

研究员：
李冬
行业
(8621)64718888-
1807

伴随 BDI 震荡的交易性投资机会

——2009 年第 2 季度航运业投资策略报告

投资摘要

BDI 指数保持震荡格局，年初至今，BDI 指数经历了大幅反弹，目前已经接近保本点附近，进入 3 月份以后，BDI 反弹力度明显减弱。可以看出，未来散货海运需求下降的压力仍然存在，同时，运力释放也对运价构成了不小的压力。我们预计，2009 年 2 季度，BDI 指数将在 2000 点左右震荡，等待市场整体转暖。

油运市场淡季即将到来，2 季度是油运市场的传统淡季，EIA 油品库存逼近历史高点，因此，尽管近期原油价格有一定程度的反弹，但是国际原油/成品油运价依然小幅下跌。同时，2009 年 2 季度是年内新船交付的一个高峰期，对市场构成一定的压力。但是 2010 年是单壳油轮淘汰的最后一年，部分运力将推出市场，另外，随着经济的好转，原油需求有望逐步回升，油运市场将逐渐回暖。

集装箱运价连创新低，中国出口集装箱运价量创新，尤其是受金融危机冲击，欧美和东南亚地区的经济不景气，导致了欧洲/地中海航线、东南亚航线和美东航线领跌中国出口集装箱综合运价指数。但是，近期众多船东开始在欧亚航线进行提价自保，我们认为，集装箱运价已经处于低点，尽管由于国外市场低迷，中国出口短期内难以大幅反弹，但是出口集装箱运价下跌幅度有限。

投资策略：从行业整理业绩来看，2009 年全年业绩同比下降在 50%左右，随业绩下降，行业整体 PE 将显著高于 2008 年水平。我们认为，2009 年 2 季度，航运基本面并没有明显的改善，集装箱运价和干散货运价的上涨多是出于成本需求，而真正推动运价上涨的海运需求量并不会出现明显增长。但是，我们认为 2 季度由于 BDI 反复震荡，在海运公司中，中国远洋（601919）股价走势与 BDI 指数走势高度相关，BDI 从低点开始，反弹幅度超过 200%，而中国远洋股价仅上涨了 61%，因此，中国远洋、中远航运和中海发展存在交易性投资机会。考虑到中国远洋股价与 BDI 的高度相关，我们建议重点关注在 BDI 震荡中中国远洋出现的交易性投资机会。

联系人
张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

目录

干散货市场：BDI 维持震荡	4
2 月份 BDI 强势反弹	4
沿海干散货运价持续下跌	5
国内需求不容乐观、BDI 维持震荡	5
油运市场：淡季即将到来	7
油价低迷导致运价持续下跌	7
油运需求放缓、运力稍有过剩	9
EIA 库存接近历史高点，OPEC 可能再度减产	10
集运市场：运费水平屡创新低	11
出口集装箱综指创 8 年新低	11
出口下降，运力供给过剩	12
09 年航运公司业绩不容乐观.....	14
A 股航运公司 08 年业绩预告与成长性分析	14
A 股航运公司业绩预测与投资评级	14
投资策略与重点公司	15
关注 BDI 震荡带来的交易性机会	15
风险提示	16

图表目录

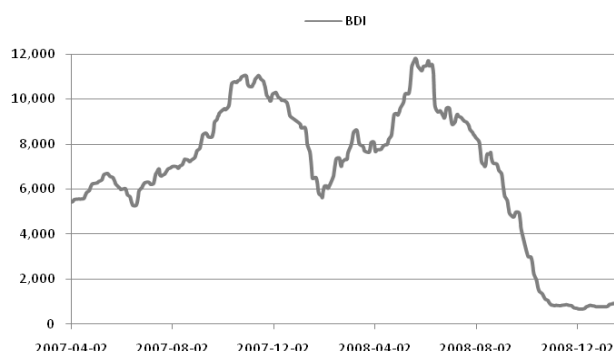
图表 1	近两年 BDI 走势.....	4
图表 2	近两年 BPI、BCI 和 BHMI 走势	4
图表 3	铁矿石和煤炭期租水平.....	4
图表 4	08 年以来沿海散货综合运价指数走势.....	5
图表 5	08 年以来分货种沿海散货运价指数走势.....	5
图表 6	08 年以来钢材价格综合指数.....	6
图表 7	主要城市钢材库存走势.....	6
图表 8	07 年以来月度铁矿进口量.....	6
图表 9	主要城市钢材库存走势.....	6
图表 10	全球干散货运输供需分析.....	6
图表 11	08 年以来 BCTR 原油/成品油运价指数.....	7
图表 12	2002-2009 年 WTI 年度均值.....	7
图表 13	沿海原油运价指数.....	7
图表 14	分航线沿海原油运价指数.....	7
图表 15	沿海成品油运价指数.....	8
图表 16	分航线沿海成品油运价指数.....	8
图表 17	分船型主要航线期租水平.....	8
图表 18	2001 - 2007 年全球原油供求及贸易量.....	9
图表 19	油品海运需求量预测.....	9
图表 20	全球 09 年单季度每日平均原油需求预测.....	9
图表 21	中国 09 年单季度每日平均原油需求预测.....	9
图表 22	分船型船舶交付量.....	10
图表 23	WTI 原油价格走势	10
图表 24	1990 年以来 EIA 石油库存量	10
图表 25	中国出口集装箱运价综合指数.....	11
图表 26	北美航线运价指数.....	11
图表 27	欧洲/地中海航线运价指数.....	11
图表 28	东亚航线运价指数.....	11
图表 29	东南亚航线运价指数.....	12
图表 30	非洲/南美洲航线运价指数.....	12
图表 31	分船型船舶一年期期租水平	12
图表 32	中国对各地区出口额占比 (%)	13
图表 33	2008 年以来对主要贸易对象出口额增速 (%)	13
图表 34	分船型船舶一年期期租水平	13
图表 35	已出年报公司 08 年四季度业绩	14
图表 36	上市公司业绩预告.....	14
图表 37	上市公司业绩预告.....	15
图表 38	中国远洋主要财务指标.....	16

干散货市场：BDI维持震荡

2 月份 BDI 强势反弹

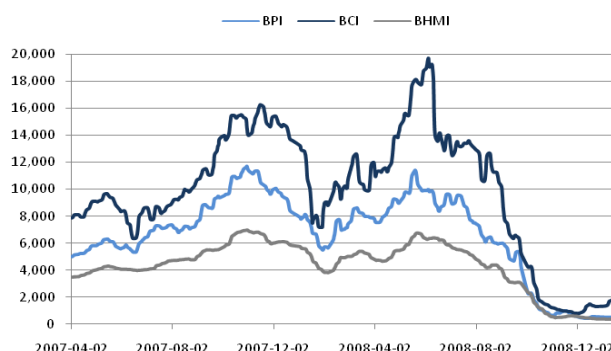
2008 年 12 月初，BDI 指数触底，2009 年以来，国际干散货运价持续反弹。1 月份 BDI 平均值 904.5 点，环比上升 21.74%；2 月份 BDI 平均值 1815.85，环比上升 100.75%。从各船型运价指数来看，1 月份 BCI 表现较为强势，平均值 1776 点，环比上升 51.48%；BPI 平均值 551 点，环比上升 7.07%；BHMI 平均值 427，环比下降 15.65%；2 月份 BPI 和 BHMI 表现较为强势，平均值分别为 1332 和 1105 点，分别环比上升 141.55%和 158.82%；BCI 月度均值 3178.95，环比上升 79.03%。可以看出 2 月份干散货运价反弹幅度较大，BDI 强势冲击保本点。

图表 1 近两年 BDI 走势



资料来源：Wind、浙商研究所

图表 2 近两年 BPI、BCI 和 BHMI 走势



资料来源：Wind、浙商研究所

从干散货两大主要货种，铁矿石的煤炭的期租水平来看，各航线反弹幅度各不相同。铁矿石方面，2 月份好望角型船从丹皮尔到鹿特丹的反弹幅度最大，环比上升 178.91%，1、2 月份月底期租水平分别是 6099 美元/天和 17011 美元/天；煤炭方面，灵便型船从罗伯茨到日本的航线反弹幅度最大，环比上升 211.34%，1、2 月份月底期租水平分别是 2848 美元/天和 8867 美元/天。从期租水平的数据可以看出煤炭运价的反弹导致了综合运价指数的大幅反弹。

图表 3 铁矿石和煤炭期租水平

单位：美元/天	2008 均值	2009 均值	1 月 30 日	2 月 27 日	环比
铁矿石					
Capesize					
Tubarao—Rotterdam	105,639	22,633	20,043	32,331	61.31%
Tubarao—Beilun/Baoshan	139,512	37,275	34,602	48,419	39.93%
Dampier—Rotterdam	68,162	12,584	6,099	17,011	178.91%
Dampier—Beilun/Baoshan	98,800	22,700	13,531	25,313	87.07%

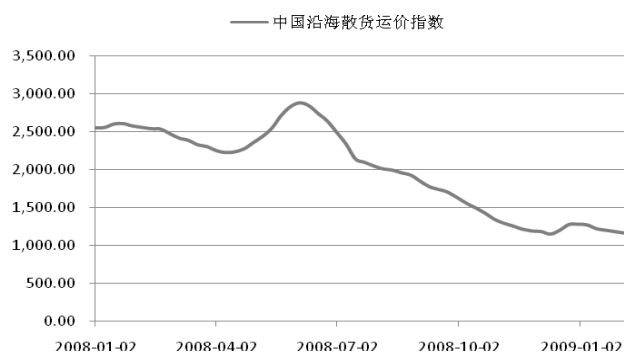
Saldanha—Beilun/Baoshan	95,219	22,906	16,988	29,255	72.21%
煤炭					
Capsize					
Bolivar/Rotterdam	104,891	24,206	20,975	33,102	57.82%
Hay Pt./Rotterdam	61,906	11,743	7,480	16,558	121.36%
R.Bay/Rotterdam	63,533	10,362	4,927	13,845	181.00%
Indonesia/Rotterdam	56,850	11,247	6,897	10,906	58.13%
Hay Pt./Japan	92,802	19,978	11,719	31,851	171.79%
Panamax					
Richards B./Rott	39,658	5,123	2,862	7,190	151.22%
Roberts Bank/Japan	45,993	6,461	2,848	8,867	211.34%

资料来源：中贸物流、浙商研究所

沿海干散货运价持续下跌

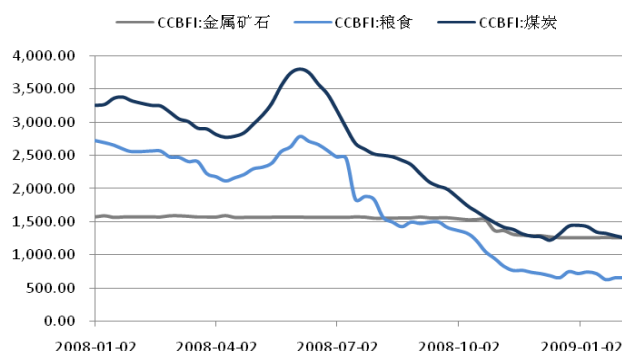
自 2008 年 7 月沿海干散货运价开始下跌以来，2009 年前两个月沿海干散货运价指数持续下跌。1、2 月份，沿海干散货运价综合指数月度平均值分别是 1216 点和 1119 点，2 月份环比下降 8.05%；从不同货种运价指数来看，粮食和煤炭的累积跌幅较大，其中，粮食运价指数前两个月月度均值分别是 687 和 646 点，2 月份环比下跌 5.98%；煤炭运价指数前两个月月度均值分别是 1346 和 1194 点，2 月份环比下跌 11.28%，主要是用电量下降和电厂库存较为充足所致；同期，金属矿石运价指数跌幅较小，运价基本保持稳定。

图表 4 08 年以来沿海散货综合运价指数走势



资料来源：Wind、浙商研究所

图表 5 08 年以来分货种沿海散货运价指数走势



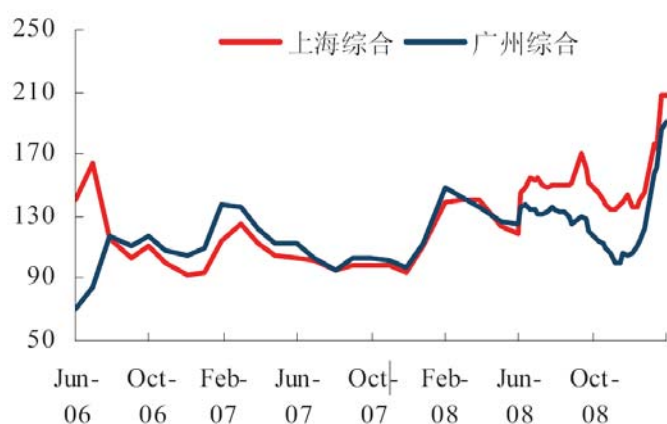
资料来源：Wind、浙商研究所

国内需求不容乐观、BDI 维持震荡

依据 mysteel 数据显示，2009 年 3 月 13 日国内钢材价格综合指数 124.3 点，较去年同期下跌了 35.5%，再创 2008 年以来的新低，完全吞噬了 2008 年 11 月份以来的价格升幅，从趋势上看，钢材价格尚有下跌空间。同期，钢材库存量则出现大幅上升，创下近 3 年最高水平，远高于 2008 年库存的最高水平。

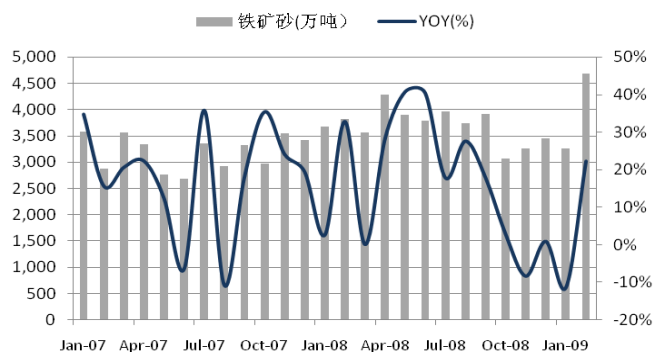
图表 6 08 年以来钢材价格综合指数


资料来源: Mysteel、浙商研究所

图表 7 主要城市钢材库存走势


资料来源: Mysteel、浙商研究所

2009 年前两个月, 铁矿石累计进口量 7939 万吨, 同比增长 5.84%; 2 月底, 全国港存矿石量 5834 万吨, 依然高于正常水平 1834 万吨。钢材价格下跌和库存大幅增长将导致港存矿石量的增加和矿石进口量的下降。另外, 由于海运铁矿石主要有好望角型船承担, 未来铁矿石进口量的下降将构成对该船型运价的压力, 进而导致 BDI 指数下跌。同时, 未来运力供给依然过剩, 我们认为, 2 季度 BDI 指数将在 2000 点左右震荡。

图表 8 07 年以来月度铁矿进口量


资料来源: Mysteel、浙商研究所

图表 9 主要城市钢材库存走势


资料来源: Mysteel、浙商研究所

图表 10 全球干散货运输供需分析

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
运输量(百万吨)	4041	4313	4524	4775	5012	5263	5420	5637
运力(百万载重吨)	302.2	322.6	345.1	368.5	392.4	430.6	493.6	577.3
倍数	13.37	13.37	13.11	12.96	12.77	12.22	10.98	9.76

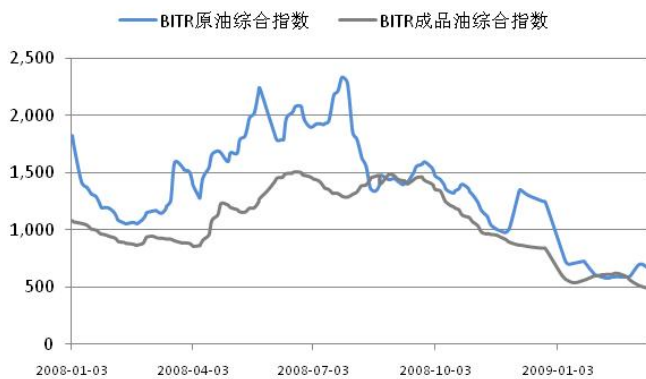
资料来源: 中贸物流、浙商研究所

油运市场：淡季即将到来

油价低迷导致运价持续下跌

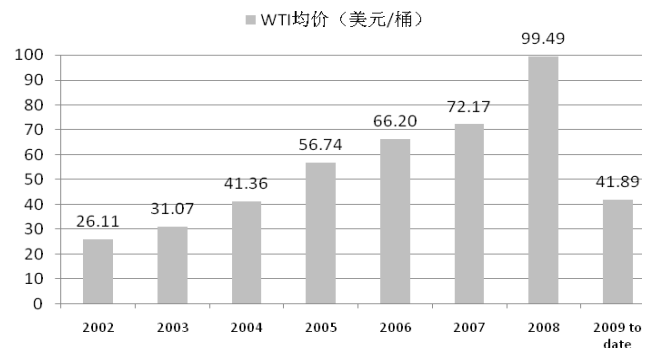
2009 年以来，WTI 原油均价 41.89 美元/桶，较 2008 年下跌了 57.90%，基本与 2004 年原油价格上涨以前的水平相当。由于原油市场的低迷，且国际原油/成品油运价与油品价格高度相关，因此，国际原油和成品油运价不断下挫，2009 年前 3 个月，BITR 原油综合指数月度均值分别是 716.17、588.43 和 680.50 点；同期，BITR 成品油运价综合指数分别为 572.5、600.45 和 499.50 点，可以看出，成品油市场要略为弱于原油市场，主要是下游需求下降，成品油首当其冲。

图表 11 08 年以来 BITR 原油/成品油运价指数



资料来源：WIND、浙商研究所

图表 12 2002-2009 年 WTI 年度均值



资料来源：WIND、浙商研究所

从沿海原油/成品油运输市场来看，原油运价受国际油价下跌的影响不大，成品油则受到了一定的影响，但是，从跌幅上来看，2009 年年初至今成品油运价指数均值为 1211 点，仅比 2008 年均值小幅下跌了 2.22%。从分航线运价指数来看，成品油运价下跌主要是大连到南方港口的运价下跌所致。

图表 13 沿海原油运价指数



资料来源：WIND、浙商研究所

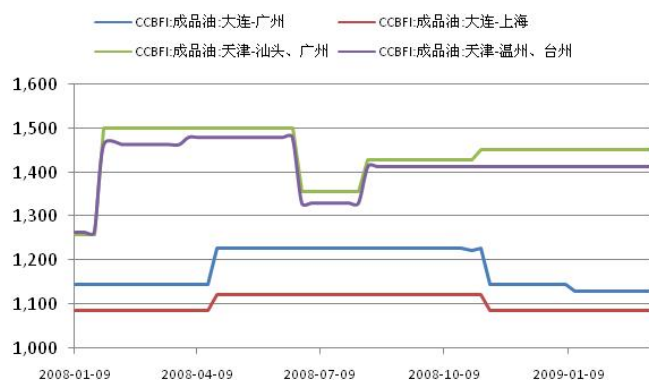
图表 14 分航线沿海原油运价指数



资料来源：WIND、浙商研究所

图表 15 沿海成品油运价指数


资料来源：WIND、浙商研究所

图表 16 分航线沿海成品油运价指数


资料来源：WIND、浙商研究所

从 2009 年 2 月底的情况来看，由于各航线期租水平涨跌互现，导致了 2 月份运价指数的震荡走势，其中 VLCC 原油从海湾到日本的航线环比上升了 23.68%，AFRAMAX 原油运价从海湾-远东航线运价指数环比上升了 16.75%，SUEZMAX 原油从海湾-中国的运价则出现了显著下跌，环比下降 399.79%。从成品油运价来看，HANDY 从新加坡到日本航线运价水平环比大幅上升 34.08%，相反，PANAMAX 从海湾-日本的运价水平下跌了 11.89%。

图表 17 分船型主要航线期租水平

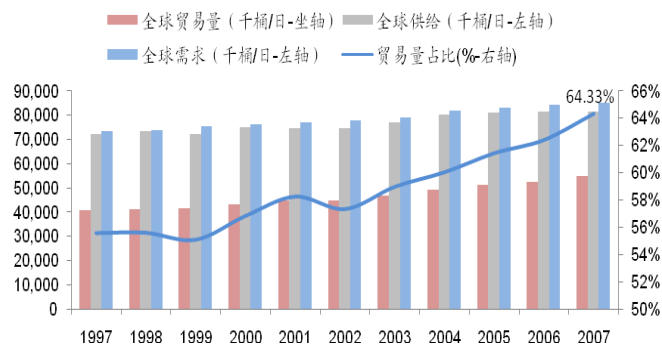
单位：美元/天	2008	2009 to date	1 月均值	2 月均值	环比
原油					
VLCC					
海湾-日本	103,836	55,263	39,778	49,197	23.68%
西非-远东	82,020	53,972	55,365	42,451	-23.33%
SUEZMAX					
西非-美湾	65,588	40,808	38,027	35,291	-7.19%
海湾-中国	55,844	35,698	38,782	23,349	-39.79%
AFRAMAX					
海湾-远东	38,045	23,498	19,378	22,624	16.75%
地中海-美湾	50,924	36,408	29,713	29,629	-0.28%
成品油					
PANAMAX					
海湾-日本（7 万 DWT）	41,306	25,956	28,023	24,692	-11.89%
海湾-日本（5.5 万 DWT）	34,854	22,909	22,773	23,611	3.68%
HANDY					
新加坡-日本	13,386	8,351	6,573	8,813	34.08%
地中海-美湾	23,650	14,340	12,716	13,283	4.46%

资料来源：中贸物流、浙商研究所

油运需求放缓、运力稍有过剩

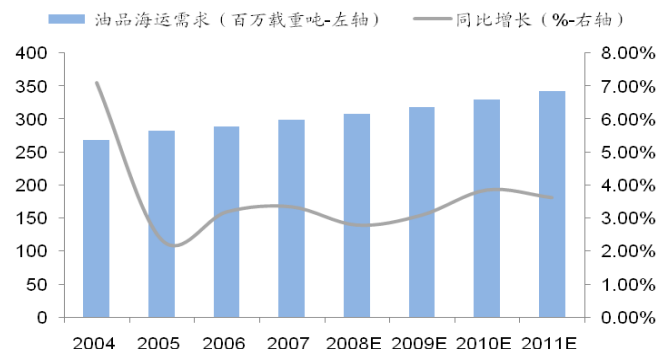
2008 年 4 季度全球原油需求 8690 万桶，略低于 07 年同期水平。07 年 - 09 年全球季度平均每日原油需求量分别是 8580 万桶/日、8575.25 万桶/日和 8530.25 万桶/日，呈现下降趋势。从 1997 年到 2007 年，全球原油贸易量占全球原油需求量的比重不断增大，2007 年，全球原油贸易量已经占同期全球原油需求量的 64.33%。因此，尽管全球经济放缓导致了原油需求量的下降，但是贸易量占比的增加在一定程度上缓解了对油轮运输需求的压力。同时，由于我国进口原油的需求量不断增加，2007 年中国原油需求量占全球需求量的 8.83%，预计 09 年中国原油需求占全球需求的 9.73%。

图表 18 2001 - 2007 年全球原油供求及贸易量



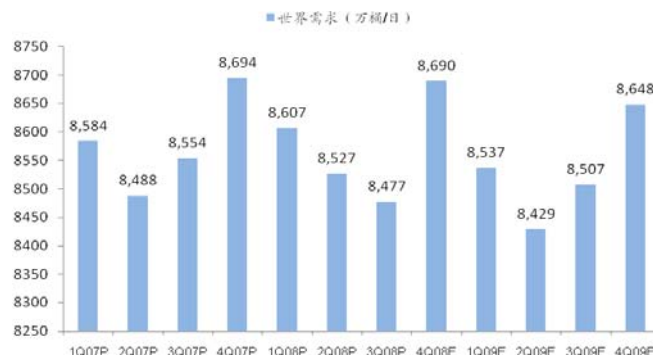
资料来源：中贸物流、浙商研究所

图表 19 油品海运需求量预测



资料来源：中贸物流、浙商研究所

图表 20 全球 09 年单季度每日平均原油需求预测



资料来源：中贸物流、浙商研究所

图表 21 中国 09 年单季度每日平均原油需求预测



资料来源：中贸物流、浙商研究所

依据 Clarkson 最新数据显示，2009 年以后，订单交付量总计 1807 艘，合计 168.1 百万载重吨，占目前油轮总运力的 41%，显而易见未来两年运力增量较大。另外，依据最新数据，截止至 2009 年 1 月底，全球总计有单壳油轮 70.7 百万载重吨，占总运力的 17.22%；双壳油轮 339.8 百万载重吨，占总运力的 82.78%。依据 2008 年下半年单壳油轮的改造速度，平均每月约有 2.3 百万载重吨的单壳油轮进行拆解或者改造，按照此改造，

09 年将有 27.6 百万载重吨运力退出市场，在不考虑订单推迟或者取消的前提下，09 年将有 31.4 百万载重吨的净增加。

图表 22 分船型船舶交付量

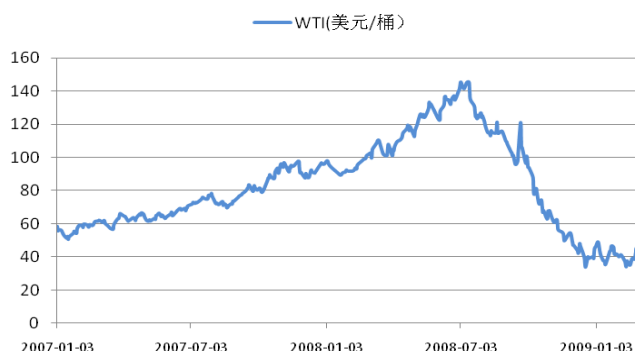
单位: DWT	船舶交付量				订单数量	
	2009	2010	2011 以后	合计	艘数	占存量比
VLCC	18.4	21.6	32.2	72.1	233	46.30%
Suezmax	10	7.5	9.4	26.9	172	48.40%
Aframax	11.1	9.6	5.3	26.1	237	31.80%
Panamax	3.8	1.7	3.3	8.9	121	33.70%
Handy	15.7	11.7	6.7	34.1	1044	37.50%
合计	59	52.1	56.9	168.1	1,807	41.00%

资料来源: 中贸物流、浙商研究所

EIA 库存接近历史高点, OPEC 可能再度减产

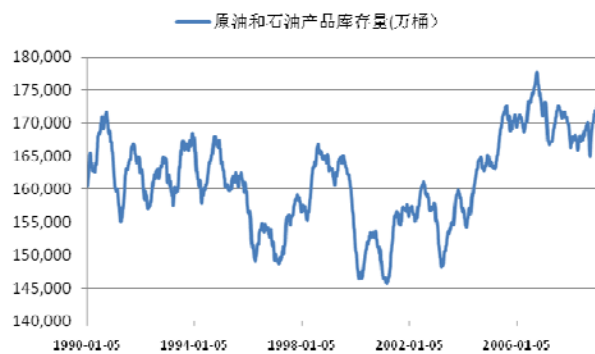
2009 年年初至今, WTI 原油价格始终在低位震荡, 价格下跌有逐步企稳的趋势, 但是, 从 EIA 石油及石油制品的库存量来看, 前 3 个月平均库存量为 17.39 万桶, 同比增长 3.86%, 距离历史高点进一步之遥。从短期情况来看, 2 季度是原油市场的传统淡季, 远东船厂大多选择在此阶段进行停产检修。另外, OPEC 主席卡利尔表示, OPEC 很可能在 3 月份开会期间商讨进一步减产事宜, 因此, 对 2 季度的油品运输需求可能进一步下降。另外, 2 季度运力释放的压力依然较大, 综合供需来看, 2 季度的油轮运价有再度下跌的可能。但是, 随着下半年运力释放的减缓, 我们认为, 2009 年 VLCC 和 MR 的期租水平依然可以维持在 50000 美元/天和 20000 美元/天左右。但是, 随着 2010 年的到来, Marpool 规定的单壳油轮淘汰的最有期限到来, 全球油轮运力将显著降低。依据 2008 年年底数据测算, 单壳 VLCC 和 MR 共有 117 和 111 条, 分别占 2008 年年底全球运力的 19%和 11%, 单壳油轮的淘汰将显著降低全球运力供给, 因此, 2010 和 2011 年, 油轮运价反弹可期。

图表 23 WTI 原油价格走势



资料来源: WIND、浙商研究所

图表 24 1990 年以来 EIA 石油库存量



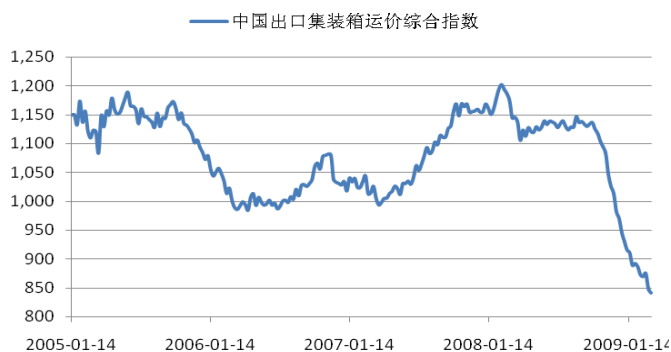
资料来源: WIND、浙商研究所

集运市场：运费水平屡创新低

出口集装箱综指创 8 年新低

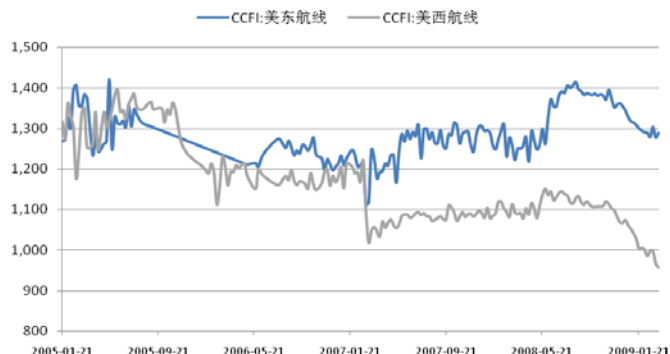
2009 年年初至今，中国出口集装箱运价综合指数累计跌幅 9.61%，尽管累计跌幅不大，但是由于前期集装箱运输相对低迷，本轮下跌已经使中国集装箱综合指数创下 8 年新低。本次下跌始于 08 年下半年，从 08 年高点至今，累计跌幅 32.97%。近期，尽管综指不断下跌，但是跌幅已经趋缓，2 月 13 日，综指收于 841.44 点。从分航线运价指数来看，本轮大跌主要是欧洲和地中海航线运价的大幅下跌，年初至今，欧洲航线累计下跌 16.64%，地中海航线累计下跌 15.45%；其次，东南亚航线受金融危机冲击也较为严重，运价累计下跌 12.75%；在东亚方面，日本航线至今收到的冲击较小，而韩国和香港航线跌幅较大；在金融危机中受到冲击较小的航线分别是东西非航线和美东航线，年初至今的累计跌幅分别是 1.13%2.25%；另外，受到南美航线的拖累，南非南美运价指数累计下跌了 10.04%。

图表 25 中国出口集装箱运价综合指数



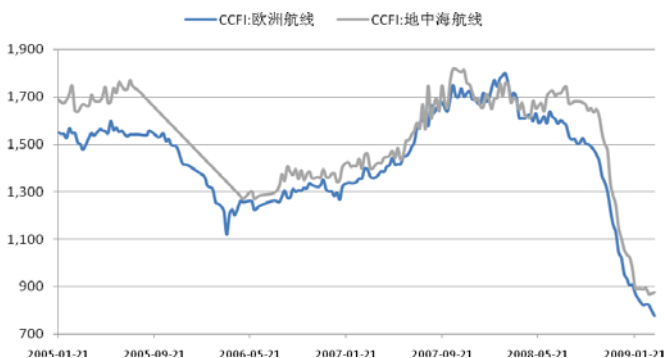
资料来源：WIND、浙商研究所

图表 26 北美航线运价指数



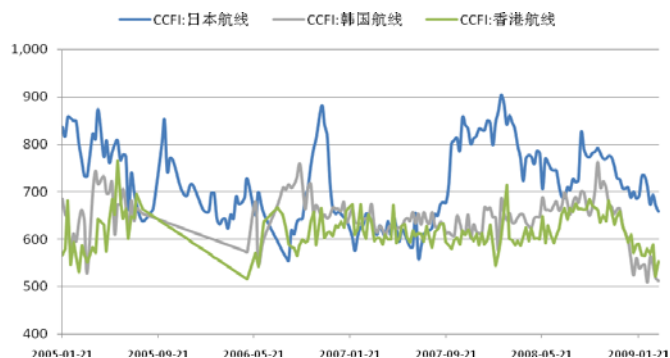
资料来源：WIND、浙商研究所

图表 27 欧洲/地中海航线运价指数



资料来源：WIND、浙商研究所

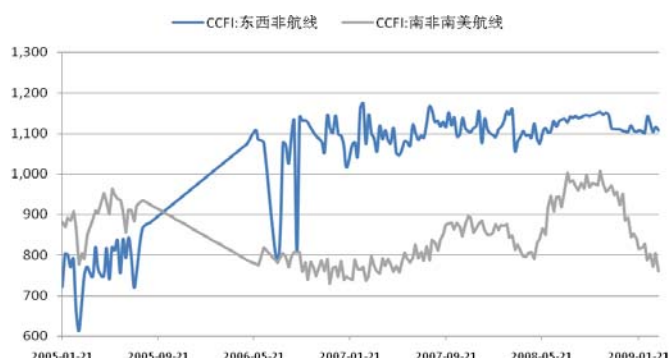
图表 28 东亚航线运价指数



资料来源：WIND、浙商研究所

图表 29 东南亚航线运价指数


资料来源：WIND、浙商研究所

图表 30 非洲/南美洲航线运价指数


资料来源：WIND、浙商研究所

从各船型一年期的期租水平来看，2009 年的平均期租水平较 2008 年有了较大幅度的下跌，其中，Sub-Panamax 的运价下降了 13458 美元/天，下跌幅度为 61.29%，在各种船型中跌幅居首；Feedermax 的运价下降了 3563 美元/天，下跌幅度为 47.11%，在各种船型中跌幅最小。

图表 31 分船型船舶一年期期租水平

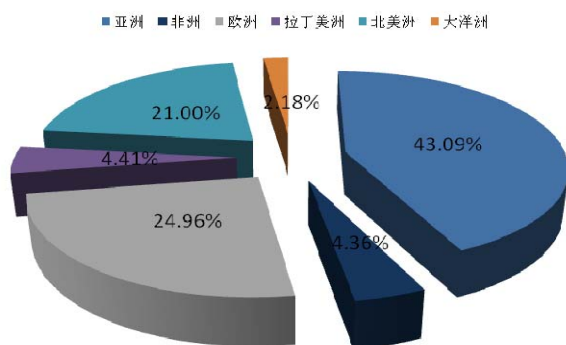
单位：美元/天	2008	2009 to date	1 月底	2 月底	环比
Panamax	26,125	10,500	10,500	10,500	0.00%
Sub-Panamax (2750TEU)	21,958	8,500	8,500	8,500	0.00%
Handy (1000TEU)	10,346	4,600	4,600	4,600	0.00%
Feedermax	7,563	4,000	4,000	4,000	0.00%

资料来源：中贸物流、浙商研究所

出口下降，运力供给过剩

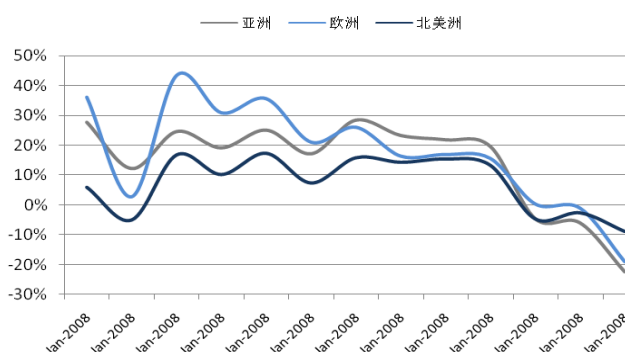
今年前 2 个月我国外贸进出口总值 2667.7 亿美元，同比降 27.2%。其中出口 1553.3 亿美元，同比降 21.1%；进口 1114.4 亿美元，同比降 34.2%。贸易顺差 438.9 亿美元，同比增 59.6%。从单月数据来看，2 月进出口总值同比降 24.9%，环比降 11.88%，考虑春节因素后，2 月外贸形势有进一步恶化的趋势。从主要出口地区的情况来看，2009 年 1 月份，中国出口总额 904.54 亿美元，同比下降 17.50%；其中，中国对亚洲出口总额 389.79 亿美元，同比下降 22.40%；对非洲出口总额 39.42 亿美元，同比增长 6.43%；对欧洲出口总额 225.78 亿美元，同比下降 18.91%；对拉丁美洲出口总额 39.82 亿美元，同比下降 18.15%；对北美洲出口总额 189.97 亿美元，同比下降 8.79%；对大洋洲出口总额 19.69%，同比下降 9%。从上述数据可以看出，中国对主要出口对象的出口额均出现较大幅度的下降，而从 08 年以来，中国对主要贸易对象的出口额同比增速显著下降，部分地区则出现了连续 3 个月的负增长，可以看出，出口情况不容乐观。

图表 32 中国对各地区出口额占比 (%)



资料来源: CEIC、浙商研究所

图表 33 2008 年以来对主要贸易对象出口额增速 (%)



资料来源: CEIC、浙商研究所

依据全球集装箱船手持订单情况来看,截止至 2008 年 11 月,未来五年将有近 61.8 万 TEU 的运力投放到市场上。截止至 08 年底,全球集装箱运输市场共有运力合计 1249.7 万 TEU,较 07 年增长了 15% 左右。1999-2007 年,世界海运需求年平均增长约在 9.74% 左右,但是,从 05 年开始,船队运力的年增长率均高于 13%,05-08 年分别是 13.3%、16.7%、14.1% 和 15%,说明运力增长一直高于集装箱海运需求增长。从运价指数来看,05 年达到高点开始下跌,也正是集装箱运力开始高速增长阶段。历史数据显示,集装箱市场回暖基本出现在运力年增速在 9% 左右。依据我们的预测,在不考虑拆船量和弃船的情景下,2012 年集装箱运力增长为 9.15%;在计入拆船量的前提下,2011 年全球运力增长在 10.30% 左右。但是,我们认为由于全球集装箱船舶整体船龄较为年轻,未来几年的拆船量增速不会很大。

图表 34 分船型船舶一年期期租水平

单位: 千 TEU	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
新增运力	955	1,384	1,366	1,692	1,791	1,744	1,721	1,624	1,809
拆船量	0	29	33	73	117	115	100	109	115
不计入拆船量年末运力	8,117	9,472	10,805	12,497	14,288	16,032	17,753	19,377	21,186
不计入拆船量增长率	13.30%	16.70%	14.10%	15.00%	14.33%	12.21%	10.73%	9.15%	9.34%
含拆船量年末运力	8,117	9,443	10,772	12,424	14,171	15,917	17,653	19,268	21,071
含拆船量增长率	13.30%	16.34%	14.07%	15.34%	14.06%	12.32%	10.91%	9.15%	9.36%
每年实际弃船 10% 的年末运力	8,117	9,472	10,805	12,497	13,992	15,447	16,895	18,248	19,761
每年实际弃船 10% 的运力增长率	13.30%	16.69%	14.07%	15.66%	11.96%	10.40%	9.38%	8.01%	8.29%
每年实际弃船 30% 的年末运力	8,117	9,443	10,805	12,497	13,633.7	14,739.5	15,844.2	16,872	18,023.3
每年实际弃船 30% 的运力增长率	13.30%	16.34%	14.42%	15.66%	9.10%	8.11%	7.49%	6.49%	6.82%

资料来源: 中贸物流、浙商研究所

尽管运力过剩以及市场低迷,但是我们认为目前运价已经处于低点,除个别航线外,未来难以出现大跌,另外,2 月份众多船东已经宣布提高跌幅较大的亚欧航线运价,上涨幅度约为,西行 250-350 美元/TEU,东行 50-200 美元/TEU。

09 年航运公司业绩不容乐观

A 股航运公司 08 年业绩预告与成长性分析

2008 年航运类上市公司业绩环比增速放缓明显，从已公布年报的长航油运和中海发展粮价公司来看，长航油运增速放缓，而中海发展在 08 年 4 季度出现了较为明显的下滑。从已经公布业绩预告的公司来看，宁波海运和招商轮船依然增长较为明显，但是，公司增长主要是受益于 2008 年上半年的高运价，下半年的运价下跌已经严重影响公司业绩；而长航凤凰和中海集运均出现了较为明显的同比下降。

图表 35 已出年报公司 08 年四季度业绩

公司名称	2008 年度同比 (%)			2008 年四季度环比 (%)		
	营业收入增长率	营业利润增长率	母公司净利润增长率	营业收入环比增长率	营业利润环比增长率	母公司净利润环比增长率
600087 长航油运	54.29	2.14	61.18	12.28	18.69	37.73
600026 中海发展	38.43	21.61	16.90	-35.21	-81.08	-58.04

资料来源：WIND、浙商研究所

图表 36 上市公司业绩预告

证券代码	证券简称	业绩预告摘要	预告净利润变动幅度(%)
000520	长航凤凰	净利润约 8000 万元,下降 70%—90%	-90.00
600798	宁波海运	增长 75%左右	75.00
601866	中海集运	大幅度下降 50%以上	-50.00
601872	招商轮船	增长 50%-100%	100.00

资料来源：WIND、浙商研究所

A 股航运公司业绩预测与投资评级

2009 年将是航运业最艰难的一年，航运类上市公司受累于运价下跌，业绩将出现明显的下降。我们预计 2009 年全年航运类上市公司整体盈利水平将较 2008 年下降 50%左右。行业每股收益的算术平均值将从 2008 年的 0.69 元/股下降到 2009 年的 0.20 元每股，2010 年，航运业业绩将出现复苏，我们预计 2010 航运业上市公司整体业绩将同比增长 70%左右。由于行业盈利水平的下降，公司的估值水平将有所提高，依据我们的测算，2008 年航运业上市公司平均市盈率 15.61 倍，而 2009 年将达到 27 倍。

图表 37 航运业上市公司业绩预测

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率				市净率	投资评级
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E		
000520	长航凤凰	5.15	0.55	0.11	-0.18	-0.06	9.4	46.8	N/A	N/A	2.2	中性
600026	中海发展	11.56	1.38	1.59	0.90	1.17	8.4	7.3	12.8	9.9	1.6	中性
600087	长航油运	5.91	0.54	0.37	0.41	0.66	11.0	16.0	14.4	9.0	1.83	中性
600428	中远航运	9.85	1.64	1.09	0.52	0.50	6.0	9.0	18.9	19.7	2.5	中性
600798	宁波海运	8.22	0.30	0.52	0.15	0.20	27.4	15.8	54.8	41.1	2.3	中性
600896	中海海盛	6.97	0.59	0.54	0.10	0.21	15.4	10.2	37.4	40.0	2.3	中性
601866	中海集运	3.77	0.31	0.01	-0.21	-0.03	12.2	377	N/A	N/A	1.3	中性
601872	招商轮船	5.18	0.25	0.41	0.23	0.40	20.7	12.6	22.5	13.0	1.6	中性
601919	中国远洋	11.73	1.87	1.65	-0.09	0.16	6.3	7.1	N/A	73.3	1.3	中性
	行业均值		0.83	0.69	0.20	0.36	12.97	15.61	26.82	29.42	1.9	中性
	行业中值		0.55	0.52	0.15	0.21	11.03	11.44	20.73	19.70	1.8	

资料来源：浙商研究所

投资策略与重点公司

关注 BDI 震荡带来的交易性机会

依据前面的分析，我们认为 2009 年 2 季度，BDI 指数将主要围绕 2000 点左右波动。由于整个行业基本面并未出现明显的好转，2 季度将主要存在交易性机会。从公司业务与股价走势来看，中国远洋（601919）与 BDI 指数走势高度相关，年初至今，BDI 指数反弹幅度远大于中国远洋股价的反弹幅度，随着 BDI 指数的震荡，中国远洋存在着交易性投资机会。

中国远洋（601919）：投资评级“中性”，关注交易性投资机会

1、我们认为，在前期干散货市场不景气以及集运市场向下的趋势下，我们认为中国远洋的所有船运业务都将出现亏损。但是，由于中国远洋的股价与 BDI 具有高度的相关性，在 BDI 已经从底部翻倍的背景下，中国远洋的股价将有一定的提升潜力；

2、投资时须注意解禁股风险，2008 年 12 月 29 日将有 3.79 亿股限售股解禁，占解禁后 A 股流通股本的 17.5%。由于这部分股东多为财务公司或资产管理公司，它们持有股份待 09 年博取区间交易的可能性相对小，而且预计股价在 09 年大幅反弹的可能性也较小，因此这部分股东在成本线下抛售的可能性相对较大。

3、FFA30 亿元亏损在内，08 年四季度预计将出现亏损约 70 亿元，从而使 08 年

业绩大幅低于市场预期。

4、我们给予中国远洋“中性”的评级，注意交易性机会，下半年业绩好转后公司价值将逐步体现。

图表 38 中国远洋主要财务指标

单位:百万元	2007A	2008E	2009E
主营收入	939	1,055	703
(+/-)%	159%	12%	-33%
经营利润 (EBIT)	197	242	-11
(+/-)%	950%	23%	-105%
净利润	191	168	-9
(+/-)%	1463%	-12%	-106%
EPS (元)	1.87	1.65	-0.09

资料来源：浙商研究所

风险提示

1、国内大宗商品需求进一步下降的风险，如果国内大宗商品需求进一步下降，尤其是铁矿石进口量下降，将导致 BDI 再度下跌。由于中国铁矿石进口量占世界铁矿石贸易量的 50%左右，故此，中国需求至关重要；

2、中国出口进一步下降的风险，如果中国对主要贸易对象的出口进一步下降，尽管目前船东在欧亚航线进行提价，但是仍然难以避免运量下降的问题；

3、运力过剩的风险，由于前期航运市场景气，船东订购了大量新船，2009 年进入了船舶交付的高峰期，运力存在过剩的问题。

研究员介绍: 李冬: 英国雷丁大学 (ICMA 中心) 国际证券, 投资与银行学硕士; 上海海事大学国际金融学士。2008 年初加盟浙商证券研究所, 现为交通运输行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 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“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。