- 4) 其他假设沿用 Clarkson 提供的干散货需求假设。

我们也尝试计算在较乐观或悲观的假设下 2010 年干散货需求的增长量。结果显示, 海运需求的增长区间在 4.5% - 7.4% 之间。

**表2、 情境假设下全球干散货需求增量推算**

| 2010 年 | 中国铁矿石需求增长 | 全球铁矿石需求增长 | 中国煤炭需求减少 | 全球干散货海运需求增长 |
|--------|-----------|-----------|----------|-------------|
| 乐观假设   | 16%       | 20%       | 3500 万吨  | 7.40%       |
| 中性假设   | 12%       | 15%       | 4000 万吨  | 5.90%       |
| 悲观假设   | 8%        | 10%       | 4500 万吨  | 4.50%       |

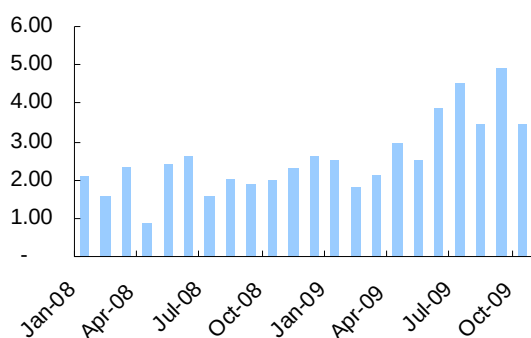
数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

## 供给：灾难抑或惊喜？

### 船舶交付的结构化分析

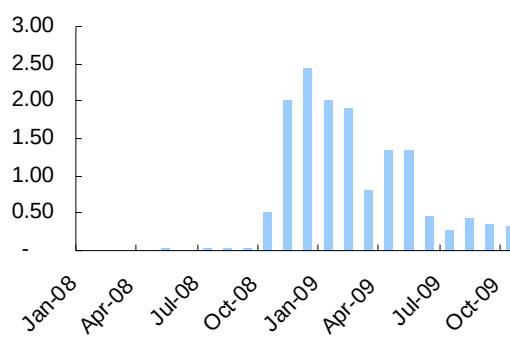
2009 年 1-10 月的船舶交付大大低于市场的预期。截至 2009 年 11 月下旬，根据 Clarkson 的交付统计，2009 年 1-10 月干散货船舶共交付约 3200 万载重吨，在年末最后两个月之前，交付进度约为全年约定交付量 45%。而延付比例（明确未能按期交付的船舶，占 1-10 月已交付与未交付船舶载重吨之和）约为 23%。

图8、干散货船月度交付（截至 2009 年 10 月）



数据来源：WIND，联合证券研究所

图9、干散货船月度拆解（截至 2009 年 10 月）



数据来源：WIND，联合证券研究所

我们同时也观察到，将已交付与待交付运力相加后，总数与年初时的计划交付量有所出入。我们认为这是 Clarkson 由于统计、或船厂订单出现取消或延期等情况下，Clarkson 对订单数据作出的调整所致。

表3、干散货船舶订单交付情况（截至 2009 年 10 月）

|             | Capesize   | Panamax    | Handymax   | Handysize  | 合计         |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 计划交付        | 31.4       | 11.8       | 18.8       | 9.2        | 71.2       |
| 实际交付        | 16.2       | 5.5        | 7.5        | 2.9        | 32.1       |
| 未按期交付       | 3.3        | 1.2        | 2.4        | 2.5        | 9.4        |
| <b>延付比例</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> | <b>24%</b> | <b>47%</b> | <b>23%</b> |
| <b>交付进度</b> | <b>52%</b> | <b>47%</b> | <b>40%</b> | <b>31%</b> | <b>45%</b> |
| 未交付运力       | 11.2       | 3.1        | 6.6        | 4.8        | 25.7       |
| <b>订单调整</b> | <b>13%</b> | <b>27%</b> | <b>25%</b> | <b>16%</b> | <b>19%</b> |

数据来源：Clarkson，联合证券研究所

但更进一步的数据观察显示，不同船型的交付表现各有差异。Capesize 型船的交付情况明显好于整体。其订单调整、延付比例等数据均低于均值。



表4、干散货船舶延迟交付部分相关船厂及船东

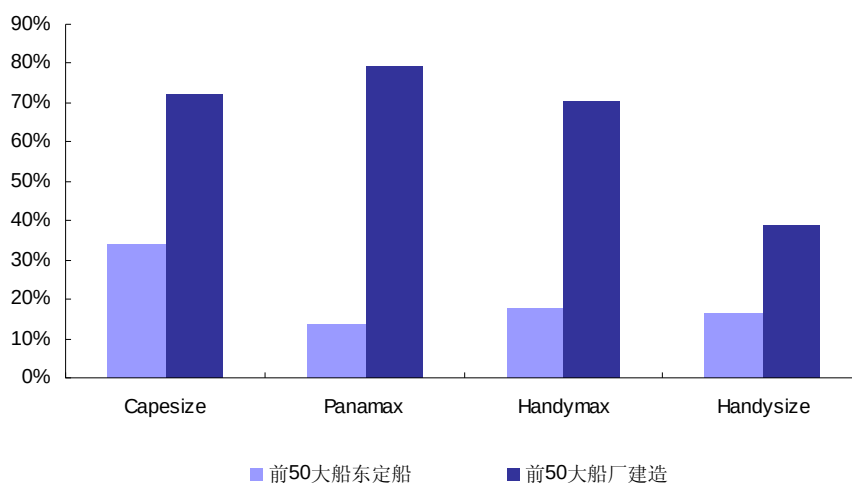
|           | 船厂           | 船东                   |
|-----------|--------------|----------------------|
| Capesize  | 熔盛重工         | COSCO 集团             |
|           | Sungdong 造船  | Enterprises Shipping |
|           | 大韩造船         | Korean Line          |
|           |              | Blumenthal, Johann   |
| Panamax   | C&重工         | Traget Marine        |
|           | 新扬子江         |                      |
| Handymax  | STX 大连       | 相对较分散                |
|           | COSCO 舟山     |                      |
|           | Nam Trieu 造船 |                      |
|           | 澄西造船         |                      |
| Handysize | Jinse 造船     | Arne Blystad AS      |
|           | 江苏东方         | 其余相对较分散              |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

### “危险”订单的比重

我们把 Clarkson 所统计的约定于 2009-2010 年交付的干散货船订单数据做了详细的分析。数据显示, 不同船型的干散货船订单分别仅有 15% - 35% 的比例来自于目前干散货前 50 大船东 (占干散货全球运力的 38%)。而前 50 大船厂 (占有全球订单的 29%) 占有订单的比例在 40% - 80% 之间, 但 Handysize 船型由大船厂建造的比例不高。

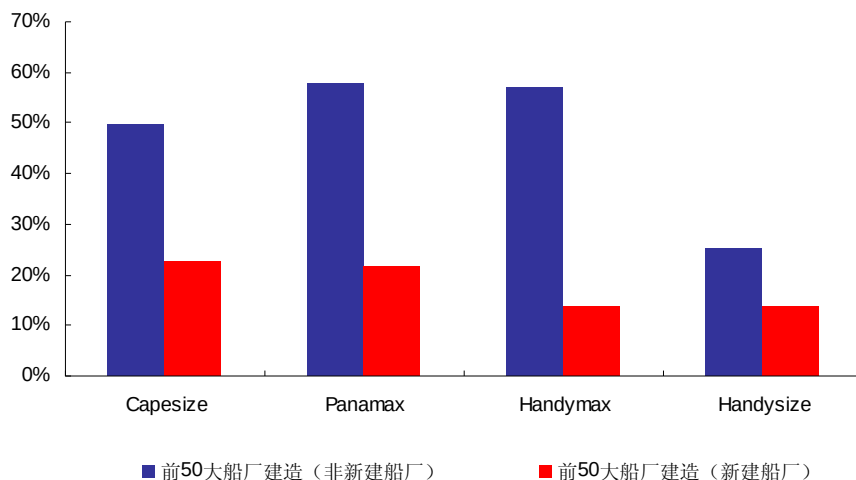
图10、 2009 及 2010 年订单来源分析 I



数据来源: 煤炭资源网

鉴于部分新建船厂手持较多订单, 但缺乏经营历史和对抗风险的能力。我们认为这部分船厂的订单可能会存在较大的交付风险。因此, 我们从前 50 大船东中剔除出处于 “Newly Established” 和 “Greenfield” 状态的船厂, 而这部分船厂也恰好与我们在 09 年未按时交付订单数据中观察到的船东 (表 4) 相吻合。数据显示, 各船型分别有约 15% - 25% 的船舶由这类船厂建造。

图11、 2009 及 2010 年订单来源分析 II



数据来源：煤炭资源网

### 现有订单和分布

干散货船舶订单目前共约 2.8 亿载重吨，占现有运力的 62%。其中 Capesize 型船舶订单占一半以上。如果不考虑订单取消、延迟和运力拆解，现有订单将在 2009 年底再为市场增加 6% 的运力，而在 2010 年为市场增加 23% 的运力。

表5、 干散货船现有订单分布

| 订单    | Handysize | Handymax | Panamax | Capsize | 合计    |
|-------|-----------|----------|---------|---------|-------|
| 2009  | 4.8       | 6.6      | 3.1     | 11.2    | 25.7  |
| 2010  | 9.4       | 20.9     | 22.0    | 56.9    | 109.2 |
| 2011  | 8.6       | 15.3     | 21.7    | 42.5    | 88.1  |
| 2012+ | 4.4       | 5.0      | 11.6    | 33.8    | 54.8  |
| 合计    | 27.2      | 47.8     | 58.3    | 144.4   | 277.7 |

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

表6、 干散货船现有订单隐含运力增长（无拆解、延迟）

|       | Handysize | Handymax | Panamax | Capsize | 合计  |
|-------|-----------|----------|---------|---------|-----|
| 2009  | 6%        | 7%       | 3%      | 7%      | 6%  |
| 2010  | 12%       | 22%      | 18%     | 32%     | 23% |
| 2011  | 10%       | 13%      | 15%     | 18%     | 15% |
| 2012+ | 4%        | 4%       | 7%      | 12%     | 8%  |
| 合计    | 36%       | 54%      | 49%     | 87%     | 62% |

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

### 运力增长推演及基本假设

从我们的运力推演计算得到的结果来看，2010 年的干散货运力增幅将不会明显超越 2009 年。运力在 2010 年将增约 10.5%。

**表7、干散货运力增长推演**

|               | 2009         | 2010         | 2011         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 年初运力          | 418.1        | 460.2        | 508.7        |
| 现有运力          | 448.9        |              |              |
| 订单余额          | 25.7         | 122.56       | 88.1         |
| 占比 (%)        | 6%           | 27%          | 17%          |
| 订单取消或推迟       | 13.4         | 58.8         | 26.4         |
| 取消、推迟比例 (%)   | 49.3%        | 48%          | 30%          |
| 旧船拆解          | 0.95         | 15.2         | 10.0         |
| 年末运力          | 460.2        | 508.7        | 560.4        |
| <b>增量</b>     | <b>10.1%</b> | <b>10.5%</b> | <b>10.2%</b> |
| 船东有效运力调节      | -3%          | -3%          | -3%          |
| 维持市场平衡所需的需求增量 | 7%           | 8%           | 7%           |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

我们的基本假设包括:

- 1) 年内干散货运力: 月度各船型交付水平达到或略超过年内 (历史) 交付的最大值; 10 月交付数据略向上调整; 月度拆解维持三季度以来拆解的均值水平。
- 2) 2010 年订单延迟: 约 48% 的订单被延迟。考虑到部分 09 年的订单未能按时交付, 2010 年订单量的基数有所上升。我们的假设相当于 09 年的未交付订单 (约 1350 万载重吨) 交付 80%, 和 2010 年的现有订单 (约 1 亿载重吨) 交付一半。尽管如此, 全年的交付量可能仍比 2009 年同比增长近 50%。我们认为, 考虑到船厂及船东目前的财务状况, 应比 2009 年初无明显提升。市场的有效造船能力和接纳能力皆难支持更高的交付。
- 3) 旧船拆解量: 约为 2009 年的 1.5 倍, 因钢价提升企业的拆解意愿有所增强。

我们也做了不同情境假设下的运力增长测算。如表 8 所示。测算显示, 2010 年的运力增长在不同预期下的增量区间为 7% - 15%。

**表8、不同情境假设下的 2010 年运力同比增长**

| 2010 年 | 订单取消或推迟比例 | 旧船拆解增长 | 年末运力同比增长 |
|--------|-----------|--------|----------|
| 乐观假设   | 60%       | 65%    | 7.0%     |
| 中性假设   | 48%       | 50%    | 10.5%    |
| 悲观假设   | 35%       | 25%    | 14.5%    |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

## 运价区间及其波动

我们对 2010 年的干散货市场有两个基本判断: 一是运输均价较 2009 年应有所提升; 二是主要的投资机会仍来自于年内需求的意外增长对运价的推升。理由在于:

1) 2010 年总体的运力增长没有比 2009 年明显恶化，而需求增长则有所转暖。同时，全球钢铁行业开工率的上升将带来铁矿石运输需求的反弹。事实上，铁矿石需求的增长在 2010 年约 13%，而承运铁矿石的主力船型 Capesize 和 Panamax 运力的增量仅为 12.2%。供需的相对优化将促使运输均价得以提升。

**表9、干散货运输运力增长与 BDI 均值**

|                       | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 需求增长                  | 5.5%    | 8.1%    | 5.4%    | 6.7%    | 5.6%    | 3.6%    | -1.7%   | 5.9%    |
| 供给增长                  | 2.5%    | 6.8%    | 7.0%    | 6.8%    | 6.5%    | 6.6%    | 10.1%   | 10.5%   |
| 铁矿石需求增长               | 7.5%    | 13.8%   | 12.1%   | 9.9%    | 8.3%    | 7.7%    | 5.9%    | 13.0%   |
| Cape 与 Panamax 船型运力增长 | 3.2%    | 3.2%    | 8.7%    | 8.5%    | 8.9%    | 7.6%    | 11.0%   | 12.2%   |
| 年内 BDI 均值             | 2,617.4 | 4,510.0 | 3,371.5 | 3,179.7 | 7,070.2 | 6,390.3 | 2,600.0 | 3,200.0 |

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

2) 我们不确定 2010 年市场的相对好转意味着干散货行业真正走出周期低谷，走向新一轮的景气。其主要原因在于，上一轮周期高峰所签订的订单量将需要持续高速的需求增长来消解。而在需求方面，更长期的范围内，中国经济增长的驱动力将由大规模基础设施建设逐渐向内需消费和出口转换。这意味着，中国爆发式的对资源品和能源的需求可能难以维持高速增长。

而供给方面，我们认为由于中国因素的存在，干散货行业的运力优化在 2009 年进行的并不彻底。而 2010 年全球经济的复苏所带来的经营环境的改善，反而可能延缓行业供给自我调整的过程。

## 油轮市场：单壳轮拆解是年度主题

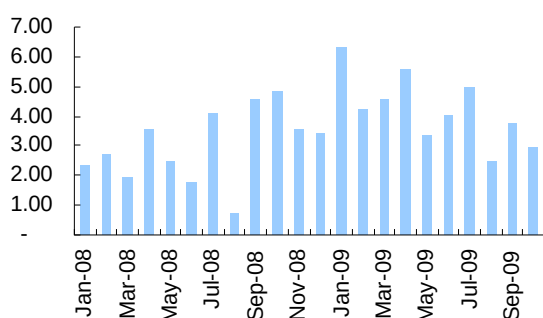
单壳油轮拆解仍旧是年内油轮市场最大的主题，供给有望因政策性的制约出现迅速优化的过程。近期中东最重要的燃油补给港 Fujairah 宣布自 2010 年初开始不接受单壳油轮停靠，而历史数据显示过去的一年 3/4 的单壳油轮曾访问该港。而中国亦透露在 2010 年 1 月开始不允许国际航线的单壳油轮靠港。我们认为政策层面的单壳轮拆解因素作为一个航运周期模型的外生变量，其对行业的影响将是显著而迅速的。

### 供给将迅速优化

#### 2009 年交付进度好于散货

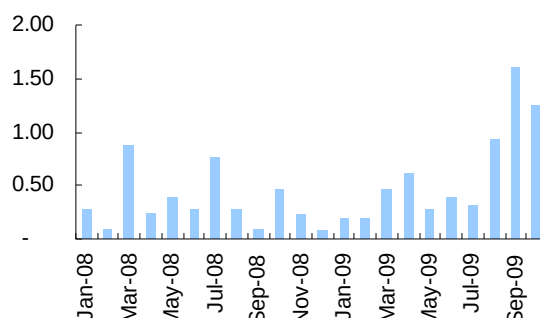
油轮行业因市场对 2010 年以后的运力优化相对具有信心，在 2009 年前 10 个月的交付进度好于干散货行业。Handysize 型船的交付情况较差，其他船舶延期交付情况并不严重。（Suezmax 尽管数据显示延付比例稍高，但大部分未交付船舶集中于 10 月，可能存在统计上的干扰因素）

图12、 油轮月度交付（截至 2009 年 10 月）



数据来源：WIND，联合证券研究所

图13、 油轮月度拆解（截至 2009 年 10 月）



数据来源：WIND，联合证券研究所

比较年初与目前的订单，大约有 13% 2009 年的订单交付日期被向后调整。根据月度交付量的比对，我们认为未交付运力在年内不会出现大幅延迟。油轮全年的交付应该在年初约定量的 80% 左右。

表10、 油轮船舶订单交付情况（截至 2009 年 10 月）

|                      | VLCC | Suezmax | Aframax | Panamax | Handysize | 合计   |
|----------------------|------|---------|---------|---------|-----------|------|
| 计划交付（2009 年 1 月 1 日） | 20.9 | 10.9    | 11.9    | 4.1     | 16.5      | 64.3 |
| 实际交付                 | 15.5 | 5.7     | 9.6     | 2.7     | 8.9       | 42.4 |
| 未按期交付                | 0.0  | 1.3     | 0.1     | 0.1     | 2.5       | 4.0  |
| 延付比例                 | 0%   | 19%     | 1%      | 4%      | 22%       | 9%   |
| 交付进度                 | 74%  | 52%     | 80%     | 65%     | 54%       | 66%  |
| 未交付运力                | 2.4  | 3.5     | 2.0     | 0.7     | 5.3       | 13.9 |
| 订单调整                 | 14%  | 16%     | 3%      | 18%     | 14%       | 13%  |

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

## 单壳轮影响几何？

我们曾在年中的行业报告中提出过一个估算单壳轮退出幅度的简单算法，主要基于单壳油轮的年龄分布情况和拆解比例假设。在这份年度策略中我们仍倾向于沿用这种简单的估算，同时，我们搜集了一些更具体的运营数据，以用于印证我们的结论。

目前 1 万吨以上的油轮运力中单壳轮共有 5950 万载重吨，占现有运力的约 14%。结构化的分析显示，目前全球运力中，20 岁以上的油轮约 77% 为单壳，15-19 岁的油轮约有一半为单壳。

**表11、 单壳油轮总量分布**

|           | Handy       | Panamax    | Aframax    | Suezmax    | VLCC        | 合计          |
|-----------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 20+       | 12.6        | 2.7        | 4.2        | 2.6        | 6.0         | 28.1        |
| 15-19     | 2.5         | 0.5        | 2.9        | 2.7        | 17.9        | 26.5        |
| 10-14     | 0.7         | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 4.2         | 4.9         |
| 5-9       | 0.0         | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0         | 0.0         |
| 0-4       | 0.0         | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0         | 0.0         |
| <b>合计</b> | <b>15.8</b> | <b>3.2</b> | <b>7.1</b> | <b>5.3</b> | <b>28.1</b> | <b>59.5</b> |

单壳油轮分船型年龄分布比例

|       | Handy | Panamax | Aframax | Suezmax | VLCC | 合计  |
|-------|-------|---------|---------|---------|------|-----|
| 20+   | 73%   | 77%     | 53%     | 44%     | 18%  | 42% |
| 15-19 | 15%   | 14%     | 36%     | 46%     | 55%  | 39% |
| 10-14 | 4%    | 0%      | 0%      | 0%      | 13%  | 7%  |
| 5-9   | 0%    | 0%      | 0%      | 0%      | 0%   | 0%  |
| 0-4   | 0%    | 0%      | 0%      | 0%      | 0%   | 0%  |

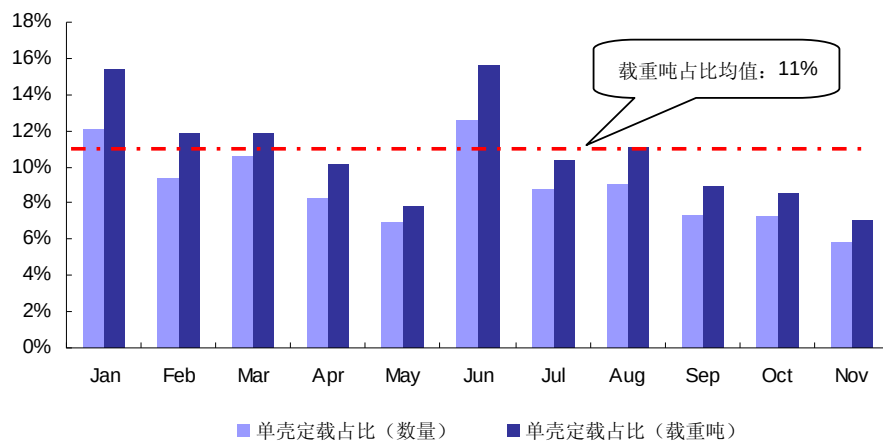
单壳油轮分船型、年龄占现有运力比重

|           | Handy      | Panamax    | Aframax   | Suezmax   | VLCC       | 合计         |
|-----------|------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|
| 20+       | 75%        | 77%        | 69%       | 67%       | 100%       | 77%        |
| 15-19     | 38%        | 25%        | 24%       | 33%       | 75%        | 50%        |
| 10-14     | 6%         | 0%         | 0%        | 0%        | 15%        | 8%         |
| 5-9       | 0%         | 0%         | 0%        | 0%        | 0%         | 0%         |
| 0-4       | 0%         | 0%         | 0%        | 0%        | 0%         | 0%         |
| <b>总计</b> | <b>16%</b> | <b>11%</b> | <b>8%</b> | <b>9%</b> | <b>17%</b> | <b>14%</b> |

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

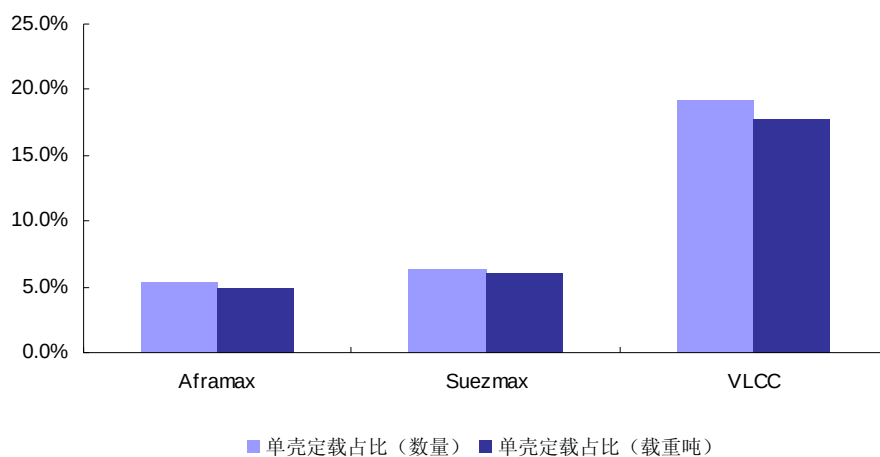
但对运力定载的结构化分析显示，单壳轮的存在对市场的影响应略大于 14% 这个运力比例。尽管在 2009 年已经过去的 11 个半月，程租定载中通过单壳轮承运的油品载重吨比例仅约 11%，但分船型的定载分析显示，有近 18% 的 VLCC 即期市场定载由单壳轮承担。而 Suez 和 Aframax 型的单壳油轮被市场接纳的比例已经相当较低。

图14、 原油轮定载单壳占比（2009 年初至今）



数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

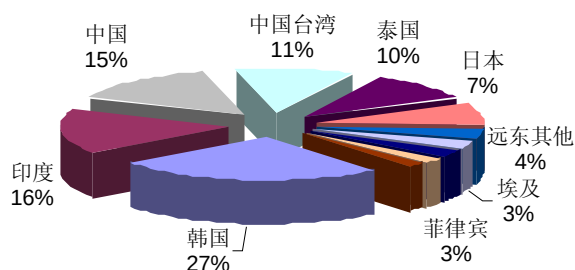
图15、 原油轮定载分船型单壳占比（2009 年初至今）



数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

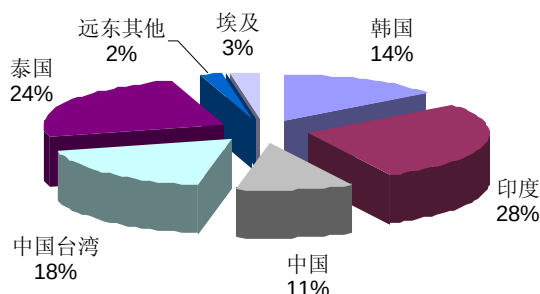
来自 Poten & Partners 三季度末的数据显示单壳轮在 09 年的定载数量明显小于 07 年，而韩国及中国的使用亦大幅下降。目前，印度、泰国和中国台湾的定载量相对较高，但单壳定载总量已较 07 年下降 60%左右。

图16、 2007 年单壳轮主要卸货国家



数据来源: Poten & Partners, 联合证券研究所

图17、 2009 年 Q1-Q3 单壳轮主要卸货国家



数据来源: Poten & Partners, 联合证券研究所

如果按照单壳轮使用被压缩一半这样的假设, 那么供给层面的优化至少有 5.5% 的降幅。而考虑到 VLCC 使用率相对较高, 供给层面的优化比例可能更高至 7% - 8%。

### 我们的运力供给推算

我们观察到经历了年中油轮市场的相对低迷, 此轮运力退出高涨因归因于部分企业经营情况的恶化。而我们判断在旺季过去, 国际钢价亦有所上涨的情况下, 油轮大幅拆解仍可持续。

我们对运力拆解总量的预测的假设是, 20 岁以上的油轮拆解 75%, 而 15-19 岁的单壳轮拆解 60%。VLCC 09 和 10 年的交付少有撤销和推迟, 而 Handysize 型船舶本年有近一半的订单不能按时交付, 2010 年约有 25% 的订单无法正常交付。推算的结果显示, VLCC 和 Handysize 型油轮在 2010 年的运力增量可能皆不超过 5%。

表12、 VLCC 油轮运力增长推演

|               | 2009      | 2010      | 2011       |
|---------------|-----------|-----------|------------|
| 年初运力          | 152.9     | 163.3     | 171.4      |
| 现有运力          | 161.9     |           |            |
| 订单余额          | 2.4       | 24.3      | 29.3       |
| 占比 (%)        | 1%        | 15%       | 17%        |
| 订单取消或推迟       | 0.2       | 1.2       | 8.8        |
| 取消、推迟比例 (%)   | 7%        | 5%        | 30%        |
| 双壳旧船拆解        | 0         | 0         | 0          |
| 单壳轮退出         | 0.8       | 15.0      | 2.8        |
| 年末运力          | 163.3     | 171.4     | 189.1      |
| <b>增量</b>     | <b>7%</b> | <b>5%</b> | <b>10%</b> |
| 船东有效运力调节      | -3%       | -3%       | -5%        |
| 维持市场平衡所需的需求增量 | 4%        | 2%        | 5%         |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所



表13、 Handysize 油轮运力增长推演

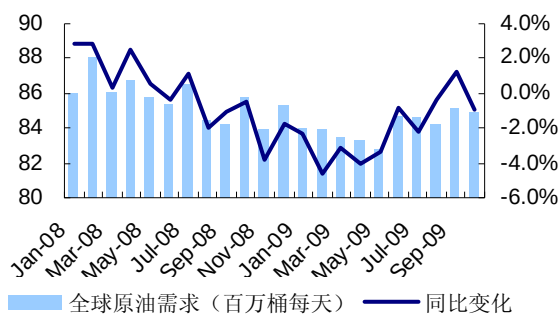
|               | 2009      | 2010      | 2011      |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 年初运力          | 90.6      | 96.8      | 99.7      |
| 现有运力          | 97.1      |           |           |
| 订单余额          | 5.26      | 15.3      | 10.8      |
| 占比 (%)        | 5%        | 16%       | 11%       |
| 订单取消或推迟       | 2.7       | 3.8       | 4.3       |
| 取消、推迟比例 (%)   | 51%       | 25%       | 40%       |
| 双壳旧船拆解        | 0.5       | 1         | 0         |
| 单壳轮退出         | 2.4       | 7.5       | 0.9       |
| 年末运力          | 96.8      | 99.7      | 105.3     |
| <b>增量</b>     | <b>7%</b> | <b>3%</b> | <b>6%</b> |
| 船东有效运力调节      | -5%       | 0%        | -2%       |
| 维持市场平衡所需的需求增量 | 2%        | 3%        | 4%        |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

### 需求: 相对稳定, 受益于全球经济复苏

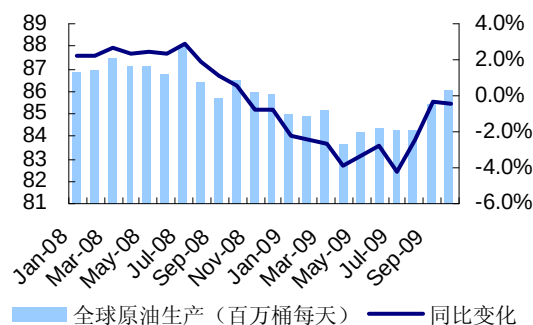
全球油品运输的格局相对稳定, 较少受到突发性因素的扰动。2009 年 10 月, 全球原油生产达 8600 万桶每天, 环比增 0.8%, 同比降幅缩窄至-0.5%。需求则比 9 月略降, 达 8500 万桶每天。根据 IEA10 月发布的预测, 全球原油需求在四季度的均值约为 8520 万桶每天, 而 2010 年的需求均值在 8610 万桶每天, 同比将增 1.8%。

图18、 全球原油需求 (截至 2009 年 10 月)



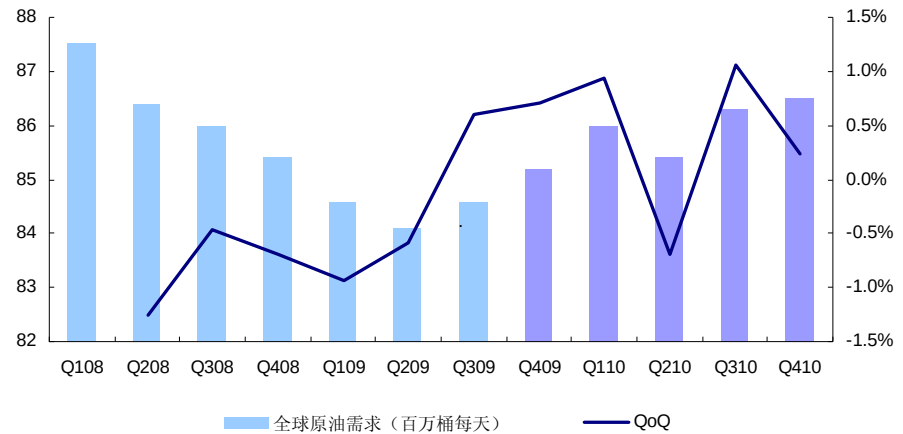
数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图19、 全球原油生产 (截至 2009 年 10 月)



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

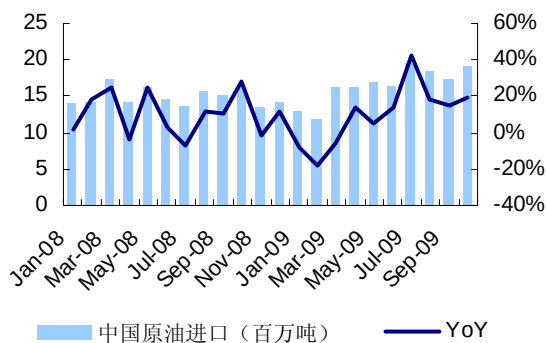
图20、 IEA 全球油品需求预测（2009 年 10 月）



数据来源：IEA, 联合证券研究所

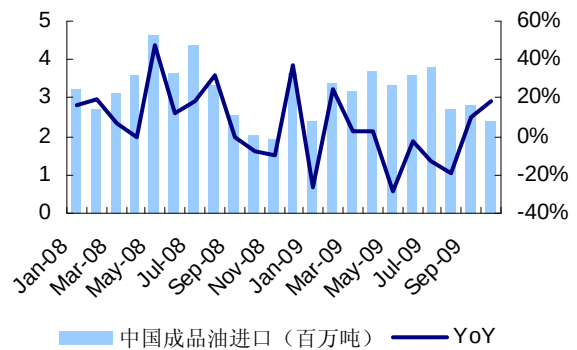
2009 年 10 月中国进口原油 1934 万吨，同比增 19.7%。而成品油进口则为 238 万吨，同比增 18%但环比降 15%。纵观 1-10 月，中国强劲的原油进口数据一方面显示了因基础建设投资大幅拉动了能源消费，另一方面我们认为中国在年内所表现出的对低价资源品的强烈兴趣在数据中也有所体现。

图21、 中国原油月度进口



数据来源：Bloomberg, 联合证券研究所

图22、 中国成品油月度进口



数据来源：Bloomberg, 联合证券研究所

而我们对中国成品油进口的相对弱势的理解是，一方面在于，中国成品油消费相对与下游需求结合相对紧密，而基建项目投入对经济的拉动还未传递至消费环节；另一方面在于，国内炼厂加工量的大幅增长挤出了进口量的增长空间。而全球范围内，09 年的经济衰退极大的抑制了成品油的消费。2010 年的全球经济缓慢复苏带来的航空、航运领域运量的复苏将带来煤油、燃料油和柴油等成品油需求回暖。

## 供需平衡表及运价

我们的供需推算引导我们给出 2010 年的运价预期。我们认为对 2010 年运价趋势的判断和认可的意义大于对运价变动幅度的解读，因供需相对平衡的市场中，运价对边际的供给或需求变化极其敏感。

| 表14、 油轮运输运力增长与运价均值 | 2003  | 2004  | 2005  | 2006   | 2007   | 2008  | 2009   | 2010  |
|--------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 需求增长 - 原油轮         | 6.2%  | 4.5%  | 1.9%  | 2.5%   | 2.6%   | -1.0% | -2.2%  | 1.8%  |
| 供给增长 - 原油轮         | 1.0%  | 3.7%  | 6.5%  | 4.4%   | 4.2%   | 2.5%  | 8.0%   | 5.0%  |
| 波罗的海原油指数           | 1,335 | 1,783 | 1,497 | 1,286  | 1,124  | 1,510 | 563    | 817   |
| YoY                | 61%   | 33%   | -16%  | -14%   | -13%   | 34%   | -63%   | 45.0% |
| 需求增长 - 成品油轮        | 5.4%  | 8.5%  | 8.6%  | 6.5%   | 3.7%   | 1.0%  | -3.2%  | 2.0%  |
| 供给增长 - 成品油轮        | 1.8%  | 13.4% | 7.8%  | 8.5%   | 8.9%   | 11.3% | 12.3%  | 3.5%  |
| 波罗的海清洁油指数          | 1,043 | 1,229 | 1,318 | 1,112  | 974    | 1,155 | 475    | 737   |
| YoY                | 41.4% | 17.8% | 7.3%  | -15.7% | -12.4% | 18.6% | -58.9% | 55%   |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

## 集装箱运输：运价或超预期

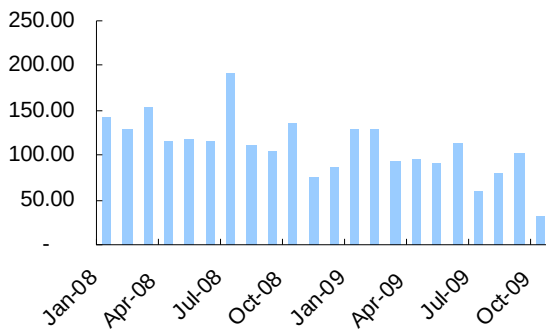
我们仍然坚持曾在集运行业报告中所提及的观点：集运行业因运营商的运力控制倾向较强，应区别于航运的其他子行业。在需求回暖的预期下，我们判断 2010 年集运的运价可能有超越市场预期的表现。集运行业的盈利能力将得以优化，但运营商是否能够扭转业绩亏损是我们对集运行业的最大担忧。

### 供给优化和运力控制

#### 主要运营商运力微降

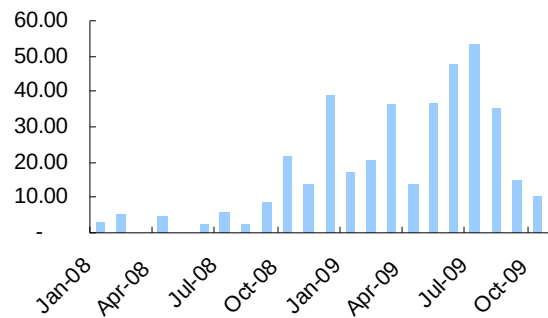
集运行业 09 年的经营状况恶化促进了其运力的优化。而正如我们在报告《集运：全行业提价可持续吗？》中所提到，我们认为集运行业的竞争态势与干散货和油轮行业迥异。各子市场上更高的行业集中度和对配套港口和物流的协同效应要求使得行业的供给调整更加迅速和有力。

图23、 集装箱船月度交付(截至 2009 年 10 月)



数据来源：WIND，联合证券研究所

图24、 集装箱船月度拆解(截至 2009 年 10 月)



数据来源：WIND，联合证券研究所

尽管运力在年初至今增长了约 5%，但前 20 位运营商的运力却微降 0.1%。我们认为，对集运行业的供给增量理解应该赋予运营商（相对于非运营船东）和大型企业更高的权重。这样看来，集运行业的运力优化速度快于散货和油轮行业。

**表15、 集装箱前 20 大船东运力及其运力变化**

|                |              | 2008 年           |              | 2009 年 10 月底     | 增减           |
|----------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| Maersk         | 257          | 1,269,942        | 215          | 1,081,275        | -15%         |
| MSC            | 190          | 702,919          | 181          | 761,856          | 8%           |
| CMA-CGM        | 84           | 331,763          | 88           | 382,273          | 15%          |
| Evergreen      | 114          | 398,657          | 97           | 354,108          | -11%         |
| COSCO          | 127          | 325,752          | 118          | 327,721          | 1%           |
| NYK            | 69           | 280,198          | 75           | 306,610          | 9%           |
| Hapag-Lloyd    | 70           | 289,598          | 66           | 283,824          | -2%          |
| China Shipping | 62           | 238,346          | 63           | 252,261          | 6%           |
| Mitsui OSK     | 55           | 258,086          | 53           | 248,582          | -4%          |
| K-Line         | 54           | 231,865          | 41           | 230,388          | -1%          |
| OOCL           | 44           | 223,962          | 42           | 224,031          | 0%           |
| Yangming       | 51           | 198,555          | 51           | 219,069          | 10%          |
| NOL/APL        | 50           | 180,630          | 48           | 178,817          | -1%          |
| Hanjin         | 37           | 160,631          | 40           | 173,531          | 8%           |
| Hamburg-Sud    | 37           | 138,587          | 42           | 164,049          | 18%          |
| Wan Hai        | 59           | 135,398          | 61           | 138,998          | 3%           |
| PIL            | 80           | 122,730          | 85           | 138,587          | 13%          |
| HMM            | 19           | 114,743          | 19           | 114,743          | 0%           |
| UASC           | 29           | 115,459          | 27           | 112,975          | -2%          |
| Zim            | 24           | 85,187           | 26           | 103,457          | 21%          |
| 合计             | <b>1,512</b> | <b>5,803,008</b> | <b>1,438</b> | <b>5,797,155</b> | <b>-0.1%</b> |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

### 船舶交付进度

年初至今, 集运船舶的交付进度约为年初约定量的 50%。其中 Handy 和 Feedermax/Feeder 型船交付进度较慢, 延付比例较高。

**表16、 集运船舶订单交付情况 (截至 2009 年 10 月)**

|                      | Post-panamax | Pananmax   | Sub-Panamax | Handy      | Feedermax/Feeder | 合计         |
|----------------------|--------------|------------|-------------|------------|------------------|------------|
| 计划交付(2009 年 1 月 1 日) | 978.0        | 506.6      | 133.9       | 164.3      | 53.9             | 1,836.7    |
| 实际交付                 | 473.7        | 293.1      | 67.1        | 78.8       | 14.5             | 927.1      |
| 未按期交付                | 105.5        | 54.7       | 5.4         | 35.7       | 22.0             | 223.3      |
| <b>延付比例</b>          | <b>18%</b>   | <b>16%</b> | <b>7%</b>   | <b>31%</b> | <b>60%</b>       | <b>19%</b> |
| <b>交付进度</b>          | <b>48%</b>   | <b>58%</b> | <b>50%</b>  | <b>48%</b> | <b>27%</b>       | <b>50%</b> |
| 未交付运力                | 319.6        | 195.0      | 43.3        | 83.3       | 41.6             | 682.7      |
| <b>订单调整</b>          | <b>19%</b>   | <b>4%</b>  | <b>18%</b>  | <b>1%</b>  | <b>-4%</b>       | <b>12%</b> |

数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

### 船东联合运营将日益增加

最近市场不断传出集运船东宣布合作的新闻。马士基在 11 月初宣布重返跨太平洋航线运费稳定协议组织(TSA), 而其曾在 2004 年因与该组织意见不一宣布退出。TSA 已经批准马士基重新加入, 并且将于 12 月 24 日生效。届时 TSA 将有能力协调除 MOL 之外几乎所有经营跨太平洋航线的班轮公司。新世界联盟亦

与马士基协定，希望于 12 月开始在跨大西洋航线进行舱位互换，减少近三成的运力供给。

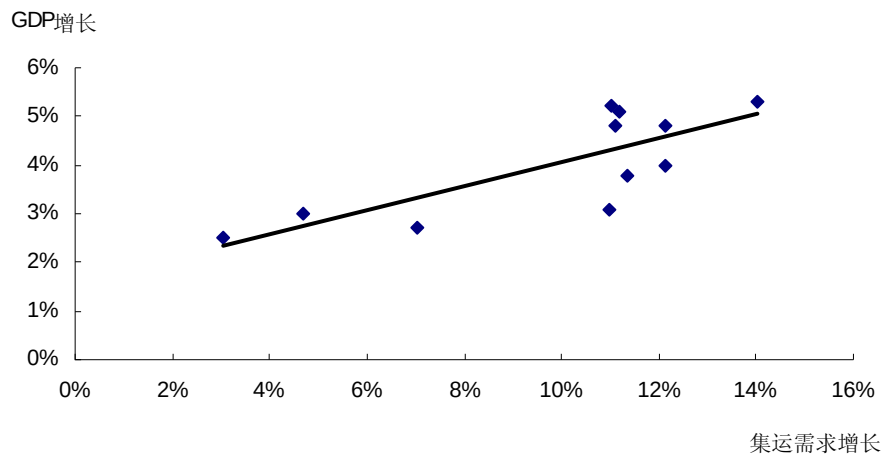
而在刚闭幕的国际海运年会上，班轮企业联盟 CKYH（中远集团、川崎汽船、阳明和韩进）发布联合宣言，未来将在部分航线实施低速行驶计划。我们认为相较于散货和油轮行业，集运行业的船东与联盟组织的协作行为之所以如此高调，在经济学意义上而言是为了影响市场对其行为的预判（决策的概率分布），从而在这个多阶段重复博弈中实现利益最大化的均衡。

我们判断在未来的一年中，运营船东之间的联合和协作将会更加紧密。如果没有制度上的干预（反垄断联盟之类的措施），集运市场将在未来一段时间内不断的传出协作调整运力和联合提价的新闻。

### 需求将缓慢复苏

我们的宏观分析认为，2010 年全球经济将经历缓慢的复苏。中国出口的增量将同比升 10%，2010 年集运行业需求的提升比较确定。我们计算了集运需求增长与全球 GDP 之间的关系，参照 IMF 给出的 2010 年 3.1% 的全球经济增长假设，认为明年全球的集运需求增长应在 5% - 6% 的水平。

图25、 IEA 全球油品需求预测（2009 年 10 月）



数据来源：IEA, 联合证券研究所

## 我们的乐观和忧虑

我们对明年集运行业同时抱有乐观和忧虑的情绪。我们的乐观来自于我们对市场运价的判断，我们认为集运市场的表现在 2010 年将超越市场预期。这主要基于两个原因。一是需求复苏的背景下，集运行业的运价将随着运量的上涨得到提升，而不必过分担忧过剩运力的存在；二是在全球经济缓慢复苏的情况下，贸易商和消费者对于运输环节提价的敏感性会降低。这都有利于集运行业整体盈利水平的改善。

但我们对集运行业的忧虑在于上市公司是否能扭转亏损。如果按照今年国内相关公司集运业务今年毛利率-35%左右的情形判断，即便不考虑燃油费用的变动因素，全年运价的同比提升亦必须达到 30%-35%的水平。

## 投资风险

我们认为航运业在 2010 年的投资风险主要来自于宏观经济复苏的不确定性所带来的系统性风险。

在需求增速同比增长的背景下，行业的供给增长矛盾可以暂时得以缓解；但若需求仍维持弱势，运力增长将不可避免的将行业带入周期低谷的剧烈调整之中。

供给方面，行业运力交付推迟或取消比例低于我们的假设亦可能为运价造成潜在压力，限制运价的上行空间。同时，目前仍有部分成品油轮处于储油用途之中。这部分运力的释放将亦将令运价承压。

油价的上涨可能造成航运业的成本压力。处于弱供需平衡中的航运企业未必能将油价的上涨完全转嫁至下游行业。



## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

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

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

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

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

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

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