

艰辛的复苏之旅

2010 年海运业投资策略

报告摘要：

- 2009年，受金融危机影响，全球海运业遭受严重打击，海运价格大幅下降，企业盈利大幅回落，不少企业进入亏损状态。2010年是全球经济的复苏之年，运量恢复和新船运力投放将是决定2010年国际海运业走向的两大主线。通过分析，我们认为，由于单壳油轮的拆解，油轮运输将成为2010年海运业的亮点。
- 国际干散货运输进入新船运力投放高峰期。2010年，在中国经济强劲增长的带动下，国际干散货运输需求仍将保持较高的增速，我们预计干散货运输需求增长7.8%，但是，庞大的新增运力是我们不得不面对的事实，2010年运力增长将达到15%。我们预计2010年BDI均值在2500点左右，与2009年持平。在铁矿石谈判的两大节点，4季度启动铁矿石谈判已经2季度铁矿石谈判进入尾声的时候，干散货市场仍旧会有交易性机会。
- 单壳油轮的拆解是2010年油轮运输的亮点。2010年国际油轮运输需求将会有明显的增长，我们预计在中国需求增长15%的带动下，国际油轮运输需求增幅在5.5%。尽管2010年油轮新增运力规模不小，但单壳油轮的拆解有望导致运力增长小于需求增长，预计油轮运输将会有较好的表现。
- 集装箱运输市场需要时日消化剩余运力。2009年，欧美消费需求受到严重打击，集装箱船公司为了保证船舶利用率，不得不缩减船舶运力投放，导致部分船舶闲置，全球集装箱船舶闲置运力占比为9%。2010年，国际集装箱运输需求增速在10%左右，新增运力12%，但是集装箱市场要真正实现复苏必须首先消化现有的闲置运力。
- 沿海运输市场同样迎来大规模新增运力的冲击。进口煤炭的激增导致今年沿海运输大幅下降，预计2010年沿海煤炭消费需求大幅提升8%，但是中国船东近几年大规模造船计划导致2010年沿海运输市场潜在新增运力达到306万载重吨，这将成为阻止沿海市场复苏的最大障碍。

海运

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2009-12-16

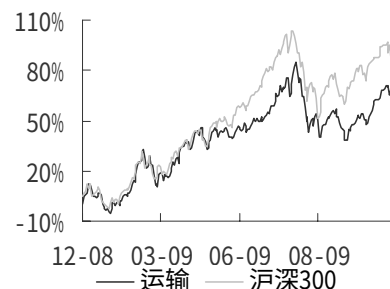
首选股票

目标价

评级

601919	中国远洋	58.21	买入-A
600026	中海发展	12.66	增持-B

12 个月行业表现



研究员

储海

行业分析师

021-68766035

chuhai@essence.com.cn

前期研究成果

铁路运输：资产注入预期明确，大秦铁路首选

2009-11-06

港口：由单极拉动转向双轮驱动

2009-08-06

公路铁路：运量正在稳步回升中

2009-08-04

1. 2009 年海运业回顾

2009 年，受金融危机影响，全球海运业遭受严重打击，海运价格大幅下降，企业盈利大幅回落，不少企业进入亏损状态。

表 1 海运价格及价格指数变动情况

单位	2008 年	2009 年均值（截止 11 月 30 日）	同比
干散货（BDI）	6390	2542	-60
油轮 TCE（美元/天）	61370	20909	-66
集装箱（CCFI）	1122	869	-23
沿海散货（CBFI）	2092	1129	-46

数据来源：安信证券研究中心

表 2 海运上市公司盈利情况比较

证券代码	证券简称	2008 年前三季度	2009 年前三季度	同比
600026.SH	中海发展	47.26	9.06	-81%
601872.SH	招商轮船	13.69	3.49	-74%
600428.SH	中远航运	12.55	1.01	-92%
600798.SH	宁波海运	2.88	0.07	-98%
600087.SH	长航油运	4.58	0.02	-100%
600896.SH	中海海盛	2.82	-0.25	-109%
000520.SZ	长航凤凰	1.50	-2.09	-239%
601919.SH	中国远洋	197.12	-53.08	-127%
601866.SH	中海集运	4.27	-53.54	-1354%
合计		285.91	-97.00	-134%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

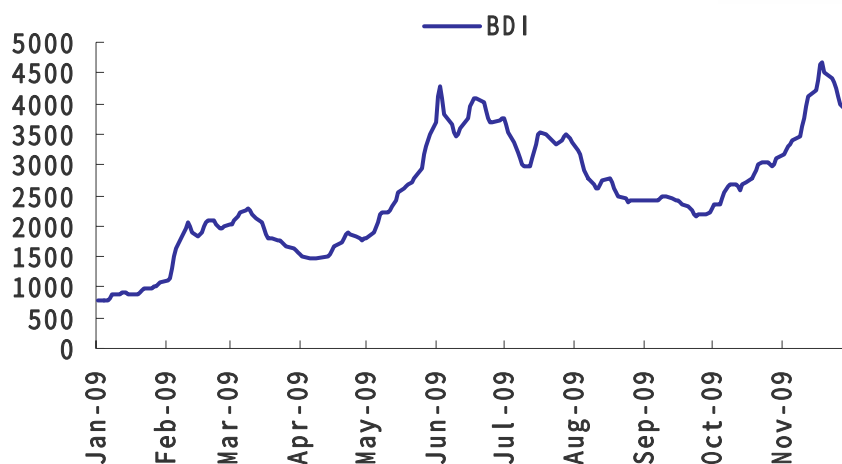
2010 年是全球经济的复苏之年，运量恢复和新船运力投放将是决定 2010 年国际海运业走向的两大主线。通过分析，我们认为，由于单壳油轮的拆解，油轮运输将成为 2010 年海运业的亮点。

2. 国际干散货：进入运力投放高峰期

2.1. 中国需求超预期增长带领国际干散货市场率先复苏

2009 年，国际干散货运输成为全球海运业率先复苏的板块。尽管难以再现 2007 年、2008 年的盛况，但是国际干散货市场的总体表现仍然可圈可点。截至 11 月 30 日，BDI 指数年平均值为 2542 点，超出了我们年初全年均值不超过 2000 点的判断。

图 1 BDI 指数走势



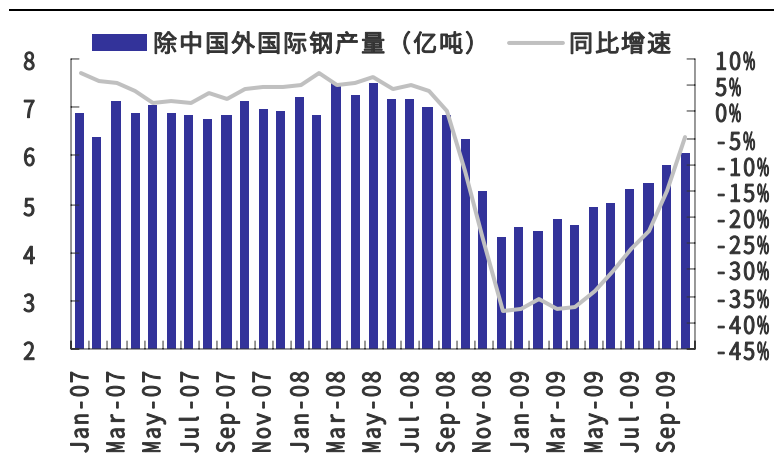
数据来源：Baltic，安信证券研究中心

导致干散货运输市场的超预期表现主要是两个方面的原因：

- 1、中国经济强劲复苏对大宗资源需求增长迅猛。
- 2、干散货新船实际交付低于年初计划。

受金融危机影响，全球主要经济体（除中国）钢铁产量下降、煤炭消费需求下滑，主要经济体铁矿石、煤炭等大宗散货海运贸易量大幅下降。

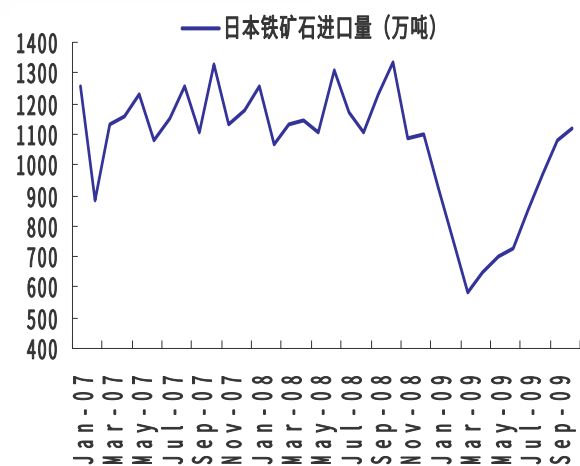
图 2 除中国外国际钢产量变化情况



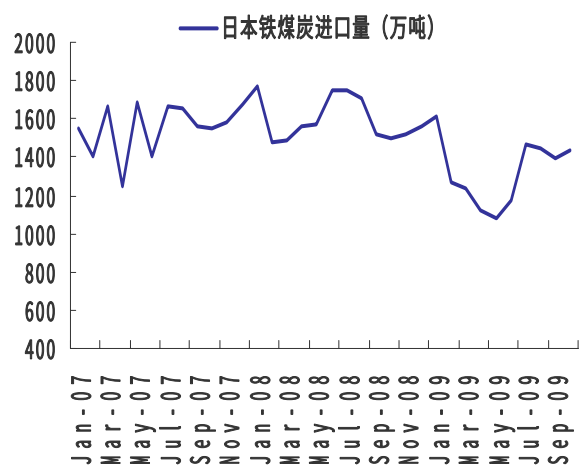
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 3 日本铁矿石进口量

图 4 日本煤炭进口量



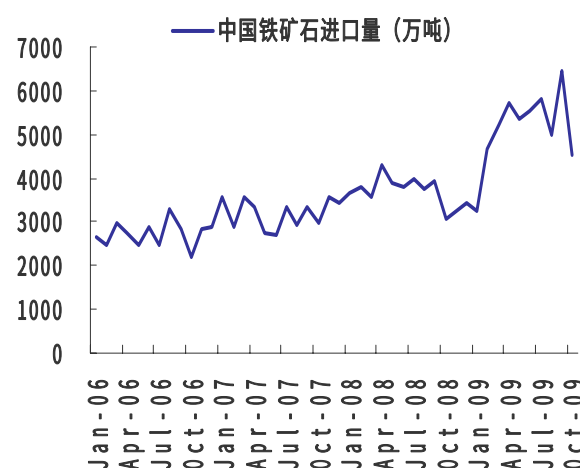
数据来源：CEIC，安信证券研究中心



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

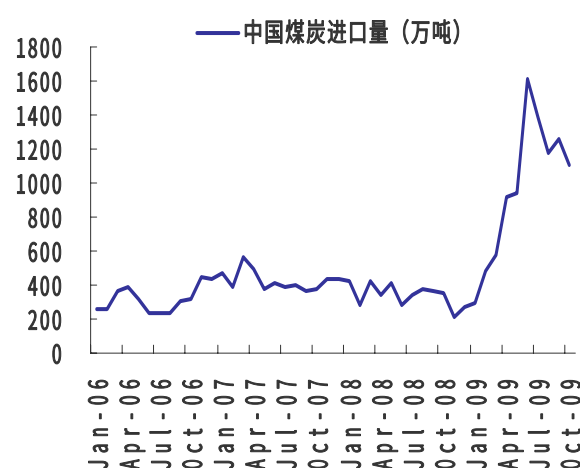
中国经济的强劲复苏、中国大规模固定资产投资建设拉动了钢铁、煤炭等大宗商品的消费。同时，由于国际铁矿石、煤炭价格低于国内价格，更刺激了铁矿石、煤炭的进口，2009 年中国铁矿石、煤炭等大宗散货进口量均创下了历史新高。

图 5 中国铁矿石进口量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 中国煤炭进口量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

中国海运贸易需求的增长弥补了其他国家需求的下降。总体来看，我们认为，2009 年国际干散货运输量并没有明显下降，甚至是正增长。以最大货种铁矿石为例，我们根据全球钢铁产量初步估算了国际铁矿石海运贸易量。从表 3 中可以看出，在中国需求的带动下，3 季度铁矿石海运贸易量同比增幅达到 13.3%。

表 3 国际铁矿石贸易量测算

	钢铁产量 (万吨)			铁矿石贸易量 (万吨)		
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	1Q2009	2Q2009	3Q2009
估算						
中国	12672	13930	15371	13155	16578	17231
欧盟 15 国	2489	2447	2495	1792	1762	1796
日本	1760	1909	2424	2264	2072	2820
韩国	1053	1233	1268	947	1109	1141
其他	8352	8938	10185	1670	1788	2037
合计	26325	28457	31743	19829	23308	25025
估算						
1Q2008						
2Q2008						
3Q2008						

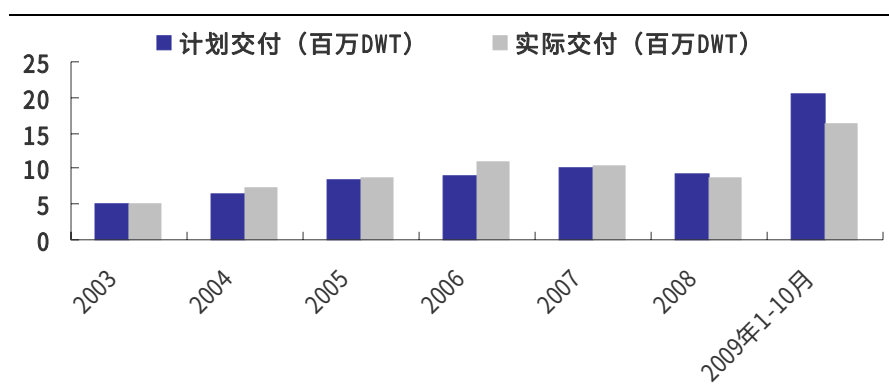
行业深度分析

中国	12432	13763	12707	11069	11955	11623
欧盟 15 国	4399	4429	4565	3168	3189	3287
日本	3084	3106	3045	3454	3559	3508
韩国	1321	1400	1406	1189	1260	1265
其他	12792	12996	12020	2558	2599	2404
合计	34027	35694	33742	21437	22562	22087
同比	-22.63%	-20.28%	-5.92%	-7.50%	3.31%	13.30%
剔除中国						
2008	21595	21930	21035	10368	10607	10464
2009	13654	14526	16372	6674	6730	7794
同比	-36.77%	-33.76%	-22.17%	-35.63%	-36.55%	-25.51%

数据来源：bloomberg，安信证券研究中心

2008 年的金融危机瞬间将国际干散货市场拉入冰点，BDI 指数从万点之上迅速滑落至 700 点以下，创下历史最低点，这导致部分船东要求撤销原有的新船订单或者推迟订单的交付日期，受此影响，2009 年干散货新船实际交付低于年初计划，以主要船型 capasize 船型为例，今年实际交付率仅有 79%。

图 7 capasize 船型计划交付与实际交付比较



数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

2.2. 2010 年运力供给大于需求

对于 2009 年的国际干散货市场，我们的总体判断是三点：

- 1、需求有望保持强劲增长。
- 2、运力投放面临历史性高峰。
- 3、铁矿石谈判节点有望带来运价短期

随着全球经济的逐步复苏，大宗干散货运输需求有望逐步回升，从图 3 和图 6 中可以看到，全球主要经济体钢铁产量环比不断上升，日本铁矿石进口量也已经逐步接近历史正常水平。

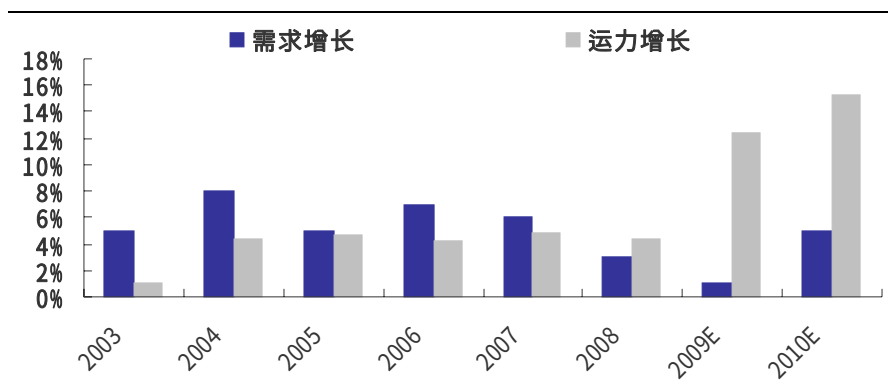
与 2009 年相比，2010 年中国铁矿石、煤炭进口仍有望创下新的高峰。2010 年中国固定资产投资规模将继续延续 2009 年的势头，中国钢铁产量增幅将达到 10% 以上，国内铁矿石品质的不断下降决定了进口铁矿石对国产铁矿石的替代仍将持续，预计 2010 年中国铁矿石进口量增幅将达到 15%。根据安信煤炭行业分析师的测算，2010 年中国进口煤炭需求量也有望增长 10-15% 左右。

根据国内外大宗散货需求情况，我们预计 2010 年国际干散货运输需求增长将达到 7.8

%。

运力的供给一目了然。根据 Clarkson 的统计，2010 年，国际干散货新船运力交付量 1.1 亿载重吨，我们假设 2010 年船舶拆解达到 1000 万吨，同时假设有 25% 的运力不能及时交付，则 2010 年干散货船舶新增运力达 15%。

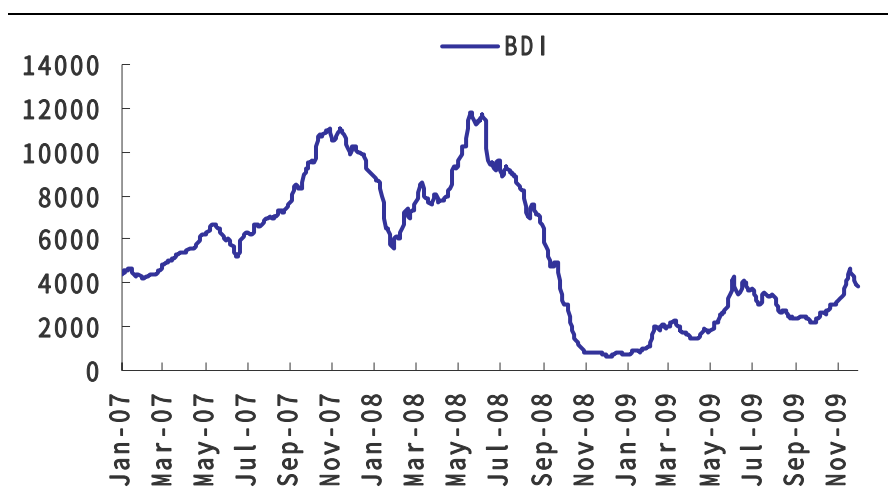
图 8 干散货运输需求和运力增长比较 (%)



数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

非常明显的是，2010 年国际干散货运输市场仍将是一个供过于求的年度，预计国际干散货运价指数 BDI 年均水平与 2009 年基本持平，达到 2500 点左右。尽管如此，我们认为，2010 年国际干散货市场仍然会有亮点出现。我们从图中看到，自 2007 年开始，铁矿石谈判的两大节点（4 季度是铁矿石谈判的开始，2 季度铁矿石谈判面临最后结果），国际干散货运价总会有异常表现，三大矿山为获得更高的铁矿石价格在海运市场上兴风作浪、推高海运价格来达到目的，而进口方出于对铁矿石涨价的预期也会提前进口铁矿石从而短期内助推海运价格的高涨。我们认为，这一现象仍将会在 2010 年出现。

图 9 2007 年以来 BDI 指数走势



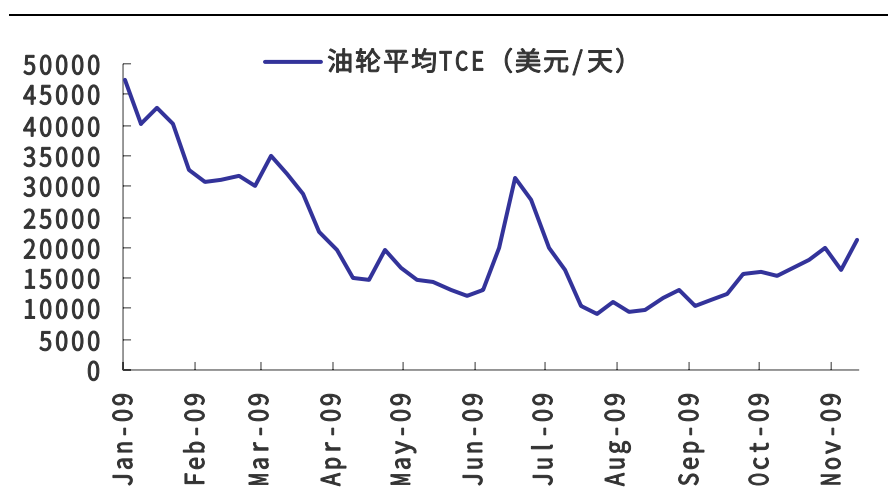
数据来源：Baltic，安信证券研究中心

3. 油运：2010 年单壳油轮拆解是亮点

3.1. 需求不振导致油运市场表现萎靡

2009 年，油轮运输市场总体表现萎靡，市场总体单边下滑，基本没有出现像样的反弹。油轮等价期租水平（TEC）一度跌至历史低点。

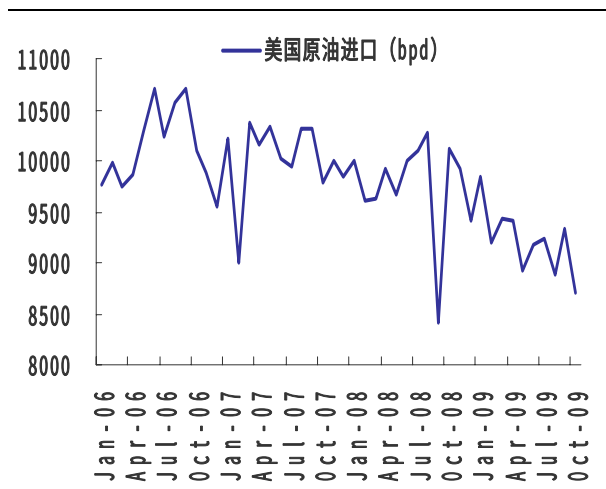
图 10 油轮 TEC 水平



数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

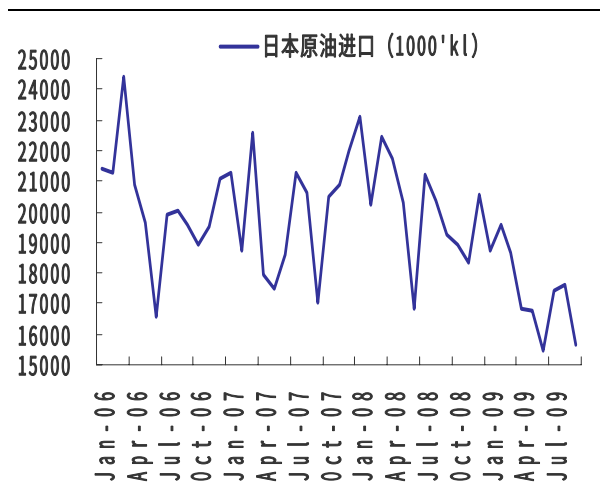
需求不振是油运市场萎靡的主要原因之一。由于经济下滑，全球主要经济体原油进口量下降，前三季度，美国原油进口同比下降 5.5%，日本原油进口下降 15.5%，韩国原油进口量同比下降 2.3%，只有中国原油进口同比上升 8.2%。

图 11 美国原油进口



数据来源：美国能源部，安信证券研究中心

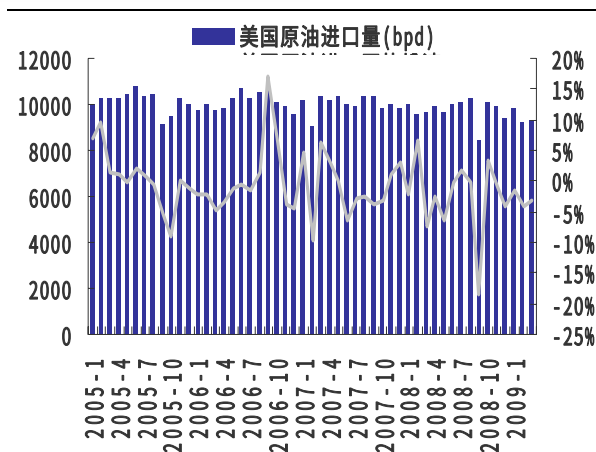
图 12 日本原油进口



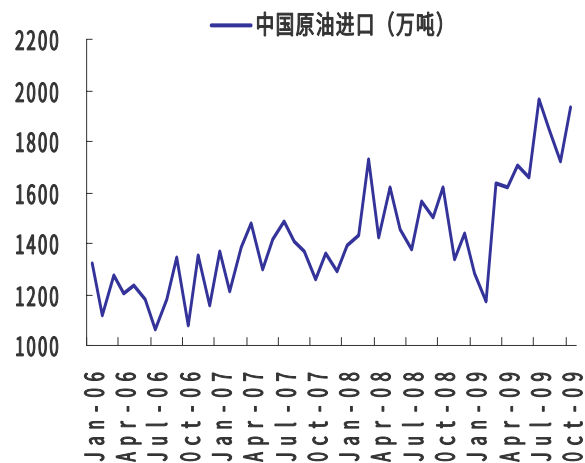
数据来源：日本产业省，安信证券研究中心

图 13 韩国原油进口

图 14 中国原油进口



数据来源：blomberg，安信证券研究中心



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

表 4 主要经济体原油进口测算

万吨	美国	日本	中国	韩国	合计
2008	48851	20904	17890	11799	99444
2009E	46614	18170	20408	11609	96801
同比	-4.6%	-13.1%	14.1%	-1.6%	-2.7%

数据来源：安信证券研究中心

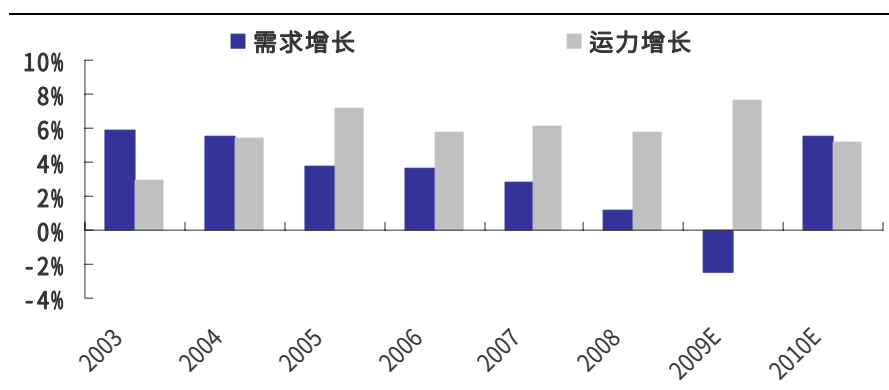
从运力投放来看，2009 年也是油轮运力交付的一个小高峰，截至 2009 年 11 月 1 日，油轮运力 4.34 亿载重吨，比年初的 4.06 亿载重吨增长了 7%。

3.2. 单壳油轮拆解有助于需求增速高于运力增长

2010 年，随着全球经济的复苏，原油消费需求增长基本没有悬念。我们假设中国原油进口增长 15%，其他主要经济体原油消费增长 3%，则全球原油海运贸易增幅有望在 5.5% 左右。

根据 Clakson 的统计，2010 年油轮新增运力预计为 5300 万载重吨，不考虑船舶的拆解，则运力增幅为 12%。截至 2009 年 11 月 1 日，单壳油轮 5700 万载重吨，如果单壳油轮拆解达到 2900 万载重吨，则 2010 年油轮运力增幅为 5.5%，与需求基本持平，单壳油轮的拆解力度很大程度上左右着全球油轮市场的兴衰。我们的判断是，2010 年主要原油进口国对单壳油轮的运营限制将更加严格，单壳油轮的生存空间越来越小，2010 年单壳油轮拆解有望超过 3000 万载重吨，油轮市场明年需求增速总体将超过运力增速。

图 15 油轮运输需求和运力增长比较 (%)



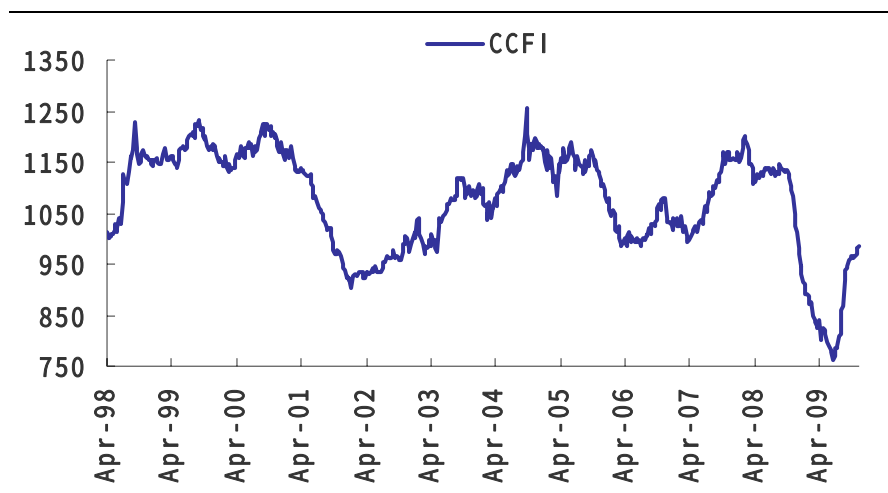
数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

4. 集装箱：消化剩余运力尚待时日

4.1. 集装箱市场创下历史新低

在欧美消费大幅下滑的情况下，集装箱运输市场遭受沉重打击。集装箱运价也创下历史新低。

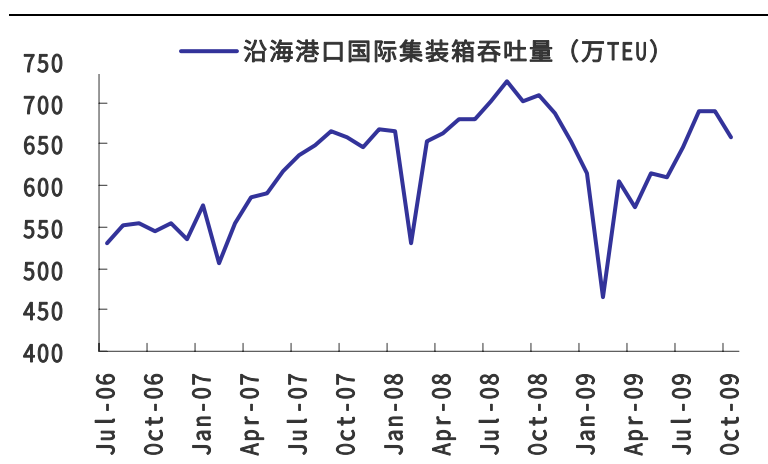
图 16 集装箱运价指数 CCFI



数据来源：中华航运网，安信证券研究中心

最能体现集装箱运输需求现状的就是中国沿海港口的国际集装箱吞吐量，1-10 月份，中国沿海主要港口国际集装箱吞吐量累计 6157 万 TEU，同比下降 11%。预计 2009 年全球集装箱海运贸易量同比下降 10%左右。

图 17 沿海主要港口国际集装箱吞吐量

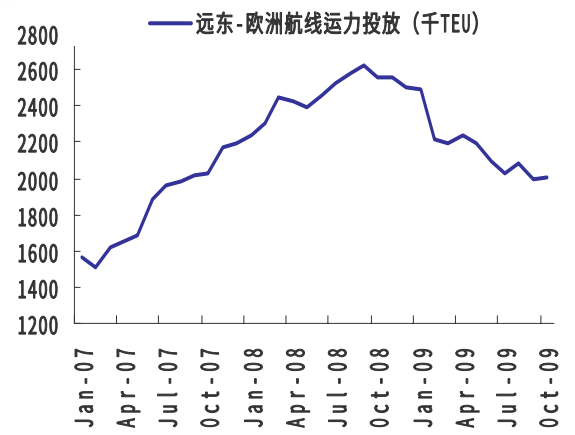


数据来源：交通运输部，安信证券研究中心

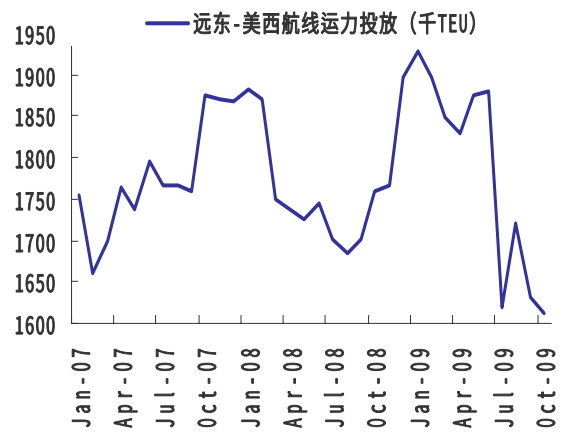
值得关注的是，集装箱运输市场从 6 月份开始出现反弹，尽管运价一直处于低位，但是总体一直呈上升趋势。集装箱运价上涨一方面是 6 月份以后，随着全球经济缓慢复苏，需求也在上升；另一方面是集装箱船公司为了提高船舶利用率，缩减了部分船舶运力的投放。根据著名船舶经纪机构 Lloyd's 的统计，10 月份，全球集装箱闲置运力 115 万 TEU，占船队比重的 9%。

图 18 远东至欧洲航线运力

图 19 远东至美西航线运力



数据来源：国际集装箱化，安信证券研究中心



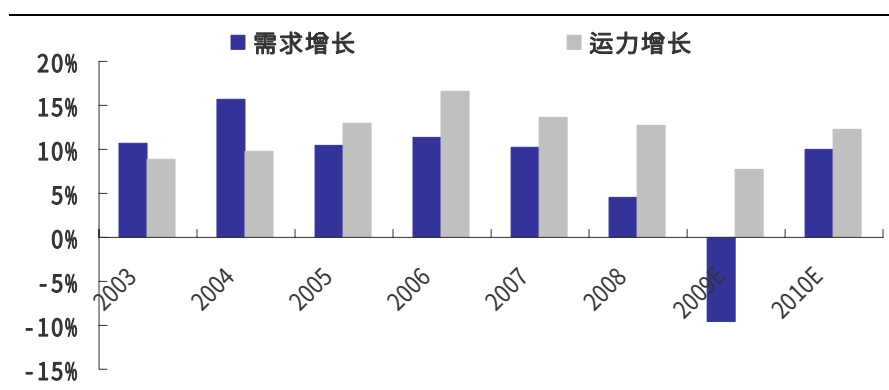
数据来源：国际集装箱化，安信证券研究中心

4.2. 闲置运力成为集装箱运输复苏的主要阻力

经济复苏仍旧是 2010 年的主题，欧美的消费需求将随着经济的复苏而缓慢恢复，我们预计 2010 年集装箱海运贸易需求增长在 10% 左右。

根据 Clarkson 的统计，2010 年，集装箱新船运力计划交付量为 178.6 万 TEU，预计 2010 年集装箱船队运力增幅为 12%，略高于需求的增长。但是集装箱市场要想实现真正的复苏，必须首先消化目前闲置的 9% 左右的运力。

图 20 集装箱运输需求及运力增长



数据来源：安信证券研究中心

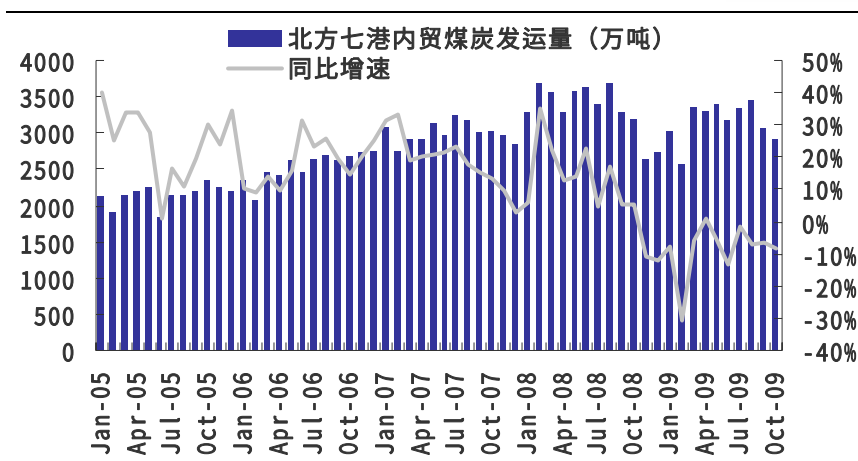
鉴于运力过剩严重，2010 年集装箱船公司要想实现盈利较为困难，但船公司不会放弃对盈利的追求，尤其是传统旺季的第三季度，船公司必然会采取压缩运力投放，进行价格联盟等方式努力摆脱亏损的不利状况。我们认为，集装箱船公司有望在三季度面临交易性机会。

5. 沿海运输：新增运力形势不容乐观

5.1. 进口煤炭激增导致沿海运输需求下降

我们在前面已经分析过，今年以来国际煤炭价格低于国内煤炭价格导致煤炭进口量激增，同时南方地区外向型经济受到国际金融危机冲击，煤炭消费需求本不旺盛，沿海煤炭运输需求大幅下降。1-10 月份，北方七港内贸煤炭发运量同比下降 8.7%。沿海煤炭运价也是持续低位运行。

图 21 北方七港煤炭内贸煤炭发运量



数据来源：交通运输部，安信证券研究中心

图 22 沿海运价指数 CBF1



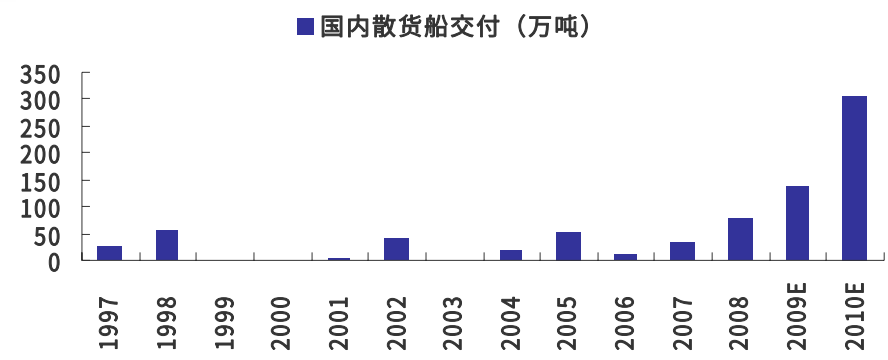
数据来源：中华航运网，安信证券研究中心

5.2. 2010 年新船运力交付创历史新高

2010 年，中国经济有望继续保持强劲的增长势头。中国在保持煤炭进口稳步增长的同时，国内煤炭消费需求也将保持加快增长，我们预计国内沿海煤炭运输需求增幅在 8% 左右。

但是，2010 年沿海运输市场将迎来运力投放的高峰期。国内沿海运输市场主力船型是 7 万载重吨以下的 handysize 和 handymax 船型，且必须是中国籍船舶才行运营。根据 Clakson 统计，2010 年，中国船东计划交付的 7 万载重吨以下散货新船为 405 万载重吨，我们假设有 25% 未能按期交付，实际交付量也达到 306 万载重吨。尽管这些船舶未必全部投放到沿海市场，但是由于 2010 年国际干散货市场本身也面临着运力供大于求的状况，如此庞大的船队将成为沿海运输市场巨大的隐患。

图 23 国内沿海散货船舶交付量



数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

我们认为，2010 年，沿海运输市场整体状况将不会比 2009 年有明显的好转。

6. 推荐油运运输，关注其他子行业的交易性机会

根据我们前面的分析，我们认为 2010 年全球海运市场整体状况比较好的将会是油轮运输行业。我们重点推荐油轮运输船公司，中海发展“买入-B”评级，同时将长航油运、招商轮船评价由“中性-B”调整至“增持-B”。同时建议关注干散货船公司在 2 季度、4 季度以及集装箱船公司在 3 季度的交易性机会。

附表 行业重点公司财务和估值汇总

公司代码	公司名称	最新评级	每股收益（元）			市盈率（x）			ROE（%）			现价
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
601919	中国远洋	中性-B	1.060	(0.550)	(0.100)	13.3	/	/	20.8%	/	/	14.08
600026	中海发展	买入-B	1.578	0.650	0.773	8.9	21.7	18.2	25.2%	9.3%	10.2%	14.10
600428	中远航运	增持-B	1.105	0.493	0.694	10.2	22.9	16.3	32.9%	13.0%	16.0%	11.29
601866	中海集运	中性-B	0.011	(0.231)	(0.051)	391.1	/	/	0.5%	/	/	4.38
601872	招商轮船	增持-B	0.359	0.189	0.262	15.7	29.8	21.5	13.1%	6.4%	8.2%	5.63
600087	长航油运	增持-B	0.370	0.173	0.357	18.3	39.1	19.0	13.2%	5.8%	10.7%	6.77

数据来源：安信证券研究中心