

航运 II

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S096011080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

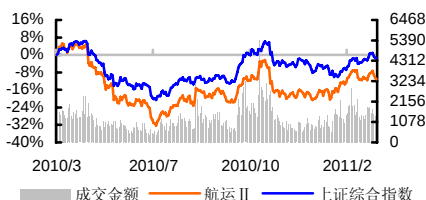
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	11
总市值(亿元)	2620
占A股比例(%)	1.05%
平均市盈率(倍)	232.89

行业表现

(%)	1M	3M	6M
航运 II	-2.13	5.86	7.85
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

《航运业系列报告之二: 集运业供给周期高峰已过, 产能过剩风险已充分消化》2011-1-6

《航运 II - 航运业的前世今生: 不定期船中性, 定期船看好》2010-12-16

《航运 II - 油运业周报: 原油运输市场回升》2010-11-9

航运

看好

日本地震影响分析: 定期市场迎来买入良机, 不定期船市场出现交易性投资机会

投资要点:

■ **集运业: 地震影响区域远离经济中心, 影响有限, 长期利好。**①地震影响短期有限。此次地震震源位于日本本州东岸远海, 波及范围主要是岩手县、宫城县、仙台和福岛, 这些县区都不是日本的经济中心。日本最主要的外贸港口包括东京、大阪、名古屋、横滨和神户, 这些地区货物吞吐量占全国集装箱吞吐量的比重高达 50%以上, 所受海啸破坏并不大。而且, 由于国内主要工厂遭受破坏, 预计基本日用消费品和机械设备进口将出现大幅增长, 对集运业反而是利好。②集运业供需态势基本均衡不变, 预计 2011-2013 年的供给增速区间分别为 8-9%、8-9%、6-7%。需求面受影响不大, 未来产能利用率指标逐步上升。③此次地震短期会影响运价回调, 但我们认为, 震后重建将引致集运需求大幅回升, 回调是买入良机。

■ **散货运输业: 地震导致散货需求短期回降, BDI 雪上加霜, 灾后重建将带来交易性投资机会。**①日本是世界第二大钢铁供应大国, 粗钢产量占世界钢铁总产量的比重约为 8-9%。与钢铁产能相对应, 日本也是世界最主要的铁矿石需求国, 2010 年进口 1.34 亿吨, 占三大主要进口国(中国、日本和韩国)的比重为 17%。②钢铁产能受地震影响下降约 2600 万吨, 炼钢厂遭到了结构性的破坏, 预计停产将长达半年之久, 铁矿石海运贸易量将缩减近 3000 万吨, BDI 短期将加速下跌。③散货运输业的根本症结在供给过剩, 地震影响只是短期的。预计随着震后重建推进, BDI 超跌后将会加速反弹, 行业存在交易性投资机会。

■ **油运业: 炼厂产能遭损毁, 短期利空, 长期利好。**①日本是世界第三大原油消费国, 据统计 2009 年日均原油消费量为 440 万桶, 占世界原油消费总量的比重为 5.1%。同时, 日本是世界第四大炼油产能基地, 总体炼油产能约为 462 万桶/天, 占世界比重为 5.1%。由于强震造成炼油产能下降 20%, 外加核电站发电能力下降 26%, 此次强震将对大宗商品产生重大影响。我们预计对全球原油需求增速的影响短期将会下降约 0.1 个百分点。但长期来看, 灾后重建将会消耗大量能源, 包括原油、液化石油气和液化天然气都将出现大幅反弹。②日本原油 85%来自中东地区, 2009 年进口 1.79 亿吨。因此, 此次影响 TD3 线(中东-日本航线)原油运价会出现一定程度下跌, 但我们认为这种情况只是暂时的, 具体情况需待灾后重建的进程而定。

■ **投资建议: 维持“不定期船中性, 定期船看好”评级。**看好集运和特种运输, 主要投资标的是中海集运与中远航运。但不定期船市场(散货运输业和油运业)由于灾后重建所引致的需求反弹, 将带来相关行业的交易性机会, 投资标的主要是中国远洋、招商轮船。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601866	中海集运	-0.56	0.33	0.41	0.51	-8.89	15.11	12.03	9.60	强烈推荐
600428	中远航运	0.08	0.26	0.40	0.55	107.79	32.63	21.74	15.74	强烈推荐
601872	招商轮船	0.16	0.19	0.22	0.27	27.56	23.22	20.05	16.33	推荐
600026	中海发展	0.31	0.57	0.62	0.78	32.61	17.96	16.36	13.06	推荐
601919	中国远洋	-0.74	0.57	0.75	0.98	-14.13	18.19	13.96	10.60	推荐
600087	长航油运	0.00	0.01	0.03	0.07	1141.28	185.14	97.07	91.01	中性

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1. 集运业：震源远离经济中心，短期影响有限，长期利好.....	4
2. 散货运输：铁矿石需求短期减弱，BDI 雪上加霜	6
2.1 地震导致日本铁矿石需求减弱	6
2.2 症结在于供需失衡，短期影响 BDI 雪上加霜.....	7
3. 油品业：炼厂产能遭损毁，短忧长好	8
3.1 炼厂产能遭损毁，原油运价面临下行	8
3.2 油运市场最主要的问题是供给过剩	10
4. 主要结论及投资建议	11

图表目录

图 1	日本地震地理位置	5
图 2	日本集装箱吞吐量	5
图 3	集运业周期走势未来可能图景	6
图 4	钢铁产量世界份额比重	7
图 5	主要铁矿石进口国份额	7
图 6	散货船分船型订单比重	8
图 7	日本是世界第三大石油消费国	9
图 8	世界炼油产能分布情况	9
图 9	日本石油进口国家结构	10
表 1	2011 年、2012 年各船型运力增速预测.....	6
表 2	2011 年油轮分船型拆解测算.....	10
表 3	2011 年油运业分船型运力供给增速预测.....	10
表 4	航运港口业股票表现比较	12

事件及简评:

北京时间 3 月 11 日 13 点 46 分, 日本本州岛附近海域发生里氏 9.0 级地震, 震中位于宫城县以东太平洋海域, 震源深度 10 公里, 地震引发近 10 米浪高的海啸, 造成数千人死亡, 大量人口失踪, 数万人逃离家园, 炼油厂产能和钢铁产能遭受毁损, 机场港口关闭, 货物贸易暂停。

本次强震对航运业将产生一定影响, 但总体看, 我们认为负面影响主要是短期的, 各子行业运价面临下调风险, 但从长期来看, 子行业中增长前景最好的集运业和特种运输业受到此次事件影响较小, 短期回调将构成较高的安全边际, 是买入良机。而散货业和油运业也会跟随震后重建带动的运价上行存在交易性投资机会。

具体详述如下:

1. 集运业: 震源远离经济中心, 短期影响有限, 长期利

好

据路透社报道, 在 11 日发生 8.9 级地震后, 日本主要外贸港口要关闭一天检查系统功能, 多家国际班轮公司昨日表示会通知货轮暂时取消靠挂或回避至其他港口, 货物装卸和进出口都暂停, 直至灾害评估完成。

此次地震震源位于日本本州东岸远海, 波及范围主要是岩手县、宫城县、仙台和福岛, 这些县区都不是日本的经济中心。日本最主要的外贸港口包括东京、大阪、名古屋、横滨和神户, 这些地区货物吞吐量占全国集装箱吞吐量的比重高达 50% 以上, 所受海啸破坏并不大。而且, 由于国内主要工厂遭受破坏, 预计基本日用消费品和机械设备进口将出现大幅增长, 对集运业反而是利好。

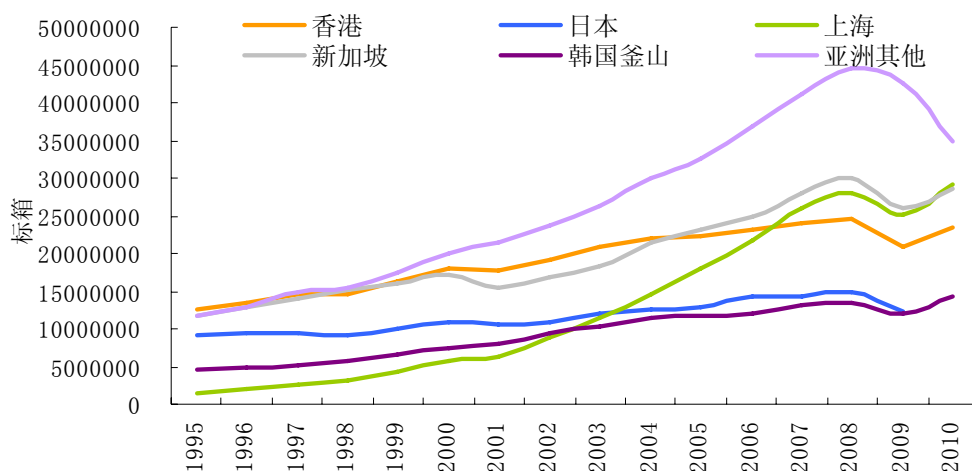
从长期看, 我们对集运业的基本面已经进行一系列深度分析报告, 在此不再赘述, 维持原先“看好”评级。

图1 日本地震地理位置



资料来源：中投证券研究所。

图2 日本集装箱吞吐量



资料来源：中投证券研究所。

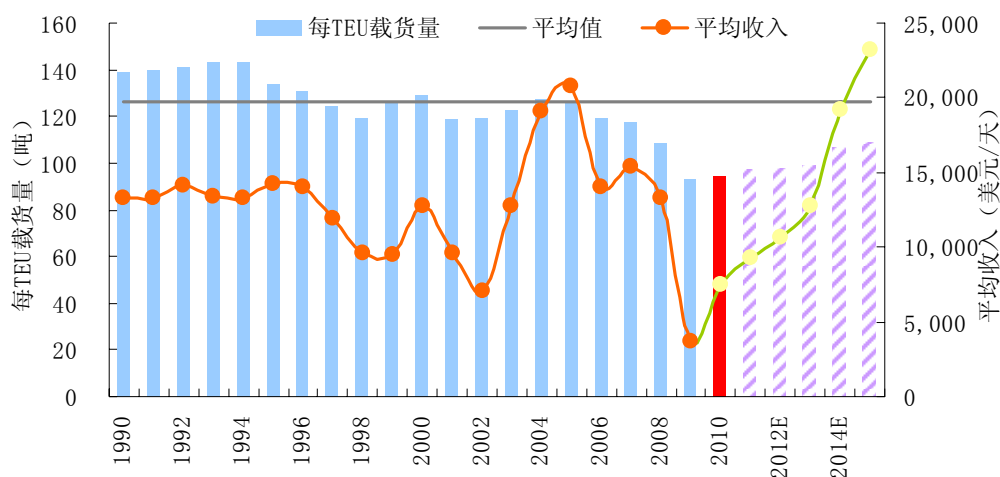
表 1 2011 年、2012 年各船型运力增速预测

船型	小灵便型	灵便型	次巴拿马型	巴拿马型	3000-7999	8000+	综合
2010 年底船队规模	735,087	1,811,732	1,791,701	3,911,375	3,091,587	2,756,675	14,098,157
船队份额	5.21%	12.85%	12.71%	27.74%	21.93%	19.55%	100.00%
2011 年							
2011 年计划交付	31,039	87,308	50,700	150,392	350,431	981,801	1,651,671
延迟率	0	0.00%	0.00%	0.00%	15.00%	30.00%	21.02%
30 岁以上船舶	52,408	27,645	31,509	3,840	-	-	115,402
拆解率	90%	90%	90%	90%	0%	0%	90.00%
运力净增	-16,128	62,428	22,342	146,936	297,866	687,261	1,200,704
增速	需要替换	3.45%	1.25%	3.76%	9.63%	24.93%	8.52%
2012 年							
2011 年底船队规模	718,959	1,874,160	1,814,043	4,058,311	3,389,453	3,443,936	15,298,861
2012 年计划交付	-	27,946	26,875	131,458	312,855	1,186,076	1,685,210
延迟率	0%	0%	0%	0%	5%	30%	22.04%
30 岁以上船舶	18,729	11,956	9,700	3,411	-	-	43,795
拆解率	90%	90%	90%	90%	0%	0%	90%
运力净增	-16,856	17,186	18,145	128,388	297,212	830,253	1,274,329
增速	需要替换	0.92%	1.00%	3.16%	8.77%	24.11%	8.33%

注：假设前提是航速不变。

资料来源：中投证券研究

图 3 集运业周期走势未来可能图景



资料来源：中投证券研究所。

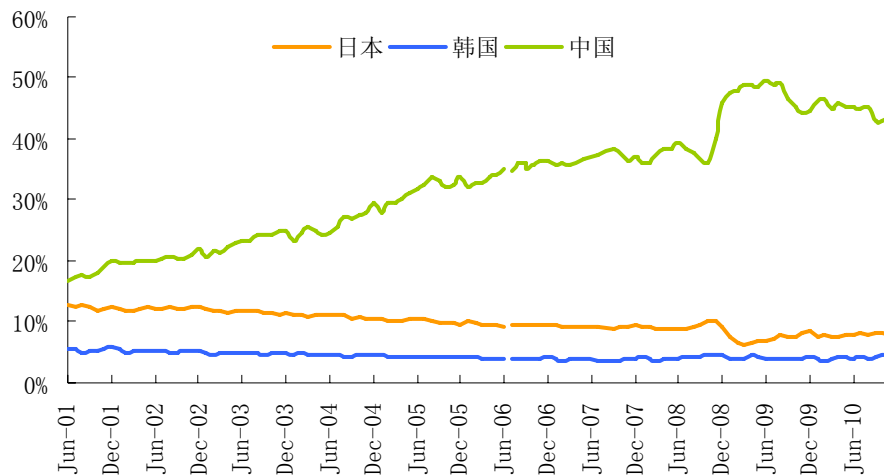
2.散货运输：铁矿石需求短期减弱，BDI 雪上加霜

2.1 地震导致日本铁矿石需求减弱

日本是世界第二大钢铁供应大国，钢铁产能主要集中在新日铁、JFE、住友金属三大钢厂，粗钢产量占世界钢铁总产量的比重约为 8-9%。

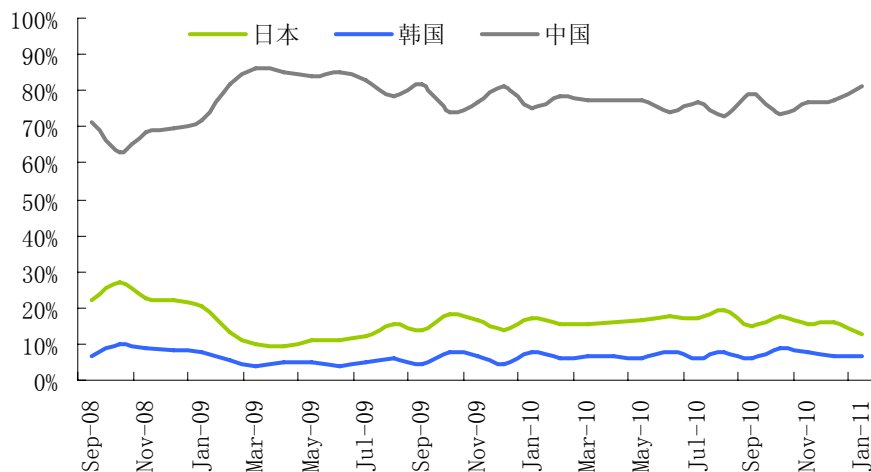
与钢铁产能相对应，日本也是世界最主要的铁矿石需求国。2010 年，日本铁矿石进口总计 1.34 亿吨，占三大主要进口国（中国、日本和韩国）的比重为 17%。

图 4 钢铁产量世界份额比重



资料来源：中投证券研究所。

图 5 主要铁矿石进口国份额



资料来源：中投证券研究所。

3 月 11 日的大地震对日本钢铁产能形成巨大冲击，日本 5 家钢厂在东京湾的生产基地都受到了影响，炼钢厂遭到结构性的破坏，钢铁产能毁损约为 2600 万吨，短期内无法恢复正常生产，预计停产时间将长达半年之久。受此影响，铁矿石海运贸易量预计将减少约 3000 万吨。

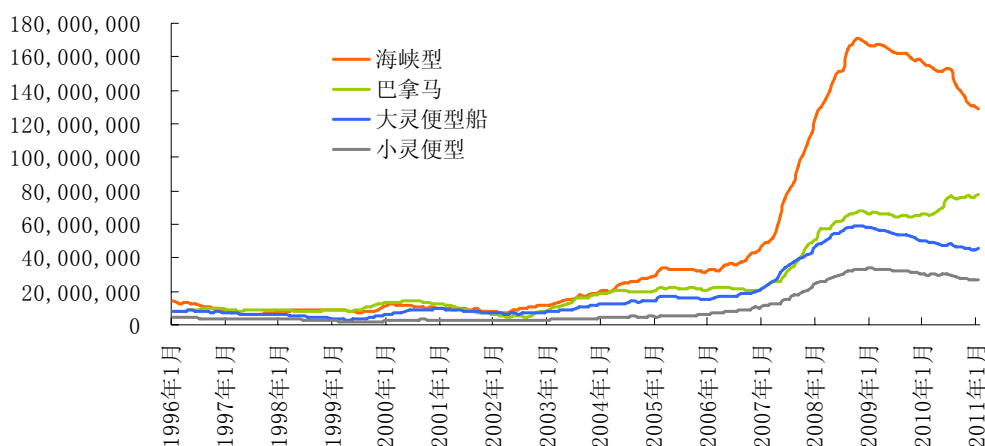
2.2 症结在于供需失衡，短期影响 BDI 雪上加霜

目前散货业运力还没有完全消化，尤其是海峡型船，订单占比高达 47%（2009 年曾高达 52%），运力计划交付 46.59 百万载重吨，占目前海峡型船队的比重约为 36%，未来交付压力巨大。而铁矿石贸易量如果不考虑日本地震的影响，预计也仅 7-9% 的增速。此次地震事件将进一步降低铁矿石海运贸易需求量约 2 个百分点。

需求面遭受意外事件冲击，而供给面不变，BDI 短期走势雪上加霜，面临加速下跌风险。

从长期看，震后重建以及钢铁产能的修复将带动铁矿石以及煤炭贸易量的回暖，BDI 将止跌反弹，散货运输业存在交易性投资机会。

图 6 散货船分船型订单比重



资料来源：中投证券研究所。

3.油品业：炼厂产能遭损毁，短忧长好

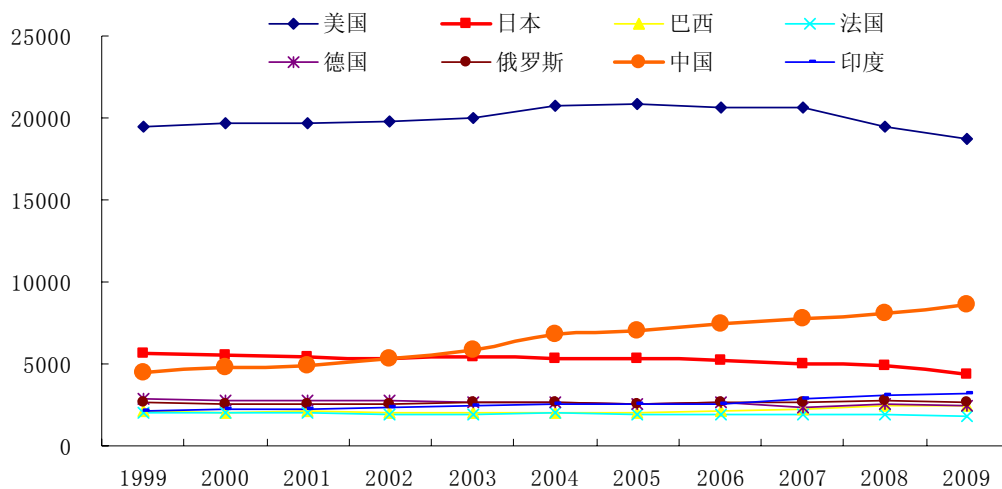
3.1 炼厂产能遭损毁，原油运价面临下行

在日本东北地区发生强烈地震以后，日本最大的炼油企业 JX 新本石油和能源公司暂停了其麾下的 3 个炼油厂的运作，分别是仙台炼油厂、鹿岛炼油厂和根岸炼油厂。同时，日本电力开发公司 (J-Power) 也暂停了其位于横滨的 Isogo 热电厂的运作。日本第 4 大炼油企业科斯莫石油公司也表示，在发生强烈地震以后，该公司现在已暂停其位于东京以西的千叶炼油厂的运作，但是，该公司位于日本西部的四日市炼油厂没有受到强地震的影响，仍在继续运作。

日本是世界第三大原油消费国，据统计 2009 年日均原油消费量为 440 万桶，占世界原油消费总量的比重为 5.1%。同时，日本是世界第四大炼油产能基地，总体炼油产能约为 462 万桶/天，占世界比重为 5.1%。

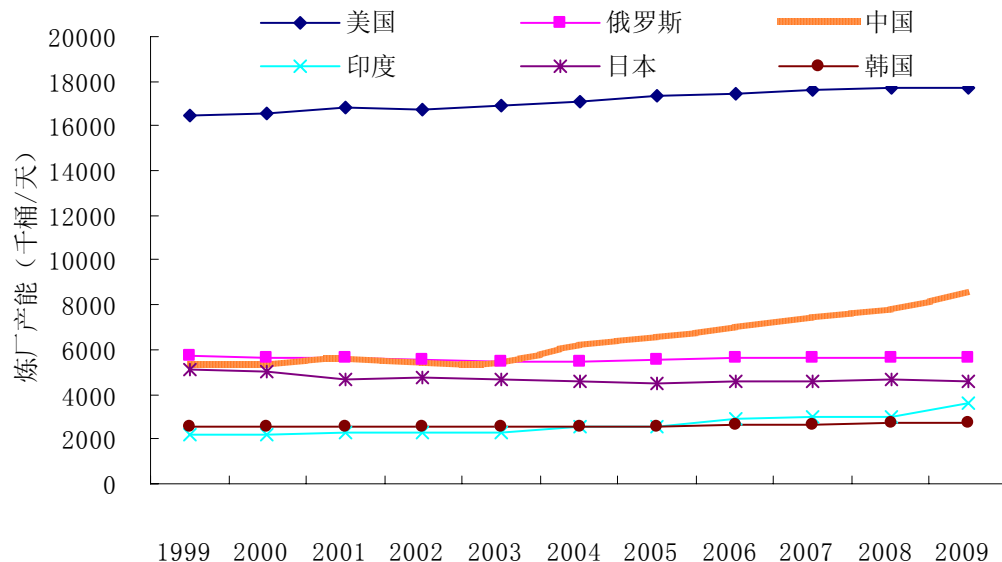
由于日本国内资源缺乏，日本所需原油几乎全部依靠进口。由于强震造成炼油产能下降 20%，外加核电站发电能力下降 26%，此次强震将对大宗商品产生重大影响。我们预计对全球原油需求增速的影响短期将会下降约 0.1 个百分点。但长期来看，灾后重建将会消耗大量能源，包括原油、液化石油气和液化天然气都将出现大幅反弹。

图 7 日本是世界第三大石油消费国



资料来源：中投证券研究所。

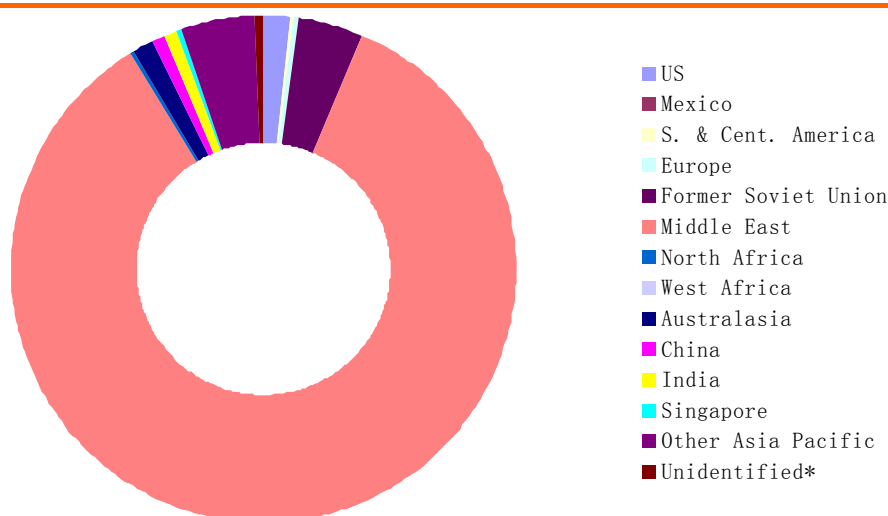
图 8 世界炼油产能分布情况



资料来源：中投证券研究所。

日本的石油进口约 85%来自中东地区，2009 年进口 1.79 亿吨。因此，此次影响 TD3 线（中东-日本航线）原油运价会出现一定程度下跌，但我们认为这种情况只是暂时的，具体情况需待灾后重建的进程而定。

图9 日本石油进口国家结构



资料来源：中投证券研究所。

3.2 油运市场最主要的问题是供给过剩

油运市场与散货市场同样存在供给过剩的问题。我们曾在 2010 年策略报告《航运业的前世今生：不定期船中性，定期船看好》中详细分析过油运业的市场运行周期与规律，在此不再赘述。

表2 2011 年油轮分船型拆解测算

	船型	拆解量	加权拆解	20 岁+	拆解比例	15-19	10~14	5~9
handy 10,000/59,999	双壳	3,450	1,725	4,313	80.00%	5,303	12,212	12,212
	单壳	3,609	1,805	4,010	90.00%	914	107	-
panamax 60,000/79,999	双壳	715	358	894	80.00%	1,407	2,015	2,015
	单壳	304	152	380	80.00%	206	-	-
afamax 80,000/119,999	双壳	2,089	1,044	2,611	80.00%	9,638	14,210	14,210
	单壳	1,255	627	1,568	80.00%	190	-	-
sueamax 120,000/199,999	双壳	699	350	874	80.00%	6,588	11,403	11,403
	单壳	446	223	558	80.00%	1,045	-	-
VLCC/ULCC 200,000&Above	双壳	-	-	-	80.00%	11,182	33,684	33,684
	单壳	3,432	1,716	4,290	80.00%	6,736	281	-

资料来源：中投证券研究

表3 2011 年油运业分船型运力供给增速预测

	船型	船队	加权拆解	加权交付	计划交付	交付率	年末船队	综合增速
handy	双壳	91,979	1,725	5,407	12,016	90%	95,661	1.93%
	单壳	5,032	1,805	-	-		3,227	
panamax	双壳	27,327	358	1,686	3,748	90%	28,656	4.22%
	单壳	586	152	-	-		434	
afamax	双壳	90,367	1,044	3,679	8,176	90%	93,001	2.18%
	单壳	1,759	627	-	-		1,131	

suemax	双壳	61,361	350	4,187	9,304	90%	65,198	5.74%
	单壳	1,603	223	—	—		1,380	
VLCC/ULCC	双壳	156,643	—	11,032	24,516	90%	167,676	5.55%
	单壳	11,307	1,716	—	—		9,591	

注：假设前提是航速不变。

资料来源：中投证券研究

4.主要结论及投资建议

维持行业评级：不定期船中性，定期船看好，主要投资标的是中海集运与中远航运。但不定期船市场（散货运输业好油品运输业）由于灾后重建所引致的需求反弹，将带来相关行业的交易性机会，投资标的主要是中国远洋、招商轮船、长航油运。

表 4 航运港口业股票表现比较

代码	简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			PB
				TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值（整体法）		213.27	142.67	0.1263	0.4010	0.4460	35.98	19.10	17.21	2.27
行业中值		72.75	38.54	0.1404	0.2110	0.3261	30.04	42.64	20.55	2.36
600242	ST 华龙	23.59	8.99	0.0999	0.0000	0.0000	86.37	0.00	0.00	7.14
600692	亚通股份	29.09	21.09	-0.1597	0.0000	0.1106	-51.76	0.00	74.75	6.00
600751	SST 天海	66.26	13.95	-0.3239	0.0000	0.0000	-41.52	0.00	0.00	-12.5
900938	ST 天海 B	18.58	6.79	-0.3239	0.0000	0.0000	-11.64	0.00	0.00	-3.50
601866	中海集运	594.67	391.85	0.1874	0.3151	0.3544	27.15	16.16	14.36	2.09
601919	中国远洋	1,089.1	796.94	0.3332	0.6452	0.6332	31.98	16.52	16.84	2.32
600026	中海发展	353.73	219.08	0.4747	0.5722	0.6914	21.89	18.16	15.03	1.58
601872	招商轮船	152.44	152.44	0.1580	0.1900	0.2200	28.10	19.83	16.89	1.56
002320	海峡股份	79.24	34.71	0.8657	0.9444	1.2290	44.70	40.98	31.49	4.51
600428	中远航运	148.42	148.42	0.1603	0.1982	0.3833	54.74	44.31	22.91	3.34
600087	长航油运	112.95	96.48	0.0046	0.1138	0.1331	1,278	52.64	44.99	2.61
600896	中海海盛	40.81	40.81	0.1404	0.1228	0.0000	49.98	57.17	0.00	1.63
600798	宁波海运	45.74	29.61	0.0771	0.0804	0.1102	68.05	65.34	47.64	2.39
000520	长航凤凰	36.57	36.27	-0.3761	0.0325	0.2978	-14.41	166.9	18.20	3.75
行业中值		95.68	95.68	0.2852	0.0000	0.0000	13.93	0.00	0.00	1.10
0137	金辉集团	9.62	9.62	1.0588	0.0000	0.0000	1.77	0.00	0.00	0.33
0242	信德集团	80.46	80.46	0.5821	0.0000	0.0000	6.58	0.00	0.00	0.68
0316	东方海外国际	379.12	379.12	12.0907	0.0000	0.0000	5.18	0.00	0.00	1.10
0368	中外运航运	92.29	92.29	0.1714	0.0000	0.0000	13.93	0.00	0.00	0.68
0560	珠江船务	13.67	13.67	0.0992	0.0000	0.0000	15.82	0.00	0.00	0.99
1138	中海发展股份	95.68	95.68	0.4200	0.0000	0.0000	17.58	0.00	0.00	1.14
1308	海丰国际	0.37	0.37	0.2852	0.0000	0.0000	0.05	0.00	0.00	0.01
1919	中国远洋	181.38	181.38	0.0560	0.0000	0.0000	125.4	0.00	0.00	1.63
2343	太平洋航运	77.10	77.10	0.3576	0.0000	0.0000	11.25	0.00	0.00	0.76
2866	中海集运	107.29	107.29	-0.1625	0.0000	0.0000	-17.59	0.00	0.00	1.27
3683	荣丰联合控股	0.00	0.00	0.0999	0.0000	0.0000	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，中投证券研究所。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

孙敏，中投证券研究所航运港口业分析师，国际航运管理学学士，经济学博士，2010 年 7 月加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434