

油运竞赛 订单为王

——央企大整合浪潮中航运业相关 A 股公司的投资机会

●我们认为 2007 年油运市场景气仍将下滑,2008 年开始,随着单壳油轮拆解加速,供需将逐渐恢复平衡,油运市场将重新步入景气上升周期。

●为了最大限度抢占急速增长的原油运输市场蛋糕,四大央企展开了白热化的角逐。而央企整合大幕的徐徐拉开,更是极大地刺激了四大央企的船队“规模追求”。

●船价飙升增加了四大央企进一步规模扩张的难度和风险,因此现有订单规模越大,未来在国油国运中的地位越有利。现有订单价格越低,未来的盈利能力越强。从这个角度出发,目前订单规模最大且订单价格相对市场价较低的长航集团,未来在油运版图中所处的地位最为有利,中海集团次之。

●油轮扩张需要巨额资本投入,因此通过整体上市来借力资本市场成为各大央企的共同选择,相关上市公司到 2010 年均有较大成长空间。其中,南京水运到 2010 年的规模扩张超过 13 倍,是不折不扣的成长明星;中海发展的油运船队到 2010 年将扩张 1 倍左右;招商上市时表示到 2010 年拟扩张 1 倍,但目前落实的订单仅能确保运力规模届时增加 36%。

□长江证券

全球油运市场趋势

一、油运需求保持较快增长 中国对原油需求的快速增长,使得全球石油贸易不平衡程度加剧和石油运输距离逐步变长。在中国因素影响下,我们预计 2007 年原油海运需求增速为 4.3%,仍将保持较快增长。

二、运力供给增速取决于订单释放和单壳油轮拆解 2002 年以来,随着油运市场景气提升和单壳油轮禁运期限的临近,全球油轮订单数量大幅增长。截至 2006 年底,全球共计有 1626 艘、1.39 亿载重吨的油轮订单,大约相当于现有运力的 38%,这些订单基本上会在 2007-2010 年间投放市场。根据 CLARKSON 估计,未来四年的新船投放量分别为 3280、3350、3400 和 3400 万载重吨。

截至 2006 年底,全球共有 1299 艘、9940 万载重吨的单壳油轮,约占现有运力的 27%。保守估计,2010 年前需要拆解的单壳油轮约为 5190 万载重吨。综合考虑新船交付和单壳油轮拆解的影响后,2008 年的油轮运力供给增速将显著下降到 4.71%,2009 和 2010 年将进一步下降到 4.13%和 1.4%。

三、全球油运市场 2008 年重新步入景气上升周期 比较需求增速和运力增速后,我们认为 2007 年油运市场仍将景气下滑,全年运费均值预计同比下降 10%左右。2008 年开始,随着单壳油轮拆解加速,供需将逐渐恢复平衡,油运市场将重新步入景气上升周期。2009 和 2010 年,运力供给将偏紧,从而带动市场运价走高。

国内油运竞争格局

一、传统势力范围:四大央企各霸一方 在中国原油及成品油进出口运输市场中,央企之间的竞争

和博弈格外引人注目。其中,除了招商局集团在上世纪 80 年代末即进入国际油轮运输市场外,其他央企介入油运市场的时间均不长,包括“中国集装箱大王”中国远洋运输总公司(中远)、号称“中国沿海煤炭、油品运输主导者”的中国海运集团公司(中海)、“中国内河运输之王”长江航运集团(长航)——这四家企业属于清一色的国资委监管的 186 家大企业成员。

进口原油运输按目的地一般分为“一程、二程、三程运输”三个阶段。一程运输指从进口国到沿海港口,二程运输是沿海港口之间的转运或者海进江(长江上到南京),三程运输则是从内河中转港口到沿江各石化企业用户。按照传统的“势力范围”划分,招商局、中远在一程运输拥有优势,中海是二程运输的主力,而长航则在三程运输上拥有绝对优势。

二、油轮规模重新排序 招商局船队最早进入国际油轮运输市场,其船队规模在相当长的时间内令其他企业难以望其项背。但是 2000 年以来,招商局船队的扩张速度远不及中远、中海和长航集团。目前中海和中远拥有和控制的油轮船队规模分别为 383 和 317 万载重吨,均已超过招商局船队。长航集团目前规模最小,泰晤士末座。

央企油轮扩张竞赛

一、国油国运提供巨大成长空间 “十五”以来,中国经济的高速增长导致了强劲的原油需求。由于自产原油远远不能满足消费,进口原油数量大幅增加。中国进口原油 90%以上需要通过海上运输,而由中国自己的船队承运的进口原油仅占每年进口原油总量的 10%。出于能源安全考虑,国家发改委、交通部等在 2003 年就提出“国油国运”政策,计划到 2010 年中资船东运送原油比例达到 50%,之后逐步提高到 80%,该计划得到了国务院的认可,已列入国家能源发展规划。

假设未来四年中国进口原油的增长率维持 10%水平,中国 2010 年进口原油将超过 2 亿吨。按照 50%的承运比例,届时国内船东的国油国运量将较目前增加超过 9000 万吨,运量的复合增长率在 60%以上。以 1 艘 VLCC 一年 6 趟 200 万吨的年运量计算,国内船东需要新增 45 艘,共计 1350 万载重吨的运力。

二、招商运力扩张竞赛,四大央企不遗余力 为了最大限度地抢占急速增长的原油运输市场蛋糕,各大央企展开了白热化的角逐。而央企整合大幕的徐徐拉开,更是极大地刺激了各大央企的船队“规模追求”。从目前国资委的态度看,总体原则是大吃小、优并劣,航运业央企可能最终将整合成三家左右。

从手持油轮订单看,目前规模最大的长航集团扩张速度最为激进,手持油轮订单达 33 艘、367 万载重吨;中海和中远不甘人后,分别以 26 艘、366 载重吨和 9 艘 210 万载重吨紧随其后;招商局船队扩张速度不及中远,中海和长航集团。目前中海和中远拥有和控制的油轮船队规模分别为 383 和 317 万载重吨,均已超过招商局船队。长航集团目前规模最小,泰晤士末座。

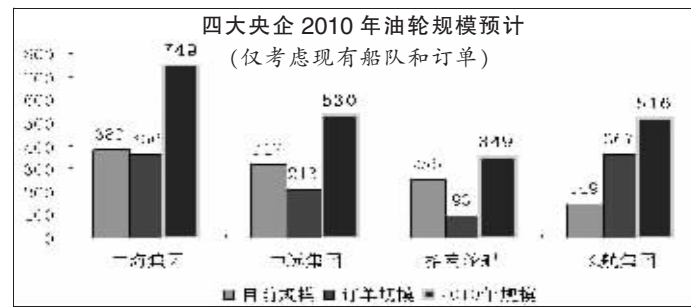
从订单中的船型结构来看,四大央企无一例外皆聚焦于未来一程原油运输的“国油国运”,1000 万载重吨的订单中,VLCC 共计 25 艘、750 万载重吨,占订单总量的 75%。其中,中海、中远

和招商签下的几乎全部是运输原油的大型油轮,唯有长航集团采取原油和成品油同步扩张策略。

三、订单状况凸显决策差异,2010 年油运版图重新划分 目前,四大央企的订单交付时间均已最远排到了 2010 年,若这些订单顺利交付,那么到 2010 年四大央企的油轮船队规模将重新排序。届时,中海集团的油轮船队规模将扩张 96%,达到 703 万吨,继续雄踞油轮船队规模榜首;长航集团以超过两倍的爆发式成长扩张到 516 万吨,一举从目前最弱地位跃升到与中远不相上下;而招商集团由于目前订单数量较小且新下订单困难,可能退居末席。

四、船价高企,订单为王 以一艘 VLCC 每年完成 200 万吨(中东—中国—一年通常完成 6 个来回)左右的原油进口量计算,四大央企合计 25 艘、750 万吨的 VLCC 订单一年大约完成 5000 万吨原油进口量,仍然不足以完成“国油国运”2010 年达到 50%的战略目标,因此后续四大央企很可能会继续签订新的造船订单。

但是,2002 年以来的油运市场景气以及 2010 年单壳油轮禁运预期推动油轮价格持续上涨,新建油轮成本开支和财务压力越来越大,船队扩张难度大大增加。同时,新签订单的交付期大



A 股公司	油轮船队规模	母公司油轮船队规模	目前手持订单 (包括母公司和上市公司)	2010 年船队规模	潜在扩张空间 (%)
南京水运	38	100	367	516	1336.79
中海发展	383	0	366	749	95.56
招商局	256	0	93	349	36.33

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007 年 3 月 12 日)

股票代码	股票简称	近 3 月预测数	最新预测时间	2 年复合增长率	2006 年一致预期			2007 年一致预期			股票代码	股票简称	近 3 月预测数	最新预测时间	2 年复合增长率	2006 年一致预期			2007 年一致预期		
					EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B						EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600150	沪东重机	18	07-2-6	212.70	1.823	39.708	16.66	2.297	31.511	12.69	002110	三钢闽光	10	07-1-24	70.78	0.627	18.201	3.4	0.702	16.26	2.82
000600	建投能源	3	07-1-31	209.58	0.178	45.61	0.74	0.494	16.449	0.72	600690	青岛海尔	12	07-2-7	67.13	0.272	37.422	2.06	0.495	20.508	1.96
000616	亿城股份	8	07-3-6	175.08	0.486	21.193	4.29	0.783	13.161	3.54	600153	建发股份	4	07-2-5	58.91	0.636	19.265	3.06	0.854	14.356	3.16
000549	S 湘火炬	3	07-1-24	159.35	1.074	8.287	4.12	1.368	6.506	2.61	000932	华菱管线	5	07-3-7	56.74	0.439	15.618	1.58	0.611	11.232	1.46
600595	中孚实业	5	07-2-16	146.57	0.739	20.783	3.27	1.456	10.545	2.47	000758	中色股份	4	07-2-8	55.99	0.527	29.707	7.96	0.75	20.88	8.88
000060	中金岭南	7	07-2-28	141.90	1.821	13.841	6.66	2.441	10.327	4.43	600875	东方电机	13	07-3-1	54.27	1.775	25.897	9.07	2.375	19.352	7.21
600481	双良股份	5	07-1-17	139.74	0.298	37.907	3.84	0.634	17.824	3.76	600177	雅戈尔	20	07-2-28	52.06	0.402	34.787	5.55	0.739	18.935	5.22
000001	S 深发展 A	12	07-1-29	123.74	0.678	27.958	5.61	0.905	20.947	4.39	000767	漳泽电力	4	07-1-29	51.89	0.306	24.164	4.7	0.418	17.992	4.56
000825	太钢不锈	16	07-1-14	120.57	0.865	18.893	3.62	1.42	11.508	3.3	600269	赣粤高速	17	07-2-13	49.68	0.663	15.291	2.32	0.754	13.445	2.17
600655	豫园商城	6	07-2-14	116.05	0.41	39.854	4.03	1.07	15.271	3.59	600533	栖霞建设	9	07-2-7	46.50	0.586	21.567	3.85	0.788	16.044	4.21
600472	包头铝业	3	07-2-7	108.71	0.953	15.891	4	1.335	11.337	3.38	600362	江西铜业	8	07-2-13	46.29	1.611	10.173	3.85	1.368	11.978	3.14
600835	上海机电	5	06-12-20	99.45	0.433	30.064	3.07	0.741	17.562	2.84	600102	莱钢股份	5	07-1-24	46.29	0.876	14.639	2.23	1.003	12.783	1.91
000898	鞍钢股份	15	07-2-7	92.76	1.127	11.012	2.68	1.303	9.527	2.7	000900	现代投资	3	07-1-29	42.38	0.753	16.875	1.9	0.895	14.197	1.68
000878	云南铜业	6	07-3-2	84.51	0.914	18.638	6.44	1.337	12.743	5.42	600423	柳化股份	16	07-1-24	41.69	0.659	23.16	3.39	0.971	15.708	2.89
600104	上海汽车	14	07-2-26	83.63	0.355	35.649	7.25	0.571	22.158	8.61	600426	华鲁恒升	12	07-1-17	39.63	0.725	23.253	5.02	1.039	16.234	4.01
600586	金晶科技	3	07-2-5	82.23	0.22	42.209	3.28	0.375	24.778	2.91	600098	广州控股	10	07-1-25	37.22	0.364	23.654	2.2	0.567	15.179	2.05
600801	华新水泥	4	07-1-16	77.67	0.402	31.992	3.29	0.597	21.536	2.99	600303	曙光股份	5	07-3-5	34.85	0.526	21.663	3.42	0.711	16.01	3.03

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出 A 股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及

PE/G 来进行筛选。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只筛选近 3 个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本版本 2006 年初筛选的股票池在 2006 年度全年收益超过大盘 70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3) 在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞,各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上表并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致

预期数据库进行筛选(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息评述

2 月份贸易顺差激增、货币供应加快、信贷抬头

2 月份中国出口同比大幅增长 51.7%,月度贸易顺差 237 亿美元,攀至历史最高点附近。另外,在 2 月末,M2 同比增长 17.8%,消除季节和春节因素后,M2 环比折年率为 25%,比上月末上升 8.2 个百分点。金融机构人民币各项贷款余额 23.5 万亿元,同比增长 17.2%,增幅比上月高 1.2 个百分点。

中金公司:

近期贸易顺差不断攀升的根本原因在于中国出口结构升级对扩大出口和进口替代的强大推动力,带来中国企业的较强定价能力。中国高额贸易顺差的根源在于中国高储蓄率所带来的高投资、低消费,短期内居民储蓄很难降低。而针对近几年对于中国储蓄率高企起重要作用的政府储蓄和企业储蓄,我们也尚未看到政府有降低政府和企业储蓄迹象,这使得中国的高储蓄率仍将持续,贸易顺差规模还将进一步扩大。

中信证券:

2007 年我国面对外部失衡的局面依然十分严峻,我们依然认为减少顺差、缓解宏观经济外部失衡将是今年对外贸发展的重中之重。但这种调整不会马上到位,可能需要一段时间。目前我国贸易顺差还处在一种不断扩大的趋势当中,这是由产业和其他许多因素共同决定的,短期内不会改变。贸易顺差扩大的关键

天相投顾:

由于近期外部经济并没有发生明显变化,我们认为当月的贸易顺差主要与国内实体经济的变化以及出口退税有关。外贸顺差的大幅增长加剧国内流动性充裕的局面,2 月份货币供应量已经反弹。预计政府在近期还将出台相应政策以解决贸易失衡问题、收缩流动性。我们认为可能的措施包括继续上调存款准备金率、再次调整部分商品出口退税率、

东方证券:

对于 2 月份出口逆季节因素而高增长的原因,我们认为有两方面:一是由于部分产品存在出口退税率下降或取消预期,因此出口企业抓紧在政策变动前加大出口力度。二是出口高增长是由于中国经济运行特征所决定的。基于目前的经济增长趋势,我们预期 3 月份出口同比增速仍会在 40%左右;进口同比增速会比 2 月份上升,约在 20%左右,贸易顺差则可能再次创出单月新纪录。就市场可能产生的影响看,一方面,贸易顺差持续维持在高位将使市场

国信证券:

2 月份的信贷数据表明投资的内在动力仍然非常强劲,今年上半年的信贷投放很可能还会如去年一样,呈现前高后低局面。央行将会大力贯彻去年年底的货币政策会议的精神,即防止经济大起大落。而贸易顺差强行结汇引发基

平安证券:

由于今年春节是二月份,而去年春节是一月份,所以金融运行的同比数据会有一些异常。值得关注的是人民币各项贷款增幅继续攀升,这意味着投资冲动仍

2 月份 M1 与 M2 的增速剪刀差依然维持,显示股市虹吸现象依旧显著。而个人贷款增加较多也可能反映了个人利用信贷资金投资股市,对于证券市场来说,流动性依然充裕。2 月份信贷数据增长较快,其中对公的中长期贷款增速显著,这为固定资产投资增速的反弹提供了一定的支持。在目前巨额贸易顺差导致大量外汇流入、货币供应增速较快、信贷投头的形势下,我们相信货币紧缩政策很有必要,至于具体形式则视其他数据的情况而定。

键是进口增速的下降,事实上,1990-2004 年进出口几乎是同步增长,所以贸易顺差保持在一个比较合适的水平,2004 年以后进口增速的下降导致了贸易顺差的不断扩大。可以重点关注钢铁、集装箱、机械及设备产品、高新技术产品类上市公司,以上产品所属行业的上市公司存在潜在的超预期利润增长。

继续发行定向股票、加快人民币升值以及通过外汇资产管理公司回收流动性等。

此外,目前需要观察的重点是在投资增速受控,顺差大增下流动性的去向。如果受到调控影响,实体经济吸纳不了这么多的流动性,则流动性对资本市场的冲击还将持续,政府相应的调控政策包括大力发展债券市场、增加股票市场供应、通过外汇投资公司分流国内资金等措施。

的流动性继续快速增加,但另一方面也会招致银行控制流动性和关于部分产品出口退税取消等政策的出台。但总体看,前者的影响将是主要的。

我们看到,虽然央行为了抑制流动性过剩出台了一系列货币紧缩政策,但由于 2 月份新增贷款迅猛增加,央行 2007 年货币调控难度增大,控制信贷成为目前紧要任务,加息可能性较大,其时点窗口可能在两会后。但加息更主要的是针对预防经济过热,加息并不是控制流动性的直接有效手段。

货币被动投放,货币供应依然很强劲,主要是受贸易顺差持续高位增长的推动。因此,回收过剩的货币资金,央行已经渐感力不从心。

货币政策方面,我们依然认为一季度未加息的可能性很大,尤其是 3 月份如果信贷增长仍然维持目前的反弹速度的话。

然强烈。再加上刚公布的贸易数据看,贸易顺差继续表现出增长趋势,市场增量流动性的供应仍然充裕。这些都预示着央行未来的调控不会放松,在对冲流动性的问题上力度不会减轻。

2 月份工业品出厂价格指数增幅放缓

中国国家统计局周一公布,2 月份 PPI 年增 2.6%,增速低于 1 月的 3.3%和 2006 年 12 月的 3.1%,显示工业品价格涨势有所趋缓。在过去一年中,PPI 月度增速最高为去年 7 月的 3.6%,最低为去年 4 月的 1.9%。

国泰君安:

PPI 月增幅为 3.4%。低于预期的 PPI 数据使排除食品因素的居民消费价格指数(CPI)上行压力大大减小,从而降低了近期上调利率的可能性。在此之前,市场预计 2 月份

天相投顾:

价格涨幅也有所回落,但是采掘业与原材料行业的价差还在逐渐减少,这就意味着广大的中游行业由于成本压力的降低还会成为近期拉动整体工业利润增长的主要动力。

平安证券:

一个值得注意的现象是,生活资料出厂价格中,食品类价格出现较大幅度上涨,达到 5%,将推升消费物价水平,拉近 PPI 和 CPI 之间的距离。基本可以判定,2 月份 CPI 将高于 1 月份。