

BDI 指数从历史低位大幅反弹

中性
(维持)

情理之中 意料之内

BDI 指数自 2008 年 12 月 5 日跌至 663 点后见底回升, 1 月 19 日以来更连升 15 个交易日, 2 月 9 日报 1,815 点, 目前从低位已累计回升 174% (我们前期报告曾预期可能会从低位回升 200-300%), 各主要船型运费指数均升势凌厉。受 BDI 指数持续大涨刺激, 香港航运股尤其是中资散货股表现良好。我们认为近期 BDI 的强势为技术性反弹, 持续性有待观察, 行业基本面并没有明显转好迹象。带动市场反弹的原因也主要是短期因素, 包括铁矿石、煤炭运输短期需求上升, 市场有效运力供应减少、贸易信用证逐步恢复正常以及 FFA 投机炒作资金重返等。我们对近期 BDI 反弹带动的航运股反弹持谨慎态度, BDI 短期反弹有助航运股 2009 年业绩但却可能使行业的调整周期拉长。我们认为目前香港中资航运股大部分估值已经合理或略有高估, 而干散货运力供过于求的矛盾随着运费反弹将再次凸显, 建议投资者趁近期的反弹逢高适当减持中资航运股。

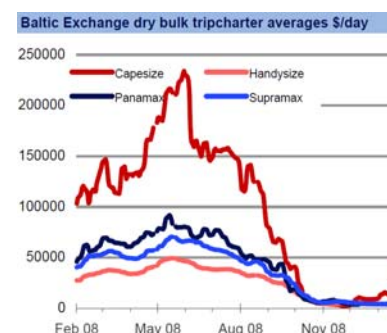
2009 年 2 月 9 日

招商证券(香港)公司研究部
徐锦
852-3189-6888
86-755-82960093
xujin@cmschina.com.cn

➤ **BDI 低位累计回升 174%, 好望角船日租金从 2,000 重返 3 万美元** 反映干散货航运市场综合运价的 BDI 指数 2008 年 12 月 5 日见底 663 点 (各船型运价全面跌破变动成本) 后回升, 1 月 19 日以来更是连升 15 个交易日, 2 月 9 日 (周一) 收报 1,815 点, 从低位已累计回升 174% (其中 2 月 4 日单日急升 15%, 为 1985 年以来的单日最大升幅)。好望角型船 4 条主要现货航线平均日租金 (TCE) 突破 34,000 美元, 较 2008 年 12 月 2 日 2,316 美元的低点回升 14 倍; 巴拿马型船及超灵便型船现货平均日租金也分别升至 11,000 美元和 9,900 美元。

➤ **大幅反弹多为短期因素推动, 持续性存疑** 我们认为近期的反弹主要由于中国企业消化铁矿石和煤炭库存及 4 万亿刺激经济计划等导致大宗散货运输需求近期明显回升, 市场散货船有效运力供应由于大量船舶 (包括新船) 闲置、旧船拆解及新船推迟交付等减少 (据 Clarkson 最新统计, 全球散货船运力 2008 年净增加 6.5%, 2009 年第一个月则减少了 0.1%)、贸易信用证逐步恢复正常以及 FFA 投机炒作资金重返散货市场 (比如著名的航运对冲基金 GMI 公司上周重返租船市场) 等。我们认为目前的需求转好是库存降低等短期因素推动的, 是否具有持续性尚待观察, 有效运力供应的减少更是暂时性的, 因此我们维持谨慎态度, 认为干散货市场目前的反弹难具有持续性。

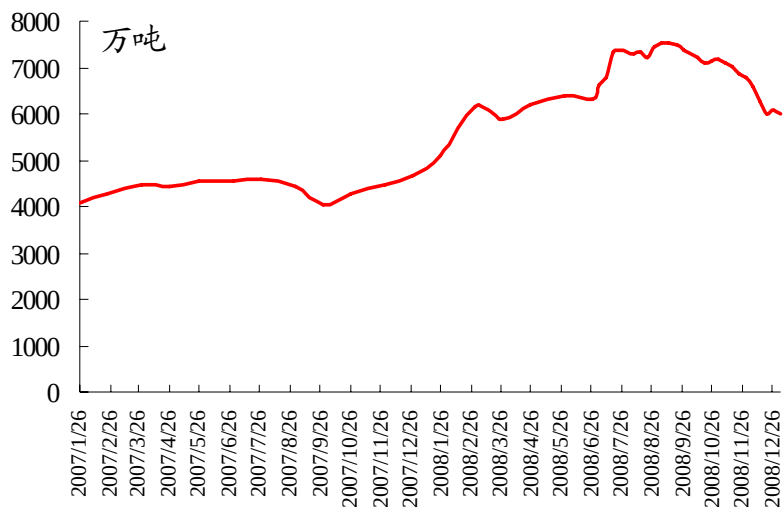
➤ **大量闲置船舶重返市场及新船交付可能导致反弹随时结束** 前期 BDI 的暴跌导致大量船舶被迫闲置 (市场传言闲置的好望角型船一度达到 200 艘左右, 目前该数字可能下降到不足 50 艘), 近期随着运价重新回复到变动成本以上闲置船舶陆续重返营运。我们认为虽然大量闲置船舶重新投入使用需要一定的时间 (比如部分船员需要重新集结, 从远东赶回船舶闲置的位置如大西洋地区), 但运费大幅反弹会



加快这一进程，此外原定今年交付的大量新船订单不大可能长期推迟，新增运力的压力未来将日趋明显。

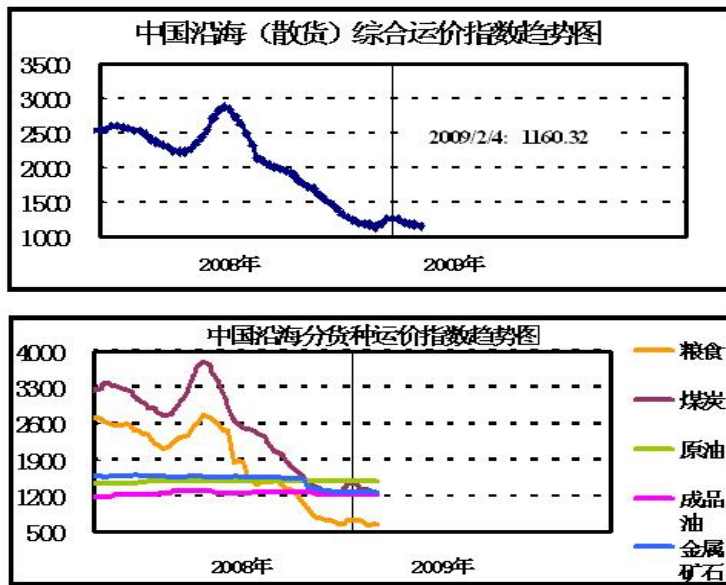
- **调低对今年 BDI 指数平均点位的预测至 1,500 点** 我们预计在短期因素及投机力量推动下近日 BDI 可能继续反弹，但由于运力供求矛盾未来将无可避免地凸显，干散货运费率难以较长时间维持在盈亏平衡点之上。基于此预期，我们对 2009 年 BDI 指数平均点位的预测调低至 1,500 点。
- **散货船市场调整周期可能较长** 我们认为干散货市场近期的“小阳春”虽有助航运股 2009 年业绩，但却可能使行业的调整周期（消化过剩运力）拉长，我们认为，散货船市场经过过去几年的大牛市累计的过剩运力及订单需要较长时间（比如 2-3 年）消化，当然如果运费率持续低于变动成本，可能加快船东削减运力的步伐，散货市场走出低谷的时间可能会早于我们预期。
- **中资航运股近日表现良好但估值偏高** 得益于干散货航运市场反弹刺激，中资航运股近期普遍录得较大升幅。我们认为香港中资航运股大部分目前估值已经合理或略有高估，干散货运力供过于求的矛盾不会随着运费率反弹舒缓，特别是经过近期反弹后市场将重新审视行业及各公司严峻的基本面。我们建议投资者趁近期的反弹逢高适当减持中资航运股，特别是股价走势与 BDI 关联度较高的公司股票。

图 1: 中国沿海铁矿石库存近期持续下降



资料来源: 招商证券 (香港)

图 2: 中国沿海散货运价指数仍处下降通道



资料来源: 中华航运网

投资评级定义和免责条款

行业投资评级	定义
增持	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
减持	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人未持有报告所提及股票及其相关衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852)31896888 传真: (852)31010828