

整体平淡，局部闪光

——航运业 2010 年下半年投资策略

航运行业

评级：中性（维持）

深度报告

2010 年 7 月 1 日 星期四

航运港口行业

张辉

010-59707111

zhangh@longone.com.cn

执业证书编号：S0630210010146

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

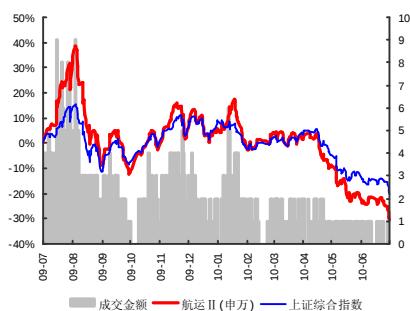
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
长航油运	600087	买入
中海发展	600026	买入
中远航运	600428	买入
招商轮船	601872	增持
中国远洋	601919	中性
中海集运	601866	中性

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-10.12	-2.65
3 个月	-31.47	-8.61
6 个月	-34.18	-7.37

行业相对上证综指走势图



相关报告:

- 1.《中期趋势性买入油运股---航运业 09 年下半年投资策略》 09.06.22
- 2.《关注油运复苏，等待估值回归---航运业 2010 年投资策略》

09.12.08

投资要点

- q 运价恢复是上半年航运市场的主基调。上半年航运市场整体向好，干散货运输市场景气度高位延续，油运市场 VLCC 运价大涨，集运市场甚至出现超预期繁荣。我们将上半年的行业表现定义为周期底部反弹，其背后的推动力量除经济复苏带动的需求强劲外，船东人为控制运力供给的作用亦不容忽视。
- q 下半年航运市场或将分化，但长期震荡趋势不改。我们认为，油运在下半年仍有望维持强势，而干散货运输、集运则将分别因地产调控政策及欧洲债务危机有所削弱。从中长期角度看，船东预期因运价回升逐步转向乐观，在各种力量博弈下航运市场的大趋势仍是震荡。相对的，我们看好特种杂货运输市场的发展前景。
- q 上半年板块表现与运价明显背离。尽管运价向上，但航运股二级市场表现却令人沮丧。板块不仅大幅下跌，并且弱于指数。这固然可以归咎于对下半年不乐观的运价预期，但我们认为更重要的问题在于 A 股市场系统性的疲弱。
- q 整体平淡，局部闪光。从基本面角度看，航运股并不性感，加之 A 股市场整体因受经济二次探底的担忧而极度脆弱，我们认为下半年航运股系统性投资机会依然缺失，维持行业中性评级。但局部亦不乏闪光点，尤其是特种杂货运输市场上的中国公司。此外，油运股交易性机会及部分公司超跌反弹机会亦可适当关注。
- q 重点公司推荐。从长期价值及成长性角度出发，我们推荐中远航运（600428），并调升评级至买入，应该说近期股价大幅下跌为长线投资者创造了买入良机；油运个股中继续推荐长航油运（600087）及招商轮船（601872），分别维持买入及增持评级；此外，中海发展超跌的股价与其基本面严重背离，仍维持买入评级。

目录

1. 上半年航运市场回顾.....	4
1.1 运价恢复，盈利改善.....	4
1.2 需求强劲，供给抑制.....	6
2. 下半年航运市场展望.....	9
2.1 干散货运输：下半年看淡，维持 BDI 年均值 2500-3000 点判断 ..	9
2.2 油运：下半年看多，但明年不确定性加大 ..	10
2.3 集运：需求下滑滞后反应，下半年旺季难旺 ..	12
2.4 长期看好以设备货为主的特种杂货运输市场 ..	13
3. 上半年航运板块表现与分析 ..	14
4. 下半年投资策略 ..	14
5. 推荐公司介绍 ..	15

图形目录

图 1. BDI 指数走势 ..	4
图 2. BDI 分船型指数对比 ..	4
图 3. VLCC 日租金走势 ..	5
图 4. MR 日租金走势 ..	5
图 5. SCFI 指数走势 ..	6
图 6. CCFI 指数年度均值对比 ..	6
图 7. 全球月度粗钢产量 ..	7
图 8. 中国月度粗钢产量 ..	7
图 9. 中国月度原油进口量 ..	7
图 10. 全球主要地区石油消费量 ..	8
图 11. 中国月度出口总额 ..	8
图 12. 25mm 螺纹钢价格走势 ..	9
图 13. 63%品味印度矿价格走势 ..	9
图 14. 散货船月度新船交付量统计 ..	10
图 15. 散货船月度新签合同量统计 ..	10
图 16. 国内油品库存月末统计 ..	11
图 17. 油轮月度拆解量统计 ..	11
图 18. 油轮月度新签合同量统计 ..	12
图 19. 已下油轮订单交付计划 ..	12
图 20. 欧元区 PMI 指数 ..	12
图 21. 特种杂货运输市场运力统计 ..	13

图 22. 杂货船、多用途船船队船龄结构统计（左图为杂货船）13

表格目录

表 1. 散货船分船型运力统计	5
表 2. 三大市场新船交付进度	8
表 3. 各型船舶供给压力对比	14
表 4. 重点公司盈利预测与投资评级	16

1. 上半年航运市场回顾

1.1 运价恢复，盈利改善

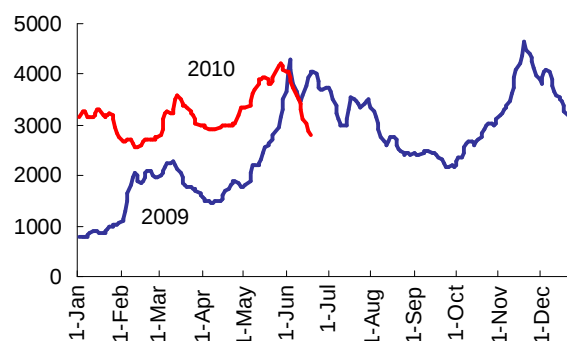
在去年末的年度策略报告中，我们对今年航运业三大子行业做出过如下展望：干散货运输市场弱平衡，BDI 年度均值 2500-3000 点；油轮运价上扬，VLCC 日租金达到 5.5 万美元；集运运价恢复，但只是扭亏微利。

从上半年的实际情况看，大致相符，有超预期的集运也有低于预期的成品油运。总之，经历了 09 年的严冬之后，航运市场在今年上半年迎来一丝暖意。子行业运价大体处于恢复过程中，航运企业经营效益明显改善。

u 干散货运输：景气延续，小船表现优于大船

截止 6 月 17 日（下同），上半年以来 BDI 均值为 3215 点，较去年上半年均值同比增长 61%，环比则略好于去年下半年。从绝对运价看，该点位对应的船东盈利水平已较理想。

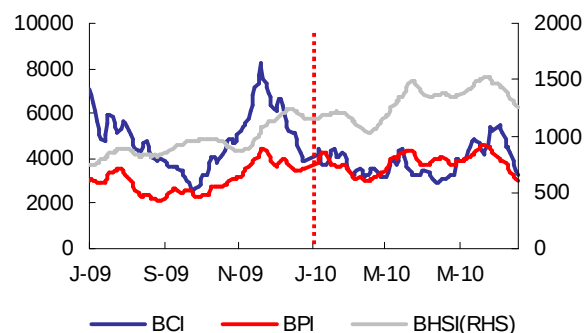
图1. BDI 指数走势



资料来源：Bloomberg

分船型看，今年以来小型船运价震荡攀升，而大型船运价则低位震荡。出现分化的主要原因是大型船运力增速偏快。截止 5 月末好望角船运力较去年底增加了 8.4%，而灵便船运力增幅仅为 2.5%。

图2. BDI 分船型指数对比



资料来源：Bloomberg

表1. 散货船分船型运力统计

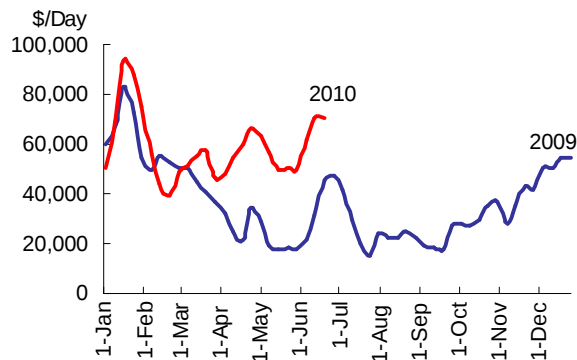
单位: 百万DWT	Capesize	Panamax	Handymax	Handysize
2009	169.8	121.0	92.0	76.4
2010YTD	184.0	126.0	98.4	78.3
+/-%	8.4%	4.1%	7.0%	2.5%

资料来源: **Clarkson**

u 油运: 原油成品油分化严重, VLCC 与 MR 冰火两重天

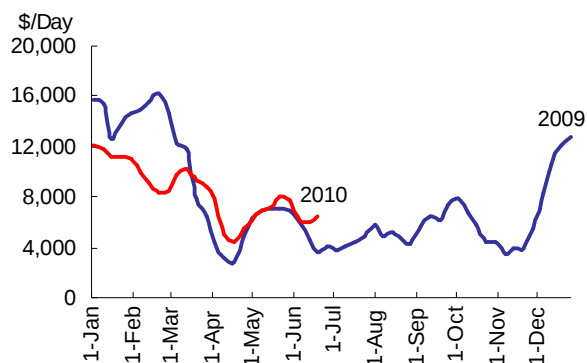
上半年以来, VLCC 现代船主要航线日租金均值为 5.9 万美元, 同比增长 43%, 超越近十年历史平均水平。尤其是二季度作为传统意义上的油运淡季, 淡季不淡。

图3. VLCC 日租金走势


资料来源: **Clarkson**

相比以 VLCC 为代表的原油轮运价的强势, 成品油 MR 市场延续低迷, 主要受中东地区炼厂兴建低于预期所致。上半年至今 MR 现代船主流航线日租金均值 8349 美元, 同比下降 12%, 船东仍处于亏损状态。

图4. MR 日租金走势

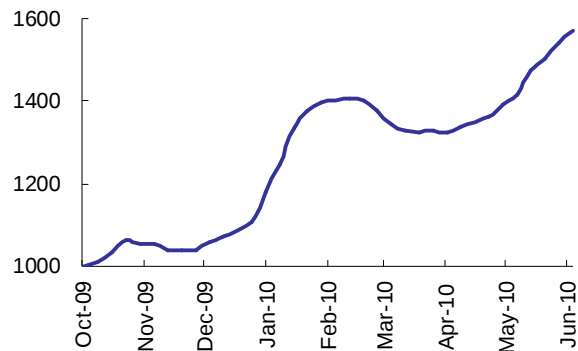

资料来源: **Clarkson**

u 集运: 运价持续超预期

从运价表现看, 上半年集运市场最超预期。SCFI 指数自 09 年 10 月 16 日

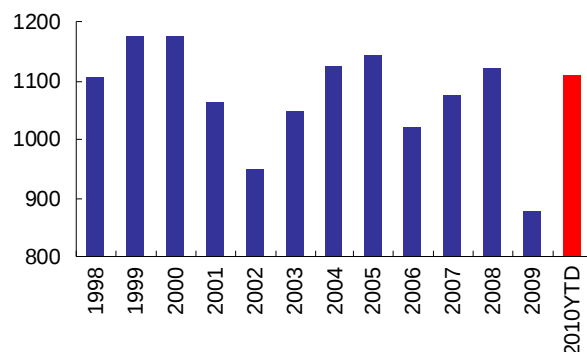
创立以来，已较 1000 点的初始点位上涨了 56.9%。另外，CCFI 指数上半年均值为 1109 点，较 09 年大幅回升，在历史年份中处于中上水平，集运公司扭亏应是确定无疑的。

图5. SCFI 指数走势



资料来源：中贸物流资讯网

图6. CCFI 指数年度均值对比



资料来源：中贸物流资讯网

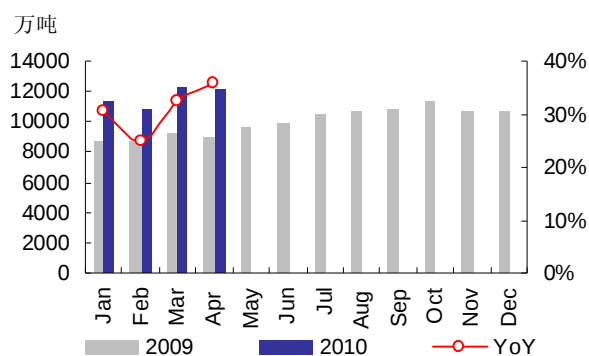
1.2 需求强劲，供给抑制

我们认为，上半年航运市场的恢复主要是因为受到供需两个方面利好的共振。

从需求方面看，全球经济的恢复对海运量回升起到了很好的拉动作用，而中国因素的领头作用表现的尤为明显。

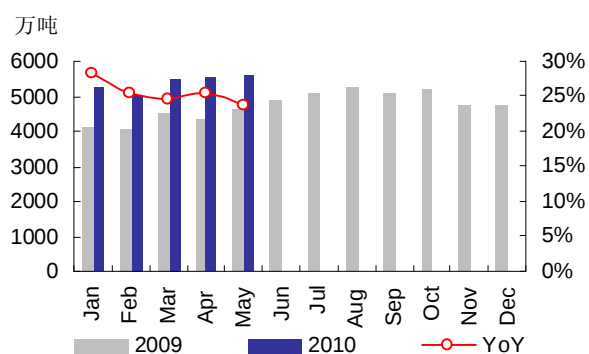
就干散货而言，全球月度粗钢产量自 09 年二季度开始见底回升，并于 2010 年 3 月创下历史新高 1.22 亿吨，1-4 月累计产量同比增速为 31.1%；从国内看，今年以来月度粗钢产量也屡创新高，5 月份为创纪录的 5614 万吨，前 5 个月累计产量同比增速达到 24.4%。全球钢铁产量的大幅增加引发了对铁矿石运输需求的激增，成为推动干散货运输市场的最主要力量。当然，铁矿石谈判引发的持续涨价预期也从一定程度上增加了投机需求。

图7. 全球月度粗钢产量



资料来源: Bloomberg

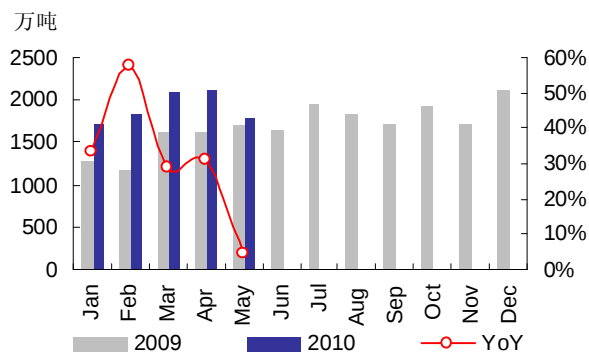
图8. 中国月度粗钢产量



资料来源: Wind

就油运而言，来自中国旺盛的原油进口需求造就了上半年的运量超预期。1-5月，我国原油进口量9568万吨，同比增长29%，增速远超10%+的历史均值。中国及远东地区石油消费成为带动全球石油消费的主引擎。

图9. 中国月度原油进口量



资料来源: Wind

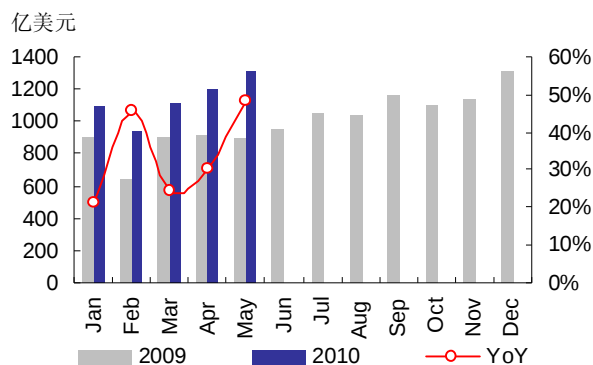
图10. 全球主要地区石油消费量



资料来源: EIA

就集运而言,上半年国内出口的超预期也成为推动市场景气的重要因素。1-5月我国累计出口总额 5677 亿美元,同比增长 33.2%。其中,5月完成出口总额 1318 亿美元,接近 08 年最高点。

图11. 中国月度出口总额



资料来源: Wind

除了强劲的需求外,有效的供给控制也对上半年行业回暖形成重要支撑。而这种控制一方面源于船东对航运市场悲观的预期,具体的表现为撤单、延期交付现象在散货船、集装箱船、油轮领域逐个蔓延开来(今年主要是油轮,去年还基本无脱期现象而今年前5个月脱期率接近20%);另一方面则源于船东在09年集体亏损后强烈的财务改善需求,具体的表现为集运行业的联合提价等。

表2. 三大市场新船交付进度

单位: 百万DWT	全年计划交付量	1-5月实际交付量	年化的实际交付比例
散货船	109.8	28.5	62%
油轮	55.3	18.6	81%
集装箱船	21.2	6.4	72%

资料来源: Clarkson

2. 下半年航运市场展望

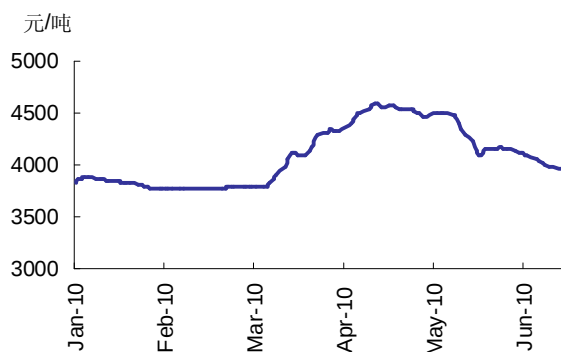
在此之前，我们对航运市场的预测主要是通过对供需的定量分析。本来需求层面的超预期就难以把握，而随着金融危机爆发造船市场订单数据更显混乱，再加上船东行为的动态调整，单纯进行供需定量分析的难度越来越大。因此，在未来的市场预测中，我们将主要从供需变化趋势的角度出发定性判断。

2.1 干散货运输：下半年看淡，维持 BDI 年均值 2500-3000 点判断

我们整体上看淡下半年干散货运输市场，预期运价环比上半年将出现下滑。从全年角度看，维持 BDI 均值 2500-3000 点判断不变，即平均运价处于新船投放后仅获得微利的状态。

从需求方面看，随着上半年政府逐步加大对地产行业的政策调控力度，地产行业固定资产投资增速逐步下滑难以避免，上游钢铁行业受到明显冲击。钢铁行业面临二次去库存化风险，目前螺纹钢价格已自高点回调 14% 至接近年初的水平。随着钢价的回落，钢企产量、开工率等指标下滑都将影响铁矿石进口。

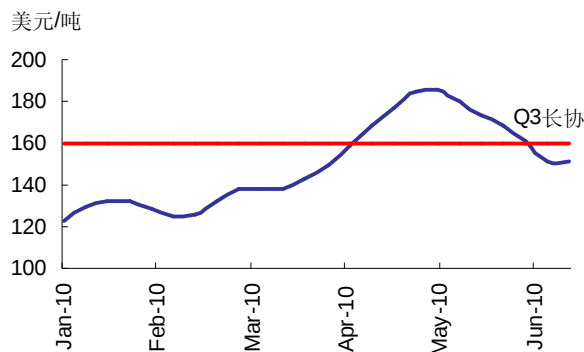
图12. 25mm 螺纹钢价格走势



资料来源: Bloomberg

同时，当前铁矿石现货价格与三季度长协价格（目前市场预期 160 美元/吨）倒挂，也将打击短期钢企、贸易商的铁矿石采购冲动。

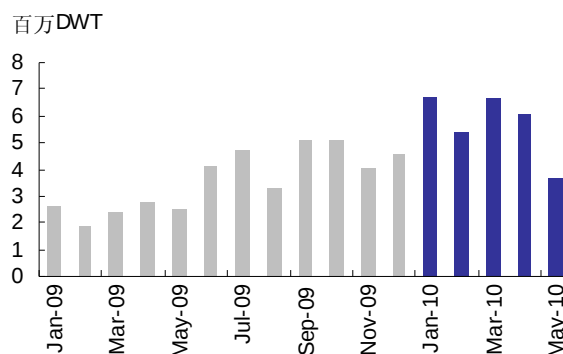
图13. 63%品味印度矿价格走势



资料来源: Bloomberg

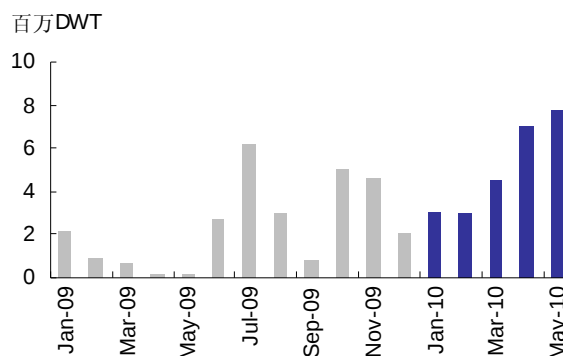
从供给方面看，由于干散货运输市场运价恢复已有一年左右的时间，同时全球范围内对中国经济持乐观判断，船东心理预期正转向乐观：1-5月新船交付量2854万DWT，同比增长135%；新签合同量2534万DWT，同比增长530%。我们认为之前一直担忧却始终未见的运力供给压力可能会在未来真正显现出来。

图14. 散货船月度新船交付量统计



资料来源: Clarkson

图15. 散货船月度新签合同量统计



资料来源: Clarkson

2.2 油运：下半年看多，但明年不确定性加大

我们对下半年的油运市场相对乐观，预期运价将环比上升。我们做出以上判断主要有以下几点依据：

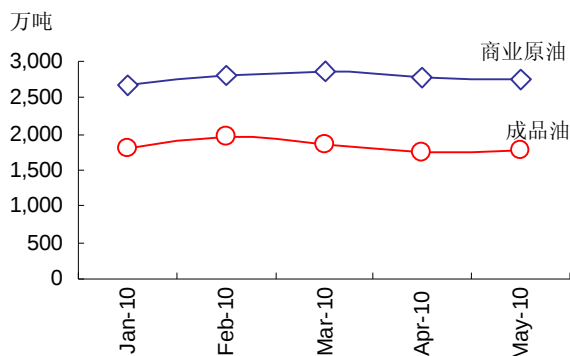
第一，从淡旺季角度考虑，四季度是传统油运旺季，下半年运价水平一般会比上半年略高；

第二，尽管上半年原油进口增速大幅提高，但国内库存仍维持相对稳定，我们认为石油去库存风险不大；

第三，墨西哥湾漏油事件致使该区域半年内禁止石油开采作业，美国因此将绕道西非或中东进口原油，由于该航线距离更长，运距拉长将会对油运需求构成利好；

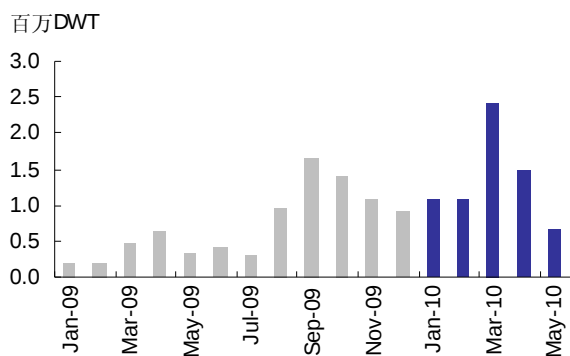
第四，单壳油轮拆解不断提速，1-5 月累计拆解量为 672 万 DWT，同比增加 278%，我们认为一直以来期盼的单壳油轮加速拆解利好会在下半年逐步兑现。

图16. 国内油品库存月末统计



资料来源：新华社

图17. 油轮月度拆解量统计



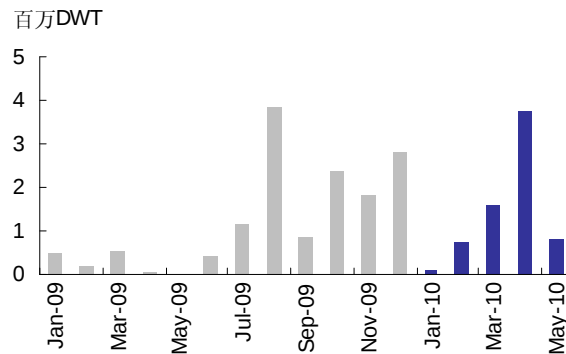
资料来源：Clarkson

但是对于明年的油运市场，我们认为不确定性将有所增加，而这一点对于投资来说可能更为关键。

我们担心的问题主要在于，随着船东盈利的恢复，明年油运市场是否会重蹈今年干散货运输市场的覆辙：以 VLCC 为例，船东保本点一般为 3 万美元/天出头，今年以来平均日租金超过 5 万 5，并且有欧洲经纪商预测下半年旺季高点时 VLCC 日租金将可能突破 10 万。这意味着船东将盈利颇丰，之前的运力控制有没有可能在明年会放松？

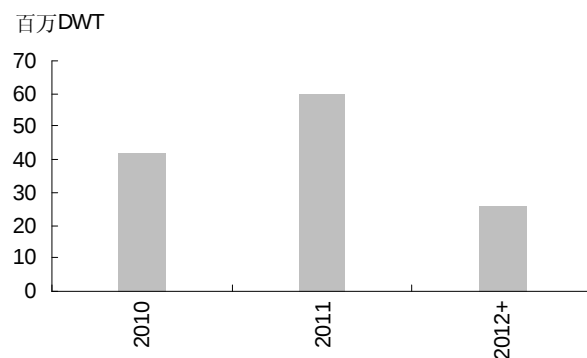
另外，从船舶市场看，已经有两个问题：一是上半年新签合同量同比明显放大（当然，环比看目前问题还不大），二是明年本身的计划交付量就将超过 6000 万 DWT，将比今年增长 44%。

图18. 油轮月度新签合同量统计



资料来源: Clarkson

图19. 已下油轮订单交付计划

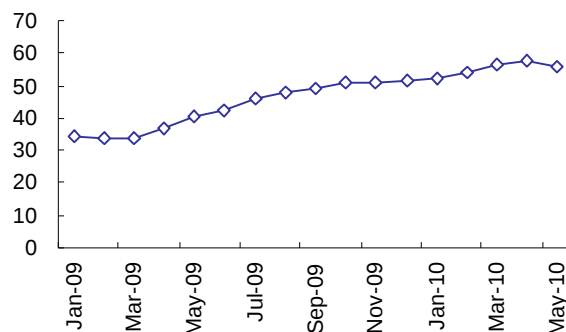


资料来源: Clarkson

2.3 集运: 需求下滑滞后反应, 下半年旺季难旺

从 PMI 指数走势看, 欧洲债务危机目前对实体经济的影响并不明显。反应在集运上, 由于消化前期补库存订单, 目前运价依然处于高位。

图20. 欧元区 PMI 指数



资料来源: Wind

但是我们认为, 为偿还债务欧元区国家不得不削减赤字, 这势必对其进口产生负面影响, 只是这种影响存在一定的滞后。同时, 伴随运价回升, 闲置运

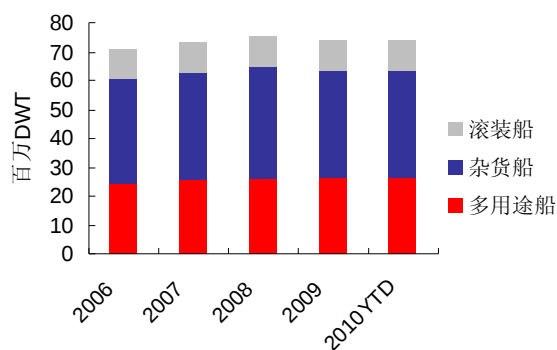
力持续释放。运力闲置比已有去年底的 12% 下降至 5 月末的 4%。从乐观的角度讲，闲置运力下降表明后续潜在供给释放削弱了，但也不能忽视一点，那就是船东悲观预期开始逐步转向。因此，与干散货及油轮一样，我们认为未来集运市场也将呈现一个持续的底部 W 型震荡走势。仅就下半年而言，由于供需层面都存在不利预期，因此我们认为集运市场可能将旺季难旺。

2.4 长期看好以设备货为主的特种杂货运输市场

除传统三大子行业外，航运市场还有不少值得我们关注的地方，比如特种杂货运输市场。我们认为该市场或将是航运细分子行业近几年中机会相对更大的。我们看多的理由主要在于该市场供给压力几乎不存在，这样的话伴随全球经济震荡向上，该市场长期持续向好的趋势相对明确。

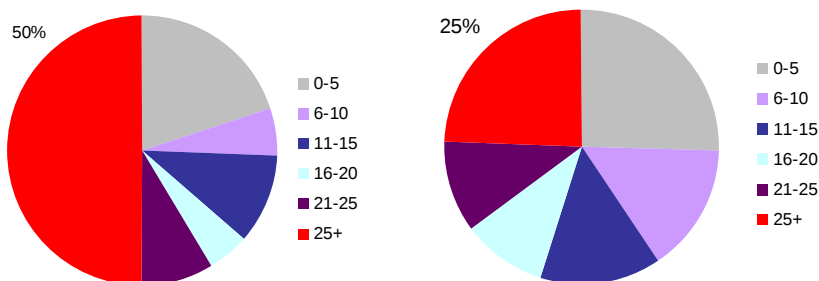
从近几年运力变动情况看，06 年以来特种杂货运输市场运力整体保持稳定，并未像其他类型船舶一样出现大幅上升。这里边有着多方面的原因，包括其自身运力结构老龄化严重引发大量拆解、其他船型市场相对更热以及因船型较小难度较高下单困难等等。

图21. 特种杂货运输市场运力统计



资料来源: Clarkson

图22. 杂货船、多用途船船队船龄结构统计（左图为杂货船）



资料来源: Clarkson

从下表可以明显看出，相比三大子行业，特种杂货运输市场在供给层面的优势十分明显。

表3. 各型船舶供给压力对比

	船龄20+占比	订单/现有运力
杂货船	59%	4%
多用途船	36%	29%
集装箱船	5%	29%
油轮	7%	29%
散货船	33%	60%

资料来源: Clarkson

除上述原因外,之所以特别关注该细分行业,还与其运输产品相关。特种杂货主要系设备货,包括火电、风电、核电等发电设备、海上石油钻井平台、海水淡化设备、高铁机车等等大型化高端设备。该行业既符合全球新能源发展方向,同时又符合我国“走出去”战略以及经济升级转型、出口高端化的趋势。这林林总总创造了良好的大环境,为国内相关企业发展壮大提供了重要的保障。

3. 上半年航运板块表现与分析

在去年的策略报告中,我们的主要观点是:尽管股价已相对安全但缺乏估值回升的催化剂,因而预期今年上半年行业表现与A股市场持平,相对看好油运股。回顾上半年航运板块表现,板块实际表现比预期的更差。上半年整体跌幅达到34%,甚至超越市场7个百分点。从个股看,重点公司跌幅普遍在30%-40%之间,差异不大。

从实业角度看,上半年航运市场是恢复的市场,但是二级市场的股价表现却完全背道而驰。这是一个值得我们反复深思的问题。从事后角度看,二级市场低迷可以找到看似合理的解释,比如因对下半年航运市场预期恶化致使投资者主动离场,而市场弱市格局下放大了这种悲观恐慌的情绪。

但是,二级市场提前反应的时间段却似乎并无规律可循:09年中期航运股一波行情滞后于BDI反弹;09年下半年油运股的相对强势行情似乎又在提前一年透支对今年下半年油运运价的预期;而这一次是半年。无可奈何,我们只好把其归咎于市场牛熊。

当然,随着市场对航运运价W型走势判断的日趋一致,我们有理由相信未来航运股的走势将变的更为理性:运价上行可能导致估值中枢下降,反之亦然。

4. 下半年投资策略

我们认为,在可预见的1-2年内,航运运价不具备爆发式增长条件,未来运价将伴随供需波动不断震荡。在这样的基础上,航运股一点不性感,估值中枢也一再招到打压。尽管目前PB估值水平已跌回08年历史底部,多数公司股

价已接近 08 年最低价，但我们很难找到估值回归历史中枢的动能所在。况且，多数公司估值仍略贵于香港等成熟市场，因此我们更倾向于判断下半年板块将“上下两难”，如若大盘不走强，板块仍缺乏系统性投资机会。

相对的，我们建议投资者关注三条投资主线：

一、从交易性机会来讲，我们认为下半年主要的机会在油运。三季度可逢低适当买入相关油运公司如长航油运（600087）、招商轮船（601872），等待旺季运价上涨。但是，我们不得不承认，航运股交易性机会出现主要是依赖于大盘相对强势。可是，大盘相对强势的背景下，似乎能找到比航运股更多更好的投资标的。这样看的话，投资似乎有些鸡肋；

二、从长线价值成长投资角度考虑，我们认为特种杂货运输市场是目前航运业最闪光点，未来两年其运价必将走出一波强势上涨行情。可逢低买入龙头公司中远航运（600428）；

三、从超跌反弹角度考虑，建议关注中海发展（600026）。目前公司市净率仅为 1.25 倍，而由于政策特殊性其没有亏损风险，当前股价已严重超跌。

5. 推荐公司介绍

长航油运：公司是中外运长航集团旗下唯一的油轮资产上市平台，从中长期看存在业务整合预期。单一的油轮经营主业，再加上高财务杠杆的经营策略，公司在油运运价波动中拥有最大的业绩弹性，当仁不让的成为趋势性投资油运业的最佳标的。目前公司股价已跌破增发价，且自高管集体增持以来股价再度下跌超过 10%，已具备很高的安全边际。

招商轮船：公司主营油品及干散货运输，是国内油运市场最富运营经验的国际化船公司。现有运力中 80%左右为原油轮，同时原油轮中 80%的运力又是今年表现最好的 VLCC，因此从业绩角度看，公司在油轮股中是油运市场反弹最为受益的。其相对不足之处在于经营策略过于保守，而降低了其业绩弹性，一定程度上削弱了投资吸引力。

中远航运：公司区别于 A 股其他航运股，是唯一一家主要从事特种货运输的专业公司，其行业发展趋势是我们最为看好的。同时，公司成功抄底船市，完成运力更新，奠定未来 20 年发展基础。随着未来两年新建重吊船、半潜船陆续大量交付，将使公司无论在业绩表现乃至成长性而言均有所提升。随着老旧杂货船的退出，公司业绩波动受 BDI 的影响将越来越小，其投资价值将被市场逐步认同。

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。在目前大客户长期执行沿海电煤运输合同及沿海油运市场封闭管理的背景下，公司运价保本完全没有问题，是航运公司中业绩弹性、经营风险相对较小的公司。

表4. 重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	收盘价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	评级
600087	长航油运	4.82	0.00	0.27	0.35	-	17.9	13.8	1.8	买入
600026	中海发展	8.20	0.31	0.55	0.65	26.5	14.9	12.6	1.3	买入
600428	中远航运	7.18	0.10	0.32	0.63	71.8	22.4	11.4	2.2	买入
601872	招商轮船	4.06	0.10	0.25	0.26	40.6	16.2	15.6	1.4	增持
601919	中国远洋	8.73	-0.74	0.35	0.30	-	24.9	29.1	2.1	中性
601866	中海集运	3.37	-0.56	0.04	0.09	-	84.3	37.4	1.6	中性

资料来源：东海证券研究所 股价取6月30日收盘价

风险提示：

- 1) 全球经济出现严重的二次探底；
- 2) A股市场系统性风险；
- 3) 其他不可测风险。

附注:**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