

中性（维持）

行业繁荣尚远、挖掘细分机会

2010 年 6 月 8 日

航运行业 2010 年中期投资策略

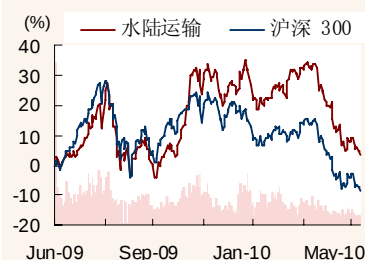
上证指数 2512

行业规模

		占比%
股票家数（只）	58	3.6
总市值（亿元）	6868	3.5
流通市值（亿元）	4903	3.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.8	-22.7	2.8
相对表现	-2.8	3.8	11.1



相关报告

- 1、招商轮船(601872)-VLCC 与 Handymax 景气驱动盈利复苏 2010/4/28
- 2、中海发展(600026)-COA 尘埃落定,运力扩张布局远洋 2010/4/7

纪敏

jimin@cmschina.com.cn
S1090208030187

我们仍然坚持在 2010 年年度策略报告中“前高后低”的观点，主要理由是 2010 年经济转向扩张概率逐步变大，而航运业在此阶段将逐步复苏，但是，随着经济的逐渐复苏，世界主要经济体的推出政策会逐步推出，以及中国房地产新政、欧债危机，我们对 2010 年下半年的航运市场持谨慎的态度，不确定性加大。

□ 长期趋势的判断：航运业仍处于调整周期

中长期来看，航运业需求将随着全球经济的好转而温和复苏，但仍将受到运力过剩和全球经济复苏出现波折的困扰。

我们对需求的判断：航运需求将随着经济的好转而复苏，相对而言这种复苏将是一种较低水平上的增长。

我们对船舶供给的判断：航运周期和造船周期的错位造成未来的一两年仍有大量运力交付。而且随着航运的逐步复苏，交付运力的正常化会进一步加重运力供给。相对以前来说，船舶供给更能随时满足需求的增长，从而抑制航运企业的收益率水平。

□ 2010 年下半年的判断：三大船型的需求面都存在不确定性

中国因素和铁矿石的季度定价模式影响干散货。我们认为，2010 年下半年中国经济将处于会出现适度紧缩，同时铁矿石的大幅涨价，在这样背景下，钢铁行业亏损近在咫尺，从而会抑制铁矿石需求。而从船舶供给的角度考虑，市场的繁荣将加速新船的交付，这个因素的影响将在 2010 年下半年逐步加深。

欧美等发达国家需求主要影响集装箱。我们认为，2010 年下半年，欧债危机增加集装箱市场的不确定。从船舶供给的角度考虑，尽管随着运输旺季和超低速航行的执行，集装箱的运力过剩得到一定缓解，但是超低速航行的执行前景本身就值得检验，集装箱运力严重过剩依然长期存在，压制企业利润的上行空间。

欧美等发达国家和新兴经济体得需求共同影响油轮。我们认为，2010 年下半年，欧债危机会使欧元区复苏出现波折，中国等新兴经济体政策退出也会逐步推出，这些都会让下半年油轮市场的不确定性增加。

我们推荐：海峡股份、中远航运、中国远洋、招商轮船。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	09PB	评级
中国远洋	9.72	-0.74	0.35	0.41	-	27.8	2.8	审慎推荐-A
中远航运	7.74	0.1	0.26	0.58	77.4	29.8	2.9	审慎推荐-A
招商轮船	4.42	0.1	0.29	0.33	44.2	15.2	1.8	审慎推荐-A
长航油运	5.36	0	0.27	0.31	-	19.9	2.7	审慎推荐-A
海峡股份	41.42	0.87	0.9	1.2	47.6	46.0	3.6	审慎推荐-A
中海集运	3.64	-0.55	0.1	0.28	-	36.4	4.5	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、航运业所处的经济背景	4
1、世界经济复苏明显分化	4
2、债务危机风险凸现	4
3、中国经济持续强劲增长，但是势头正在放缓	4
二、航运市场基本面探讨：干散货远洋运输	5
1、铁矿石：中国需求是主要拉动因素	5
2、煤炭：影响干散货市场的第二大货种	7
3、谷物：需求维持平稳	9
4、运力供给分析：运力交付将逐步正常化	9
5、市场趋势判断：2010年下半年不确定性加大	9
三、航运市场基本面探讨：沿海干散货运输	10
四、航运市场基本面探讨：油轮运输	11
1、石油需求回升明显，下半年需求可能放缓	11
2、运力分析：并不乐观	13
3、我们的期待	13
五、航运市场基本面探讨：集装箱班轮	15
1、集装箱运输市场需求分析：班轮业需求增长迅速	15
2、集装箱运力供给分析：运力持续增长	17
3、集装箱市场现状：盈利趋势仍不容乐观	17
六、投资策略：下半年三大船型需求不确定性比较大	18
1、三大船型下半年不确定性和机会并存	18
2、重点公司点评	19

图表目录

图 1: 欧元区 PMI 小幅回落	4
图 2: 中国 PMI 小幅回落	5
图 3: 国际钢材价格指数变化情况	6
图 4: 中国钢材价格指数的变化情况	6
图 5: 中国钢材社会库存变化情况	6
图 6: 中国主要港口铁矿石库存的变化情况	7
图 7: 印度 63.5% 现货到岸价格变化情况	7
图 8: 我国主要煤炭进口来源地占比情况	8
图 9: 澳大利亚 BJ 现货交易价格	8
图 10: 秦皇岛煤炭价格和库存的变化情况	8
图 11: 谷物海运量变化	9
图 12: 干散货远洋运输指数变化情况	10
图 13: 中国沿海运输的运价变化情况	11
图 14: 广州港口煤炭库存情况	11
图 15: OECD 领先指标	12
图 16: 中国汽车销量数据	12
图 17: IEA 预计 2010 年中国原油季度性需求	12
图 18: IEA 预计 2010 年全球季度性石油需求	13
图 19: OPEC 原油产量	14
图 20: 全球石油供应	14
图 21: 波罗的海油轮运输指数	15
图 22: 欧洲航线	16
图 23: 地中海航线	16
图 24: 美东航线	16
图 25: 美西航线	16
图 26: 日本航线	17
图 27: 澳新航线	17
图 28: 中国出口集装箱运输指数走势	18
图 29: 集装箱租船指数走势	18
表 1: 全球干散货船队交船预期表	9
表 2: 全球油轮船队供给情况	13
表 3: 全球集装箱船队供给情况	17

一、航运业所处的经济背景

1、世界经济复苏明显分化

金融危机以来，美欧两大世界经济强劲复苏，但是基础仍然薄弱。目前呈现出一个显著特点，就是新兴经济体复苏强劲，发达经济体复苏乏力。

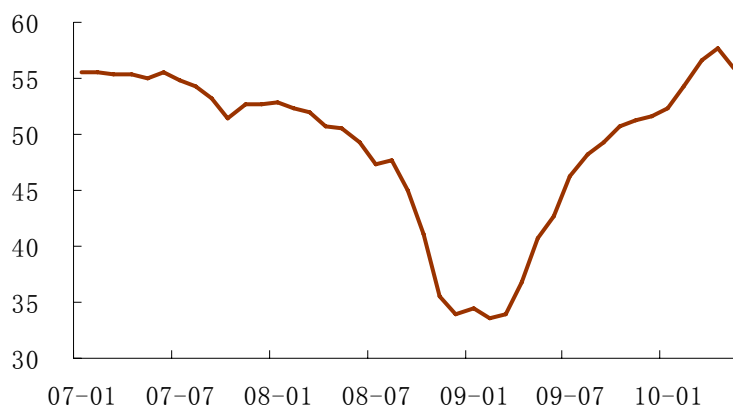
在发达国家内部，经济复苏也出现明显分化，美国经济走势要好于欧洲和日本。根据国际货币基金组织的预测，美国经济今明两年增长率分别为 3.1% 和 2.6%；日本为 1.9% 和 2.0%；英国为 1.3% 和 2.5%；加拿大为 3.1% 和 3.2%。受债务问题困扰的欧元区成为世界经济最大拖累。去年该地区经济下滑了 4.1%，今年增长率只有 1.0%，明年也不过为 1.5%。

而根据世界银行的预测，发达国家去年经济萎缩 3.3%，今年预计增长 2.2%；新兴和发展中经济体去年经济增速为 1.6%，今年预计可达到 5.9%。新兴经济体已成为世界经济复苏的主要推动力。

2、债务危机风险凸现

世界经济复苏进程难免波折，当前一大挑战是部分国家面临的主权信用危机，最突出的例子就是希腊。7500 亿欧元救援计划只是将短期急促的压力转换成为中期力度稍缓的压力，欧洲债务危机远未结束。从根本上解决欧洲债务危机的唯一有效的方法是紧缩财政，这将压制欧元区中短期经济增长。

图1：欧元区PMI小幅回落

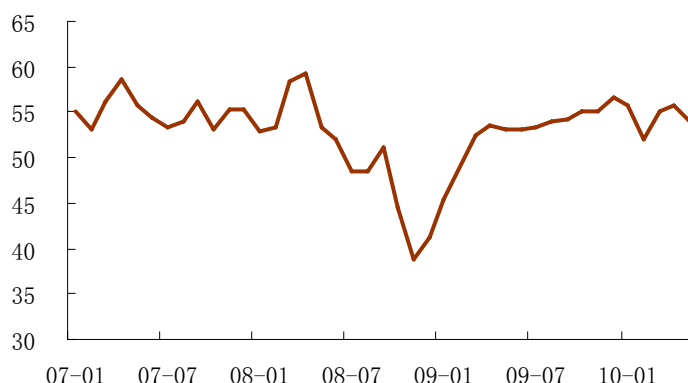


来源：Wind，招商证券研发中心

3、中国经济持续强劲增长，但是势头正在放缓

今年一季度，房地产和基础建设活动保持强劲增长，内需活跃，出口反弹，中国经济继续复苏，一季度 GDP 同比增长了 11.9%，工业销售和利润快速增长。但是，随着二季度，CPI 快速增长，政府的货币政策逐步收紧，多次上调存款准备金，基础建设相关的投资增长大幅回落，同时，政府宣布了新一轮的房地产调控政策，以抑制大城市房价过快的上涨，避免出现全面的房地产泡沫。

图2：中国PMI小幅回落



来源：Wind, 招商证券研发中心

二、航运市场基本面探讨：干散货远洋运输

目前, 我们仍然坚持 2010 年年度策略报告对干散货的观点是: “干散货市场前高后低”。2010 年 1-5 月份, BDI 上涨 29.9%, BCI 上涨 24.3%, BPI 上涨 11.1%, BSI 上涨 34%, 涨幅都比较明显, 不过随着宏观环境的变化, 下半年干散货市场的不确定性逐渐加大。下面我们将对主要货种的供需形势进行分析。

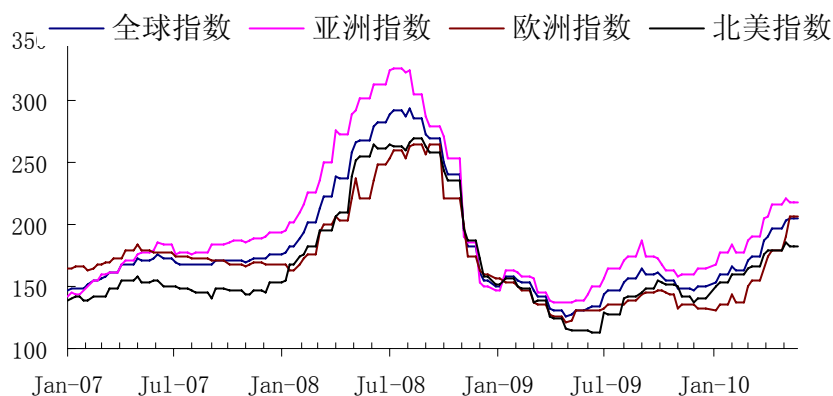
1、铁矿石：中国需求是主要拉动因素

目前世界铁矿石海运量中 90%以上集中在中国、欧盟、日本和韩国。中国从 2003 年起超过欧盟成为世界最大的铁矿石进口国, 2004 年占世界铁矿石海运量的 30%以上, 2009 年预计超过世界铁矿石海运量 60%。从 2001 年到 2007 年这 7 年时间内, 中国进口铁矿石增量为全球增量的 90%以上, 增速维持在 20%以上。2008 年增速有所回落, 但仍将维持在 15%左右; 2009 年, 增速达到 30%以上; 2010 年, 预计我国铁矿石进口增速仍将维持在 7%左右的增长水平, 受铁矿石指数定价的影响, 呈现前高后低态势。

(1) 钢材：国际钢材价格平稳，国内需求放缓，未来不确定性增大

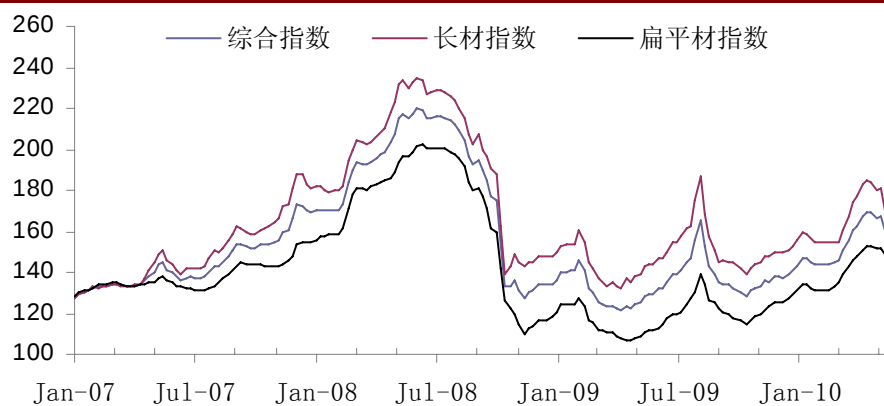
2010 年 1-5 月份, 国际钢材价格上涨明显, 全球市场、亚洲市场、欧洲市场、北美市场的价格指数分别上涨 33.8%, 29.2%, 58.8%, 21.8%, 但是随着欧债危机可能引发的欧洲进一步的紧缩政策, 1-5 月份涨幅最大的欧洲市场的需求会进一步放缓, 再加上中国对房地产市场的调控政策以及基础建设投资增幅的下降, 下半年全球钢材市场的需求会明显放缓。

图3：国际钢材价格指数变化情况



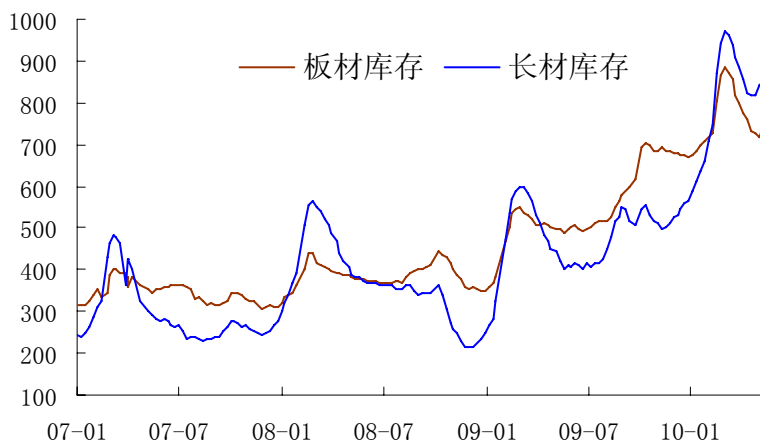
来源：Mysteel, 招商证券研发中心

图4：中国钢材价格指数的变化情况



来源：Mysteel, 招商证券研发中心

图5：中国钢材社会库存变化情况



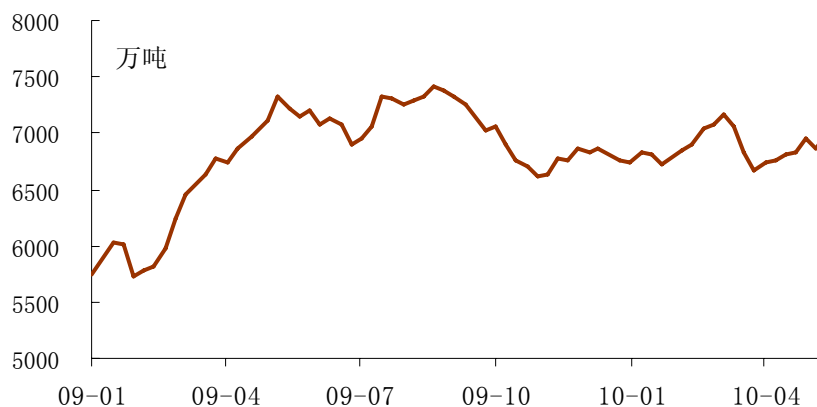
来源：Mysteel, 招商证券研发中心

(2) 铁矿石：季度定价增加下半年的不确定性

据中国海关统计，2010年1-4月，中国进口铁矿石2.1亿吨，同比增长11.6%。

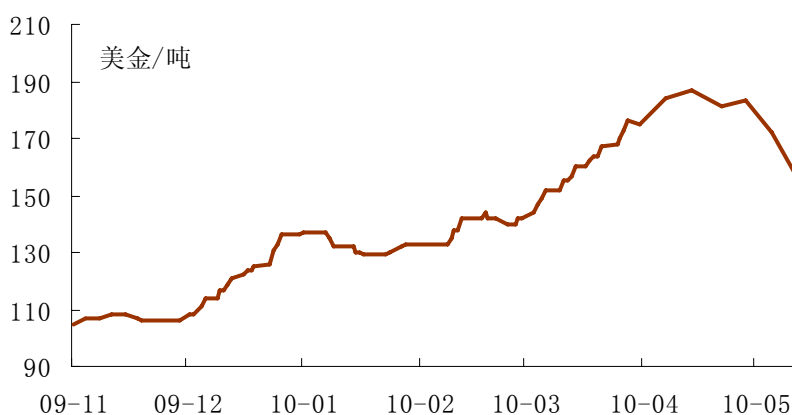
但是根据目前的指数定价的原则，基于新的季度定价体系（第三季度的铁矿石价格将基于3-5月份的现货指数均价而定），三季度铁矿石价格将较二季度继续上涨。经测算，按照普氏指数（主要以折算为品位62%的青岛港的铁矿石现货价格为基准），3-5月份铁矿石离岸均价大约在140美金/吨左右，这一价格若真的实施，将再次刷新协议矿的最高纪录，考虑钢材需求进一步放缓，钢材价格出现回调，部分钢企重新陷入亏损近在咫尺。

图6：中国主要港口铁矿石库存的变化情况



来源：Unmetal, 招商证券研发中心

图7：印度63.5%现货到岸价格变化情况



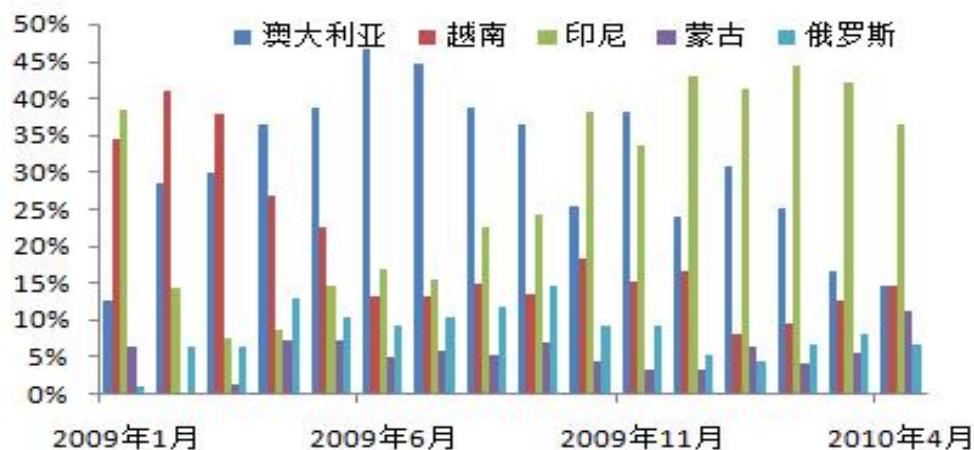
来源：Unmetal, 招商证券研发中心

2、煤炭：影响干散货市场的第二大货种

我们预计2010年全球煤炭海运量预计为8.2亿吨，净增量在1800万吨左右，增长3.8%左右，增幅有限，不过在一定时期对巴拿马船型产生一定的支撑作用。

中国进口煤炭对干散货运输市场的贡献在后半年可能会减弱。据海关统计，2010年1-4月份，中国进口煤炭5799万吨，同比增长154%，但是中国的进口来源地发生了很大的变化，蒙古和俄罗斯的进口煤炭在逐渐增加，这两个国家对干散货航运市场贡献度不大。由于澳大利亚进口煤炭的到岸价格与国内价格相比，优势不明显，所以2010年下半年，中国从澳大利亚进口煤炭可能对航运市场的刺激因素不是很明显。

图8：我国主要煤炭进口来源地占比情况



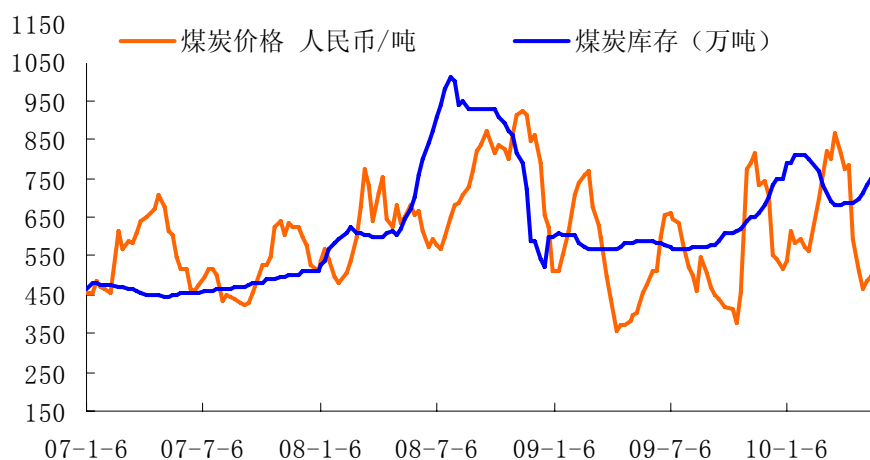
来源：Unmetal, 招商证券研发中心

图9：澳大利亚BJ现货交易价格



来源：中国煤炭资源网, 招商证券研发中心

图10：秦皇岛煤炭价格和库存的变化情况

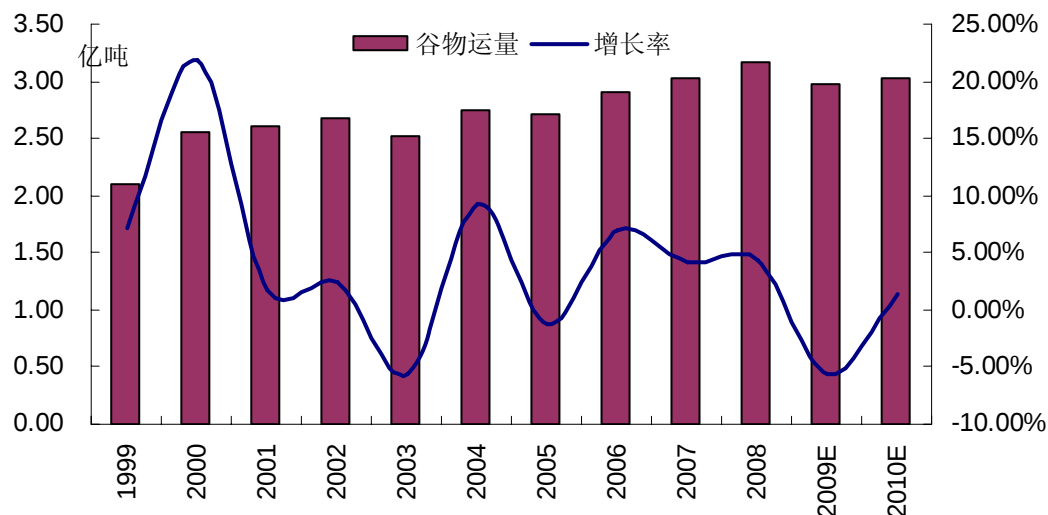


来源：中国煤炭资源网, 招商证券研发中心

3、谷物：需求维持平稳

谷物运量增长幅度相对平缓，但其具有很强的季节性特点，在特定季节对巴拿马船型和灵便型船产生较大影响。

图11： 谷物海运量变化



来源：IMF、招商证券

4、运力供给分析：运力交付将逐步正常化

从Clarkson的统计来看，2009年运力交付比2008年末增长9%，比年初的预期大幅减小了，显示大量的运力交付被推迟了。随着BDI的回升，我们预计运力的交付将逐步正常化，从而导致2010年后期的实际运力交付可能大大增长。我们目前预计2010年运力增长将达到13%以上。

表1：全球干散货船队交船预期表

单位：百万 DWT	06 年	07 年	08 年	09 年	2010 年 6 月 1 日	10 年
干散货船队（年末）	372.8	398.5	422.6	461.9	486.7	521.9
新增运力	26.3	25.7	24.1	39.3	24.8	60.0
年度增长	7.0%	6.9%	6.0%	9.0%	5.1%	13%

来源：Clarkson，招商证券

5、市场趋势判断：2010年下半年不确定性加大

对于干散货市场，我们仍然坚持年初提出：“前高后低”的看法，2010年上半年，随着全球经济的加快复苏，全球钢材需求复苏明显，进而拉动了铁矿石需求的快速增长，短期BDI大幅反弹。

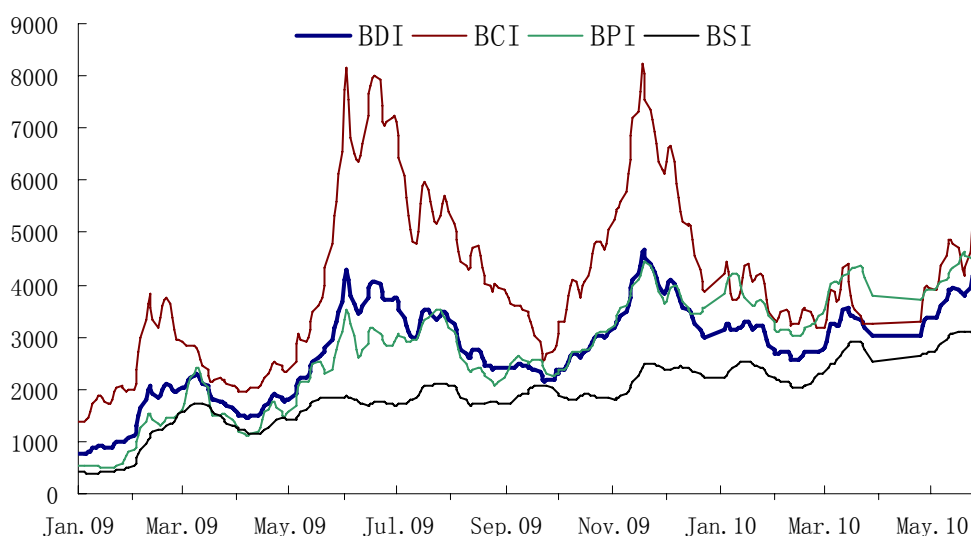
但是从5月份以来，中国实行的房产新政，欧元债务危机的扩大带来的紧缩预期以及铁矿石的季度定价模式，BDI的反弹持续性值得观察，下半年干散货市场的不确定性增强。

而且，随着 BDI 反弹，新增运力会释放速度加快，运力的过剩将最终导致 BDI 的上行空间被压制。

从对干散货市场影响最大的铁矿石情况看：1、随着指数定价的实施，三季度铁矿石价格会进一步上涨，涨幅达约在 30%左右，4-5 月份 BCI 的大幅上涨正是对此预期的消化，二季度较高的铁矿石进口量会进一步减弱钢厂三季度高价进口铁矿石的动力；2、国内钢材价格在房地产新政的影响下不断回落，社会库存高位盘整，国内钢厂的盈利空间已经非常狭窄，三季度钢厂面临亏损的概率非常大；基于以上两个因素来看，下半年铁矿石运输市场难言乐观。

总之，对 2010 年下半年，我们认为还是不确定性加大。

图12：干散货远洋运输指数变化情况

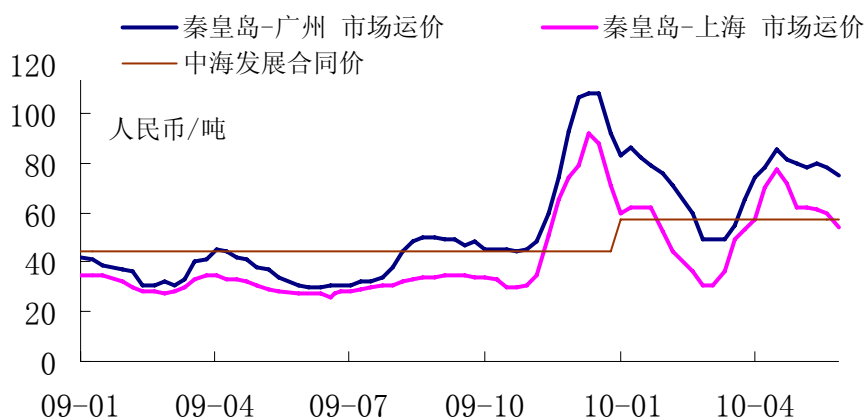


来源：Clarkson，招商证券研发中心

三、航运市场基本面探讨：沿海干散货运输

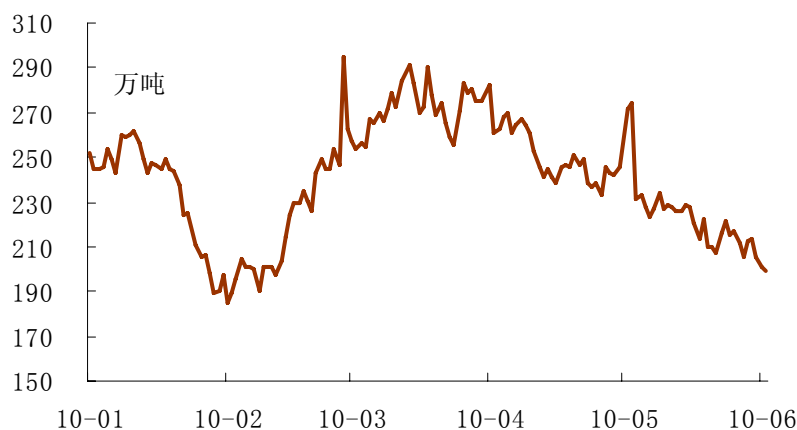
2010 年上半年，尤其是 3-4 月份，受南方旱情导致的水电发电紧张、世博会的召开和夏季用电高峰到来前的电厂储煤的影响，北煤南运的内贸运输非常活跃，3-5 月份秦皇岛到华东和华南的运价始终高于中海发展的合同价。不过随着淡季的来临，沿海运输运价逐渐回落，2010 年下半年，我们认为沿海运输价格会随着季节变化在中海合同价上下波动，全年稳中有升。

图13: 中国沿海运输的运价变化情况



来源: 中国煤炭资源网, 招商证券研发中心

图14: 广州港口煤炭库存情况



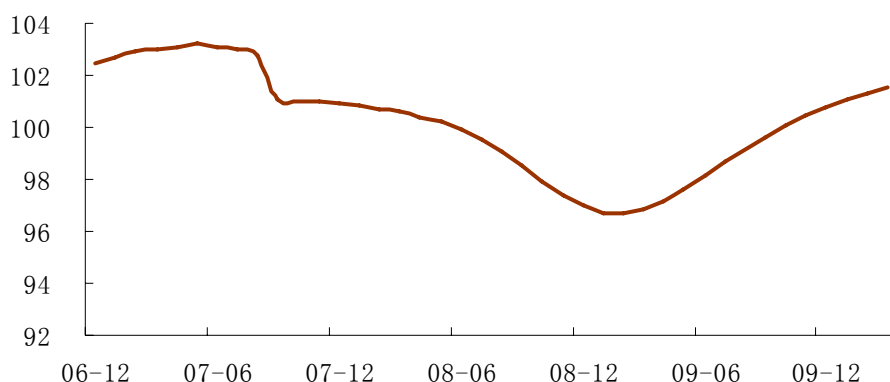
来源: 中国煤炭资源网, 招商证券研发中心

四、航运市场基本面探讨：油轮运输

1、石油需求回升明显，下半年需求可能放缓

发达经济体的需求逐步回升，回升速度放缓 从OECD领先指标来看，已经在09年年初见底，从历史规律来看，OECD领先指标领先OECD国家的工业产值6个月，2010年上半年，发达经济体的经济出现快速回暖，带动石油需求逐步回升，但是目前随着全球经济的不确定性加大和欧债危机的扩大化，石油需求已经开始放缓。

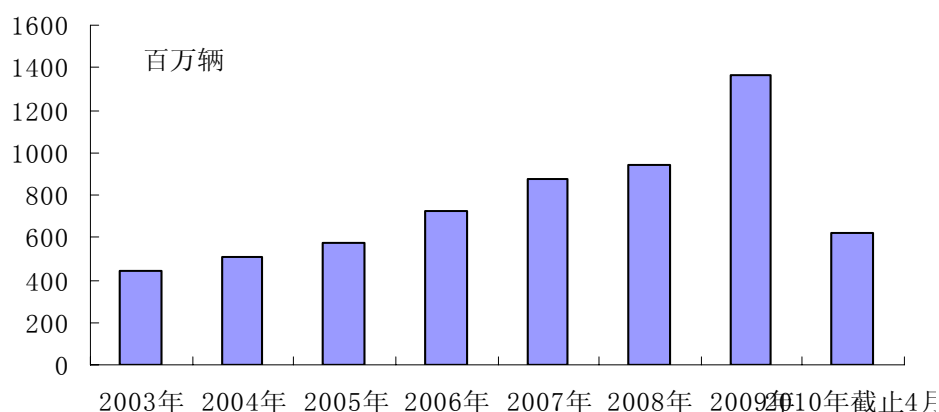
图15: OECD领先指标



来源: Wind, 招商证券研发中心

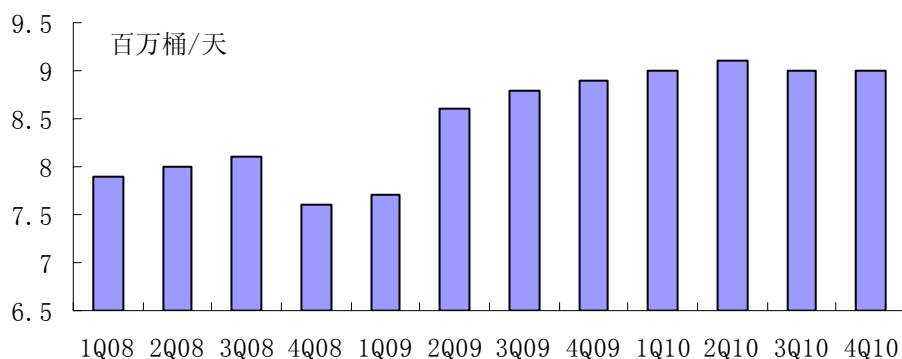
中国的需求上半年继续强劲, 下半年增长放缓 2010年上半年, 中国的汽车销量数据继续保持强劲的增长, 1-4月份累计工业增加值同比增长19.1%。一季度全国成品油销售量同比增长24.3%, 一季度共进口原油5,668万吨, 同比增长39%。但是随着中国房地产新政的实施, 投资增速放缓给下半年的原油需求增加了不确定性。

图16: 中国汽车销量数据



来源: Wind, 招商证券研发中心

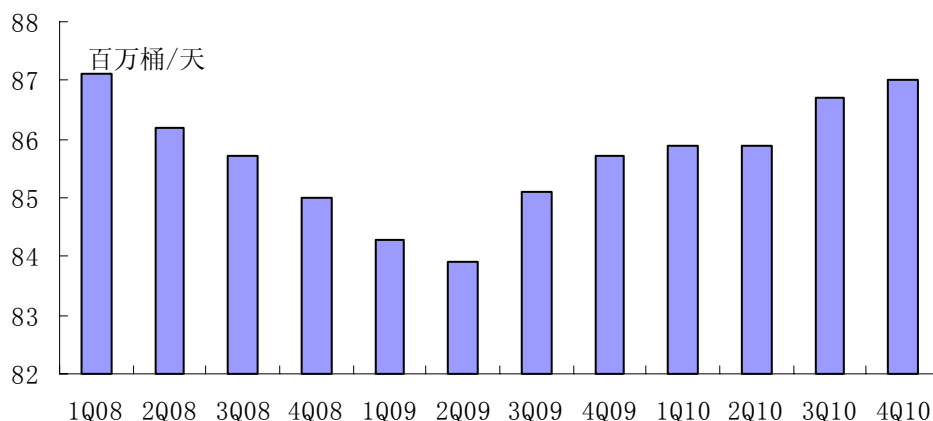
图17: IEA预计2010年中国原油季度性需求



来源: Wind, 招商证券研发中心

国际能源署开始下调预期 国际能源机构 12 日将 2010 年全球石油需求预期调低至日均 8,638 万桶, 相比 4 月日均调低 22 万桶, 相比 2009 年日均增 160 万桶。这是 IEA 近一年内首次大幅调低预期, 但是从下图可以看出, 国际能源署对下半年经济持续复苏下原油需求的增幅仍然保持乐观。

图18: IEA预计2010年全球季度性石油需求



来源: IEA, 招商证券研发中心

2、运力分析: 并不乐观

根据 CLARKSON 最新的统计, 10 年、11 年油轮市场将迎来运力交付的高峰期。运力增速在 2010 年和 2011 年都将超过 10%。总体看, 运力增长预计仍将超过市场需求。

表 2: 全球油轮船队供给情况

单位: 百万 DWT	06 年	07 年	08 年	09 年	2010 年 前 4 月	10 年 E	11 年 E
油轮船队 (年末)	364.4	384.0	407.7	433.4	439.8	479.0	538.5
其中: 单壳	91.3	82.2	67.7	50.4	43.1		
双壳	271.6	302.5	338.7	385.0	399.2		
单壳占比	33.6%	27.2%	20.0%	13.1%	10.8%		
新增运力						45.6	59.5
年度增长	5.86%	5.38%	6.17%	6.30%	1.48%	10.52%	12.42%

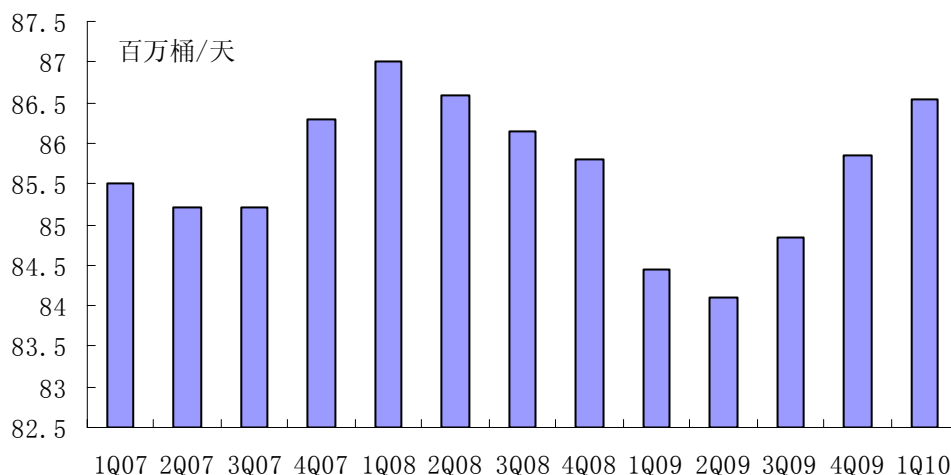
来源: Clarkson, 招商证券

3、我们的期待

(1) 原油产量的回升

随着全球经济的复苏, 原油供应可能会呈现逐步回升的过程。目前全球石油供应仍处在较低的水平。09 年 3 月份, OPEC 的产量最低跌到了 28 百万桶/日, 而后有所反弹, 但最近四个季度, OPEC 的产量基本保持在 28.4-29.1 百万桶/日这一区间。产量并没有随油价上升出现大幅的反弹。

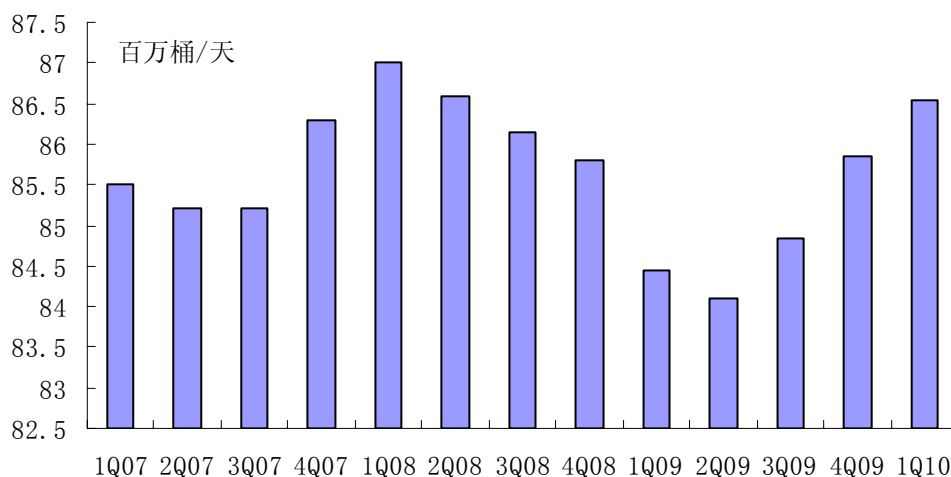
图19: OPEC原油产量



来源: 招商证券研发中心

全球石油供应增长迅速 随着油价出现大幅的回升, OPEC 以外的石油产区产量增加明显, 全球一季度的产量已经达到 86.6 万桶/日的水平。

图20: 全球石油供应



来源: 招商证券研发中心

(2) 供需以外的因素

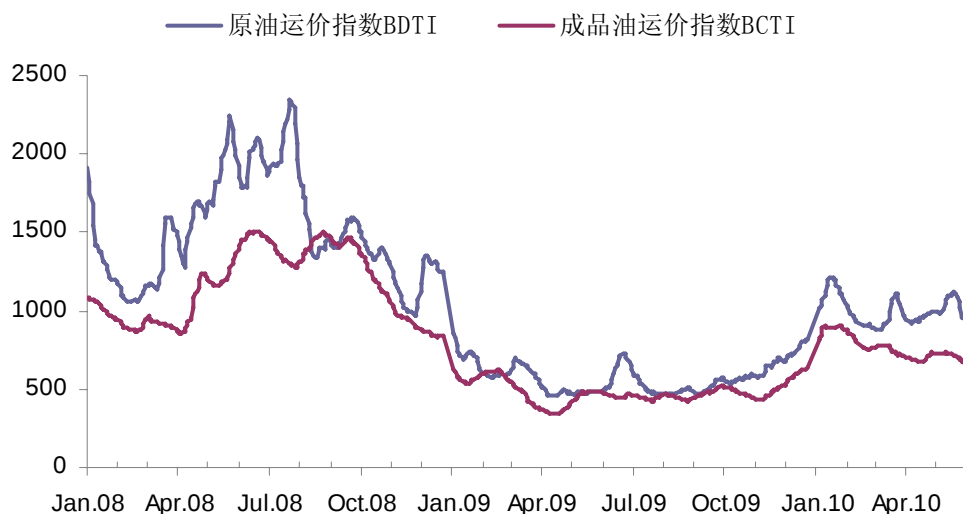
油运市场通常受地缘政治、气候等诸多突发性短期因素影响比较大, 比如 BP 墨西哥湾漏油事件、朝鲜半岛的紧张局势进一步升级、伊朗核问题、委内瑞拉减少对美国石油出口等, 美国季节性的飓风天气、2006 年暖冬等均对油运市场产生了重大影响。以 VLCC 为例, 其日租金正常波动幅度就可以在几万美元/天, 到 10 几万美元/天之间。遇到特殊的情况则波动幅度更高。目前虽然市场运力相对整体需求而言是有所过剩的, 但在局部市场, 经常出现运力的短缺现象。

未来会否出现一些这类短期因素, 并对油运市场产生积极影响是后面的看点。

总的来说, 2010 年上半年油运市场回升明显, 下半年的情况很大程度取决于新兴市场

经济（以中国和印度为首的经济体）的发展速度和欧元区债务危机的影响程度。

图21: 波罗的海油轮运输指数



来源: Bloomberg、招商证券研发中心

五、航运市场基本面探讨：集装箱班轮

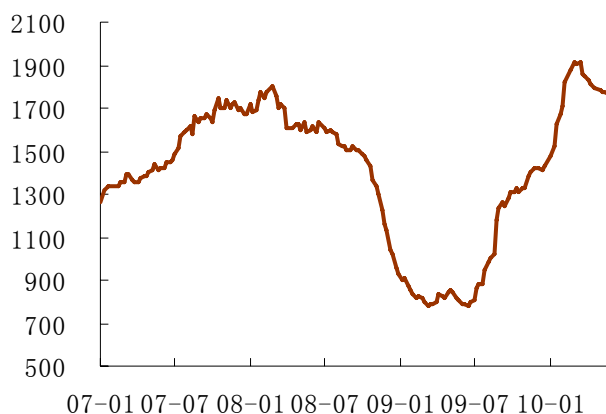
1、集装箱运输市场需求分析：班轮业需求增长迅速

2008 年全球集装箱运量增长率为 7.2%，增幅结束了连续多年 10% 以上的增长。而 2009 年增长率更是出现前所未有负增长。目前，权威机构 Clarkson 预计 2010 年全球集装箱贸易增速可达到 8.8%，大大超过年初有关专业机构 3~4% 的增幅预测。下面我们按照各个航线来分析需求的复苏情况。

(1) 欧洲/地中海航线

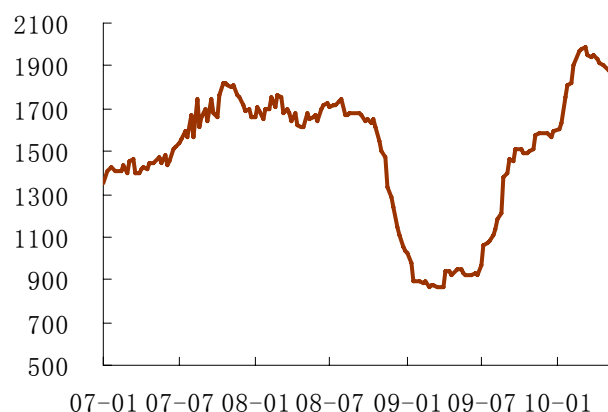
2010 年 1-5 月份，欧洲、地中海航线需求增长明显，运输需求持续攀升，舱位呈现紧张态势，市场运价基本稳定。随着传统夏季运输旺季的来临，船公司运价调涨计划纷纷出台。但是，尽管货量的增长明显好于去年同期，可市场运力目前的供不应求状态仍是受惠于船公司缩减运力的举措。船公司倘若运力投入过快，加上“欧债危机”对欧洲市场的负面影响可能在下半年显现，第三季度欧洲航线的供求平衡极有可能再度被打破。

图22: 欧洲航线



来源: CEIC, 招商证券研发中心

图23: 地中海航线

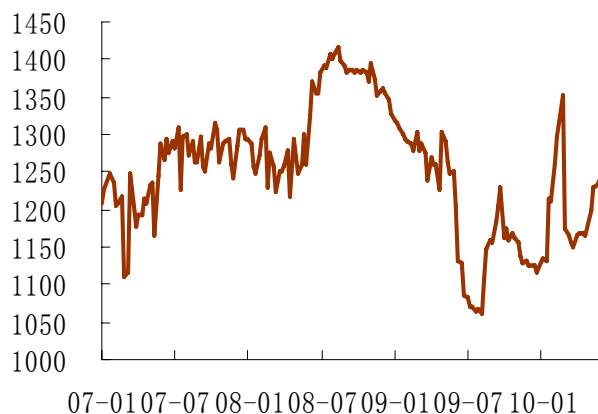


来源: CEIC, 招商证券研发中心

(2) 美东/美西航线

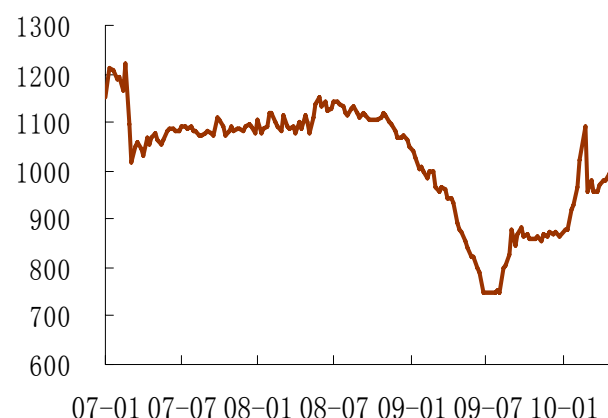
2010 年 5 月份以来, 北美航线, 近期行情一路看涨, 市场运价随着运输需求的上升水涨船高。中美集装箱年度协议价格: 美西、美东基本港市场运价 (海运及海运附加费) 分别为 2300 美元/FEU、3400 美元/FEU, 这一协议运价高于年初美西 2000 美元/FEU 的预期。尽管泛太平洋航线上的运力供给陆续放宽, 但集装箱的不足成为了另一个限制运力有效规模增加的因素。据悉, 有船公司已经准备开征紧急提箱费, 幅度约为 400 人民币/FEU。

图24: 美东航线



来源: CEIC, 招商证券研发中心

图25: 美西航线



来源: CEIC, 招商证券研发中心

(3) 澳新/日本航线

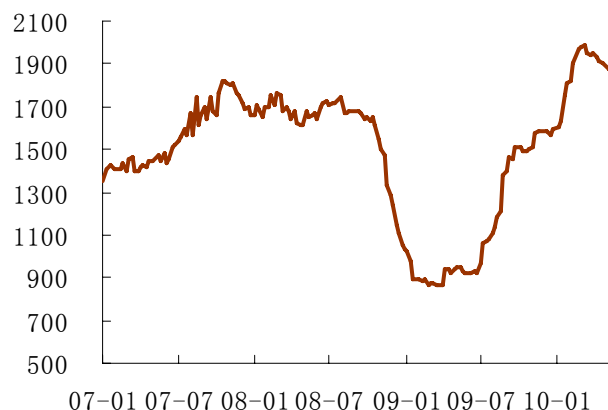
2010 年 1-5 月份, 澳新航线货运量增长明显, 运输价格一路走高, 而日本航线, 成为近期少数身处淡季的航线, 上海港船舶平均舱位利用率不足 70%, 但市场运价依旧保持稳定。

图26: 日本航线



来源: CEIC, 招商证券研发中心

图27: 澳新航线



来源: CEIC, 招商证券研发中心

(4) 波斯湾航线

2010年1-5月份, 波斯湾航线表现突出, 极为紧张的舱位推动市场运价上涨。6月15日起, 船公司还将征收旺季附加费150美元/TEU。

2、集装箱运力供给分析: 运力持续增长

随着航运市场的逐渐复苏, 各大船公司正在逐步恢复运力。过去6个月内, 全球闲置集装箱船规模已减少了将近100万TEU, 根据法国航运咨询机构Alphaliner的数据, 截至5月24日, 闲置集装箱船运力共计54.9万TEU, 而去年12月初的数字高达152.2万TEU。随着航运旺季的到来, 预计到6月底, 全球闲置运力可能进一步降至45万TEU。但另一家研究机构SeaAxis也指出, 班轮公司必须注意释放航线运力的速度, 从中找到平衡点, 否则有可能"搬起石头砸自己的脚"。同时, 旺季过后的运力过剩随着大量运力的交付又会显现。

表3: 全球集装箱船队供给情况

单位: 千TEU	06年	07年	08年	09年	2010年 5月1日	10年E	11年E
集装箱船队	9469	10777	12149	12901	13238	14471	16079
新增运力						1570	1608
年度增长		13.8%	12.8%	6.2%	2.6%	12.2%	11.1%

来源: Clarkson, 招商证券

3、集装箱市场现状: 盈利趋势仍不容乐观

随着欧美经济的回落, 预计集装箱班轮公司在明后年将面临较大的盈利压力。

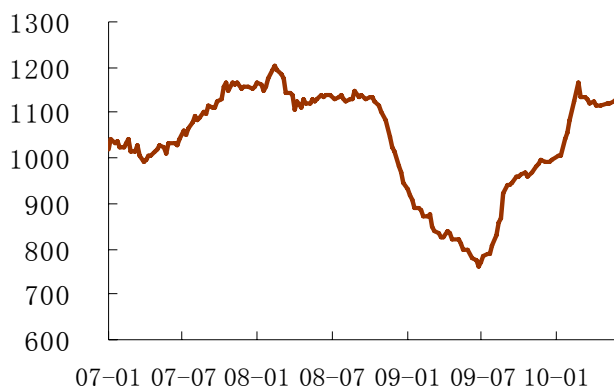
中国出口集装箱运输指数: 开始回升, 显示中国出口开始好转。

但是我们关注另一个指标, 我们就会发现行业并未出现明显的回升迹象。国际集装箱租船指数(HRCI), 显示的是国际船公司之间或者是船公司和大客户之间的租赁价格。该

指数可以作为班轮市场价格走势的先行指标。08年4月份开始，该指数结束了连续一年多来的上涨态势，开始持续走低，目前该指数已跌破330点。过去的一年该指数都在持续下跌，仍未出现见底迹象。

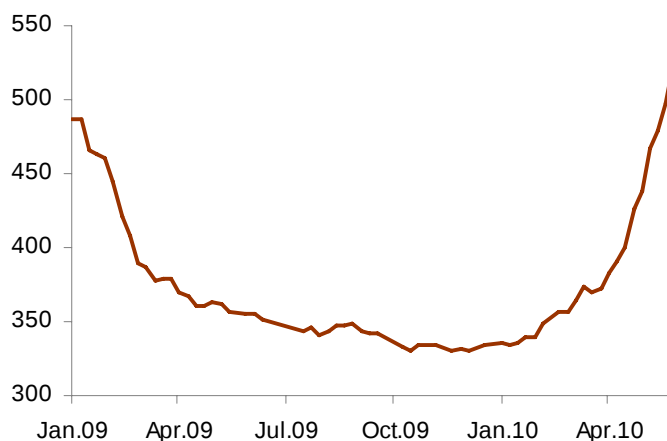
集装箱行业有其自身的一些特点，这是制约行业的赢利能力的根本。集装箱行业是讲究覆盖和占有率，要在这个行业立足必须不断扩充运力提高市场覆盖，否则就会被淘汰。因此从航运企业的角度来说，不扩充运力，就会被市场淘汰；而大家都扩充运力必然造成行业的运力过剩。可以看到的是，过去几年里年集装箱航运需求一直保持较高的增长，但是集运公司普遍盈利不佳，和其自身特征不无关系。

图28：中国出口集装箱运输指数走势



资料来源：上海航交所、招商证券

图29：集装箱租船指数走势



资料来源：中贸物流网、招商证券

六、投资策略：下半年三大船型需求不确定性比较大

1、三大船型下半年不确定性和机会并存

干散货市场：我们认为，2010年1-5月份，中国经济和全球经济强劲复苏，在此刺激下，全球钢铁行业逐渐走出低谷，同时在铁矿石谈判机制改变的刺激下，2010年1-5月份，全球铁矿石贸易量大幅增长。但随着中国经济下半年增速预期放缓，欧洲债务危机引发的紧缩政策，以及铁矿石价格的持续上涨，将进一步抑制需求。而从船舶供给的角度考虑，市场的繁荣将加速新船的交付，这个因素的影响将在2010年下半年逐步加深。

油轮市场：我们认为，2010年1-5月份，欧美等发达国家经济进入快速复苏期，在这个经济阶段，油轮的需求开始显著回升。但是同样受到中国经济下半年增速预期放缓，欧洲债务危机引发的紧缩政策，全球下半年对原油的需求可能会有所放缓。而从船舶供给的角度考虑，2010年下半年，单壳船淘汰将减少一部分运力，这会对油轮市场产生一定的积极作用。总的来说，在2010年1-5月份油轮市场大幅回升的情况下，下半年继续上涨的空间已经被宏观环境所压制。

集装箱市场：我们认为，2010年1-5月份，尤其是春节过后，随着欧美经济的强劲复苏，集装箱市场出现了“淡季不淡”，尤其是最近进入集装箱运输旺季，欧洲/地中海航线、北美航线、波斯湾航线等运价大幅上涨。但是下半年集装箱市场的不确定性增多，外部环境：欧洲债务危机引发的紧缩政策，欧元对人民币的大幅贬值，在一定程度上会

压制中国对欧洲的出口；内部方面：船舶的超低速航行始终是一把悬在“集装箱运力”头上的一把剑。而从船舶供给的角度考虑，2010年下半年，随着运价的回升，集装箱运力的释放回进一步加快，这点会在集装箱运输淡季暴露的更加明显。总的来说，集装箱运输市场下半年的情况可能会出现航线的分化情况，欧洲/地中海航线不确定性增大，而北美航线、波斯湾航线、亚洲内航线以及国内航线应该保持平稳，但是上升空间有待观察。

2、重点公司点评：

（1）海峡股份：“国际旅游岛”战略上升到国家战略

- **公司是海安航线垄断性龙头企业。**公司作为海南省最大的拥有客滚运输资质的国有控股公司，上市后融资进一步增强了企业的资金优势，在政府的支持下，进一步整合海安航线可以进一步增强企业的核心竞争力。
- **大股东良好的资产状况。**公司的大股东作为海南省重点企业，在码头建设和物流园开发方面有很强的竞争力，为公司将来的多元化发展提供了良好的环境。
- **未来西沙航线增厚公司业绩。**公司作为海南省唯一有希望经营西沙航线的企业，一旦该航线落实，会明显增厚公司业绩。
- **公司外延式发展计划打开公司的盈利空间。**码头物流业务，码头免税店的业务等。
- **公司的盈利预期：我们保守预计公司 2010 年 EPS 将达到 0.80 元。**

（2）中国远洋：业务有望全面复苏

- 中长期来看，中国远洋所从事的干散货航运和集装箱航运业需求将随着全球经济的好转而复苏，但仍将受到运力过剩和激烈竞争的困扰。
- **2010 年全年干散货业务：**尽管 2010 年下半年干散货市场不确定性增大，但是，我们仍然预计 2010 年 BDI 均值维持在 3300-3500 点水平，公司干散货业务综合盈利值得期待。
- **2010 年上半年集装箱业务扭亏为盈，全年集装箱业务扭亏为盈值得期待** 公司根据各个航线的情况，合理布局了运力分配，充分享受了集装箱运输市场的大幅反弹，在下半年不确定性增强的前提下，公司加强了大客户的长期合作，保持运输需求的稳定，因此，我们判断公司集装箱业务在 2010 年有可能扭亏为盈。
- **公司的盈利预期：我们保守预计公司 2010 年 EPS 将达到 0.40 元。**

（3）中远航运：航运业内长期最看好的公司

- 我们认为中远航运是航运业内最有特色，业绩抗波动性最强的上市公司。理由主要是以下三点：
- 公司的半潜船、重吊船处于航运干货市场的最高端，由于未来运力交付较少，市场仍将处于相对景气状况。
- 公司杂货船和多用途船的回程货受 BDI 直接影响，干散货市场走强，公司可以直接

受益。

- 中国原油设备和机械设备出口将有望逐步改善。公司的多用途船将明显受益。

（4）招商轮船：从事油轮和干散货运输的低估值品种

- **公司主要经营油轮和干散货业务。**随着欧美经济的回暖，油轮业务的景气回升可能正逐步加大，我们预计 2010 年 WS 回升幅度在 20%左右。而且，2010 年公司油轮有效运力的增长将达到 30%以上，这将进一步推动公司业绩回升。
- **公司 2010 年业绩回升明显** 2010 年上半年，油轮市场景气明显回升，加上公司可用运力在大幅增加，公司油轮业绩明显好转。干散货市场同样回升明显，加上 2009 年较低点位锁定的运力回归，干散货业绩也出现明显好转。展望 2010 年下半年，尽管不确定增加，但是公司稳健的风格和作为原船东，较强的抗风险能力，公司全年业绩大幅回升值得期待，同时，公司估值水平位于同业上市公司低端。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛，北京大学光华管理学院，管理科学与工程方向硕士，中国科学技术大学，管理科学与工程专业学士，五年交通运输行业工作经验，目前为招商证券交通行业研究员。联系方式：电话：010-88087418；电邮：changt@cmschina.com.cn

纪敏，男，1998-2005，复旦大学计算机科学技术专业学士、硕士。2005 年加盟招商证券，现为招商证券交通行业研究员，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。