

BDI 底部反弹带来投资机会

——中国远洋调研报告

✍ 齐艳莉

☎ 86-22-2845 1625

✉ qyl@bhq.com

核心观点:

- 干散货航运市场酝酿反弹
- 铁矿石价格谈判主导近期行情
- 公司业绩低点未到

投资要点:

● 需求在好转

国铁矿石需求成为影响 BDI 趋势的重要因素,目前下游钢铁行业已有部分中小钢厂复产,港口铁矿石库存已高位下降 23%。但目前一年一度的铁矿石价格谈判正在进行,短期将成为主导干散货航运市场的重要因素,预计在价格谈判完成之前,海运量不会释放。

● 供给压力在减轻

由于目前的航运价格已低于船舶经营成本,船东加快了船舶拆解量,截止 12 月底船舶拆解量已占总船队规模的 1.2%。新船订单方面,2008 年有近 25% 的订单未能按期交付,原因主要是新造船订单的取消,预计 09、10 年将分别有 20% 和 40% 的订单不能如期交付。

● 公司业绩低点未到

四季度 BDI 的暴跌导致干散货业务和 FFA 均出现亏损,由于一季度铁矿石价格谈判将导致 BDI 反弹的步伐放缓,而目前银行信用不足导致国际海运量持续低迷的现象仍在持续,我们认为公司业绩低点将出现在 1 季度。

● 投资建议

我们保守预测公司 08-10 年 EPS 分别为 1.65、-0.09 和 0.75 元,由于干散货行业上市公司股价走势与 BDI 指数有较强的相关性,因此建议关注指数上涨以及油轮资产注入带来的交易性机会,维持买入投资评级。

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价

格:

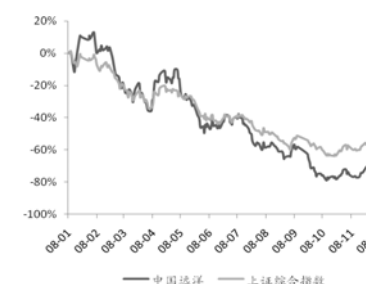
上次预测:

当前价格:

¥9.40

2009.02.03

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.6
2Q/2008	0.79
3Q/2008	0.54
4Q/2008	-0.28



公司简介

公司是国内最大的综合航运公司,拥有世界第一的干散货船队和世界第六的集装箱船队。

相关报告

公司深度研究

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	362	939	1,055	703	815
(+/-)%	7%	159%	12%	-33%	16%
经营利润 (EBIT)	19	197	242	-11	63
(+/-)%	-67%	950%	23%	-105%	-674%
净利润	12	191	168	-9	50
(+/-)%	-70%	1463%	-12%	-106%	-630%
每股净收益 (元)	0.20	1.87	1.65	-0.09	0.49
每股股利 (元)	0.22	0.13	0.20	0.49	-0.03
销售毛利率 (%)	13.02%	27.28%	27.51%	2.74%	11.92%
ROE (%)	4.96%	35.38%	23.62%	-1.45%	7.06%
ROIC (%)	3.60%	21.32%	19.97%	-0.97%	5.22%
PE	41.30	4.35	4.94	-88.05	16.62
PB	2.05	1.54	1.17	1.28	1.17
EV/EBITDA	17.82	3.04	1.10	5.70	0.93

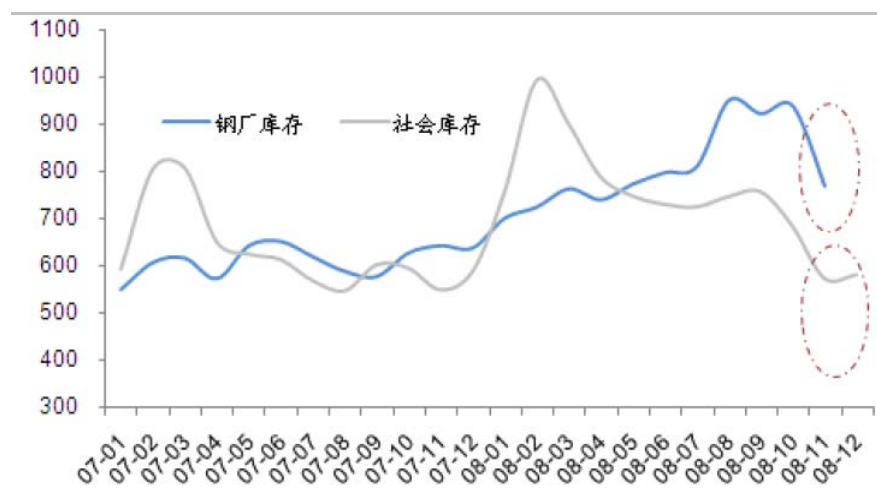
1. 干散货底部酝酿反转

1.1 需求在好转

世界干散货运量的15.67%和增量的26.61%来自铁矿石。2007年，中国铁矿石进口量为382.8百万吨，占全世界进口总量的48.88%，进口增量为57.4百万吨，占全世界增量的92.58%。中国铁矿石需求成为影响BDI趋势的重要因素。

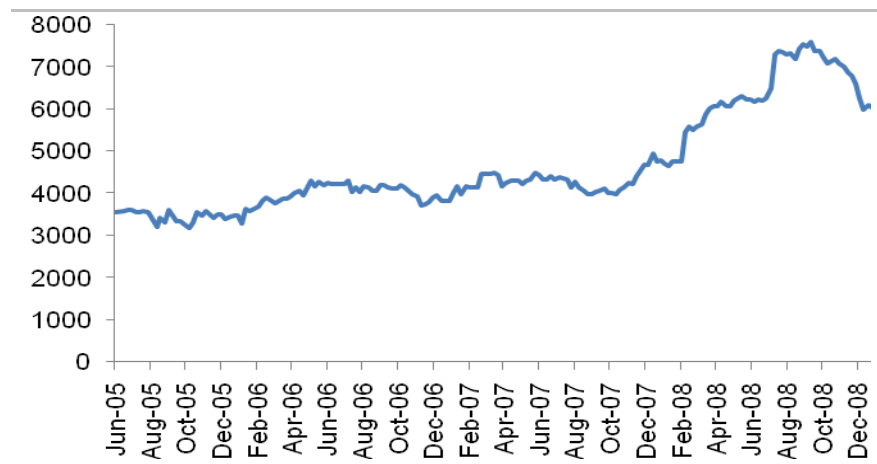
自12月以来年底出货及港口铁矿石库存的减少，带动BDI底部小幅反弹，我们钢铁行业研究员认为预测明年一季度多数钢厂将告别高价库存，原料的大规模采购将被唤起。目前港口铁矿石价格较低，已有部分钢厂开始采购，铁矿石库存量正在逐步消耗，截止1月9日，全国港口铁矿石库存为5857万吨，已从高位下降23%。目前下游钢铁行业已有部分中小钢厂复产，大钢厂最差的时候也即将过去，随着2、3月份钢价的不断上调，预计未来钢铁行业对铁矿石的需求将逐步增加。

图 1: 钢厂库存和社会库存双双下降



资料来源：渤海证券研究所

图 2: 港口铁矿石库存高位下降 23%，但近期略有增加

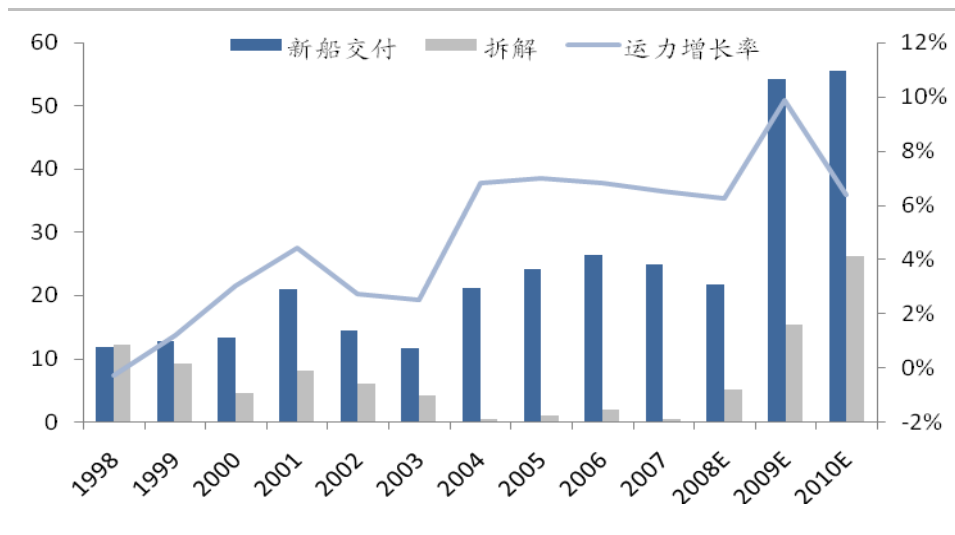


资料来源：Mysteel

1.2 供需矛盾突出，但供给压力在减轻

船队规模主要取决于新船交付和旧船拆解。由于目前的航运价格已低于船舶经营成本，船东加快了船舶拆解量，9-12 月份的船舶拆解量分别为 10、50、200 和 247 万载重吨，截止 12 月底船舶拆解量已占总船队规模的 1.2%。新船订单方面，2008 年有近 25% 的订单未能按期交付，原因主要是新造船订单的取消，预计 09、10 年将分别有 20% 和 40% 的订单不能如期交付，即使如此供给增长仍远大于需求，行业面临较大的压力。

图 3：未来几年运力规模预测



资料来源：Clarkson，渤海证券研究所

2. 公司业绩低点未到

2008 年 1-4 季度 BDI 的均值分别为 7343、9749、7123 和 1169 点，四季度的跌幅是最大的。虽然公司 08 年 80% 的营运天已经锁定运价，但由于临近年底，其中部分合约将陆续到期，而在目前极度低迷的运价水平下，运费收入不足以弥补亏损，因此公司干散货业务在四季度将受到较大冲击，单季度将出现亏损。

由于公司 FFA 损失已全部计入损益表中，因此对当期业绩有重大影响。截止 12 月 12 日（BDI 指数为 764 点）公允价值变动损失合计为 53.8 亿元，12 月 31 日 BDI 点位为 774 点，预计 FFA 浮亏仍有 50 元左右，综合考虑，公司四季度亏损约 60 亿，08 年 EPS 为 1.65 元。

由于一季度铁矿石价格谈判将导致 BDI 反弹的步伐放缓，而目前银行信用不足导致国际海运量持续低迷的现象仍在持续，我们认为公司业绩低点将出现在 1 季度。对于 09 年，我们对于 BDI 点位的判断是 1500-2000 点，这远低于公司租赁船舶的保本点，因此我们预计公司租赁船舶中即将到期的 100 余条船不会续租，租赁船舶部分的损失将有所减少。公司自有船舶在此点位上基本可以实现盈亏平衡，而且公司 09 年已有 20% 的营运天锁定运价。对于 FFA 合约，我们认为最坏情况已经出现，随着指数的走高以及合约陆续到期交割，公司该部分损失将不断减小。

图 4：四季度 BDI 大幅下滑



资料来源：波罗的海航运交易所，渤海证券研究所

3. 投资建议

此次经济危机严重削弱了全球干散货贸易量，加剧了干散货市场供给的不平衡，目前的市场仍面临较大的压力，但各项指标均已经在好转中。我们预测公司 08-10 年 EPS 分别为 1.65、-0.09 和 0.49 元。干散货行业上市公司股价走势与 BDI 指数有较强的相关性，因此建议关注指数上涨以及油轮资产注入带来的交易性机会，给予买入的投资评级。

图 5：世界主要干散货航运公司股价走势与 BDI 高度相关



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn