

证券研究报告—深度报告

航运

航运业 2011 下半年投资策略

中性

(维持评级)

2011 年 6 月 9 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所整理

相关研究报告：

《集运业点评：集运 2011 年——复苏之路，或有曲折》——2011-2-25

《集运专题报告之三：2011 年欧美航线供给增速略超全行业》——2011-1-17

《航运行业 2011 年投资策略：“新常态”下的结构变化与局部机会》——2010-12-23

《集运专题报告之二：减速或将成为远洋航线常态》——2010-10-19

证券分析师：郑武

电话：0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120022

证券分析师：岳鑫

电话：0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120015

行业半年度投资策略

复苏之路，依然曲折

● 从船舶利用率看运价弹性

无论是旺季货量的增加，或燃油成本的倒逼，最终能否推动提价的成功，都需要较高的船舶利用率作为基础。

从经济学原理分析，不同产能利用率水平，运价的弹性不同。越接近满负荷，运价的弹性越大，对于短期需求的波动也更为敏感。

● 集运业：区域性供需失衡初步显现

集运业是一季度大盘航运股的主要亮点。从投资逻辑来看，更多的是市场对欧美前景转向乐观带来的估值提升。区域性供需失衡，使远洋航线运价走势明显弱于去年。即将来临的旺季提价，可能会带来股价反弹，但是全年业绩低于预期已经难以改变。

● 干散货业：寒冬仍将延续

持续的新船投放，与中国需求增速的放缓，将使干散货航运的船舶利用率维持在 90% 以下，干散货运输市场的景气度难以明显提升。

对于下半年干散货运价的走势，我们较为谨慎。（1）供需关系将可能继续弱势；（2）货主船东运力开始进入市场，传统船东的运价主导力显著削弱。

● 油运业：运价对短期油运需求波动不敏感

2011 年国际油价的快速上涨，并没有刺激油运市场运价的表现，主要原因在于目前油运业存在较为明显的运力过剩。此外，原油生产和需求从来就缺乏弹性，所以供求关系调整需要较长的时间。

● 维持行业“中性”的投资评级

未来两个月集运业的载运率将逐步提升，运价步入传统的旺季提价周期。但盈利预测的下调，抑制股价反弹的空间。

我们于 2 月底下调了行业评级至“中性”。考虑到目前航运业的盈利预测仍存在下调空间，维持“中性”评级。航运股的重要投资机会将出现在市场绝望之后，请关注我们将要完成的航运公司重置价值测算报告。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元) 5月27日	EPS		PE 2011E	投资评级
				2011E	2012E		
600428	中远航运	12,002	7.10	0.25	0.41	28.4	谨慎推荐
601866	中海集运	44,630	3.82	0.20	0.26	19.1	谨慎推荐
601919	中国远洋	89,392	8.75	0.26	0.43	33.7	中性
600026	中海发展	29,892	8.78	0.40	0.61	22.0	谨慎推荐
600087	长航油运	10,013	5.31	0.01	0.11	531.0	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

从船舶利用率看运价弹性.....	3
集运业——区域性供需失衡初步显现.....	3
供给分析——欧线大船供给压力凸显.....	4
需求分析——欧美集运需求新常态增长.....	5
集装箱紧缺——延迟订箱导致的短期现象.....	5
干散货业——寒冬仍将延续.....	6
供给分析——低比例交付难解供给压力.....	6
需求分析——中国铁矿石进口增速放缓.....	6
油运业——运价对短期油运需求波动不敏感.....	7
供给分析——单壳油轮淘汰效果低于市场预期.....	8
需求分析——中国炼厂积极性短期衰减.....	8
投资策略建议：维持行业“中性”评级.....	9

图表目录

图表 1：价格弹性与产能利用率水平的关系.....	3
图表 2：集装箱船的船舶利用率.....	4
图表 3：全球集运需求 2011 年或将呈现“新常态”复苏.....	4
图表 8：亚欧航线载运率与运价波动.....	4
图表 4：8000 箱以上大船交付情况（截止 2011-5-21）.....	5
图表 5：集装箱船的船舶利用率.....	5
图表 6：亚洲-欧洲航线集运出口货量（2008-2011）.....	5
图表 7：亚洲-北美航线集运出口货量（2008-2011）.....	5
图表 9：干散货航运的船舶利用率.....	6
图表 10：干散运价指数（BDI）历史走势.....	6
图表 11：Capesize 2011 年交付情况（截止 2011-5-21）.....	7
图表 12：中国铁矿石进口量增速放缓.....	7
图表 13：油轮的船舶利用率.....	7
图表 14：原油运价与原油价格波动.....	7
图表 15：VLCC 历史交付情况（2000-2010）.....	8
图表 16：VLCC 2011 年交付情况（截止 2011-5-21）.....	8
图表 17：欧美原油进口量——需求平稳.....	9
图表 18：中日韩原油进口量——中国增速放缓.....	9
图表 19：中国成品油调价幅度低于国际油价升幅.....	9
图表 20：中国炼厂积极性 2011 年有所下降.....	9

从船舶利用率看运价弹性

对于下半年的航运市场，最值得投资人关注的有两个问题：

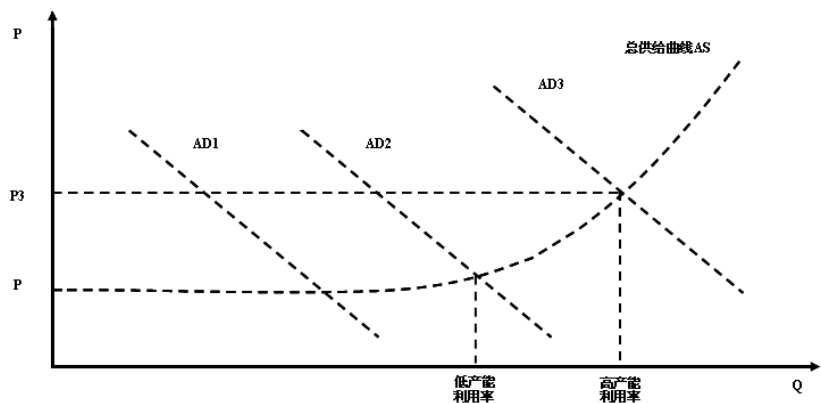
- (1) 传统旺季能否为航运市场带来运价的快速提升；
- (2) 航运公司能否向下游传递燃油风险。

对于这两个问题，我们认为都可以通过一个指标对三个航运子市场进行讨论——船舶利用率。

从经济学原理分析，不同产能利用率水平，运价的弹性不同。越接近满负荷，运价的弹性越大，对于短期需求的波动也更为敏感。

无论是旺季货量的增加，或燃油成本的倒逼，最终能否推动提价的成功，都需要较高的船舶利用率作为基础。

图表 1：价格弹性与产能利用率水平的关系



资料来源：国信证券经济研究所整理

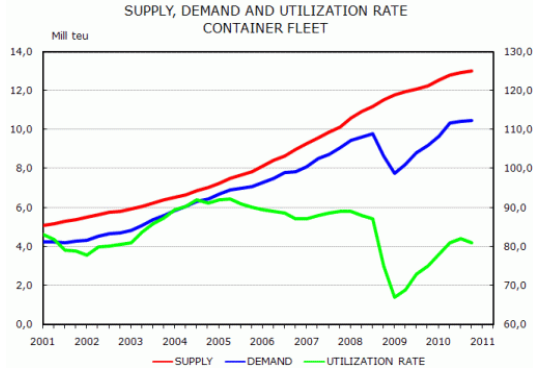
集运业——区域性供需失衡初步显现

集运业是一季度大盘航运股的主要亮点。从投资逻辑来看，更多的是市场对欧美前景转向乐观带来的估值提升。

从盈利角度来看，集运业 2011 年业绩同比显著下滑几成定局。主要原因在于，区域性供需失衡使远洋航线运价走势明显弱于 2010 年，并可能无法有效传递燃油成本压力。

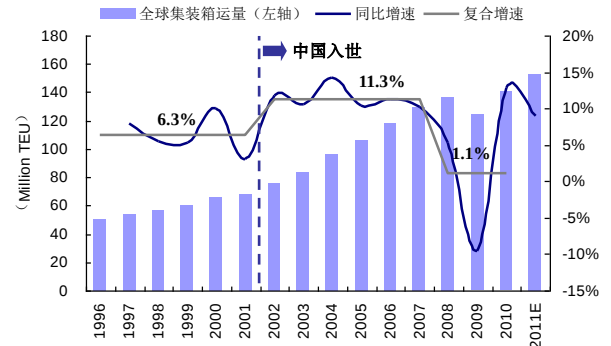
从全行业来看，2011 年集运业运力供给增速（国信证券预计同比增长 8%）与集运需求增速（国信证券预计同比增长 8%-10%）基本平衡。但由于今年计划交付的集装箱船运力中 8000 箱以上大船（主要投放亚欧等远洋航线）占比近 60%，远洋航线市场将存在区域性供需失衡。

图表 2: 集装箱船的船舶利用率



资料来源: RS Platou, 国信证券经济研究所整理

图表 3: 全球集运需求 2011 年或将呈现“新常态”复苏

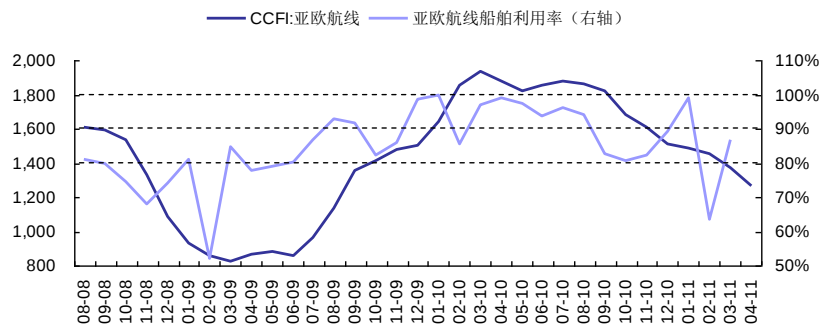


资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所整理

目前, 欧美航线载运率已由淡季的 60%-70%恢复至 85%以上。集运市场即将步入传统旺季, 预计载运率将逐步提升, 集运运价将可能进入快速提价周期。

但由于大型集运公司继续进取的价格策略, 且燃油价格仍然维持高位运行, 集运业旺季的运价和业绩将明显弱于去年同期。

图表 4: 亚欧航线载运率与运价波动



资料来源: Alphaliner, WIND, 国信证券经济研究所整理

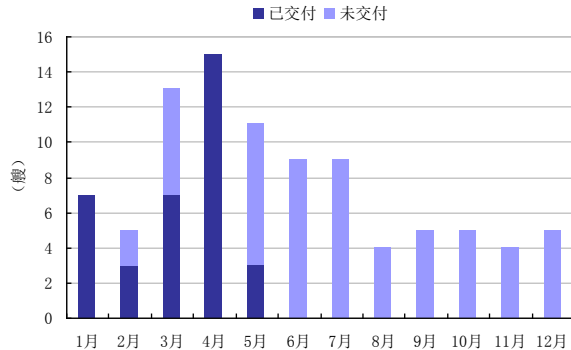
供给分析——欧线大船供给压力凸显

2011 年 1-5 月, 亚洲-欧美航线运力同比增长 22%, 大船供给压力凸显。

虽然我们曾提示“未来两年大船订单的延期弹性将降低”, 但 2011 年集运大船的交付比例仍超过我们的预测。2011 年 1-4 月, 8000 箱以上大船累计交付比例高达 98.5%。

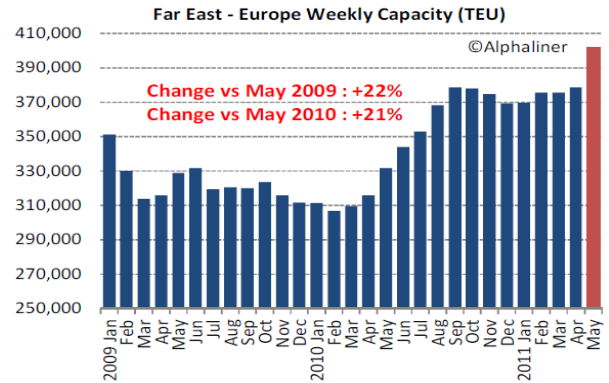
随着旺季前大船的密集投放, 预计欧美航线运力供给仍将维持高位增长。

图表 5: 8000 箱以上大船交付情况 (截止 2011-5-21)



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所整理

图表 6: 集装箱船的船舶利用率



资料来源: Alphaliner, 国信证券经济研究所整理

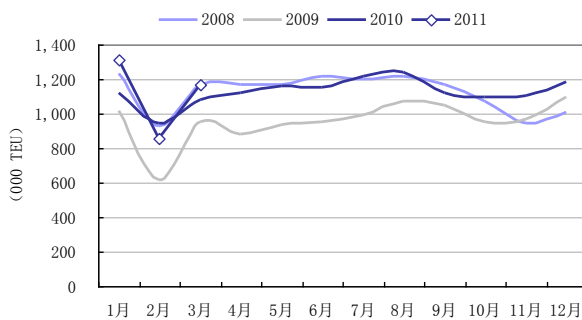
需求分析——欧美集运需求新常态增长

我们看好欧美需求的中长期前景,但更偏向于危机后的新常态增长。由于基数效应与库存调整因素的消减,2011 年亚洲-欧美航线货量增速将明显低于 2010 年。

2011 年一季度亚洲-欧美航线集运出口货量同比增长 6%,略低于我们的预期。

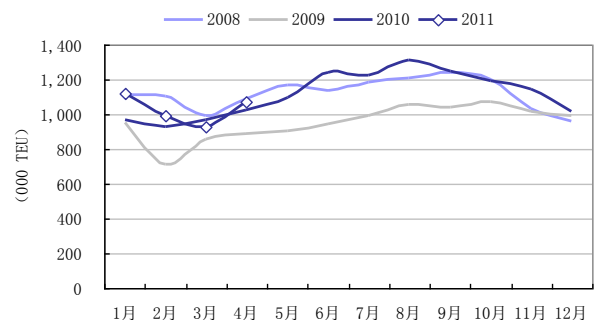
由于基数原因,预计二季度集运需求增速将可能环比下降。此外,欧美经济复苏的反复,也降低了集运需求短期超预期的可能性。

图表 7: 亚洲-欧洲航线集运出口货量 (2008-2011)



资料来源: Alphaliner, 国信证券经济研究所整理

图表 8: 亚洲-北美航线集运出口货量 (2008-2011)



资料来源: Alphaliner, 国信证券经济研究所整理

集装箱紧缺——延迟订箱导致的短期现象

对于市场近期关注的集装箱紧缺问题,我们认为是现阶段的短期现象。

我们近期对上海、深圳、香港、天津等地的集运产业链进行了系列调研。确实有部分集运公司反映已出现小箱紧缺,但与之相反,集运公司与租箱公司都已停止下单订造新的集装箱,甚至部分租箱公司手中积压了大批的新造箱尚未租出。

我们认为原因有三方面:(1)集运公司对今年集运需求的预期,普遍已变得较为谨慎;(2)箱价过高抑制造箱动力;(3)目前箱价已开始下跌,无论是租箱公司还是

集运公司，都希望等待箱价回落至合理价位再行订造。

集运公司的延迟订箱，确实会导致短期的用箱紧缺。但考虑到集装箱制造业产能充分，以及集装箱生产周期较短，一旦箱价调整完成，用箱紧缺将能够迅速得到缓解。

需要提示的是，集运业旺季（三季度）仍将出现用箱紧缺，但属正常的季节性现象。如果旺季集装箱仍较为充裕，则说明集运公司备箱过量，从成本角度来看并不经济。旺季的用箱紧缺将是集运业自我加强的短期因素。

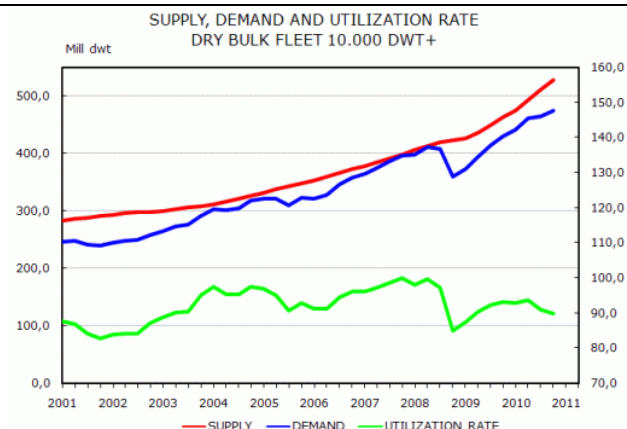
干散货业——寒冬仍将延续

持续的新船投放，与中国需求增速的放缓，将使干散货航运的船舶利用率维持在 90% 以下，干散货运输市场的景气度难以明显提升。

未来，中国房地产市场的复苏，或进口铁矿石价格的波动，都可能刺激干散货运输需求出现短期波动。但在目前运力明显过剩的情况下，即使市场需求出现短期超预期，运价仍难有持续表现。

对于下半年干散货市场运价的走势，我们较为谨慎。（1）供需关系将可能继续恶化；（2）货主船东运力开始进入市场，传统船东的运价主导力显著削弱。

图表 9：干散货航运的船舶利用率



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图表 10：干散运价指数（BDI）历史走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

供给分析——低比例交付难解供给压力

散货市场的持续低迷，使散货船订单的交付比例仍然维持在 60% 左右的低位。但由于 2011 年计划交付的订单运力占年初市场全部运力的 26%，未来两年干散货市场仍将面临着较大的运力供给压力。

根据我们的测算，2011 年干散货船有效运力增长将接近 15%。其中，好望角型船（主要运载铁矿石）的运力增长更将达到 20% 左右。

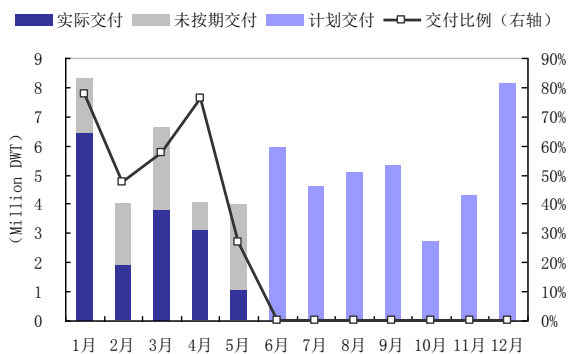
需求分析——中国铁矿石进口增速放缓

从需求角度来看，中国的铁矿石进口量增长一直是干散货运输需求的最主要增量贡献。中国一季度铁矿石进口量同比增长 14%，低于过去 6 年 20% 的复合增速。

未来中国铁矿石的进口需求将取决于两个因素：（1）中国房地产市场的恢复；（2）进口铁矿石价格的波动。

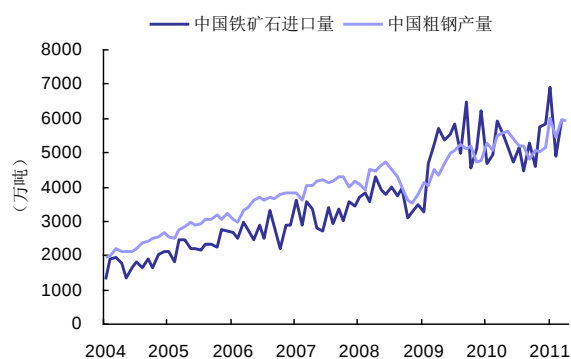
我们认为 2011 年下半年，除非进口铁矿石价格大幅下降，否则中国铁矿石进口量增速仍将较为有限。预计全年散货市场运输需求增幅应在 6% 左右。

图表 11: Capesize 2011 年交付情况（截止 2011-5-21）



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所整理

图表 12: 中国铁矿石进口量增速放缓



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

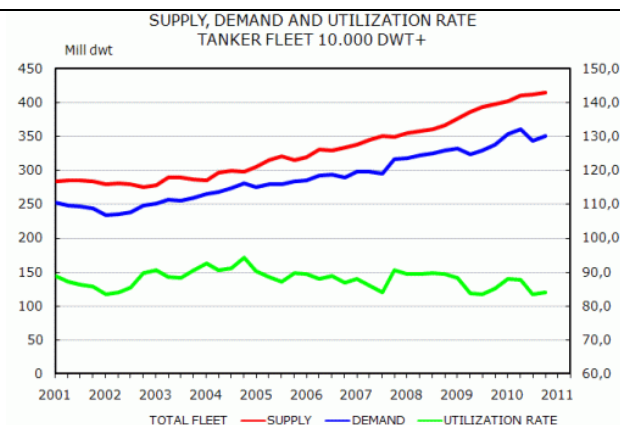
油运业——运价对短期油运需求波动不敏感

面对原油价格的持续上涨，油运需求总量变化不甚明显，短期油运需求会变的不稳定。油运市场的船舶利用率水平，将决定运价对于短期需求变化的敏感度。

2008 年上半年国际油价的持续飙升，曾为油运行业带来运价的极度疯狂。中东至美湾航线的油轮运价（TCE 期租水平）在短短半年时间中出现了“2 万—28 万—3 万—20 万-1 万（美元/天）”的两轮暴涨与暴跌。

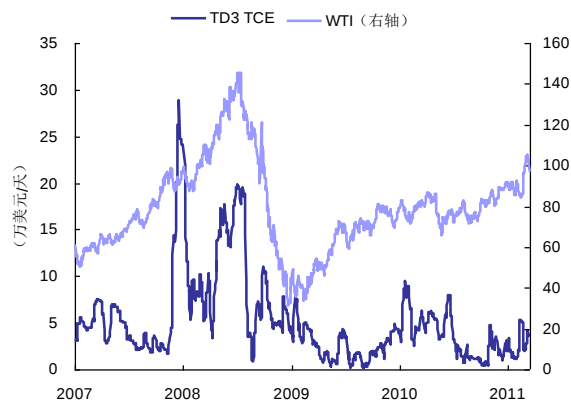
2011 年国际油价似乎又一次进入了快速上升通道，但由于目前的油运业存在较为明显的运力过剩，因此，运价对油运需求的短期波动并不会像 08 年一样极度敏感。

图表 13: 油轮的船舶利用率



资料来源：RS Platou，国信证券经济研究所整理

图表 14: 原油运价与原油价格波动



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

供给分析——单壳油轮淘汰效果低于市场预期

单壳油轮淘汰，一直被视为油运市场供需改善的重要因素。从实际情况来看，单壳油轮淘汰的效果明显低于市场预期。

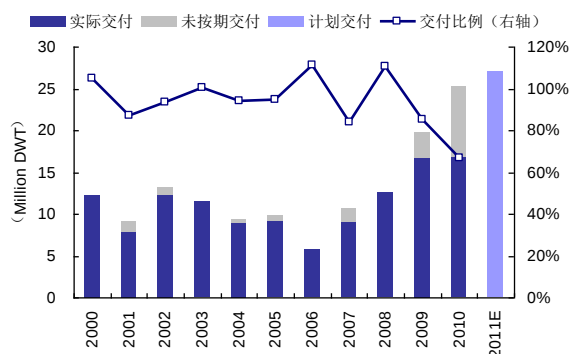
(1) 单壳油轮航线调整已在 08-09 年中基本完成，由于港口国限制导致的单壳油轮淘汰需求有限。

(2) 单壳油轮运营效率较低，其淘汰效果更多地体现在“数量”上，而对油运市场有效运力供给的影响有限。

根据我们的测算，2011 年油轮有效运力增长 4% 左右。其中，VLCC（主要运载原油）的有效运力增长将达到 15% 左右。

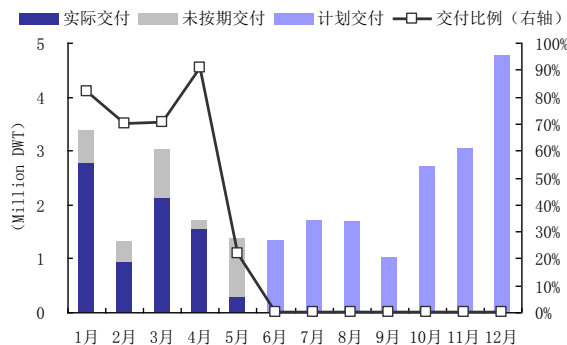
从长期来看，油轮行业面临着较大的运力过剩风险。如果中国决定大幅提高“国油国运”的比例，很可能会破坏全球 VLCC 整体的供求平衡。全球原油消费的低速增长，将可能使油运市场长期运力过剩。

图表 15: VLCC 历史交付情况 (2000-2010)



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所整理

图表 16: VLCC 2011 年交付情况 (截止 2011-5-21)



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所整理

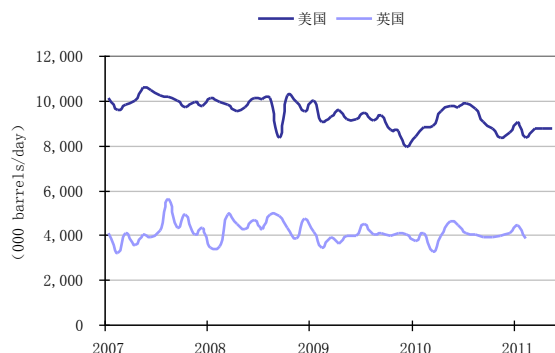
需求分析——中国炼厂积极性短期衰减

作为全球原油需求增量的主要贡献国，中国的原油进口量及加工量自 09 年均大幅增长。最主要的原因在于，成品油定价机制自 09 年形成，大幅提升中国炼厂炼油积极性。

随着 2011 年国际油价的飙升，国内成品油价格虽然也频繁调价，但幅度明显偏低，炼厂积极性短期衰减，中国原油进口量与加工量增速均明显放缓。

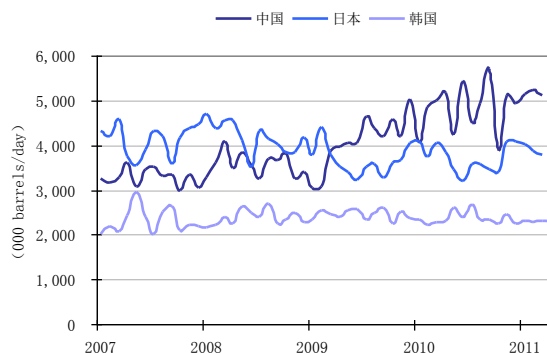
一季度，全球主要原油进口国的原油进口量同比增长 3% 左右。其中，中国原油进口量 1-4 月同比增长 9%，大幅低于 2010 年全年 17% 的增速。

图表 17: 欧美原油进口量——需求平稳



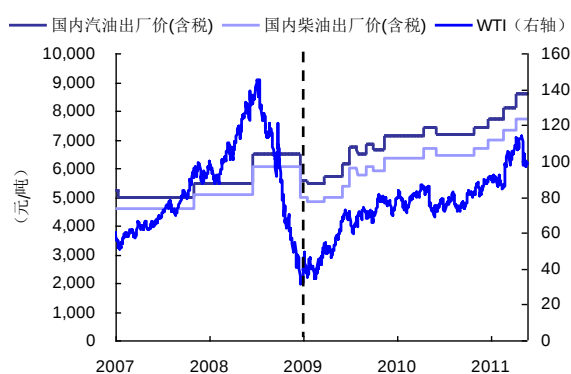
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图表 18: 中日韩原油进口量——中国增速放缓



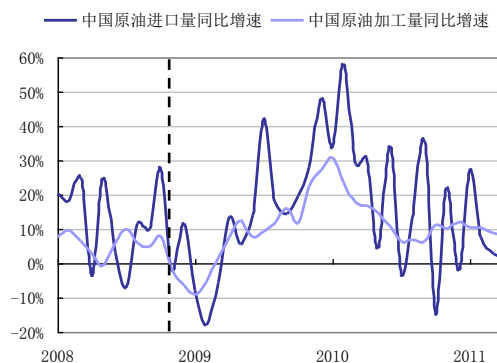
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图表 19: 中国成品油调价幅度低于国际油价升幅



资料来源: Bloomberg, WIND, 国信证券经济研究所整理

图表 20: 中国炼厂积极性 2011 年有所下降



资料来源: Bloomberg, WIND, 国信证券经济研究所整理

投资策略建议: 维持行业“中性”评级

2011 年下半年, 集运业仍将是最受关注的航运子行业。未来两个月载运率的逐步提升, 将推动运价步入传统的旺季提价周期。但盈利下调, 令反弹空间有限。

我们于 2 月 25 日下调了行业评级至“中性”。考虑到目前航运业的盈利预测仍存在普遍的下调空间, 暂维持行业“中性”评级。

我们认为航运股的投资机会将出现在超跌之后, 请关注我们将推出的航运公司重置价值测算报告。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所整理团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	