

深度报告

航运

航运业 2011 年投资策略

谨慎推荐

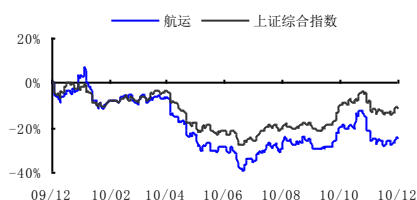
(维持评级)

2010 年 12 月 23 日

本报告的独到之处

- 提出航运业 2011 年仍处于“新常态”。
- 干散货、油轮和集运三大子行业都在经历结构性变化，并对运价的中长期走势产生影响。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《航运行业 2010 年中期投资策略：弹性、估值与周期——三季度运价有下调压力》——2010-6-1

分析师 郑武

电话：0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210030010

分析师 岳鑫

电话：0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210030016

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

“新常态”下的结构变化与局部机会

● “新常态”仍是航运业所处周期的核心特征

“新常态”是指经历了金融危机的暴跌和 V 型反弹之后，经济活动总水平或许将在低于以往的新均衡水平震荡，持续但缓慢地复苏。

随着 2011 年中国货币政策的转向，中国对干散货和原油需求的弹性也将下降，主要运输货种的需求都将继续表现为持续温和复苏的“新常态”。

● 三大子行业的结构性变化

干散货：铁矿石交易的订仓模式转变，将导致好望角船型运价波幅的减小。在铁矿石价格出现显著下跌之前，BDI 的波幅可能都维持较低的水平；

油轮：我们相信油运需求会缓慢复苏，最大的风险来自中国主要油轮公司的“十二五规划”。如果以“国油国运”的名义大举造船，可能会破坏整个行业的总均衡。我们期望看到符合商业原则的投资计划，但不能确定。

集装箱：班轮公司的合作也许是“非对称有效”，集装箱航运的盈利，最终要通过供求再平衡实现。2011 年走平，2012 年上行是大概率事件。

● 热点子板块——集运、多用途船、轮渡与邮轮

预计集运盈利增幅不大，但随着中长期前景的改善，估值有望上行。

多用途船符合装备制造业向中国转移的大背景，明年下半年运价有望实现突破，中长期前景乐观。

轮渡是被低估的业务，尤其是琼州海峡轮渡业务，这也许是唯一一个通过港口航运股权纽带实现运价控制的特殊区域。邮轮业务是大故事，但是我们尚未想明白未来业务的发展模式和盈利能力。

● 维持航运业“谨慎推荐”评级

航运股的估值已经合理，但航运业走出“新常态”尚需时日。一旦运价或股价下跌，机会就会出现，但战略性机会尚未来临。

重点公司 2011 年盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元)	EPS		PE 2011E	投资评级
				2010E	2011E		
600428	中远航运	11,347	8.68	0.27	0.57	15.2	谨慎推荐
600026	中海发展	34,386	10.27	0.56	0.61	16.8	谨慎推荐
601919	中国远洋	101,345	9.80	0.71	0.70	14.0	谨慎推荐
601866	中海集运	47,200	4.19	0.32	0.30	14.0	谨慎推荐
601872	招商轮船	14,901	4.27	0.21	0.28	15.3	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

内容目录

航运业周期判断——“新常态”下的温和复苏.....	4
“新常态”仍是航运业周期的核心特征	4
干散货——BDI 波动减小背后的产业链根源	5
油轮——中长期的机会和风险都取决于中国	5
集运——回归传统供求分析	5
热点子板块分析——集运、MPP、轮渡与邮轮	6
集运——出口增速和运价将于 1 月份见底	6
多用途船——中国出口结构转型的受益者	7
轮渡与邮轮——海峡股份的内在价值构成.....	8

图表目录

图表 1: 全球粗钢产量进入平台期（2010 年 1-10 月）	4
图表 2: 中国原油进口量月度数据（2003-2010Q3）	4
图表 3: 美国核心消费与零售总额月度数据	4
图表 4: 美国制造业存货与销售比率月度数据	4
图表 5: 金融危机前后 BCI 的波幅变化.....	5
图表 6: 国信证券 2011 年中国出口月度增速预测	6
图表 7: 经济学家预测未来三个季度美国 GDP 实际增速	6
图表 8: 集运公司美线单箱收入（2005-2010 年）	6
图表 9: 国信证券 2010-2012 年集运业有效运力增速预测	6
图表 10: 中远航运单季度综合运价（2005-2010 年 H1）	7
图表 11: 美国产能利用率与铁路运量（2005-2010）	7
图表 12: 多用途船船龄分布图.....	7
图表 13: 东南亚区域主要邮轮航线分布图	8
图表 14: 全球主要国家邮轮消费普及率	8

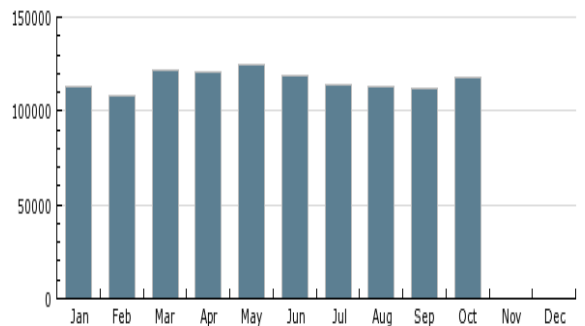
航运业周期判断——“新常态”下的温和复苏

“新常态”仍是航运业周期的核心特征

“新常态”是指全球经济经过了金融危机之后，虽然政府的财政货币政策令全球特别是中国经济在 2009 年上半年出现了“V 型”反弹，但反弹之后，经济活动总水平或许将在低于以往的新均衡水平震荡，持续但缓慢地复苏。

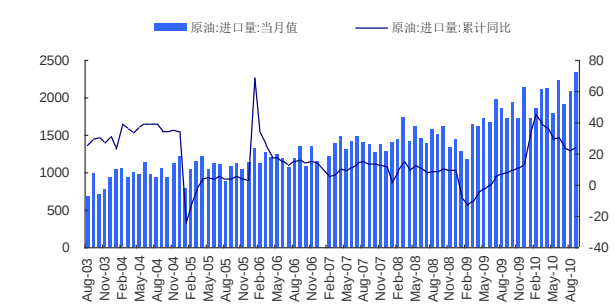
随着 2011 年中国货币政策的转向，中国对于散货和原油需求的弹性也将下降，主要运输货种的需求都将继续表现为温和复苏的“新常态”。

图表 1: 全球粗钢产量进入平台期 (2010 年 1-10 月)



资料来源: 全球钢铁联盟, 国信证券经济研究所

图表 2: 中国原油进口量月度数据 (2003-2010Q3)

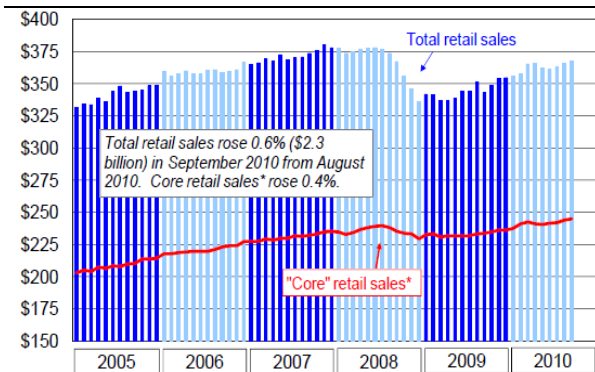


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

集运运价的大幅回升是 2010 年航运业界的最大惊喜。运价复苏主要源于供给调整，而不是需求的超预期增长。2011 年需求复苏仍会持续，但是随着基数恢复正常，预计增速将下降。

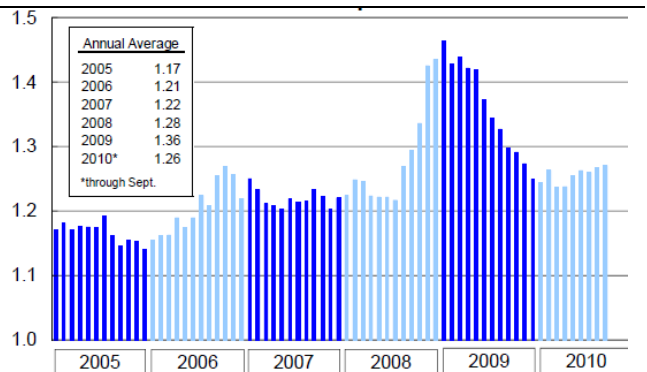
以复苏较为顺利的美国为例：1、实际核心消费已达到危机前水平，零售总额增长趋缓但持续；2、制造业库销比在经历了 2010 年二季度的上升之后，目前 1.26 的比率已经超过了 2007 年均值，“补库存”难以贡献额外运量。

图表 3: 美国核心消费与零售总额月度数据



资料来源: 美国统计局, AAR

图表 4: 美国制造业存货与销售比率月度数据



资料来源: 美国统计局, AAR

干散货——BDI 波动减小背后的产业链根源

行业属性的变化，其影响比周期性因素更长远，往往会导致股票属性的变化。

2009 年下半年至今，BDI 尤其是好望角运价指数 BCI 波幅减小。现货铁矿石到岸价已离危机前的高点不远，但运费远低于当时水平。从产业链分析，原因在于：

金融危机之前，中国许多钢铁厂按照离岸价（FOB）采购铁矿石，自行租船运到中国。众多的钢铁厂面对少数船东，货主集中度低而船东集中度高，运价波幅大。

金融危机后，三大矿石商尤其是淡水河谷加大了 CIF 合同的比例，货主集中度显著提高，对运量和运价的控制力加强，船东的谈判能力显著削弱。

鉴于上述结构性变化，预计 2011 年 BDI 均值比 2010 年下滑 10%。

图表 5： 金融危机前后 BCI 的波幅变化



资料来源：Dryship

油轮——中长期的机会和风险都取决于中国

中国占全球原油需求增量的比例无疑会越来越高。一方面中国 GDP 增速高于主要石油消费国，另一方面中国汽车保有量年增速接近 20%。

然而，油轮行业的风险也同样来自中国，尤其是“十二五规划”。原油运输市场是一个全球均衡的市场。如果中国决定大幅提高“国油国运”的比例，很可能会破坏全球 VLCC 整体的供求平衡。

目前的传闻是国内四大油轮公司期望建造 60 艘以上的 VLCC，我们需要等待明年初的规划出台才能做出判断——油轮公司是否进入新一轮高资本开支期？

集运——回归传统供求分析

对集运行业研究的最大分歧，在于集运公司的“价格联盟”是否会持续？

我们的判断是：“价格默契”是非对称有效。当运价低于盈亏平衡点，船公司的默契可以维护运价；当运价进入盈利区间，船公司的价格竞争不可避免。

如果“价格默契”是非对称有效，意味着淡季能够接近盈亏平衡。换言之，集运公司业绩将取决于旺季的天数和高度。2010 年旺季提前开始并提前走弱，2011 年二季度的供求将决定全年的盈利能力。我们预计集运船公司 2011 年的营业利润增速区间可能在-10 至+10%之间。

热点子板块分析——集运、MPP、轮渡与邮轮

如果估值合适，一季度的集运、多用途船和轮渡业务都值得关注。

集运——出口增速和运价将于 1 月份见底

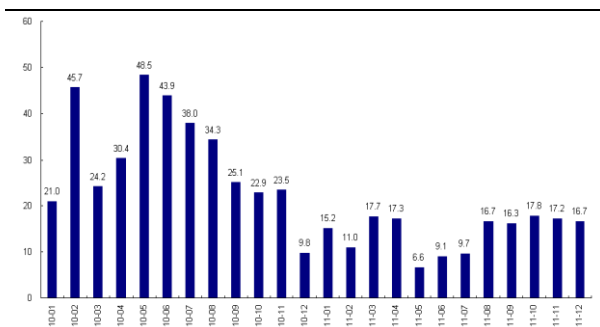
中海集运 09 年亏损超过 65 亿元，2010 年盈利近 35 亿元，然而股价下跌接近 15%。对欧美需求复苏可持续性的担忧，是股价落后盈利的主要原因。

我们预计 2011 年集运公司盈利难以出现大幅增长。但由于对欧美需求中期复苏前景的信心增强，投资人对集运 2012 年盈利增长的信心会加强，带动估值回升。

我们认为集运是一季度大盘航运股的主要亮点，原因在于：

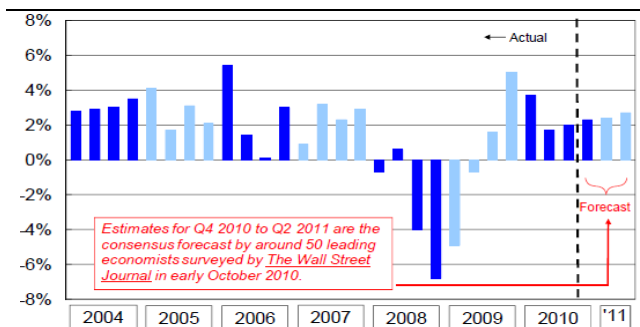
- 1、国信宏观研究团队预计 12 月出口增速见底，1 月份开始出口增速将再次回升，下半年出口增速将恢复到 15% 以上水平。
- 2、从实业角度，11 月底我们进行了航运公司调研，2011 年一季度海外主要百货公司预订仓积极性好于船公司的预期，与国信宏观判断一致。
- 3、目前中海集运 2010 年 PE 接近 12 倍，估值较低。明年欧美经济二次探底概率小，投资人对全球经济增长前景的信心将有所加强，推动估值回升。

图表 6： 国信证券 2011 年中国出口月度增速预测



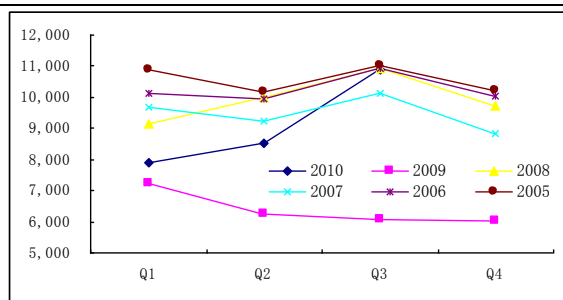
资料来源：国信证券经济研究所（宏观分析师周柄林）

图表 7： 经济学家预测未来三个季度美国 GDP 实际增速



资料来源：WSJ, AAR

图表 8： 集运公司美线单箱收入（2005-2010 年）



资料来源：国信证券经济研究所

图表 9： 国信证券 2010-2012 年集运业有效运力增速预测

	2009	2010E	2011E	2012E
年初计划交付订单 (000 TEU)	1,854	2,236	1,774	1,452
实际交付比例	61%	68%	75%	85%
运力拆解 (000 TEU)	376	180	120	100
年底运力 (000 TEU)	12,895	14,236	15,447	16,580
年底运力增速	6.2%	10.4%	8.5%	7.3%
有效运力增速	9.2%	8.3%	9.4%	7.9%

资料来源：国信证券经济研究所

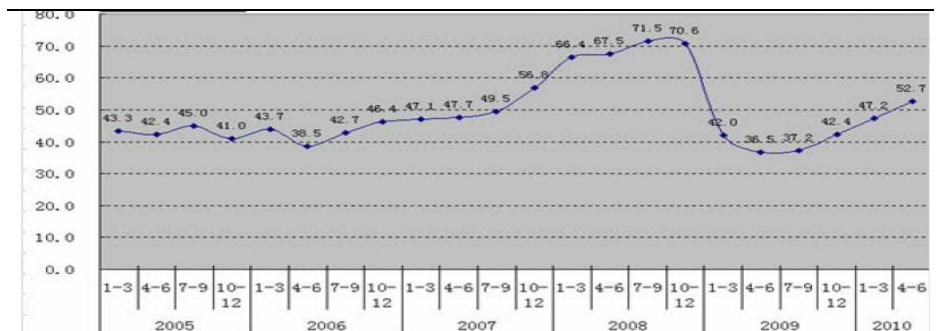
多用途船——中国出口结构转型的受益者

过去十年，中国出口增长主要源自中国工人与欧美工人劳动力成本的差价。随着低端劳动力成本的上升，以纺织、服装、家具和电子为代表的轻工业产品出口增速有可能已经中期见顶。

未来十年，中国工程师与欧美工程师劳动力成本的差价，有望成为中国出口主要增长极。中国每年毕业工科学生数量全球第一，而庞大的内需装备业市场，令工程师能够快速积累经验 and 数据，带动装备制造业的快速成熟。

从中国制造业出口结构调整的大趋势看，多用途船的需求加速增长是确定性的方向。我们需要判断的是采购国设备投资需求复苏的时点，以及多用途船供应增速放缓的时点。

图表 10： 中远航运单季度综合运价（2005-2010 年 H1）

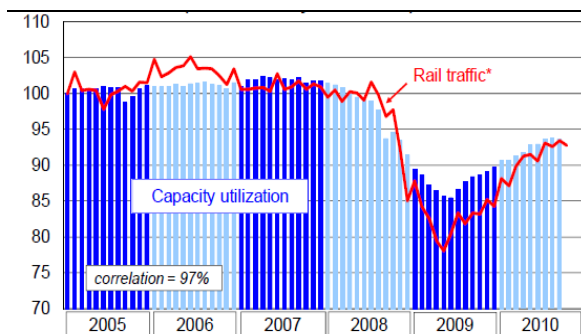


资料来源： 公司数据

我们预计 2011 年下半年运价会出现显著上涨，2012 年 MPP 市场有望出现牛市。判断的逻辑是：1、多用途船特色货种是设备，而设备运输需求的复苏，应以制造业产能利用率的提升为前提；2、2010-11 年是多用途船交付高峰期，2012 年供应会有所下滑，而需求将继续回暖。

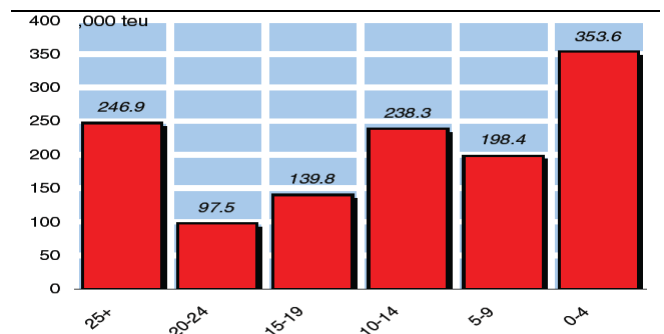
我们看好多用途船的长期前景。多用途船是一个需要耐心的行业，时间是好公司的朋友。

图表 11： 美国产能利用率与铁路运量（2005-2010）



资料来源： 美联储，AAR

图表 12： 多用途船船龄分布图



资料来源： Clarkson

轮渡与邮轮——海峡股份的内在价值构成

从内在价值角度，轮渡业务是海峡股份的核心价值所在。从资本市场角度，邮轮是估值的主要杠杆。

全球许多地方的轮渡业务都会出现严重的价格战，例如香港-澳门航线的渡轮经常在盈亏平衡点挣扎。海峡股份轮渡业务的独特之处在于——尽管毛利率接近50%，但是收费标准逐年提高。

琼州海峡三大轮渡公司各与一个港口存在股权控制关系。在我们看来，这种股权关系成为琼州海峡轮渡业务的关键壁垒。同时，由于琼州海峡的运输密度不断提高，大船也拥有很高的再投资回报率。

从轮渡业务价值以及超募资金测算，我们认为32-35元是海峡股份不隐含任何潜在业务投资故事的安全估值。

西沙旅游是海峡股份未来邮轮业务的前景所在，根据我们初步了解：

- 1、利用现有客滚船开通西沙航线渡轮业务技术上可行，贡献盈利少许；
- 2、自购邮轮开通西沙航线，需要解决行政许可、经济回报率、泊位和转运等可行性问题；

邮轮业务的发展前景，我们将在行业深度报告中研究探讨。

图表 13: 东南亚区域主要邮轮行线分布图



资料来源：东南亚国家联盟研究报告

图表 14: 全球主要国家邮轮消费普及率

Country	Population (m)	Passengers (,000)	% of population
USA	308	10,459	3.4
Canada	33	775	2.4
UK	61	1,533	2.5
Germany	82	1,027	1.3
Italy	58	799	1.4
Spain	40	587	1.5
Australia	22	331	1.5
France	62	347	0.6
Japan	127	200	0.2

资料来源：Seatrade，中交协估计 2009 年中国普及率约为 0.03%

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	