

交通运输业 2011 年二季度投资策略

行业评级

持有

前次评级

持有

海运复苏受制于产能过剩，提示航空交易性机会

杨志清 交通运输业 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020011

董丁 分析师

电话: 020-87555888-403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

行业观点

我们认为目前航空板块存在交易性的投资机会。

(1) 2011 年行业供需结构依然良好，目前估值水平位于历史低位，主要风险因素尚可控制。

京沪高铁分流影响较小，预计将分流国内航空旅客 2%左右。2011 年全年航空客运量能实现 12%左右的增长，而预计可用座位数增长 10%，行业供需结构依然良好，支撑客座率和票价高位上行。

(2) 油价风险中性。2 月份国内燃油附加费与油价联动上涨，根据测算航空公司国内燃油附加费收入的增加基本完全覆盖用油成本的增长。而且从国际成熟航空公司的盈利水平与经济波动的关系看，经济复苏阶段航空公司主营毛利率呈上升趋势。也表明，只要供需结构良好，温和通胀中油价成本易于转嫁。

我们认为航运板块仍受制于产能过剩，盈利状况出现下滑

(1) 需求正在恢复，但由于产能增速超过需求增速，行业盈利状况在下滑。

(2) 行业投资额（新船订单）仍在加大，我们担心产能的消化期可能延长。

(3) 燃油成本和人工成本上涨吞噬了部分船公司利润。

但是，我们认为特种杂货运输业务基本面较好，供需均衡，2011 年将是需求拐点和盈利拐点，建议配置。

投资建议

航空：建议重点关注中国国航、南方航空和海南航空；

航运：建议配置中远航运。

港口：建议配置具有成长性的宁波港；具有东北港口整合题材的锦州港。

风险提示

油价大幅上涨，高铁网络开通；大额新船订造量，欧债危机；

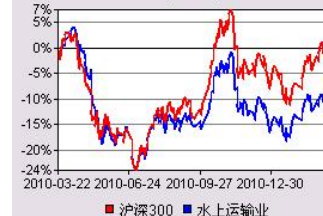
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
中国国航	11.78	0.42	0.95	1.10	28.05	12.40	10.71	0.68	16.50	持有
南方航空	8.74	0.05	0.60	0.75	174.80	14.57	11.65	0.47	11.25	持有
东方航空	6.62	0.08	0.51	0.60	82.75	12.98	11.03	0.63	9.00	持有
海南航空	8.08	0.09	0.65	0.76	89.78	12.43	10.63	0.63	11.40	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业走势

水上运输业(010607)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-3.42%	-1.87%	-12.09%
沪深 300	-1.30%	-1.04%	-2.37%

航空机场篇

一、行业观点和投资建议	4
二、估值遭压抑	4
三、风险尚可控	5
(一) 温和通胀、联动机制下，油价风险趋于中性	5
(二) 京沪高铁分流影响较小	6
三、二季度展望：供求紧平衡	7
(一) 行业一季报亮丽是大概率事件	7
(二) 国内需求少有惊喜，但运力增长更为趋缓，支撑客座率水平	8
(三) 国际扩大投放，需求短期滞后、长期趋势向好	8

海运港口篇

一、一季度行业回顾	10
(一) 行业基本情况描述	10
(二) 行业成本变动情况	14
(三) 行业估值水平变化	15
二、二季度行业走势判断	16
(一) 行业目前所处的阶段——复苏的中期	16
(二) 影响行业复苏的关键因素	19
(三) 突发因素对行业需求的影响——日本震后或有利于船运市场	20
三、二季度行业投资机会的判断	22
(一) 特种船的投资机会——需求拐点，盈利拐点	22
(二) 区域板块品种——海峡股份、宁波港	25

图表索引

图 1: 我国航空行业上市公司的平均 PE 变化	5
图 2: 我国航空行业上市公司的平均 PB 变化	5
图 3: 美国主要航空公司的历史 PE 水平	5
图 4: 美国主要航空公司的历史 PB 水平	5
图 5: 全球航空煤油价格	6
图 6: 日本主要航空公司的主营毛利率	6
图 7: 京沪高铁全线图	6
图 8: 民航月度旅客运输量的增长变化	8
图 9: 民航月度客座率的增长变化	8
图 10: 主要航空公司月度 RPK 的增长变化比较	8
图 11: 主要航空公司月度客座率的变化比较	8
图 12: 美元兑人民币汇率现货和远期价格	9
图 13: 我国出境游旅客的增长变化	9
图 14: 日本航空国内、外航线旅客运输量的增长变化	9

图 15: 干散货船净交付量同比大幅度增长.....	10
图 16: 2009 - 2011 年 BDI 按月分年走势图, 二月份均值为同期历史新低.....	11
图 17: 沿海煤炭运价自 3 月起季节性企稳反弹.....	12
图 18: 2011 年 1-2 月集装箱运力交付量同比增长 58%.....	13
图 19: 2009 - 2011 年 BDI 按月分年走势图, 二月份均值为同期历史新低.....	13
图 20: MR 平均 TCE 水平处于最近 5 年低点.....	14
图 21: TD3 航线 TCE 水平目前处于低点.....	14
图 22: TD3 航线的新船处于盈亏平衡点以下.....	14
图 23: 燃油价格逼近 2008 年高点.....	15
图 24: 航运行业 (SW 航运 III) 近两个季度 PB 走势.....	15
图 25: 航运行业 (SW 航运 III) 近两个季度 PE 走势.....	15
图 26: 航运行业 (SW 航运 III) 近两个季度 PB 走势.....	16
图 27: 航运行业 (SW 航运 III) 近两个季度 PE 走势.....	16
图 28: 全球主要原油进口国.....	17
图 29: 采用 VLCC 承运的主要原油进口国.....	17
图 30: 原油消费量主要增量来自于亚太地区.....	17
图 31: 集装箱供需增速图.....	18
图 32: 散货船新增订单量依然很大.....	19
图 33: 油轮新增订单量逐渐减少-复苏信号.....	19
图 34: 集装箱船 2011 年 1-2 月新接订单占 2010 年全年的 48%.....	19
图 35: 日本动力煤进口量占全球比重为 22% (过去五年均值).....	21
图 36: 日本电力来源.....	21
图 37: 中国机械设备出口额底部回升.....	22
图 38: 中国钢材出口量大幅提升.....	22
图 39: 中国对外承包工程完工量持续增长.....	23
图 40: 中国对外承包工程带动货物出口值.....	23
图 41: 多用途船运力订单仅为替换型需求 (订单量截止 2010 年 12 月初).....	23
图 42: 多用途船运力将出现负增长.....	24
图 43: 多用途船订单/运力持续下降.....	24
图 44: 深海原油开采投资减少对油价的反应.....	24
图 45: 深海原油开采投资增加额对油价的反应.....	24
图 46: 重吊船未来运力增幅逐渐下降.....	25
图 47: 公司营业利润率逐步提高.....	26
图 48: 海南省固定资产投资额.....	27
图 49: 海南省新开工项目计划投资总额同比大幅增长.....	27
图 50: 海安航线各参与者的市场份额 (2009 年中期).....	27

航空机场篇

一、行业观点和投资建议

今年商务需求启动较晚，通货膨胀削弱了居民消费意愿，加之受去年世博的基数效应，预计今年二季度航空需求增速明显回落。但是航空公司调整运力结构，国内运力增长更为趋缓。面临京沪高铁的提前通车，京沪航线上不增投运力的情况下，高铁分流有可能与潜在增长互相抵消，将支撑客座率和裸票价格。国际方面，航空公司扩大国际投放，中短期内可能出现需求与运力匹配的困难，但在消费升级和人民币升值的趋势下长期依然向好。只要供需结构较好，在联动机制下，较高的市场集中度有利于油价上涨转嫁。

我们认为，目前航空股股价较低，1季报业绩将依然亮丽，若需求逐步恢复、京沪高铁的分流影响低于预期，将刺激股价上涨。建议重点关注海南航空、南方航空、中国国航。

海南航空，海南国际旅游岛建设为公司航空主业的发展带来实质性利好，投资收益锁定未来业绩持续增长，在大股东的大力扶持和大新华上市的预期下，业绩具有持续超预期的可能。

南方航空，占有较大的国内市场份额，且占据了更为广阔的二线市场，具有较大的需求弹性，且短期内高铁风险较小。

中国国航，增长源泉主要来自欧洲市场。欧洲航线属于高收益的市场，两舱贡献较大，欧美经济复苏将为其国际航线增长注入动力。

机场作为良好的防御性品种，在大盘调整时期，建议重点关注上海机场。上海机场，产能释放带动收入增长，在经营杠杆下业绩有望较快增长，并且具备资产注入的预期和迪斯尼概念。

表 1: 主要上市公司盈利预测与估值

公司代码	公司简称	投资评级	EPS (元) 预测			PE (倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600009	上海机场	持有	0.68	0.90	1.06	20.54	15.52	13.18
600004	白云机场	持有	0.51	0.59	0.67	17.29	14.95	13.16
000089	深圳机场	持有	0.41	0.47	0.25	14.20	12.38	23.28
600897	厦门空港	持有	0.92	1.09	1.18	17.76	14.99	3.85
601111	中国国航	持有	0.92	1.10	1.12	12.25	10.25	10.06
600029	南方航空	持有	0.60	0.68	0.50	13.57	11.97	16.28
600115	东方航空	持有	0.51	0.60	0.45	12.27	10.43	13.91
600221	海南航空	买入	0.74	0.95	1.04	10.77	8.39	7.66

数据来源：广发证券发展研究中心

二、估值遭压抑

目前国内主要航空公司的动态PE水平在10-12倍左右，PB为3倍左右，从历史上看，处于低水平区间。与国际相比较，美国航空业在本国消费升级、航空业处于国家严格管制的20世纪60、70年代，主流航空公司的盈利中枢呈现历史上最佳水平，且股价超额

收益显著，可谓空前绝后。这个时期，美国主流航空公司的估值水平为PE中枢20倍、PB3-7倍。

图1：我国航空行业上市公司的平均PE变化

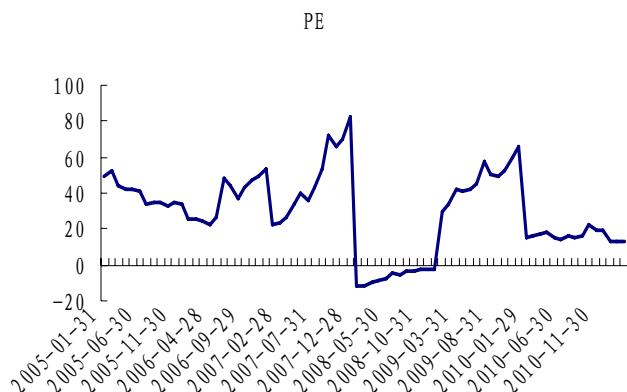
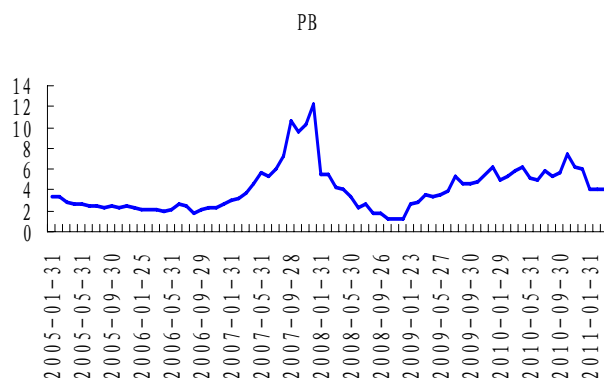


图2：我国航空行业上市公司的平均PB变化



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图3：美国主要航空公司的历史PE水平

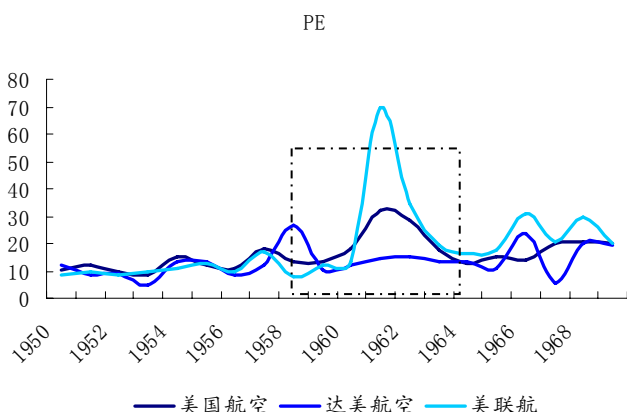
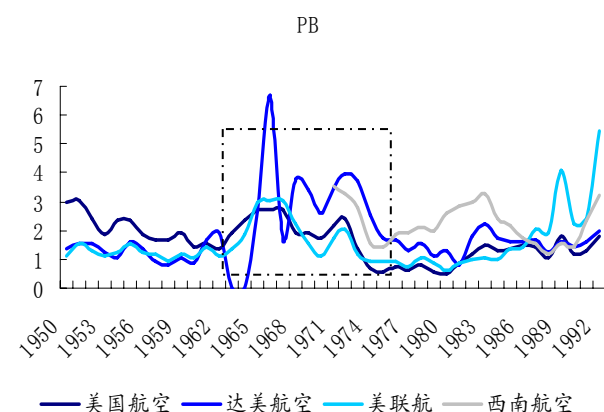


图4：美国主要航空公司的历史PB水平



数据来源：WHARTON RESEARCH DATA SERVICES、广发证券发展研究中心

三、风险尚可控

（一）温和通胀、联动机制下，油价风险趋于中性

2月20日航空煤油出厂价格从5990元/吨提高到6340元/吨。中国国航、南方航空、东方航空等各大航空公司上调国内燃油附加费，800公里以下航线由40元上调至50元，800公里以上由70元上调至90元。

根据静态测算，此次国内燃油附加费与油价的联动下，国内三大航空公司国内燃油附加费收入的增加对国内用油成本增长的覆盖率分别为国航98%、东航95%、南航105%，基本完全覆盖，显示油价上涨的风险趋于中性。

长期以来全球油价一直处于上涨通道。如，2005年油价比2000年翻了一番，在高铁发达的日本，05年全日空公司的主营毛利率水平超越00年。由于全日空垄断了本国50%以上的市场份额，对票价的主导能力强，使油价上涨易于转嫁。2010年我国航空业新一轮行业并购完成，三大航的市场份额上升至77%，主要市场高度集中，非常有益于票价维稳。

图5：全球航空煤油价格

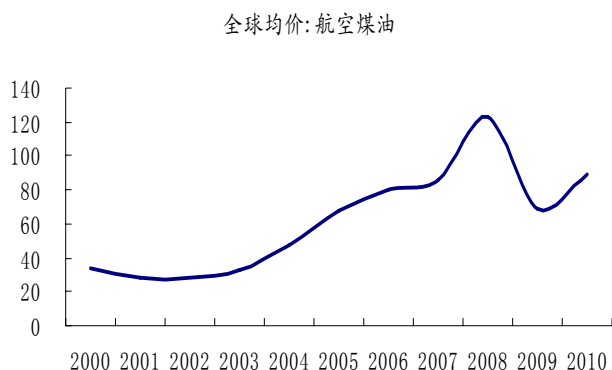
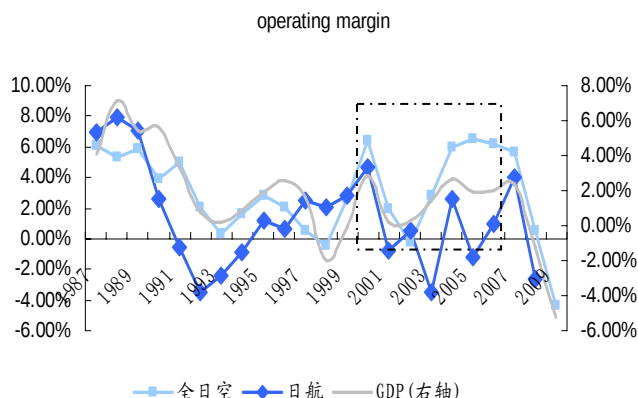


图6：日本主要航空公司的主营毛利率



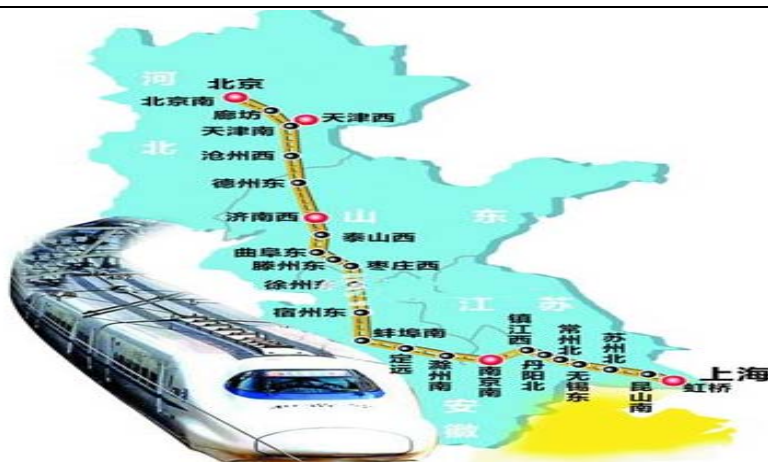
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（二）京沪高铁分流影响较小

京沪高铁预计于今年6月开通，全线长1318公里，贯穿北京、天津、河北、山东、安徽、江苏、上海7省市，沿途设24个站点，其中5个始发站。

与京沪高铁沿线重叠的13条航段承载国内航空客运量5.5%、RPK4.4%的比例。预计京沪高铁将分流国内航空客运量2%左右，对国航和东航的影响较大，预计分流本公司客运量3%以上，对RPK的分流影响要更小一些。实际上，高铁站点多设在市郊，如京沪上海站点设于虹桥，高铁的便捷性大打折扣；在服务上，尤其高端服务，高铁不及航空的成熟水平，近年来航空加大常旅客的培育，也将影响消费习惯和出行方式的选择，尤其是京沪航线，大都是高端商务客和常旅客；高铁替代部分普铁，也会对航空也会产生诱增作用，实际分流比率可能低于估计。

图7：京沪高铁全线图



数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

表 2: 主要航空公司在京沪沿线航段的客运量和航班份额

航空里程 (公里)	航段	占国内 客运总 量比例	航班量份额					预计高 铁分流 比例
			国航	南航	东航	海航	其他	
500 以下	北京—济南	0.15%	0	0	0	0	100%	100%
	上海—合肥	0.05%	0	0	100%	0	0	100%
	上海—连云港	0.03%	0	0	100%	0	0	100%
500—600	上海—徐州	0.03%	0	0	100%	0	0	90%
600—700	北京—徐州	0.04%	100%	0	0	0	0	80%
700—800								70%
800—900	上海—济南	0.29%	0	0	0	0	100%	60%
	天津—南京	0.02%	0	0	32%	0	68%	50%
900—1000	北京—合肥	0.33%	56%	0	33%	11%	0	50%
	北京—南京	0.75%	44%	6%	44%	6%	0	50%
1000—1100	北京—通	0.04%	10%	0	0	0	0	40%
	北京—无锡	0.19%	37%	0	0	0	63%	30%
1100—1200	上海—天津	0.52%	20%	0	58%	8%	13%	30%
	北京—上海	3.08%	36%	2%	54%	7%	2%	20%
以 2010 年为基数								
预计分流旅客量(万人)			139	8	184	22	96	
占航空公司国内运量比			3.6%	0.1%	3.3%	1.2%		

数据来源: 民航局、广发证券发展研究中心

三、二季度展望: 供求紧平衡

(一) 行业一季报亮丽是大概率事件

航空公司一季度盈利主要取决于春运情况。今年春运运营良好, 客运增速与去年基本持平, 客座率提升明显, 表明航空消费转变为大众型消费的趋势非常明朗。消费升级将是长期推动我国航空需求增长的主要驱动力。

表 3: 近四年春运期间的民航客运情况

		春运期间				
		客运量 (万人)	同比	飞行量 (万架次)	同比	客座率
2008	1 月 23 日起 40 天	2160	8.0%	1600%	2.0%	70%
2009	1 月 11 日起 40 日	2 72	19. %	1860%	12.0%	72%
2010	1 月 30 日起 40 日	2902	12.8%	2081%	11.9%	72%
2011	1 月 19 日起 40 天	3260	12.3%	23.2	11.5%	74%

数据来源: 民航局、广发证券发展研究中心

图8: 民航月度旅客运输量的增长变化

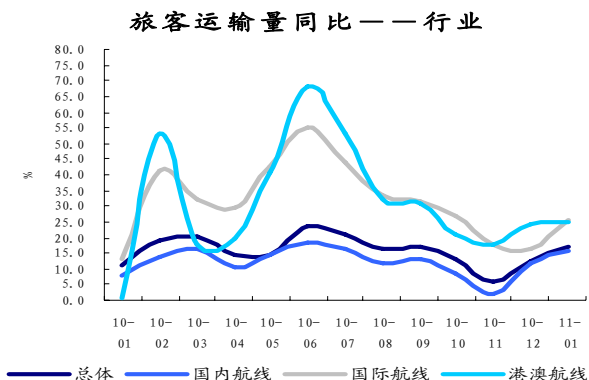
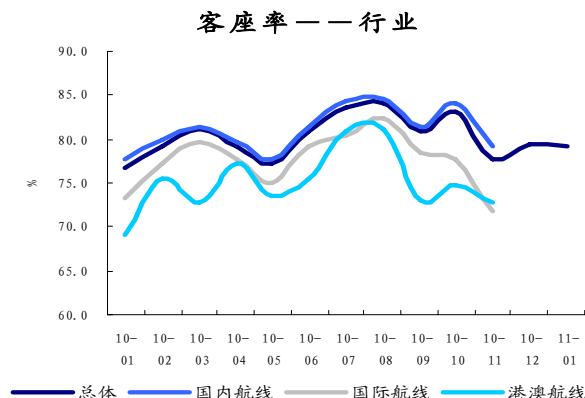


图9: 民航月度客座率的增长变化



数据来源: 中贸物流咨询、广发证券发展研究中心

图10: 主要航空公司月度RPK的增长变化比较

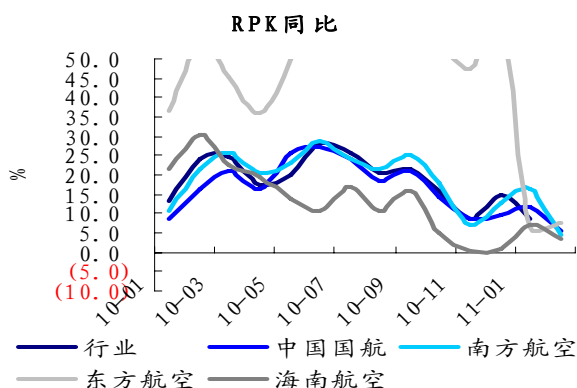
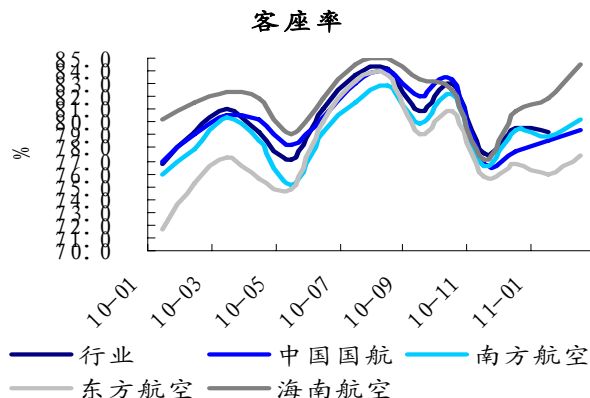


图11: 主要航空公司月度客座率的变化比较



数据来源: 中贸物流咨询、广发证券发展研究中心

（二）国内需求少有惊喜，但运力增长更为趋缓，支撑客座率水平

今年商务需求启动较晚，可能暗示经济增长动能匮乏，通货膨胀削弱了居民消费意愿，加之受去年世博会的基数效应，预计今年二季度航空需求增速明显回落。

然而，今年航空公司调整运力结构，谨慎增投国内、扩大国际投放。航空公司的国内运力增长更为趋缓，预计客座率依然维持高位，较高的市场集中度可以有力地支撑裸票价格。

从细分市场来看，二、三线城市航空需求将有望获得较快增长，同时在一定程度上可规避高铁的风险。南航在二线市场份额较高，需求弹性较大。国航和东航主要面临京沪高铁6月份开通的影响。目前国航国内运力基本与去年持平，需求小幅增长带来客座率同比2—4个百分点的提升，我们预计京沪高铁分流国航3.6%的旅客量。易见，在不增投的情况下，分流可与潜在的增长互相抵消，不会使客座率出现明显下滑。

（三）国际扩大投放，需求短期滞后、长期趋势向好

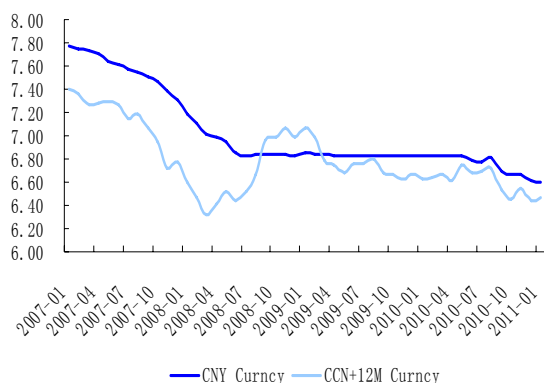
一季度国际航线呈现明显的结构性特征：澳洲航线热、欧洲航线遇冷。冬季为澳洲旅行的旺季，南航适时推广澳线产品、加大投入，客座率同比提升。由于欧美航线主要以商务客为主，一季度处于相对淡季，加之世博会的基数效应，欧洲航线需求有所下降。

国航在加大国际运力投放下，客座率出现较明显的下滑。随着欧美经济复苏，3月份中下旬以后商务活动日趋频繁，欧美航线将恢复增长。尽管短期内存在需求与运力匹配的困难，我们依然看好中长期的发展趋势。私人消费膨胀与人民币升值将持续推动我国居民出境游快速增长，也是我们看好国际航线中长期发展趋势的一个重要理由。

2010年人民币兑美元汇率升值3%。美元兑人民币12个月不可交割远期价格显示，预期未来一年人民币兑美元汇率将升值2%。受益人民币升值，航空公司不仅因为其身负大量的美元负债而获得大额汇兑收益，改善表观盈利，还将刺激国际旅游消费需求。上世纪80年代，日币升值显著，此阶段日本本国航空需求国际航线增长长期明显高于国内。

图12：美元兑人民币汇率现货和远期价格

表4：人民币升值对主要航空公司的汇兑收益

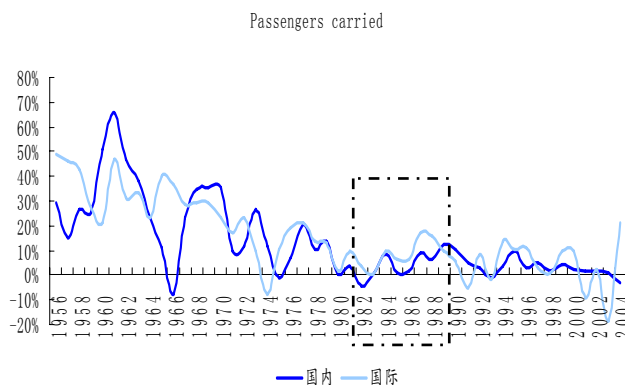
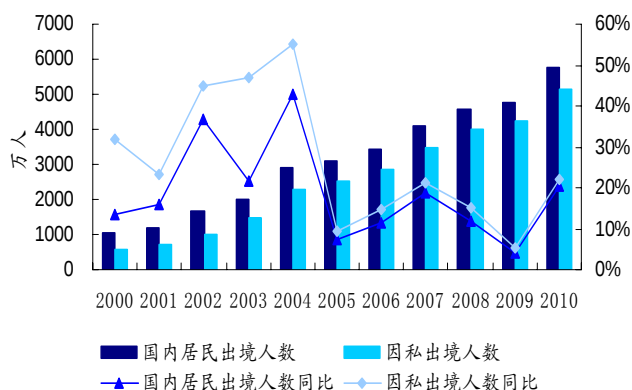


	美元负 债 (美元 百万)	美元负 债占总 负债比	人民币兑美元升值 1% 汇兑收益 (百万元)	折合 EPS (元)
中国国航	9130	55.60%	603	0.035
南方航空	8943	68.60%	591	0.045
东方航空	3534	27.00%	234	0.016
海南航空	1997	25.50%	132	0.024

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图13：我国出境游旅客的增长变化

图14：日本航空国内、外航线旅客运输量的增长变化



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

海运篇

一、一季度行业回顾

(一) 行业基本情况描述

■ 干散货行业：需求正常增长，供给增速过快

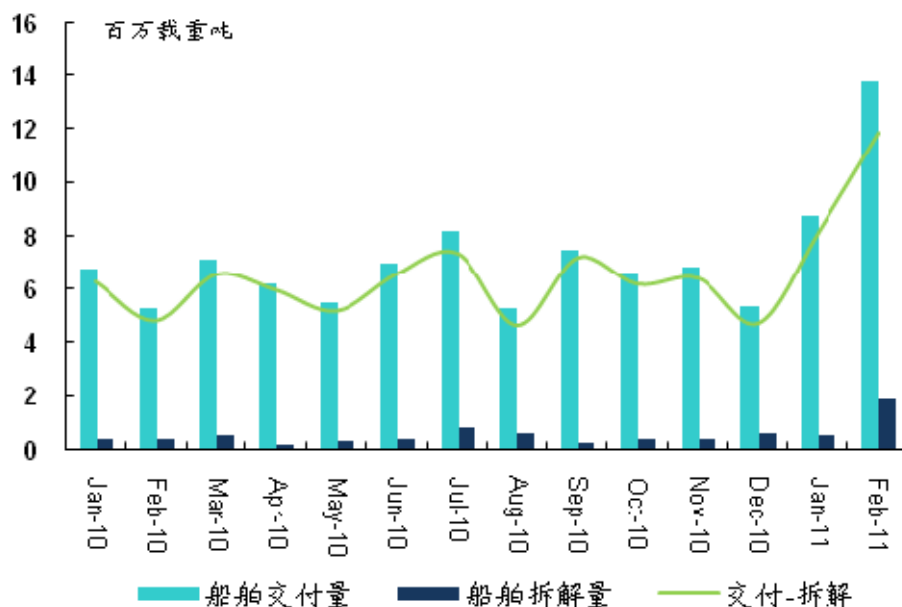
2011年1-2月全球粗钢产量达2.2亿吨，同比增长9.9%，其中中国粗钢产量同比增长10.7%，韩国粗钢产量同比增长25.7%。从铁矿石进口量来看，中国1-2月铁矿石进口量1.17亿吨，同比增长22.5%。供给压力是干散货市场走低的最主要因素，2011年1-2月干散货船运力净增加量为2000万载重吨，同比增长80%。

表 5: 2011 年 1-2 月全球粗钢产量同比增长 9.9%

单位: 万吨	2011 年 1-2 月	2011 年 1-2 月	同比
全球粗钢产量	22,167.60	24,356.80	9.9%
中国	10,289.20	11,390.80	10.7%
日本	1,716.90	1,858.30	8.2%
韩国	845.50	1,062.60	25.7%
EU27	2,693.30	2,910.10	8.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 干散货船净交付量同比大幅度增长



数据来源: Plato, Clarkson, 广发证券发展研究中心

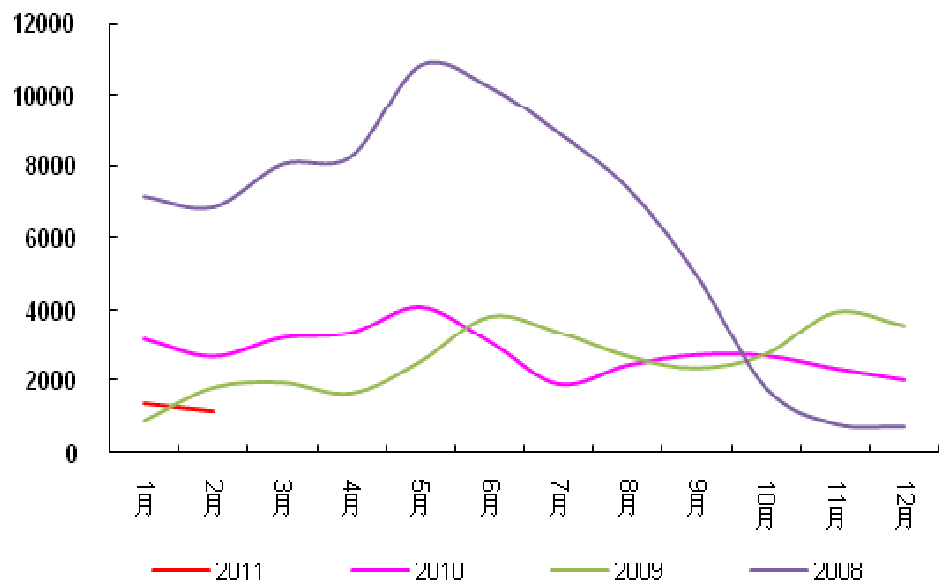
截止2011年3月23日，BDI一季度均值为1332点，较去年同期下降56%。其中BCI和BPI指数同比均下跌超过50%，大灵便型和小灵便型船指数下跌幅度稍小。

表 6: 干散货市场同比大幅下跌

	2010Q1	2010Q4	2011YTD	环比	同比
BDI	3027	2364	1332	-43.65%	-56.00%
BCI	3663	3552	1544	-56.53%	-57.85%
BPI	3684	2269	1790	-21.12%	-51.42%
BSI	2412	1655	1340	-19.05%	-44.43%
BHSI	1215	881	716	-18.70%	-41.07%

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图16: 2009 - 2011年 BDI按月分年走势图, 二月份均值为同期历史新低



数据来源: 广发证券发展研究中心

■ 沿海散货运输市场

受国际干散货市场影响, 部分国际市场运力投入沿海造成沿海散货运力过剩, 2011年一季度沿海散货运价同比环比皆有下滑。

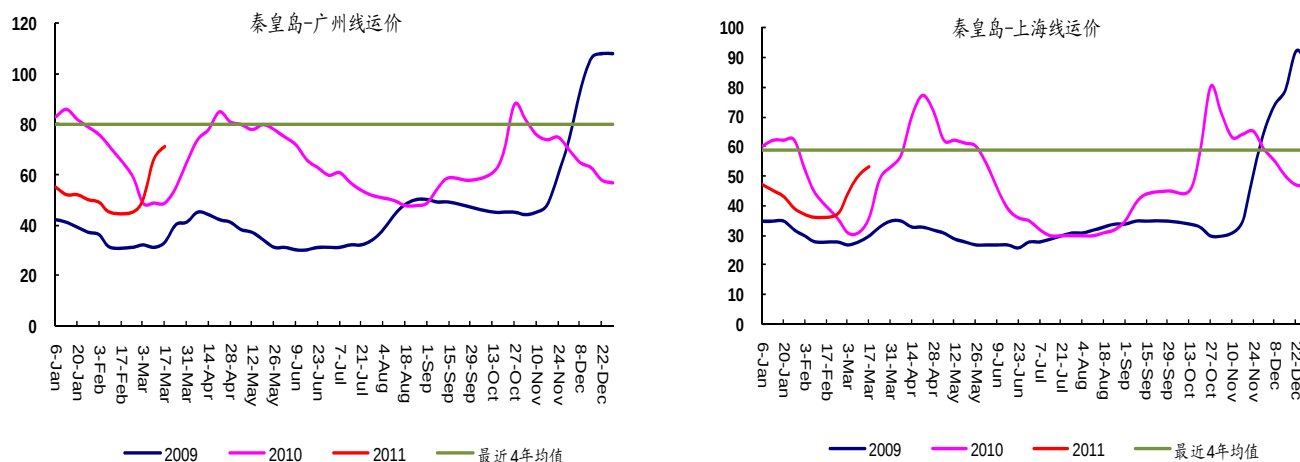
但随着工厂开工率的逐渐上升, 电厂用煤需求持续增长, 同时近期油价的上涨以及国家建立战略煤炭储备也刺激了电厂和港口对煤炭的需求。近期沿海煤炭运价出现强劲反弹, 已经超过去年同期。

表 7: 受国际干散货市场影响, 沿海散货运输市场走低

	2010Q1	2010Q4	2011YTD	环比	同比
沿海散货综合指数	1444	1597	1356	-15.09%	-6.09%
沿海煤炭运价指数	1709	1928	1551	-19.55%	-9.25%
秦皇岛-上海	48	59	43	-27.12%	-10.42%
秦皇岛-广州	67	70	54	-22.86%	-19.40%

数据来源: 中华航运网, 广发证券发展研究中心

图17：沿海煤炭运价自3月起季节性企稳反弹



数据来源：中华航运网、广发证券发展研究中心

集装箱行业——货量增幅符合预期，运力供给拖累集装箱运价

季节性特征较为明显，春节前货主急于发货，1月份集装箱货运量增幅大幅度超预期，中国港口集装箱吞吐量同比增长18.9%；受春节放假影响，2月份货量出现惯性回落，环比下降26%，同比增幅将至5%。综合2011年1-2月，我国港口集装箱吞吐量同比增速为10.69%，货量增幅基本符合预期。

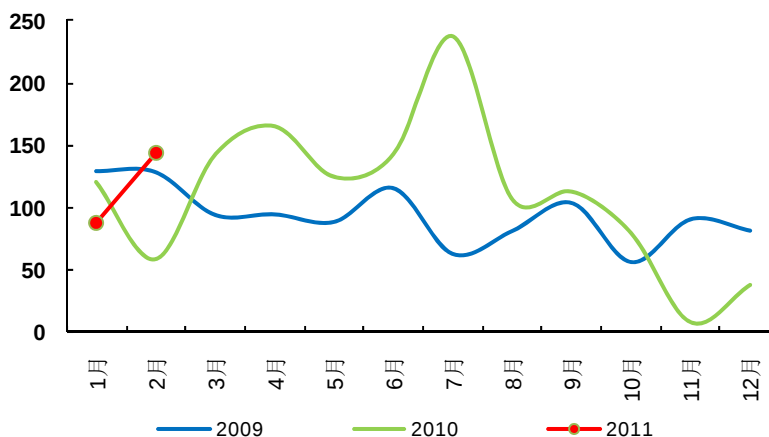
1月份集装箱货量较高的增幅增强了船公司对外贸复苏的信心，一方面船公司继续减少闲置运力，另一方面船公司也加大了新运力的投放，2011年1-2月份集装箱市场共新增运力22.3万TEU，净增运力同比增加58%。

表 8：集装箱市场淡季运价持续下滑

	2010Q1	2010Q4	2011YTD	环比	同比
CCFI	1091	1096	1050	-4.21%	-3.74%
SCFI	1542	1079	1073	-0.57%	-30.41%
集装箱吞吐量	1064	1245	1177.78	-5.40%	10.69%
欧洲航线运价	1868	1284	1259	-1.94%	-32.60%
美西航线运价	2769	1867	1866	-0.07%	-32.62%
美东航线运价	4054	3084	3087	0.11%	-23.85%

数据来源：中华航运网，广发证券发展研究中心

图18: 2011年1-2月集装箱运力交付量同比增长58%



数据来源: 广发证券发展研究中心

■ 油轮行业

旺季特征不太明显, 产能过剩导致运价难有较好表现。目前VLCC运营仍处在盈亏平衡点附近。

随着世界经济的回暖, 原油需求量和原油供给量均有所增加, 据Plato统计, 2011年1月世界原油需求增长率高达4.2%, 原油供给增长率为2.7%, 原油市场仍处于供大于求的市场格局。EIA预计2011年一季度世界原油需求增长率有望达到3.1%。

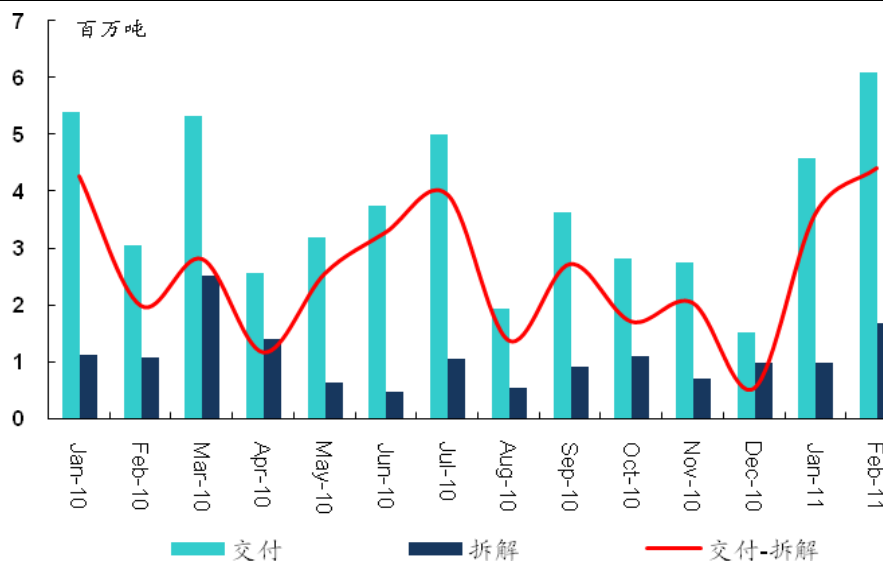
表 9: 预计 2011 年一季度世界原油需求增长率达 3.1%

千桶/天	Jan-10	Jan-11	同比	2010Q1	2011Q1(f)	同比
World Demand	83.9	87.4	4.2%	85.43	88.08	3.1%
World Supply	86.2	88.5	2.7%	85.09	88.09	3.5%

数据来源: 广发证券发展研究中心

与干散货和集装箱行业相似, 油轮行业依然面临供给增速较快的局面, 原有产能尚未完全消化, 新增运力的投放造成市场运价的进一步下滑。

图19: 油轮市场运力净增加幅度也在提高



数据来源: 广发证券发展研究中心

图20: MR平均TCE水平处于最近5年低点

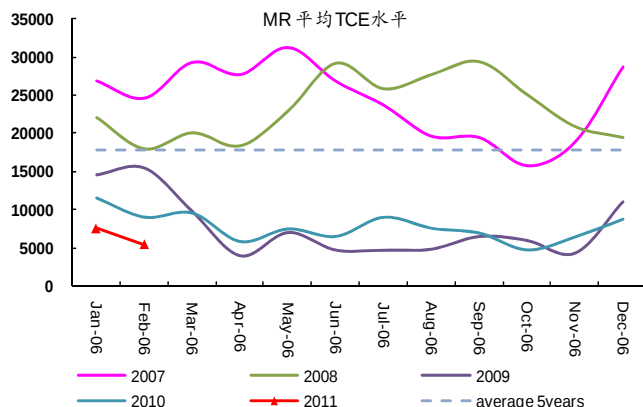
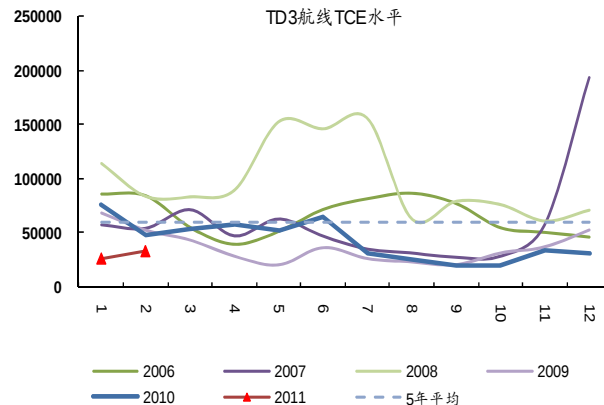


图21: TD3航线TCE水平目前处于低点



数据来源: Clarkson、广发证券研发中心

4

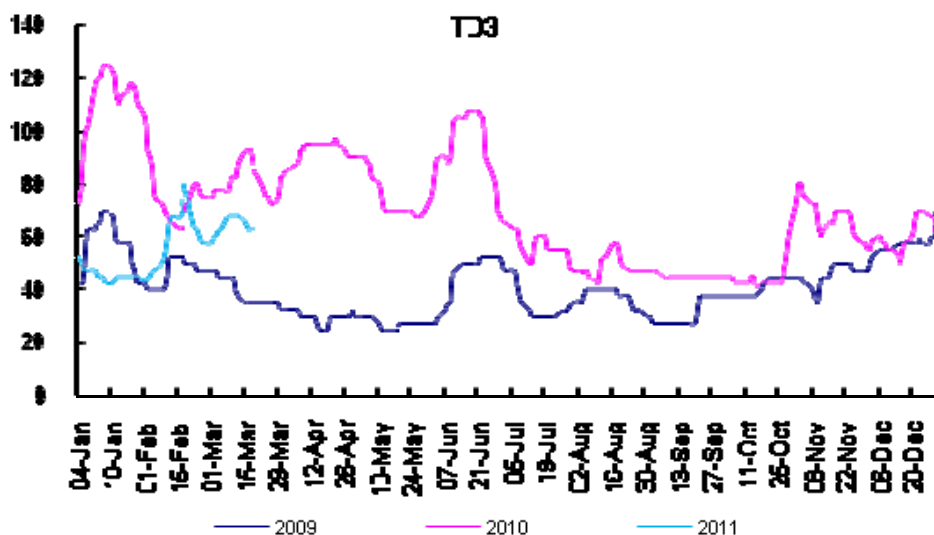
假设(1)船东订船两年后船舶交付。(2)燃油成本平均为620美元/吨;据我们测算,VLCC新船的盈亏平衡TCE3.6万美元/天,盈亏平衡的WS为WS66.3。

表 10: VLCC 盈亏平衡点测算结果

	新船	5 年船龄	10 年船龄
盈亏平衡 WS	66.3	48.6	48.0
盈亏平衡程租费率	14.8	10.9	10.8
盈亏平衡 TCE	36023	12801	12071

数据来源: 广发证券发展研究中心

图22: TD3航线的新船处于盈亏平衡点以下



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(二) 行业成本变动情况

航运公司的运营成本主要由变动成本和固定成本两部分组成。变动成本包括燃油成本、港口费用和经纪商佣金,固定成本包括船舶折旧、船员工资以及维修费、保险费等。

短期来看,船舶运营成本波动较大的是燃油成本和船员工资。长期来看,影响运营

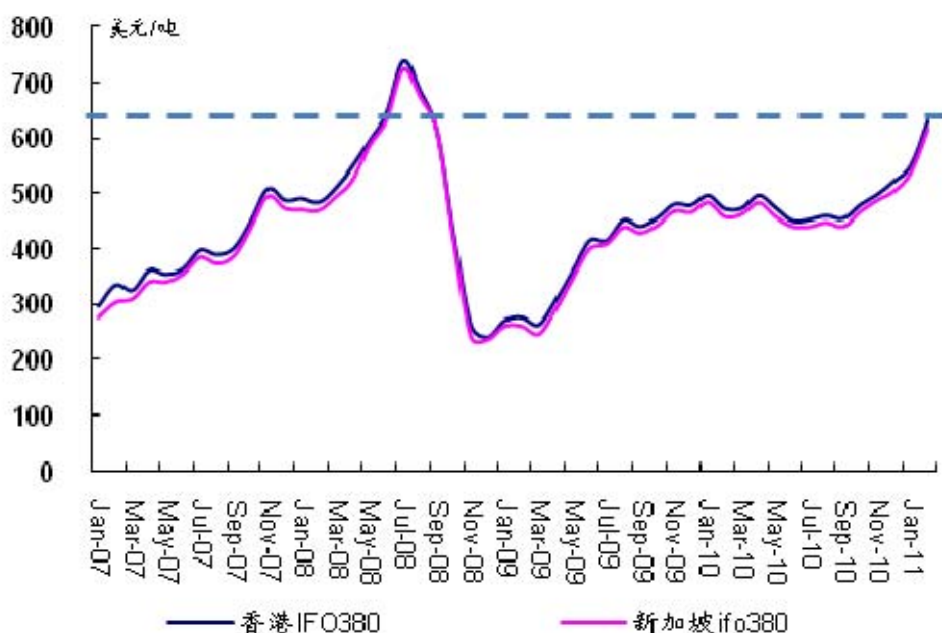
成本较大的则是船舶折旧，船舶的造价对船东的运营成本至关重要。

◆ 燃油成本：

2011年一季度，突发事件造成油价快速上涨，截止2011年2月24日，2011年新加坡IFO380燃油价格均值为595.69美元/吨，同比上涨27%。

对于油价全年的判断：我们认为油价的涨幅未与全球经济的复苏进程相匹配，待中东与非洲局势的平息后，油价将会回归到一个合理的水平。我们认为全年燃油平均价格在2010年的基础上约上涨20%。

图23：燃油价格逼近2008年高点



数据来源：广发证券发展研究中心

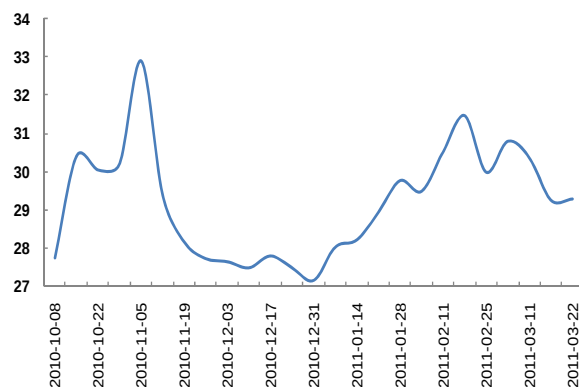
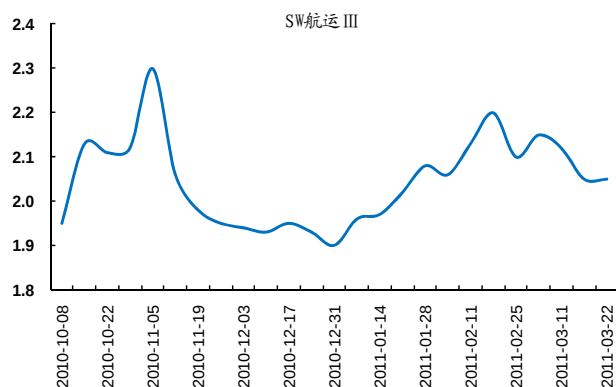
（三）行业估值水平变化

2011年全球经济复苏，尤其是美国经济复苏信号强烈，以经济复苏为主题，航运做为全球贸易的承担载体估值得到修复，自2011年起，航运业的PE和PB稳步提升。

随后，受中国春节以及劳动力短缺等因素影响，二月份中国外贸货量增幅下降，同时欧洲和美国工业生产数据也低于投资者预期，这给全球经济复苏前景增加了一定的不确定。同时，由于集装箱行业新交付运力的投放运价持续下行，企业一季度盈利能力不敢乐观，因此进入3月份以后航运业的估值水平被投资者下调。

图24：航运行业（SW航运III）近两个季度PB走势

图25：航运行业（SW航运III）近两个季度PE走势



数据来源: Wind、广发证券研发中心

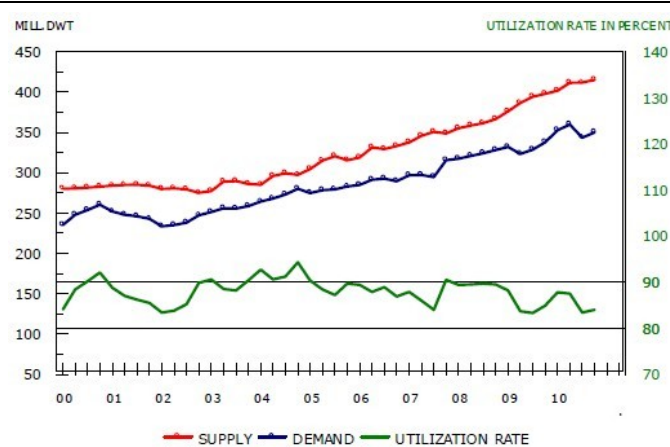
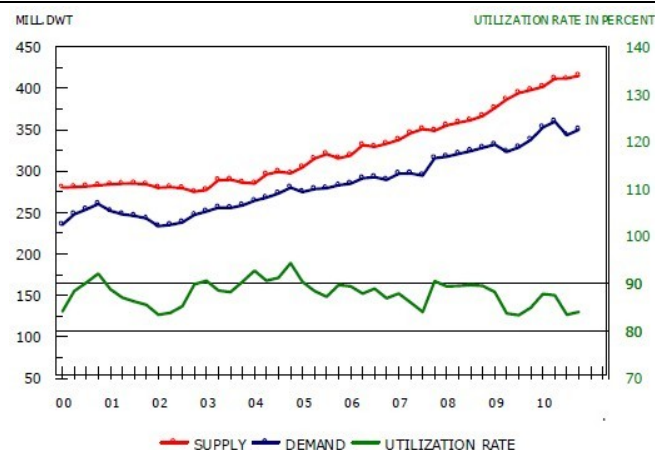
二、二季度行业走势判断

(一) 行业目前所处的阶段——复苏的中期

总体特征: 运力仍显过剩, 产能利用率仍处于历史低位。根据Plato的统计, 截止2011年1月, 干散货船和油轮的产能利用率约为85%。

图26: 航运行业 (SW航运III) 近两个季度PB走势

图27: 航运行业 (SW航运III) 近两个季度PE走势



数据来源: Plato、广发证券研发中心

■ 散货: 需求并不差, 供给压力是行业的主要负担

我们根据最新的数据修正了我们在2011年年度策略报告中对于干散货市场运力增速的判断, 我们认为2011年干散货市场运力增速约为14.1%。

考虑到主要干散货进口工业增加值以及GDP增速较2010年有所放缓, 我们估计2011年干散货运输需求增速也将放缓, 据克拉克森统计2010年干散货市场货运量需求增速为10%, 我们判断2011年干散货运输需求增速约为6%-8%之间。

干散货市场仍处于产能过剩的阶段, 2011年可能会是船舶拆解的高峰期。

表 11: 我们预计 2011 年干散货运力增幅达 14.1%

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
--	------	------	-------	-------	-------

capesize	170.10	208.2	242.8	278.6	297.0
Panamax	120.90	135.9	154.7	177.6	188.7
Handymax	92.10	108.9	122.3	134.4	140.5
Handysize	76.20	82.1	91.0	98.3	101.0
Total	459.30	535.1	610.7	688.9	727.2
增长率					
capesize		22.4%	16.6%	14.7%	6.6%
Panamax		12.4%	13.8%	14.8%	6.2%
Handymax		18.2%	12.3%	9.9%	4.5%
Handysize		7.7%	10.8%	8.1%	2.7%
Total		16.5%	14.1%	12.8%	5.6%

数据来源: Clarkson, 广发证券发展研究中心

■ 油轮: 运价反弹动力不足, 短期仍不具有吸引力

VLCC市场的需求增量主要来自于中国、印度等新兴国家。需求增速逐步回升, 产能压力逐步减小, 2011年或许是行业底部。

(1) 未来世界原油需求量主要来自于Non-OECD国家。经济恢复速度以及城镇化进程速度都可以说明这个问题。

(2) 中国作为最大的发展中国家, 最近10年海运原油进口量复合增长率达11.5%, 其中长距离运量复合增长率达16.2%。随着中国经济总量的增加, 汽车保有量的快速放大, 未来中国原油进口需求可能会主导油运市场。

图28: 全球主要原油进口国

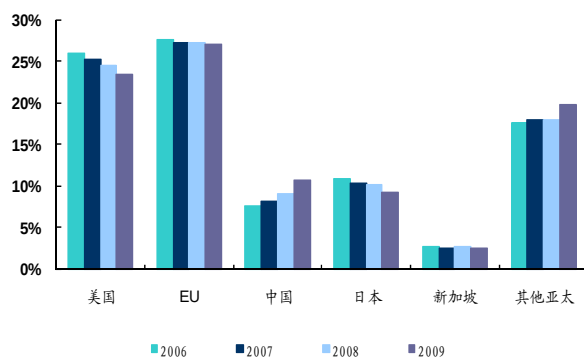
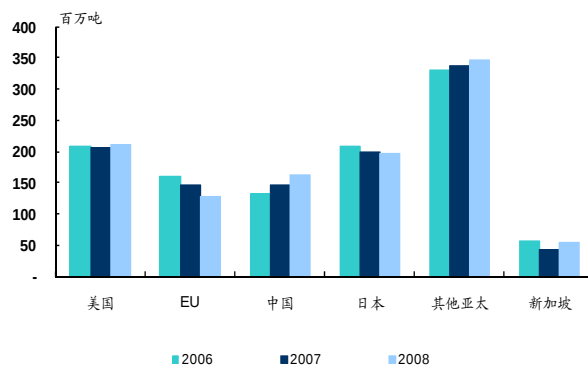
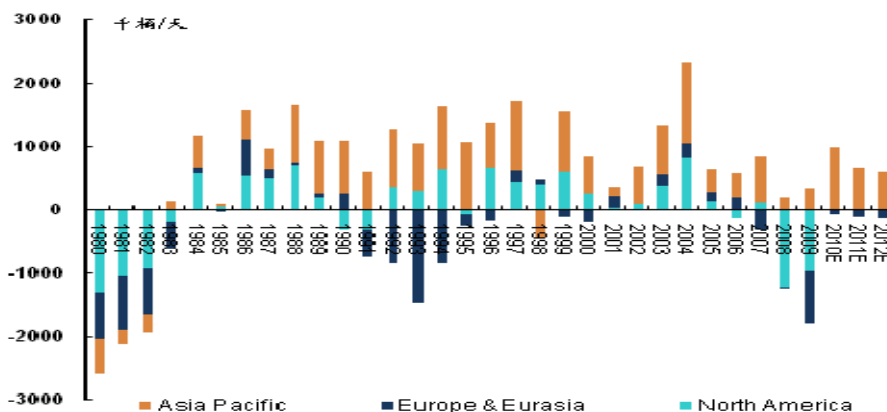


图29: 采用VLCC承运的主要原油进口国



数据来源: BP, 广发证券发展研究中心

图30: 原油消费量主要增量来自于亚太地区



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 12: 全球主要国家原油需求增速预测

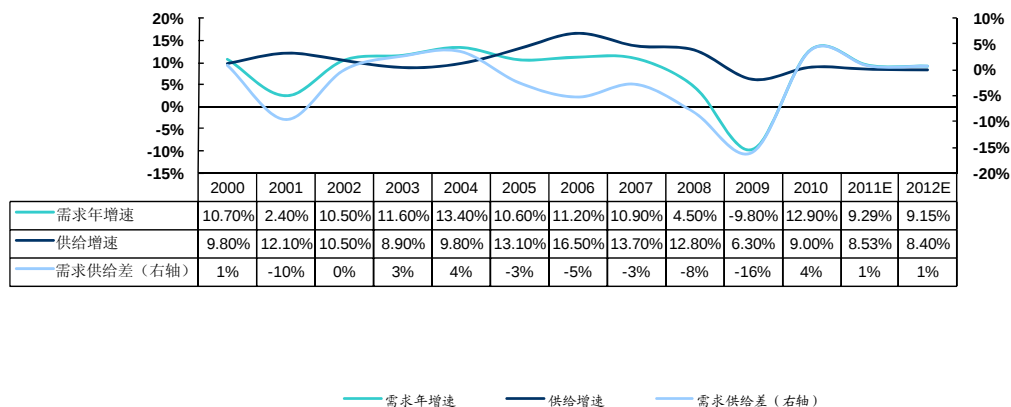
单位：千桶/天		2009	2010	2011	2012
US		18.77	19.12	19.29	19.46
	增速		1.88%	0.85%	0.90%
EU		14.50	14.42	14.32	14.20
	增速		-0.56%	-0.69%	-0.81%
China		8.32	9.05	9.58	10.11
	增速		8.71%	5.86%	5.52%
Japan		4.37	4.40	4.26	4.11
	增速		0.81%	-3.37%	-3.52%
Oher-Asia		9.45	9.69	9.98	10.22
	增速		2.48%	3.03%	2.36%
world		84.34	86.58	88.03	89.66
	增速		2.66%	1.68%	1.85%

数据来源：广发证券发展研究中心

■ 集装箱运输市场

需求主要来自于外需，随着外围经济的好转，集装箱贸易量将继续增长。由于金融危机期间船公司新下订单较少，2011年集装箱市场运力增速尚处于可控阶段，行业复苏信号较强。

图31: 集装箱供需增速图



数据来源：广发证券发展研究中心

主要风险：

(1) 外需复苏低于预期，持续性低于预期。主要是欧债危机，2011年8000TEU以上的大船运力投放增速达24%，如果欧洲经济陷入危机，那么将严重影响行业的盈利水平。欧线的收入约占中国集装箱上市公司1/3以上的收入。

(2) 运力过度投放，船公司竞相抢货源而杀价。

总体判断：

从基本面来看，海运行业整体仍处于供给过剩时期，产能利用率不足。散货和油运市场二季度基本面没有明显的机会。

集装箱行业的投资机会我们需要进一步观察，全球经济复苏带来一定的贸易量增长，但如果集运公司进行价格战、运力过度投放，集装箱行业也不具有投资机会。

(二) 影响行业复苏的关键因素

◆ 新造船/新投资额——影响行业复苏中的供给

图32：散货船新增订单量依然很大

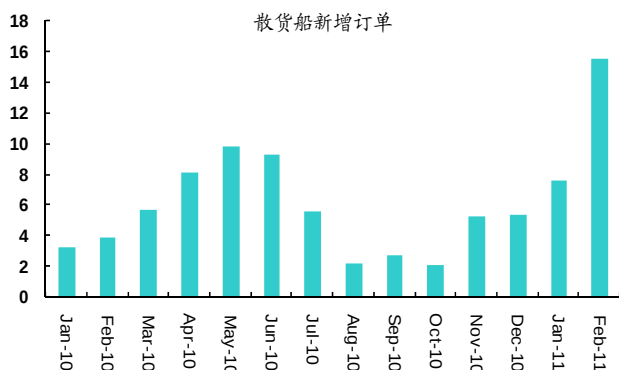
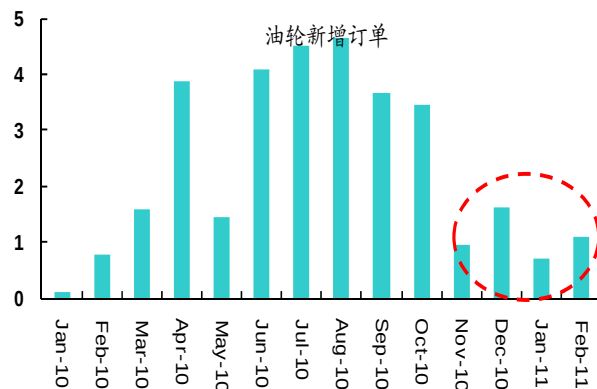
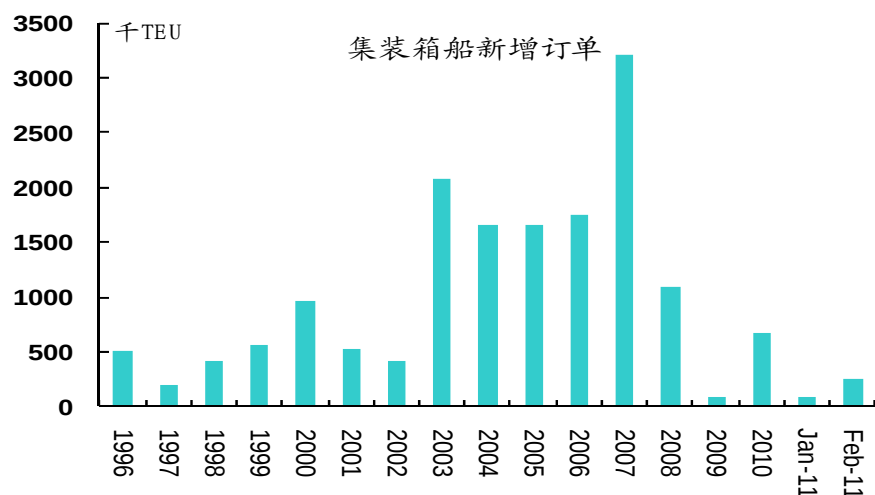


图33：油轮新增订单量逐渐减少-复苏信号



数据来源：BP，广发证券发展研究中心

图34：集装箱船2011年1-2月新接订单占2010年全年的48%



数据来源：广发证券发展研究中心

◆ 全球经济复苏进度——影响全球贸易量

根据IMF最新预测，2011年 全球经济增速将放缓，主要干散货进口国中国、日本和欧元区的GDP和工业增加值增速均有所放缓，这将影响这些国家铁矿石、煤炭的需求，从而导致干散货的运输需求增速放缓。

值得注意的是美国经济增速较2010年有所提高，有利于提振原油、集装箱货物的运输需求。

表 13: 世界主要经济体 GDP 增速

	2010	2011F	2012F
美国	2.9	3.2	3.3
欧元区	1.7	1.6	1.7
中国	10.3	9.2	8.9
日本	4.1	1.5	2
印度	8.9	8.7	8.4
世界	4.9	4.2	4.4
全球贸易量	12	7.1	6.8

数据来源：IMF, Plato, 广发证券发展研究中心

表 14: 世界主要经济体工业增加值增速

	2010	2011F	2012F
美国	5.6	4.6	4.2
欧元区	6.6	4.1	3.4
日本	16	3.4	5.2
中国	15.7	13.8	13
其他亚洲国家	16	6.7	7.7

数据来源：Clarkson, 广发证券发展研究中心

我们认为，全球经济已经走出金融危机低谷，2011-2012年将是逐步恢复向上过程，但恢复的速度我们不确定，在欧债危机、地缘政治等事件影响下，经济复苏进程存在一定的不确定性。

(三) 突发因素对行业需求的影响——日本震后或有利于船运市场

(1) 日本地震造成日本东北地区的工业区以及几座较大的核电站出现停产情况，

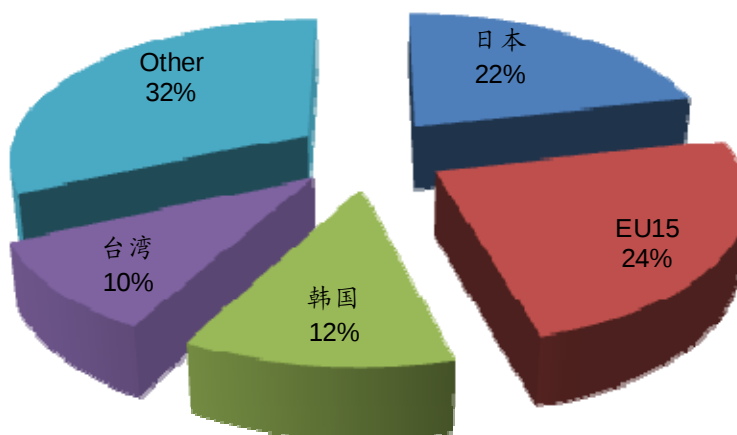
根据EIA的统计，日本约有24%的电力是通过核能发电产生，核电站的停产将给日本的电力生产量造成巨大影响。

在核电安全未能完全解除前，日本可能会通过增加煤炭、燃料油以及LNG发电来弥补，因此，日本在未来可能会加大煤炭、燃料油（2/3是石脑油）的进口量。

煤炭

根据克拉克森的统计，日本动力煤进口量约占全球的22%，由于地震灾害，日本全年煤炭进口量预计同比增长5%，达到1.3亿吨。

图35：日本动力煤进口量占全球比重为22%（过去五年均值）



数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

燃料油

从过去三年发往远东地区燃料油的情况来看，63%的燃料油是由阿芙拉船型承运。从货源地来看，东南亚和阿拉伯湾最多，分别占27%和20%。

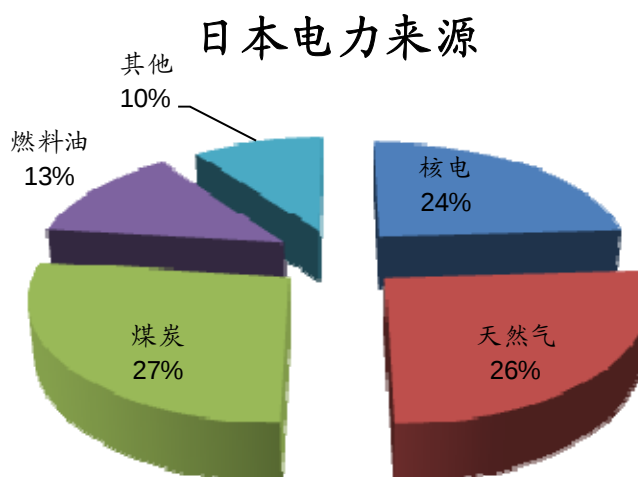
然而但考虑到日本国油国运比例占比较高，我们

表 15：2008-2010 年各船型承运的发往远东地区的燃料油

	VLCC	Suezmax	Aframax	Panamax	Total
东南亚		0.3	13.8	2.4	16.5
阿拉伯湾			12	0.1	12.1
加勒比海	8.3	2.4	0.2	0.1	11
英陆	6.3	0.8	1.5	0.2	8.8
地中海	0.3	0.5	4.2	0.2	5.2
前五家	14.8	3.9	31.7	2.8	53.2
其他	0.3	0.1	6.8	0.9	8.1
合计	15.1	4	38.5	3.7	61.3

数据来源：Poten，广发证券发展研究中心

图36：日本电力来源



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

(2) 日本地震造成了日耗油量140万桶的炼厂停产（接近1/3的产能），将对TD3航线带来较大的负面影响。由于日本国油国运比例较高，国内原油运输需求减少后日本部分船东把船放入即期市场，对即期原油运价造成一定的冲击。

我们认为，日本地震对海运行业的影响是一把双刃剑：（1）灾后重建会引起日本对矿建材料的需求，日本将加大煤炭、铁矿石的进口量；（2）地震对日本经济造成影响，产能下降，影响需求全球贸易量。

三、二季度行业投资机会的判断

（一）特种船的投资机会——需求拐点，盈利拐点

总体特征：运力仍显过剩，产能利用率仍处于历史低位。根据Plato的统计，截止2011年1月，干散货船和油轮的产能利用率约为85%。

（1）多用途承运货种的运输需求长期呈向上趋势

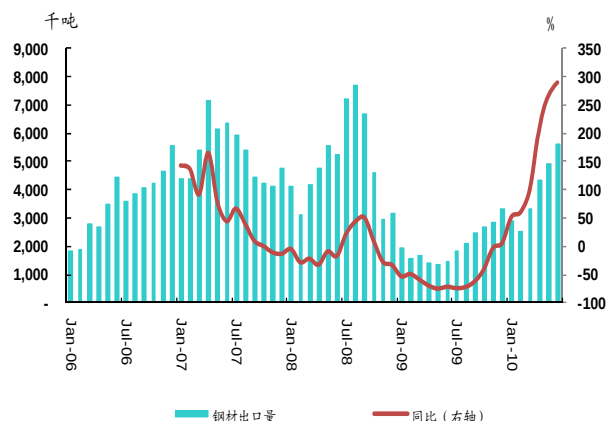
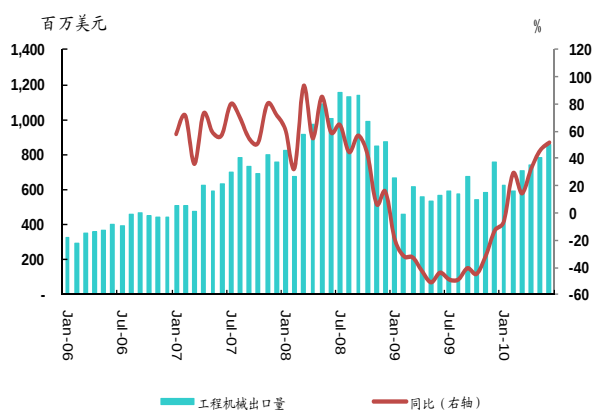
2010年上半年随着各国经济逐渐复苏中国机械设备、钢材出口量分别同比增长36%、152.34%和26.44%。

中国对外承包工程完成营业额从2003-2009年6年间复合增长率为33.32%、对外承包工程货物出口值复合增长率达65.96%。

我们认为由于中国对外工程承包所带动的中国机械设备出口量将继续呈增长趋势。

图37：中国机械设备出口额底部回升

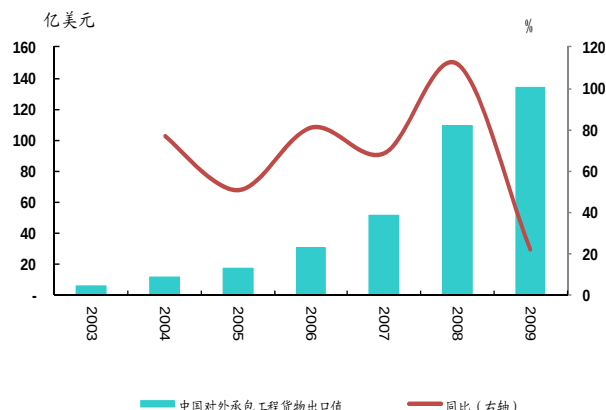
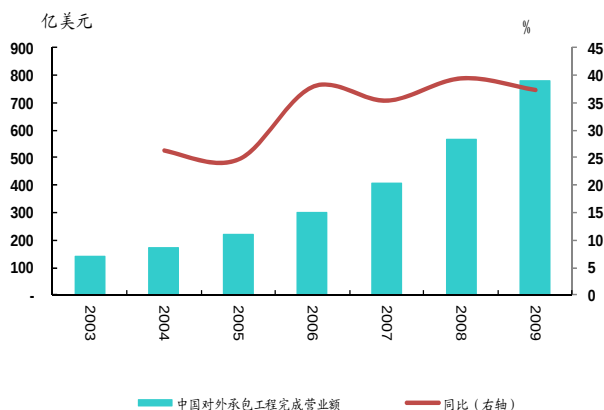
图38：中国钢材出口量大幅提升



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图39：中国对外承包工程完工量持续增长

图40：中国对外承包工程带动货物出口值

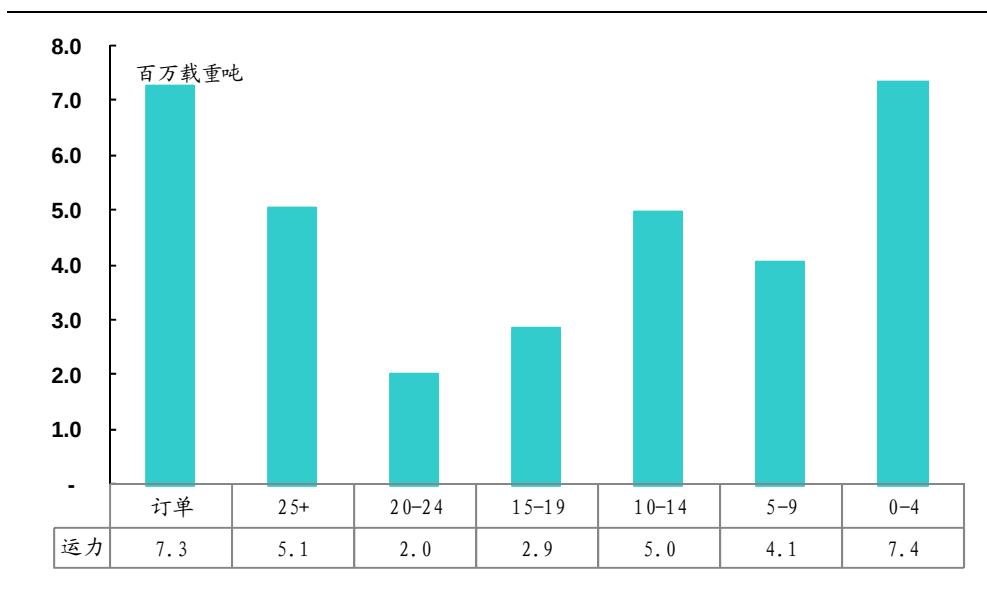


数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

截止2011年初，全球多用途船订单占现有运力的27.8%。考虑船龄，目前超过20年船龄的运力占现有运力的比约为27%（其中25年以上多用途船占19.3%），与现有订单量基本相等。

未来随着老旧运力的逐步退出，多用途船未来的运力增幅逐渐减小，按照我们的测算2012年将出现负增长。

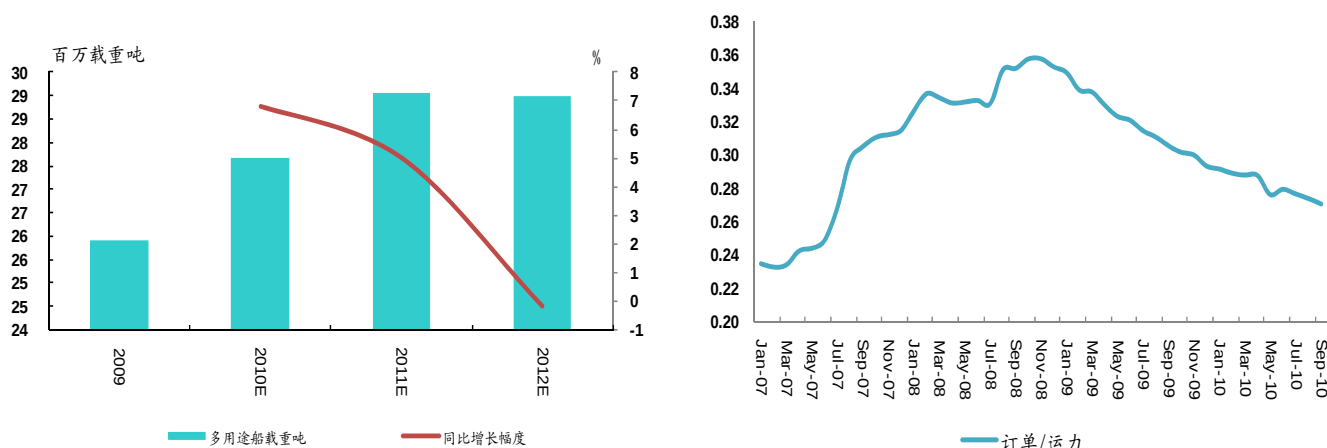
图41：多用途船运力订单仅为替换型需求（订单量截止2010年12月初）



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图42: 多用途船运力将出现负增长

图43: 多用途船订单/运力持续下降



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

(2) 重大能源设备的运输需求长期呈向上趋势

根据Barclays的研究, 当油价平均超过70美元时, 深海开采原油是有利的。

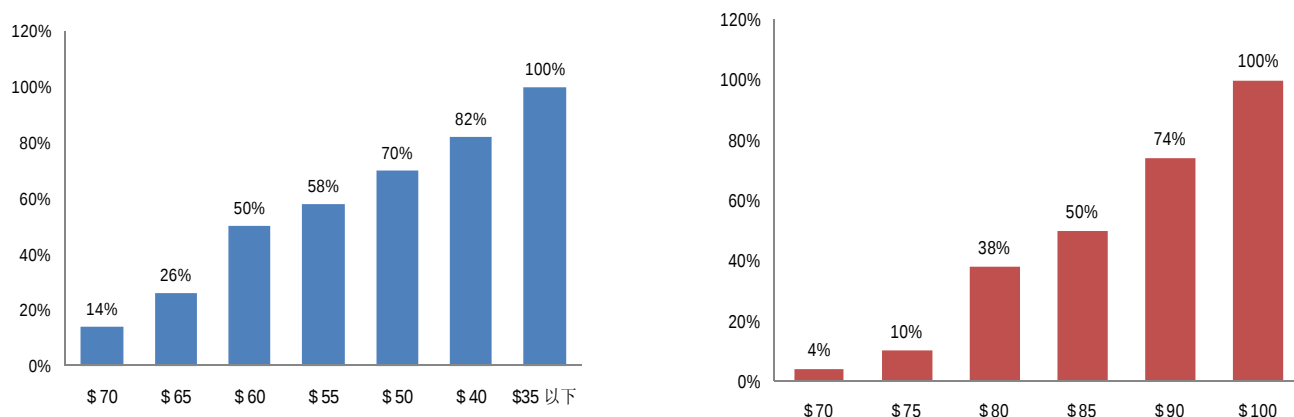
IMF预测2011年世界经济仍将继续复苏, 并且预计2011年全球GDP增长率为4.2%。我们认为随着全球经济的复苏, 原油需求将不断上升。根据IEA和EIA的预测, 2011年原油平均价格将继续上涨10%以上, 平均价格至90美元/桶-100美元/桶。由此, 我们有理由相信2010年停滞的深海原油开采支出在2011年将会有较大幅度的增长。

深海原油的开采将拉动对钻井平台、驳船、FPSO等的运输需求。这些需求将给半潜船和重吊船的收入注入增长剂。

目前国际原油价格已经超过100美元/桶, 根据Barclay的调查统计, 这将进一步刺激深海能源开采投资。

图44: 深海原油开采投资减少对油价的反应

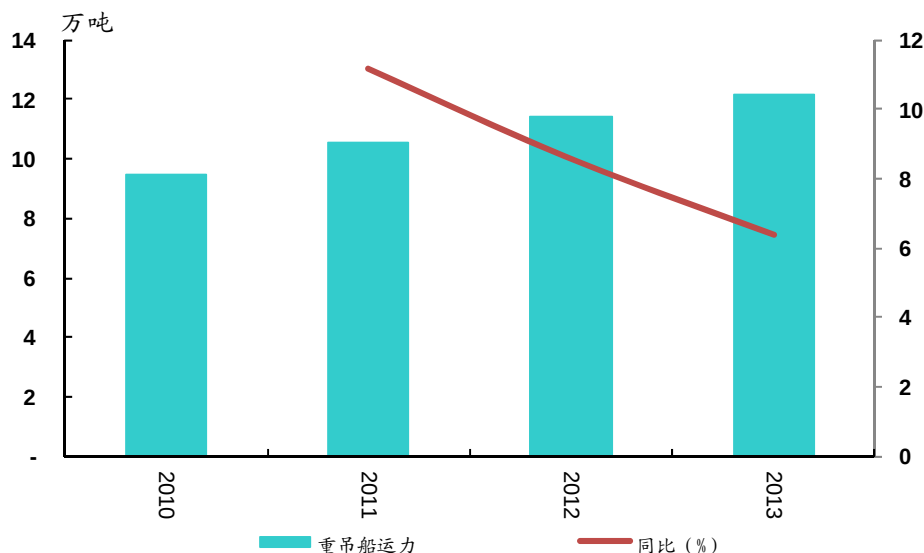
图45: 深海原油开采投资增加对油价的反应



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

重吊船现有运力订单为244万载重吨，占现有运力的比例为25.7%，较多用途船整体略低。我们预计2011-2012年重吊船运力增幅为11%，8.6%和6.4%。

图46：重吊船未来运力增幅逐渐下降



数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

主要风险

干散货市场不景气导致回程收入低于预期；全球性通胀或至中东、非洲等地区的固定资产投资增速放缓；非洲动荡导致部分工程建设停工，机械设备等工程货需求不利。

（二）区域板块品种——海峡股份、宁波港

■ 宁波港

推荐理由：

主营业务具有成长性

（1）集装箱业务：充分受益外需复苏，浙江80%的集装箱货通过宁波港出海；考虑到公司产能释放以及需求提高，我们预计2011年宁波港集装箱吞吐量增速为18%-21%。中长期，公司通过逐步收购浙江内陆码头扩大货源，公司有动力进一步将宁波港做大做强。目前公司正在更进一步寻找较好的投资标的。

表 16: 克拉克森预计 2011-2012 年全球集装箱贸易量复合增长率为 9%

	2008	2009	2010	2011	2012
Transpacific	20.5	18.4	20.3	22.1	23.8
FarEast-Europe	16.8	15.2	17.1	18.6	18.6
Transatlantic	6.3	5	5.5	6	6.2
Non-mainlane East-West'	14.3	14.4	16	17.6	18.9
North-South	22.4	21.1	24	26.6	28.3
Other"	56.3	50.4	56.5	62.1	69.3
TOTAL	137	124	140	153	167
增长率		-9.49%	12.90%	9.29%	9.15%

数据来源: Clarkson, 广发证券发展研究中心

(2) 矿石业务: 需求稳定增长。短期增长主要来自于太仓武港; 长期矿石吞吐量主要来自于40万吨级专业矿砂船的停靠。

宁波港北仑港区作业产能过去达到饱和的, 部分矿石分流到了日照港。收购太仓武港后, 宁波港的矿石堆场瓶颈将解决, 部分矿石资源需要走长江的, 可能会再重新回到宁波港。

因此宁波港铁矿石吞吐量增速应该快于全国铁矿石进口量增速。按照我们的预测, 2011年铁矿石进口量增速约为5%左右, 那么宁波港铁矿石吞吐量增速有可能达到8%-10%。

表 17: 中国 2011 年铁矿石进口量敏感性测试

		钢铁产量增速			
		7%	8%	9%	10%
铁矿石进口依赖度	50%	5.35 (-13.5%)	5.40 (-12.7%)	5.45 (-11.9%)	5.50 (-11.1%)
	55%	5.89 (-4.9%)	5.94 (-4.0%)	6.00 (-3.1%)	6.05 (-2.2%)
	60%	6.42 (3.8%)	6.48 (4.7%)	6.54 (5.7%)	6.60 (6.7%)
	65%	6.96 (13.5%)	7.02 (13.5%)	7.09 (14.5%)	7.15 (15.6%)

数据来源: 广发证券发展研究中心

(3) 原油业务: 根据商务部预计未来10年我国原油进口量复合增长率在8%以上; 宁波实华二期45万吨原油泊位投产后可使产能提高一倍。

(4) 煤炭业务: 浙江省预计2020年发电装机容量将达7200万千瓦, 电煤需求可达1亿吨。较2010年底相比增长近一倍。

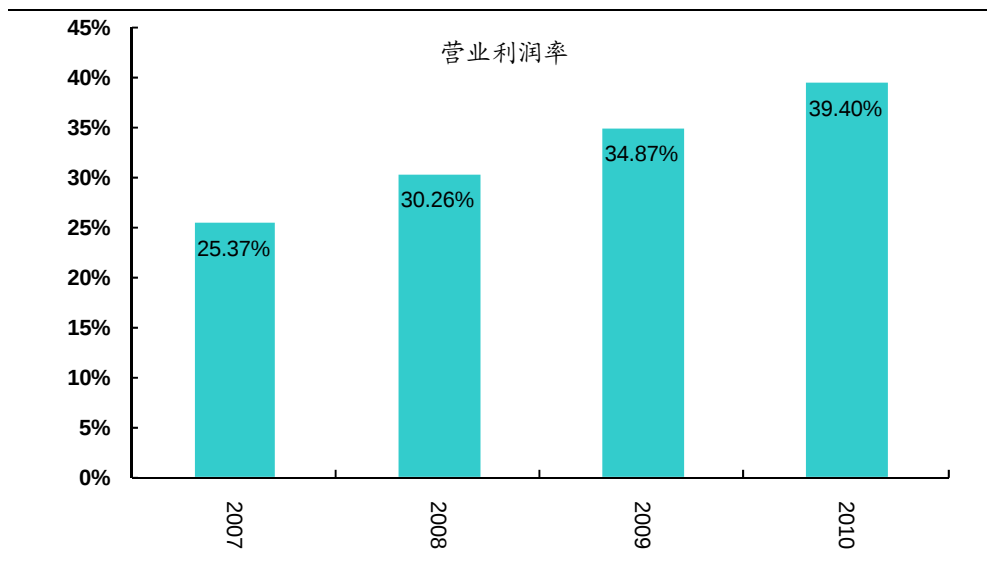
我们预计宁波港2010-2012年实现EPS 0.178、0.22和0.27元, 根据港口行业估值中枢和近期港口上市公司的估值请见, 我们给予公司2011年18-20倍市盈率, 目标价3.8-4.2, 给予买入评级。

■ 海峡股份

推介理由:

(1) 随着海南省GDP增速加快, 进出岛的物资和人流最近三年将维持25%以上的增速; 公司新造船投入降低单位运输成本, 同时, 公司还可能逐年上调运价, 公司营业利润率将逐年提高; 我们认为公司主营业务最近三年将维持30%左右的增速。

图47: 公司营业利润率逐步提高



数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

图48：海南省固定资产投资额

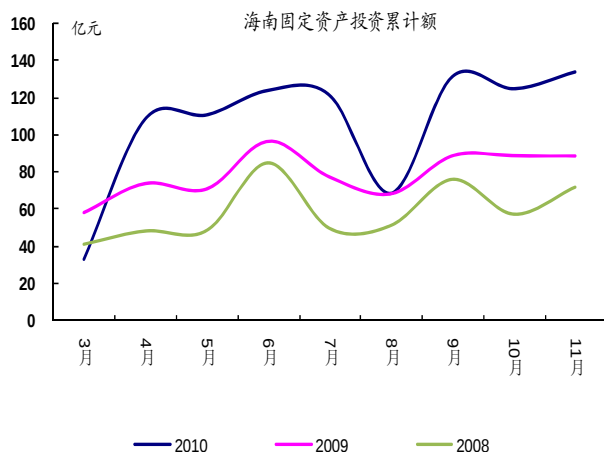
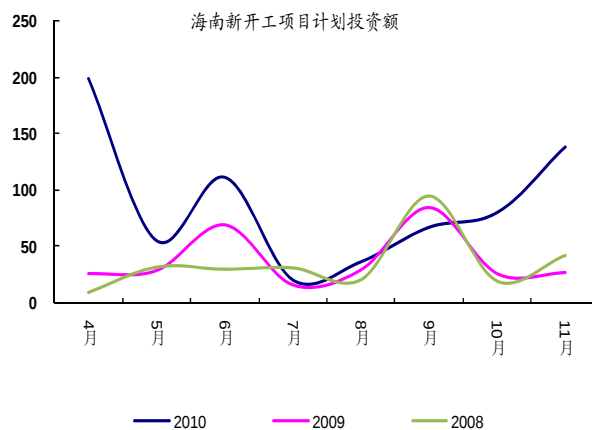


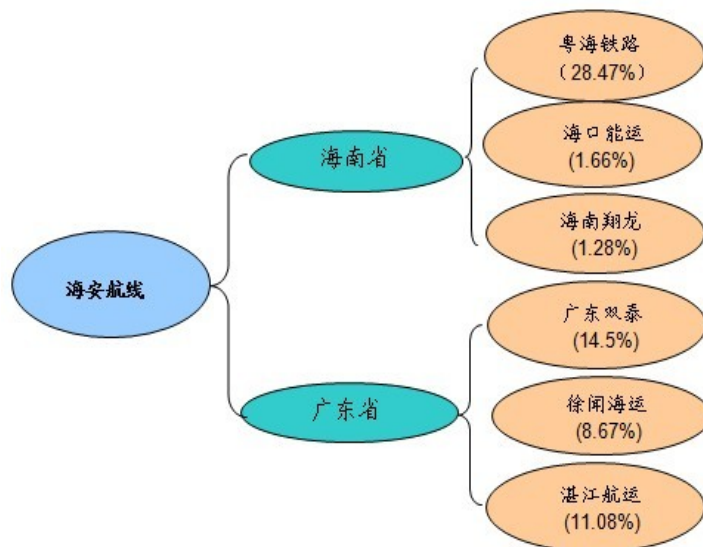
图49：海南省新开工项目计划投资总额同比大幅增长



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

(2) 公司具有实力整合海南航线，公司的市场份额预计通过收购等方式进一步提高。公司是琼州海峡客滚运输市场中唯一的上市公司，具有整合市场的实力和可信力。

图50：海安航线各参与者的市场份额（2009年中期）



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

(3) 公司明确提出“十二五”期间以水上旅游业作为重要战略发展方向。

股价催化剂：

海南岛建设继续加速，公司整合海安市场，公司货运量稳定增长，公司新造/引进邮轮。

风险提示：

粤海铁路新造船投入对海峡股份在海安航线市场份额构成威胁；外延式业务开展时间不确定；公司管理层经营能力。

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来12个月内，行业指数优于大盘10%以上。
持有（Hold）	预期未来12个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来12个月内，行业指数弱于大盘10%以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛大 厦18层1808室	上海市浦东南路528号 证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。