

证券研究报告

航运 III



分析师 纪云涛

021-38565573

jiyt@xyzq.com.cn

SAC:S101010208080147

联系人: 龚 里

021-38565596

gongli@xyzq.com.cn

中性 (维持)

油价暴涨，警惕集运股短期下跌风险

分析师 曾 旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S1010210030008

2011 年 2 月 24 日

投资要点

事件：2 月 17 日以来，随着国际油价短短六个交易日暴涨 19%，海外集运股连续大幅下跌（中海集运港股下跌 14%，长荣航运跌 8%，东方海外跌 14%，马士基跌 7%）

点评：

一、 海外集运股集体下跌的短期促发因素是油价暴涨。

近期中东局势动荡，埃及、也门、伊朗纷纷爆发民主运动，引发油价逐步走高，非洲第三产油大国利比亚的流血冲突则进一步推动油价暴涨。2 月 17 日以来，WTI 油价大幅上涨超过 18%并突破 100 美元/桶大关。

去年年末，主流研究机构对 2011 年平均油价的预期基本在 90 - 100 美元/桶之间，油价出人意料的在 2 月份便突破预测值上限。

二、 油价暴涨对集运股直接造成两种负面担忧。

1. 若油价持续暴涨，将干扰到美国经济复苏的进程，从而影响美国进口需求。美国最近几个季度的经济数据相当理想，同时通胀水平维持低位。若油价逐步温和上涨，反映的是美国经济和原油需求持续好转；但油价短期暴涨则产生负面影响——市场担心将推升美国 CPI，并导致收紧货币预期提前，严重的话甚至会导致滞涨。而资本市场和集运船东普遍对今年美线需求看好，这亦是前期集运股上涨的主要理由之一。油价上涨对该预期形成冲击，导致近期海外集运股连续回落。

2. 油价上涨将显著增加船东成本。燃油成本是集运船东主要成本支出之一，从中海集运的历史数据看，燃油成本占总成本比重通常在 20% - 30%之间。根据我们的盈利预测模型，油价每上涨 5%，公司业绩将减少 0.04 元。油价超预期上涨，集运股业绩存在下调风险。

三、 近期集运市场表现逐渐印证我们前期的观点，而市场对今年集运股业绩预期过高。

撇开油价暴涨的突发因素，我们认为市场对 2011 年集运股的业绩预期也有过高之嫌：12 月底以来，市场基于去年集运业绩大幅改善、2011 年美国复苏可能超预期、集运供需相对平衡三大理由，理想化的认为今年集运股业绩将继续同比大幅增长，集运股存在趋势性大机会，对 1 季报业绩的预期也相当高。

当时，我们与市场的分歧在于：

1. 2010 集运市场的超预期表现，一定程度上是船东在悲观心态下大规模闲置运力导致的供需错配所致，运价有相当程度的透支，并非完全反映真实供需形势。

2. 2011 年集运市场供需基本平衡，而船东大幅盈利后的偏乐观心态，将导致闲置运力积极性下降，再现去年的供需错配是小概率事件。

3. 综合判断，我们预计 2011 年对船东而言仍是个不错年景，但景气很难超越去年，运费将同比下滑 5-10%。

4. 超预期因素有待观察，主要是美国房地产能够有力复苏，历史看集运货物中的高弹性货种（家具、建材、家电、装饰材料等）主要和地产相关。

5. 股价角度，去年市场因为对欧美复苏存在忧虑，集运股价与基本面严重背离，因此集运股存在明显的估值修复动力。至于趋势性大机会，仍有待验证观察。

实际情况是，1 月份集运提价并未成功，2 月份淡季欧美线舱位利用率仅 6-7 成（去年同期因为闲置运力高达 10%，仓位利用率基本在 90%以上，因此 3 月份运量一恢复即引发运价暴涨），而船东闲置运力始终保持低位（2 月中旬约为 1.9%）。3 月份运量复苏是大概率事件，但是按照目前的仓位利用率，运价重现去年持续快速反弹的可能不大，更可能的是温和反弹。截至目前，集运市场表现正在向我们预期的方向发展，集运股 1 季度业绩将大幅低于预期。

展望 2、3 季度，旺季依然将出现，但大量万箱新船亦将同期交付。欧线今年的供给压力明显大于去年，旺季运价表现将弱于去年同期，因此全年均价也将低于去年。美线供需形势相对理想，我们预测美线全年均价与去年持平。美国地产复苏可能导致美线超预期，但目前尚待观察。

四、国内集运股短期存在下跌风险。

近期国内集运股表现相对强势，2 月 17 日以来，中海集运小幅回落 3%，中国远洋下跌 7%。随着港股持续下跌，A/H 股差价迅速扩大，必将对 A 股形成拖累。基于前期市场过高预期逐渐修复和油价暴涨引发的宏观担忧，我们提醒投资者警惕国内集运股的短期风险。

五、集运中长线向好趋势未改，短期回落后择机建仓。

发达经济体复苏趋势不会轻易改变，这是集运中长线向好的最大逻辑。相对油轮和散货市场，集运供需形势更为理想，船东集中度最高并将进一步提高（随着大船陆续交付，小船东生存空间愈来愈小），减速航行在高油价时代趋势亦不可逆。因此，看好美国经济复苏的前提下，自上而下集运股仍是最优选择。

我们建议投资者等待集运股消化短期风险后再择机建仓，时点上可以参考以下两个因素：

1. 油价开始回落——该因素催发短期买点。
2. 美国经济数据继续好转，特别是房地产成交数据明显上升——该因素催发中长线买点。

六、风险因素

1. 油价风险：目前正在体现，未来亦可能再出现。
2. 人民币升值风险：降低中国出口竞争力，短期不利于中国船东，但不会减少全球贸易量，中国船东可通过航线调整逐步化解。
3. 大船竞争风险：万箱以上大船以其单位成本优势，未来必将成为主流，欧美干线长期看将是“大船东”俱乐部，集中度提高有利于降低竞争力烈度、提升船东收益水平。但是，长期看很美好，过程必然惨烈，某个阶段的价格战以消灭和驱逐中小船东，是可预期的场景。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。