

航运

直挂云帆济沧海——航运央企整合之分析

观点聚焦

投资建议

近期关于中央国资委旗下企业或将整合的信息推动航运股票上涨，我们此篇报告详细分析航运四家央企目前的资产状况，以及集装箱、油轮、干散货行业的不同特征。**我们的结论是，如果中远集团和中海集团的集装箱航运资产能够整合，将带来巨大的协同效应；而四家航运央企的油轮资产若能够整合，也将极大的促进国油国运。**

理由

国资委旗下航运板块共有四家央企，分别是中远集团、中海集团、中外运长航集团和招商局集团下的招商轮船。中远占四家央企总运力的 46%，规模位列第一；其干散货运力规模全球第一，集装箱运力世界第六；中海运力占比 29%，其集装箱运力全球第七，沿海油运市场份额达 52%。四家央企占中国船舶运力的 37%，其中集装箱运力占比 71%。四家航运集团的主要资产均已实现上市。

集装箱运输是真正的“运营商”，油轮和干散货运输类似于资产投资型行业：1) 集运公司的运营能力和运力规模对业绩有很大的影响，主要体现在：对货源和装载率的管理，对航线的调配能力，对内陆转运的综合管理能力以及码头箱管费用的管控等。2) 干散货运输和油轮运输通过航次租船和定期租船收取租金。船公司的经营能力体现在对程租/期租的选择、对购船时机的把握（折旧占保本水平的~50%）以及融资方式的选择。

中远和中海的集运业务如果整合，协同效应巨大：1) 中远和中海的集运运力如果合并，将占全球运力的 8%。欧线、美线和亚洲市场的运力将分别占总体的 12%、10% 和 8%，占中国沿海市场运力的 39%；2) 合并将促成航线网络资源整合，中远集运铺设的网络多于中海集运，中远环太平洋航线更为密集，中海欧洲航线更多；3) 有利于提高码头资源的使用效率；4) 箱管费用和内陆中转费节约大有空间；5) 从历史上看，中海集运的运营能力一直好于中远，如果整合成真，将利好中海集运盈利增长。

从国油国运的角度看航运央企整合：中资 VLCC 一年的进口原油运量约为 1 亿吨，占中国海运原油进口量的 36%。现有 VLCC 订单全部交付后，VLCC 进口量将占中国进口原油量的 50%，比例仍然较低，政策面上仍有可能推进油轮资产的整合和扩张，提高国油国运比例。去年 9 月海运业健康发展意见发布以来，我们已经可以看见中资 VLCC 船队的加速扩张。干散货运输整合利好有限。

盈利预测与估值

重点航运公司对应 2015 年估值：A 股：中海发展 26 倍市盈率/1.7 倍市净率；招商轮船 23.7 倍市盈率/3.5 倍市净率；H 股：海丰国际 9.7 倍市盈率，中海集运 15.9 倍市盈率/1.3 倍市净率，中海发展 11.3 倍市盈率/0.8 倍市净率。

风险

航运板块此前在消息面推动下大涨，近期或有回调风险。

杨鑫，CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

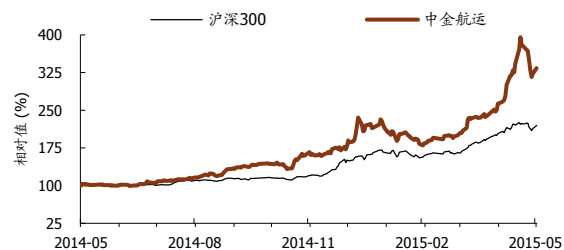
SAC 执业编号：S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
中海发展-A	中性	12.28	26.0	23.5
招商轮船-A	中性	7.46	23.7	29.8
中海集运-A	中性	8.61	49.6	39.2
中国远洋-A	中性	4.64	707.7	63.5
海丰国际-H	确信买入	7.70	9.7	7.7
中海集运-H	推荐	5.34	15.9	12.4
中海发展-H	推荐	8.50	11.3	10.1
中国远洋-H	中性	3.66	261.9	23.2

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- A 股全看油价，H 股有巨大空间 (2015.03.19)
- 2014 年业绩改善，2015 年继续享受油价下跌 (2015.02.02)
- 从油价低于 60 说起 (2015.01.06)
- 三重利好在前，继续推荐 (2014.11.25)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



目录

四家航运央企简介	3
航运子板块运营模式	5
集装箱运输：运营能力和运力规模影响大	6
油轮运输和干散货运输为资产投资型行业	7
集装箱运输：若整合实施，将带来巨大协同效应	9
中远集运和中海集运合计占全球运力的 8%	9
整合将带来巨大的协同效应	10
中海集运运营能力好于中远集运	11
油轮运输：从国油国运看整合契机	12
干散货运输：规模效应不强，整合利好有限	13

图表

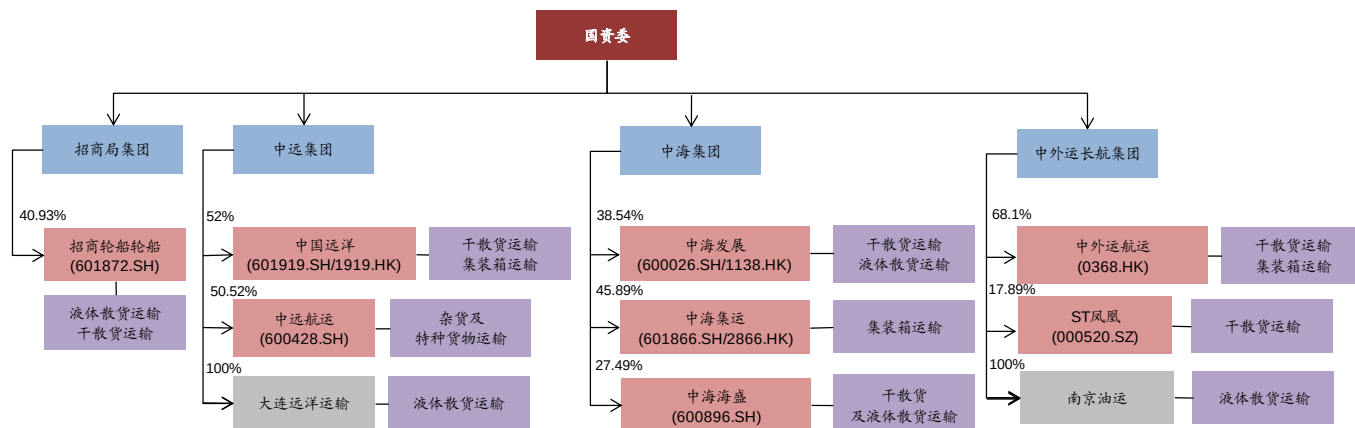
图表 1：四家航运央企结构图	3
图表 2：四家航运央企运力列表（含租入运力）	4
图表 3：四家航运央企运力占国内运力比	4
图表 4：航运行业分类	5
图表 5：三个子行业的运营特点比较	5
图表 6：集装箱运营简化流程图	6
图表 7：集装箱运输成本构成	6
图表 8：联盟成员和运力	7
图表 9：干散货航运的盈利模式	8
图表 10：中远运力分航线结构	9
图表 11：中海运力分航线结构	9
图表 12：中远集运和中海集运航线运力占比	10
图表 13：中远集运和中海集运航线分布	10
图表 14：单箱燃油成本	11
图表 15：单箱燃油消耗	11
图表 16：单箱货物和集装箱运输成本	11
图表 17：息税前利润率	11
图表 18：航运央企持有 VLCC 数量	12



四家航运央企简介

迄今为止，国资委旗下航运板块共有四家央企，分别是中远集团、中海集团、中外运长航集团和招商局集团下的招商轮船（601872.SH）。整体来看，中远占四家央企运力的 46%，规模位列第一；中海运力占比 29%；中外运长航集团和招商局集团分别为 14% 和 12%（图表 2）；四家航运央企占中国水上运力的 37%，其中集装箱占全国运力的 71%（图表 3）。四家航运集团的主要资产均已实现上市。

图表 1：四家航运央企结构图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

中远集团：成立于 1961 年，成立的初衷就是作为中国远洋运输的主要承担者。过去几年，集团主要发展干散货和集装箱，目前干散货运力居世界第一，集装箱运力排名世界第六，中国远洋（1919.HK, 601919.SH）包括了集团的干散货和集装箱业务，中远航运（600428.SH）包括杂货及特种货物运输；未上市的大连远洋运输公司从事油品运输业务。由于从一开始诞生就从事竞争激烈的远洋航运，中远集团整体的管理能力较强，且历史负担较小。

中海集团：源于 1997 年上海、大连等地的海运局整合，所以根基是在沿海运输，目前占据中国沿海原油运输 52% 的市场份额。从成立后集团的发展重点一直在远洋集装箱运输和远洋油运，中海集运（2866.HK, 601866.CH）1997 年成立，目前集装箱运力已位列全球第七、中国第二，规模上略小于中远；集团的油轮和干散货业务集中于中海发展（1138.HK, 600026.CH），包括了集团沿海和远洋的干散货运输和油轮运输。中海海盛（600896.SH）成立于海南省，主要从事沿海干散货运输及近洋液体散货运输。

中外运长航集团：集团是由中外运集团与长航集团于 2009 年 3 月重组成立的。中外运集团成立于 1950 年，主要业务包括物流（海、陆、空国际货运代理为主）和航运业务。公司干散货运输资产在 2007 年于香港上市（中外运航运 368.HK）。集装箱业务主要在上市的中外运航运和未上市的中外运集装箱运输公司中，主要从事亚洲区域的集装箱运输，运力 7 万箱，规模较小。长航集团源于 1950 年成立的长江区航运局，是我国内河最大的航运集团。作为老国企，长航集团的负担较重，公司根基是长江航道的散货和油品运输，但近年来致力于发展远洋运输，以形成江海联运的运输格局。干散货业务主要在 ST 凤凰（000520.SZ）；油运业务主要集中在长航油运（已退市）旗下，去年招商轮船已经整合了长航旗下所有的 VLCC 资产。

招商局集团：从事航运的历史可以追溯到 1872 年的轮船招商局，经过多年动荡，建国后招商集团一直在香港发展。在 90 年代初的时候航运业只剩下少量的干散货运输，后接收了香港董氏家族的油轮船队，开始从事远洋油运业务。目前油轮和干散货资产集中在招商轮船（601872.CH），占四家运力的 12% 左右。整体而言管理能力较强，尤其是由于接收了董氏的管理能力，应该讲对远洋油轮市场的把握是这五家央企中最强的。

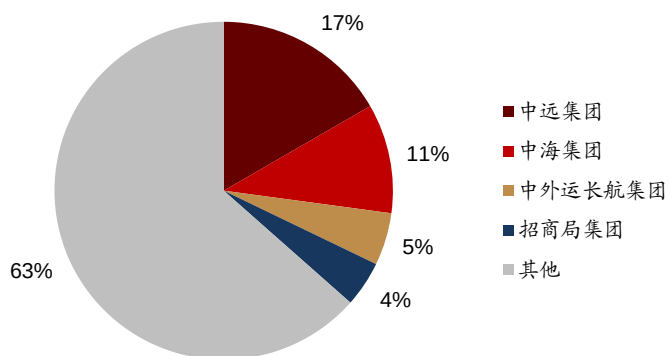


图表 2：四家航运央企运力列表（含租入运力）

	整体船舶资产			集装箱			干散货			油轮		
	数量 (艘)	载重吨 (百万吨)	占比	数量 (艘)	载重吨 (万标箱)	占比	数量 (艘)	载重吨 (百万吨)	占比	数量 (艘)	载重吨 (百万吨)	占比
中远集团	543	43	46%	177	85	52%	316	23	51%	50	9	32%
中海集团	378	27	29%	158	73	44%	153	11	23%	67	7	26%
中外运长航集团	303	13	14%	55	7	4%	179	10	22%	69	2	8%
招商局集团	57	11	12%			0%	13	2	3%	38	10	35%
合计	1,281	94	100%	390	165	100%	661	45	100%	224	29	100%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：四家航运央企运力占国内运力比



资料来源：交通运输部，公司资料，中金公司研究部



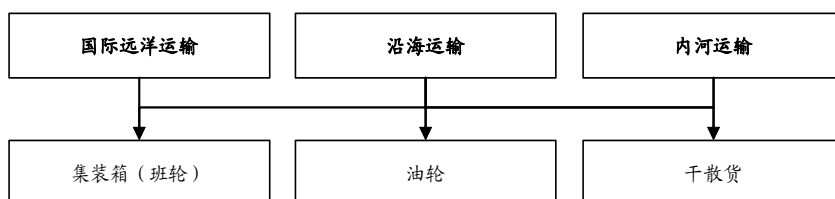
航运子板块运营模式

航运市场可以按照船舶运营范围分为远洋运输、沿海运输和内河运输三类。而按照承运货种和船舶类型又可以分为干散货航运、集装箱航运和油轮运输三大类。不同的子行业具有不同的运营特征。

远洋运输基本是全球性的完全竞争市场。2014 年全球海运贸易总量约为 105.3 亿吨，其中集装箱运输、油轮运输和干散货运输所占比例分别为 16%、31%和 53%。油轮和干散货由于业务模式的关系运价波动较大，集装箱由于有合同运价相对前两者波动小一些。

沿海市场只允许本国船东运营，会有一些垄断出现，但随着日趋激烈的竞争，龙头的市场份额正被逐渐稀释，比如中海 2007 年占据沿海原油运输的 70%，2014 年降至 52%。

图表 4：航运行业分类



资料来源：中金公司研究部

图表 5：三个子行业的运营特点比较

	集装箱运输	油轮/干散货运输	说明
进入壁垒	高	相对低	由于集装箱为班轮运输，开航线需要一定规模，且建设网络和维护成本均较高；油轮和散货为租船运输，且运力差别小，尤其是散货，依靠少量船舶就可以运营。
货主规模	小	大	油轮和散货的货主规模大，运送量大，通常为租船运输。
货主对时间和速度要求	高	相对低	集装箱货主主要为出口商和进口商，对时间和速度要求高；油轮和散货为租船运输，可以更有计划性。
货主对服务要求	高	相对低	集装箱为班轮运输，且涉及内陆转运，对内陆集疏运能力、运输信息的及时反馈要求高；油轮和散货为港到港运输，且为租船运输，业务模式相对简单。
完全竞争性	相对弱	较强	油轮和散货为完全竞争市场，由于业务模式为租船运输，每一单谈价格，由当时市场供求决定，涉及服务概念少，船公司提供的运力可替代性强，产品差异化小，进入壁垒相对低；集装箱运输不是完全竞争市场，因为虽然船公司所开的航线差别小，但是有服务的概念，有一定差异化，进入壁垒相对高。
主要竞争优势	运力规模 服务质量	购船时机把握 期租/程租搭配	油轮和干散货的折旧成本通常占主营业务成本的 25-35%，则购船时机把握非常关键，低位买船对于保证盈利至关重要；而判断未来运价走势进行程租/期租安排也很关键；对集运船东而言，折旧成本只占主营业务成本的 10% 左右，买船时点并非至关重要；由于班轮运输特点决定固定成本高，边际成本低，货源至关重要，而货源需要通过运力规模和服务质量保证。
运价的波动性	相对低	高	集运通常为合同运价，欧线一般签订 3 个月，美线通常签订一年；油轮和散货很多为即期市场运价，由当时的供求关系决定，是完全竞争市场，运价波动大。

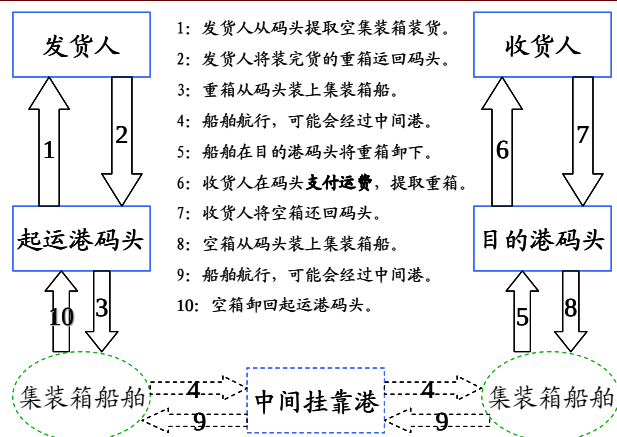
资料来源：中金公司研究部



集装箱运输：运营能力和运力规模影响大

集装箱运输又称“班轮运输”或者“定期船运输”，是指在特定航线上，按预定的船期表，作有规律的往返行驶于特定港口之间的船舶运输。由船方负责货物的装卸，其运费按短期内相对固定费率收取。

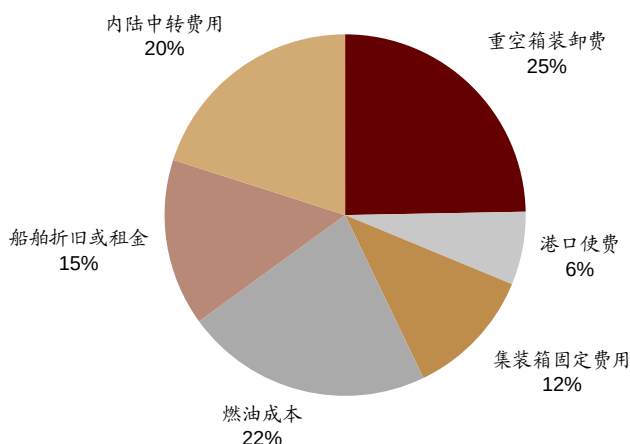
图表 6：集装箱运营简化流程图



资料来源：中金公司研究部

集装箱航运业的收入来源为运费收入，成本主要包括燃油费、港口费用、箱管费、内陆中转费和折旧费用等。从盈利模式上来看，虽然集装箱运输由于是合同运价，运价波动相对比油轮/干散货市场小，但是因为利润率低，所以运价波动对业绩的影响大。

图表 7：集装箱运输成本构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

对于班轮公司来说，运营能力的水平以及运力规模对业绩有很大的影响：

- ▶ 由于集装箱运输是定期规律的，相对固定。因此争取尽可能多的、稳定的货源，保证班次的装载率是成功的关键，高装载率意味着低单位成本。
- ▶ 集装箱的货主对船东的规模要求高，因为航线密集意味着可以减少港口等候时间，另外对服务要求也较高，主要体现在对航班准时、内陆集疏运能力、运输信息的及时反馈等方面。
- ▶ 从成本端来看，箱管费用和内陆转运费分别占集运公司成本的 10% 和 20%。内陆转运费是提供“门到门”服务带来的物流费用。主要决定因素是转运路线的安排、转运车辆的使用效率和租金，以及如何收取内陆转运费（多少比例由客户承担）等。箱管费是空箱堆存在码头引起的支付给码头的费用，主要决定因素是集装箱的周转



速度以及空箱在码头的堆存量等。周转速度快可以提高集装箱的使用效率，间接的降低成本；而将码头的空箱控制在合适的水平可以既满足运输的需要，又降低堆存费用。

- ▶ 在船舶的日常运营中，船舶的滞港时间、船舶的航行速度控制、船舶的装卸效率等指标会直接影响燃油消耗量和船舶使用效率，也对成本有较大影响。

根据班轮运营模式的特点，行业的集中度很高。全球前 20 的班轮公司运力占全球运力的 86.8%。而且班轮公司互相之间为结成联盟，通过互换、互租、共享仓位的形式在某一特定航线或某一特定区域各航线上与别的班轮公司合作经营。这样可以既可以减少或避免竞争，稳定运价；也可以保证装载率，降低单位成本。目前航运市场的主要联盟有 2M、O3、CKYHE 和 G6，四家联盟占全球运力的 79%，占欧线和美线运力的 94%和 93%。

图表 8：联盟成员和运力

联盟	船公司	运力（千标箱）			占全球运力比例		
		合计	欧线运力	美线运力	合计	欧线	美线
2M	APM - Maersk	2,956	650.27	532	15%	16%	15%
	MSC	2,546	585	305	13%	15%	8%
	小计	5,501	1,236	838	29%	31%	23%
CKYHE	Evergreen	963	250	327	5%	6%	9%
	中远集运	849	221	255	4%	5%	7%
	Hanjin Shg	627	219	238	3%	5%	7%
	Yang Ming	464	130	144	2%	3%	4%
	K Line	404	121	142	2%	3%	4%
	小计	3,307	941	1,106	17%	23%	30%
G6	Hapag - Lloyd	958	149	179	5%	4%	5%
	MOL	615	112	171	3%	3%	5%
	APL	549	119	232	3%	3%	6%
	OOCL	542	121	163	3%	3%	4%
	NYK	499	133	133	3%	3%	4%
	HMM	377	128	124	2%	3%	3%
	小计	3,540	761	1,001	18%	19%	27%
O3	CMA CGM	1,724	448	276	9%	11%	8%
	中海集运	727	269	109	4%	7%	3%
	UASC	410	132	52	2%	3%	1%
	小计	2,861	849	436	15%	21%	12%
其他	Hamburg Süd	576	-	-	3%	0%	0%
	PIL	359	7	4	2%	0%	0%
	Zim	325	74	118	2%	2%	3%
	Wan Hai	202	6	17	1%	0%	0%
	小计	1,463	88	138	8%	2%	4%
全球合计		19,194	4,031	3,647	87%	96%	97%

资料来源：Alphaliner，中金公司研究部

油轮运输和干散货运输为资产投资型行业

干散货运输和油轮运输的运营模式为单船为一个竞争单位，市场上有众多的竞争者；所有交易都通过 broker，信息完全透明。船舶在通过一定技术验证后运输能力并无差别，所以产品/服务具有同质性；经营上一定的运营纪录和客户关系有助于船东揽货。不过即使按照运营商来计算，其行业集中度也很低。目前干散货市场的前十大船东仅占全球运力比重 15%，集中度低，可以看作完全竞争的市场。



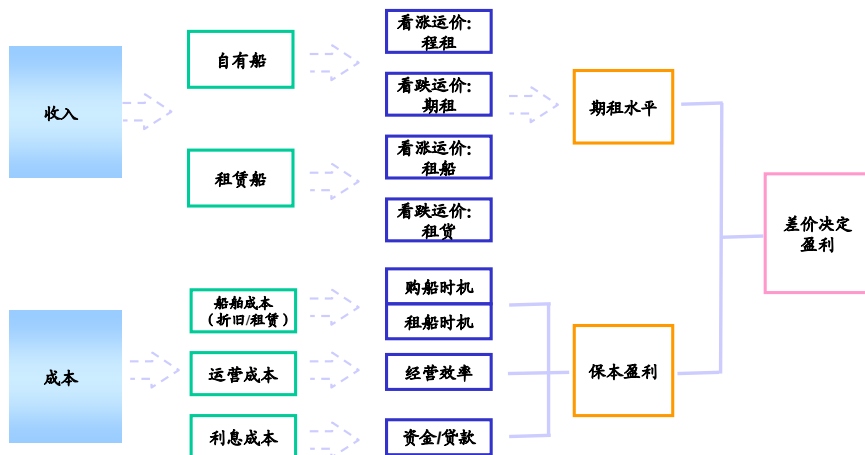
油轮运输和干散货运输可以分为航次租船和定期租船两种模式。航次租船（Voyage Charter）又称程租，是指船东用特定的船舶在指定的港口之间用一个或数个航次为承租人运输指定的货物，运价的确定方式通常根据实时运价指数，根据不同航线按照美元/吨进行计价。定期租船（Time Charter）又称期租，是指船东在约定的时间内，将指定的船舶出租给承租人使用，并负责船员配备以及相应的船舶运营成本；承租人自行调度船舶，但需要负担租期内的航次费用，并按照船舶的吨位、租期及租金率向船东支付租金。

盈利模式：我们认为油运运输和干散货运输行业为资产投资型行业，与房地产等类型的公司有相似之处。船东运营的关键是判断市场，赚取运费与成本间的差价，而运费影响相对短期，成本影响相对长期。

船东的经营能力体现在以下几个方面：

- **根据不同市场选择期租/程租：**期租合同的优点是合约期长，价格固定，收入稳定；缺点是价格不能随行就市，当行情上涨时，无法获得超额收益。程租合同一般从即期市场取得，优点是享受到市场高点带来的超额回报，但价格受市场波动影响较大，风险相对于期租更高；因此看涨市场时应该选择程租多一些，看跌市场时期租多一些；
- **判断市场选择购船时机：**折旧通常占到保本水平的 50% 左右，因此每家船东都会关注自身的综合保本水平，根据自身的船舶情况来选择购船时机，通常而言，都是“旧船养新船”，因此过去保本点低的船东就可以适当承受更高的船价；
- **判断市场选择不同融资方式：**资金实力对于船东而言很关键，可以直接影响财务成本，因此判断不同市场，选择不同融资方式也很关键。

图表 9：干散货航运的盈利模式



资料来源：中金公司研究部



集装箱运输：若整合实施，将带来巨大协同效应

在四家航运央企中，从事集装箱运输的主要是中远集团旗下的中国远洋和中海集团旗下的中海集运。若整合实施，将带来巨大的协同效应。

中远集运和中海集运合计占全球运力的 8%

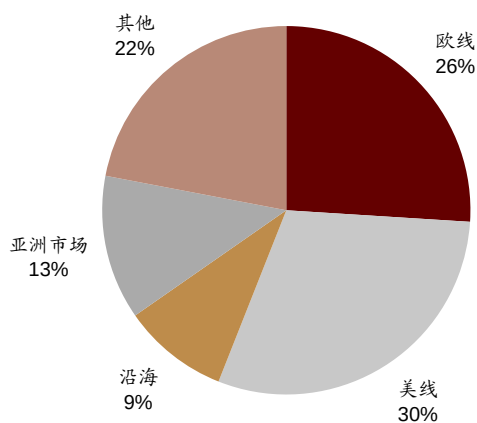
中远和中海的集运运力分别占全球的 4.4% 和 3.8%，全球排名第六和第七。如果合并，运力将达 158 万标箱，占全球 8.2%，排名全球第四，较第五名的 Evergreen 的运力高 64%。

分航线来看，中远和中海的运力仍主要投放在欧线和美线：

- **欧线：**中远和中海投放的运力分别为 22.1 万箱和 26.9 万箱，分别占公司运力的 26% 和 37%，分别占该航线运力的 5% 和 7%。
- **美线：**中远和中海投放的运力分别为 25.5 万箱和 10.9 万箱，分别占公司运力的 30% 和 15%，占该航线运力的 7% 和 3%。
- **亚洲航线：**中远和中海投放的运力分别为 10.8 万箱和 6.3 万箱，分别占公司运力的 13% 和 9%，占该航线运力的 5% 和 3%。
- **从沿海市场看，**中远和中海分别投放了 8 万箱和 10 万箱运力，占各自总运力的 9.3% 和 14.3%，分别占沿海集装箱运输市场的 17% 和 22%。

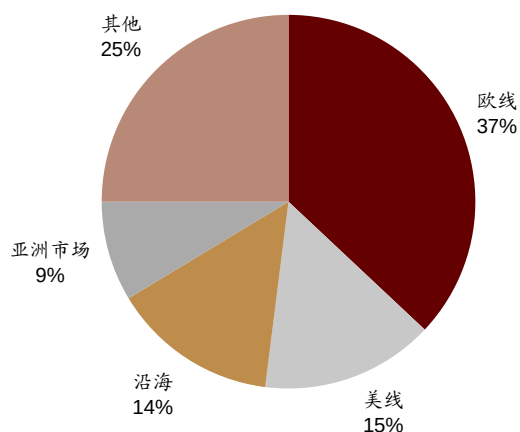
如果合并成真，两家公司在欧线、美线和亚洲市场的运力将分别占总体的 12%、10% 和 8%，占沿海市场运力的 39%。

图表 10：中远运力分航线结构



资料来源：Alphaliner，公司资料，中金公司研究部

图表 11：中海运力分航线结构



资料来源：Alphaliner，公司资料，中金公司研究部



图表 12：中远集运和中海集运航线运力占比

千标箱	全球合计	中远集运	占比	中海集运	占比
欧线	4,031	221	5%	269	7%
美线	3,647	255	7%	109	3%
亚洲市场	2,111	108	5%	63	3%
中国沿海	472	79	17%	104	22%
其他	8,933	187	2%	182	2%
合计	19,194	849	4%	727	4%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

整合将带来巨大的协同效应

根据集装箱运输的特点，班轮公司是真正的运营商，我们认为如果合并将带来巨大的协同效应。具体说来，中远和中海将从以下几方面受益：

航线网络资源整合，提高经营效率：集装箱为班轮运输，开航线需要一定规模，且建设网络和维护成本均较高。因此，如果中远和中海真的合并，将有利于两家公司的航线网络资源的整合，增加航线密度，提高运作效率。**就目前来看，中远集运铺设的网络多于中海集运，中远环太平洋航线更为密集，中海欧洲航线更多：**中远共运营 100 余条国际航线（中海集运约 80 条），其中远东—欧洲/地中海航线 13 条（中海 14 条），环太平洋航线 21 条（中海 15 条），亚洲航线约 41 条（中海约 28 条）。

图表 13：中远集运和中海集运航线分布

	中远	中海	合计
美线	21	15	36
亚欧航线	8	7	15
地中海航线	5	7	12
大西洋航线	2	1	3
欧洲—南美	1		1
远东—澳大利亚	7	3	10
远东—非洲	5	1	6
远东—南美	4		4
远东—中东	5	6	11
亚洲航线	41	28	69
合计	99	68	167

资料来源：公司资料，中金公司研究部

码头资源的整合：中远集团有自己的港口公司中远太平洋（1199.HK），中海集团也有中海码头（未上市）；两家港口公司在中国沿海主要港口均有参股或控股码头。两家集运业务整合后有利于码头的调度安排，减少港口等候时间，提高经营效率和服务质量。

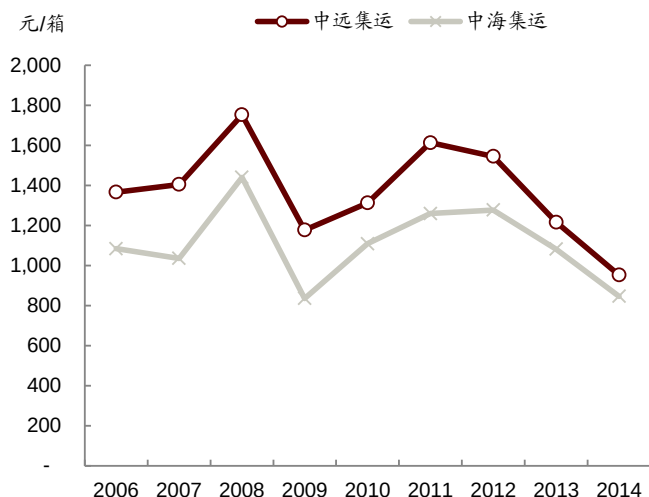
成本节约大有空间：集装箱运输中箱管费用和内陆中转费分别占集运公司成本的 10% 和 20%。箱管费用主要是空箱堆存在码头引起的支付给码头的费用。整合将利好两家公司集装箱的统一管理和调配，提高周转速度，增加集装箱使用效率从而降低成本。此外，班轮公司提供“门到门”的服务，整合将提高转运线路的调度和安排，减少空车闲置率，提高转运车辆的使用效率。



中海集运运营能力好于中远集运

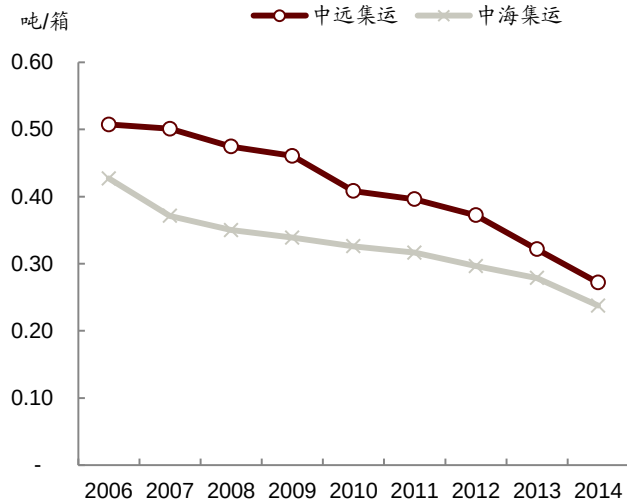
从历史上看，中海集运的运营能力一直好于中远集运，其单箱成本低于中远集运，息税前利润率较中远高。如果两者真的进行整合，将利好中海集运。

图表 14：单箱燃油成本



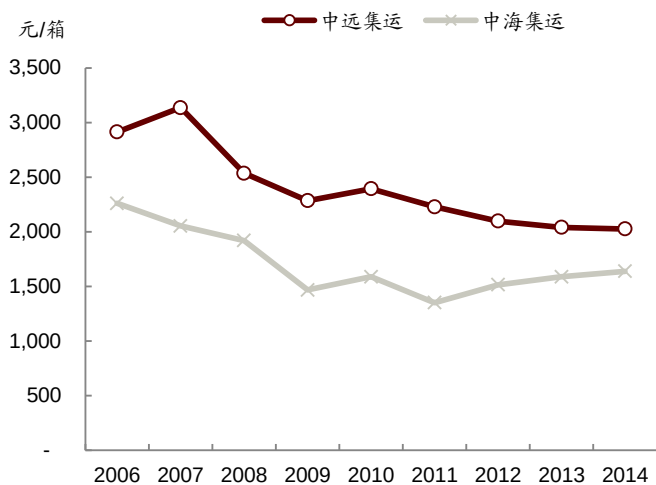
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 15：单箱燃油消耗



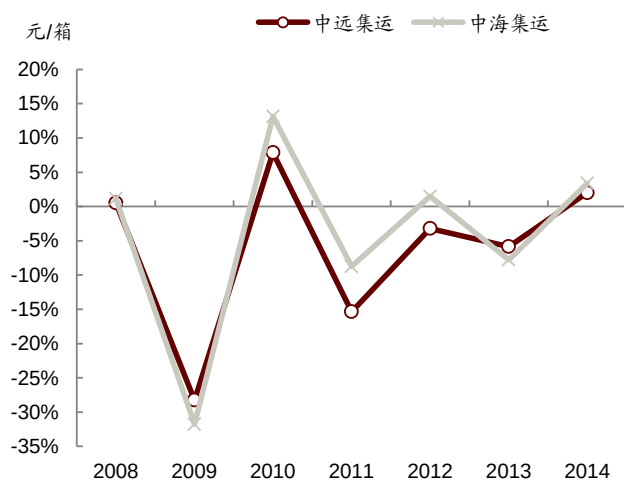
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 16：单箱货物和集装箱运输成本



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 17：息税前利润率



资料来源：公司资料，中金公司研究部



油轮运输：从国油国运看整合契机

从目前来看，四家央企中有油运业务的主要是招商局下面的招商轮船、中海旗下的中海发展以及中远旗下的大连远洋运输。去年招商轮船已经整合了中外运集团下面的 17 艘 VLCC，目前 VLCC 船队达 33 艘（含今年 4 月收购的两艘二手油轮），并持有 12 艘 VLCC 订单。中海发展运营 16 艘自有 VLCC（含 2 艘租赁船舶），持有 4 艘 VLCC 订单。中远旗下的大连远洋运输公司未上市，目前运营 VLCC 油轮 24 艘（含 9 艘租赁船舶），并有 8 艘 VLCC 船舶订单。四家央企 VLCC 合计运营 74 艘，约占全球 VLCC 运力的 12%；合计订单 24 艘，占目前全球订单量的 102 艘；订单全部交付后，总运营 VLCC 将达 98 艘，占全球运力的 13%。

图表 18：航运央企持有 VLCC 数量

(艘)	目前运营	订单	合计
招商轮船	34	12	46
中远集团	24	8	32
中海集团	16	4	20
合计	74	24	98
全球	636	102	738
占比	12%	24%	13%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

从排名看，算上现有 VLCC 订单，招商轮船将拥有全球最大的 VLCC 船队；中远集团排名全球第 4；中海集团排名全球 10。前 10 大 VLCC 运营商占全球 VLCC 运力的 41%，集中度较高。

我们对航运央企的看法如下：

- 如前所述，油轮主要是资产投资型行业，其运营能力的水平主要表现在买船时点的把握，以及程租和期租两种租船方式的分配上。油轮资产的整合带来的协同效应较少。
- 从国油国运的角度来看，目前国油国运的比例约 36%，占比仍低，政府可能有整合油轮资产，提高国油国运比例的意愿：2005 年时我国提出了“国油国运”政策，计划 2010 年实现国油国运比例 50%，2015 年进一步将该比例提高到 80%。但从目前来看，国油国运远未达到计划的水平：2014 年中国海运进口原油 2.8 亿吨，其中 57%来自中东地区，19%从西非进口，约 12%从加勒比海地区进口。VLCC 从中东到中国一年约航行 7 个航次，从西非到中国约 3 个航次，从加勒比海到中国 4~5 个航次。假设中资船东持有的 74 艘 VLCC 全部用于中国原油进口运输（实际上有第三国运输），VLCC 一年的进口原油运量约为 1.02 亿吨，占中国海运进口量的 36%。现有订单全部交付后，VLCC 进口量将占中国进口原油量的 50%，也远未达到 80% 目标，政策面或将支持增加中资 VLCC 运力。其实从去年 9 月海运业健康发展意见发布以来，我们已经可以看见 VLCC 的加速扩张：招商轮船在收购了中外运的 17 艘 VLCC 后，又从二级市场购入 4 艘 VLCC，并且增加了 5 艘 VLCC 船舶订单；中海发展增加 4 艘 VLCC 订单。
- 招商轮船的经营能力好于中远和中海，但招商轮船已经整合了中外运下的 VLCC 资产，因此除非政府的整合意愿很强，中远和中海的 VLCC 资产不一定会被整合给招商。但如果真的整合成功，对扩大盈利规模和增强国有资产的盈利能力是有利的。



干散货运输：规模效应不强，整合利好有限

目前四家航运央企均有干散货运输业务。其中中远集团最大，运力达 2300 万吨，其干散货业务主要在中国远洋（601919.SH，1919.HK）和中远航运（600428.SH），主要从事远洋干散货运输和特种货物运输；中海集团的散货业务在中海发展（600026.SH，1138.HK），运力 1100 万载重吨，根基是沿海散货运输，远洋运输以铁矿石为主；中外运长航集团散货业务主要在中外运航运（368.HK）；招商轮船的散货业务较小，运力仅 200 万载重吨。干散货市场全球前十大船东占全球运力的 15%，集中度低，基本上是完全竞争市场。四家央企合计运力也仅占全球运力的 6%。

我们认为干散货业务并不能从整合中获益：1）因为即使整合，央企的干散货运力在全球市场的占比仍然很小，在运价上的谈判能力很难有提升，运价还是跟随市场居多；2）干散货运输为单船竞争，一船一单，整合后的协同效应较小；3）从成本端来说，以中国远洋为例，航次成本（主要是燃油）和船舶成本（折旧和租船成本）占总成本的 34%和 52%，占比很高。航次成本主要取决于油价和港口装卸费；船舶成本取决于买船和租船的时机。这两部分较难从整合中受益。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

