

水运行业 09 年 1 月份回顾与展望

一 市场没有转好迹象，细分市场继续下挫

行业评级：中性

行 业：水运

研究员：余建军

电 话：(8625) 84457777×218 E-mail: yujjx@hotmail.com

2009 年 01 月 23 日

08年11月上旬，IMF再次调整对世界经济增长前景的判断，将08年世界经济增速由3.9%下调到3.7%，将09年世界经济增速由3.0%大幅下调到2.2%。但是在09年1月21日，IMF总裁卡恩表示，IMF将再次大幅下调世界经济增长预期，至少下调0.5-1个百分点。同时预计未来三年世界经济不会恢复强劲增长。

同时，联合国1月15日发布的《2009年世界经济形势与展望》认为，金融风暴已引发全面的经济危机，导致发达国家经济陷入衰退，新兴国家和其他发展中国家的经济增长迅速下滑。2009年的世界经济增长可能降至1%，其中发达国家将出现0.5%的负增长，发展中国家的经济增长预计将降至4.6%。鉴于全球形势的严重不确定性，更糟糕的情况也可能发生，全球经济甚至可能陷入自上世纪30年代以来从未有过的衰退。报告同时指出，如果全球信贷持续紧缩，金融领域的信心不能尽快恢复，2009年发达国家的经济也可能陷入深度衰退，其整体国内生产总值可能会下降1.5%，发展中国家的整体经济增长也可能降至2.7%。

干散货市场维持低位

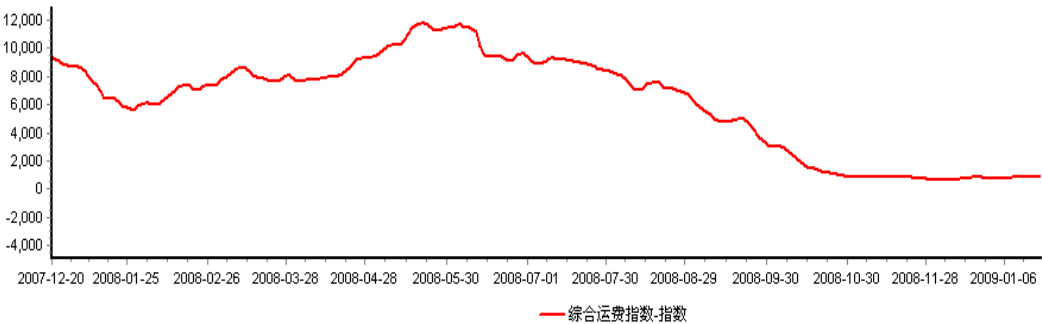
近一个月以来，BDI指数变化幅度不大，基本在700-900点之间波动，市场对09年干散货市场的预期并没有发生明显变化，运力过剩和需求不足仍将是主基调。

08年12月，中国进口铁矿石3453万吨，同比增长1%，全年累计增长15.9%。铁矿石是世界干散货市场的支持货种，我们对于09年中国进口铁矿石的预期没有变化，预计增速将出现2%的负增长。短期来看，09年铁矿石价格下滑已成定局，这将推迟进口需求，待价格确定之后再进口，短期内将压制对干散货船舶的运力需求，对运价上行构成压力。

从运力供应的角度看，由于在BDI指数暴跌之前，预计于09年交付的船舶的主体基本建造完成，日益盛行的船舶退订的风潮对于09年的运力供应并没有影响，从Clarkson的统计数据看，其09年一月中旬统计的09年干散货船舶交付量为71.3百万载重吨，比一个月之前的67.8百万载重吨增加了5.2%，截至目前为止，还没有看到明显的船舶推迟交付现象。值得注意的是，随着干散货运输市场的持续低迷，干散货船舶的报废数量有增加的势头，根据Clarkson的统计，09年开始的仅仅半个月之内，干散货船舶的拆解数为20艘、105.6万载重吨，而08

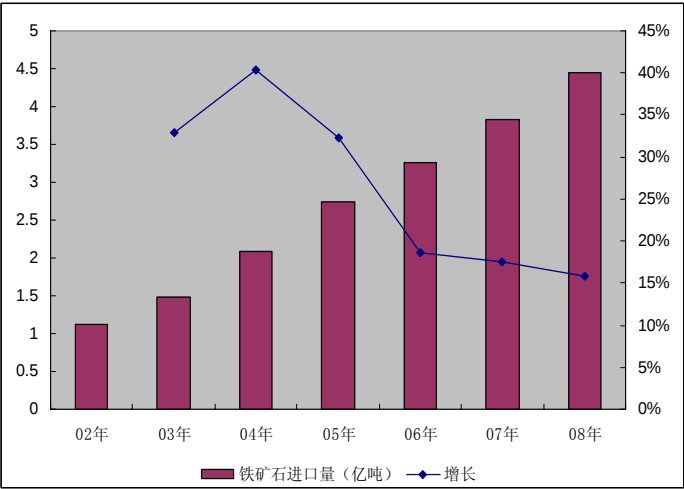
年全年的船舶拆解量为93艘、501.7万载重吨,其中87%是在08年10月初开始、干散货市场开始暴跌以后报废的。近些年,由于干散货市场的持续繁荣,干散货运力报废数量极低,04年和07年甚至不到0.5%,从08年四季度开始,运力报废才开始急剧增加,这种运力报废趋势在09年仍将持续。当前世界船龄超过20年的干散货船为2691艘、1.16亿载重吨,初步预计09年干散货船运力报废将会超过2000万载重吨,占08年年底运力的4.8%。但是,根据船舶订单交付所计算的运力增速达到17%,这种运力报废数量远不足以扭转干散货市场运力过剩的状况,也不能扭转BDI指数低位徘徊的趋势。

图：BDI指数近一年走势图



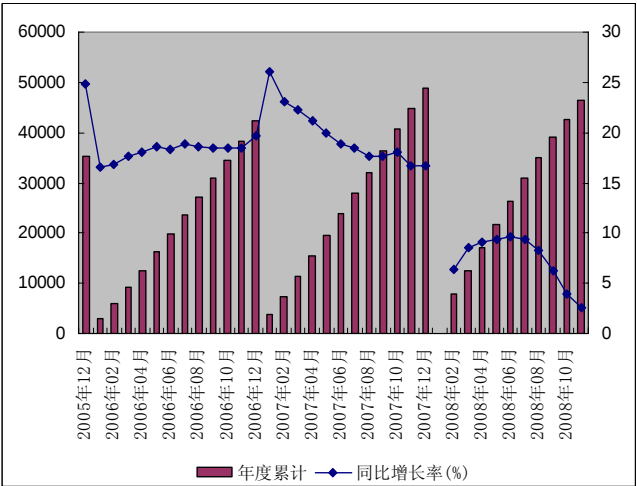
数据来源：Wind资讯

图：铁矿石月度进口数量（万吨）



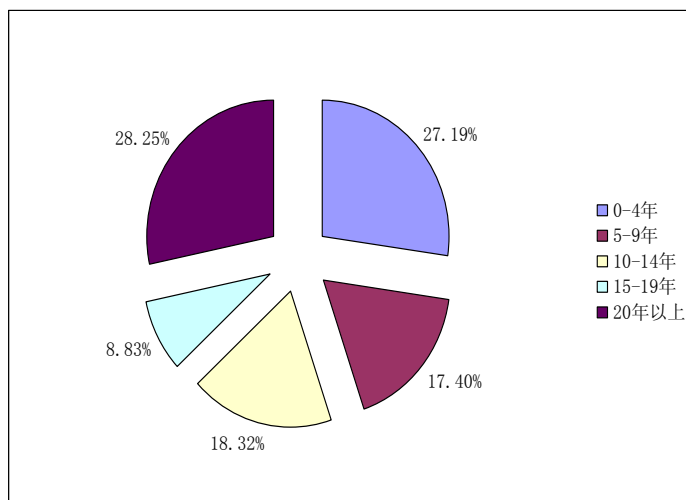
数据来源：中国海关

图：08年前11月国内粗钢产量率（万吨）

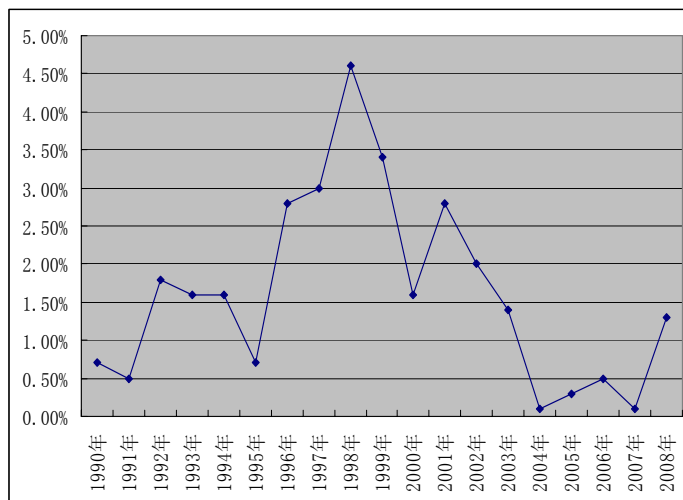


数据来源：中国钢铁工业协会

图：干散货船船龄分布

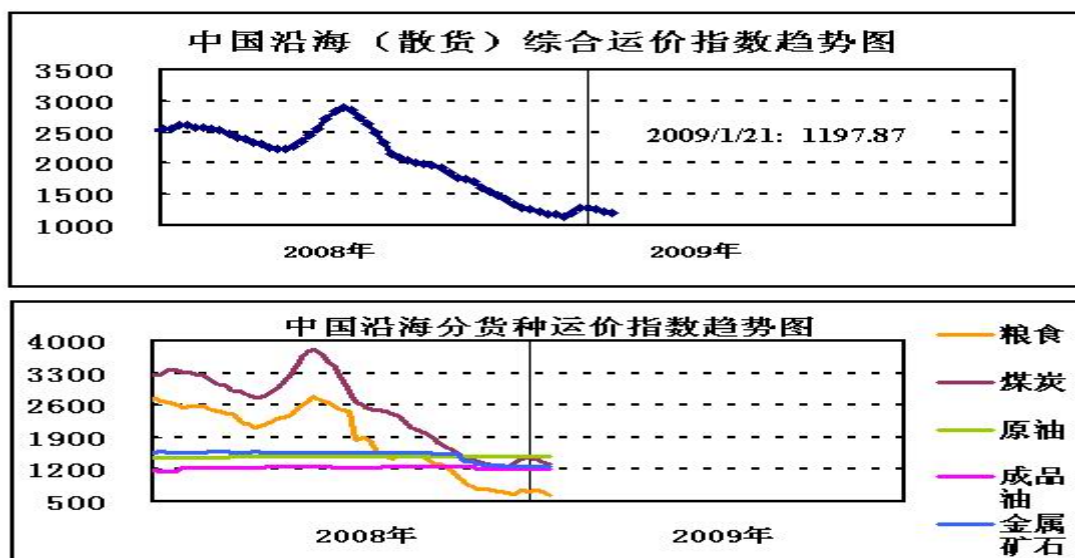


图：干散货船运力报废比例



数据来源：Clarkson

沿海散货运价指数保持低位波动的态势。对于沿海的航运企业和电厂来讲，09年一季度进入了新年度的煤炭运输合同谈判和签订阶段。以沿海主要的煤炭运输企业中海发展为例，其08年的沿海煤炭运输价格上涨了40%，对应的BDI点位在5000-5500点之间，当前的BDI指数较08年初已经下跌了90%，较公司运价合同所对应的BDI指数下跌了83%。而当前的沿海煤炭运价指数较08年初下降了65%。沿海煤炭运价指数和BDI指数相比，波动幅度较小，当前的煤炭运价指数较08年高点时下降了2/3，而BDI指数则下降了90%以上。而沿海航运企业和电厂所签订的煤炭运输合同价格和沿海煤炭运价指数相比，波动幅度更小。综合考虑，预计09年沿海煤炭合同运价较08年将下滑40%-50%。



数据来源：中华航运网

油品运输市场暴跌

近一月，国际油品运输市场暴跌，BDTI指数自08年12月15日-09年1月15日，下挫幅度超过40%，运价回到02年初的水平。成品油运输市场的运价指数BCTI跌幅超过了35%。

国际能源组织（IEA）1月中旬公布了最新的月度原油市场报告，将09年原油日需求量下调了100万桶，08年和09年的原油需求增速为-0.3%和-0.5%，原油需求面临上世纪80年代以来最大规模的下降。IEA的预测改变了去年末的乐观态度，当时的预测认为，08年和09年的原油需求增速为-0.3%和0.5%。在09年的年度策略报告中，我们曾认为，IEA对于09年的世界原油需求预测过于乐观，我们预计09年的世界原油需求将呈现负增长，当前仍然维持这一预期。

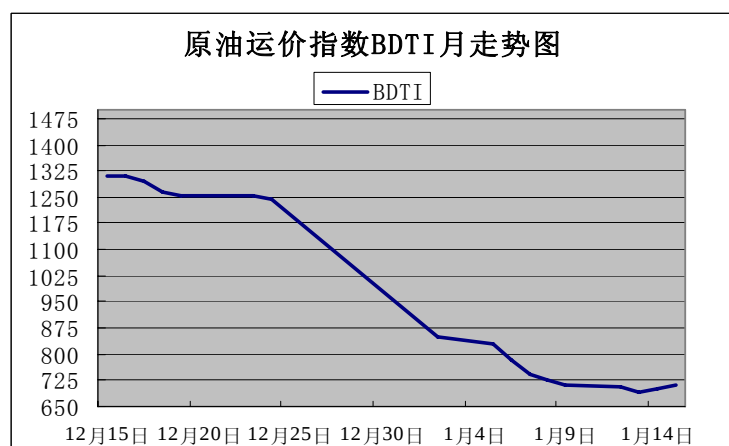
IEA还认为，由于当前原油价格低迷，有投机者如摩根士丹利通过租赁VLCC储存原油，以便在未来油价回升的时候抛出获利，当前通过这种方式储存的原油预计达到8000万桶，按照每艘油轮储存200万桶计算，需要40艘VLCC，储存原油的运力占到了当前油轮运力的8%。市场的这种投机行为短期内有利于缓解运力过剩带来的压力，但是，这种投机行为赖以存在的基础——未来油价上升——若不能实现，则储油占用的运力仍将回到市场，造成短期内运力的更严重的过剩。

从Clarkson最新公布的09年预期的运力投放速度来看，08年底预计09年运力投放5800万载重吨，一个月后的预计为6430万载重吨，运力投放没有放缓的趋势，反而增加了630万载重吨，其中VLCC预期运力投放增加了120万载重吨，相当于4艘VLCC。从订单上看，08年12月份，没有原油船订单签订，只有两艘0.98万载重吨的成品油轮订单，反映了航运商和船东对于未来市场的悲观预期。油轮造船价格也在下滑，以VLCC为例，08年12月中旬，32万载重吨VLCC的造价为1.51亿美元，一个月后降为1.45亿美元。

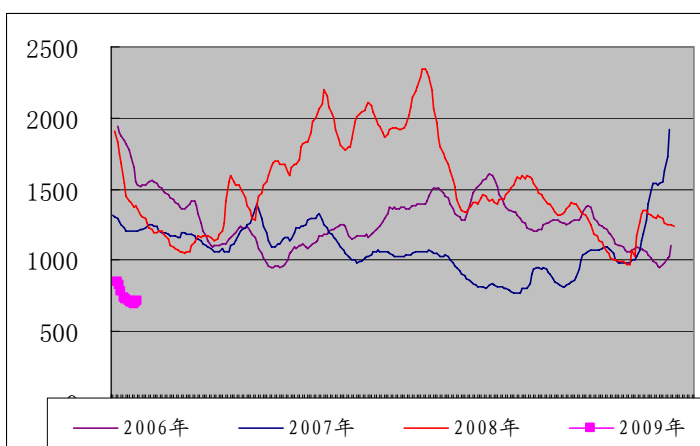
中国的原油进口仍然维持稳定增长的势头，08年进口原油1.79亿吨，增长9.6%，06年和07年增速为14.5%和12.4%。

09年的油品运输市场的运力增速超过需求增速是不争的事实，市场面临较大的压力。

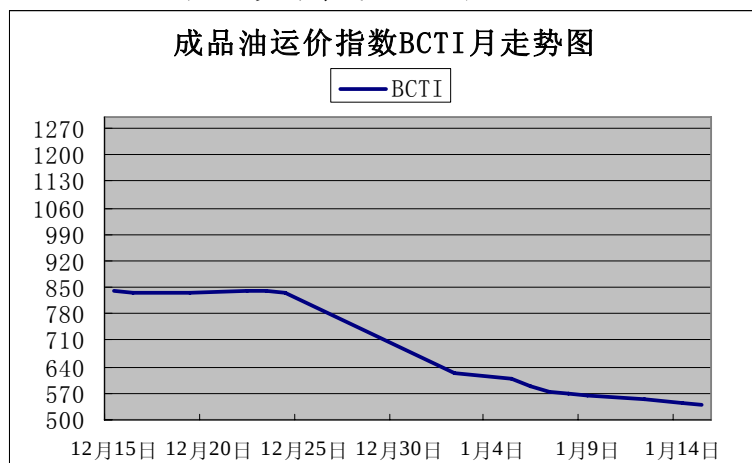
图：波罗的海原油运价指数



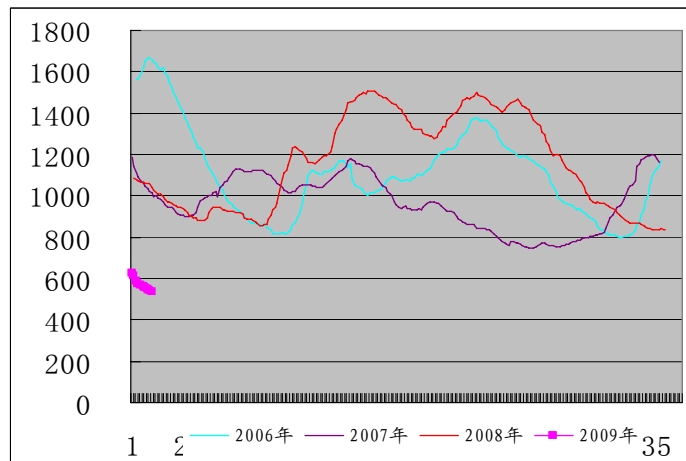
数据来源：Bloomberg



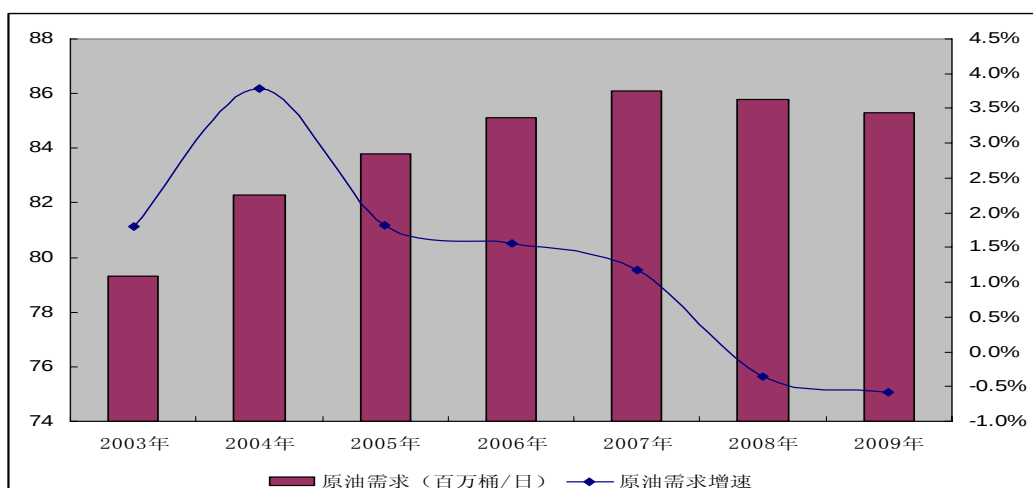
图：波罗的海成品油运价指数



数据来源：Bloomberg



图：全球原油需求增速预测



数据来源：IEA

集装箱运输市场继续下挫

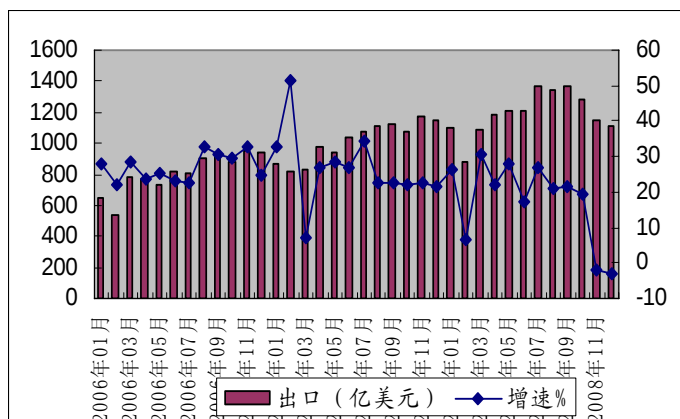
08年11月和12月，国内出口已经连续两个月出现下滑，截至目前为止，中国的出口环境并没有出现改善迹象，09年，中国的出口难以出现有效增长，持平或者负增长的可能性更大。当前，我们仍然维持09年世界集装箱运输需求增长2.2%的判断。

从运力增长角度看，Clarkson预计08年12月份预计09年交付的集装箱运力为185.42万TEU，而到了09年1月份则预计为203.56万TEU，增长了9.8%，当前来看，09年的集装箱运力交付同样没有受到市场衰退的影响，此后的运力交付是否推迟仍需继续观察。就当前的数据来看，运力的供需差距可能比原来的预期要大。

近一个月市场非常萎靡，亚洲到欧洲的集装箱也出现了史无前例的零运费。而租船价格指数也继续下挫，近一个月下跌11%。中国春节前夕的出货高峰也没有出现。市场的低迷仍将持续。

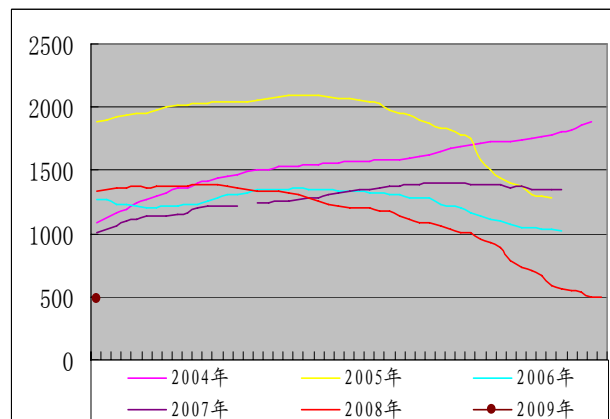
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图：大陆月度出口及增速



数据来源：商务部

图： 集装箱租船价格指数（HRCI）



数据来源：中贸物流资讯

中国的出口集装箱运价指数仍然保持下挫趋势，反映货源不足，基本可以判断，09年1月份中国的出口仍将保持负增长的局面。一季度为集装箱运输淡季，市场走稳或者有所反弹也要等到2季度之后。

中国出口集装箱综合运价指数趋势图
China Containerized Freight Index Trend
上海航运交易所 2009年1月23日发布



警惕航运公司业绩低于预期的风险

长航油运和中远航运已经公布了业绩快报，分别为0.37元和1.10元，和我们0.37元和1.12元的业绩预测基本一致。长航油运的业绩和其业绩承诺一致。中海集运发布了08年业绩大幅下降50%以上的业绩预警。招商轮船预计08年每股收益0.41元，低于我们原来0.49元的预期。还有中国远洋和中海发展没有公布业绩预报，由于08年四季度航运市场剧烈波动，再考虑到部分公司参与金融衍生品交易导致巨亏，尽管我们根据市场状况调低了相关公司的业绩，但

航运公司的业绩可预见性大大降低，部分公司的业绩有可能低于我们和市场的预期，导致相关公司的股价波动。

维持行业“中性”的投资评级。

表：重点公司业绩预测

	股价 1	每股净	EPS				P/E				P/B	投资评
	月 23 日	资产	07 年	08 年	09 年	10 年	07 年	08 年	09 年	10 年		
长航油运	4.89	2.72	0.22	0.37	0.44	0.57	22.2	13.2	11.1	8.6	1.8	推荐
中海发展	10.68	6.09	1.4	1.78	0.94	1.25	7.6	6.0	11.4	8.5	1.8	推荐
中国远洋	8.79	5.85	1.87	1.45	0.53	0.65	4.7	6.1	16.6	13.5	1.5	观望
中远航运	7.99	3.18	0.82	1.12	0.82	0.93	9.7	7.1	9.7	8.6	2.5	推荐
招商轮船	4.26	2.75	0.25	0.41	0.45	0.66	17.0	10.4	9.5	6.5	1.5	推荐
中海集运	2.88	2.78	0.36	0.003	-0.022	0.077	8.0	960.0	-130.9	37.4	1.0	观望

数据来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持：超越大盘；
中性：基本与大盘持平；
减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上；
推荐：相对强于市场表现5%~15%；
观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；
卖出：相对弱于市场表现5%以下。