

交通运输行业—航运业

2009 年 5 月 22 日

相关研究:

执笔人:

孟令茹

0351-8686986

menglingru@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心
A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

航运市场 6 月份策略: 世界干散货运输市场反弹局面将会延续

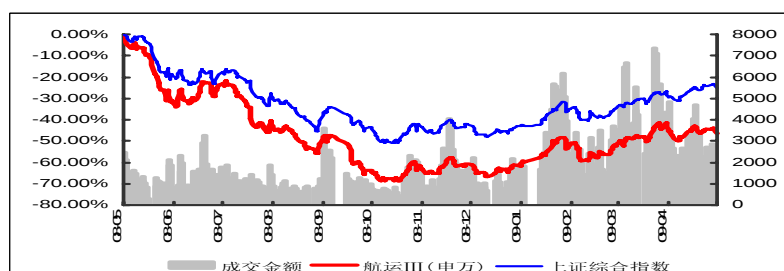
行业研究/行业深度研究

投资要点:

- **世界干散货市场:** 基本面分析不支持 BDI 继续反弹, 但逻辑分析 6 月 BDI 将继续上涨。主要基于以下观点: 4 月全国用电量同比下降幅度加大, 5 月上旬日均用电量同比降幅增加, 显示国内经济尚未企稳; 房地产投资意愿不强, 大幅拉动钢铁消费尚需时日; 港口铁矿石及钢铁库存超过正常消费水平, 继续进口铁矿石的经济性不强。世界经济发展不确定降低煤炭需求, 进而降低世界煤炭运输需求; 世界干散货船运力供给增长趋势尚未缓解, 对 BDI 上涨亦形成较大压力; 干散货船新船价格与二手船价格仍在低位运行, 侧面反映干散货航运市场尚未转暖; **逻辑分析 BDI 将继续上涨**, 基于日本长协矿价格谈判达成, 韩国同意此协议价格, 而此价格尚高于中国进口现货矿价格 6-7 美元, 将刺激贸易商及中小钢铁企业继续增加进口铁矿石, 共同推动 6 月干散货航运市场继续反弹。建议关注中国远洋、中海发展。
- **中国沿海散货运输市场:** 3-4 月初反弹, 随后回调, 止跌企稳长期趋势尚待确立。猪流感一定程度上影响了南方饲料生产, 粮食运输需求有所降低; 金属矿石运输短期内难以回暖; 基于 4 月及 5 月上旬发电量降幅加大, 水电发电量回升, 及北方产煤区煤矿整合, 缩减产量, 抬高价格, 激励煤炭进口, 给北煤南运带来一定压力。
- **中国出口集装箱运输市场:** 运价逐步小幅下跌, 基于外围市场企稳尚需时日, 预计中国出口集装箱运输市场短期内难以企稳。
- **世界油运市场:** 止跌迹象明显, 成品油运输好于原油运输, 但企稳回升尚需时日。主要基于以下观点: 4-5 月初原油运量降幅持续加深, 原油需求相对疲软, 而成品油运量虽好于原油运量, 但是运量波动幅度较大, 显示需求尚未企稳; 重要能源组织包括 IEA 及欧佩克不断下调石油需求预测数据、油轮新船运价低位徘徊、二手油轮价格仍然处于下探寻底过程等均表明油品需求市场疲软; 加上原油及成品油运力逐步上升, 给油运市场的恢复增加了压力。

投资风险: 基本面风险

大盘与航运股一年走势对比

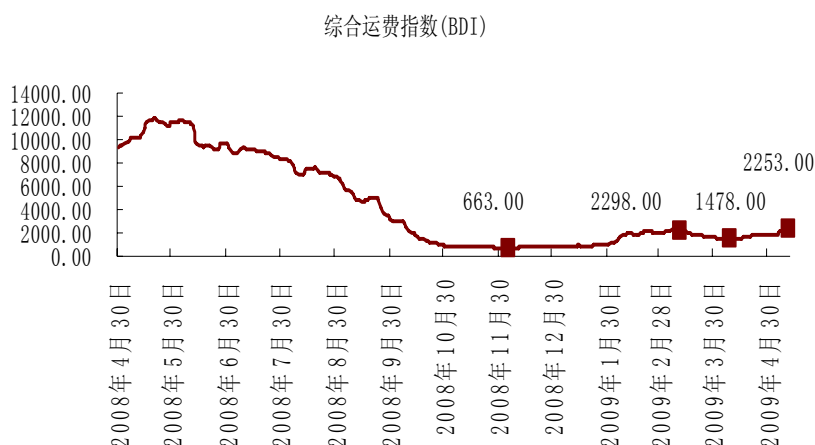


1. 世界干散货市场

1—4 月 BDI 经历反弹、回调、反弹，重登 2000 点并屡创新高

干散货运输市场 BDI 从 2008 年高点下跌到 2008 年 12 月低点 663 点后，随后进入反弹通道，2009 年 3 月 10 日达到最高点 2298 点，之后回调到 1463 点止跌启稳，从 5 月 1 日开始 BDI 再次进入反弹通道，截至 5 月 20 日，BDI 指数达 2665 点。

图 1 波罗的海干散货运输市场运价走势



资料来源：wind 山西证券研究所

中国铁矿石及煤炭进口是 BDI 指数两次反弹的重要因素

2009 年初-2009 年 3 月 10 日反弹到 2298 点

一是 BDI 前期超跌后而出现的技术性反弹；二是中国 4 万亿投资政策刺激，同时 08 年底钢厂去库存化后补库存也成为必须，另外钢铁价格指数上涨，也增强了铁矿石进口的动力。鉴于澳大利亚到中国、巴西到中国的航运时间大致为 20-30 天，铁矿石租船在前，第一次 BDI 反弹正好印证 3 月中国铁矿石进口 5208 万吨，同比增长 45.96%、环比增长 11.42% 的数据；另外 3 月中国煤炭进口 572 万吨，同比增长 36.19%、环比增长 17.21%，对 BDI 反弹助一臂之力。

3 月 9 日-4 月 10 月下调到 1478 点

五周内 BDI 累计下跌 35%。主要原因在于：社会钢铁库存处于较高水平，而钢铁下游需求尚未启稳，钢铁价格指数在此期间不断下降，同时国内各港口铁矿石库存数量不断逼近历史水平，打压钢厂及铁矿石贸易商短期内继续大量囤积铁矿石的动力，租船较少，给运价上涨带来一定压力。另外在国际市场上，南半球粮食收获和北半球冬季取暖用煤带来的运量需求也都明显减少，其中 3 月 23 日到 4 月 23 日澳大利亚组

卡斯尔港口每周煤炭装运量明显下跌，见图 5。

图 2 国内钢铁社会库存走势：万吨

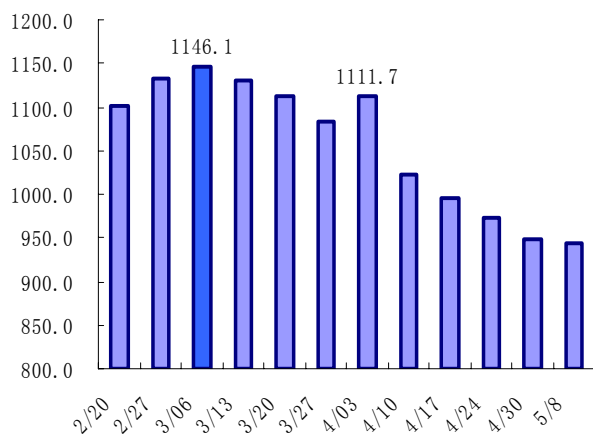
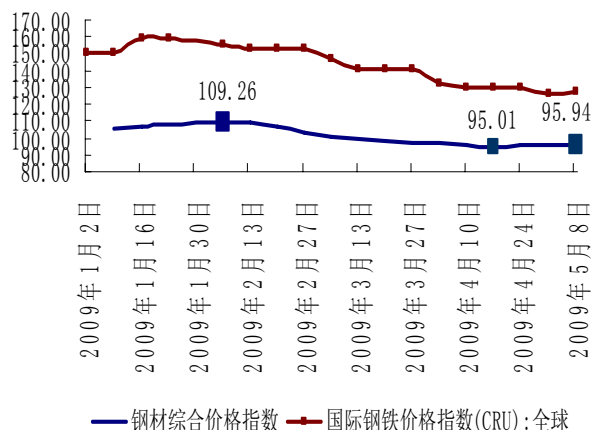


图 3 国内钢材综合价格指数



资料来源：我的钢铁网 山西证券研究所

资料来源：wind 山西证券研究所

图 4 国内各港口铁矿石库存水平：万吨

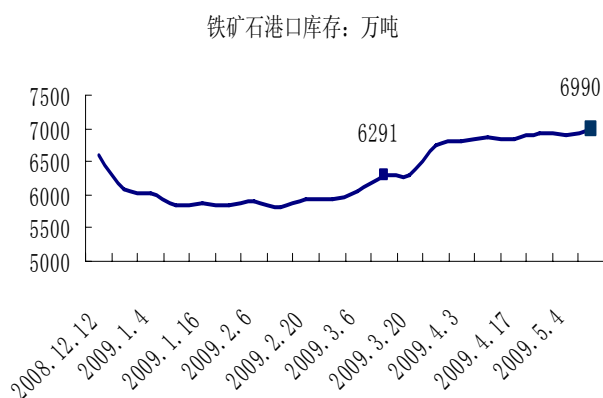
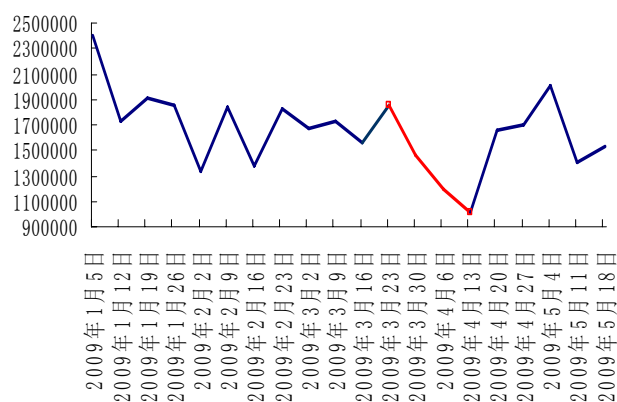


图 5 澳大利亚纽卡斯尔港口煤炭装运量：吨



资料来源：中华商务网 山西证券研究所

资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

4 月中旬-目前 BDI 指数再次反弹并屡创新高

5 月 20 日，BDI 指数 2665 点，较最近低点上涨 1202 点，涨幅达 82.16%。在铁矿石进口方面，受 3 月份中国宏观经济指标相对乐观的刺激，钢铁生产商及铁矿石贸易商再次对未来经济走势给予较高预期，同时海运费及铁矿石进口价格较低，质量合理；另外历来 5—6 月基建施工规模扩大，5 月初建筑用钢价格小幅反弹，共同强化进口并囤积铁矿石的动力；在煤炭进口方面，鉴于 4 月份发电量同比下降 3.5%，降幅较 3 月加深 2.18 个百分点，表明国内电力需求仍然非常疲软，更加支持了煤电谈

判中电力集团要求煤炭降价立场，增加煤炭谈判短期敲定的难度；而国内外市场煤价倒挂，如广东进口澳洲原煤价格较国内煤价低 6—7 美元，而与越南距离更近，进口越南煤更加核算，增强五大发电集团和华润电力煤炭进口的动力，为 BDI 反弹创造了条件。

BDI 走势：基本面分析不支持 BDI 上涨，但逻辑分析 6 月份 BDI 将继续上涨

基本面分析不支持 BDI 上涨

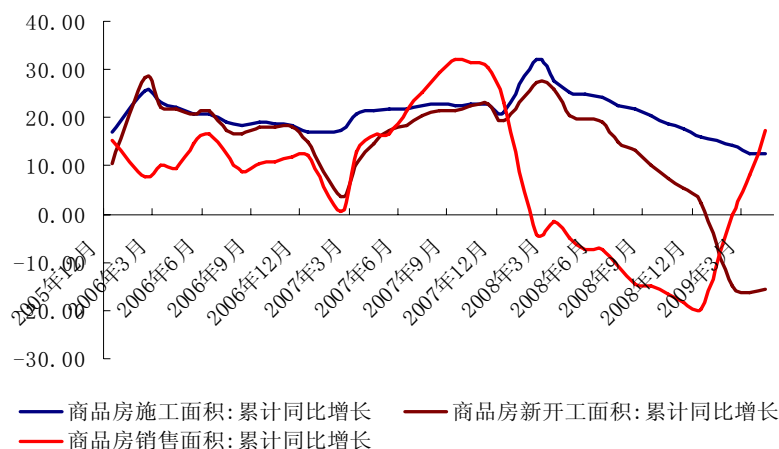
4 月全国用电量同比下降幅度加大，5 月上旬日均用电量同比降幅增加

2 月全国发电量同比增长 5.90%，达到 09 年以来最高点，但随后两月全国发电量同比降幅不断加深，3 月发电量同比-1.32%，4 月同比下降 3.50%，降幅加深 2.19 个百分点。国家电力调度中心数据显示，5 月上旬日均全国统调用电量降幅扩大至 4.3%，而 4 月上、中、下旬降幅分别为 3.6%、4.3%、3.6%，发电量不稳定走势表明宏观经济彻底转好趋势尚未确立。

房地产投资意愿不强，大幅拉动钢铁消费尚需时日

建筑用钢占全国用钢总量 50%左右，4 月房地产销量同比增幅较 3 月增加 9.3 个百分点，然新开工面积同比增长始终为负，3 月房地产新开工面积同比下降 16.20%，4 月同比下降 15.60%，仅增长 0.6 个百分点；另外 4 月份房地产施工面积同比增长 12.40%，较 3 月下降 0.3 个百分点。表明房地产开发商新投资意愿不强，将直接影响建筑用钢的消费。

图 6 房地产销售面积、施工面积及新开工面积同比增长走势：%



资料来源：wind 山西证券研究所

港口铁矿石及钢铁库存超过正常消费水平，继续进口铁矿石的经济性不强

目前全国各港口铁矿石库存达 7000 万吨，加上港外场存及钢厂库存，社会库存已达 1 亿吨。而正常钢铁企业月铁矿石需求量为 3000 万吨，大量库存足以满足钢铁企业 3 月消耗；另外钢铁库存已经超过正常数量，一般年初两月钢铁库存数量理应较高，保持 700—800 万吨的库存数量就足以满足后续需求，随着 3 月建筑等基地建设开工对钢铁产品的消耗，钢铁库存将逐步下降，但是 2009 年 1—2 月钢铁库存 1100 多万吨，目前 946 万吨（截至 5 月 8 日数据），库存水平较高；粗钢月产量达到 4000 多吨就足以满足国内钢铁下游产业需求，根据 WIND 统计，4 月粗钢产量已经达 4341 万吨，处于比较合理的生产水平，继续增加粗钢生产势必造成大幅积压，将大幅降低继续进口铁矿石的经济性。

世界经济发展不确定减少煤炭需求，进而降低世界煤炭运输需求

澳大利亚纽卡斯尔港口是重要的煤炭出口港口，出口国包括日本、韩国等国家。由于经济增长尚不明朗，2009 年以来纽卡斯尔港口煤炭出口量同比下降幅度不断加深，2009 年 1 月港口出口煤炭 7569262 吨，同比下降 6.21%，4 月该港口煤炭出口 6848502 吨，同比下降 11.55%，降幅加深，截至 5 月 11 日，当月出口煤炭 2334501 万吨，同比下降 24.11%。煤炭出口数量的不断下降，侧面反应了世界经济发展不确定性依然存在，又成为 BDI 指数进一步反弹的障碍。

世界干散货船运力供给增长趋势尚未缓解，对 BDI 上涨亦形成较大压力

表 1. 2009 年 1—4 月干散货船运力供给状况

单位：百万载重吨/%

	09/4	09/3	环比变化	09/4	08/4	同比变化	2009(1-4)	2008(1-4)	同比变化
新船交付	2.14	2.22	-3.60%	2.14	0.89	140.45%	8.48	6.89	23%
由其他船型转入	0.61	0.98	-37.76%	0.61	0.37	64.86%	4.01	0.47	753%
拆船	-1.21	-0.86	40.70%	-1.21	-		-5.3	-	
其他运力变动	0.01	-0.05	-120.00%	0.01	-0.01	-200.00%	-0.07	-0.01	600%
期内运力净增量	1.55	2.29	-32.31%	1.55	1.25	24.00%	7.12	7.26	-2%
期末全球运力	425.81	424.26	0.37%	425.81	399.79	6.51%	425.81	399.79	7%

资料来源：Clarkson 山西证券研究所

表 1 显示，2009 年 4 月干散货船运力净增量 155 万载重吨，同比增长 24%，环比下降 32.31%，2009 年 1—4 月净增运力同比下降 2%，由此看出，运力增长趋势有所增加。其中，新船交付 214 万载重吨，同比增长 140.45%，环比下降 3.6%，其他船型转入 61 万载重吨，同比增长 64.86%，环比下降 37.76%，拆船 121 万载重吨，去年同期没有拆船，环比增加 40.70%，其他运力增加 1 万载重吨，同比下降 200%，

环比下降 120%。截至 2009 年 4 月底，全球干散货运力为 425.81 万载重吨，较去年同比增长 7%，而根据克拉克森相关预测，2009 年干散货货运市场需求同比下降 3%。过剩的运力供给 BDI 上涨带来一定压力，尽管目前 BDI 指数屡创新高，但是仍然坚持全年平均 BDI 空间仍然在 2000—2500 之间的判断。

下半年的远期交易和约价格逐步降低显示经纪商对未来经济的担忧

图 7.好望角型船远期协议报价走势：

美元/天

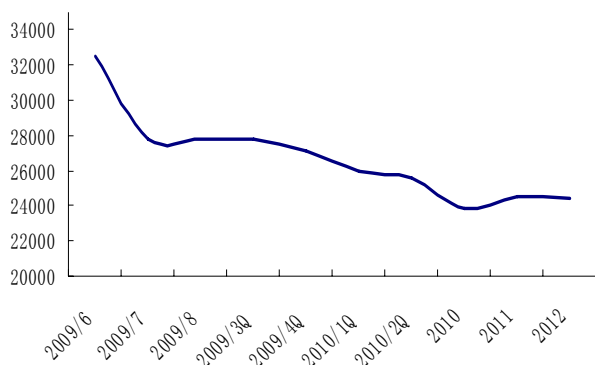
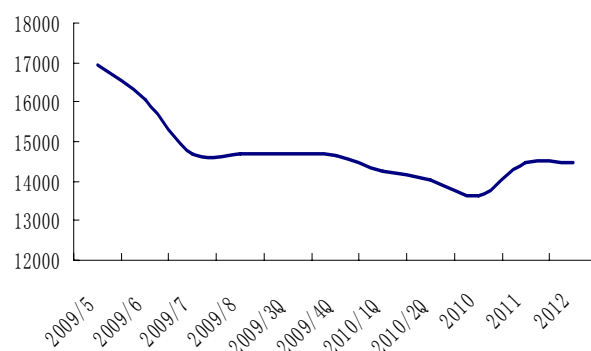


图 8.巴拿马型船远期协议报价走势：

美元/天



资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

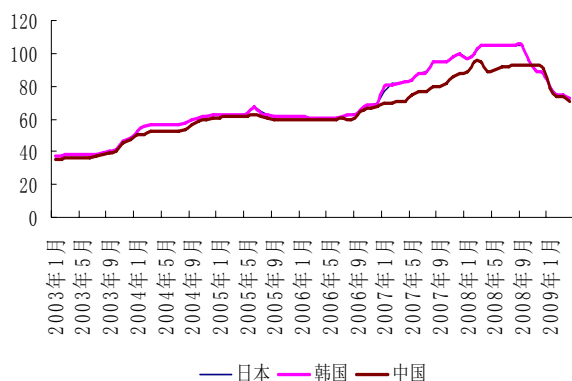
远期交易市场作为对于散货市场走势的参考，它显示远期协议商对航运市场走势的判断，5 月 13 日好望角型船远期交易报价显示，6 月份合约报价为 32457 美元/天，而到 2009 年第四季度报价下降到 17094 美元/天，2010 年报价回升到 23813 美元/天，2011 年和约报价继续上调，为 24519 美元/天。表明交易商对下半年干散货市场的担忧，2009 年将成为干散货市场的低谷，同样巴拿马船型远期合约价格走势也证明着上述判断，见图 8 所示。

干散货船新船价格与二手船价格仍在低位运行，侧面反映干散货航运市场尚未转暖

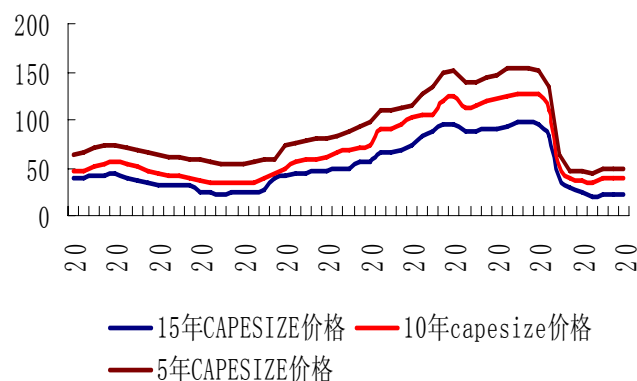
中国、韩国、日本是世界上最主要的三大造船国家，其新船价格及二手船价格也是世界造船市场的真实反应。图 9 显示，2008 年 3 月新船价格达到高点，随后进入不断探底过程，截至 2009 年 4 月 30 日，与 2008 年 3 月价格比较，日本、韩国好望角型新船价格下跌幅度分别为 30.47% 和 30.48%，中国新船价格跌幅 25.26%。2009 年 1 月二手船价格跌到低点后开始反弹，整体上看反弹幅度却逐步缩窄，其中 2 月 15 年船龄的好望角型船价格环比增长 5.00%，3 月价格环比增长 7.14%，而 4 月环比下跌 6.67%，2 月，10 年船龄和 5 年船龄的二手船价格环比增长分别为 11.43% 和 6.67%，3 月环比分别为 2.56% 和 1.04%，四月价格与三月价格持平，船价反弹疲软侧面反应干散货航运市场尚未转暖。

图 9 日本、韩国、中国新船（capesize）价格走势：百万 USD

图 10.capesize 二手船价格走势：百万 USD



资料来源: Bloomberg 山西证券研究所



资料来源: Bloomberg 山西证券研究所

逻辑分析 6 月份 BDI 将继续上涨

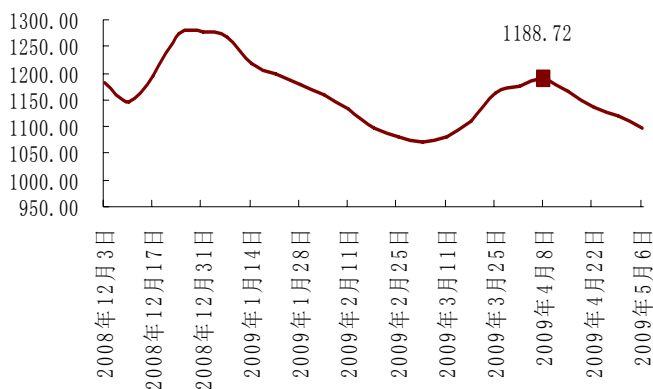
从基本面分析国内外经济市场并没有彻底企稳,例如,中国铁矿石库存数量处于不断上涨过程,截至5月底,各港口库存数量上涨到7046万吨,远高于国内钢铁企业正常需求水平。但是国内钢铁库存处于一个小幅下降过程,截至5月18日,国内钢铁库存数量559.4万吨,而4月份国内钢铁库存数量为644.85万吨;另外首钢、宝钢、包钢等大型钢铁企业纷纷上调了6月份各类钢材价格,上涨幅度基本上处于100—200元/吨不等,再次表明对未来经济比较看好,同时房地产行业研究员也一致看好下半年房地产投资市场,而房地产投资将大幅带动钢铁企业生产,进而带动铁矿石运输;另外一个原因,日本与澳大利亚铁矿石生产商谈判已经达成协议,长协矿粉矿及块矿价格较去年同比下降32%和44%,韩国钢铁企业也已经同意此协议价格,但是此协议价格高于现货价格6—7美元,尽管中钢协已经表明难以接受此谈判价格,意味着三大矿石厂商与中国的谈判将会继续推迟,但是协议价格高于现货价格的事实加上目前铁矿石运费价格飞涨因素,将会进一步刺激中小钢铁生产商及贸易商囤积铁矿石现货的动力,为此预计6月份中国铁矿石进口将会继续增加,同时韩国及日本铁矿石价格谈判的完成也将会刺激铁矿石运输,共同推动六月BDI继续上涨。

2. 中国沿海散货运输市场

3-4 月初反弹, 随后回调, 止跌企稳长期趋势尚待确立

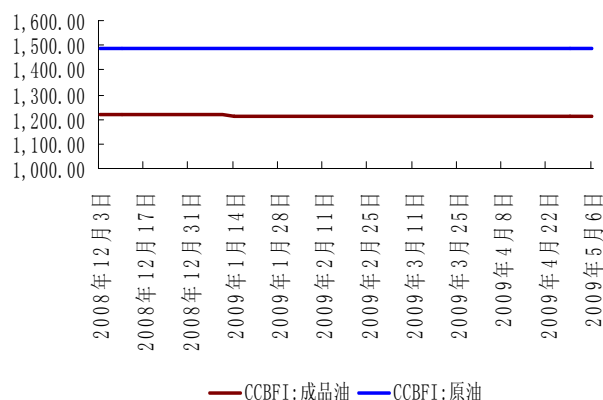
从3月开始,中国沿海散货综合运价指数下跌幅度逐步缩窄,回暖迹象比较明显,其中,4月该指数报收于1156.93点,较3月上涨51.21点,今年以来首次出现正增长。主要是粮食、金属矿石和煤炭运价指数出现阶段性回暖所致,原油和成品油运价指数基本没有变化。猪流感一定程度上影响了南方饲料生产,粮食运输需求有所降低。

图 11. 中国沿海散货运价指数走势



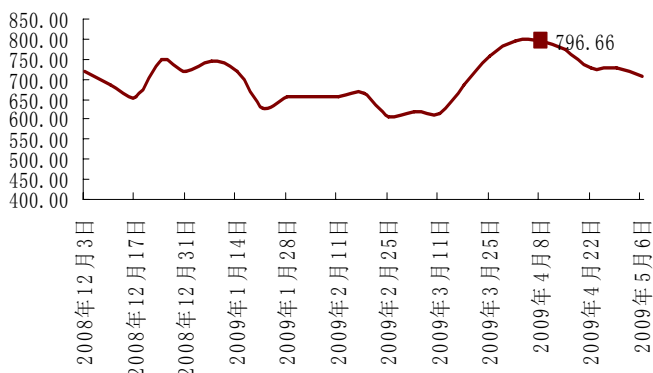
资料来源: wind 山西证券研究所

图 12. 中国沿海散货—成品油和原油运价指数走势



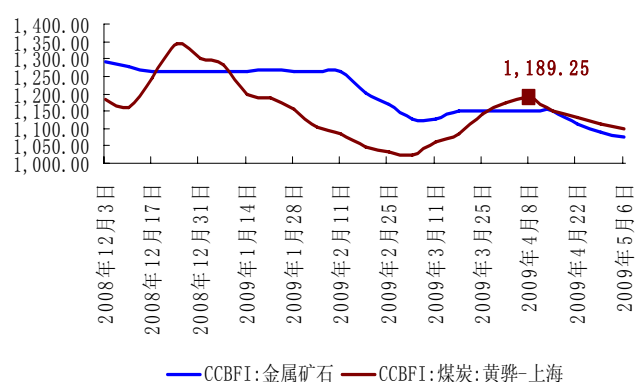
资料来源: WIND 山西证券研究所

图 13. 中国沿海散货—粮食运价指数走势



资料来源: wind 山西证券研究所

图 14. 中国沿海散货—金属矿石及煤炭运价指数走势

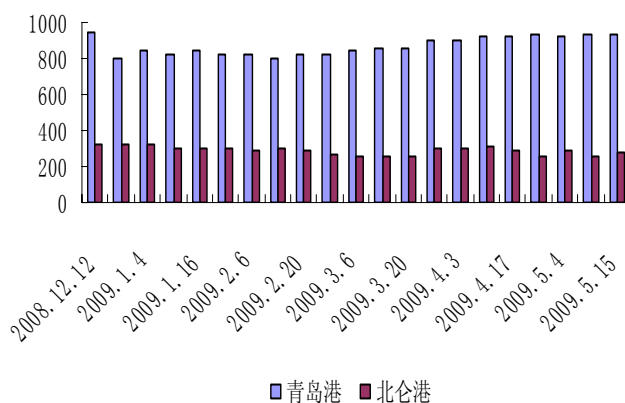


资料来源: WIND 山西证券研究所

金属矿石沿海运输短期内难以回暖

受 4 万亿经济政策刺激及前期钢厂补库存影响, 金属矿石运价指数于 3 月初实现小幅上涨, 随后逐步回落, 表明钢铁相关产业需求仍然不足。金属矿石运价指数统计航线包括北仑-南通、北仑-上海、青岛-张家港及舟山-张家港, 北仑港和青岛港口铁矿石库存逐步增加并处于高位, 给中国沿海铁矿石运价指数上扬带来一定压力。

图 15 青岛及北仑港口铁矿石库存走势: 万吨



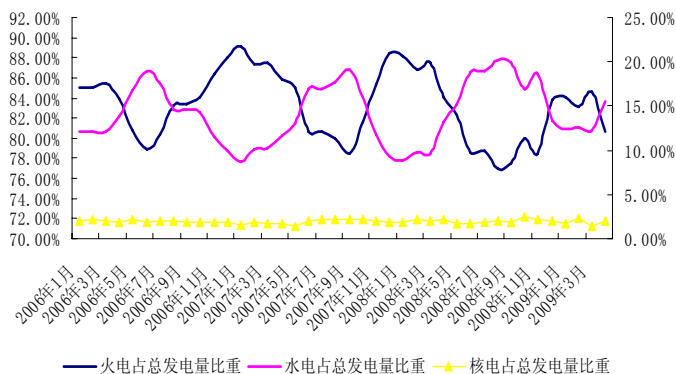
资料来源：中华商务网 山西证券研究所

煤炭运价指数上涨仍然存在压力

水电发电量回升，挤占部分火电量，降低煤炭运输需求

从4月开始，天气回暖水电发电量上升，火电发电量占总发电量比重下降，前期各直供电网煤炭补库存完毕，降低对煤炭的运输需求，4月北方七港发煤总量同比较3月降幅度加深，见表1，各直供电厂日均耗煤亦出现下降，而且4月直供电网日均耗煤量是09年以来最低的一个月。

图 16.水电发电量与火电发电量占发电总量比重：%



资料来源：CCTD 山西证券研究所

表 2 主要港口煤炭发运量

单位：万吨/%

项 目	1 月	1 月同比 增长	2 月	2 月同比 增长	3 月	3 月同比 增长	4 月	4 月同比 增长	1-4 月 累计	1-4 月累计同 比增长
港口中转	3708	-13.30%	3094	-30.40%	4053	-5.40%	4052	-6.20%	14807	-14.60%
北方七港	3282	-13.60%	2756	-30.30%	3623	-4.50%	3561	-7.00%	13122	-14.60%

秦皇岛港	1437	-20.40%	1269	-36.70%	1883	-1.30%	1636	-13.50%	6225	-18.20%
天 津	523	-31.90%	400	-43.10%	485	-25.70%	502	-26.30%	1910	-31.90%
黄骅港	625	-10.60%	600	-15.40%	622	-9.60%	684	4.00%	2530	-8.20%
外 贸	258	-47.10%	186	-21.20%	261	8.30%	238	-56.30%	843	-45.40%

资料来源: CCTD 山西证券研究所

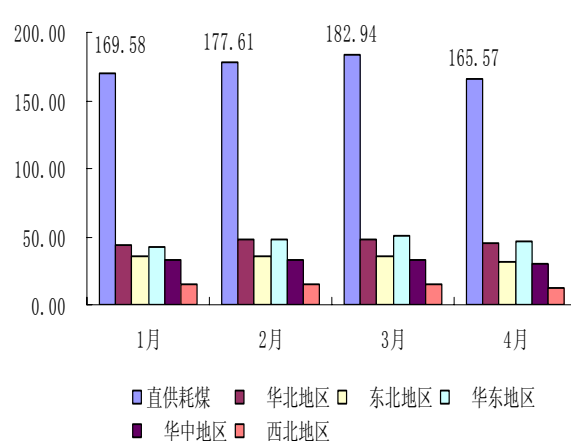
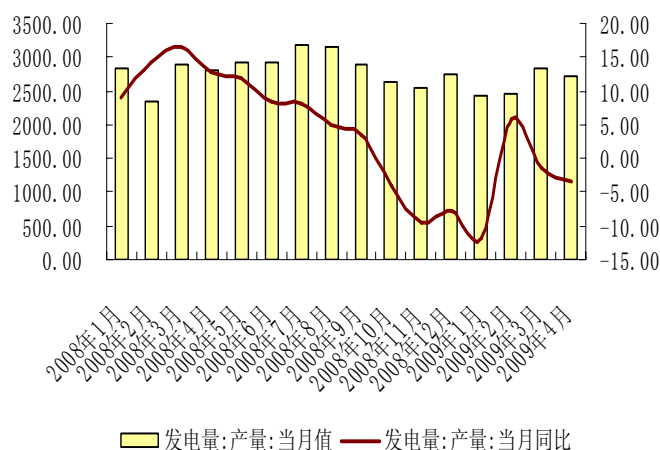
4 月和 5 月上旬发电总量降幅加大, 经济不确定性依然存在

3 月份全国发电量 2833.60 亿千瓦小时, 同比下降 1.32%, 4 月份发电量 2712.87 亿千瓦时, 同比下降 3.50%, 降幅加大; 同时国家电力调度中心数据显示, 五月上旬, 日均全国统调用电量降幅扩大至 4.3%, 而 4 月份上中下旬用电量降幅分别为 3.6%、4.3%和 3.6%。

图 16.全国发电量同比增长: %

图 17.2009 年 1—4 月直供电网日均耗煤

单位: 万吨



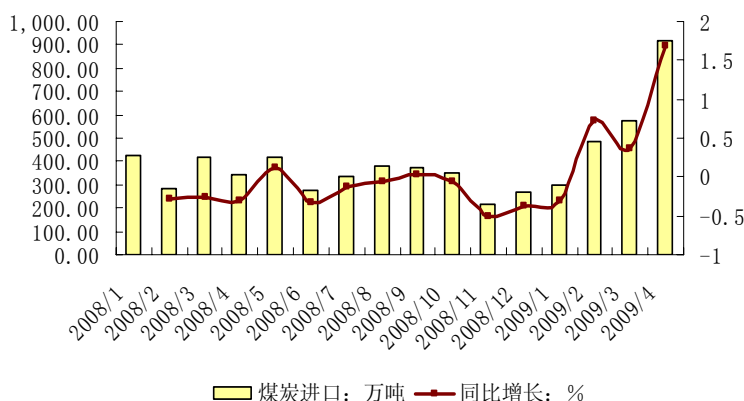
资料来源: wind 山西证券研究所

资料来源: CCTD 山西证券研究所

北方产煤区煤矿整合, 缩减产量, 抬高价格, 激励煤炭进口, 降低北煤南运需求

鉴于国内外煤价倒挂, 电煤谈判由于价格分歧尚未敲定, 南方几大电厂加大了对海外购煤动力, 国家海关总署快报数据显示, 4 月我国进口煤炭 916 万吨, 同比增加 169.3%, 环比增长 60.1%, 1-4 月份累计进口煤炭 2277 万吨, 同比增长 55.3%。近期北方重要产煤省区对煤矿整合, 将降低煤炭供给, 导致煤价上涨, 成为煤炭谈判的又一阻力, 客观上激励煤炭进口, 减少南方电厂对北方港口煤炭需求, 给沿海煤炭运输需求带来一定压力。4 月秦皇岛港口煤炭库存又现反弹, 反应港口煤炭需求疲软。

图 18.我国煤炭进口量及同比增长走势：万吨/%



资料来源：CCTD 山西证券研究所

3. 中国出口集装箱运输市场

运价逐步小幅下跌，短期内难以启稳

受外部需求低迷影响，1-5 月中国出口集装箱运输市场运价指数处于不断下降之中，但是下跌幅度在不断减缓，尽管 4 月份船东提高部分航线运价，运价指数有所反弹，但是缺乏货运量支撑，运价再次回调，总之需求难以乐观，集装箱运价将以低位徘徊为基调。截至 5 月 15 日，中国出口集装箱运价指数报收于 813.97 点，较 09 年 1 月下跌 12.56%。

图 19.中国出口集装箱运价指数走势

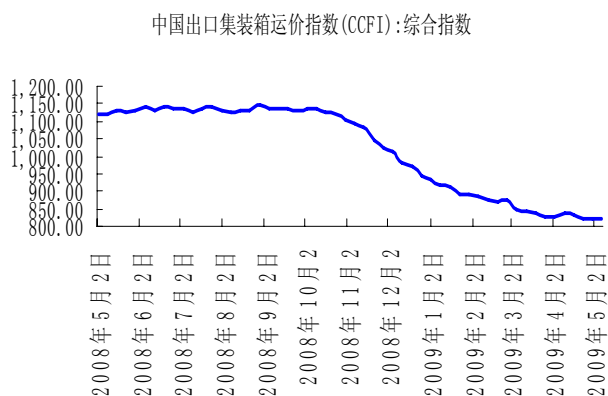
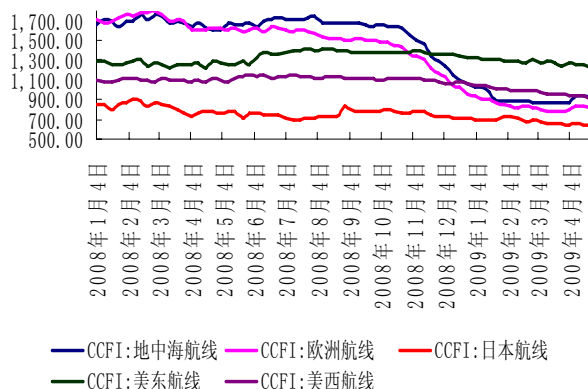


图 20.中国出口集装箱三大主要航线运价走势



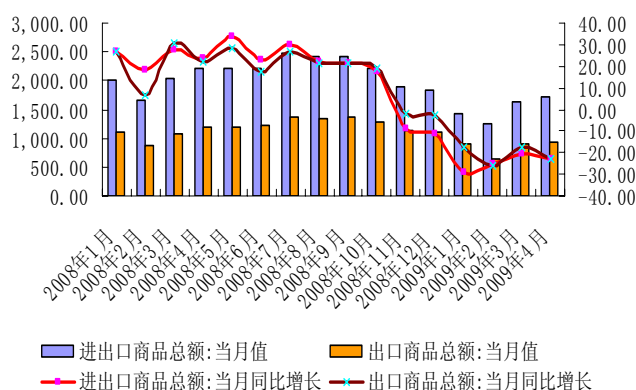
资料来源：wind 山西证券研究所

资料来源：WIND 山西证券研究所

外围市场尚未启稳，4月中国出口贸易额降幅加深

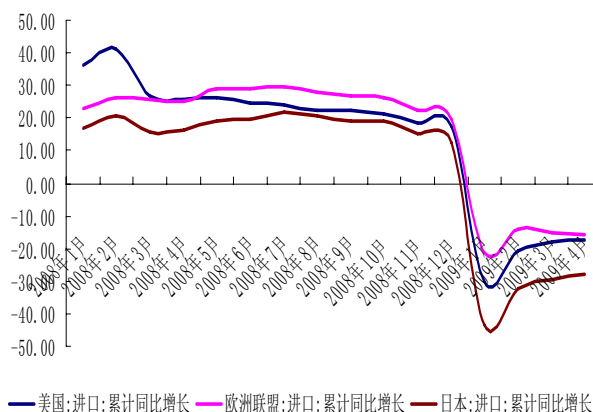
1—4月，进出口贸易额 5994.08 亿美元，同比下降 24.30%，较 1 月初降幅缩窄了 4.77 个百分点，其中累计出口贸易额 3374.21 亿美元，同比下降 20.50%，较 1 月初降幅加大 2.98 个百分点，表明中国经济好于外围市场。尽管 3 月出口贸易有所回暖，但是 4 月同比增长降幅加深表明外围经济尚未启稳。

图 21.进出口贸易同比增长走势



资料来源：wind 山西证券研究所

图 22.三大主要经济体进口贸易同比增长走势



资料来源：WIND 山西证券研究所

美、日本经济进口贸易止跌回升，但回升进程逐月放缓；欧洲进口贸易同比降幅加深

1—4 月美国进口额同比下降 17.40%，较 3 月降幅缩窄 0.60 个百分点，远小于 3 月同比降幅缩窄点位 2.90 及 2 月缩窄的 9 个百分点；日本也是如此，1—4 月同比下降 28%，较 3 月降幅缩窄 1.6 个百分点，而 1 月和 2 月同比降幅分别缩窄为 11.40 和 2.50 个百分点，表明尽管止跌，但回升进程逐月放缓；欧洲进口累计同比下降幅度加深，1—4 月累计进口额同比下降 15.70%，较 3 月降幅加深 0.6 个百分点。

4. 世界油运市场

止跌迹象明显，成品油运输好于原油运输，但启稳回升尚需时日

5 月初世界油运运价环比正增长，油运租船吨位增加

图 23.世界油运运价指数走势



资料来源: WIND 山西证券研究所

自 08 年油运运价下跌之后, 油运运价低位波动, 成品油运价指数与原油运价指数波动各异。2 月原油运价指数环比下跌 12.85%, 成品油运价指数却环比增长 62.18%; 3 月原油运价指数环比正增长, 成品油运价指数却环比下跌 54.18%; 4 月双指数均下探, 表明世界经济发展远未稳定。5 月初, 双指数出现 09 年首次正增长, 出现止跌迹象, 但是能否启稳并持续上涨依赖于世界经济的恢复程度, 有待观察。

成品油运输需求增长好于原油, 预计未来将优先恢复

2009 年开始, 原油运价及成品油运价均处于不断寻底过程, 与原油运输租船而确认的吨位相比, 成品油日均租船确认吨位于 4 月开始止跌回升, 当月成品油日均租船成交数量 397.3 万吨, 较 3 月环比增长 46.90%, 5 月初环比增长 47.5%; 相比之下, 原油日均租船确认的租船吨位较为逊色, 3 月日均租船成交数量环比下降 7.36%, 4 月环比降幅继续加大, 达 13.63%, 截至 5 月 18 日, 原油日均成交较 4 月环比增加 12.27%, 仍低于同期成品油增长幅度 47.5%, 预计经济启稳后, 成品油运输市场将率先恢复。

图 24.原油日均租船吨位

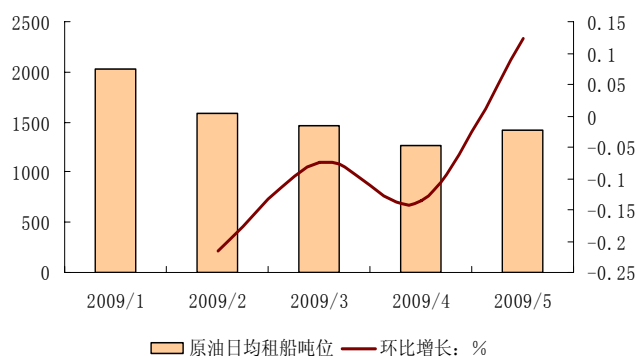
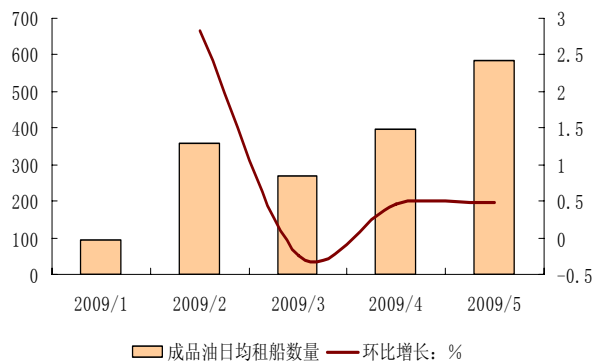


图 25.成品油日均租船吨位



资料来源：BLOOMBERG 山西证券研究所

资料来源：BLOOMBERG 山西证券研究所

重要能源组织不断下调石油需求预测，09 年油运市场继续以低位运行为主。

IEA 最新月度报告中做出今年以来最大的一次石油需求下调的预期，这是该组织连续第 9 个月调低全球能源需求的预期。今年以来，IEA 对全球石油需求所作的 5 次预期日均需求量下调分别为-43 万桶/日、-100 万桶/日、-120 万桶/日、-240 万桶/日以及-260 万桶/日。根据 IEA 预测，2009 年全球的石油需求将降至 8320 万桶/日，为 2004 年以来的新低。另外石油输出国组织（欧佩克）最新月度报告认为，今年全球石油需求为 8403 万桶/日，较前期需求预测数量减少 15 万桶。

4 月-5 月初原油运量需求降幅持续加深，原油需求相对疲软

表 3. 世界各地原油运输需求变动：%

	远东	美国美湾	英国/欧陆	阿拉伯海湾/红海	地中海/黑海	美国大西洋沿岸	其他	总计
1 月	-29.58%	-13.33%	-32.87%	-46.75%	-29.64%	-20.89%	0.15%	-26.49%
2 月	-35.20%	-9.20%	-42.16%	-56.11%	-12.87%	-0.09%	-16.93%	-28.35%
3 月	-16.14%	-29.90%	-29.81%	-55.83%	-43.64%	-19.81%	-52.21%	-26.28%
4 月	-48.64%	-44.69%	-34.90%	-90.63%	-55.05%	-23.36%	-8.36%	-45.15%
5 月（1-18 日）	-40.65%	-57.30%	-31.81%	-84.47%	-50.63%	-32.05%	-55.76%	-45.30%

资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

表 3 显示，3 月油运目的地石油需求有所回暖，但 4 月份运输需求降幅加深 18.87 个百分点，其中，阿拉伯海湾/红海降幅最大，达 34.80 个百分点，其次是远东降幅高达 32.50 个百分点，美国美湾降幅加深 14.79 个百分点。截至 5 月 18 日，油运运量同比下降 45.30%，较 4 月又加深 0.15 个百分点。由此可见，原油需求仍然疲软。

成品油运量虽好于原油运量，但运量波动较大，依然尚未启稳

表 4. 世界各地成品油运输需求变动走势：%

	远东	英国/欧陆	美国大西洋沿岸	其他	阿拉伯海湾/红海	总计
2009 年 1 月	7.68%	175.52%	16.70%	97.50%	82.18%	42.65%
2009 年 2 月	1.21%	75.88%	-39.25%	0.58%	-32.97%	-2.03%
2009 年 3 月	26.04%	163.55%	29.27%	134.78%	49.56%	51.74%
2009 年 4 月	23.40%	69.07%	-38.71%	35.45%	-9.41%	11.88%
2009 年 5 月（1-18 日）	72.47%	47.41%	-31.58%	-18.94%	-13.83%	16.31%

资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

表 4 显示，2 月日均成品油运量同比增长为正，3 月同比增长 51.74%，4 月回调到 11.88%，5 月小幅反弹到 16.31%，总体来看日均成品油运量好于原油，但是依然不稳定的运量走势表明世界经济尚未启稳。其中，远东、英国/欧陆地区日均成品油运量变化比较乐观，美国大西洋沿岸及阿拉伯海湾/红海地区相对较差。

油轮新船运价低位徘徊或小幅下探

表 5. 日本油轮新船运价走势

单位：百万美元

	3.7 万载重吨成品油油轮	7 万载重吨原油油轮	阿芙拉型（原油）	苏伊士型（原油）	VLCC 型（原油）
2002	25.17	32.00	35.92	46.63	66.92
2003	27.06	32.31	37.83	47.63	68.83
2004	32.92	43.08	50.13	60.75	91.04
2005	40.92	55.17	62.33	74.50	125.58
2006	42.25	54.00	62.75	77.33	123.46
2007	43.96	56.33	67.50	83.63	135.17
2008	46.67	63.29	73.96	91.92	153.83
2009/1	45.00	62.00	71.00	90.00	150.00
2009/2	41.00	57.00	65.00	78.50	131.00
2009/3	41.00	57.00	65.00	78.00	131.00
2009/4	41.00	57.00	65.00	76.00	130.00

资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

以日本新船价格为例，2008 年各类新油轮价格达到顶峰，3.7 万载重吨成品油油轮价格达 46.67 百万美元，7 万载重吨原油油轮价格 63.29 百万美元，阿芙拉型油轮 73.96 百万美元，苏伊士油轮价格 91.92 百万美元，VLCC 型价格 153.83 百万美元，2009 年 1 月和 2 月是油运市场不断探底过程，新船价格不断下跌。3 月成品油新船价格逐步止跌，而苏伊士型（原油）和 VLCC(原油)油轮价格均有所回调。

二手油轮价格仍处于下探寻底过程

表 6. 二手船价格走势

单位：百万美元

船龄	5 年船龄			15 年船龄单壳			15 年船龄双壳		
船型	AFRAMAX	Suezmax	VLCC	AFRAMAX	Suezmax	VLCC	AFRAMAX	Suezmax	VLCC
2002	29.83	39.79	55.63	12.00	16.13	42.17			
2003	32.58	42.67	61.25	10.38	13.79	45.67			
2004	48.16	59.81	88.17	19.40	23.44	69.42			

2005	60.43	74.56	115.65	22.83	28.13	92.00			
2006	64.71	78.08	117.75	21.67	25.54	93.33			
2007	67.25	90.38	124.72	26.00	33.63	101.54	42.63	50.13	83.63
2008	70.65	93.67	141.33	25.06	33.79	114.29	41.75	54.50	94.83
2009/1	52.50	68.00	96.40	14.00	16.00	75.00	32.00	45.00	59.00
1 月同比增长	-25.00%	-29.17%	-28.33%	-57.58%	-62.79%	-32.43%	-27.27%	-16.67%	-32.57%
2009/2	46.00	64.00	93.28	12.25	15.25	70.00	30.00	43.00	57.50
2 月同比增长	-34.52%	-31.91%	-30.90%	-62.88%	-61.88%	-37.78%	-31.82%	-21.82%	-37.50%
2009/3	45.50	60.00	91.50	11.50	14.00	68.00	27.00	40.00	56.00
3 月同比增长	-35.46%	-36.17%	-34.41%	-68.06%	-65.00%	-40.87%	-38.64%	-27.27%	-39.13%
2009/4	44.50	60.00	87.50	11.00	13.00	66.00	25.00	38.00	54.00
4 月同比增长	-37.32%	-36.84%	-39.13%	-56.00%	-66.67%	-46.77%	-43.18%	-30.91%	-44.33%

资料来源: Bloomberg 山西证券研究所

各类型二手油轮价格于 2008 年达到顶峰后均大幅回调,除 15 年船龄的单壳油轮 4 月价格同比降幅缩窄外,剩余油轮价格下降幅度逐月加深,表明二手油轮价格仍然处于探底过程。基于 2010 年单壳油轮淘汰制度,双壳油轮价格降幅低于单壳油轮降幅。

原油及成品油总运力逐步上升,给油运市场恢复增加了压力

表 7. 成品油油轮运力统计

	船数	载重吨: 千吨	订单船数	订单占载重吨: %	订单载重吨: 千吨	损毁船数
2007	1351	43146	426	65	28044.90	444
2008	1392	46120	358	55.01	25370.61	485
2009/1	1402	46746	356	52.01	24312.59	487
2009/2	1413	47061	348	50.13	23591.68	488
2009/3	1426	47593	324	46.64	22197.38	490
2009/4	1430	47699	299	44.36	21159.28	493
2009/5(15)	1435	48099	296	42.04	20220.82	493

资料来源: Bloomberg 山西证券研究所

截至 2009 年 4 月,成品油油轮总运力 4.77 亿载重吨,同比增长 8.51%,增幅有所降低,环比增加 10.6 万载重吨。船舶订单数不断下降,4 月底订单 299 万艘,占总运力 44.36%;4 月底新增损毁船数 3 艘。5 月 15 日,成品油油运运力增长到 4.81 亿载重吨。

表 8. 原油油轮运力增长情况

	船数	运力: 载重吨:	订单	订单占载重吨:	损毁船数
--	----	----------	----	---------	------

		千吨	数	%	
2007	1988	297020	483	33.56	459
2008	2001	302016	549	40.16	486
2009/1	2022	305439	544	38.63	489
2009/2	2035	308296	524	38.17	489
2009/3	2054	301030	493	36.26	492
2009/4	2060	312446	482	35.73	496
2009/5(15)	2067	313336	483	35.03	497

资料来源: Bloomberg 山西证券研究所

截至 2009 年 4 月, 原油油轮运力 31.24 亿载重吨, 较 3 月增加 1.14 亿载重吨, 环比增幅 3.79%; 其中订单运力 11.16 亿载重吨, 较 3 月增加 248.35 万载重吨, 占总运力的 31.73%; 损毁船数 196 艘, 较 3 月增加 4 艘。截至 5 月 15 日, 原油油轮总运力达 31.33 亿载重吨。油运运力供给逐步增加, 给油运市场恢复增加了压力, 预计下半年油运市场难以启稳。

远期和约价格显示 10 年初油运市场才回升

图 26. 5 月 20 日成品油油运 FFA 合约价格走势

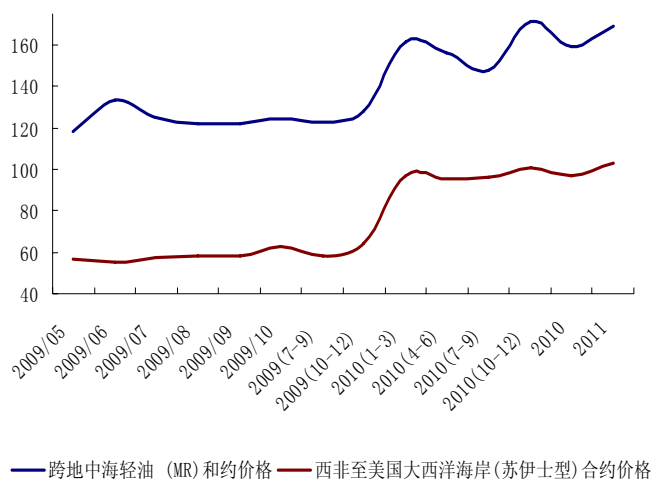
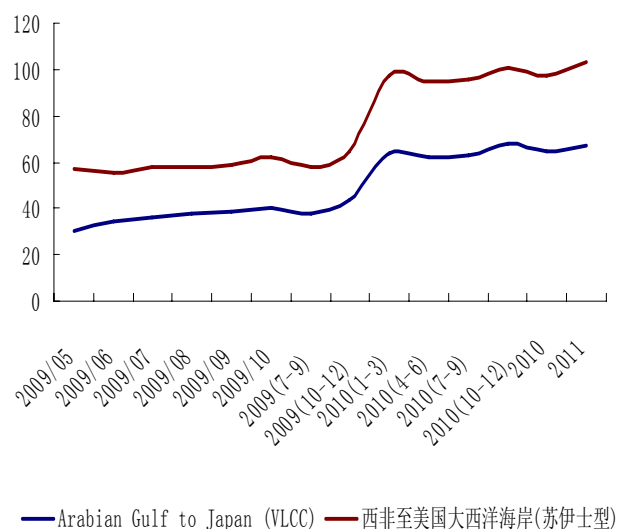


图 27. 5 月 20 日原油运输 FFA 合约价格走势



资料来源: Bloomberg 山西证券研究所

资料来源: Bloomberg 山西证券研究所

4. 航运上市公司市场表现与估值

表 9. 航运上市公司市场表现与估值

股票代码	股票名称	昨日收盘 价	一月涨 跌幅	09 年涨 跌幅	市盈率			每股收益		
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E

600026.SH	中海发展	13.180	-8.47%	61.72%	8.63	24.32	23.89	1.58	0.65	0.84
600087.SH	长航油运	5.810	-4.28%	50.52%	16.02	26.95	12.62	0.37	0.22	0.47
600428.SH	中远航运	10.410	-9.87%	62.66%	9.89	22.31	15.84	1.105	0.49	0.69
600798.SH	宁波海运	8.810	-3.93%	95.78%	15.56	46.33	40.25	0.53	0.18	0.2
600896.SH	中海海盛	6.910	-13.19%	44.56%	34.96	22.83	18.74	0.23	0.35	0.43
601866.SH	中海集运	4.080	-9.93%	53.96%	355.36	-37.13	82.29	0.01	-0.11	0.05
601872.SH	招商轮船	5.360	-2.72%	38.86%	15.36	20.8	17.1	0.36	0.27	0.32
601919.SH	中国远洋	12.400	-10.86%	65.33%	13.2	-57.7	161.9	0.99	-0.23	0.08

资料来源：山西证券研究所

对于下半年航运市场能否启稳尚待观察，但是 6 月份建议增持以散货运输为主的中国远洋、中海发展。理由如下：

中国远洋：

以干散货运输为主，干散货航运及相关业务占收入总额达 62.99%。基于主营业务占干散货运输比重较大，中国远洋与 BDI 走势关联度非常高。从基本面分析国内外经济市场并没有彻底启稳，例如，中国铁矿石库存数量处于不断上涨过程，截至 5 月底，各港口库存数量上涨到 7099 万吨，远高于国内钢铁企业正常需求水平。但是国内钢铁库存处于一个小幅下降过程，截至 5 月 18 日，国内钢铁库存数量 559.4 万吨，而 4 月份国内钢铁库存数量为 644.85 万吨；另外首钢、宝钢、包钢等大型钢铁企业纷纷上调了 6 月份各类钢材价格，上涨幅度基本上处于 150—300 元/吨不等，再次表明对未来经济比较看好，同时房地产行业研究员也一致看好下半年房地产投资市场，而房地产投资将大幅带动钢铁企业生产，进而带动铁矿石运输；另外一个原因，日本与澳大利亚铁矿石生产商谈判已经达成协议，长协矿粉矿及块矿价格较去年同比下降 32%和 44%，韩国钢铁企业也已经同意此协议价格，但是此协议价格高于现货价格 6—7 美元，尽管中钢协已经表明难以接受此谈判价格，意味着三大矿石厂商与中国的谈判将会继续推迟，但是协议价格高于现货价格的事实加上目前铁矿石运费价格飞涨因素，将会进一步刺激中小钢铁生产商及贸易商囤积铁矿石现货的动力，为此预计 6 月份中国铁矿石进口将会继续增加，同时韩国及日本铁矿石价格谈判的完成也将会刺激铁矿石运输，共同推动六月 BDI 继续上涨。同时大盘到 2600 点后并没有象大家预期的那样随之大幅回调，盘整后必定仍然看好 6 月大盘走势，建议 6 月份继续关注中国远洋。

中海发展：

中海发展煤炭运输及其他干散货运输收入占营业收入 40.37%和 14.29%，油运运输占 34.64%。其中煤炭运输主要是以沿海运输为主，尽管近期沿海散货煤炭运价指数不断下降，表明沿海煤炭市场尚未止跌，但是中海发展煤炭运输合同中一大部分是包运合同，此合同价格高于市场煤炭运输价格，为此，锁定了煤炭运输价格

继续下跌的风险。鉴于国内煤电谈判尚未敲定，电厂从国外进口煤炭数量不断增加，4 月份，中国煤炭进口超过 900 多万吨，随着石油价格不断上涨加上中国煤炭进口不断增加，共同推动了国际煤炭价格上涨到 70 美元左右，但是从国际煤炭市场与国内煤炭市场的关系来看，基于中国庞大的煤炭需求市场，进口煤炭对国内市场影响很小，由此推出下边的逻辑，油价上调，煤炭进口增加，国际煤炭价格上涨，而国内煤炭价格近期比较稳定，国内外煤价差距缩小，未来将会出现煤炭进口减少的局面，电厂将会逐步转向国内煤炭市场，大秦铁路检修完毕，秦皇岛煤炭调入量将会增加，其实中海发展自 1 月煤炭运量 544.80 万吨下降到 2 月份 368.10 万吨之后，煤炭运量已经进入一个缓慢回升的过程，3 月煤炭运量 430.1 万吨，4 月煤炭运量再次上涨到 464.7 万吨，预计近期沿海煤炭运量将会增加，建议关注中海发展。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机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公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。