

海运行业

2018-9-3

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

全球视野下的海运“中考”答卷： 周期谷底，披沙拣金

报告要点

■ 事件描述

截至目前，海运公司相继披露了 2018 年上半年的财务报告。我们对海运三大子行业（油运、集运和散运）核心公司上半年经营表现进行总结分析，并对行业中长期趋势进行展望。

■ 事件评论

- **经营概览：景气下滑、成本增加，盈利差强人意。**2018 年上半年，海运上市公司（中远海控、中远海特、招商轮船和中远海能）收入增长乏力。盈利方面，由于运价涨幅（SCFI、BDI 和 VLCC-TCE 分别同比-10.0%、+24.9%和-73.2%）普遍低于油价涨幅（380CST 同比增长 28.1%），燃油成本压力较大，海运公司归属净利润大幅下滑，仅能勉强维持盈亏平衡。环比来看，第 2 季度集运和油运公司盈利状况较 1 季度再度恶化。
- **油运：行业基本面与公司盈利底部双双确立。**上半年内外贸油运市场走势分化：内贸油运市场运价表现稳健，而外贸油运市场运价下降明显。国内外油运公司利润率处于自 2003 年以来的最低水平，与上一次周期低谷（2013 年）大致相等。基于此，我们认为，行业基本面和公司业绩底部已然确立，后续盈利修复的可能性较高。往后看，受益 OPEC 增产开启、美国原油出口激增以及旺季临近，油运需求复苏或将带动运价上行。
- **集运：欧美线运价下滑，行业梯队化凸显。**集运核心标的中远海控上半年受运价下滑的影响净利润同比大幅下滑。其中，欧线市场供需矛盾较为突出，运价跌幅大于跨太平洋市场，主要由于：一方面，随着国内禁止固体废物进口政策陆续实施，欧线回程需求明显下滑，另一方面，随着大船运力逐渐交付，欧线供给压力增加。上半年，中远海控收购东方海外顺利收官，行业梯队化愈发明显。目前，由于中美贸易摩擦的影响，公司股价反映了较为悲观的基本面预期。但是，我们持续看好集运行业中长期因竞争格局改善、供给增速下行带来的基本面修复。
- **散运：供给压力缓解，行业温和复苏。**上半年，散运行业需求表现乏力（中国铁矿石进口量同比下降 1.6%），受益于供给增速下行，散运市场温和复苏。海外散运公司基本都站上了盈亏平衡点，且盈利环比增厚。展望下半年，散运需求走弱叠加供给增速下行，预计运价将维持震荡。

风险提示：

1. 燃油价格大幅上涨；
2. 新船运力大量投放；
3. OPEC 原油增产不及预期。

分析师 **韩轶超**

☎ (8621) 61118710

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

分析师 **于灯灯**

☎ (8621) 61118710

✉ yudd@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060001

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《势能理论：蓄势而起，沉潜而跃——油运行业深度报告》2018-8-10

《油运行业深度报告：行至水穷处，坐看云起时》2018-7-26

《交运思考系列之一：闲聊海运，漫谈周期》2018-5-21

经营概览：景气下滑、成本增加，盈利差强人意

2018 年上半年，海运上市公司（中远海控、中远海特、招商轮船和中远海能）收入增长乏力，海运子行业（集运、散运和油运）对应运价指数（SCFI、BDI 和 VLCC-TCE）上半年均值分别同比-10.0%、+24.9%和-73.2%。

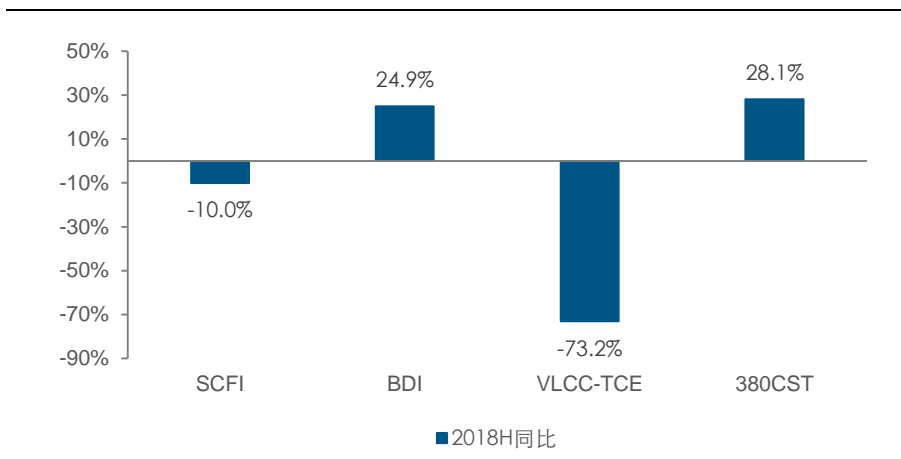
盈利方面，由于运价涨幅普遍低于油价涨幅（380CST 同比增长 28.1%），燃油成本压力较大，海运公司归属净利润大幅下滑，仅能勉强维持盈亏平衡。

表 1：海运公司上半年经营情况（单位：亿元）

公司	营业收入			归属净利润			经营活动现金流净额		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
中远海控	434.7	450.8	3.7%	18.6	0.4	-97.8%	17.8	4.7	-73.8%
中远海特	33.1	34.0	2.7%	0.7	0.6	-17.9%	4.6	1.3	-71.5%
中远海能	51.1	51.2	0.1%	8.5	-2.2	-125.3%	19.9	4.3	-78.3%
招商轮船	32.7	26.8	-17.8%	5.2	1.1	-79.6%	21.3	8.2	-61.4%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：中远海能收入经过追溯调整）

图 1：2018H，海运指标同比增速



资料来源：Bloomberg，Wind，Clarksons，长江证券研究所

环比来看，2 季度集运和油运公司盈利状况较 1 季度再度恶化。不过，受益于散运行业小幅回暖与季节性改善，招商轮船、中远海特归属净利润环比小幅增厚。

表 2：海运公司分季度盈利情况（单位：亿元）

公司	归属净利润		
	2018Q1	2018Q2	环比
中远海控	1.8	-1.4	-177.4%
中远海能	-0.8	-1.3	-
招商轮船	0.5	0.6	23.3%
中远海特	0.2	0.4	101.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

油运：行业基本面与公司盈利底部确立

油运行业方面，从中远海能披露的数据来看，上半年内外贸油运市场走势分化：内贸油运市场运价表现稳健（同比基本持平），而外贸油运市场运价下降较为明显（同比下降24.8%）。

内贸油运市场，由于国家对公司和船舶实行准入审批制，供给和需求相对稳定，叠加COA 比重较高，运价稳定性好。因此，内贸业务成为中远海能业绩的“安全垫”。

外贸油运市场，由于 OPEC 等主要产油国加大了减产力度、委内瑞拉政治经济困境导致原油出口下降，以及中国等主要进口国原油进口增速放缓等因素共同影响下，经营环境显著恶化。外贸油运业务成为公司盈利恶化的主要因素。

表 3：中远海能油运业务经营情况

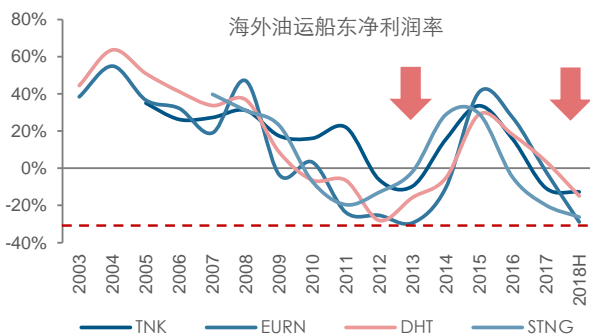
业务	周转量同比	单位运价同比	收入同比
内贸小计	20.7%	0.7%	21.5%
外贸小计	31.9%	-24.8%	-0.8%
油品运输	31.2%	-17.8%	7.9%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：剔除船舶租赁业务）

行业基本面和公司业绩底部双双确立，低运价大概率难以持续。海外油运船东 Teekay、Euronav 等陆续公布了上半年经营业绩，我们发现：2018 年上半年，海外油运公司净利率处于自 2003 年以来的最低水平，与上一次周期低谷（2013 年）大致相等。国内油运船东中远海能外贸油运业务上半年毛利率为-16.4%，与 2013 年水平（-14.7%）亦大致持平。回顾 2013 年周期谷底，油运公司随后走出了持续 2 年的盈利修复行情。

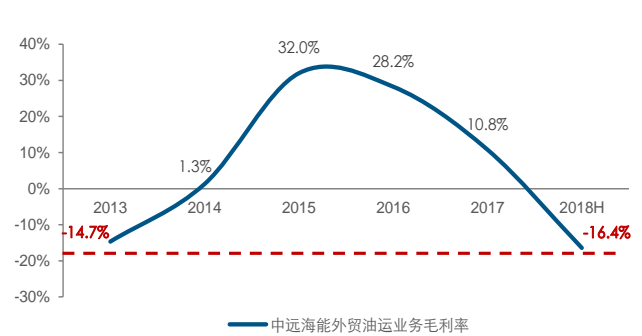
并且，从行业运价水平看，上半年 VLCC-TCE 均值为 6001 美元/天，大幅低于我们测算的行业现金保本点（1.75 万美元/天）和盈亏平衡点（2.85 万美元/天）。根据传统的经济学原理，低于现金保本点的运价水平难以长期持续。基于此，我们认为，油运行业基本面和公司业绩底部已然确立，后续盈利修复的可能性较高。

图 2：海外油运船东净利率



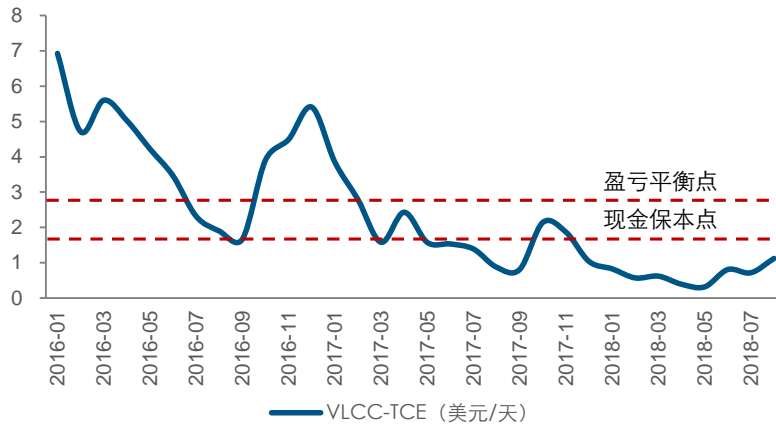
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 3：中远海能外贸油运业务毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：目前 VLCC-TCE 大幅低于现金保本点和盈亏平衡点



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

集运：欧美线运价下滑，行业梯队化凸显

集运核心标的中远海控上半年盈利同比大幅下滑：归属净利润由去年同期 18.6 亿元下降至 0.4 亿元。从集运业务经营情况来看：1) 随着公司新船逐步投放，运量大幅增长，基本弥补了上半年运价下滑影响；2) 欧线市场供需矛盾较为突出，运价跌幅大于跨太平洋市场；3) 从结构上来，新兴市场运量表现好于东西干线，公司或将欧线撤下的运力投入到新兴市场；4) 环比来看，第 2 季度整体运价水平较第 1 季度继续走弱。

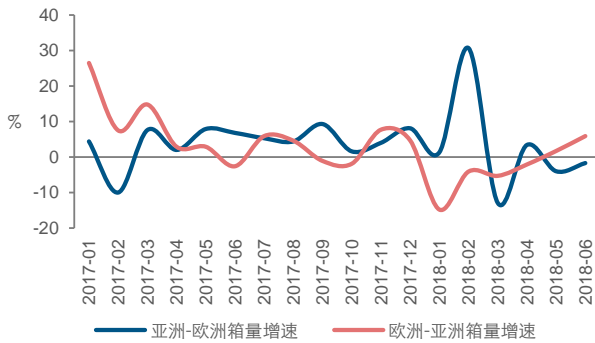
表 4：2018H 中远海控集运业务经营情况

集运航线	2018H 同比			2018Q2 同比			2018Q2
	货运量	单箱收入	收入	货运量	单箱收入	收入	单箱收入环比
跨太平洋	6.8%	-3.7%	2.8%	6.2%	-5.9%	-0.1%	-3.4%
亚欧（包括地中海）	-5.1%	-8.8%	-13.5%	-0.1%	-13.8%	-13.9%	-5.7%
亚洲区内（包括澳洲）	23.0%	-8.3%	12.7%	23.9%	-18.3%	1.3%	-2.4%
其他国际（包括大西洋）	44.8%	-10.5%	29.7%	38.7%	-18.6%	13.0%	-13.4%
中国	8.8%	-1.0%	7.8%	7.6%	10.0%	18.4%	-3.7%
合计	12.4%	-7.2%	4.2%	12.9%	-10.7%	0.8%	-7.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

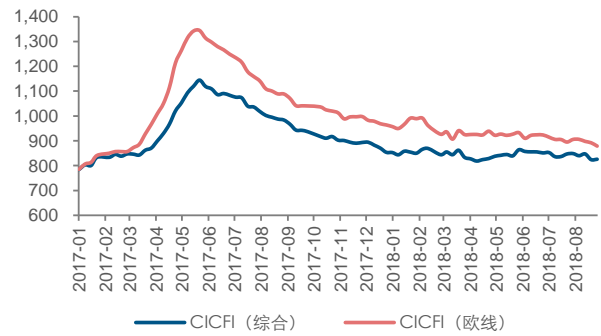
欧线运价明显下滑主要由于：一方面，随着国内禁止固体废物进口政策陆续实施，欧线回程箱量明显下滑，导致欧线需求有所恶化。不过从趋势上看，增速逐月修复；另一方面，上半年随着大船运力逐渐交付（主要投入到欧线），欧线供给压力增加。

图 5: 上半年, 欧线回程箱量增速低位回升



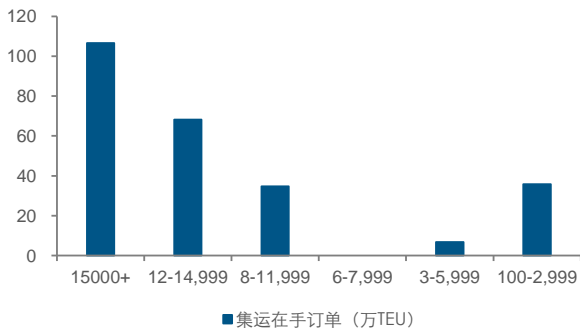
资料来源: JMC, 长江证券研究所

图 6: 欧线回程运价走势低迷



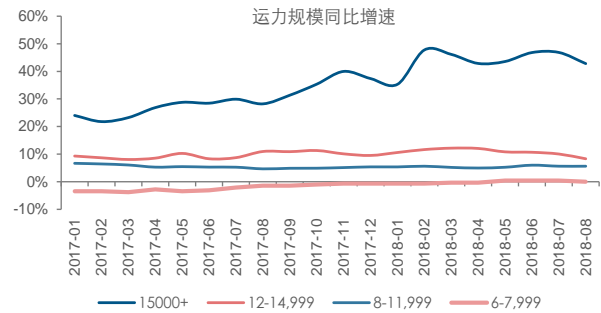
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 7: 集运新船在手订单以大船为主



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

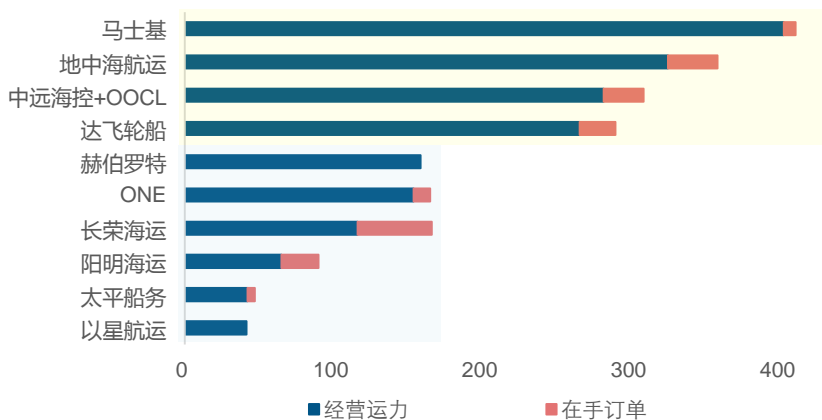
图 8: 集运大船运力显著增长



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (注: 15000+代表 15000TEU 以上大船)

此外, 上半年中远海控收购东方海外顺利收官, 班轮公司第一梯队与第二梯队的界限逐步清晰起来: 根据最新的 Alphaliner 数据显示, 行业第 4 名达飞轮船 (属于第一梯队) 运力规模为第 5 名赫伯罗特 (属于第二梯队) 的 1.8 倍。这意味着班轮公司龙头优势逐步显现, 行业激烈的竞争进入了尾声。

图 9: 集运行业梯队化特征明显



资料来源: Alphaliner, 长江证券研究所

散运：供给压力缓解，行业温和复苏

上半年，散运行业需求表现乏力（中国铁矿石进口量同比下降 1.6%），受益于供给增速下行，散运市场温和复苏：BDI 指数同比上涨 24.9%。A 股散运核心标的中远海特多用途船业务毛利率同比增加 4.6 个百分点至 7.9%。但是，基于公司 2018 年上半年整体 13.0% 的期间费用率，上半年多用途船业务依然处于亏损状态。

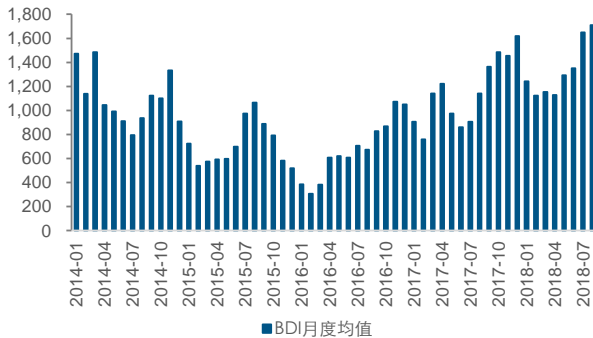
半潜船业务方面，虽然全球海洋工程设备市场温和复苏，设备利用率进一步提升，但是行业供给依然过剩，价格竞争较为激烈。上半年公司半潜船业务盈利表现不佳：毛利率同比下降 11.9 个百分点。

表 5：2018H，中远海特不同船型经营情况

船型	营业收入增速	营业成本增速	毛利率	毛利率同比变动
多用途船	21.0%	15.2%	7.9%	4.6%
半潜船	-29.6%	-14.7%	31.5%	-11.9%
重吊船	13.2%	5.1%	17.1%	6.4%
汽车船	3.5%	2.2%	4.8%	1.3%
沥青船	-2.3%	12.1%	-3.7%	-13.3%
木材船	-3.7%	-23.4%	9.6%	23.3%
合计	3.2%	3.6%	12.9%	-0.4%

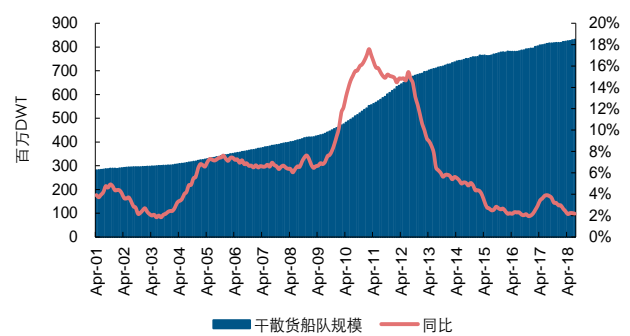
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：BDI 指数走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

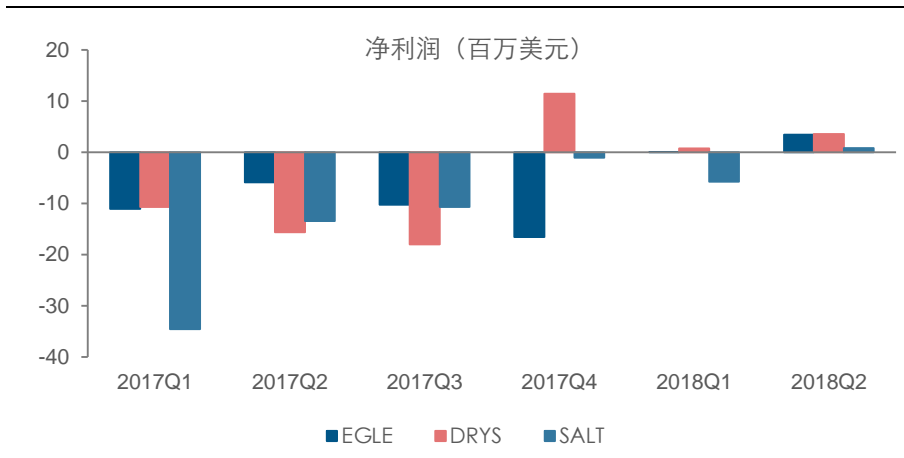
图 11：2018H，散运船队规模增速下行



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

海外散运公司方面，2018 年上半年 EGLE、DRYS 和 SALT 基本都站上了盈亏平衡点，同比减亏显著。环比来看，2018Q2 延续 2018Q1 的复苏趋势，盈利环比增厚。

图 12: 2018H 海外散运公司延续复苏趋势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

海运行业未来展望

集运行业: 目前集运新船在手订单量/总运力比例 (11.4%) 处于历史最低水平, 在 2018 年大船集中交付之后, 未来 2-3 年行业供给增速将进入下行周期。由于中美贸易摩擦的影响, 公司股价反映了较为悲观的基本面预期。但是, 我们持续看好集运行业中长期因竞争格局改善、供给增速下行带来的基本面修复。

油运行业: 油运行业周期底部确立, 而油价攀升至高位, 意味着产业链中积蓄了较多的势能 (详见我们深度报告《势能理论: 蓄势而起, 沉潜而跃——油运行业深度报告》), 后续随着 OPEC 增产开启、美国原油出口激增, “商品增产—海洋运输” 机制启动, 将直接提振油运需求。短期来看, 美国计划制裁伊朗生效时间 (11 月 4 日) 与油运 Q4 旺季重合, VLCC 供给压力有望显著缓解, 运价向上弹性增强。

散运行业: 散运行业需求与国内房地产周期息息相关, 下半年散运需求大概率将随着国内房地产投资增速小幅下降。然而, 受益于干散货船运力增速持续走低, 行业供给压力将显著缓解, 预计运价将维持震荡。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。