

分析师： 吴云英 021-63217743 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

航运投资的情绪和气氛已积聚

报告要点

在上周 7 月 10 日的航运港口月度投资策略报告中，我们提出：“总体对 7 月海运市场运价保持乐观。预期国际集装箱运价和沿海煤炭运价量价将环比回升。国际干散货运价虽有回落，但仍将维持 3000 点附近高位；油轮运价稳中有升。5-6 月 A 股市场航运股价滞后大盘表现，我们预期在 7 月会有补涨的机会。推荐的公司主要是散货公司：中国远洋和中海发展”。

推荐的逻辑是：“中国远洋是航运公司中唯一 2 季度业绩环比改善明显的公司，此轮股价未对超预期的运价上涨以及业绩改善有所反应，股价有补涨机会。此外，集装箱 3 季度提价可以减轻集装箱业务对业绩的拖累，可作为中国远洋股价的另一催化剂。而 3 季度沿海煤炭运价量价的上升给另一散货运输公司中海发展带来机会。

这里我们维持月度报告中的观点，对几个细分市场的走向就不再做进一步分析（可参见上周月度报告）。在我们前两周跟大家的沟通中，大家谈到都在等待一个航运股价表现最好的时点和催化剂。而目前，我们认为航运投资的气氛和情绪已经积聚，股价上涨还将持续。

在本次报告，我们从另外一些角度去讨论航运股的机会：（1）航运公司股价波动与 BDI 波动的关系，以此探讨此轮股价上涨的持续性。（2）对比 2007-2009 年月度北方主要煤炭运输港口数据，以此判断沿海煤炭运输市场是否在 7-8 月有持续上涨的动力。（3）通过草根调研，从一个集装箱货运代理公司业务量数据变化判断国际集装箱运输 3 季度提价实施状况。

感谢在前期沟通的过程中，买方的朋友们提出了很多好的角度、思路和建议；使得我们不断的去探究航运行业波动的规律及投资的逻辑。今后我们在每周固定邮件发送观点的基础上，将不定期的就大家最关心的一些问题进行探讨。

第一、散货运输公司股价波动与 BDI 波动的关系

首先，我们对比月度股价波动与 BDI 波动变化的关系。把 2009 年 1 月以来几个航运公司股价月度涨幅与 BDI 的月度波动幅度做了比较，发现股价波动并非完全跟 BDI 运价波动同步。比如 2 月份，BDI 上涨 80%，但股价几乎无表现；但 3 月 BDI 下跌，航运公司股价普遍上涨了 20% 以上。而到了 5 月，BDI 上涨 93%，而航运公司股价同样没有任何表现。这个表现的机会预期到 7 月出现补涨。而大盘的环境同样跟 3 月接近，我们预期 7 月的这次涨幅可达到 20-30%（当然逻辑并非非常完美严密）。

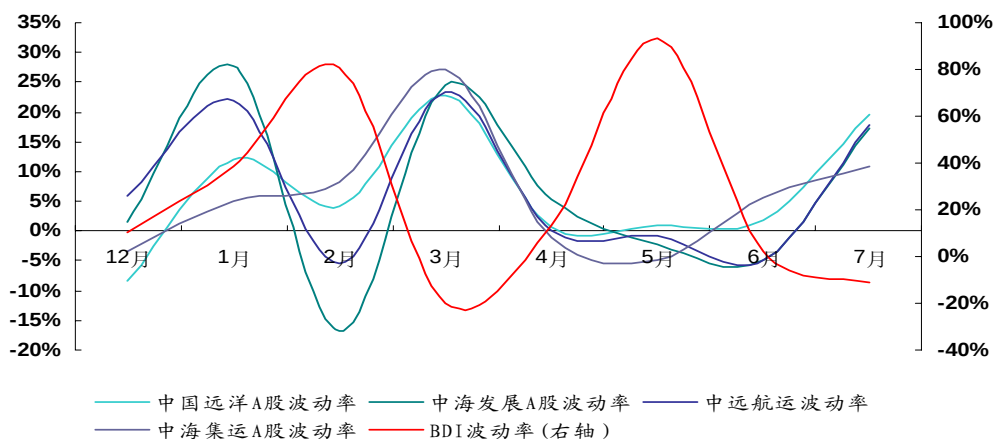
同时，我们发现 A-H 股的股价波动也并非完全同步，在 4-7 月，H 股表现出与 BDI 波动更一致的特征。

表 1: 航运公司股价与 BDI 关系

	中国远洋 A 股波动率	中海发展 A 股波动率	中远航运波动率	中海集运 A 股波动率	中国远洋 H 股波动率	BDI 波动率
12 月	-8.42%	1.62%	5.79%	-3.28%	19.6%	10.57%
1 月	11.97%	27.75%	21.80%	5.11%	-17.76%	38.42%
2 月	4.06%	-16.70%	-5.59%	8.19%	-8.82%	80.71%
3 月	22.68%	24.50%	23.46%	27.19%	24.08%	-19.81%
4 月	0.67%	5.38%	0.20%	-1.19%	25.29%	13.47%
5 月	1.03%	-2.22%	-0.66%	-4.86%	49.93%	93.47%
6 月	1.80%	-4.86%	-4.78%	5.50%	-18.61%	2.06%
7 月	19.64%	17.12%	17.89%	10.73%	-3.5%	-11.17%

资料来源：长江证券研究所

图 1: 2009 年航运公司股价波动率与 BDI 波动率变化比较



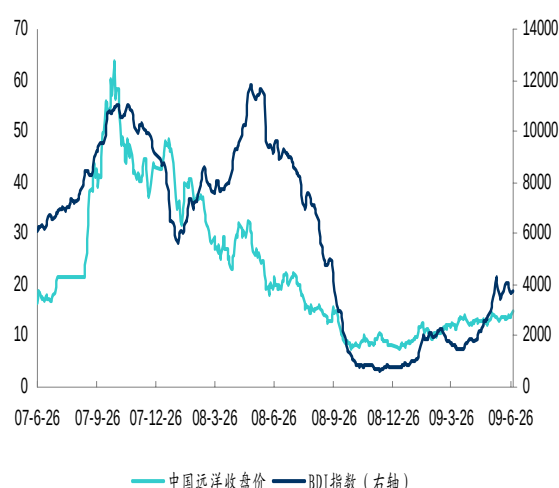
资料来源：长江证券研究部

第二个角度，我们对中国远洋、中远航运、中海发展（中海发展并非对 BDI 变动波动很敏感）股价与 BDI 相关性做一个测算，即分别对股价领先（滞后）不同时间与 BDI 关系做了测算。结果显示，3 个公司结果趋于一致，即股价在领先 5 天的时候，与 BDI 指数变动的相关性最大。表明短期股价基于对运价的一个预期而反应。短期 BDI 在“去泡沫化”后，趋于稳定并上涨，回归至正常供给需求所决定的运价水平，而这个运价水平预期在 3000 附近，这样一个运价水平对于船东已经是一个相当不错的运价。BDI 的稳定并上涨成为航运此轮股价上涨最重要的一个催化剂，终于调动起航运投资的氛围。

那么对于下半年的国际散货运输市场，我们认为需求方面不用担心，中国方面矿石进口量虽不能再提供月度的增量，但不会明显回落；而国外增量将逐渐增加。如果国外钢铁产能超预期的恢复，那么散货市场依旧可能在某个阶段再次明显上涨。我们认为下半年要关注的反而是运力方面，总体来说，船东“去运能化”（主要指延迟交付，见月度报告测算）仍会持续，不过散货市场运价的超预期恢复可能使得船东拆解旧船减慢。

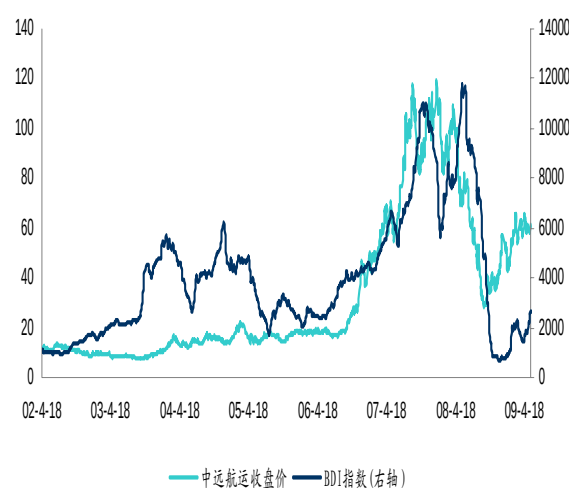
那么到底股价是提前预期 BDI 还是滞后于 BDI，我们认为股价还是反映对未来一段时期运价波动方向的预期。7 月股价的上涨，一方面是“滞后”反应 5-6 月“超预期”的这部分运价上涨，即 BDI 从 3000-4000 的这部分上涨；另一方面，是对 7 月 BDI “去泡沫化之后稳定并上涨”的预期的反应。

图 2：中国远洋股价与 BDI 走势



资料来源：长江证券研究所

图 3：中远航运股价与 BDI 走势



资料来源：长江证券研究所

表 2：上市以来中国远洋股价领先时间相关性测算

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	1 个月
相关系数	0.790	0.990	0.969	0.940	0.904	0.865	0.825
股价领先时间		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月
相关系数		0.792	0.789	0.785	0.773	0.758	0.743

资料来源：长江证券研究所

表 3：2009 年以来中国远洋股价领先时间相关性测算

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	1 个月
相关系数	0.772	0.937	0.863	0.738	0.577	0.410	0.246
股价领先时间		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月
相关系数		0.730	0.725	0.709	0.672	0.666	0.696

资料来源：长江证券研究所

表 4：上市以来中远航运股价领先时间相关性测算

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	1 个月
相关系数	0.845	0.993	0.978	0.959	0.936	0.911	0.883
股价领先时间		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月
相关系数		0.846	0.847	0.843	0.837	0.828	0.814

资料来源：长江证券研究所

表 5：2009 年以来中远航运股价领先时间相关性测算

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	1 个月
相关系数	0.598	0.940	0.858	0.728	0.608	0.421	0.273
股价领先时间		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月
相关系数		0.608	0.648	0.664	0.682	0.638	0.690

资料来源：长江证券研究所

表 6：上市以来中海发展股价领先时间相关性测算

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	1 个月
相关系数	0.839	0.995	0.983	0.968	0.944	0.918	0.895
股价领先时间		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月

相关系数		0.842	0.843	0.844	0.843	0.840	0.836
------	--	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：长江证券研究所

表 7：2009 年以来中海发展股价领先时间相关性测算)

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	1 个月
相关系数	0.677	0.937	0.863	0.738	0.577	0.410	0.246
股价领先时间		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月
相关系数		0.693	0.746	0.778	0.770	0.783	0.802

资料来源：长江证券研究所

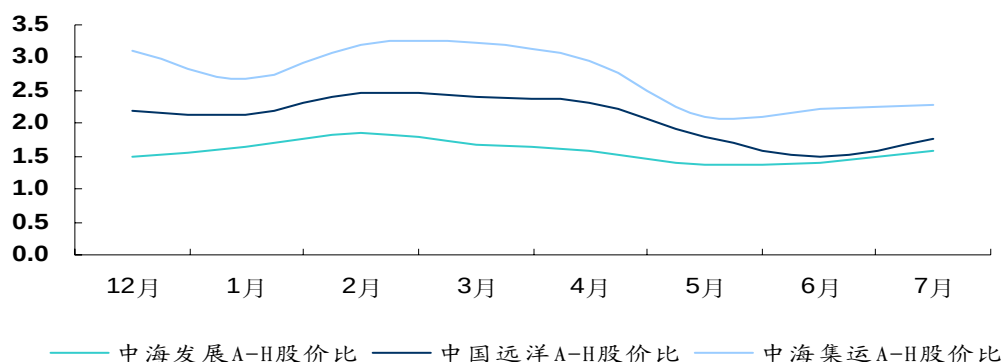
第三个角度，我们再从 A-H 股比价看，总体，航运股 A-H 股差价比远低于航空。从历史看，中国远洋 A-H 股差价最高达到 2 倍以上。H 股此轮股价高点是 12.28 元。如果按照这样一个简单的逻辑，按照 1.5-2 倍 A-H 差价，对中国远洋 A 股股价的最高价格理论上可达到 18-22 元。

表 8：中国远洋 A—H 股股价比

	中国远洋 A 股波动率	中国远洋 H 股波动率	A-H 股价比 (max)	A-H 股价比 (min)
12 月	-8.42%	19.51%	2.18	1.36
1 月	11.97%	-17.76%	2.14	1.24
2 月	4.06%	-8.82%	2.48	1.76
3 月	22.68%	24.08%	2.41	2.06
4 月	0.67%	25.29%	2.33	1.78
5 月	1.03%	49.93%	1.78	1.35
6 月	1.80%	-18.61%	1.49	1.18
7 月	19.64%	6.26%	1.76	1.52

资料来源：长江证券研究所

图 4: 航运公司 A-H 股股价比变化



资料来源: 长江证券研究部

第二、沿海煤炭运价已经开始上升

本周沿海煤炭运价指数微幅度上涨 1.8%，由上周的 1103.92 上涨到 1123.74。其中秦皇岛-上海、秦皇岛-广州都上涨 1 元/吨，秦皇岛-宁波上涨 2 元/吨，天津-宁波上涨 3 元/吨。

国家电网数据显示，六月份全国发电量翻红至同比增长 3.6%。6 月中旬和下旬日均发电量分别同比增长 3.8% 及 7%。七月份，南方地区进入盛夏季节，空调用电量将继续提高。

更重要的是，目前进口煤炭价格优势已经消失。如果 5-6 月煤炭进口量减少 50%，即约 400 万吨左右转而由北方煤炭下水替代，则北方主要港口下水煤炭初步预计可恢复到去年同期水平。

我们选取北方三个主要煤炭运输港口：秦皇岛、天津、黄骅港 2007-2009 年以来月度煤炭发送量数据做比较，发现，（1）历年来第三季度是煤炭运输的旺季；（2）09 年煤炭运输整体运量略高于 07 年水平，但低于 08 年水平。

2006-2008 年 7 月北方秦皇岛、黄骅港、天津港三港口煤炭下水量分别是 3494、4147、4408 万吨；2009 年前几个月北方三港煤炭下水量维持在 4000 万吨。2008 年 5-8 月秦皇岛港口煤炭下水量分别为 2015、2064、1777 万吨；2009 年 5-6 月秦皇岛港煤炭下水量都维持 1740 万吨左右。因此，假如进口煤炭量环比减少 50%，加之发电量增速同比转正，预计北方三港口煤炭吞吐量可恢复到 2008 年 4400-4600 万吨；若其中一般约 200 万吨由秦皇岛运输，则秦皇岛港煤炭吞吐量可恢复到 2000 万吨的水平。

我们预期煤炭运输量恢复到 2008 年同期水平可能性存在。这样，对 7-8 月沿海煤炭运价和运量保持乐观。再推广至铁路调入量，预期也会保持比较好的水平。

图 5: 北方三港口煤炭运输量月度比较

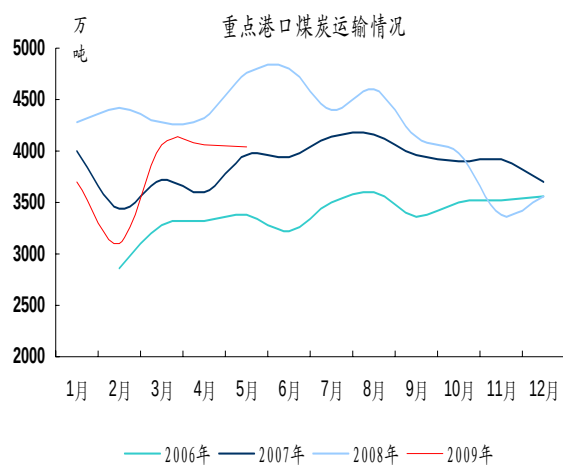


图 6: 秦皇岛煤炭运输量月度比较

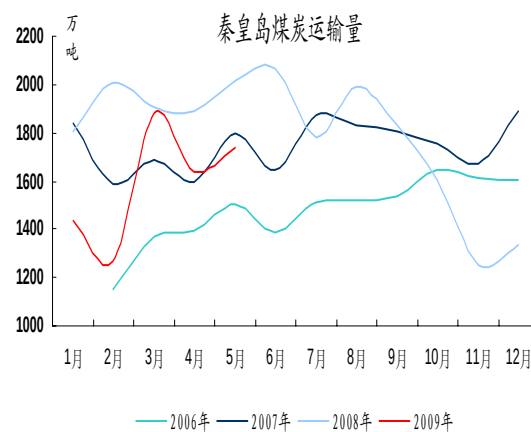


图 7: 沿海煤炭运价本周上涨

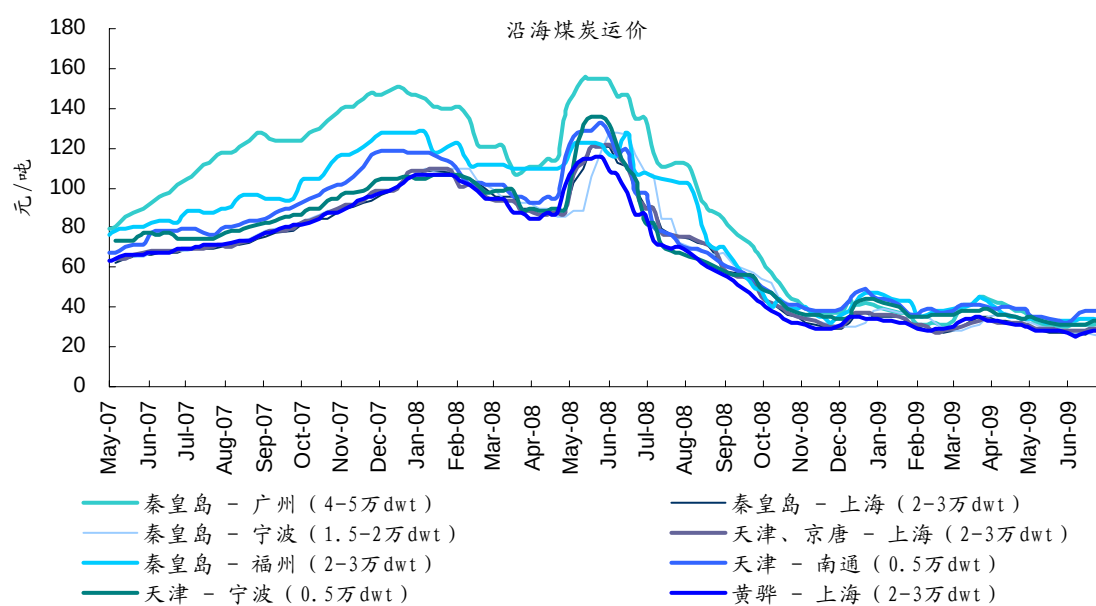
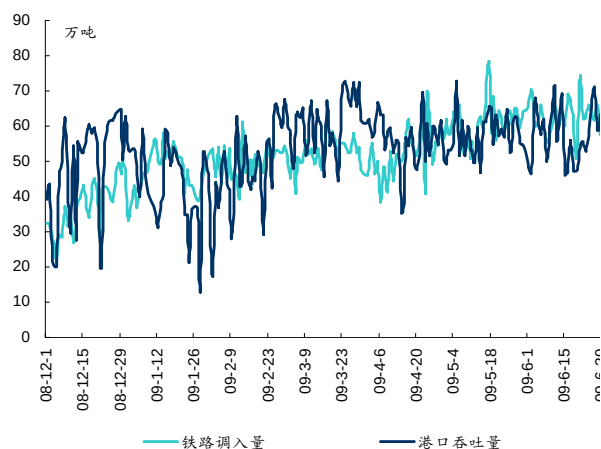
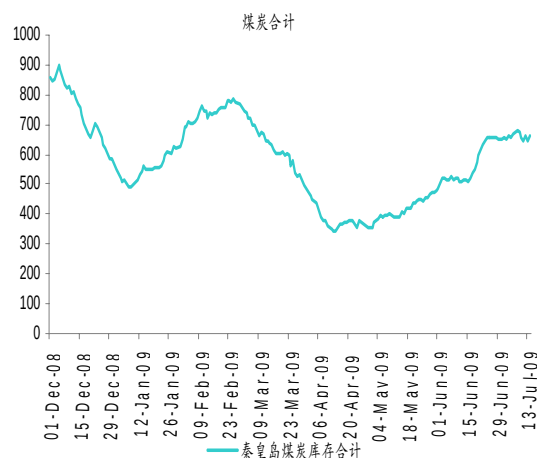


图 8：秦皇岛煤炭铁路调入量及港口吞吐量


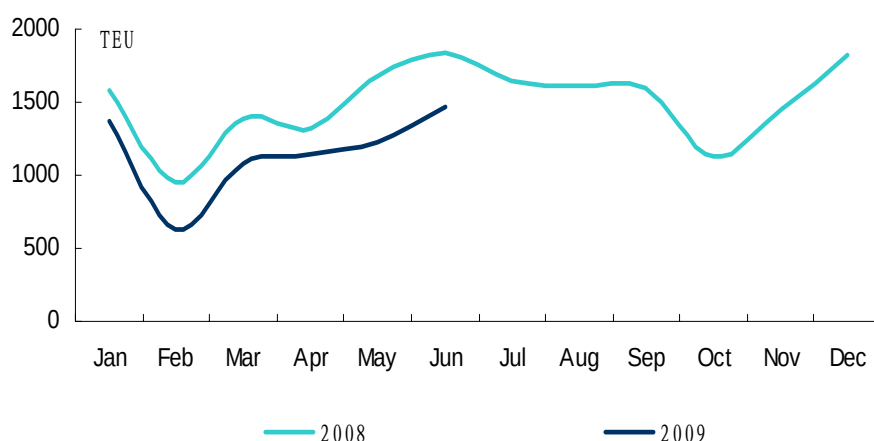
资料来源：长江证券研究所

图 9：秦皇岛煤炭库存


资料来源：长江证券研究所

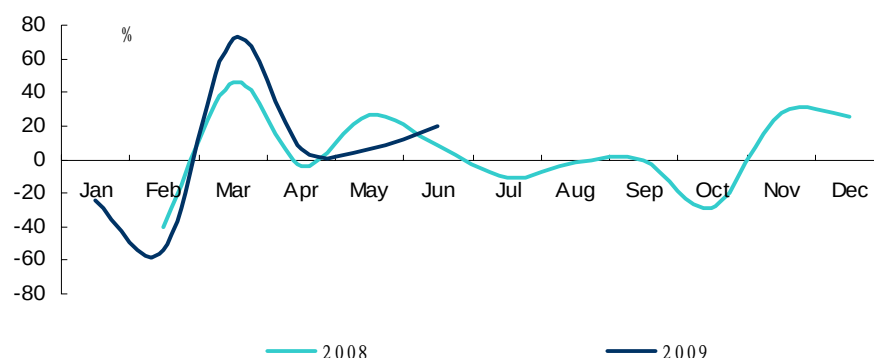
第三、从一个集装箱货运代理公司的业务量数据看 3 季度集装箱运输

我们跟踪了一个专门从事欧洲航线海运集装箱货运代理公司的业务量数据。我们发现，2009 年 3 月以来业务量环比增长明显。而跟公司沟通，公司表示从目前订货量看，7 月月度业务量数据还将上涨 10% 左右。而假如 7 月数据环比增长 10%，公司业务量基本接近于去年同期水平。而且最近他们有定不到舱位的情况发生，班轮公司有些货甚至不接，以此判断最近运价上涨的效果的确不错，班轮公司明显处于强势。

图 10：一个集装箱货运代理公司 2008-2009 年月度运营数据的变化


资料来源：长江证券研究部

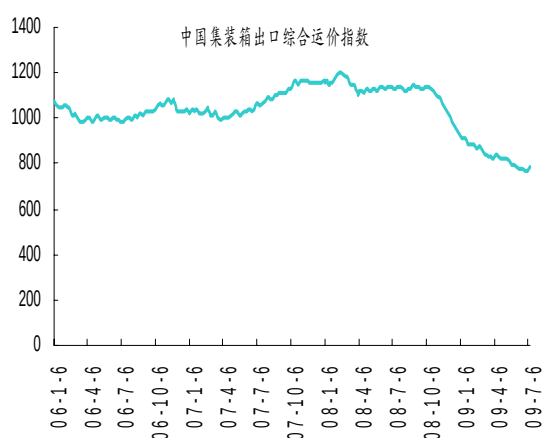
图 11: 一个集装箱货运代理公司 2008-2009 年月度运营数据环比增长率变化



资料来源：长江证券研究部

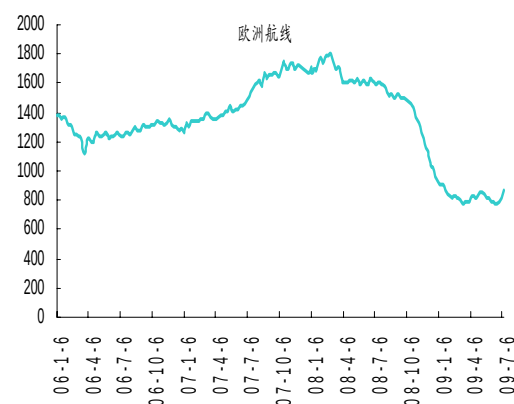
从上周中国出口集装箱运价指数看，中国出口欧洲航线运价指数报 865.94 点，地中海航线运价指数报 1062.01 点，分别上涨 7.0% 和 9.7%。欧洲航线航线船舶平均舱位利用率保持在 95% 以上，部分船公司满舱出运；地中海航线甚至出现爆舱之势。货量充足，船公司运价上涨计划实施比较顺利，欧地航线 300 美元/TEU 涨价得以保持；若此运价水平维持，可覆盖班轮公司的运营成本，现金流可维持为正。市场的持续低迷，使得班轮公司今后的经营策略从占有市场份额转而更追求经营的收益。而北美航线船舶平均舱位利用率也维持在 90% 以上。班轮公司也有涨价要求。泛太平洋稳定协议组织（TSA）宣称，其成员将采取自发提价的行为，从 8 月 10 日起对所有目的地为美国的货物全面提价 500 美元/FEU；并表示将上调燃油附加费以反映高升的油价。市场的实际表现与我们草根调研货运代理公司的数据相互佐证，反映 3 季度集装箱运输市场短期的提价顺利实施。

图 12: 中国出口集装箱综合运价指数



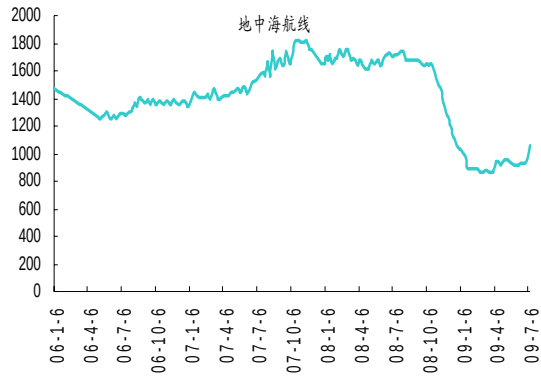
资料来源：长江证券研究所

图 13: 欧洲航线集装箱运价指数



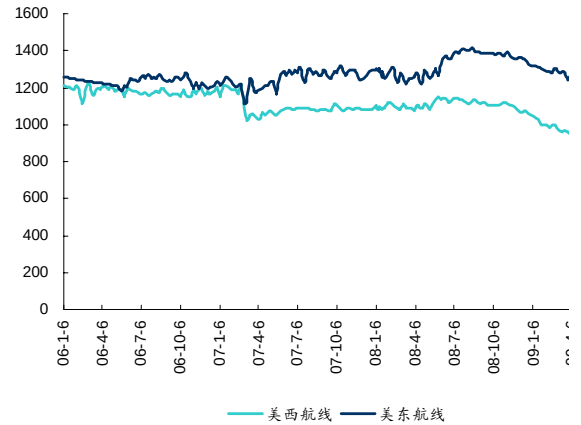
资料来源：长江证券研究所

图 14: 地中海航线集装箱运价指数



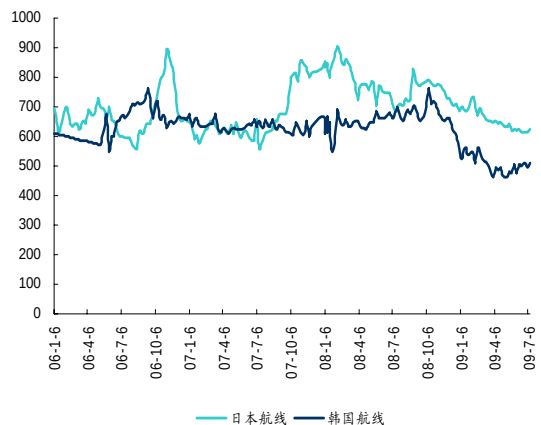
资料来源: 长江证券研究所

图 15: 美东美西航线集装箱运价指数



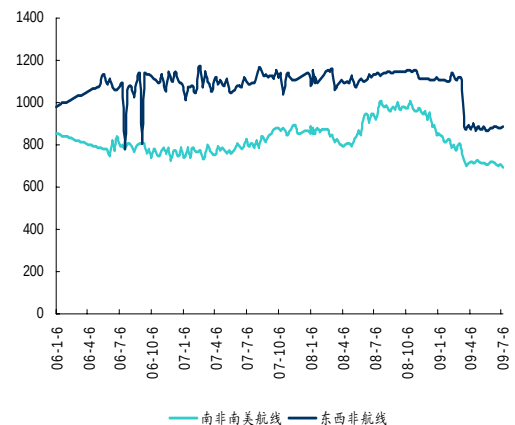
资料来源: 长江证券研究所

图 16: 出口日本韩国地区集装箱运价指数



资料来源: 长江证券研究所

图 17: 出口非洲地区集装箱运价指数



资料来源: 长江证券研究所

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，从事航运港口行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。