

2011-02-28

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

航运

中性/维持评级

分析师

范倩蕾, CFA

SAC 执业证书编号:S1000510120025

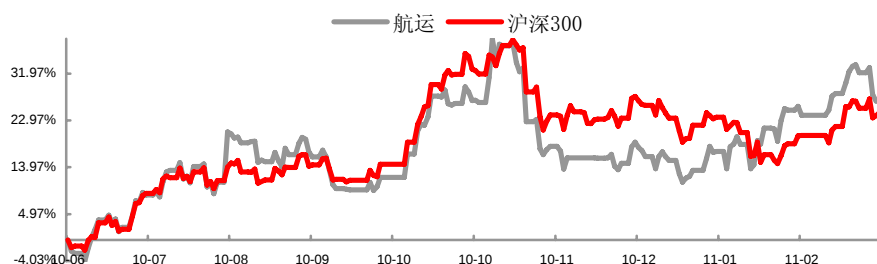
(0755)8236 4417

fanql@mail.htlhsc.com.cn

中东政局动荡对航运市场的影响

- 1973 年和 1979 年的两次中东石油危机对全球经济影响巨大。中东地区原油产量在两次危机期间都有不同程度的下降。1975 年中东原油产量较 1973 年下滑 7%，而 1985 年的中东原油产量仅 1979 年水平的一半。
- 原油价格在两次石油危机期间均出现了大幅上升。1974 年，油价从低于 3 美元/桶上升至 10 美元以上，而 1979 年原油价格则从 13 美元/桶上升至近 30 美元/桶。油品消费受到供给和价格的影响，在两次石油危机期间也出现了不同程度的下降。1975 年的北美原油消费约较 1973 年下降了 4%，而 83 年则较 79 年下降了 16%。
- 油运市场在 1973 年表现出极高的繁荣，其根本原因在于日本战后带来的经济和贸易增长与航运内在的周期调整叠加的周期演化；1973 年末运价开始暴跌，经过 4-5 年的调整运价在 1979 年略有起色，但随后又因需求萎缩经历了若干年的惨淡时期。
- 散货市场在 1973 年危机之后运价下跌晚于油运，因全球通胀预期下商品贸易的旺盛。随后运价经历了 1975-78 年的调整，1979 危机为散货运输带来了新的繁荣，油价再次大幅上涨，及原油供应不足的背景下，煤炭贸易迅速增长和港口拥堵刺激了散货运价。但全球经济的衰退还是在 1981 年使得散货市场开始下跌。
- 我们认为中东政局紧张对航运市场的影响主要应观察：1、生产是否受到影响；2、油价是否大幅上涨；3、全球经济走向。从历史经验来看，不论是油价的上涨，还是石油供应的短缺，都将影响油运市场的运输需求；散货市场可能短期受益于替代性需求的上升，但原油的供应和价格如果拖累全球经济增长，则对航运的任何一个子行业都将是灾难性的打击。
- 如果中东地区的政局动荡并不真正影响原油的供应和价格，我们不排除投机性需求推升短期航运价格的可能。
- 投资风险：行业基本面供需过剩的局面并未缓解。国际局势及市场预期的不确定性亦造成投资的潜在风险。

最近 52 周行业表现



目 录

1973 和 1979 年的中东石油危机	4
中东石油危机期间航运市场的表现	6
中东政局动荡对航运市场的影响	7
油价上涨对航运公司的成本影响	8
风险提示	8

图表目录

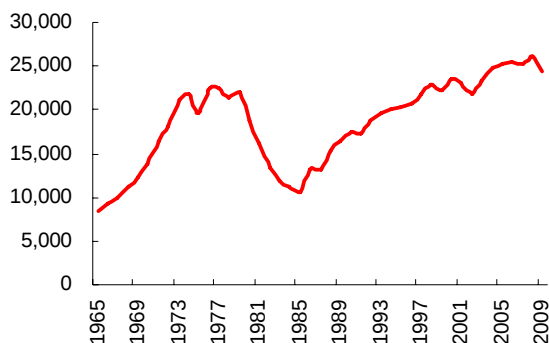
图 1:	中东地区原油产量 (千桶/天)	4
图 2:	中东地区占全球原油生产比重	4
图 3:	两次石油危机期间的原油价格 (美元/桶)	4
图 4:	两次石油危机期间的北美原油消费 (千桶/天)	5
图 5:	油轮运价周期 (1947-2008)	6
图 6:	散货运价周期 (1947-2008)	7
图 7:	VLCC TD3 航线 First Month 运价远期合约 (美元/天)	7
图 8:	部分航运公司燃油成本占营业成本比重 (2009)	8

1973 和 1979 年的中东石油危机

1973 年和 1979 年的两次中东石油危机对全球经济影响巨大。两次石油危机均以中东原油产量波动、原油价格飙升和全球经济增长震荡的形式体现。

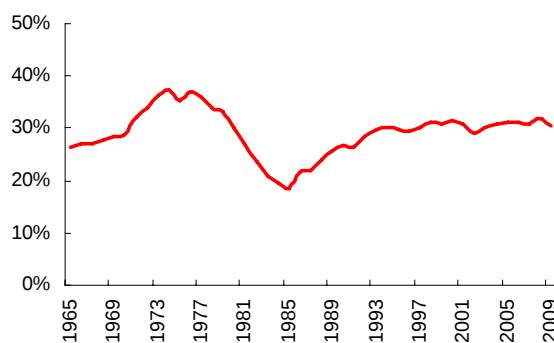
中东地区作为主要的原油产区，产量在两次危机期间都有不同程度的下降。1975 年中东原油产量较 1973 年下滑 7%，而 1985 年的中东原油产量仅 1979 年水平的一半。

图 1： 中东地区原油产量（千桶/天）



资料来源：BP Statistics, 华泰联合证券研究所

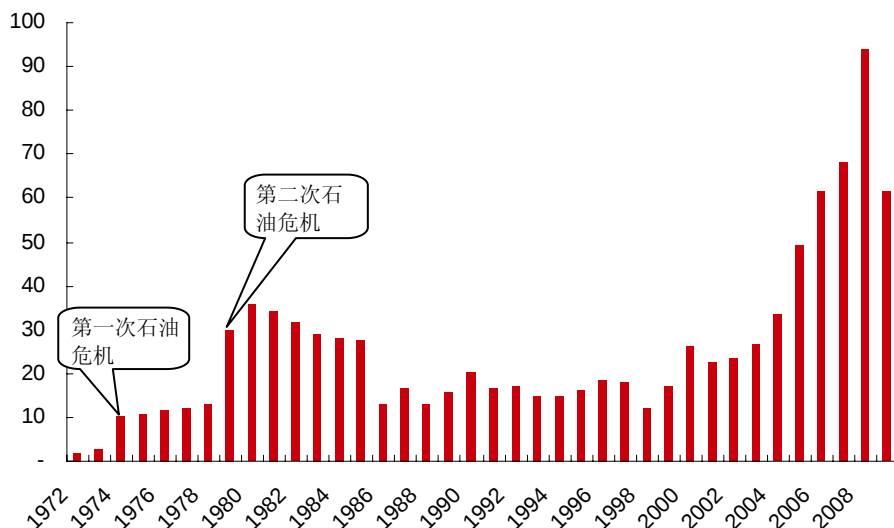
图 2： 中东地区占全球原油生产比重



资料来源：BP Statistics, 华泰联合证券研究所

原油价格在两次石油危机期间均出现了大幅上升。1974 年，油价从低于 3 美元/桶上升至 10 美元以上，而 1979 年原油价格则从 13 美元/桶上升至近 30 美元/桶。

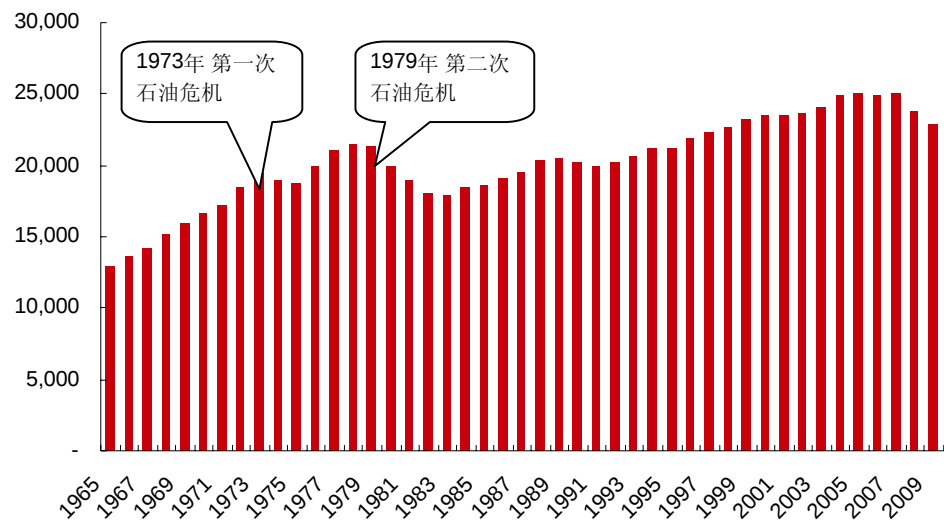
图 3： 两次石油危机期间的原油价格（美元/桶）



资料来源：BP Statistics, 华泰联合证券研究所

同时，油品消费受到供给和价格的影响，在两次石油危机期间也出现了不同程度的下降。1975 年的北美原油消费约较 1973 年下降了 4%，而 83 年则较 79 年下降了 16%。

图 4： 两次石油危机期间的北美原油消费（千桶/天）



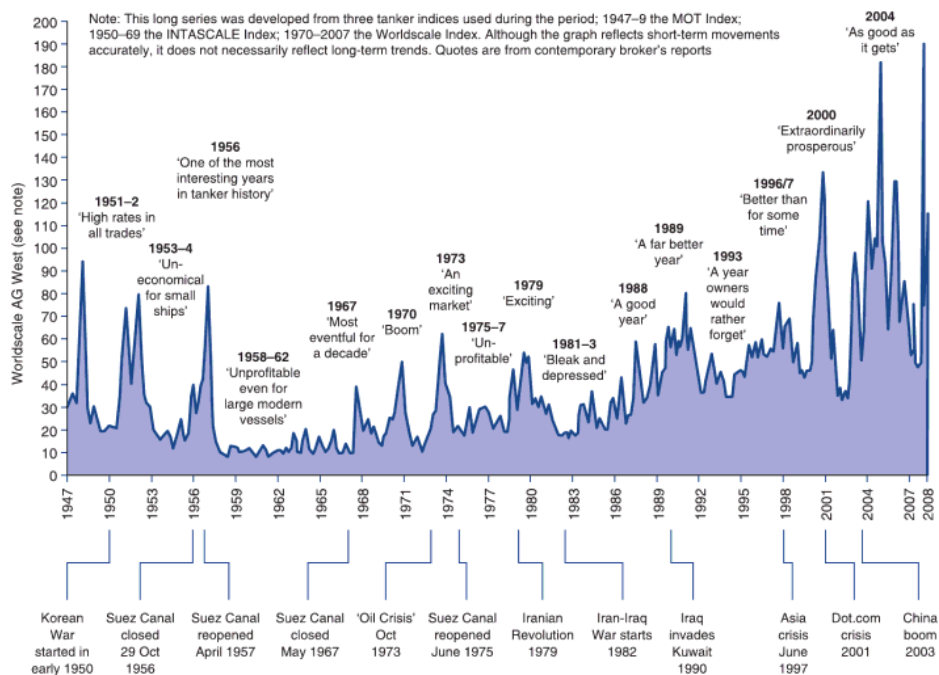
资料来源：BP Statistics，华泰联合证券研究所

中东石油危机期间航运市场的表现

油运市场在 1973 年呈现出极高的繁荣，运价自 1972 年末开始快速上升，1973 年 VLCC 的等价期租几乎翻番。历史的研究资料认为此轮繁荣高点的到来应主要归因于前一阶段全球经济的高速发展，但由于数据的缺乏，我们无法排除投机性抢运推高运价的可能性。

油运价格在 10 月的赎罪日战争后开始下跌。市场的低迷一直持续到 1979 年，经过 4-5 年的调整后，1979 年油运市场的利润水平略有恢复，但过剩的运力和造船产能，以及因油价上涨而被抑制的需求仍然抑制了运价，此时的运价水平仅够船东覆盖其航次成本。随着第二次中东石油危机的开始，油运市场再次堕入低迷。

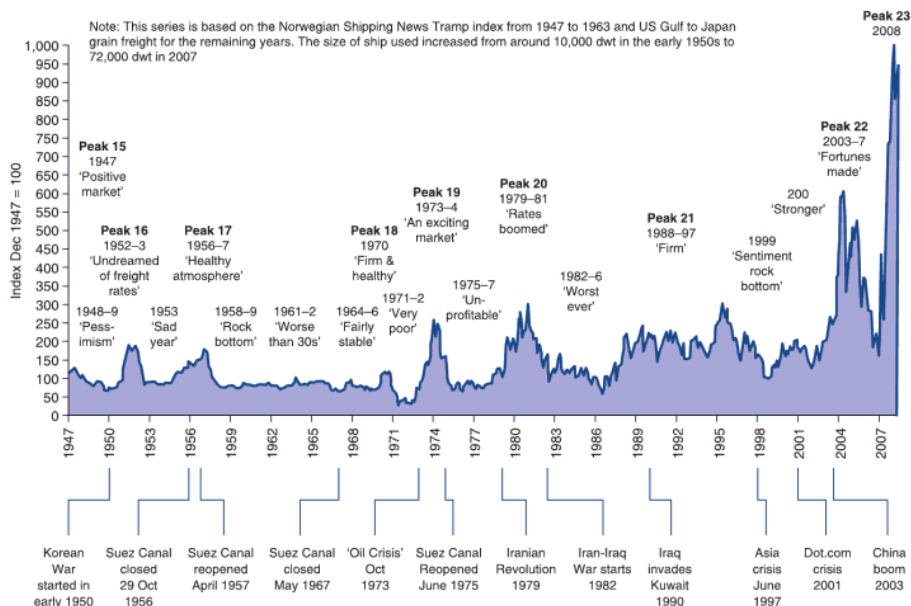
图 5： 油轮运价周期（1947-2008）



资料来源: Maritime Economics, 华泰联合证券研究所

同样得益于前期的高速经济增长，散货市场运价在 1973 年亦快速上涨。石油危机发生后，散货市场并未像油运市场那样迅速下跌。对通货膨胀的预期使得补库存的需求出现，散货船舶到 1974-75 年才出现下跌。这一特征在 1979 年第二次石油危机期间表现的更为明显，伴随着油价的上涨，原油的供应也出现了巨大的下滑。煤炭作为替代能源的需求变得旺盛，同时这又增加了港口的拥堵，进一步推升了运价。到 1981 年，全球经济的衰退最终还是使得散货市场运价开始下跌。

图 6： 散货运价周期（1947-2008）



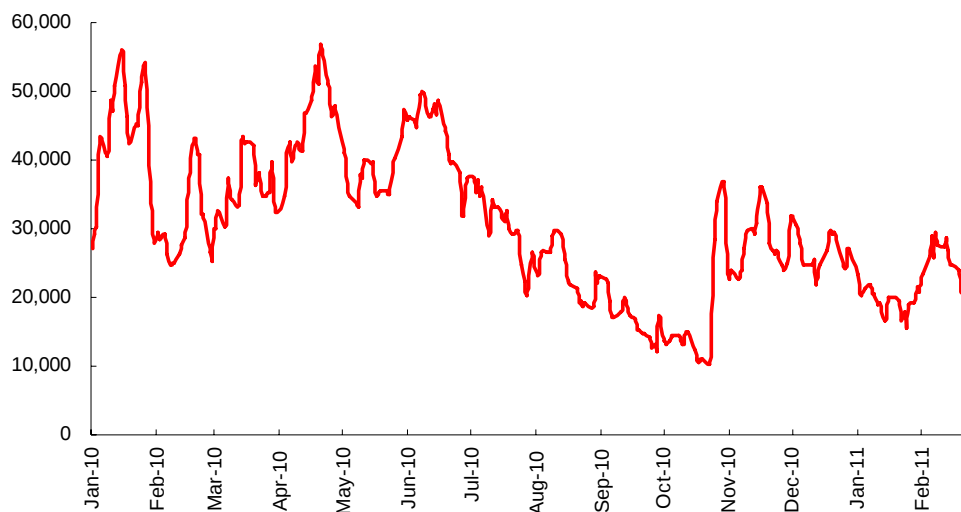
资料来源：Maritime Economics，华泰联合证券研究所

中东政局动荡对航运市场的影响

我们认为中东政局紧张对油运市场的影响主要应观察：1、生产是否受到影响，原油供应量是否发生变化；2、油价是否大幅上涨；3、全球经济走向。从历史经验来看，不论是油价的上涨，还是石油供应的短缺，都将影响油运市场的运输需求；干散货市场可能短期受益于替代性需求的上升，但原油的供应和价格如果拖累全球经济增长，则对航运的任何一个子行业都将是灾难性的打击。

如果中东地区的政局动荡并不真正影响原油的供应和价格，我们不排除投机性需求推升短期航运价格的可能。

图 7： VLCC TD3 航线 First Month 运价远期合约（美元/天）

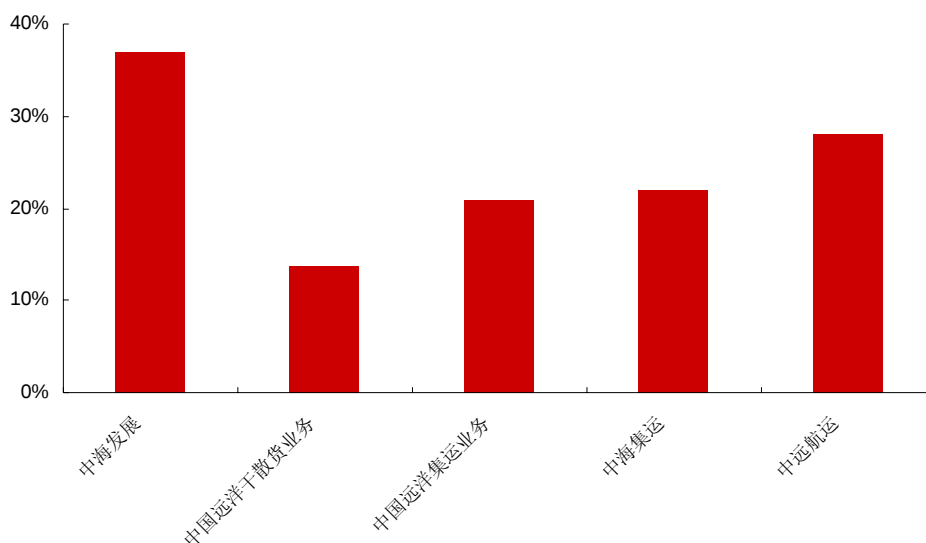


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

油价上涨对航运公司的成本影响

从 2009 年的数据来看，燃油成本占营业成本的比重在 10%到 40%之间。我们预计 2010 年因燃油价格的上升，这一比重在各公司均有所提升。我们需要强调的是，油价上涨对航运公司的影响更集中于短期，因航运市场的运价变动频繁且幅度可观，航运公司的利润水平主要由运力的供需决定。当供需偏紧时，航运公司将油价上涨向下游传导的能力很强。当供给宽松时，航运公司的成本传导能力则偏弱。

图 8： 部分航运公司燃油成本占营业成本比重（2009）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

油运和干散货运输的投资风险主要在于，中期范围内其供需过剩的局面并未得到根本性改变，行业可能继续向低谷调整。短期而言国际局势及市场预期的不确定性亦造成投资的潜在风险。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn