

[2009.07.20]

海运业: BDI、沿海煤炭运价回升, 上调评级为“增持”

航运行业数据周报(7.13-7.17)

孙利萍 林园远
010-59312823 021-38676654
Sunliping@gtjas.com Linyuanyuan@gtjas.com

本报告导读:

BDI、沿海煤运、集装箱运价指数回升, 成品油轮运价、原油油轮运价继续震荡; 相对市场估值处在历史底部。

投资要点:

- 经济复苏逐渐明朗, 海运运价趋于好转: 本周, BDI、沿海煤运、集装箱运价指数回升, 成品油轮运价、原油油轮运价继续震荡。

国际干散货市场运价上涨: 与国际干散货市场海运需求息息相关的全球钢铁工业已经出现复苏势头。据路透社报道, 在各国经济刺激计划推动下, 全球主要钢铁公司生产已开始恢复上升。在钢铁需求的带动下, 本周国内外钢价继续稳定, 铁矿石库存减少 67 万吨, BCI 指数止跌。17 日 BDI 收于 3542 点, 周均值为 3287.8 点, 环比上升 4.7%。

油轮运价处于低迷: 本周 VLCC 运输市场成交不足, 运价下跌, 17 日, 中东-日本 (2.5 万吨, VLCC) WS 指数回落至 30.39 点; 受美国汽油库存高企的影响, 导致 TC2、TC3 线环比分别为 -3.3%、-0.17%。预计四季度取暖用油及美国经济复苏将带来运价好转。

集装箱运价回升: 17 日 CCFI 环比上升 0.39%, 其中欧线、美西、美东航线周环比分别为 1.4%、-0.3%、-0.03%。TSA 提出或于 8 月提高美线运价, 但未能得到付货人正面回应。因此美线运价后期上调, 要看付货人后续的运营情况, 其实质是美国经济的好转情况。

沿海煤炭运价继续回升: 全国日均发电量自 6 月中旬出现正增长以来, 7 月上旬继续增长趋势, 同比上升 3%, 其中高耗能地区的发电量已逐步回升, 电厂存煤天数也出现下降, 由此带动沿海煤炭运输需求回升, 沿海煤炭运价指数较上周上涨了 1.8%。

- A 股及周边航运股周市场表现及估值: 国际市场上, 本周走势最好的是 H 股的中国远洋和中海发展, 其次是全球干散货航运股, 而油运市场受油轮运价指数的拖累, 本周表现弱于大市; 国内航运市场, 除招商轮船外, 其余航运股都跑赢上证, 其中尤以中远航运、中国远洋表现较好。

估值处在历史低位, 具有安全边际和提升空间: 整体海运板块 PB 相对市场 PB 在 0.66-1.81 倍, 目前为 0.80 倍, 处在相对低位。估值具有优势。

- 海运业最坏时候正在过去, 相对市场估值处在历史底部, 上调行业评级“增持”: 从趋势上看, 海运业最坏的时刻已经过去, 但复苏过程会受有波折。相对市场估值处于历史低位, 上调行业评级“增持”。受国内经济回暖的影响, 沿海煤运趋势向好, 推荐受益的中海发展; 短期内, 二季度 BDI 大幅度上涨带来中国远洋中报业绩的好转, 集运行业运量回升也可能带来中海集运的交易性机会; 中长期看好油轮市场复苏, 推荐长航油运、招商轮船。

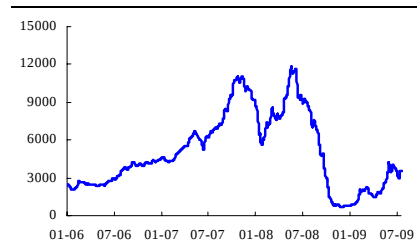
请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

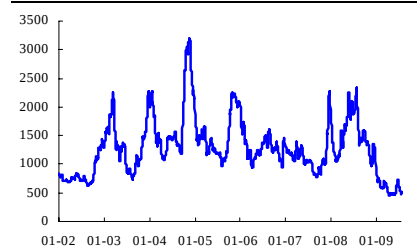
水上运输业

增持

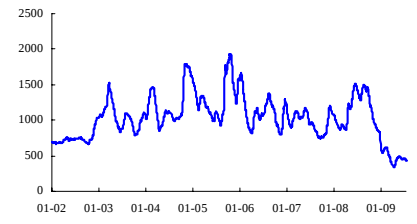
BDI 指数:



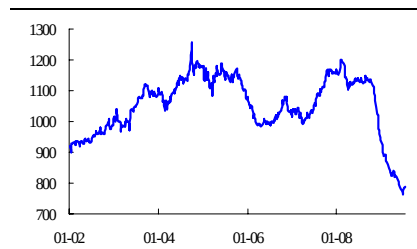
波罗的海原油运价指数



波罗的海成品油运价指数



中国出口集装箱运价指数



相关报告

海运业: 低估值及行业复苏预期带来股价上涨

(09.07.16)

海运业: BDI 指数下行, 油轮运价回调

(09.07.13)

海运业: BDI 回调、油轮运价回升

(09.06.29)

1. 外部经济：全球钢企开工率回升

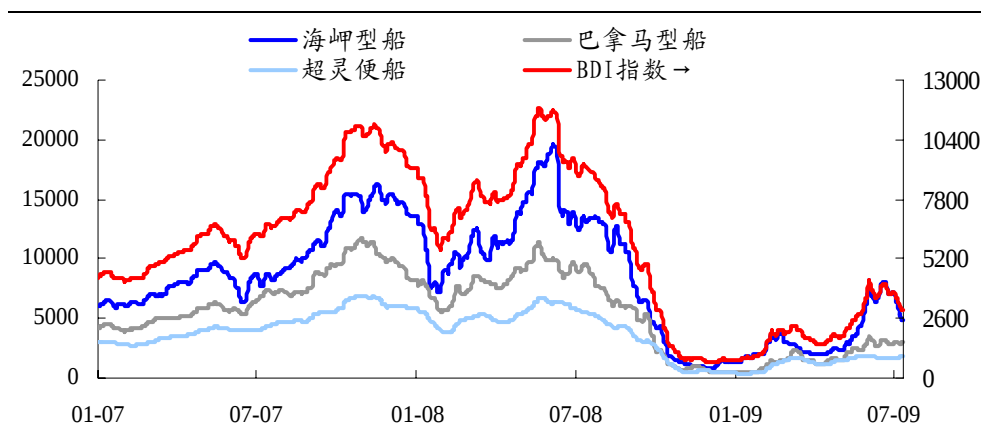
目前，与国际干散货市场海运需求息息相关的全球钢铁工业已经出现复苏势头。据路透社 7 月 17 日报道，在各国经济刺激计划推动下，全球主要钢铁公司生产已开始恢复上升。在钢铁需求的带动下，本周 BCI 指数止跌回升。

1. 全球最大的阿赛洛·米塔尔公司在美国和巴西钢厂已恢复生产。全球第二大的日本钢铁公司预计 7~9 月份粗钢产量将达 650 万吨，比上季度增长 40%。
2. 全球第六大的韩国浦项钢铁公司今年二季度粗钢产量达 710 万吨，环比增长 16%。德国最大的蒂森·克虏伯公司计划将其钢铁产能的开工率从 40% 提高到 80%。
3. 美国钢铁公司今年经济萧条时 50% 以上的闲置产能已作好全速生产准备。
4. 国际钢价指数从今年 5 月起启稳回升。

2. 国际干散货运输市场：BDI 回调

本周，海岬型船的交易量有所提升，带动 BCI 环比上涨 0.95%。海岬型船运价的稳定，保证巴拿马型船运价环比回升 7.14%。尽管太平洋航线的运力有过剩现象，但大西洋航线的货量依旧充足，这对下周巴拿马型船的运价很有利。

图 1 散货运价指数：7 月 17 日 BDI 收于 3542 点，周均值为 3287.8 点，环比上升 4.7%，其中海岬型、巴拿马型及超灵便型船运价周环比分别为 0.95%、7.14%、10.9%。



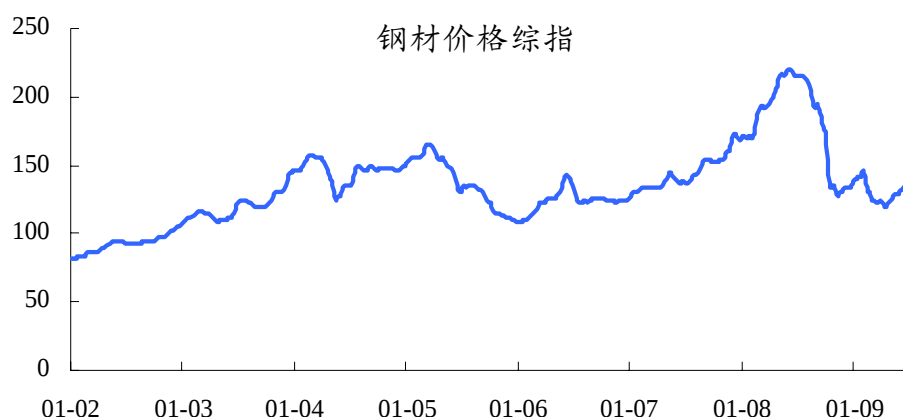
数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

表 1 干散货市场 FFA 数据 (7 月 17 日)：全线看涨

干散货平均航次期租 FFA 交易行情							
单位：美元/天	09/7-9 月	09/10-12 月	10/01-03 月	10/4-6 月	2010	2011	2012
Capesize 平均四条期租航线	55482.86	46500	37000	34000	32750	29563	28938
Panamax 平均四条期租航线	22197.45	19943	17125	16448	16200	15835	15545
Supermax 平均五条期租航线	18738.55	16381	14438	14031	13716	13250	13050
Handsize 平均期租航线	11499.73	10950	10450	10250	9775	9670	9500

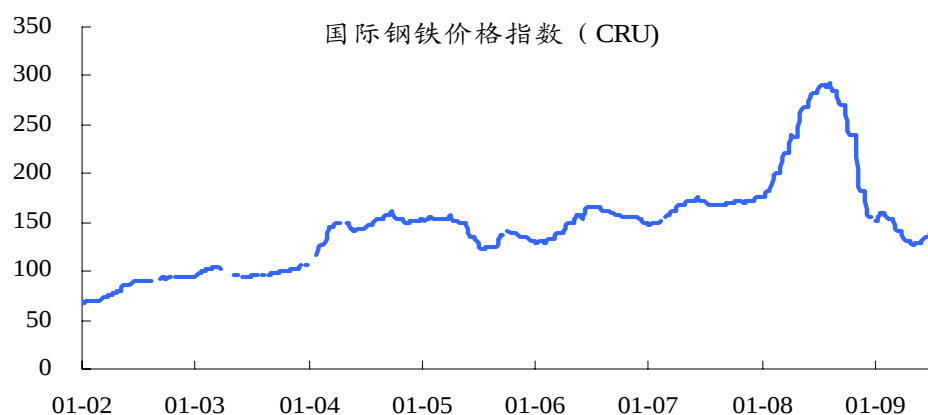
数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

图 2 国内钢材价格指数:7月17日钢材价格指数为 144.6 点,较上周上涨了 2.8%。



数据来源: MYSTEEL, 国泰君安证券销售交易总部

图 3 国际钢材价格指数: 7月17日, 国际钢铁价格指数为 147 点, 与上周持平。其中欧洲地区 CRU 价格指数为 135.6、北美地区 CRU 价格指数为 127.6, 亚洲地区 CRU 价格指数为 164.8。



数据来源: MYSTEEL, 国泰君安证券销售交易总部

图 4 港口铁矿石库存:截至 7 月 17 日, 全国主要港口铁矿石库存总量 6865 万吨, 比上周减少 67 万吨, 其中巴矿 1729, 增加 9 万吨, 澳矿 2594, 减少 40 万吨, 印矿 1443 万吨, 减少 27 万吨。受下游钢材市场报价上扬的影响, 部分中小型钢厂开始不断采购现货矿。

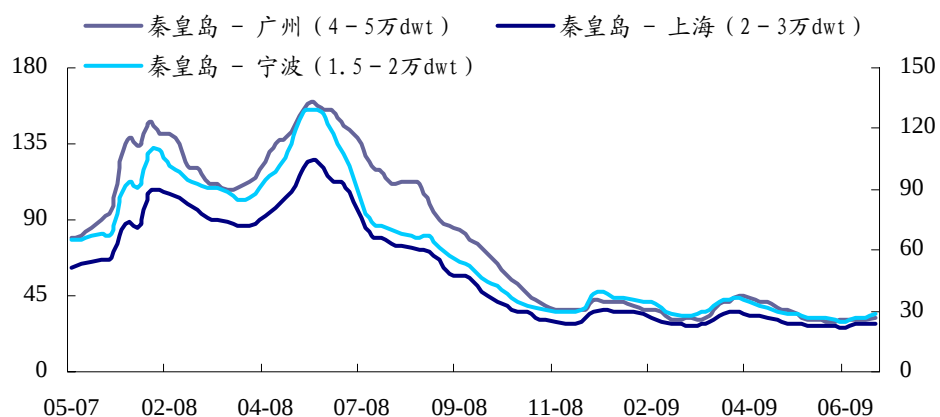


数据来源: MYSTEEL, 国泰君安证券销售交易总部

3. 沿海干散货运输市场：需求回升

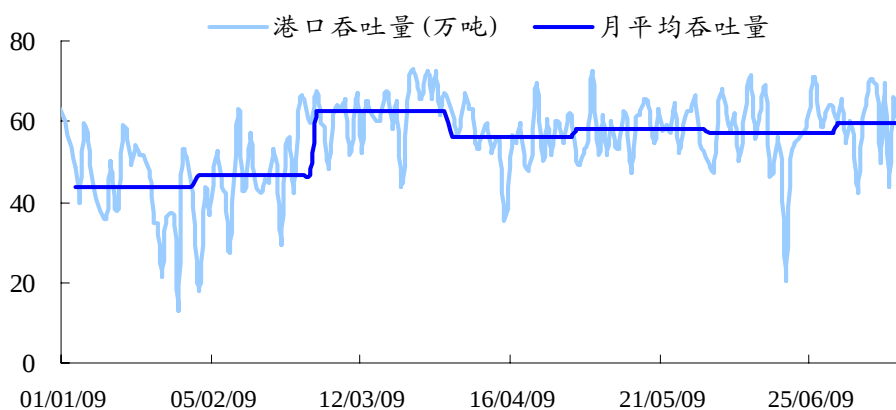
全国日均发电量自6月中旬出现正增长以来，7月上旬继续增长趋势，同比上升3%，其中高耗能地区的发电量已逐步回升，电厂存煤天数也出现下降，由此带动沿海煤炭运输需求回升。

图5 沿海煤炭运输价格：本周沿海煤炭运价指数较上周上涨了1.8%，其中秦皇岛-广州、上海、宁波的煤运价格全线上涨，分别至32元/吨，29元/吨，29元/吨。



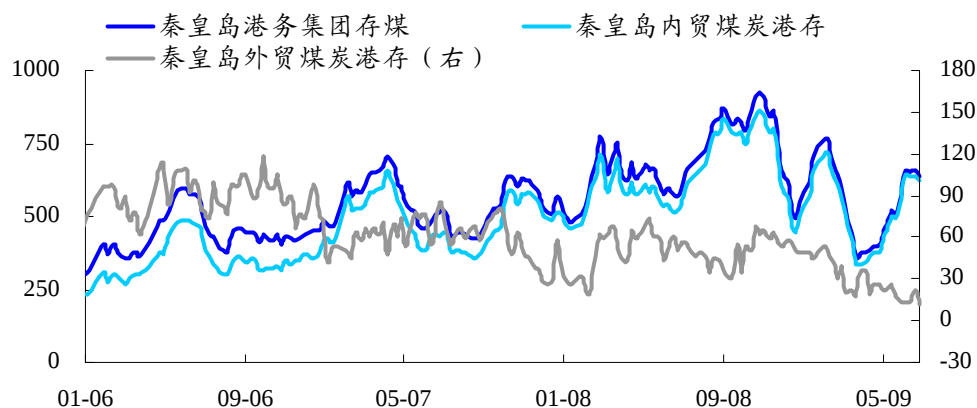
数据来源：中华航运网，国泰君安证券销售交易总部

图6 秦皇岛港口煤炭吞吐量上升：截至7月16日，本周秦皇岛港月日均港口吞吐量为60万吨，于此同时，本周铁路调入量下降至59万吨，导致秦皇岛煤炭库存下降。



数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券销售交易总部

图 7 秦皇岛港口煤炭库存: 7 月 17 日, 秦皇岛港务集团共存煤炭 636.4 万吨, 比上周下降了 22.3 万吨, 其中内贸煤炭库存 626 万吨, 外贸煤炭库存 11.4 万吨。



数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安证券销售交易总部

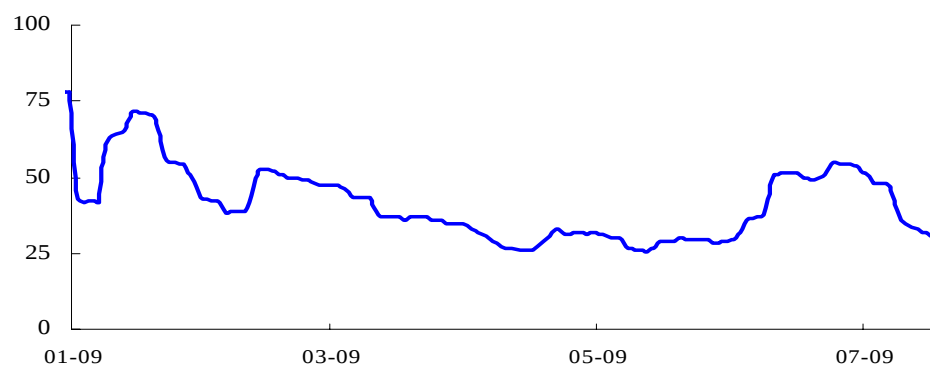
表 2 直供电厂存煤天数下降

	直供总计	华北电网	东北电网	华东电网	华中电网	西北电网
2009-4-5	16	16	10	16	21	16
2009-4-12	16	16	11	15	20	16
2009-4-19	16	16	11	16	21	17
2009-4-26	16	15	11	17	22	17
2009-5-3	17	15	11	18	25	17
2009-5-10	17	15	11	18	26	17
2009-5-17	17	15	11	17	28	18
2009-5-24	18	14	10	17	30	20
2009-5-31	18	14	10	18	33	21
2009-6-21	19	15	10	18	36	22
2009-7-5	19	15	10	18	35	21
09-7-12	18	15	10	17	35	21

数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安证券销售交易总部

4. 国际油轮运输市场: 运价回落

图 8VLCC 中东-日本航线 WS 指数: VLCC 运输市场成交不足, 运价下跌, 7 月 17 日, 中东-日本 (2.5 万吨, VLCC) WS 指数回落至 30.39 点。



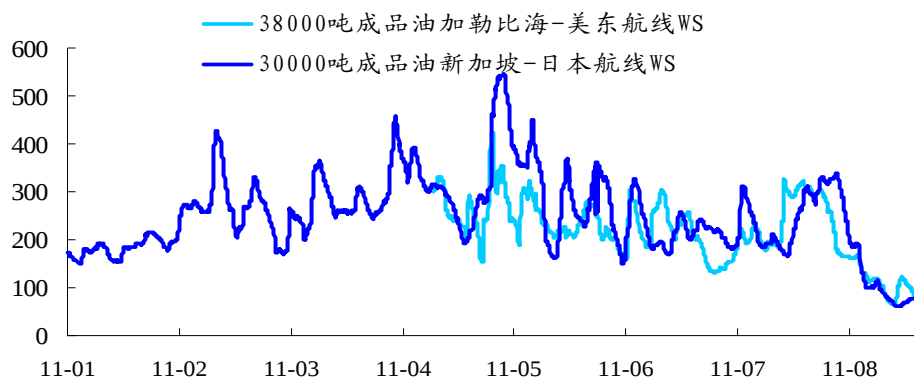
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

表 3VLCC 海湾-日本航线的收益水平: 7 月 17 日 VLCC 的平均收益率环比下跌 40%，其中 26.5wt 海湾-日本航线的收益降至 9,827 美元/天，环比下跌 57%。

船型	航线	Average earnings \$ per day					周环比
		2007	2008	2009	09.07.10	09.07.17	
280,000t	Gulf - Europe	45,347	74,040	26,176	10,867	8,941	-18%
280,000t	Gulf - US Gulf *	44,484	71,874	25,230	10,322	8,792	-15%
265,000t	Gulf - Japan *	64,572	105,036	34,941	22,941	9,827	-57%
265,000t	Gulf - S.Korea *	62,709	102,002	35,156	23,861	11,358	-52%
270,000t	Gulf - Sing	66,291	108,338	37,080	24,357	15,359	-37%
280,000t	Gulf - Red Sea	71,857	118,415	50,074	31,138	21,994	-29%
260,000t	WAF - East *	50,884	82,951	36,383	29,582	16,986	-43%
260,000t	WAF - US Gulf *	56,072	100,691	47,720	33,519	24,889	-26%
280,000t	Med - UKC	71,886	128,474	63,781	51,768	45,686	-12%
260,000t	WAF - WC India^	53,868	87,201	40,563	37,206	18,446	-50%
VLCC Ave. Earnings *		55,744	92,511	35,886	24,045	14,371	-40%

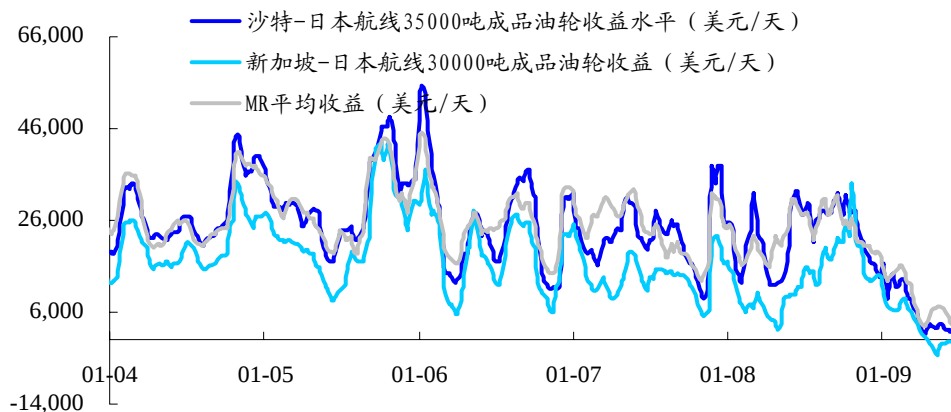
数据来源: CLARKSON, 国泰君安证券销售交易总部

图 9MR 型船主要航线 WS 指数: 北美地区成品油库存居高，美国汽油进口需求下降，导致 TC2、TC3 线环比分别为-3.3%、-0.17%；TC4 线 WS 微升 0.75%，TC7 线下降 3.7%。



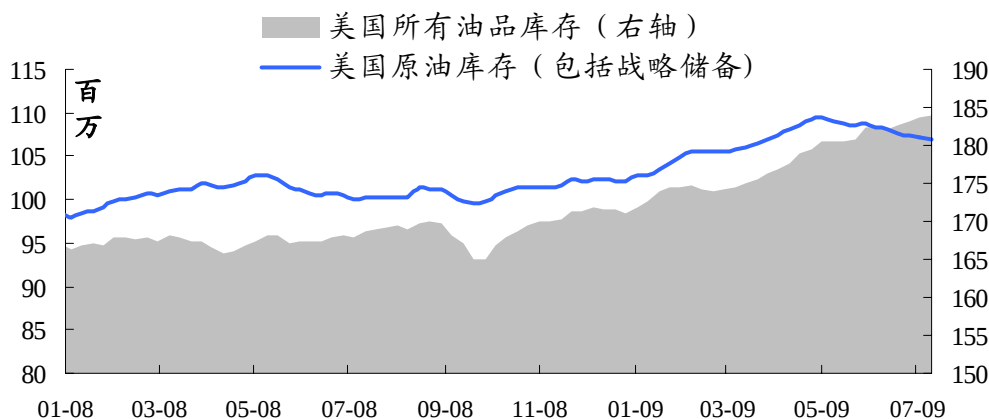
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

图 10MR 型船主要航线收益水平：尽管成品油轮整体交易冷清，但受非洲航线的支撑，7 月 17 日 MR 船平均收益为 4475 美元，较上周上升 7%。但新加坡-日本航线 MR 船 TCE 为-2115 美元/天（CLARKSON），TC7 线 TCE 下降到 4700 美金/天（根据长航油运披露的数据）。



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

图 11 美国油品库存：原油库存下降，成品油库存维持高位



数据来源：EIA，国泰君安证券销售交易总部

表 4 油轮市场 FFA 数据（7 月 17 日）

原油油轮运输航线 FFA 交易行情										
单位：WS	Jul(09)	Aug(09)	Sep(09)	Oct(09)	09/7-9 月	09/10-12 月	10/1-3 月	10/4-6 月	2010	2011
TD3:中东海湾至日本 航线（260000 公吨）	36.5	37.5	39	41.5	37.67	45	66	63	65.5	63
TD5:西非至美东航线 （130000 公吨）	51	51	55	62	52.33	63	92	91	93	93
TD7:北海至欧陆航线 （80000 公吨）	76	76	78	86	77	88.33	102	103	104.25	106
成品油轮运输航线 FFA 交易行情										
单位：WS	Jul(09)	Aug(09)	Sep(09)	Oct(09)	09/7-9 月	09/10-12 月	10/1-3 月	10/4-6 月	2010	2011

TC2:欧陆至美东航线 (37000 公吨)	95	94	99	104	96	105	145	144	145.5	146.5
TC4:新加坡至日本航线 (30000 公吨)	76.5	94.5	98	96	89.67	96.67	138	135	138.5	138
TC5:中东至日本航线 (55000 公吨)	84	88	92	97	88	97	136	134	137	136

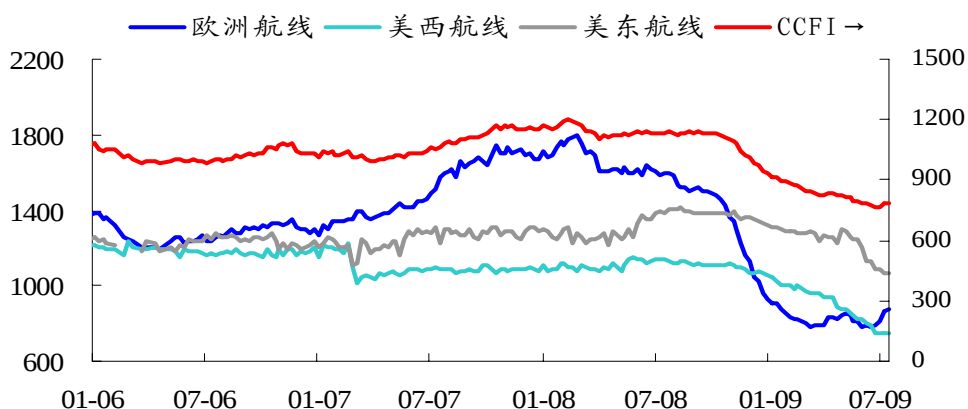
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

5. 国际集装箱运输市场

欧地航线: 本周船舶平均舱位利用率保持在 95% 以上。近两周欧地线货量充裕对 7 月 1 日涨价计划构成了有力的支撑。7 月上旬部分船公司已经成功提价 200 美元/TEU 至 300 美元/TEU。由于现阶段货量的提升很难区分是经济还是旺季的影响, 且市场上约 10% 的闲置运力依然是未来较大的不确定因素, 因此很难据此判断行业已复苏。

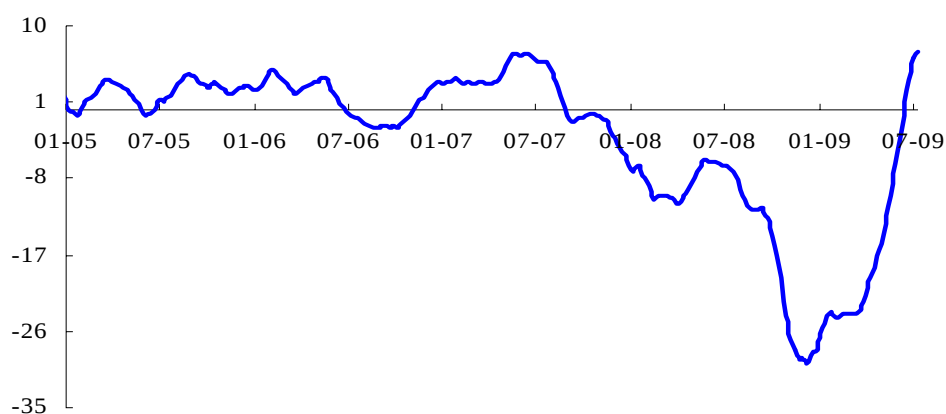
北美航线: 市场行情走势平稳, 船舶平均舱位利用率保持在九成以上, 但是市场运价仍旧低位徘徊。虽然 TSA 可能在 8 月提高美线运价, 但这似乎未能得到付货人正面回应。美国付货人协会策划总监钦恩曾指出, 业界虽然同情班轮公司的处境, 但付货人仍须先考虑尽量减低本身成本以求自保, 因此绝大部分付货人将拒绝班轮公司的加费要求。故, 美线运价是否能成功上调, 要看付货人后续的运营情况, 而这就需要货量的持续稳定。

图 12 中国出口集装箱运价指数: 7 月 17 日, 本周 CCFI 环比上升 0.39%, 其中欧线、美西、美东航线周环比分别为 1.4%、-0.3%、-0.03%。



数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券销售交易总部

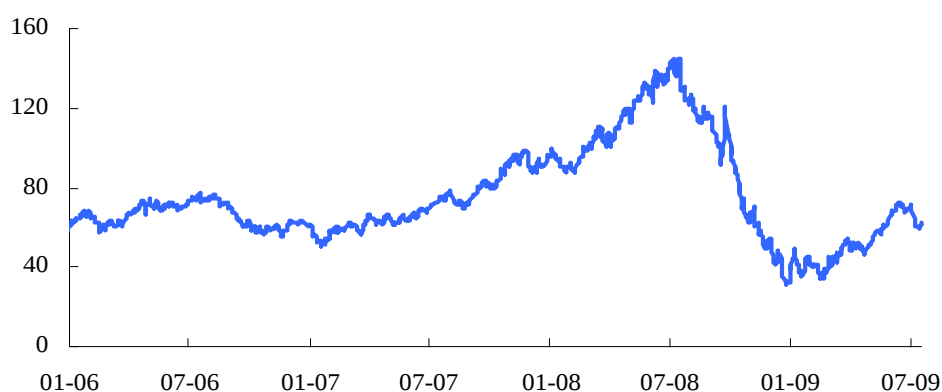
图 13: ECRI 美国领先指标 12 个月变化率 (7.10)



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

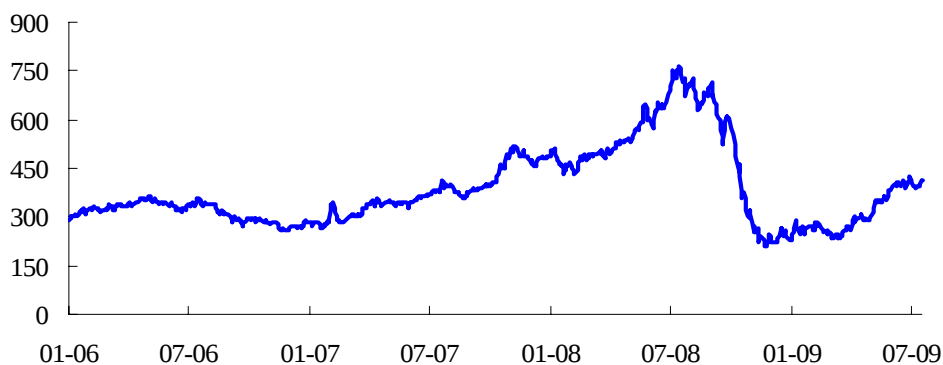
6. 燃油成本

图 14 全球原油价格 WTI: 7 月 17 日 WTI 为每桶 63.56 美元, 周均值为 61.3 美元, 较上周略跌 0.35%。



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

图 15 国际燃料油价格: 7 月 17 日, 新加坡 IF380 价格为每吨 414 美元, 周均值为 404.1 美元, 较上周上升 2.98%。



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

7. 市场表现及估值指标变化

表 5 国内航运股市场表现

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
长航油运	6.68	3.89	4.87	7.57	-22.95
集装箱					
中海集运	4.76	3.93	11.48	3.03	-0.63
综合					
中国远洋	16.28	10.82	20.68	17.80	-22.77
中海发展	15.19	8.42	7.35	3.97	-31.02
中远航运	12.57	12.84	16.17	7.07	-9.34
招商轮船	6.24	-0.32	6.67	12.03	-6.31
上证指数	3189.74	2.43	10.74	24.72	14.81

数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

表 6 国际航运股市场表现

	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	8743.94	7.33	2.39	11.51	-23.94
日本日经指数	9395.32	1.16	-3.99	5.27	-26.62
恒生指数	18805.66	6.20	4.94	19.39	-14.03
韩国股指	1440.10	0.80	4.10	7.76	-4.63
台湾股指	6850.99	1.20	9.95	18.50	0.52
丹麦歌本哈根指数	260.08	3.91	-0.60	12.90	-29.63
油轮					
FRONTLINE	21.49	3.52	-19.21	13.16	-65.47
TEEKAY	18.70	2.69	-11.83	34.44	-55.67
OVERSEAS	32.67	7.86	-14.90	23.89	-59.57
集装箱					
马士基	30100.00	4.15	-7.95	-2.27	-42.00
韩进	17850.00	6.25	4.39	-18.49	-50.28
长荣	18.75	5.34	17.19	5.63	-4.34
中海集运(H)	2.21	10.50	5.74	3.27	-23.79
干散货:					
Diana Shipping Inc.	14.21	7.57	-1.04	-6.08	-51.17
Eagle Bulk Shipping Inc.	5.26	20.09	0.19	-23.66	-81.74
DryShips Inc.	5.82	10.44	-5.98	-18.83	-92.43
综合性航运公司					
日本邮船	399.00	5.00	-6.56	-14.19	-56.20
商船三井	589.00	8.67	-9.24	-8.26	-57.35
川崎汽船	360.00	3.45	-15.69	-15.29	-60.83
中国远洋(H)	9.73	14.20	2.31	36.08	-51.35
中海发展(H)	10.68	16.09	6.16	9.54	-57.19

数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

表 7 国内航运股估值

名称	价格	PB	预测 EPS			PE		
			08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
中海发展	14.01	2.18	1.59	0.51	0.71	8.81	27.47	19.73
长航油运	6.43	2.26	0.37	0.16	0.4	17.38	40.19	16.08
中远航运	11.14	3.21	1.11	0.5	0.6	10.04	22.28	18.57
中国远洋	14.69	2.53	1.06	-0.1		13.86		
招商轮船	5.85	2.05	0.359	0.191	0.368	16.30	30.63	15.90
中海集运	4.27	1.60	0.0112	-0.22	-0.07	381.25		

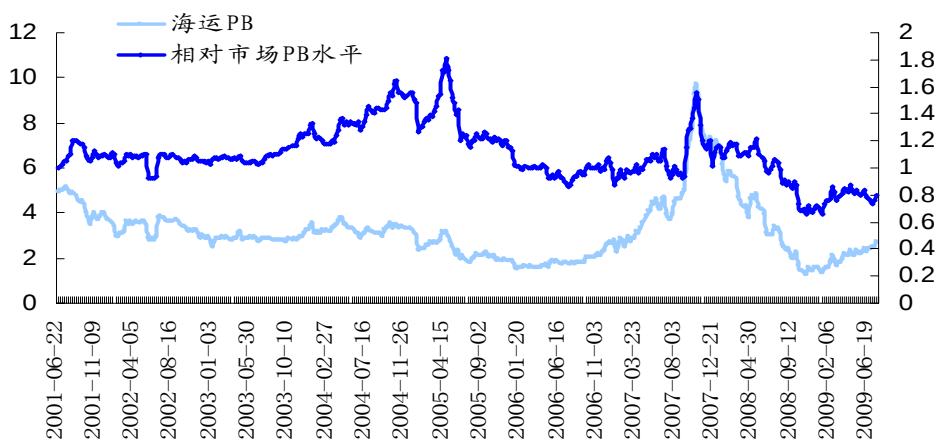
数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

表 8 国际航运股估值

油轮	股价	ROE	PB	PE			EPS		
				2008	2009	2010	2008	2009	2010
Frontline Ltd.	21.49	121.72	2.28	2.95	18.06	13.65	9.15	1.19	1.57
Teekay Corporation	18.70	-19.87	0.66	5.03		17.31	-6.48	-0.05	1.08
Overseas Shipholding Group Inc.	32.67	17.94	0.47	2.59		35.13	10.71	-0.09	0.93
Euronav NV	11.86	37.22	0.71	2.13	22.47	11.95	7.86	0.75	1.40
MISC	8.65	7.13	1.54	22.88	23.13	18.06	0.38	0.37	0.48
General Maritime	8.60	8.71	1.05	7.42	8.19	10.74	0.76	1.05	0.80
Tsakos Energy Navigation Ltd.	15.97	22.99	0.65	3.71	12.55	9.63	5.40	1.27	1.66
平均			1.05	6.67	16.88	16.64			
集装箱									
马士基	30100.00	11.79	0.83	7.35	62.40	13.62	4122.00	482.39	2210.61
韩进	17850.00	10.95	0.41	4.13			4317.00	-4388.70	-1081.81
长荣	18.75	0.96	0.91	89.29			0.21	-1.74	-0.20
阳明	12.50	1.12	0.68	59.52			0.21	-2.24	-0.76
平均			0.71	40.07	62.40	13.62			
干散货									
Diana Shipping Inc.	14.21	28.15	1.32	5.22	9.09	9.58	2.97	1.56	1.48
Eagle Bulk Shipping Inc.	5.26	12.50	0.51	3.51	6.57	15.03	1.32	0.80	0.35
DryShips Inc.	5.82	-31.24	0.54		6.24	6.29	-8.11	0.93	0.93
平均			0.79	4.37	7.30	10.30			
综合									
日本邮船	399.00	9.500348	0.90	8.31	41.82	15.63	45.73	9.541	25.525
商船三井	589.00	19.43531	1.13	5.11	16.06	11.19	106.13	36.665	52.619
川崎汽船	360.00	9.389807	0.69	6.84	54.61	18.25	50.89	6.592	19.725
平均			0.90	7.12	37.50	15.03			

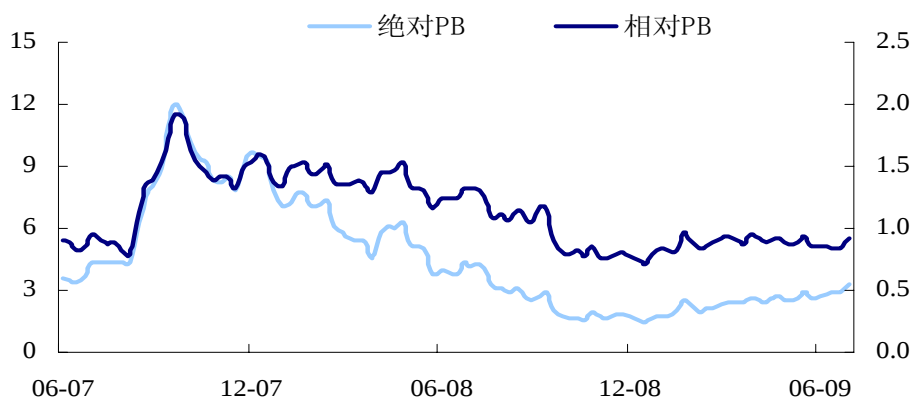
数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券销售交易总部

图 16: 国内海运股 PB 及相对市场 PB 水平: 2001-2009 年间海运股 PB 水平在 1.3-9.7 倍, 目前为 2.75 倍; 相对市场 PB 水平在 0.66-1.81 倍, 目前为 0.80 倍。相对市场 PB 水平处于历史较低位置。



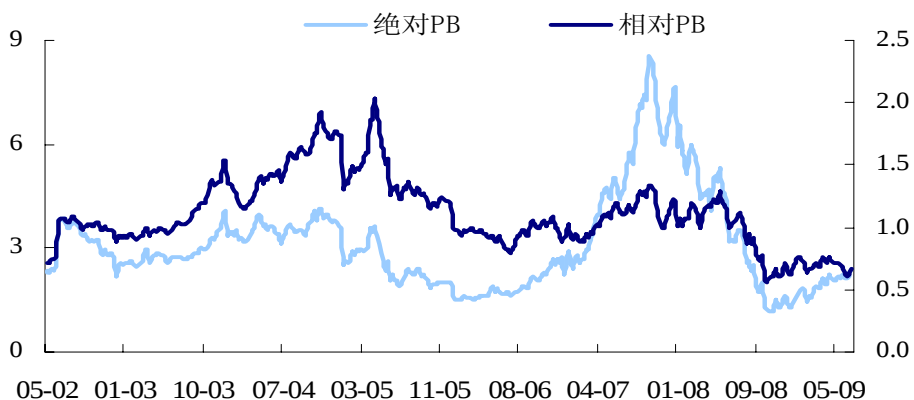
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 17: 中国远洋历史 PB 和相对市场 PB 水平



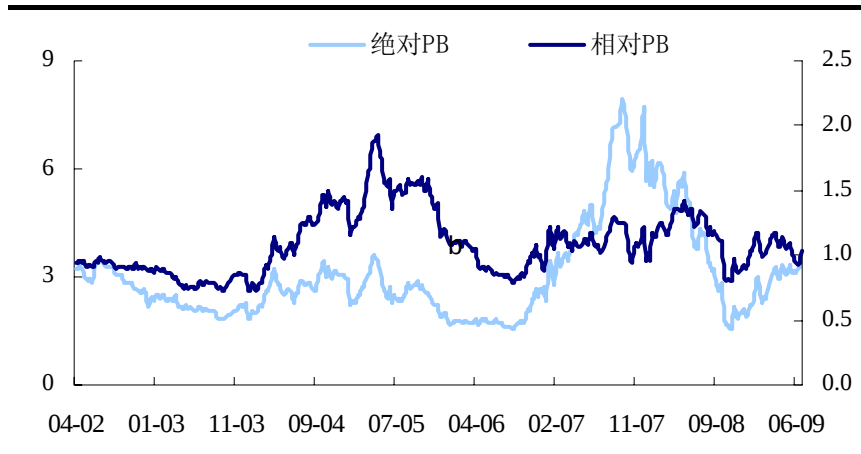
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 18: 中海发展历史 PB 和相对市场 PB 水平



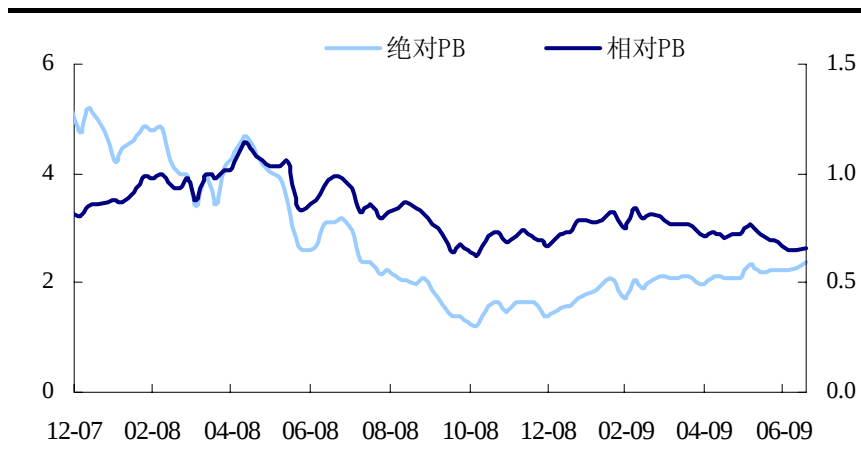
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 19: 中远航运历史 PB 和相对市场 PB 水平



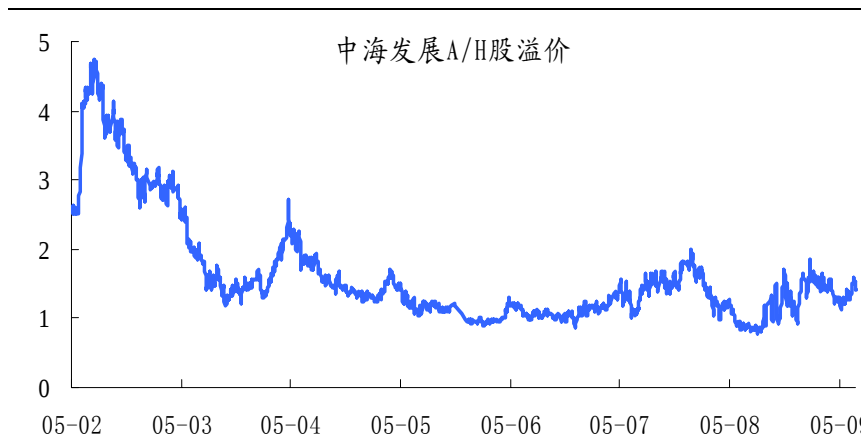
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 20: 长航油运历史 PB 和相对市场 PB 水平



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 21: 中海发展 A/H 溢价 1.42



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

图 22: 中海集运 A/H 溢价 2.15



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 23: 中国远洋 A/H 溢价 1.67



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

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，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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com