

行业动态研究报告

运价反弹基础仍较脆弱

运价低位企稳，BDI 大幅反弹

总体上看，今年航运市场整体低迷，国际干散货和集装箱租船指数、波罗的海原油成品油运价指数均价均下降了 60%-70%。

在中国铁矿石进口强劲，全球年末冬季采暖对煤炭贸易需求上升以及投机因素的作用下，BDI 出现了两次比较大的反弹。国内沿海干散货运价也在年末出现了一定的反弹。集装箱运价在三季度传统旺季开始出现了一定幅度的上升，但是体现集装箱中长期需求的国际集装箱租船指数 HRCI 依旧十分疲软。由于运力过剩，反弹脆弱，均难以持续。

作为航运主要成本的燃料，今年以来价格坚挺，今年以来均价仅比去年均价下跌了 12%，燃料价格下跌幅度远小于运价跌幅。目前的最新价格已经高于今年均价的 20%，如果明年的燃料价格维持目前水平，则明年燃料价格将上升 20%，成本压力继续存在。

明年运力供需只是有限改善

总体上看，2010 年运力仍然过剩较大。集装箱、干散货虽然过剩状况较今年有所收窄，但仍然较为严重。油轮方面，2010 年如果单壳油轮淘汰较为理想，供求关系将大为好转，使当期供需增幅基本接近平衡，但是 2011 年将再度恶化。

如果我们以 2008 年为基准考察累积效应，经过 2009、2010 年持续增长，运力已有较大增长，而货运需求经过 2009 年萎缩，2010 年复苏后，除干散货可能略超 2008 年，油运、集装箱均未恢复至 2008 年水平。

以单位运力货运需求看，油轮如果 2010 年单壳淘汰理想，可能供需状况接近 2009 年，集装箱和干散货 2010 年均较 2009 年有所下降。所以我们判断，2010 年的航运业过剩状况只能是有限改善，航运业真正的转好有望在 2012 年以后。

航运上市公司存在交易性机会

就目前的全年航运运价平均水平看，干散货已经能够盈利，油轮基本上是盈亏平衡，集装箱则亏损较大。明年在供需有所改善的情况下，运价水平会有所好转，但是幅度不会太大。燃料成本上升压力继续存在。

总体判断，由于运力过剩的压制，运价反弹难以达到使航运企业业绩产生根本性改善的水平，航运上市公司缺乏足够的业绩吸引和安全边际，投资机会不大。不过短期可以关注运价复苏预期下的个股阶段性交易性机会，其中首先油运，关注长航油运、中海发展；其次是散杂货，关注中远航运和中国远洋。

航运

维持

中性

钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn

021-68805057

分析日期：2009 年 11 月 27 日

股价表现



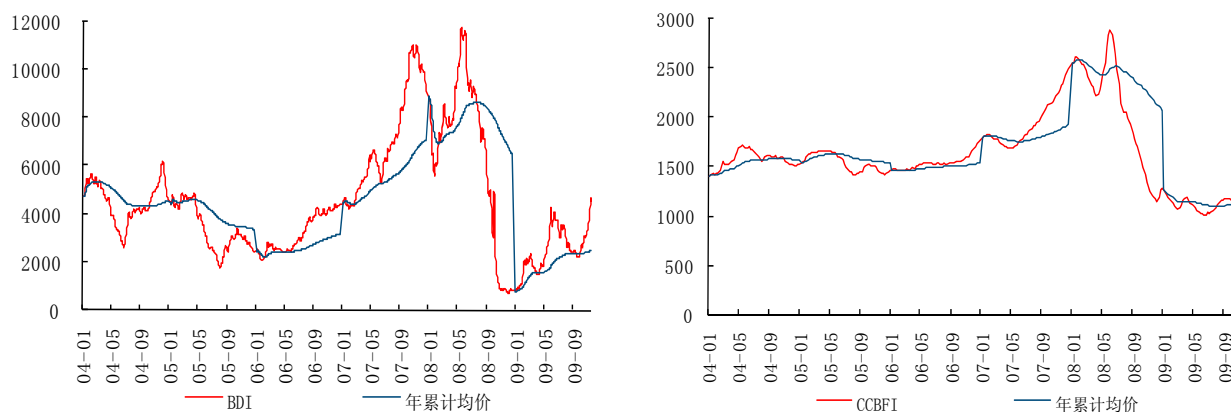
相关研究报告

- | | |
|----------|--------------------------|
| 09.07.31 | 航运业动态分析：复苏仍是一种期待 |
| 09.06.29 | 09 年下半年展望--港口航运业 |
| 09.06.18 | 航运业动态分析：中国铁矿石进口拉动 BDI 反弹 |

运价低位企稳，BDI 大幅反弹

总体上看，今年航运市场整体低迷，国际干散货运价指数 BDI 今年以来均价比去年均价下跌了 61%，较去年同期均价下跌了 64%；CCBFI 今年以来均价比去年均价下跌了 46%，较去年同期均价下跌了 49%。

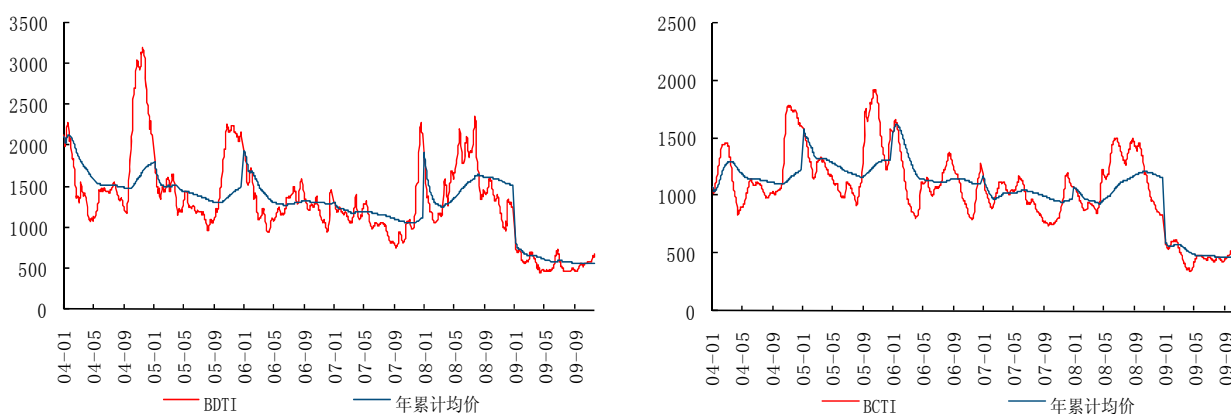
图 1：干散货运价走势



资料来源：中贸物流，中信建投证券

年内，在中国铁矿石进口强劲以及全球年末冬季采暖对煤炭贸易需求上升的作用下，BDI 出现了两次比较大的反弹。国内沿海干散货运价也因类似原因在年末出现了一定的反弹。

图 2：油轮运价走势

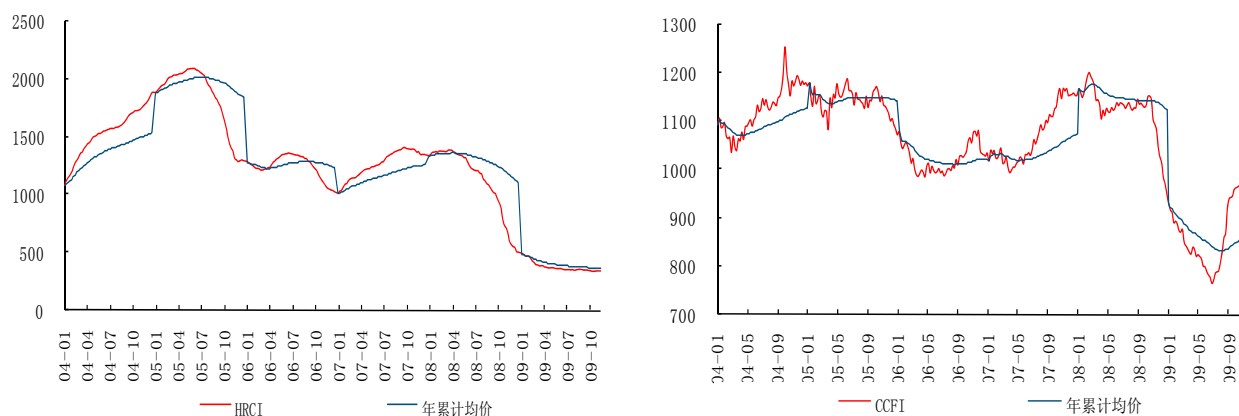


资料来源：中贸物流，中信建投证券

油轮运价全年走势疲弱，BDTI，今年以来均价比去年均价下跌了 63%，较去年同期均价下跌了 64%，BCTI，今年以来均价比去年均价下跌了 59%，较去年同期均价下跌了 60%。

集装箱运价在三季度开始出现了一定幅度的上升，但是体现集装箱中长期需求的国际集装箱租船指数 HRCI 依旧十分疲软。HRCI 今年以来均价比去年均价下跌了 67%，较去年同期均价下跌了 72%；CCFI 今年以来均价比去年均价下跌了 23%，较去年同期均价下跌了 24%。

图 3：集装箱运价走势



资料来源：中贸物流，中信建投证券

作为航运主要成本的燃料，今年以来价格坚挺，今年以来均价仅比去年均价下跌了 12%，较去年同期均价下跌了 17%，燃料价格下跌幅度远小于运价跌幅。目前的最新价格已经高于今年均价的 20%，如果明年的燃料价格维持目前水平，则明年燃料价格将上升 20%，成本压力继续存在。

图 4：燃料油期货价格走势



资料来源：上海期货交易所

明年航运供需将有限改善

从目前全球经济的复苏进程看，情况好于预期。国际货币基金组织也不断调高其预期。在此背景下，航运的需求将从今年的下降恢复到增长状态。

表 1：全球经济增长预测

	年同比						第四季度同比		
	2007	2008	预测值		与 7 月预测差		估计值	预测值	
			2009	2010	2009	2010		2009	2010
世界	5.2	3.0	-1.1	3.1	0.3	0.6	-0.1	0.8	3.2
发达经济体	2.7	0.6	-3.4	1.3	0.4	0.7	-2.2	-1.3	1.7
美国	2.1	0.4	-2.7	1.5	-0.1	0.7	-1.9	-1.1	1.9
欧元区	2.7	0.7	-4.2	0.3	0.6	0.6	-1.7	-2.5	0.9
日本	2.3	-0.7	-5.4	1.7	0.6	0.0	-4.5	-1.3	1.4
发展中经济体	8.3	6.0	1.7	5.1	0.2	0.4	3.3	3.8	5.5
非洲	6.2	5.2	1.7	4.0	-0.1	-0.1	...	...	...
中东欧	5.5	3.0	-5.0	1.8	0.0	0.8	-2.3	-1.4	2.4
独联体	8.6	5.5	-6.7	2.1	-0.9	0.1	...	...	...
亚洲	10.6	7.6	6.2	7.3	0.7	0.3	5.5	7.7	7.8
中国	13.0	9.0	8.5	9.0	1.0	0.5	6.9	10.1	9.2
印度	9.4	7.3	5.4	6.4	0.9	-0.1	4.8	5.1	7.0

数据来源：国际货币基金组织，2009 年 10 月

表 2：全球贸易量(货物和服务)增长预测

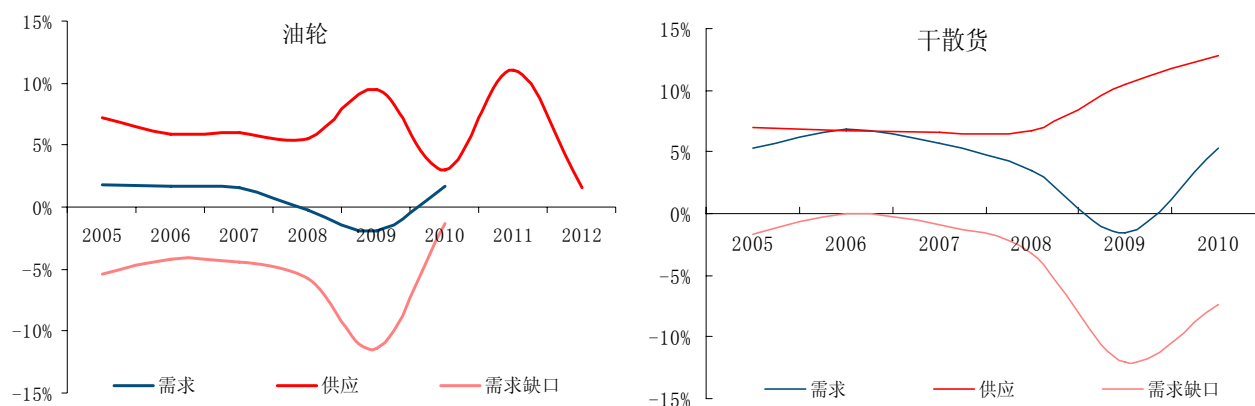
	年同比					
	2007	2008	预测值		与 7 月预测差	
			2009	2010	2009	2010
全球贸易量	7.3	3.0	-11.9	2.5	0.3	1.5
进口						
发达经济体	4.7	0.5	-13.7	1.2	-0.1	0.6
发展中经济体	13.8	9.4	-9.5	4.6	0.1	3.8
出口						
发达经济体	6.3	1.9	-13.6	2.0	1.4	0.7
发展中经济体	9.8	4.6	-7.2	3.6	-0.7	2.2

数据来源：国际货币基金组织，2009 年 10 月

截至 9 月末，全球油轮船队拥有总运力 432.4m.Dwt，平均船龄 9.4 年，20 年以上船龄占总运力 8%。双壳船运力 373m.Dwt，占总运力 86%。持有订单 138.6m.Dwt，占总运力 32%。交付进度为：09 年投放 22.1m.Dwt、

10 年投放 53m.Dwt、11 年投放 51.8m.Dwt。

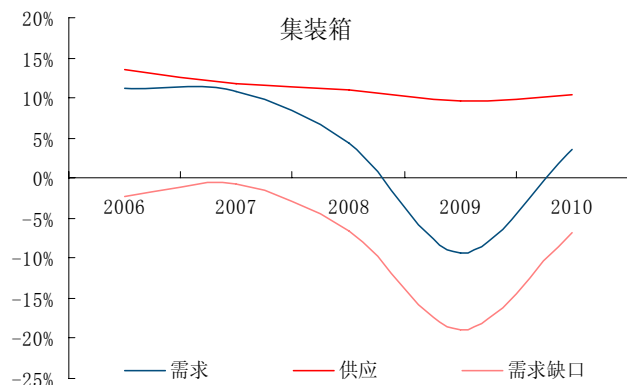
图 5：油轮和干散货运力供需



资料来源：中信建投证券

截至 9 月末，全球油轮船队拥有总运力 432.4m.Dwt，平均船龄 9.4 年，20 年以上船龄占总运力 8%。双壳船运力 373m.Dwt，占总运力 86%。持有订单 138.6m.Dwt，占总运力 32%。交付进度为：09 年投放 22.1m.Dwt、10 年投放 53m.Dwt、11 年投放 51.8m.Dwt。

图 6：集装箱货运力供需



资料来源：中信建投证券

集装箱船队拥有总运力 12.78m.TEU，船队平均船龄 10.7 年，其中 25 年以上船龄占总运力 3.2%。目前订单 5.08m.TEU，占总运力 40%，交付进度为：09 年交付 0.89m.TEU、10 年交付 1.75m.TEU、11 年以后交付 2.44m.TEU。

对于航运企业而言，2010 年需求的复苏是一个方面，但最主要的方面仍然在于运力的供给。从进度看，各船种未来 3 年内的运力投放仍然非常大，过剩状况难以根本改观。

就这点看，目前大幅反弹的 BDI 无法维持，随着冬季过去，会出现持续的回落。

对于市场所期待的弃单和推迟交船等供应改善因素，我们认为不能过高预期。能够放弃的订单，应是一些签合同较晚，交付日期较晚的订单，这些订单对近期供给不会产生明显影响。对于已经开造的订单，船东弃单

可能只是导致合同转让，不会减少运力供给。从实际情况看，弃单的比重并不大。

延期交船虽然能够改善近期供需状况，但是对于某一个阶段来说，由于过剩的积累，效果是一样的。

总体上看，2010 年集装箱过剩仍然较为严重，干散货过剩状况有所缓解。油轮方面，2010 年如果单壳油轮淘汰较为理想，供求关系将大为好转，使当期供需基本接近平衡，但是 2011 年将再度恶化。

如果我们以 2008 年为基准考察累积效应，经过 2009、2010 年持续增长，运力已有较大增长，而货运需求经过 2009 年萎缩、2010 年复苏后，除干散货可能略超 2008 年，油运、集装箱均未恢复至 2008 年水平。以单位运力货运需求看，油轮如果 2010 年单壳淘汰理想，可能供需状况接近 2009 年，集装箱和干散货 2010 年均较 2009 年有所下降。

所以我们判断，2010 年的航运业过剩状况只能是有限改善。航运业真正的转好有望在 2012 年以后。

航运上市公司投资机会分析

就目前的全年航运运价平均水平看，干散货已经能够盈利，油轮基本上是盈亏平衡，集装箱则亏损较大。明年在供需有所改善的情况下，运价水平会有所好转，但是幅度不会太大。燃料将会有所上升，成本压力继续存在。

表 3：航运上市公司投资评级

上市公司	股价	EPS				PE				PB	投资评级
		2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e	2008	
中海发展	13.22	1.58	0.44	0.52	0.63	8.38	30.05	25.42	20.98	2.11	中性
长航油运	6.82	0.22	0.03	0.25	0.19	31.48	227.33	27.28	35.89	2.50	中性
中远航运	10.58	1.11	0.17	0.35	0.52	9.53	62.24	30.23	20.35	3.18	中性
中国远洋	13.74	1.06	(0.54)	0.09	0.51	12.96	-25.44	152.67	26.94	3.15	中性
中海集运	4.77	0.01	(0.59)	(0.28)	(0.03)	477.00	-8.08	-17.04	-159.00	2.25	中性
平均	9.83	0.79	(0.10)	0.19	0.36	107.87	57.22	43.71	-10.97	2.64	中性

资料来源：中信建投证券，股价为 11 月 27 日收盘价，长航油运未考虑增发摊薄

总体判断，运力过剩使运价难以反弹至能使航运企业业绩产生根本性改善的水平，航运上市公司缺乏足够的业绩吸引和安全边际，投资机会不大。不过短期可以关注运价复苏预期下的个股阶段性交易性机会，其中首先油运，关注长航油运、中海发展；其次是散杂货，关注中远航运和中国远洋。

风险分析

行业目前面临的重大风险来自全球经济复苏的不确定性而带来的货运需求增速复苏的不确定性。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

钱宏伟 港口航运业高级分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010