

分析师： 吴云英 021-68751160 wuyy@cjsc.com.cn

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

国内国际干散货运价上涨都超预期

报告要点

周三：BDI3748，涨133；BCI 6392 涨279；BPI 3787 涨103；BSI 2021 涨63。此次BDI涨幅超过我们在之前预期，4000点即将达到；同时不排除超越7月高点的可能。煤炭，谷物以及铁矿石货量的上升，以及投机资金的参与共同促使运价涨幅超预期。不过，短期我们估计也有中国北方天气导致港口船舶压港的因素。

同时：沿海综合指数大幅上涨5.29%，其中煤炭运价指数上涨7.62%，涨幅创年内新高；粮食运价指数上涨4.57%；金属矿石运价指数上涨1.33%。涨幅最大的是沿海煤炭运输，本周各煤炭航线平均煤价上涨约4元/吨，涨幅亦创年内新高。其中秦皇岛港发往宁波上海港运价指数涨幅已达10%。本周秦皇岛港煤炭库存再创新高，截止本日晚，秦皇岛港煤炭库存收于848.15万吨，主要原因是受北方大风天气影响港口外运量而铁路调入量则受天气影响不大。最近七天秦皇岛港煤炭平均日吞吐量不足40万吨，有的天气吞吐量甚至为0。据煤炭资源网资料，秦皇岛港目前港外停靠船舶达288艘之多，运力多但无法出海。由于南方电网补库存需求存在，再加上北方天气恶劣导致货量无法运出，导致运费大涨。华东电网煤炭库存可用11天，华南电网可用天数15天，接近预警值。

总体上，由于BDI和沿海散货运价涨幅都超预期，我们判断航运公司股价短期具备上涨动力。在前期交通运输行业，铁路和海南板块公司股价表现之后，我们预期下阶段航运有望是交通运输行业中表现相对突出的子板块。

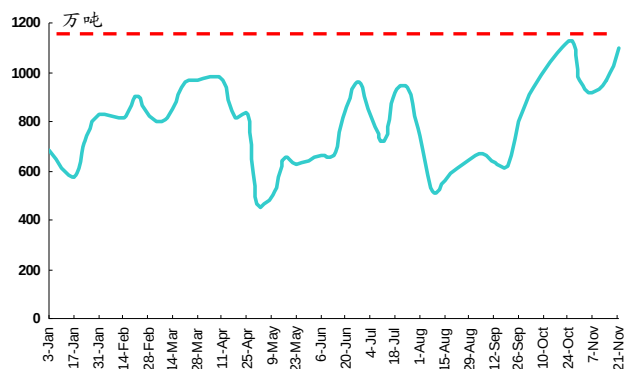
对于航运公司4季度业绩，我们认为，将全部实现环比明显的改善。中国远洋预期4季度公司业绩可转为盈利。4季度散货盈利环比还将有所上升（预计3季度散货盈利约8-10亿），而4季度集装箱亏损幅度还将减少（因为集装箱运价是7-9月逐渐提上去的，等航次结束，体现在收入上是滞后的，而且直到现在集装箱运价还未回落），总体来说，4季度公司实际业绩可转为盈利。不过公司可能在4季度增加成本结算。同时，中远航运10月份运量大幅度增加：（1）总运量为81万吨，同比微降1.44%，环比大幅上升37.75%；总周转量为42.26亿吨海里，同比下降7.39%，环比上升33.12%。（2）分业务量来看，多用途船完成生产量50.68万吨，同比上升13.04%，环比上升16.99%。杂货船完成运量18.26万吨，环比上升76.4%；（3）特种杂货船：重吊船完成货运量5.26万吨，同比上升355%，累计同比上升70.11%；半潜船完成货运量9500吨，同比下降12.44%，累计同比上升-1.15%；我们判断4季度公司业绩也将环比明显好转。

国际干散货：BDI 上涨超过预期

此次 BDI 涨幅超过我们在之前预期，4000 点即将达到；同时不排除超越 7 月高点的可能。煤炭，谷物以及铁矿石货量的上升，推动 BCI 和 BPI 运价上涨。同时以投机资金的参与共同促使运价涨幅超过预期。不过，短期我们估计也有由于中国北方天气，港口船舶压港的因素。

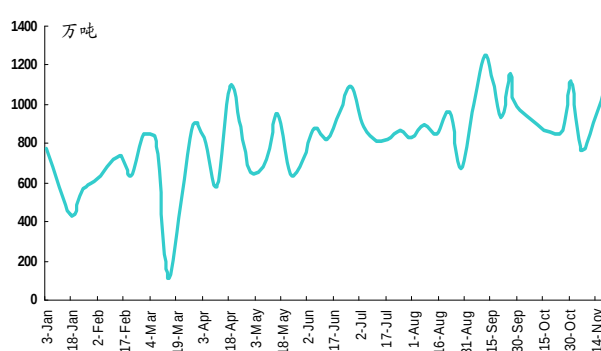
从我们近期监测的巴西、澳洲港口矿石出港情况看，的确最近矿石输出量显著增加。巴西和澳大利亚矿石最近一周装港量均超出一千万吨；印度矿石装港量最近两周均创年内新高，与 5、6 月份 BDI 的一波上涨时候出港量比较，还有显著的提高。因此，我们有理由相信这次的 BDI 上涨虽然也有投机资金推动的因素，但真实的需求确实在起作用，而矿石货量放出的原因在于：（1）国外钢铁产量逐渐回升）；（2）前期库存低，近期补充库存；（3）预期矿石涨价，有动力在现时增加进口量。

图 1：巴装载港量



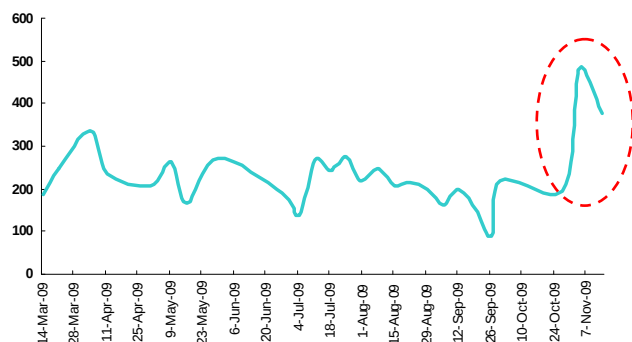
资料来源：长江证券研究所

图 2：澳洲装港量



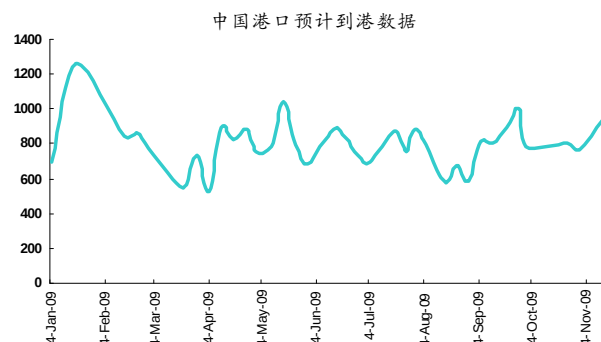
资料来源：长江证券研究所

图 3：印度港口装港量



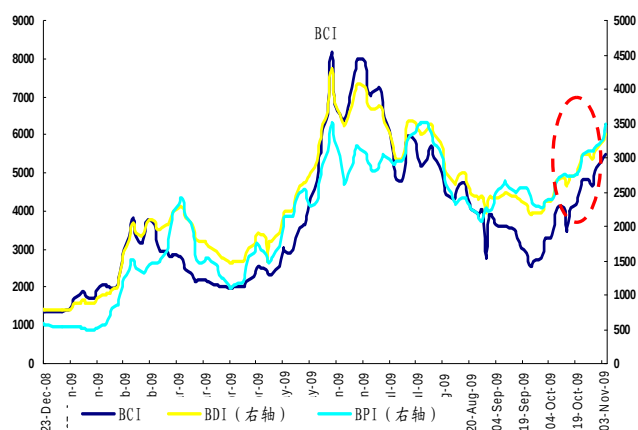
资料来源：长江证券研究所

图 4：中国港口进口铁矿石进港量



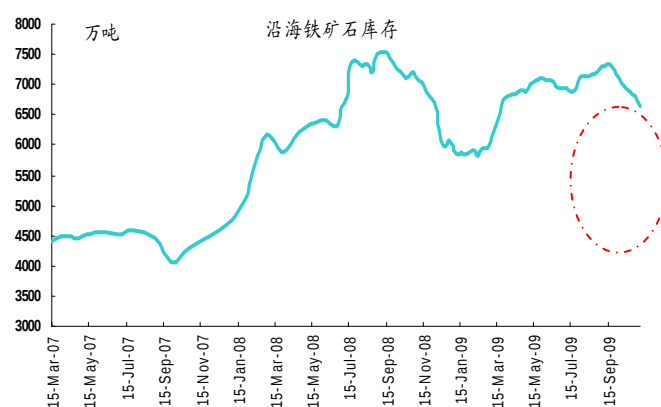
资料来源：长江证券研究所

图 5: BCI、BPI 推动 BDI 上涨



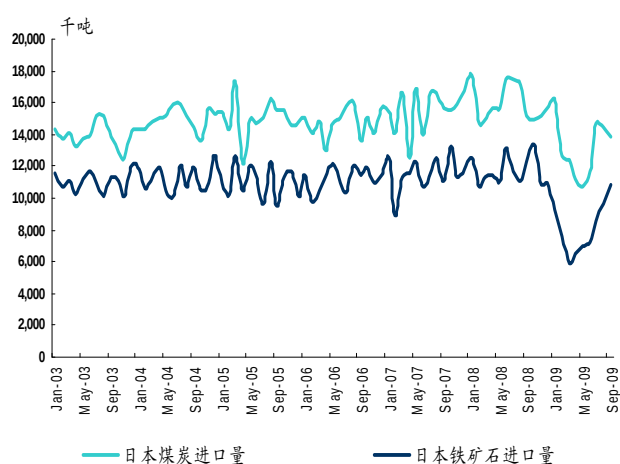
资料来源：长江证券研究所

图 6: 中国沿海港口铁矿石库存连续下降



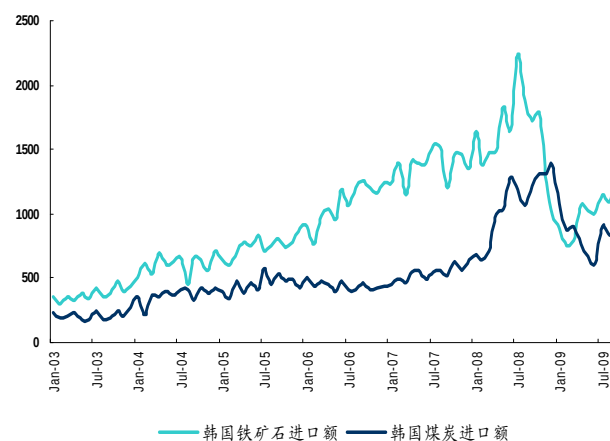
资料来源：长江证券研究所

图 7: 日本矿石、煤炭进口量大幅回升

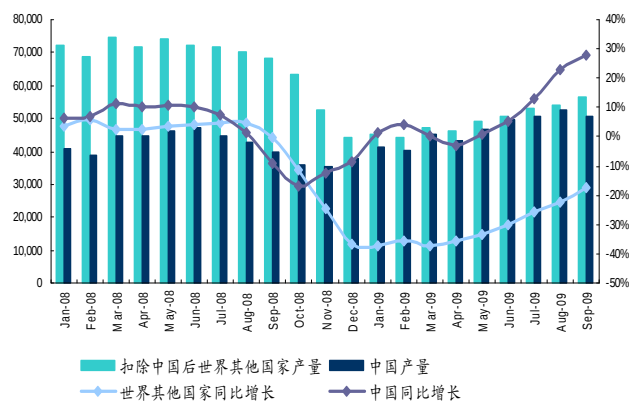


资料来源：长江证券研究所

图 8: 韩国矿石、煤炭进口量大幅回升



资料来源：长江证券研究所

图 9：全球钢铁产量变化


资料来源：长江证券研究所

图 10：美国钢铁产能利用率持续提升


资料来源：长江证券研究所

我们回顾近期市场的走向。

海岬型船市场：（1）上周港口铁矿石库存大幅下降 163 万吨，钢厂内部的库存也仅够维持正常的水平，许多到港矿石为钢厂自提货，推动了贸易商进口铁矿石的热情。（2）FFA 交易继续活跃，近期除了一些重量级船公司，包括路易·达芙公司、世腾海运公司等在即期租船相当活跃，自下半年以来久未谋面的摩根·斯坦利投资银行在铁矿石程租租船市场再度现身。（3）据 SSY 报道，全球铁矿石和煤炭港口的海岬型船待港量高达近 100 艘；其中，中国港口为 35 艘，在中国主要铁矿石卸货港平均待港时间从上周的 3.5 天迅速升至本周的 5.5 天；巴西港口为 20 艘，西澳铁矿石港口为 10~15 艘，东澳煤炭港口为 25~30 艘。

巴拿马型船市场：巴拿马市场是推动 BDI 上涨的另一重要力量。（1）美国东海岸至欧陆煤炭货盘推动，大西洋地区运力供应出现短缺；（2）此外，来自美湾谷物出口贸易也推动巴拿马船型运价的上涨。（3）在太平洋地区，本周澳洲纽卡斯尔港动力煤出口升至 217 万吨，环比猛增 13%。据 SSY 报道，目前在东澳煤炭出口港巴拿马型船的待港量高达 50 艘以上。

沿海散货运输市场：运价涨幅年内最大

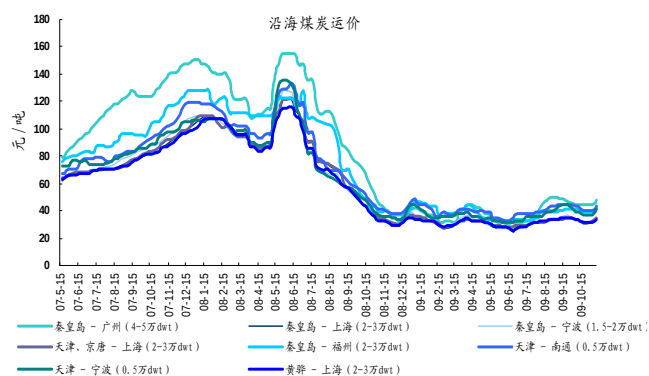
本周沿海综合指数大幅上涨 5.29%，其中煤炭运价指数上涨 7.62%，涨幅创年内新高；粮食运价指数上涨 4.57%；金属矿石运价指数上涨 1.33%。涨幅最大的是沿海煤炭运输，本周各煤炭航线平均煤价上涨约 4 元/吨，涨幅亦创年内新高。其中秦皇岛港发往宁波上海港运价指数涨幅已达 10%。

本周秦皇岛港煤炭库存再创新高，截止本日晚，秦皇岛港煤炭库存收于 848.15 万吨，已经逼近库存高位警戒线。主要原因是受北方大风天气影响港口外运量而铁路调入量则受天气影响不大。最近七天秦皇岛港煤炭平均日吞吐量不足 40 万吨，有的天气吞吐量甚至为 0。

据煤炭资源网资料，秦皇岛港目前港外停靠船舶达 288 艘之多，运力多但无法出海。由于南方电网补库存需求存在，再加上北方天气恶劣导致货量无法运出，导致运费大涨。华东电网煤炭库存可用 11 天，华南电网可用天数 15 天，接近预警值。

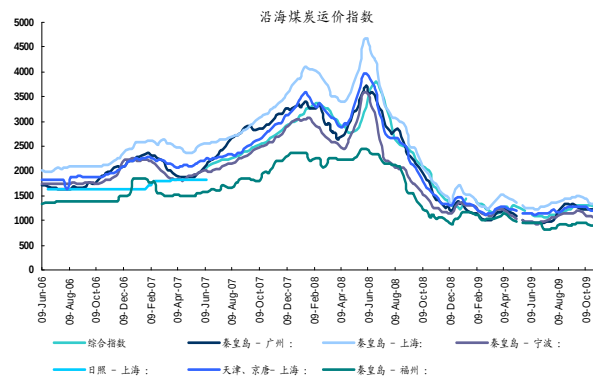
总体判断，天气转冷，煤炭需求量上升；同时天气原因使得船舶压港严重，造成运价的大幅度上涨，即处于一个运输价格涨但量不涨的状态。后几周在天气状况好转之后，出港量将显著增加，港口进入一个去库存过程。

图 11: 沿海煤炭运价



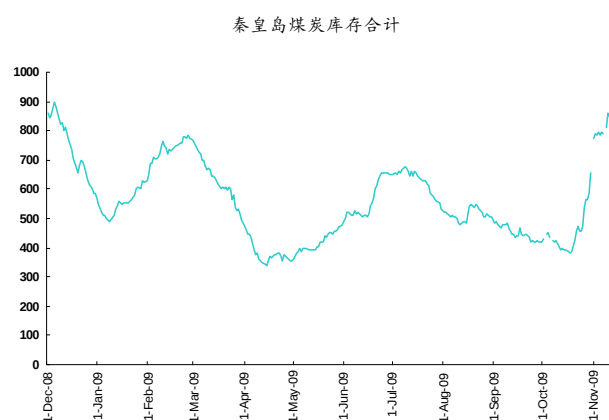
资料来源：长江证券研究所

图 12: 沿海散货运价指数



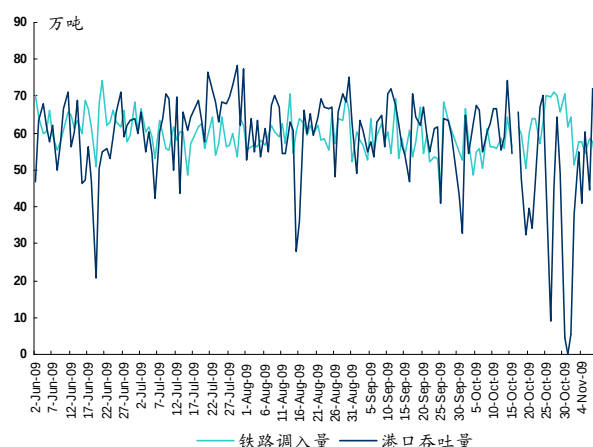
资料来源：长江证券研究所

图 13: 秦皇岛煤炭库存持续增加



资料来源：长江证券研究所

图 14: 秦皇岛港口煤炭调出量减少



资料来源：长江证券研究所

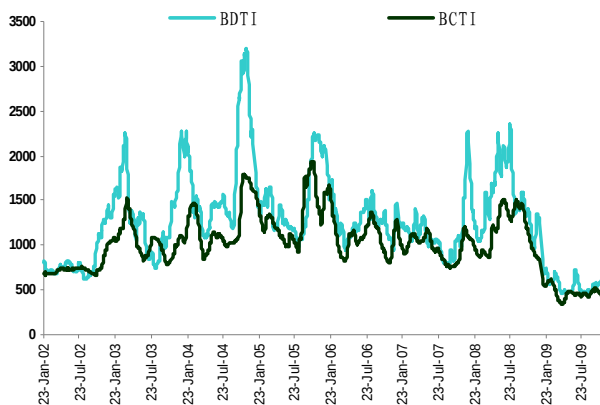
国际油轮市场：4 季度反弹不近如人意，中国可能单壳船舶限制日期提前

我们在 4 季度策略报告中曾预期油轮运价有反弹，但反弹幅度不会太高，因为多数油轮船东还在对旺季的反弹抱有预期，希望通过几个航次的收入弥补全年的亏损。目前已经到 11 月中旬，但油轮市场运价依旧维持低位震荡，租金水平依旧在船东保本点以下。

不过我们认为，现在油轮运价反弹越低，对于明年的油轮市场来说，却是一件好事。我们有一种观点，认为决定船东拆船的动力不在于政策的限制，而更主要在于市场运价决定的船东盈利状况。如果船舶到了坞修或者特检的时候，船东看在目前运价水平下收入很难弥补这个费用成本，那船东就有很强的动力来拆解船舶。我们预期到 2010 年油轮的拆解将会加快。我们对 2010 年下半年油轮运价还是抱有好的预期。在 2010 年 2 季度传统淡季之后，油轮运价可能迎来一次比较象样的反弹。

目前，预期中国单壳船舶淘汰日期可能提前到 2010 年底或 2011 年。不过，目前中国单壳船运力主要集中于一些小船，主要是在沿海运行，总体上估计运力不多。其中 3 家上市公司单壳运力状况是，中海发展：单壳油轮近 80 万吨；长航油运：有 6 条小船是单壳，总计十几万吨运力；招商轮船：2 艘阿芙拉是单壳，18 万吨单壳运力，估计这两条应该会很快卖掉；其他公司（包括大连远洋，河北远洋，数据待查证）估计单壳运力也不太多，总计全国约 100 万吨单壳运力。

图 15：油轮运价综指低位微有反弹



资料来源：长江证券研究所

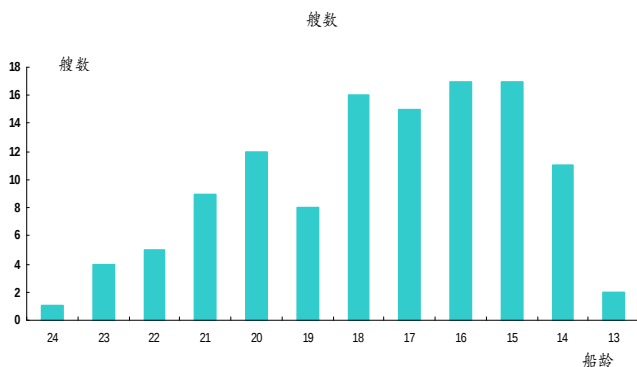
图 16：TD3 微幅上涨



资料来源：长江证券研究所

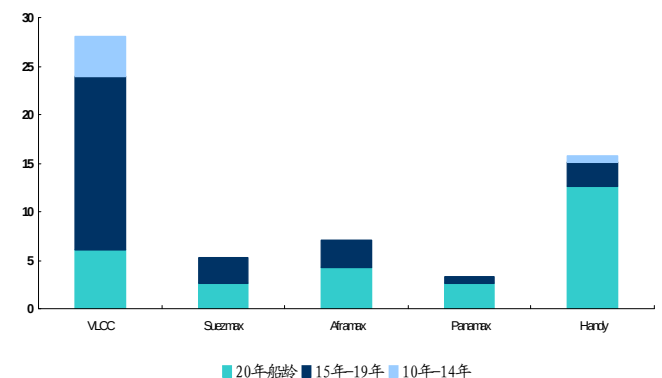
截止 2009 年 10 月 30 日，油轮总运力为 4.324 亿吨，其中双壳运力 3.729 亿吨，单壳油轮为 0.595 亿吨。单壳油轮中 15 年船龄以上的船舶运力占比为 91.76%，20 年船龄以上的船舶占比为 47.23%；其中，单壳 VLCC 运力占单壳运力的 48%，平均加权船龄为 18 岁。

图 17：单壳 VLCC 船龄结构



资料来源：长江证券研究所

图 18：单壳油轮运力、船龄



资料来源：长江证券研究所

我们测算 2010 年运力增幅悲观在 5% 左右，而乐观在 2-3%。2010 年运力和运力增长测算依据：（1）2009 年底单壳油轮拆解 15%（依据克拉克森最新预测数据）；（2）考虑 2009 年末交付运力的推迟；（3）2010 年运力增长比例是在 2009 年底的运力基础上。但需求的增幅预计在 2-3%，供需压力比 2009 年明显改善，预期油轮运价会比 2009 年明显提升。但由于运力依旧过剩，只能说运价在 2009 年基础上有所恢复和上升，而不可能运价上升到周期波峰，比如 2004 年、2007-2008 年中东-日本 VLCC 租金水平达到 9-10 万美元/天那样高的水平。

表 1: 2010 年油轮运力测算

单壳油轮拆解比例	60%	70%	80%
订单不推迟	471.8	465.85	459.9
订单推迟 5%	469.15	463.2	457.25
订单推迟 10%	466.5	460.55	454.6

资料来源：长江证券研究部

表 2: 2010 年油轮运力增长比例

单壳油轮拆解比例	60%	70%	80%
订单不推迟	5.89%	4.55%	3.21%
订单推迟 5%	5.55%	4.21%	2.88%
订单推迟 10%	5.22%	3.88%	2.53%

资料来源：长江证券研究部

国际集装箱运输市场：货量还未见显著回落，运价尚稳定

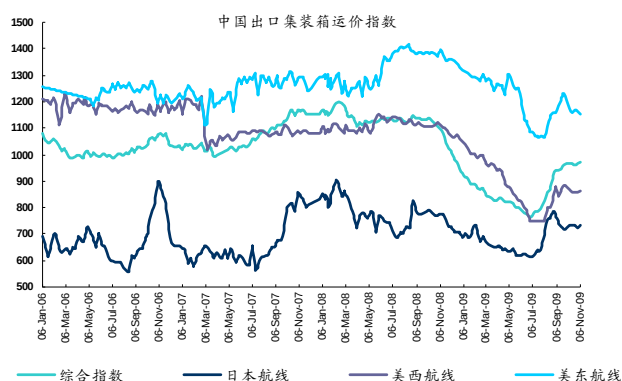
11 月上旬，在欧洲和美国进货旺季已经结束或即将结束的时间，中国出口集装箱运输市场各大航线出货依旧繁忙，船舶基本满载出运。总体来说，比之前预期的要好些。在上周，中海集运、中远集运都对欧洲等航线以征收燃油附加费或和币值附加费的形式进行涨价。11 月 4 日结束的第 106 届广交会上，到会客商和出口成交额分别比今年春交会增长 13.7% 和 16.2%；对于班轮公司来说，最坏的时期已经确定过去，2010 年市场总体将明显好于 2009 年。

欧线：欧洲航线的舱位依然较为紧张，圣诞货赶上了最后的末班车，日用消费品的补库需求也表现较为强劲，部分船公司成功征收燃油附加费和紧急燃油附加费 50-100 美元/TEU，上海至欧洲、地中海基本港市场运价（海运费及海运附加费）为 1406 美元/TEU 和 1407 美元/TEU，分别较上周上涨 66 美元/TEU 和 43 美元/TEU。船东普遍认为目前的运价水平有望保持到 11 月底。不过预期到了年底及明年 1 季度，需求会有所降低，运价会有所回落。

美线：美西和美东航线市场形势迥异。美东航线已过了圣诞货的出运高峰期，市场形势逐渐走淡，运价也开始有所松动。美西航线市场形势则逐周升温，船舶基本满舱出运，运价稳定。上海出口至美西、美东基本港市场运价（海运费及海运附加费）分别为 1403 美元/TEU、2405 美元/TEU，美西航线运价保持稳定，美东航线运价下跌 18 美元/TE。

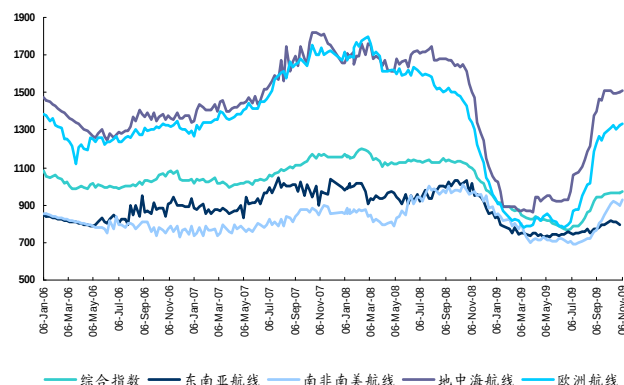
我们判断集装箱运输公司 4 季度业绩有环比好转的倾向，因为集装箱运价是 7-9 月逐渐提上去的，等航次结束，体现在收入上是滞后的，而且直到现在集装箱运价还未回落不过由于 2010 年运力投放幅度依旧高达 10，同时目前闲置运力还有 10%的缘故，要在 2010 年实现全航线盈利还有难度。

图 19：美线和日本航线集装箱运价指数



资料来源：长江证券研究所

图 20：欧地、澳洲集装箱运价指数



资料来源：长江证券研究所

2010 年投资航运公司的逻辑：由自上而下逐渐转向自下而上

对于几家重点航运公司投资的考虑，我们的投资逻辑是：在 2009 年，主要是自上而下考虑投资机会；而在 2010 年，我们认为将转向自下而上为主。对于中国远洋和中海集运，每年由于运价的波动，会提供几次投资机会；由于暂无业绩支撑，因此我们仅视为交易性投资机会。而对于中远航运和长航油运，既存在由运价波动带来的短期交易机会，同时由于所处细分的行业运价可能会在未来表现独立于其它海运市场，我们认为也可考虑做为中长期配置的品种。中海发展业绩的主要贡献要素为沿海散货和油轮，但今后业绩的弹性将主要来自于油轮，但弹性又小于长航油运。

短期出于国际国内干散货涨幅超过预期的理由而判断航运公司股价存在上涨动力，我们主推荐公司依次为中国远洋、中海发展、中远航运、长航油运。

对于航运公司 4 季度业绩，我们认为，将全部实现环比明显的改善。中国远洋预期 4 季度公司业绩可转为盈利。4 季度散货盈利环比还将有所上升（预计 3 季度散货盈利约 8-10 亿），而 4 季度集装箱亏损幅度还将减少（因为集装箱运价是 7-9 月逐渐提上去的，等航次结束，体现在收入上是滞后的，而且直到现在集装箱运价还未回落），总体来说，4 季度公司实际业绩可转为盈利。不过公司可能在 4 季度增加成本结算。同时，中远航运 10 月份运量大幅度增加：（1）总运量为 81 万吨，同比微降 1.44%，环比大幅上升 37.75%；总周转量为 42.26 亿吨海里，同比下降 7.39%，环比上升 33.12%。（2）分业务量来看，多用途船完成生产量 50.68 万吨，同比上升 13.04%，环比上升 16.99%。杂货船完成运量 18.26 万吨，环比上升 76.4%；（3）特种杂货船：重吊船完成货运量 5.26 万吨，同比上升 355%，累计同比上升 70.11%；半潜船完成货运量 9500 吨，同比下降 12.44%，累计同比上升-1.15%；我们判断 4 季度公司业绩也将环比明显好转。

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。