

水上运输行业 2011 年年度报告

评级：持有 维持评级

行业点评

李光华

联系人
(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

日本地震对航运行业影响的量化分析

事件

3月11日,日本东海岸附近海域发生8.8级强烈地震,并引发10米高海啸,使得东北部三县(宫城、岩手、福岛)遭遇严重灾害。此次地震的重灾区主要集中了钢铁、汽车、核电、石化、半导体等日本重点产业和支柱产业,经济总量占到日本GDP的8%左右。目前来看,石化、汽车和半导体行业遭受损失最为严重。日处理原油能力达22万桶的千叶炼油厂已经停业,位于茨城县和神奈川县的两处炼油厂也已停止作业。日本三大汽车厂商丰田、本田、日产等22家工厂已经关闭。索尼、夏普、松下、三星等电子企业在日本设立的工厂均已受到日本地震的影响,其中索尼关闭了位于日本东北部6家主要生产蓝光光盘、磁头和电池的工厂;松下停产了一家生产混合动力车电池的合资公司;夏普停止运行了设在堺市的LED显示工厂;富士通、东芝、三菱、三洋位于震中附近的很多制造厂也都传出了关闭的消息。此外,韩国三星公司在地震发生后,为避免发生损失,也很快关闭了位于日本的生产线;

评论

日本造船产能并未受到破坏:由于日本的造船厂基本都远离地震和海啸的区域,我们相信它们的生产能力没有受到地震的影响,预计日后船舶供给的速度将不会受到影响。虽然日本钢厂产能受损,但日本粗钢产量将通过减少进口和增加从中国和韩国的进口弥补,其国内的钢材需求将能得到满足。但短期的船厂施工进度将可能受到钢材供给突然减少的影响,其中影响最大的为干散货船型,对油轮和集装箱船舶的供给影响有限;

干散货 - 短期需求萎缩,中长期日本重建创造需求:地震重创了日本的汽车产业,汽车产业是日本国内钢材需求最大的行业,占比为21%,因此我们预计在汽车产业的产能恢复之前,日本的钢材需求将会受到影响,进而影响铁矿石的需求量。同时由于部分钢厂停产,将影响铁矿石需求量约2200万吨,占全球铁矿石需求量的2%。但是从中长期来看,日本的灾后重建,将增加钢材的需求。同时,由于日本钢材出口将受到影响,预计部分的减量将由中国弥补,因此利好与出口钢材相关的多用途船型;

油轮 - 炼油产能受损,成品油轮需求增加:日本原油进口量占全球的9%左右,由于地震和Cosmo炼油厂的爆炸,媒体报道约20%的炼油厂由于损害和电力供应不足的原因关闭,因此影响全球原油运输量约为1.8%。我们预计由于炼油产能的减少,日本将增加成品油的进口量。如果这部分成品油由日本周边的国家和地区提供,则能够在不影响VLCC需求的前提下,新增MR的运输需求;

集装箱 - 日本出口箱量占比较小,影响有限:日本出口至北美的集装箱占该航线箱量的比例约为5%,虽然汽车零件占日本出口箱量的比例高达30%,即使假设汽车零件出口完全停止,对该航线的箱量影响仅为1.5%,对全球集装箱运输量的影响不到1%。考虑可能受到日本元器件供给受损影响的中国电子产品出口量占比为11%,如果中国三分之一的电子产品出口受到影响,则影响远东至北美航线运量的2%,影响全球集装箱运量约1%。但是,我们认为只要需求不受到影响,在供给恢复后集装箱的运输量将相应的增加;

投资建议

1) 干散货的供给明显过剩,短期需求的减少对行业将是雪上加霜,预计运价将继续受压。对于灾后重建,我们认为以目前日本政府的财政情况不能快速且大面积地开展。日本95年阪神大地震后的重建并未使干散货运价得到明显提升,因此我们依然对干散货行业保持谨慎的态度。由于日本钢材将受到影响,将有利于国内钢材出口的恢复,增加多用途船的需求;

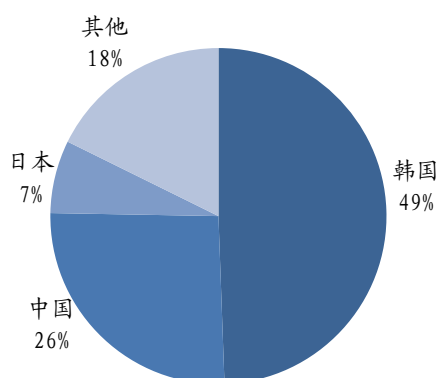
2) 我们认为地震对油轮和集装箱的影响较为中性。近期VLCC运价可能由于日本需求的突然减少而受到打击,但日本可能增加成品油进口,将利好MR运价。对于集装箱来说,日本和与日本电子产品相关的集装箱量占比较少,我们预计短期的负面影响有限,长期来看欧美经济持续好转,供给恢复后箱量将有相应的增长;

3) 日本地震利好多用途船而对于集运则为中性,我们维持原有观点,推荐中远航运和中海集运;

日本造船厂未受重创

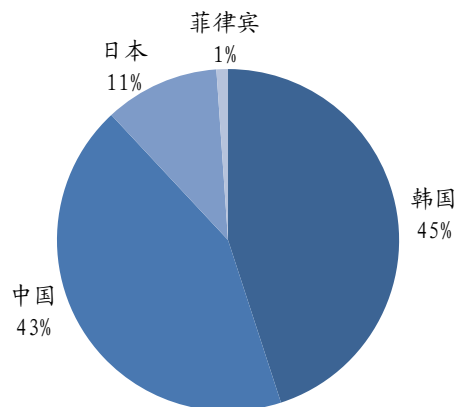
- 日本的造船厂基本都远离地震和受到海啸影响的区域，我们预计日本主要造船厂的设施并没有受到严重的损害，换句话说日本的造船能力并未受到大的影响；
- 根据国金钢铁分析师提供的信息，日本新日铁等 3 家钢铁制造商位于东京湾的 5 个炼钢厂遭到了结构性的破坏，并且短期内无法恢复，停产时间可能长达六个月，影响约 25% 的日本粗钢产能，预计影响 2200 万吨铁矿石需求量。粗钢产量的减少将可能导致造船厂的原材料供给不足，进而影响短期的施工进度。
- 日本钢铁厂在地震前的产能利用率约为 89.61%（取历史峰值 34.5 万吨/天）做测算，如果考虑到日本其他地区钢厂可能开足马力，那么未来 6 个月日本粗钢产量受到的净影响幅度则为 6 万吨/天（ $34.75 \times 25\% - 34.75 \times 75\% \times 10.41\%$ ）。日本钢铁产量的 43% 用于出口，日本的需求缺口能通过从中国和韩国进口满足，因此我们认为日本国内的钢材需求能得到满足，因此我们认为从中长期角度来看，造船厂的产出不会受到太大的影响；

图表1：油轮的建造国分布

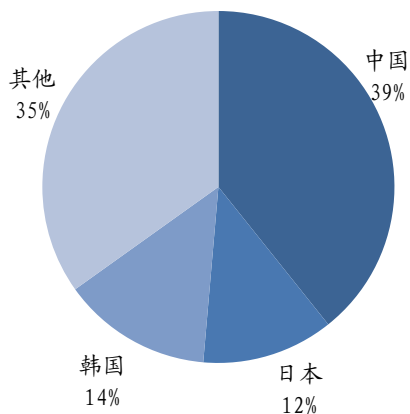


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表2：VLCC 建造国分布

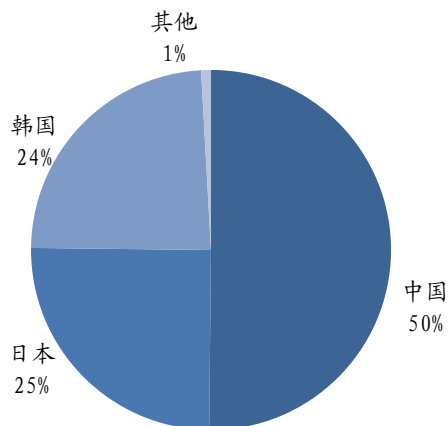


图表3：干散货船的建造国分布

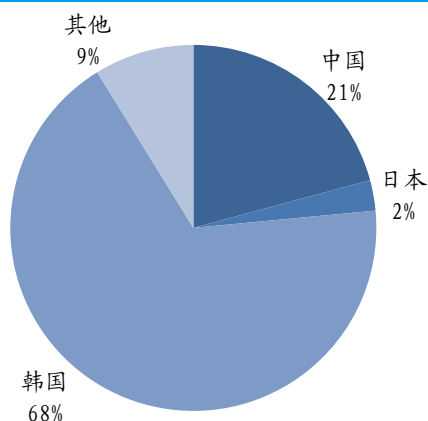


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表4：Capesize 建造国分布

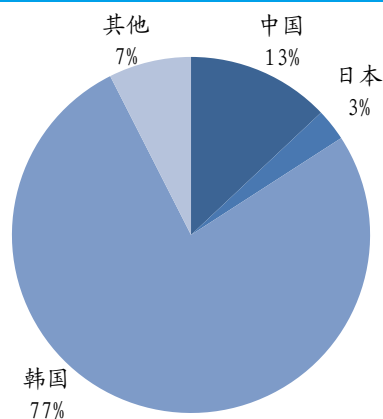


图表5：集装箱船建造国分布



来源：国金证券研究所，Clarkson

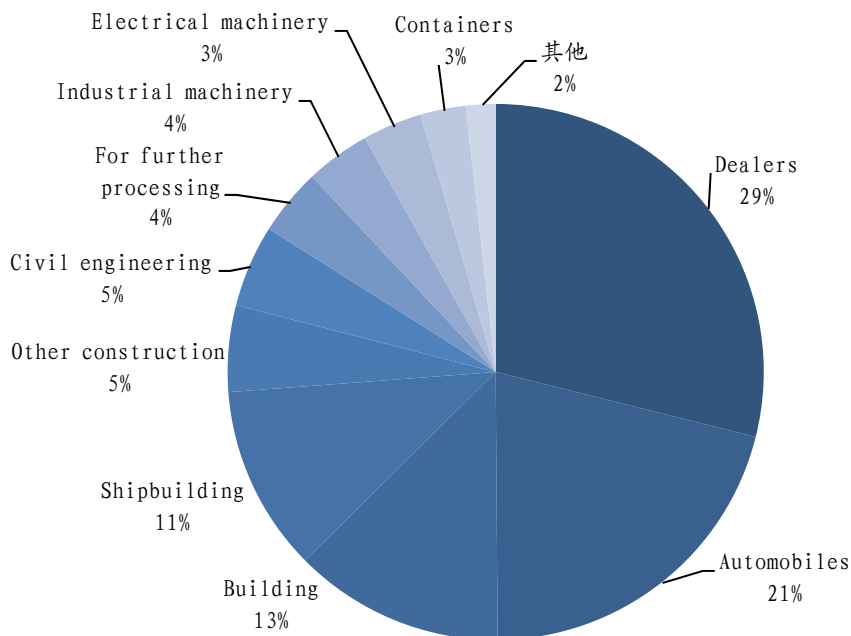
图表6：超巴拿马集装箱船建造国分布



干散货：短期需求萎缩，中长期日本重建创造需求

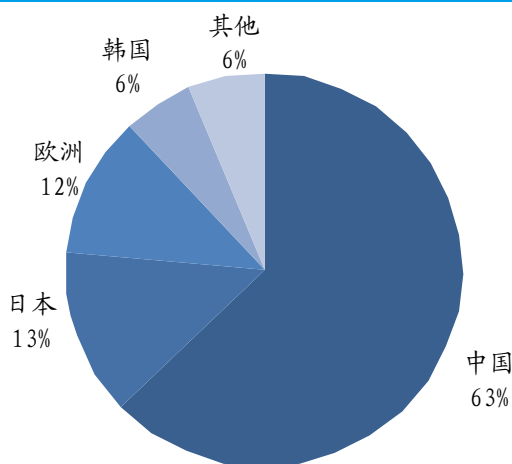
- **日本地震将影响短期干散货运输需求。**由于日本约 25%的粗钢产能受到影响，停工时间可能长达六个月，国金钢铁小组预计将影响 2200 万吨的铁矿石需求量。同时日本三大汽车制造商本田、丰田和日产一共有 22 家工厂已经关闭，日本汽车行业的粗钢需求占比约为 21%，是影响粗钢需求最大的行业，因此汽车行业的受创将影响日本本土的粗钢需求；
- 日本是全球第二大铁矿石进口国，2200 万吨铁矿石约为 Clarkson 对日本铁矿进口需求全年预测的 16%，占全球铁矿石海运需求的 2.1%。同时，由于日本的煤炭基本依赖于进口，粗钢产量的减少将相应的影响国内的煤炭需求；

图表7：日本多家汽车制造商均表示将停止生产，将对日本钢铁需求产生较大的负面影响



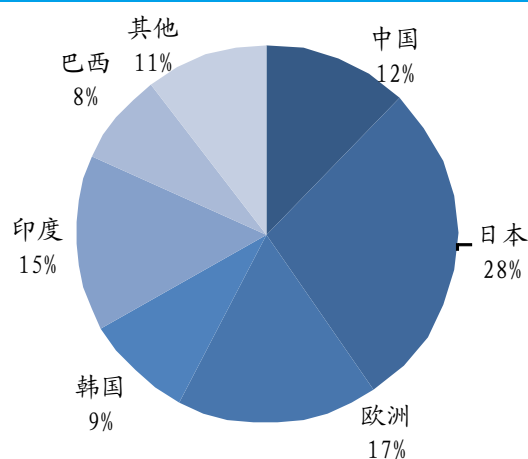
来源：国金证券研究所，The Japan Iron and Steel Federation，*2011 年 1 月数据

图表8：日本为全球第二大铁矿石进口国

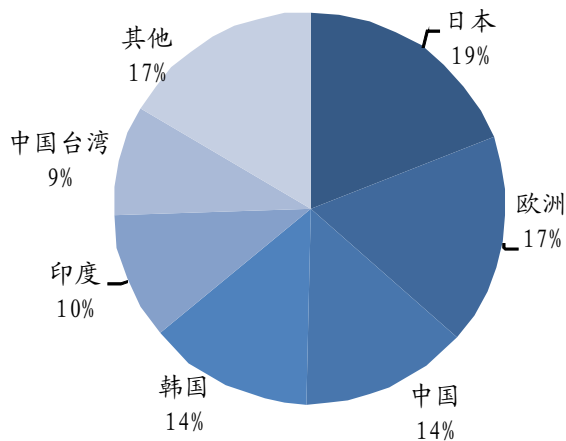


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表9：日本为全球第一大焦煤进口国

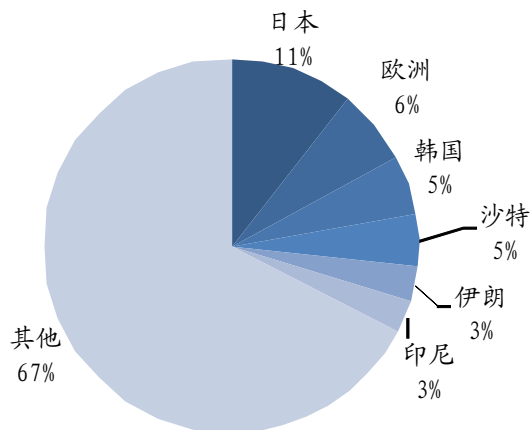


图表10：日本为全球第一大电力煤进口国



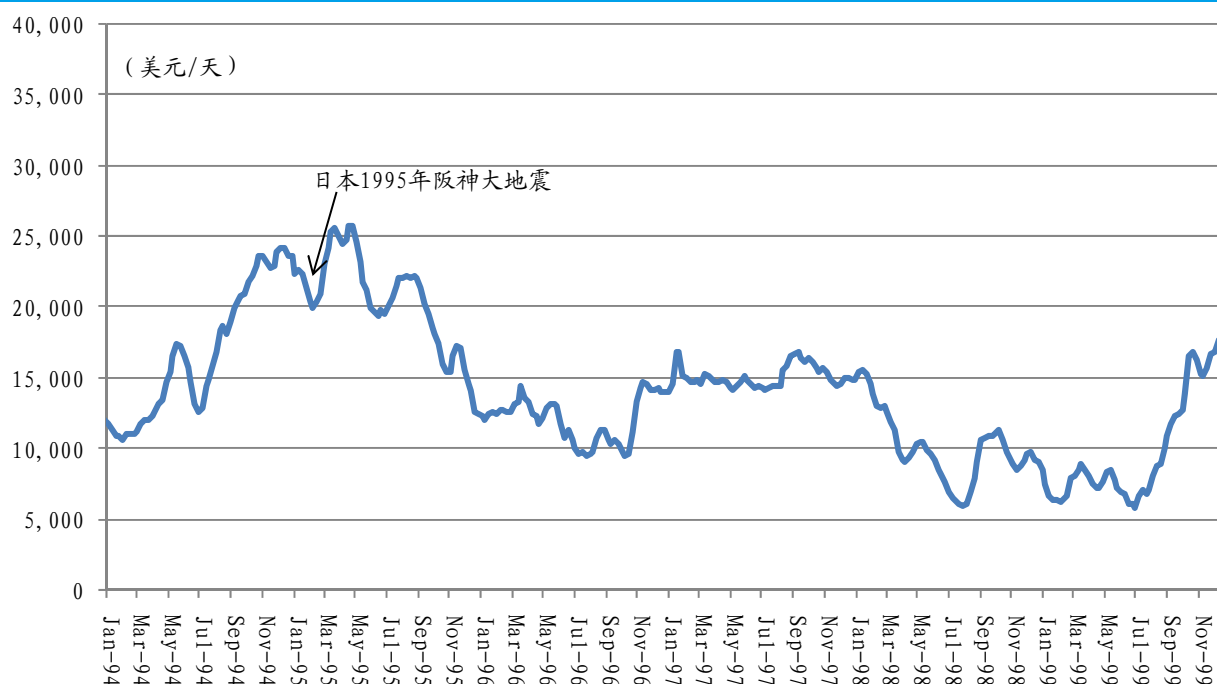
来源：国金证券研究所，Clarkson

图表11：日本为全球第一大谷物进口国



- **中长期来看干散货需求将有所增加：**1) 日本粗钢生产的减量将由中国和韩国的增量取代，全球的钢铁需求将能得到满足。全球铁矿石需求不受到影响，由于中国和韩国均对铁矿石进口依赖度较高，从运距和船型需求来看与日本接近，因此原有的铁矿石需求不受影响。2) 日本重建将创造新生需求。根据日本钢铁联合会的统计，2011年1月日本建筑相关的行业占了日本粗钢需求的23%。由于日本在受到地震和海啸以后，大量建筑受到损害，我们预计在灾后重建阶段，日本的粗钢需求将明显恢复；
- **对中国钢铁出口的影响正面。**2010年日本的粗钢产量为中国的17.5%，由于日本的钢铁产能受到影响，将有利于中国和韩国增加粗钢出口以弥补日本钢材出口量的下降。若日本25%的粗钢产能受到影响停产，在不考虑需求减少的前提下，可供出口的钢材量将下降42%。如果这部分钢材供给由中国取代，将使得中国钢材出口量增加约50%，将利好与国内钢材出口相关的行业；

图表12: 95 年的日本地震对 Capesize 船型的运价影响负面, 重建期间未能提升运价



来源: 国金证券研究所, Clarkson

油运: 炼油产能受损, 成品油轮需求增加

- 日本地震后位于日本千叶县的科斯莫炼油厂发生了爆炸, 该炼油厂的日处理能力为 22 万桶/天, 占日本国内炼油产能的 5-6%。另有消息称由于电力短缺的影响, 目前约有 20% 的炼油厂已停止工作。我们预计由于日本炼油能力短期受到影响, 将导致日本对 VLCC 的需求明显下降。同时为了弥补成品油需求的缺口, 日本将加大成品油的进口, 增加对 MR (短期成品油轮) 需求;

图表13: 日本为主要的原油进口和成品油进出口国

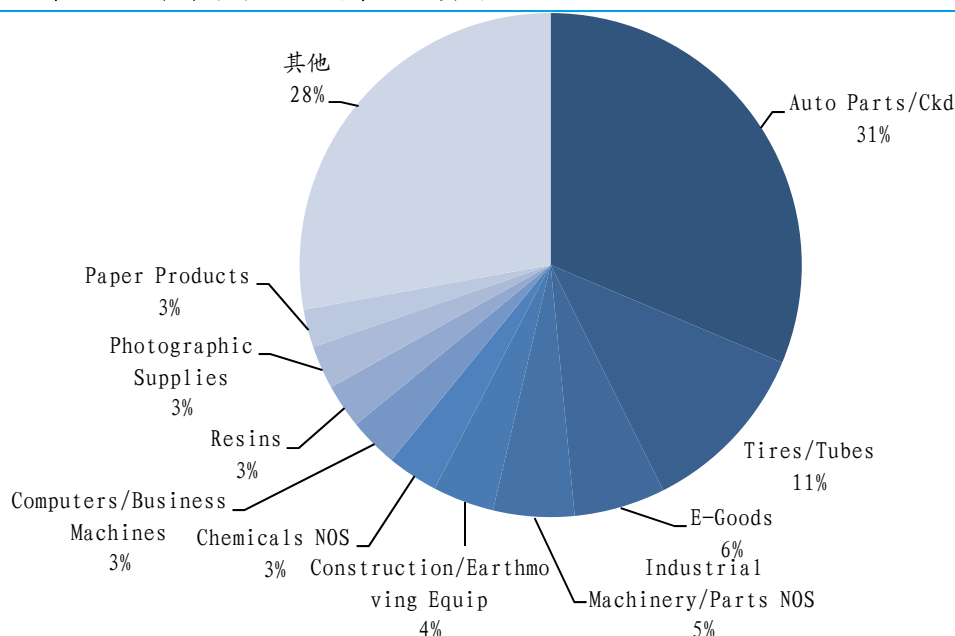
	百万吨				千桶/天			
	原油进口	成品油进口	原油出口	成品油出口	原油进口	成品油进口	原油出口	成品油出口
US	442.8	122.0	2.2	89.5	8893	2550	44	1871
Canada	39.1	15.3	96.5	25.7	785	320	1938	538
Mexico	0.5	21.0	63.8	8.0	9	439	1282	168
S. & Cent. America	25.1	41.3	128.9	54.4	504	863	2588	1137
Europe	513.3	152.0	23.1	72.9	10308	3177	464	1523
Former Soviet Union	0.9	3.2	342.0	105.1	18	67	6868	2197
Middle East	7.0	10.5	822.1	91.6	140	219	16510	1916
North Africa	18.4	10.0	111.1	25.3	369	209	2232	528
West Africa	†	12.1	212.3	5.3	1	254	4263	110
East & Southern Africa	21.9	5.7	14.8	0.3	439	119	297	6
Australasia	22.8	17.1	12.8	2.0	458	358	258	42
China	203.5	49.8	4.7	29.4	4086	1041	94	614
India	145.8	10.4	0.1	35.4	2928	217	1.9	740
Japan	176.5	35.3	-	16.5	3545	738	-	345
Singapore	46.3	79.8	2.3	72.0	930	1668	47	1505
Other Asia Pacific	228.6	127.6	40.2	59.9	4590	2667	807	1252
Unidentified *	-	0.9	15.5	20.6	-	18	311	430
Total World	1892.5	714.0	1892.5	714.0	38005	14925	38005	14925
日本占比	9.3%	4.9%	0.0%	2.3%	9.3%	4.9%	0.0%	2.3%

来源: 国金证券研究所, BP, *2009 年

集装箱: 日本出口箱量占比较小, 影响有限

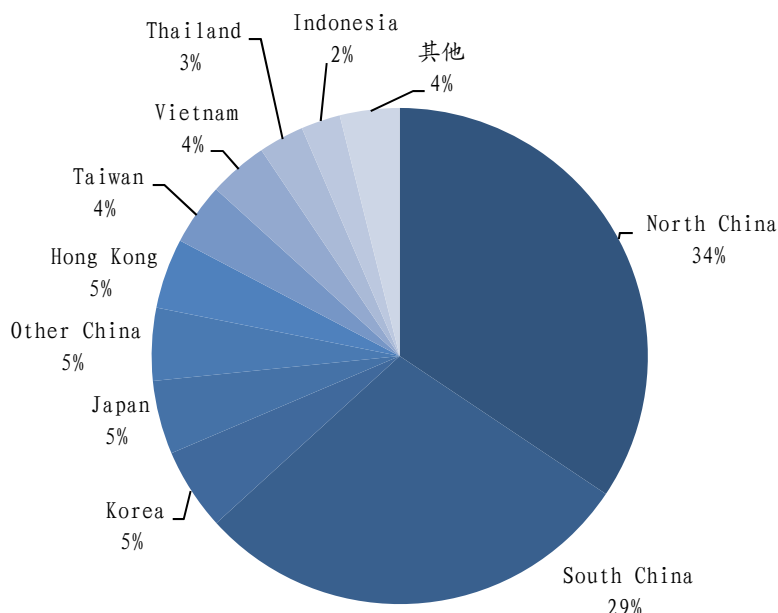
- 对集装箱运输行业影响的一个方面是日本当地产生的箱源将受到影响，根据 TSA 的统计，远东至北美航线中来自日本的集装箱货量占比约为 5%。来自日本的箱量中，汽车零部件占比高达 31%，而汽车产业是受到日本地震影响最为严重的产业之一，因此我们预计日本集装箱的出口将受到较大的影响。但由于日本在集装箱出口量占的市场份额较低，因此即使假设日本汽车零部件出口完全暂停，对远东至北美航线的箱量影响仅为 1.5%，对全球集装箱箱量影响则约为 0.7%（不考虑其他国家地区产量增加以弥补日本的减量）。因此我们认为日本生产业受到破坏而导致当地出口减少对全球集装箱运输量的影响基本可以忽略；

图表14：汽车零部件是日本集装箱出口的第一大货种



来源：国金证券研究所，JOC，2010 年 1-11 月数据

图表15：亚洲各地出口北美集装箱量的构成



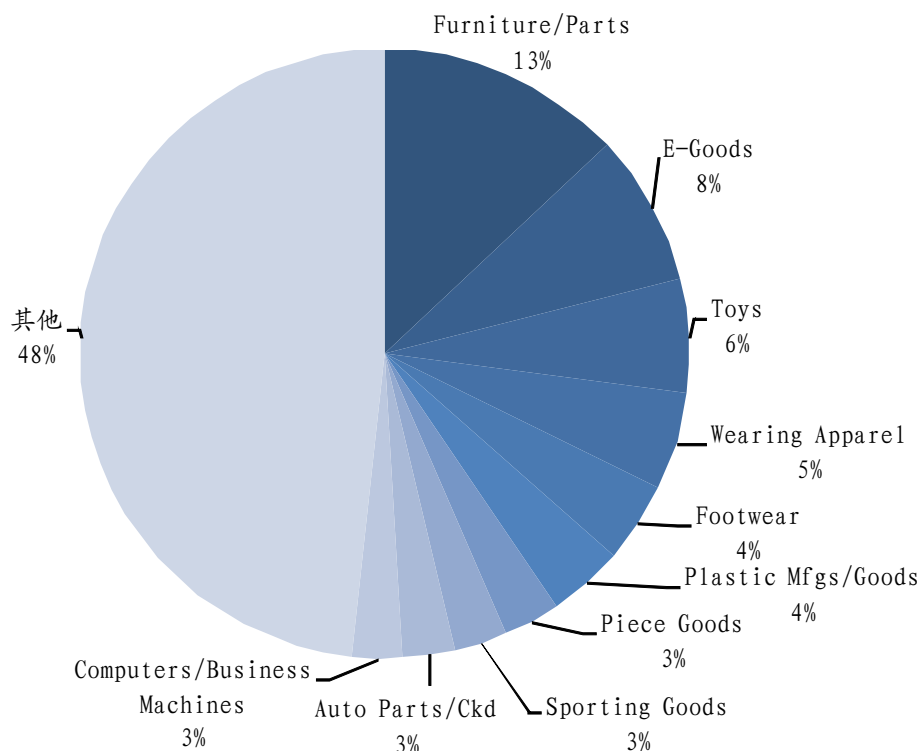
来源：国金证券研究所，JOC，2010 年 1-11 月数据

- 据彭博社报道，索尼、夏普、松下、三星等电子企业在本国设立的工厂均已受到日本地震的影响，其中索尼关闭了位于日本东北部 6 家主要生产蓝光光盘、磁头和电池的工厂；松下停产了一家生产混合动力车电池的合资

公司；夏普停止运行了设在堺市的 LED 显示工厂；富士通、东芝、三菱、三洋位于震中附近的很多制造厂也都传出了关闭的消息。此外，韩国三星公司在地震发生后，为避免发生损失，也很快关闭了位于日本的生产线。

- 中国处于全球产业链的末端，主要以组装和加工为主，部分技术含量较高的中间环节部件仍依赖于进口。若产业链中间环节的破坏，最终将导致成品无法产出。中国至北美的集装箱出口量中，有可能受到日本提供的部件短缺影响货种如电子产品和电脑等占总箱量的比例约为 11%。如果中国出口的电子产品中 1/3 的量受到零部件短缺的影响，那么影响远东-北美集装箱运输量约为 2%，影响全球集装箱运输量约为 1%（我们认为受影响的电子产品比例将远低于 1/3）。另外，由于欧美经济的持续好转，需求将是刚性的，在供给的产能恢复后，箱量将出现相应的增长；

图表16：中国电子相关的出口产品占集装箱出口量比例约为 11%



来源：国金证券研究所，JOC

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；

减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室