



一手抓行业趋势变化一手抓主题投资机会

——交通运输行业二季度投资策略

国泰君安证券研究所

孙利萍 010-59312823



主要观点

- **行业趋势：09年油轮市场向好可能性大，散货和集装箱复苏仍需时日，短期的交易性机会在于运价的向上向下波动**
 - 相对长期的观点：**展望2009-2010年，干散货市场和集装箱市场将在低位震荡，油轮运输可能在2010年率先复苏；BDI运价最坏时候已经过去，09-10年再出现600点的可能性较小，集装箱运价最坏的时候正在过去，油轮运价仍在寻求最低点。
 - 二季度运价走势猜测：**二季度是油轮市场需求淡季，预计运价可能继续探底过程；集装箱运价在一季度暴跌之后，船东寻求涨价，涨后的运价是否能够持续需要关注欧美经济的复苏情况；散货市场目前面临钢材价格下跌-钢厂再次限产减产-铁矿石需求减少-BDI下跌的过程，预计铁矿石谈判价格出来后可能会增加一些运输需求，如果钢材价格回升，则BDI可能再次上涨。BDI需要关注钢材价格。
 - 行业维持“中性”评级，建议下半年关注油轮公司：长航油运、招商轮船、中海发展
 - 风险：全球经济及中国经济放缓。
- **主题性投资机会：上海航运中心建设、世博会、上海本地股重组**
 - 上海航运中心获批，细则没有出来：上港集团和海博股份受益；
 - 世博会配置组合：上海机场、锦江投资
 - 上海本地股重组预期，建议关注：上海机场、强生控股、申通地铁、亚通集团



航运业：

09年是最坏的时代， 看好10年油轮运输



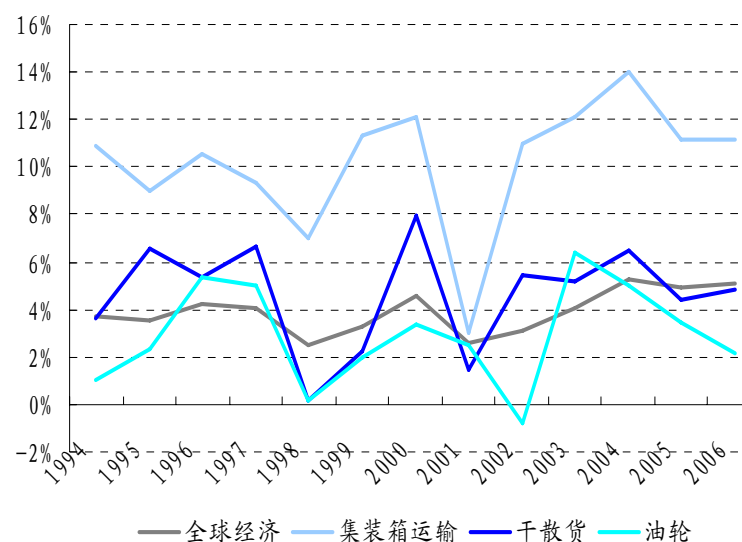
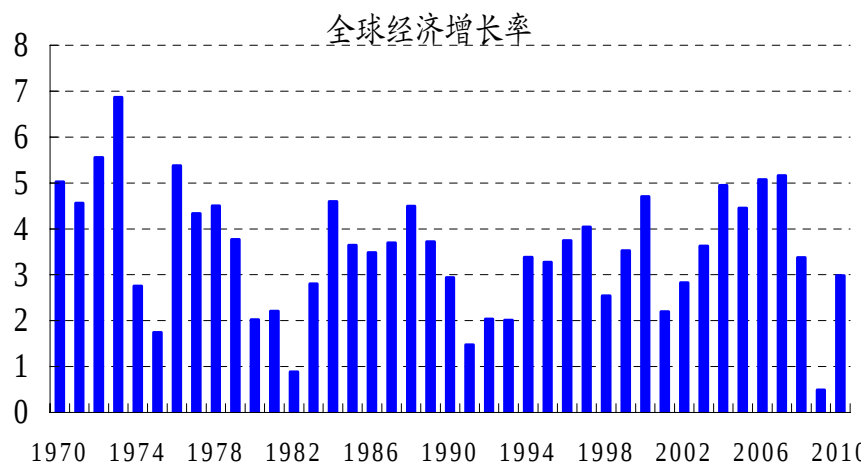
长期看：09年航运市场面临最坏的供需形势

- 09年全球经济、中国经济增速明显下滑，主流观点预计2010年经济可能缓慢复苏；
- 09年油轮运输、集装箱运输是未来3年中运力投放最集中的年份；干散货运输09-10年都面临运力集中投放；
- 09年航运市场面临最坏的供需形势：经济放缓带来的最差的需求增速，运力集中投放带来最多的供给，09年航运市场是最为艰难的时刻。



外部环境：欧美经济何时复苏？

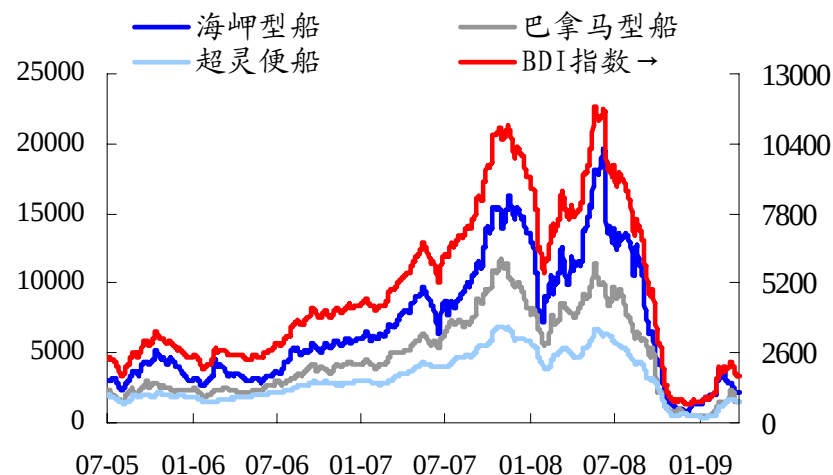
- 全球经济和贸易增长与全球海运市场紧密相关
- IMF最新预计09年全球经济增速0.5%
- 未来市场展望:经济增长放缓将导致需求放缓：集装箱、油运、干散货市场





干散货运输：09-10年低位震荡可能性大

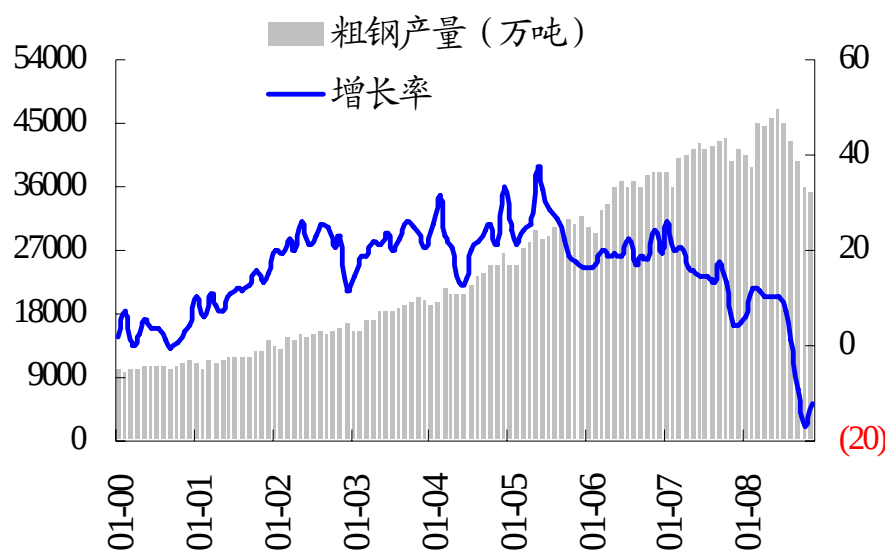
- 整体判断：09年BDI预计在1000-3000点之间震荡，均值预计在2000点左右。
- 2009年1-3月, BDI指数均值为1530点，2008年同期7324点；





干散货需求：钢厂限产、复产影响近期BDI

- 中国粗钢产量2008年9-12月份一直是负增长，09年1-2月份随着小钢厂逐渐复产，产量同比回到正增长以上。
- 钢材价格在中国钢厂减产限产以后，08年11月份钢材价格有所回升，随着钢厂复产，09年2月中旬开始钢材价格再次开始回落。





干散货需求：09年需求增长依靠4万亿投资效应

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
铁矿石	447	450	480	515	586	658	722	782	843	752
增长	11.5%	0.7%	6.7%	7.3%	13.8%	12.3%	9.7%	8.3%	7.8%	-10.8%
铁矿石/散货	21.69%	21.35%	21.97%	22.37%	23.51%	25.06%	25.72%	26.41%	27.50%	25.67%
动力煤	342	381	402	441	481	504	539	565	573	574
炼焦煤	174	169	171	178	179	184	190	207	220	208
煤/散货	25.04%	26.09%	26.22%	26.89%	26.47%	26.20%	25.97%	26.07%	25.87%	26.69%
粮食	264	260	271	264	275	272	291	304	314	303
粮食/散货	12.81%	12.33%	12.40%	11.47%	11.03%	10.36%	10.37%	10.27%	10.24%	10.34%
铁矾土/铝	54	52	55	60	68	78	79	84	86	83
磷酸岩	30	31	30	29	31	31	30	32	33	33
大宗散货合计	1311	1342	1409	1487	1620	1726	1852	1974	2068	1953
增长	10%	2%	5%	6%	9%	7%	7%	7%	5%	-5.6%
小宗散货	749	765	776	815	873	900	956	986	997	997
增长	3%	2%	1%	5%	7%	3%	6%	3%	1%	0%
散货合计	2061	2108	2185	2302	2493	2626	2807	2961	3065	2930
增长	7%	2%	4%	5%	8%	5%	7%	5%	4%	-4.4%



干散货需求：煤炭可能成为市场下一个驱动因素

煤炭需求主要增长地区

未来5年印度煤电产能增长65%，印度国内煤炭产量远不能满足这个增长

日本核电安全隐患使未来燃煤发电量增加

韩国宣布到2020年新增14座煤电站，今明两年内将有8座投产

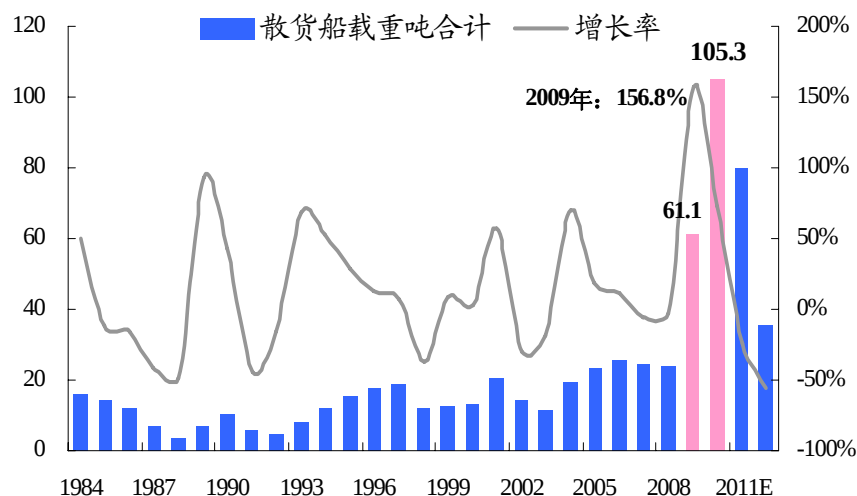
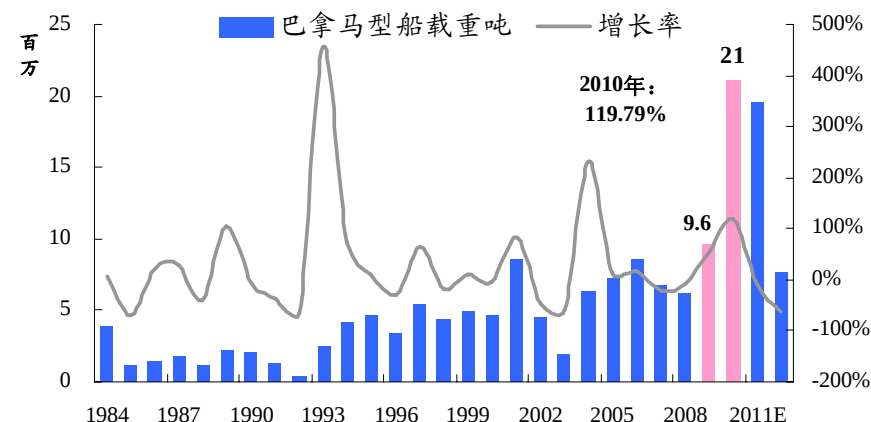
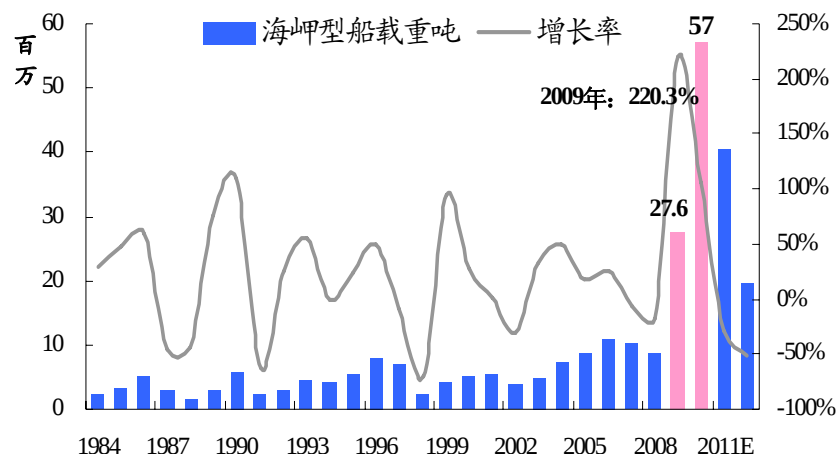
主要煤炭需求增长地区

土耳其8个燃煤电站正在建设中

东南亚和中东地区煤炭需求潜力较大



干散货供给：曾经的辉煌带来巨大运力投放



	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
海岬型船	8.62	27.60	57.00	40.50	19.70
增长率	-16.7%	220.3%	106.5%	-28.9%	-51.4%
巴拿马型船	6.17	9.60	21.10	19.50	7.70
增长率	-7.8%	55.7%	119.8%	-7.6%	-60.5%
散货船总计	23.79	61.1	105.3	80.2	35.6
增长率	-3.5%	156.8%	72.3%	-23.8%	-55.6%



干散货供给：老龄船拆解有助于散货船运力减少

	小灵便型船		大灵便型船船		巴拿马型船		好望角型船		Total		
Built	No.	百万 DWT	No.	百万 DWT	No.	百万 DWT	No.	百万 DWT	No.	百万 DWT	% Dwt
Pre-1983	1,053	26.69	122	5.61	184	12.24	56	8.22	1,415	52.76	14.0%
1983~87	683	20.35	267	11.74	166	11.19	85	14.96	1,201	58.24	15.4%
1988~92	125	3.31	108	4.82	102	7.15	88	14.82	423	30.10	8.0%
1993~97	325	8.29	308	14.05	276	19.89	180	29.14	1,089	71.37	18.9%
1998~02	303	8.03	340	16.58	357	26.63	119	20.37	1,119	71.61	19.0%
2003~07	263	7.38	382	20.25	355	27.79	211	38.06	1,211	93.48	24.8%
Total	2,752	74.04	1,527	73.06	1,440	104.89	739	125.57	6,458	377.56	100.0%



干散货FFA

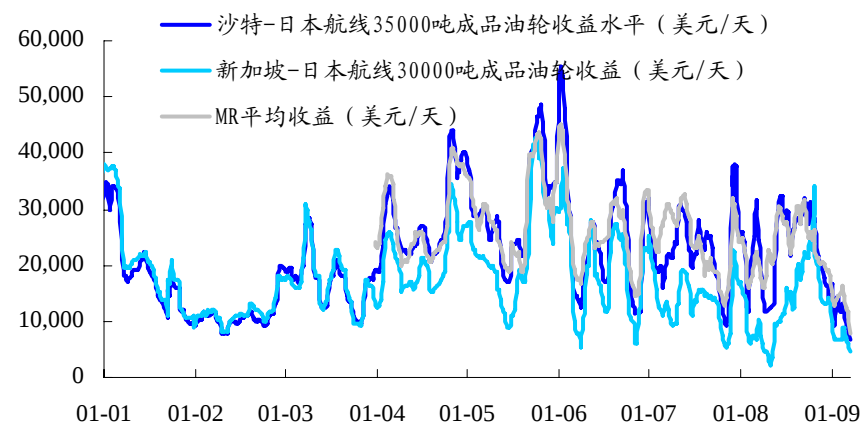
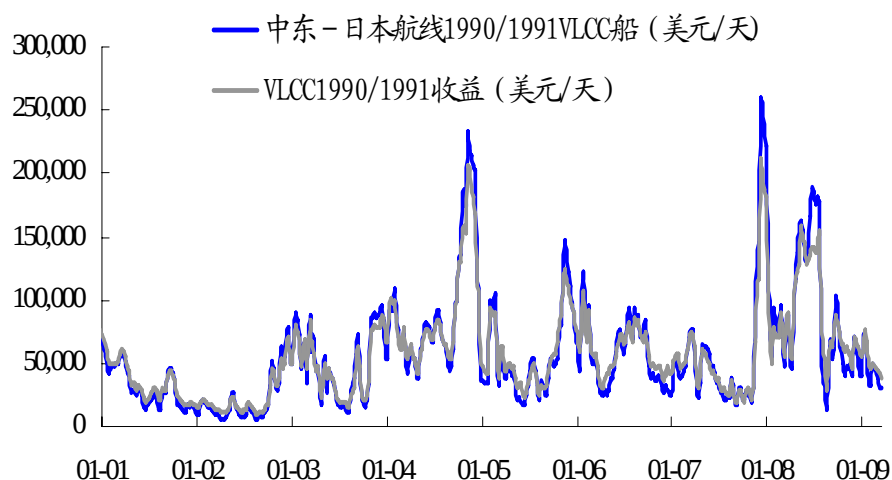
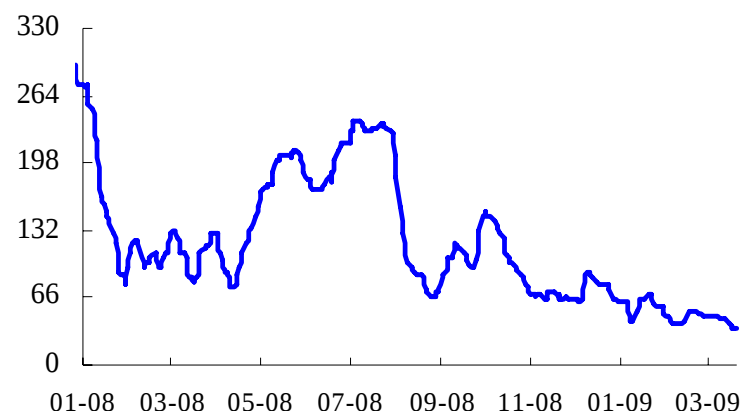
干散货平均航次期租FFA交易行情							
单位：美元/天	Q1 (09)	Q2 (09)	Q3 (09)	Q4 (09)	Cal 09	Cal 10	Cal 11
Capesize平均四条期租航线	18288	18703	19391	19550	20047	20509	20494
Panamax平均四条期租航线	12100	11535	12145	12340	12679	13218	13300
Supermax平均五条期租航线	11563	10625	10813	10797	10900	11325	11294
Handsize平均期租航线	8500	7844	7844	7907	8038	8281	8250



油轮运输：逐渐降低，看好2010年

- 中东-日本航线WS指数最新降到35点，期租水平为34000美元，基本上到达盈亏平衡点。1-3月份平均期租为5万美元，而08年平均期租为10万美元；MR 船平均收益7929美元，09年平均14000美元，08年平均23000美元。

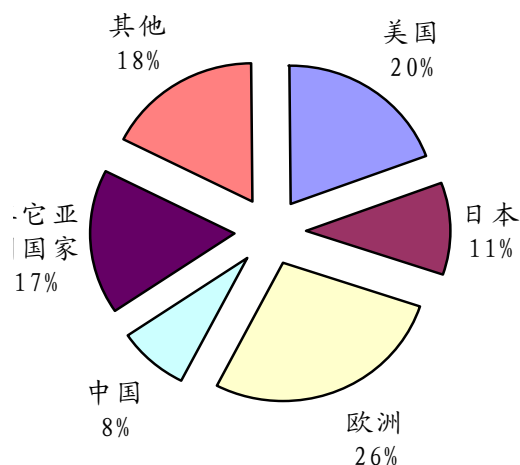
VLCC船中东-日本的WS指数—原油运输指数



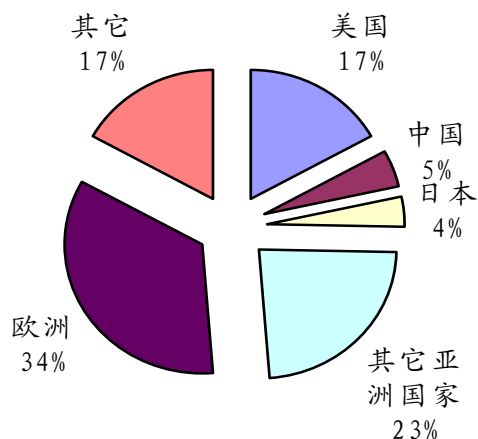


需求：全球经济和油价影响

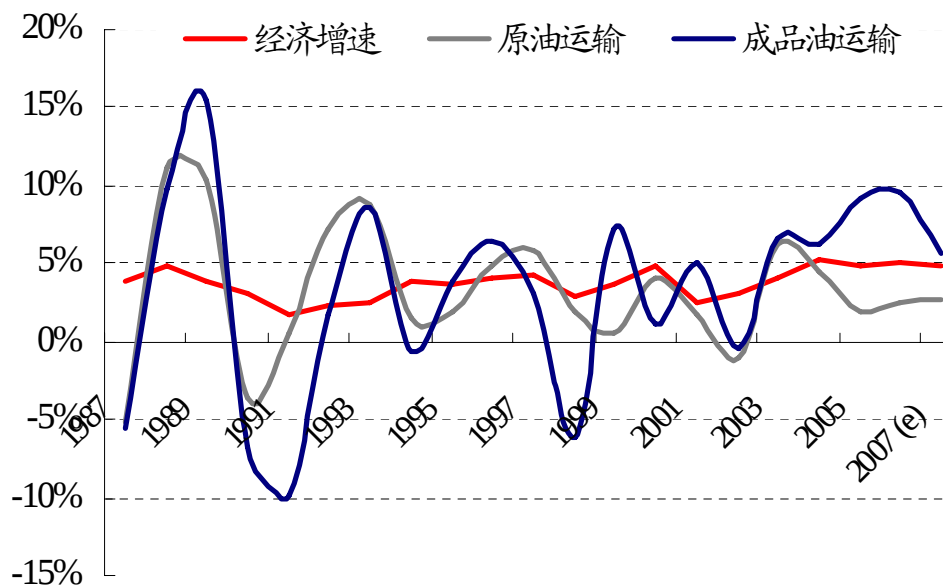
全球原油进口构成



全球成品油进口构成



- 原油、成品油需求：发达国家影响减弱，发展中国家影响渐强。
- 油价高可能抑制需求，油价低可能增加需求：年初37艘VLCC储油，目的是赌油价上涨。





需求：经济的影响

Consumption (million barrels per day) (c)	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th			
OECD	48.7	47.1	46.5	47.7	46.8	44.7	45.2	46.7	46.6	44.6	45.1	46.7	47.5	45.8	45.8
US (50 States)	19.9	19.7	18.8	19.3	19.2	18.9	18.9	19.1	19.3	19.1	19.1	19.4	19.4	19.0	19.2
US Territories	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Canada	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
Europe	15.2	14.9	15.4	15.4	14.8	14.2	14.5	14.9	14.6	14.0	14.3	14.8	15.2	14.6	14.4
Japan	5.4	4.6	4.3	4.9	5.0	4.2	4.3	4.7	4.9	4.1	4.2	4.6	4.8	4.6	4.5
Other OECD	5.6	5.4	5.3	5.5	5.3	5.0	5.0	5.4	5.3	5.0	5.0	5.4	5.4	5.2	5.2
Non-OECD	37.7	38.1	38.3	38.6	37.9	38.4	38.5	38.9	38.8	39.3	39.5	39.9	38.2	38.4	39.4
Former Soviet Union	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3
Europe	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
China	7.7	8.0	8.1	8.2	7.9	8.2	8.2	8.4	8.2	8.4	8.5	8.6	8.0	8.2	8.4
Other Asia	9.2	9.3	9.1	9.4	9.1	9.2	9.1	9.3	9.2	9.3	9.1	9.4	9.2	9.2	9.2
Other Non-OECD	15.6	15.8	16.0	15.9	15.7	16.0	16.2	16.1	16.3	16.6	16.8	16.7	15.8	16.0	16.6
Total World Consumption	86.4	85.2	84.7	86.3	84.7	83.1	83.7	85.7	85.5	83.9	84.6	86.6	85.7	84.3	85.2



供给：09年运力集中投放，10年好转

- 09年市场运力投放最多，10年有所减少；09年单壳油轮拆解速度是决定运力投放的速度。

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VLCC >200,000	8.9	9.3	5.8	9	11.3	16.9	21.6	27.1
Suezmax 120-200,000	4.2	4	4.1	4	3.3	9.5	7.6	8.2
Aframax 80-120,000	5.6	7	5.5	6.2	8.2	9.7	9.6	4.8
Panamax 60-80,000	2.7	3.2	3.2	3.1	3	3.6	1.8	3.0
Products 10-60,000	4.7	3.7	4.3	4.7	7.7	7.3	6.2	3.0
Chemical 10-60,000	1.8	2.4	3.1	3.6	5.6	7.0	7.5	3.0
Tankers >10,000	28	29.8	26	30.7	39.2	54.4	52.2	49.2
Tankers <10,000	0.4	0.5	0.4	0.6	1.9	1.9	0.6	0.2



油轮运输供给：单壳油轮拆解速度

- IMO组织政策：单壳油轮在2010年以前淘汰掉，有两种例外情况可以推迟到2012、2015年淘汰；
- 美国、欧盟、澳大利亚、香港等国家和地区执行更严厉的政策：所有单壳油轮2011年不允许进入上述国家和地区的海域；
- 韩国单壳油轮泄油事件促使其加快退出市场；
- 截止到2009年2月，共计有油轮396.2百万载重吨。其中，单壳油轮为72.2万载重吨，占18.22%。
- 如果，2009年油轮市场运价跌倒单壳油轮盈亏平衡点以下，单壳油轮拆解速度加快，则2010年油轮市场实际运力投放将少于运力交付数据。



运价判断：09年预期运价下跌，11年前看好

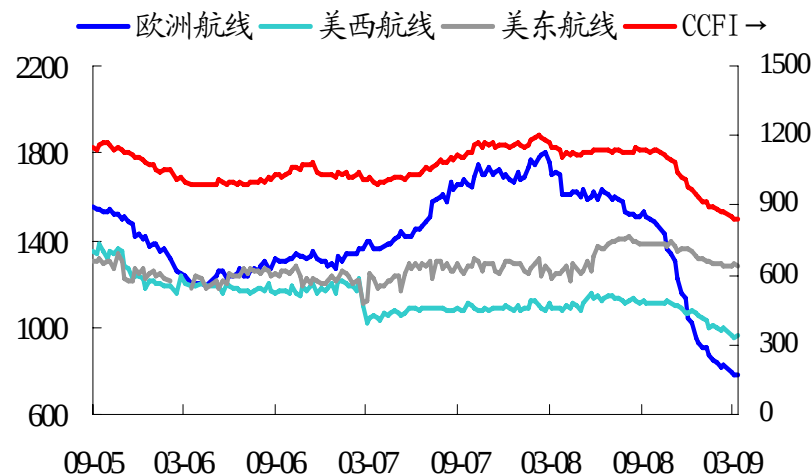
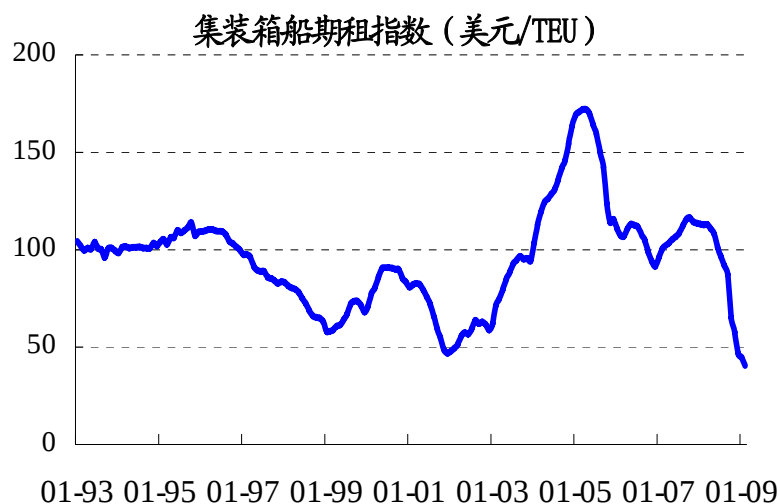
- 在市场需求放缓背景下，油轮运价逐渐寻找底部。2010年在全球经济复苏，运力投放增速相对少于2009年背景下，预计油轮运价将逐渐回升。

原油油轮运输航线FFA交易行情										
单位：WS	Mar(09)	Apr(09)	May(09)	Jun(09)	Q1 (09)	Q2 (09)	Q3 (09)	Q4 (09)	Cal 09	Cal 10
TD3:中东海湾至日本航线 (260000公吨)	39	35	34.5	34	34.5	34.5	38.5	64	65	68
TD5:西非至美东航线 (130000公吨)	80	61	58	58	59	57.5	61.5	100	103	105
TD7:北海至欧陆航线 (80000公吨)	78	78	82	82	81	84	91	107	109.5	115
成品油轮运输航线FFA交易行情										
单位：WS	Mar(09)	Apr(09)	May(09)	Jun(09)	Q1 (09)	Q2 (09)	Q3 (09)	Q4 (09)	Cal 09	Cal 10
TC2:欧陆至美东航线 (37000公吨)	94	87	99	105	97	106	115	175	175	180
TC4:新加坡至日本航线 (30000公吨)	88	83	95	105	94.33	105	111	170	170	186
TC5:中东至日本航线 (55000公吨)	88	81	90	95	88.67	99	104	171	172	178



集装箱运输：看淡

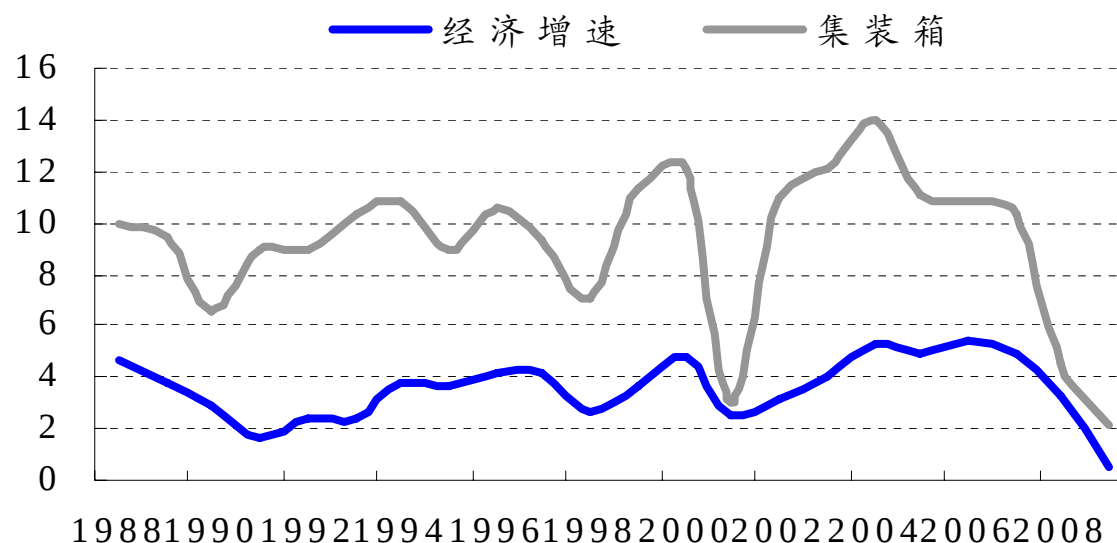
- 集装箱船期租水平已经跌破16年来最低水平；分部分航线显示欧洲航线跌的最为夸张，主要是欧美需求放缓导致。





集装箱运输需求：等待欧美经济复苏

- 欧美及全球经济放缓，导致集装箱运输需求减少；CLARKSONS08-10年集装箱需求增速分别放缓到4.6%、2.2%、4.5%。
- 中国1-2月份港口集装箱吞吐量同比下降。





供给：运力投放较快

- 2009-2011三年运力投放基本在22百万TEU以上，与2006-2008年比有明显增加；

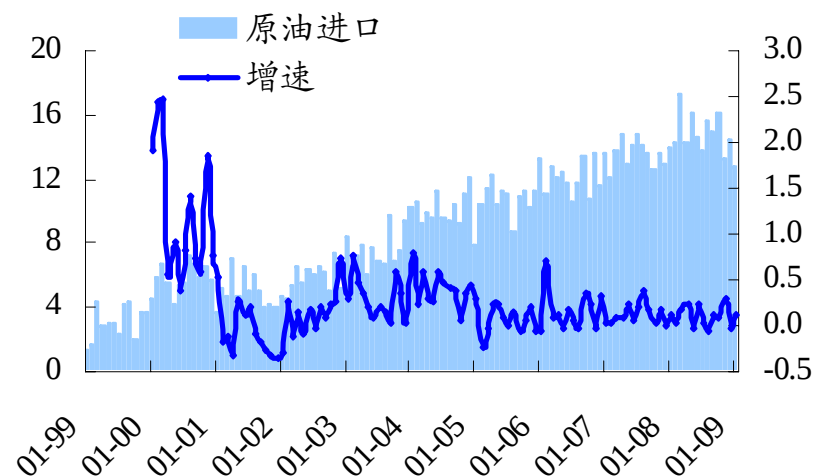
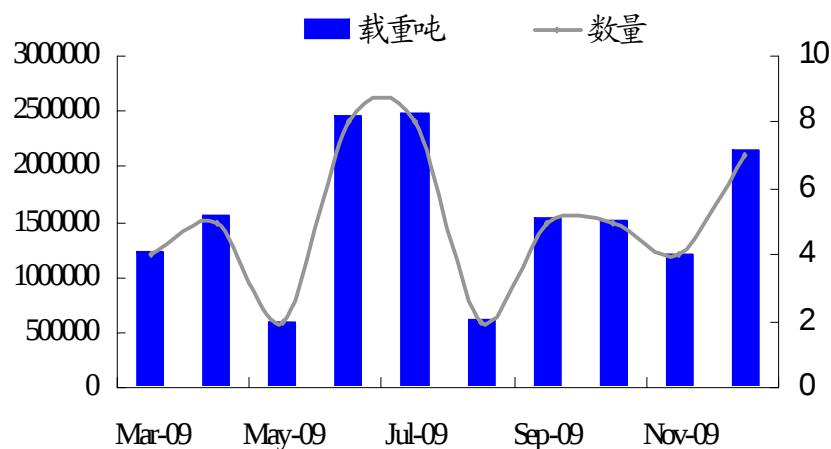
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Containers > 8,000 teu	6.6	4.9	5	6.5	11.8	13.9	3.3
Containers 3-8,000 teu	6.2	7.1	8.3	11.1	7.4	4.6	3.3
Containers < 3,000 teu	4.2	4.4	5	4.5	3.1	1.4	0.5
合计	17	16.4	18.3	22.1	22.3	19.9	7.1



短期看：油轮二、三、四季度运价猜想

- 即将到来的二季度是淡季，冬季用油已经过去，夏季用油高峰尚未到来。预计二季度油价可能继续探底，除非出现单壳油轮撞船、VLCC储油等不可预测事件；
- 三季度如果油价维持在50美元以上价位，预计年初用来储油的VLCC船将卖掉油品，进入到运输市场，加剧供给压力；
- 四季度随着经济复苏及冬季用油高峰到来，可能运价会回升；

VLCC船月度交付数据

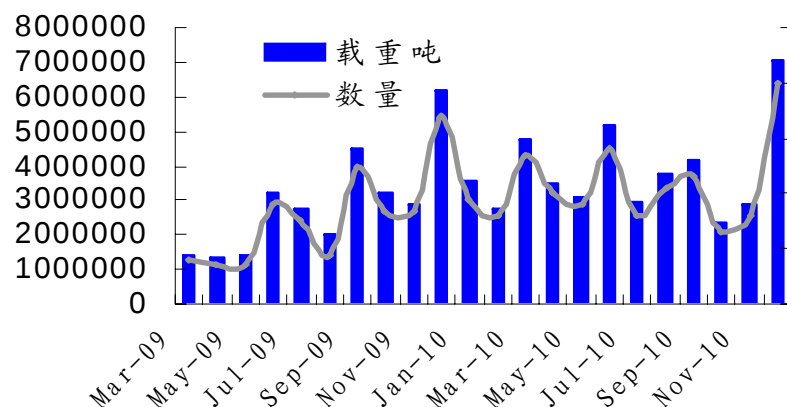




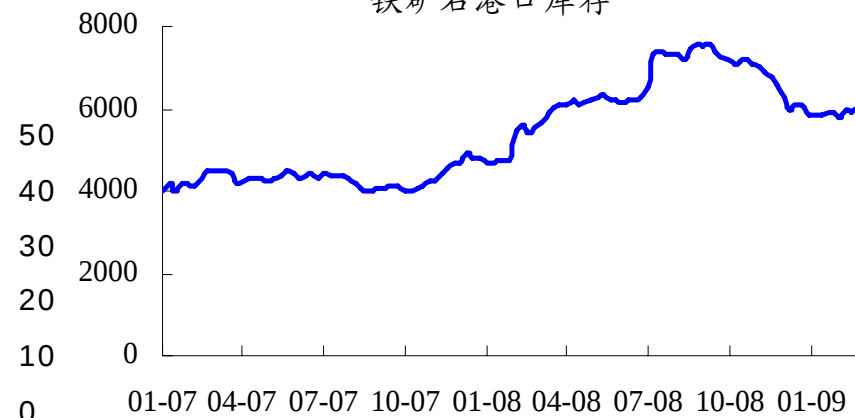
短期看：干散货二、三、四季度运价猜想

- 一月份在中国钢厂复产影响下，铁矿石进口有所增加，BDI从600点开始回升；钢厂的复产导致钢铁产能再次过剩，2月中旬钢材价格下跌，钢厂再次限产减产，铁矿石需求减少，BDI开始回落，目前为1700点左右；
- 二季度BDI价格的走势需要几个因素：一是钢材价格的回升，二是铁矿石谈判结束可能会导致钢厂长协矿运输开始，也可能导致BDI回升；三-四季度仍需要关注四万亿投资效果\钢材价格走势。

海岬型船月度交付数据



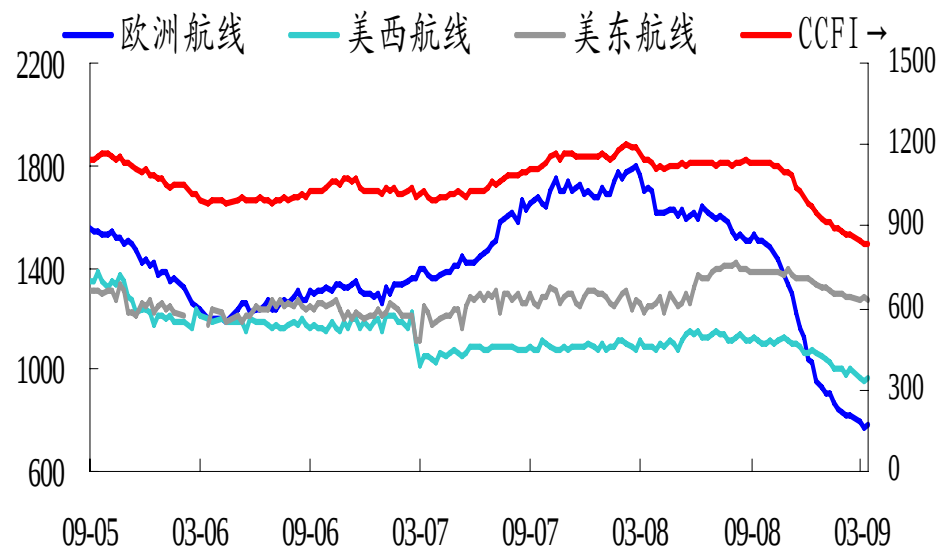
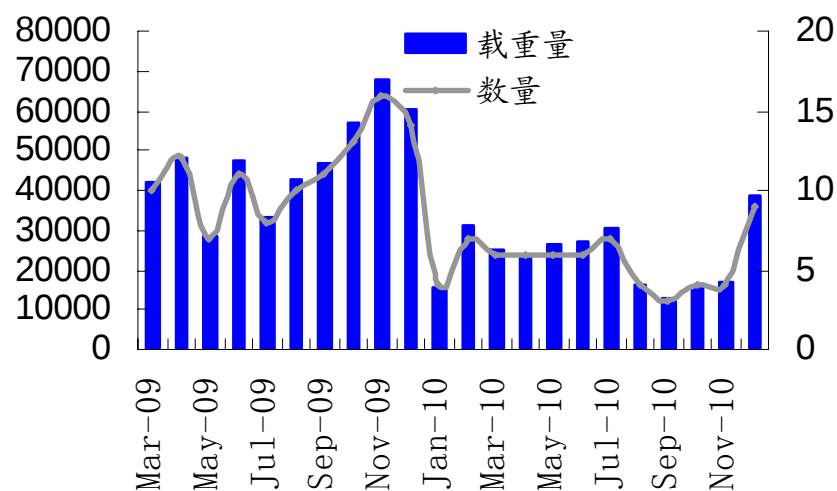
铁矿石港口库存





短期看：集装箱二、三、四季度运价猜想

- 集装箱运价在1月份暴跌，欧线跌到了每TEU200美元，基本类似于BDI1000点以下，大大跌过船东盈亏平衡点；
- 船东开始减少航线运力投放，并计划在二季度开始提高运价
- 中国船东协会方面也致力于整治集装箱运输市场的恶性竞争行为，要求从中国出发的集装箱运输公司不得低价运输。
- 集装箱提价是否可以持续需要欧美需求回升的支持。





2009年全球航运股市场表现

	收盘价格	周涨跌幅	1个月涨跌幅	3个月涨跌幅	1年涨跌幅
道琼斯指数	7278.38	0.75	2.30	-13.55	-41.12
日本日经指数	7945.96	10.39	7.14	-7.48	-35.19
韩国股指	1170.94	3.99	6.49	2.33	-28.85
台湾股指	4961.62	1.31	10.81	12.61	-41.80
丹麦歌本哈根指数	206.28	1.69	-9.24	-8.37	-46.57
油轮	收盘价格	周涨跌幅	1个月涨跌幅	3个月涨跌幅	1年涨跌幅
FRONTLINE	18.70	7.10	-22.44	-34.73	-58.31
TEEKAY	15.10	8.17	-9.20	2.37	-65.22
OVERSEAS	24.80	16.93	-14.36	-30.45	-63.65
集装箱					
马士基	25100.00	4.58	-10.99	-9.06	-47.27
韩进	18100.00	4.02	17.53	-9.95	-49.44
长荣	14.40	3.23	9.92	-7.40	-50.94
干散货:					
Diana Shipping Inc.	12.34	-3.82	-1.83	0.90	-49.49
Eagle Bulk Shipping Inc.	4.01	-14.50	12.64	-42.96	-83.92
DryShips Inc.	4.49	9.25	18.47	-54.92	-92.17
综合性航运公司					
日本邮船	379.00	4.12	-8.89	-28.36	-55.72
商船三井	487.00	3.84	-5.62	-11.13	-57.50
川崎汽船	304.00	5.56	-7.88	-22.25	-65.61



最新全球航运股估值

	股价	ROE	PB	PE			EPS		
油轮				2007	2008	2009	2007	2008	2009
Frontline Ltd.	18.70				10.75	9.70		1.74	1.93
Teekay Corporation	15.10	6.95	0.39	4.58	3.98	8.64	2.47	3.80	1.75
Overseas Shipholding Group Inc.	24.80	17.94	0.39	1.64	8.74	7.00	10.71	2.84	3.54
Euronav NV	10.00	10.07	0.64	1.70	7.53	6.90	7.97	1.80	1.97
MISC	8.15	13.10	1.53	15.18	17.41	17.19	0.65	0.47	0.47
General Maritime	7.39	8.71	0.67	6.45	6.02	6.20	0.76	1.23	1.19
Tsakos Energy Navigation Ltd.	14.36	22.99	0.58	3.23	7.60	6.01	5.40	1.89	2.39
平均			0.70	5.46	8.86	8.81			



最新全球航运股估值

	股价	ROE	PB	PE			EPS		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009
集装箱									
马士基	25100.00	11.79	0.69	6.13	12.28	7.13	4122.00	2044.53	3518.11
韩进	18100.00	10.95	0.41	4.19			4317.00	-485.68	-1660.73
长荣	14.40	16.35	0.63	4.08	51.06		3.53	0.28	-0.40
阳明	10.10	12.91	0.51	4.27	18.67		2.36	0.54	-0.75
中国远洋	4.79	47.91	0.74	1.31	2.29	6.91	2.18	1.85	0.61
平均			0.60	4.00	21.07	7.02			
干散货									
Diana Shipping Inc.	12.34	28.15	1.18	4.17	7.59	8.33	2.97	1.63	1.48
Eagle Bulk Shipping Inc.	4.01	12.50	0.40	2.78	3.79	9.90	1.32	1.06	0.41
DryShips Inc.	4.49	64.35	0.09	0.28	0.43	2.99	13.29	10.41	1.50
平均			0.56	2.41	3.94	7.08			
综合									
日本邮船	379.00	17.62695	0.67	3.09	5.53	9.68	92.93	59.30	44.70
商船三井	487.00	30.87434	0.78	2.56	4.38	7.46	159.14	107.80	49.60
川崎汽船	304.00	23.70933	0.49	2.15	6.41	11.59	131.36	47.00	23.50
平均			0.65	2.60	5.44	9.58			



从上到下看行业：09年中性评级

- 长期行业整体判断：
09-10年散货市场可能在1000-3000点震荡；油轮市场和集装箱市场09年探底，预计油轮价格10年可能回升。
行业复苏关键看欧美和中国经济的复苏。
- 短期运价猜想：集装箱运价底部回升；油轮运价继续探底；干散货运价回落，铁矿石谈判结束可能会有所回升。
- 从上到下看行业：中性。油轮公司逐渐进入买入时机。
- 油轮公司配置组合：长航油运、招商轮船、中海发展



主题性投资机会： 航运中心、世博会、上海本地重组



上海航运中心可能获批：上港集团、海博股份受益

- 上海金融航运中心近期获批，目的是打造上海成为金融航运中心
- 主要政策包括洋山港保税区政策、启运港制、第二船籍制度、完善长江疏运体系。
- 受益公司：上港集团、海博股份
- 上港集团：08-10年每股收益为0.21、0.17、0.20元；
- 海博股份：拥有洋山港保税区164亩土地，等待洋山港保税区政策出来。



世博会受益股：上海机场 锦江投资

- 2010年上海世博会预计将给上海带来7000万客流，300万国际游客，预计将给上海本地运输公司带来一定机会。
- 受益公司：上海机场 锦江投资
- 锦江投资：主要经营出租车、大客车及汽车租赁业务、物流业务。其中大客车及汽车租赁业务将受到世博会正面影响。公司08-10年业绩预测分别为0.58元、0.46元和0.58元。市盈率处在合理区间，预计世博会逐渐临近将带来主题投资机会。



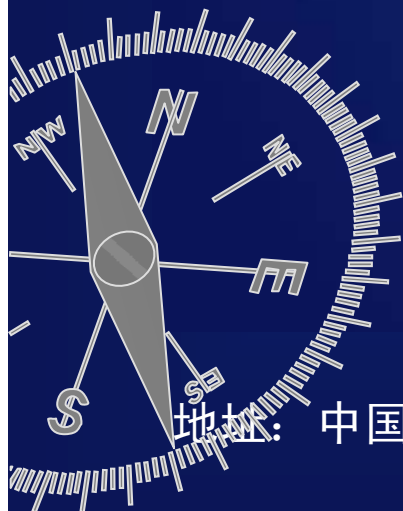
上海本地重组股组合：上海机场、申通地铁、强生控股

- 上海机场：虹桥和国际货运站资产
- 强生控股：集团1000辆出租车及巴士股份置换给久事集团的出租车及租赁车业务。强生控股，可能整合巴士集团旗下的出租车、租赁车；如果有租赁车业务，将受益世博会。
- 申通地铁：上海地铁线路。



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

诚信 亲和 专业 创新



地址：中国上海市延平路135号 电话：021-62580818 网址：www.gtja.com