

深度报告

航运

干散货航运 2010 年投资策略

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 12 月 3 日

本报告的独到之处

- 对干散货的航运周期进行的回顾与分析, 并对比对航运下一个周期进行的展望
- 对印度煤炭海运需求进行了分析与展望

行业投资策略

迎接干散货航运的震荡周期

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《航运股集体大涨快评: 6 月份矿石进口量创次新高催化干散货航运股跳空上涨》——2009-7-16

《航运业 09 年中期投资策略: BDI 将冲高回稳 趋势性机会尚存》——2009-6-30

《航运动态报告: BDI 短期看涨, 中国远洋有补涨机会 (以此为准)》——2009-6-22

分析师: 黄金香 CFA

电话: 010-82252922

E-mail: huangjixiang@guosen.com.cn

● 中国铁矿石、印度煤炭进口将带动干散货需求长期持续快速增长

中国的城镇化建设方兴未艾, 将继续带动铁矿石需求的持续快速增长, 未来五年仍有望维持 10% 以上的增长, 而印度对炼焦煤和动力煤进口的巨大需求将成为干散货市场的另一个驱动力量, 再加上欧日等经济的复苏, 干散货海运需求有望仍保持快速增长。

● 铁矿石谈判预计涨价将加大铁矿石进口的季度波动

由于预计铁矿石将进一步涨价, 这可能将在铁矿石谈判形势明朗之前产生抢运现象, 并在之后可能需要消化库存而使进口量出现下跌, 从而加大铁矿石进口的季度波动, 并在抢运期间加大船舶的压港现象, 进一步加大航运的供需关系的波动。

● 巨量手持订单以及造船产能将使潜在运力供给大增

目前干散货手持订单仍超过现有运力的 60%, 而且造船产能的扩张将使得造船瓶颈不复存在, 潜在运力供给大增, 这使得航运市场很难保持长时间的供需紧张所带来的繁荣。

● 2010 年前高后低, 未来几年将迎来干散货航运市场的震荡周期

预计铁矿石抢运将推高一季度海运需求, 但近期的快速新船交付以及单壳船淘汰将加大干散货船的运力投放, 从而对二季度之后的 BDI 构成压制, 可能再度迎来萧条。从长周期看, 未来几年将是需求较快增长, 而运力增加波动较大的供需格局, 将使干散货航运市场很可能出现频繁的繁荣与萧条交替的震荡格局。

● 维持干散货航运“谨慎推荐”的投资评级。

我们认为明年干散货航运市场将出现前高后低的走势, 未来几年 BDI 将是宽幅震荡格局, 即干散货市场将迎来震荡的周期 (有别于繁荣周期和萧条周期), 由于中远航运、中国远洋的股价与 BDI 走势高度相关, 我们建议投资者可以充分利用这种震荡进行投资操作。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为有别于以前较长时期的繁荣周期和萧条周期，未来几年干散货海运市场将迎来震荡周期，BDI 将可能宽幅震荡：一方面中国和印度经济的快速发展将带动中国铁矿石进口和印度煤炭进口的快速增长，并将成为干散货需求继续较快增长的核心驱动力量，但另一方面巨额的手持订单以及过剩的造船能力将形成巨大的潜在运力供给压力，并且供给量的变化将会跟随海运市场的繁荣和萧条出现较大波动，再加上造船周期的缩短，从而使得海运市场可能在较高频率的繁荣与萧条交替。而铁矿石谈判因素以及运力供给的累积效应将可能使 2010 年 BDI 出现前高后低的走势。

由于中国远洋和中远航运、甚至间接与 BDI 相关的中海发展的股价与 BDI 走势具有较大的相关性，我们建议投资者充分利用这种宽幅震荡进行投资操作。

核心假设

我们做出上述判断的假设是铁矿石价格将出现较大的涨幅、中国和印度经济保持持续快速发展，而欧美等发达经济缓慢复苏。

与市场预期的不同之处

市场有观点认为大量的手持订单将使海运市场迎来长时间的萧条期，也有认为中国对铁矿石持续快速增长的需求将带来航运市场的持续繁荣，我们认为如果大量的运力供给+低速的需求增速——海运长周期萧条，有限运力供给+快速的需求增速——海运长周期繁荣，现在面临的局面是大量运力供给+快速需求增速，我们认为运力供给的波动性以及更短的造船周期将驱动干散货航运市场未来出现繁荣和萧条交替的震荡周期。

市场认为中国的铁矿石仍是未来干散货需求增长的单级驱动力，我们注意到印度对炼焦煤和动力煤的快速增长需求将成为另一个驱动力量，带动干散货市场更快地实现供需平衡。

股价变化的催化因素

BDI 的进一步走高或者维持高位。

核心假设或逻辑的主要风险

1、如果中国宏观经济增长大幅趋缓，或国际经济出现二次探底，将可能带动干散货市场再度极度萧条；

2、如果未来几个月的运力供给出现较大下降，可能使干散货市场一路走高，而非我们预期的二三季度出现较大调整。

内容目录

航运的经济特征及周期回顾	5
航运的经济特征——需求弹性小致使运价波动大	5
航运周期回顾——繁荣与萧条的演变特征具有多样性	5
BDI的金融属性分析——大众商品属性越来越明显	7
干散货市场的需求分析	8
国内铁矿石需求仍将持续快速增长	8
国外经济复苏及补库存化将铁矿石和煤炭需求回升	10
印度对煤炭的需求将成为另一个海运需求驱动力量	11
总结：需求在未来几年将保持相对较快增长	12
干散货市场的供给分析	13
手持订单数量巨大，但大多订单的新船造价高昂	13
新船交付将被大量推迟，但交付数量仍较巨大	14
旧船拆解只有在萧条期才会明显放量	15
结论：新船交付和拆解量预计将随BDI产生大幅波动	16
干散货市场的价格及金融属性分析	17
从供需关系看，未来干散货航运市场可能震荡周期	17
2010年BDI将出现前高后低的走势，三季度可能重现萧条	17
金融属性将放大BDI的走势	18
行业投资评级及策略建议	18
维持行业谨慎推荐的评级，关注震荡周期的交易性机会	18

图表目录

图 1: 国际航运市场的供给与需求曲线	5
图 2: 1986 年以来的BFI走势.....	6
图 3: 2000 以来的BDI走势.....	6
图 4: BDI年度均值与铜均价的相关性系数达到 0.86	7
图 5: BDI年度均值与铜均价的相关性系数达到 0.87	7
图 6: 2008 年至今石油价格和BDI的相关系数达到 0.92	8
图 7: 2009 年至今石油价格和BDI的相关系数达到 0.73	8
图 8: 自 2002 年中国铁矿石进口年复合增速达到 28%	9
图 9: 2009 年铁矿进口量和同比增速均创新高	9
图 10: 我国固定资产投资增速维持高速	9
图 11: 我国房地产投资增速迅速回升	9
图 12: 我国铁矿石库存量变化.....	9
图 13: 历年我国国产铁矿石和进口铁矿石的比重	9
图 14: 欧洲年度铁矿石进口量.....	10
图 15: 日本各年铁矿石进口量.....	10
图 16: 欧洲各年炼焦煤进口量.....	10
图 17: 日本各年炼焦煤进口量.....	10
图 18: 欧洲各年动力煤进口量.....	11
图 19: 日本各年动力煤进口量.....	11
图 20: 全球分地区粗钢产量增速走势.....	11
图 21: 美国钢材服务中心钢材库存量（单位：万吨）	11
图 24: 印度焦煤各年进口量及增速.....	12
图 25: 印度动力煤各年进口量及增速	12
图 26: Clarkson对 2010 年全球干散货需求的预计	13
图 27: 我们对干散货长期需求的预测.....	13
图 28: 手持订单占现有运力比重的月度变化情况	14
图 29: 未来几年干散货按原合约的理论交付情况	14
图 30: 手持订单的大致价格水平分布（\$/DWT）	14
图 31: 新船造价走势（\$/DWT）	14
图 32: 2009 年 9 月新船实际交付被大量推迟	15
图 33: BDI走势与 21 个月之后的新船交付对比.....	15
图 34: 2008 年干散货船舶船龄分布情况	16
图 35: 旧船拆解量在行业萧条时急剧增加.....	16
图 36: BDI对船队规模的滞后影响.....	16
图 38: 2001 年以来BDI在各年度内的走势情况	17
图 39: 我国过去几年铁矿石在各月的进口情况.....	17

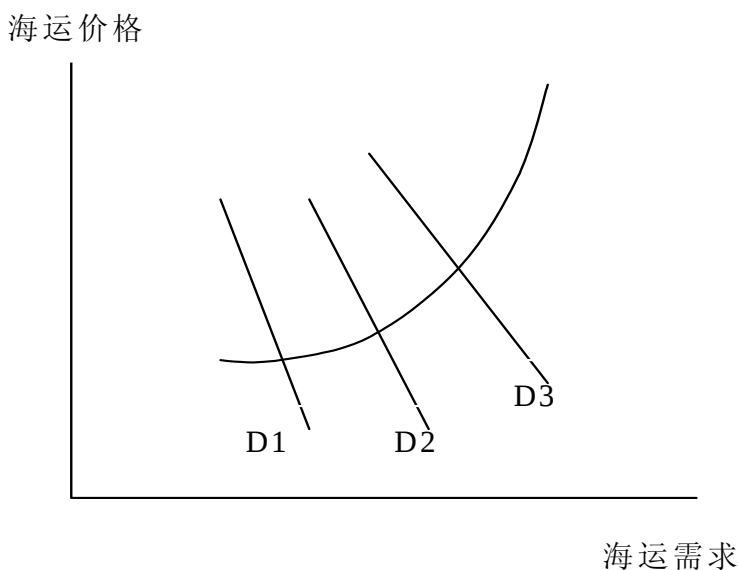
航运的经济特征及周期回顾

航运的经济特征——需求弹性小致使运价波动大

航运市场具有非常强的周期性，运价经常会发生剧烈的波动，导致航运投资具有非常大的不确定性，众所周知其主要影响因素是航运的供给与需求，当航运的供给高于需求，竞争加剧，BDI 出现下降，新船供应趋缓而拆船加速，航运市场重归平衡，当经济上升带动航运需求上升时，如果船舶供给偏慢，则航运市场运价出现上升。

但是航运市场的供需曲线具有其特定性：运价占货物总价值的比重比较小，而海运需求往往是国际贸易的派生需求，导致运价对需求的影响很小，因此航运的需求曲线弹性很小，这就导致航运的需求曲线是一个非常陡峭的曲线，如图 1 所示，当需求曲线从 D1 到 D2 过渡的时候，航运市场可以通过提升经营效率启用老旧的闲置船舶等方式达到一个均衡，在这个过程中，海运价格可能保持在低位徘徊，但如果海运市场的需求进一步回升到一定程度（如 D2 到 D3，或者 D3 到 D4），但新船交付无法有效满足需求回升，同时航运市场也无法再通过提升经营效率或启用闲置船舶的情况下，需求弹性小的特征就将使得运价大幅反弹，直至有效新船供给的大幅增加使供需再度失衡为止。

图 1：国际航运市场的供给与需求曲线



资料来源：国信证券经济研究所

航运周期回顾——繁荣与萧条的演变特征具有多样性

航运的周期首要影响因素是国际经济以及国际经济带来的国际贸易活跃程度，其次是船舶的供给会显著的加大这种周期性的变动——往往在船舶市场高度繁荣时期船东大量造船，而后经济往往盛极而衰导致贸易量的低迷，但同时新船不断交付加大的整个航运市场的竞争，致使运价进一步低迷，并使航运市场陷入长时间的

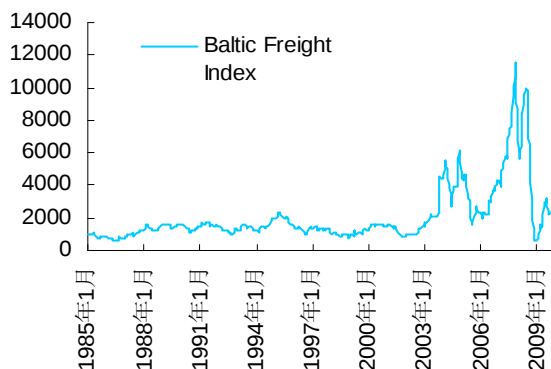
萧条，而航运市场出现需求大幅回升时，新船交付往往因为生产周期具有滞后性，可能无法及时跟上需求增速，从而带动航运的重新繁荣。航运市场整体上具有萧条时间相对更长、而繁荣时间相对更短的特征，除非出现船舶生产能力持续无法有效地满足繁荣的航运市场对船舶的需求，这种情况下可能使航运市场出现长时间的繁荣，例如 2000-2007 年的持续繁荣。

由于无法找到早期的航运数据，我们只能去参考一些航运的学术研究文献来回顾航运市场的周期。我们可以看到从二战至今航运市场出现了好几个繁荣与萧条交替的时间：1947-1956 年航运市场基本保持繁荣；1957-1966 年航运基本处于萧条；1967-1973 年航运市场波动剧烈，出现三个高峰期和几个严重的萧条期，但整体处于繁荣；1974-1986 年，航运基本萧条；1986 年之后我们可以看到 BFI 的数据（图 2），1986-2000 年航运市场以萧条为主，偶尔也有繁荣期（如 1995 年）；而 2000-2008 年航运市场再次出现了长时间的繁荣，但 2008-2009 年航运市场出现剧烈下滑，出现了一个较短的严重萧条期。

整体上来说，每一次海运市场的繁荣都需要一个或多个世界主要经济体的崛起，从而带动海运需求的超常规增长：例如 1947-1956 的二战重建，1967 年之后日本的崛起，2000 年之后中国的城镇化建设，同时另外一个繁荣因素是在萧条期导致运力订单和船舶生产能力的不足，使得海运需求持续高于运力供给，从而带来海运业的持续繁荣。而萧条期往往一方面在繁荣期积累的巨大大船订单以及造船能力，并伴随政府对船舶工业的持续补贴，导致运力供给持续较快增长，另一方面全球未见主要经济体的重化工业或城市化建设进程，导致需求长期在低位徘徊，这两方面因素的共同作用导致长时间供需失衡，使海运业带来长期的萧条。

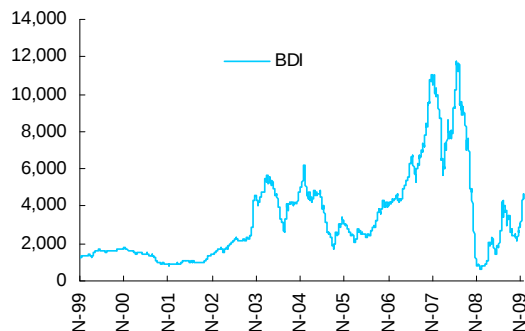
从这些回顾我们可以看到几点：首先：过去 60 年中，大约有 40 年航运市场处于萧条，而有 20 年左右处于繁荣期，萧条时间约是繁荣时间的 2 倍；其次，每次的萧条和繁荣的时间不具有明显的规律性，每个周期的运行特征都有其不一致的地方：既有 1967-1973 年的剧烈波动周期，也有二战后和本世纪初长时间的繁荣期，还有 1974-2000 年长达 26 年的长萧条期，而这个长萧条期中也偶尔插入几次繁荣时期。我们认为虽然目前干散货手持订单接近目前船队规模的 61%，但并不意味着干散货市场接下来一定是处于长时间一成不变的萧条，我们认为有必要进行针对性的分析。

图 2：1986 年以来的 BFI 走势



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 3：2000 以来的 BDI 走势



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

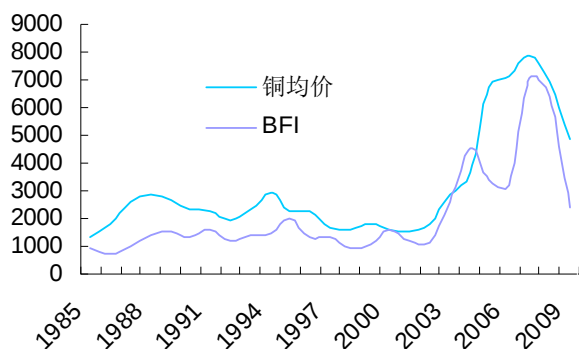
BDI 的金融属性分析——大众商品属性越来越明显

供需关系是决定航运业繁荣与萧条交替的决定性变量，我们认为这是行业最本质的部分，并不会随着时间的推移而改变，但本世纪以来金融市场、尤其是衍生品市场的高度繁荣使得 BDI 具有高度的大众金属属性。我们对 BDI 与铜、石油的价格进行了相关性研究。

我们先对 1986 年至今 BFI 年度均值与铜的年度均价进行相关性分析，发现两者的相关系数达到了 0.86（图 4），而同期 BFI 与石油的相关系数达到了 0.87（图 5），显示出非常强的相关性。但是我们接下来对 1985 年-2000 年的 BFI 与铜和石油的均价进一步进行相关性分析，发现之间的相关性非常弱——BFI 年均值与铜年均价的相关系数仅有 0.43，而与石油的相关系数仅有 0.07，均不构成统计学意义上的相关，由此可见两者的相关性是在 2000 年之后得到加强。

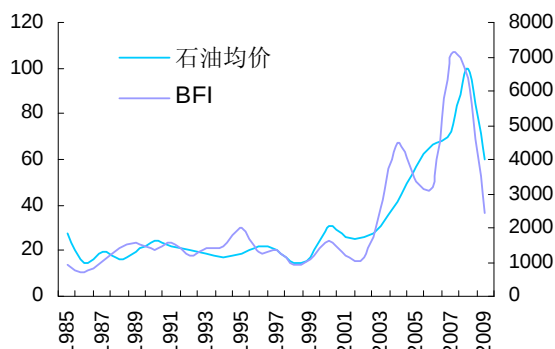
这种相关性的加强可以有两种解释，一是由于本世纪以来中国经济的超预期增长在带动有色金属和石油等价格上涨的同时，带动铁矿石运量的大幅增加，因此这种相关性只是一种巧合，并不代表 BDI 大众商品金融属性的加强；另一种解释则是 BDI 具有非常明显的金融属性，导致与大众商品价格的趋同。我们认为两种因素均有，首先是中国需求的大幅增长带动了有色金属价格的上升，同时也带动了铁矿石需求的大幅增长，但是通过 FFA 的方式 BDI 也具有了非常强的金融属性，从而推动 BDI 跟随有色金属价格大幅飙升。BDI 的这种金融属性我们也可以另外举两个例子：2008 年 1 月 2 日至今以及 2009 年 1 月 2 日至今 BDI 价格与石油价格的相关系数进行了测算，2008 年以来两者的相关系数达到了 0.92，而 2009 年以来两者的相关系数达到了 0.73，均达到了统计学上有效的相关性。从短期来看，两者的供需关系并不存在很强的相关性，但表现出来的较强相关性显示出两者的金融属性，这种同步性可能受到全球流动性的共同影响或者美元贬值的共同影响。因此，对未来 BDI 的进一步走势也有必要对全球流动性和美元贬值因素进行分析。

图 4：BDI 年度均值与铜均价的相关性系数达到 0.86



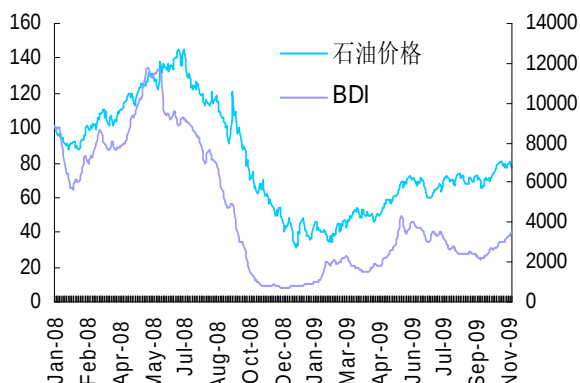
资料来源：bloomberg，国信证券经济研究所

图 5：BDI 年度均值与铜均价的相关性系数达到 0.87



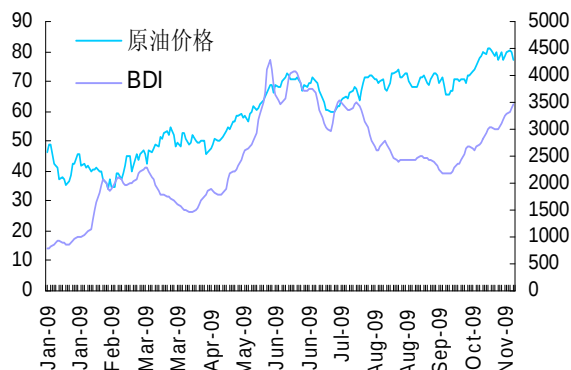
资料来源：bloomberg 国信证券经济研究所

图 6：2008 年至今石油价格和 BDI 的相关系数达到 0.92



资料来源：bloomberg 国信证券经济研究所

图 7：2009 年至今石油价格和 BDI 的相关系数达到 0.73



资料来源：bloomberg 国信证券经济研究所

干散货市场的需求分析

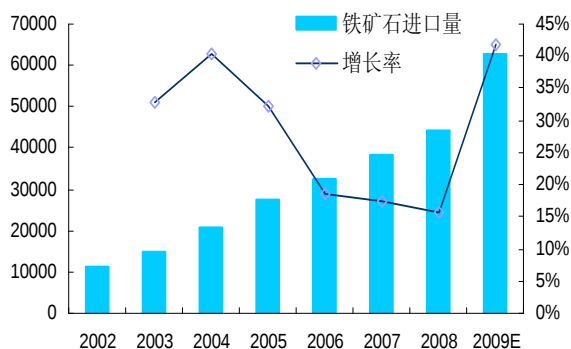
国内铁矿石需求仍将持续快速增长

2000 年-2007 年干散货市场经历了一个长时间的繁荣期，其中中国对铁矿石持续高增长的需求是造成此次繁荣的重要力量，从图 8 可以看到，过去 8 年中中国铁矿石进口的复合增长率达到了 28%，同期我国生铁的产量复合增长率为 18%，而我国钢铁需求的大幅提升的主导因素是中国的城市化进程以及基础设施建设。由于我国城市化进程尚未完成以及未来几年中国高铁等基础设施建设仍将维持高位，我国钢铁需求有望继续保持高速增长，预计同比增速仍将高于 10%，从而将加快消化未来几年干散货船的运力供给。

具体到 2010 年的铁矿石需求，我们认为有三个因素值得考虑：一是我国基建投资预计维持高位（图 10），房地产投资加速（图 11），这将带动钢铁需求的进一步提升，我们国信钢铁小组认为明年钢铁产量的增速预计将达到 10% 左右；二是铁矿石库存的变化，我国铁矿石库存持续走高（图 12），如果 2010 年铁矿石现货价格出现下跌，可能需要去库存化的过程，从而影响铁矿石海运需求，如果现货价进一步走高，库存量将有望维持在高位，从目前的情况看，在全球经济出现复苏以及美元预计进一步贬值的情况下，铁矿石价格出现下跌的概率较小；三是铁矿石谈判的影响，尽管三大铁矿石供应商要求将铁矿石价格上调 30%-35%，而中钢协则提出新的谈判规则，使得铁矿石谈判前景扑朔迷离。我们预计铁矿石的价格将上涨 10%-20%，这种影响表现在两个方面，首先是在谈判结束之前将导致大量铁矿石进口，之后可能出现下降，导致年度内进口量出现较大波动，其次是价格上升后会带动国产铁矿石比重回升（回升的幅度主要取决于铁矿石价格上涨幅度）。

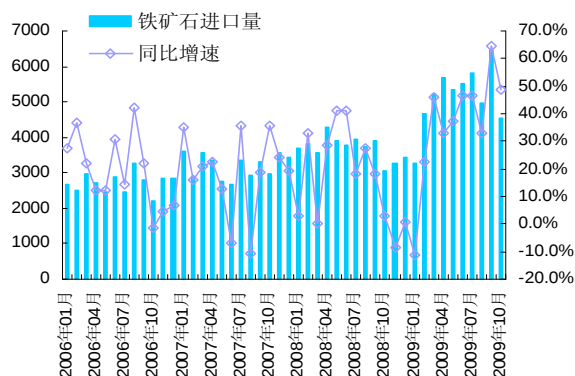
综合这些因素，我们认为明年中国铁矿石进口的需求增速将略低于钢铁产量增速，我们预计在 8% 左右（考虑库存的降低以及国产铁矿石比重回升，而 Clarkson 的假设为 6%），预计总进口量将达到 6.79 亿吨，平均每月的进口量约为 5700 万吨。

图 8: 自 2002 年中国铁矿石进口年复合增速达到 28%



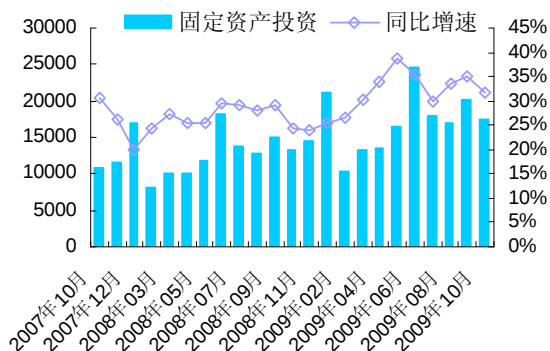
资料来源: Wind 国信证券经济研究所

图 9: 2009 年铁矿进口量和同比增速均创新高



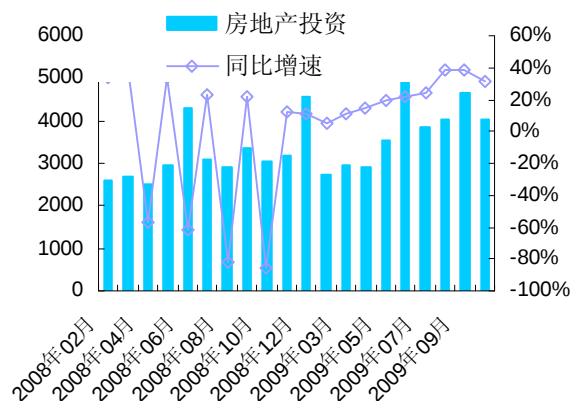
资料来源: Wind 国信证券经济研究所

图 10: 我国固定资产投资增速维持高速



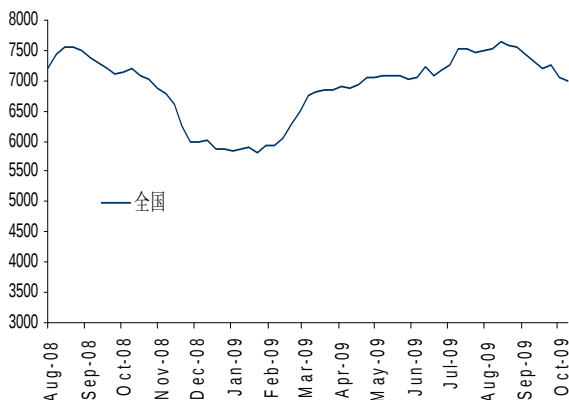
资料来源: bloomberg 国信证券经济研究所

图 11: 我国房地产投资增速迅速回升



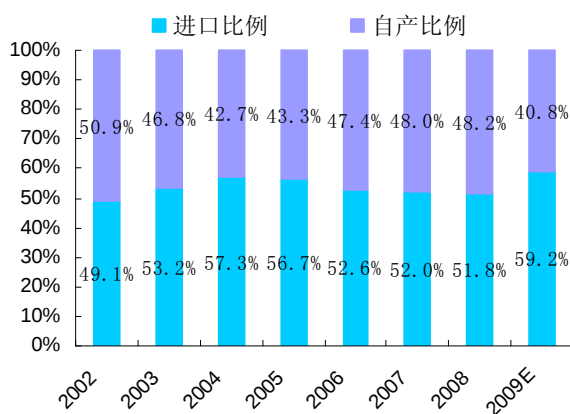
资料来源: bloomberg 国信证券经济研究所

图 12: 我国铁矿石库存量变化



资料来源: bloomberg 国信证券经济研究所

图 13: 历年我国国产铁矿石和进口铁矿石的比重

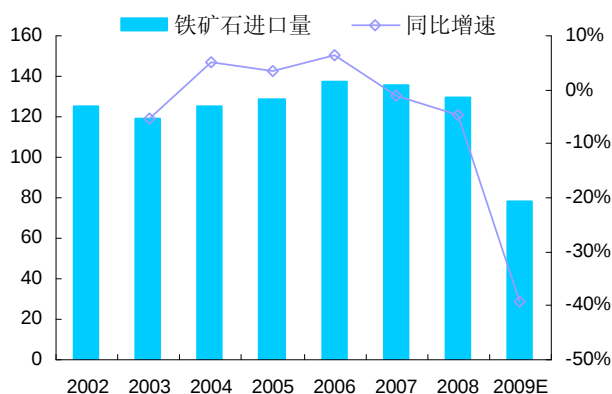


资料来源: bloomberg 国信证券经济研究所

国外经济复苏及补库存化将铁矿石和煤炭需求回升

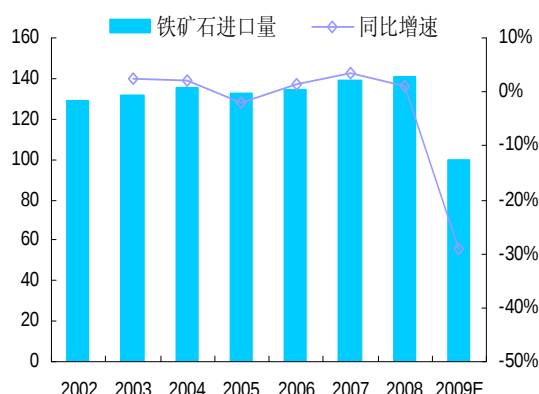
由于经济危机的影响，除中国外其他地区的铁矿石需求以及煤炭需求在 2009 年出现了大幅下降，尤其是进口量比较大的欧洲和日本（图 14-图 19），铁矿石进口量大幅下降了 30%-40%，而炼焦煤和动力煤的进口量也大幅下降了 15%-30%，这也是导致海运量在 2009 年干散货运输下降了 4%的主要原因。

图 14： 欧洲年度铁矿石进口量



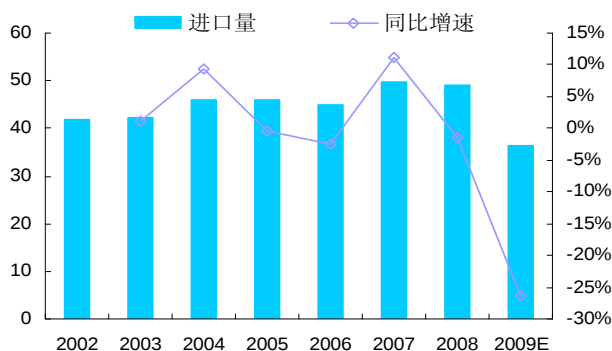
资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

图 15： 日本各年铁矿石进口量



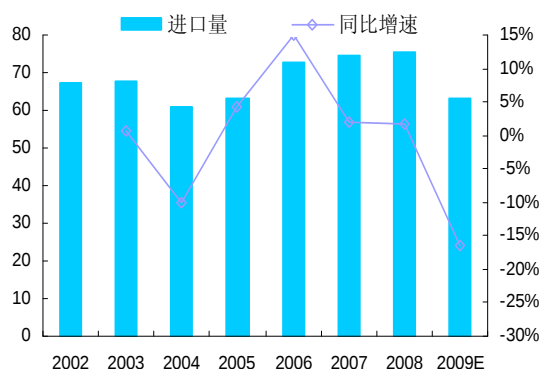
资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

图 16： 欧洲各年炼焦煤进口量



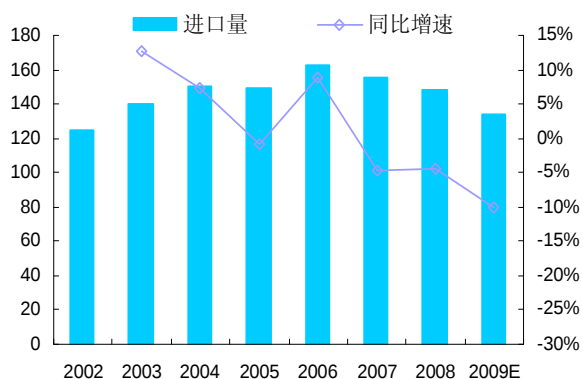
资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

图 17： 日本各年炼焦煤进口量



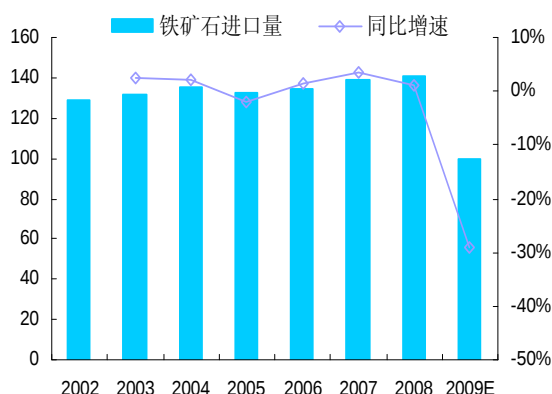
资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

图 18: 欧洲各年动力煤进口量



资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

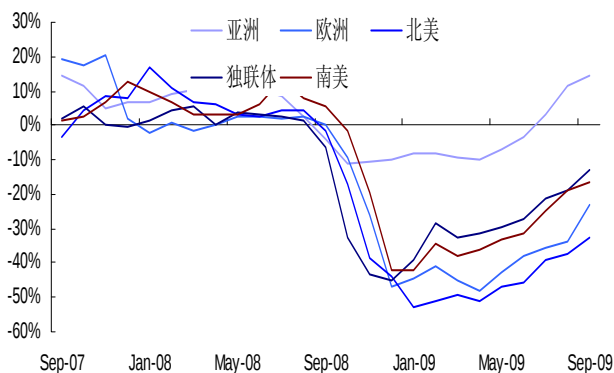
图 19: 日本各年动力煤进口量



资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

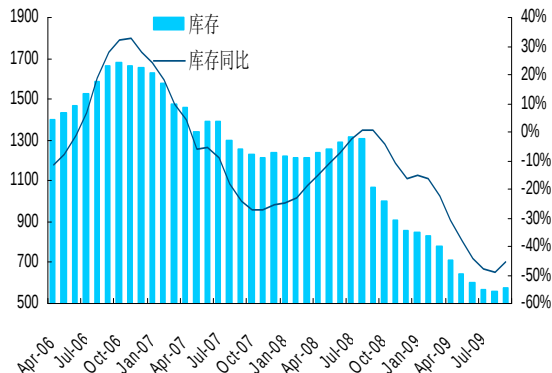
其铁矿石进口的恢复速度取决于全球经济的恢复速度,目前基本上认为全球经济已经触底,但其复苏速度主要有两种观点,一种是类似于 1975 和 1985 年危机之后的 V 型反弹,另一种是缓慢复苏。从 Clarkson 对欧日铁矿石和煤炭进口量的预计看,其对应的应当是全球经济的缓慢复苏。图 20 是全球分地区粗钢增速走势,可以看到中外全球各地区的粗钢产量虽然仍同比负增长,但负增长率在快速缩窄,基于 2009 年的低基数以及这些国家补库存的需要(如图 21,美国钢铁服务中心的钢铁库存出现大幅下降),我们认为这些地区对铁矿石的需求会较快恢复(也就是我们认为 Clarkson 的估计略为保守,但我们也认为欧美经济缓慢复苏的可能性较大)。由于欧日的铁矿石进口同样来自于三大矿商,因此在预期铁矿石涨价的情况下,也有可能铁矿石谈判之前加大铁矿石的进口量。

图 20: 全球分地区粗钢产量增速走势



资料来源: 国信证券经济研究所

图 21: 美国钢材服务中心钢材库存量(单位:万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

印度对煤炭的需求将成为另一个海运需求驱动力量

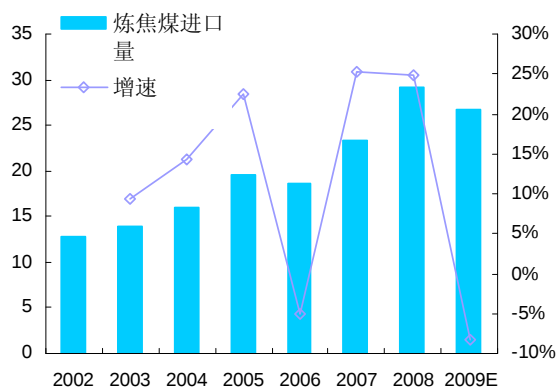
我们可以看到,每次航运繁荣期都有影响世界的经济发展事件,如 1947-1956 年的战后重建带来的经济高速增长、1967 年后日本的高速崛起、以及 2000 之后中国的城市化建设,这些经济体的高速增长是带动海运业繁荣的主要驱动力量,而在航运萧条期,基本没有主导性的大规模基础设施以及城市化建设浪潮。

印度经济在 90 年代进行了市场化改革之后，也开始步入经济发展的快车道，从其 2008 年人均 GDP 刚超过 1000 美元看，目前相当于中国 2002 年左右的水平，而中国对铁矿石的需求出现爆发式的增长也大约是从那个时候开始的，这也成了 2002-2008 年国际干散货运输需求的主要推动者。我们认为印度的钢铁工业也很有可能走中国快速发展的道路。印度富产高品位铁矿石，虽然也拥有丰富的煤炭资源，但是印度缺乏炼焦煤，其焦煤的进口依赖度超过了 80%，因此尽管铁矿石运输不会受益于其钢铁工业的发展，但是炼焦煤进口有望迎来高速增长，据了解中国大量的炼焦人才被印度聘走，在一定程度上也印证了我们这个判断。

同时随着印度煤炭开采力度的加大和资源的枯竭，印度煤层开采越来越深，所采煤炭的灰分越来越高，因此需要进口更多的优质煤炭混配，电力需求的增长也导致动力煤进口量的增加，动力煤的进口也将保持快速增长，未来几年印度动力煤的增长有望延续过去的增长水平（2002-2009 年保持 24% 的年复合增长率），由于经济增长的加速，不排除未来增速会更高。

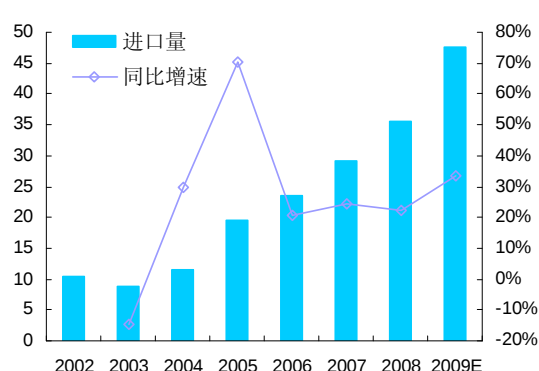
根据 Clarkson 的数据显示，2009 年印度预计进口焦煤 2670 万吨、动力煤 4760 万吨，合计达到 7430 万吨，运输量还比较小，预计印度在短期内不足以像类似于中国铁矿石那样带来海运繁荣，但快速增长的需求有望干散货运输的下一个快速增长点，印度煤炭进口有望保持 20% 以上的增速，我们预计到 2014 年两者合计进口量将接近 2 亿吨。

图 24：印度焦煤各年进口量及增速



资料来源：bloomberg，国信证券经济研究所

图 25：印度动力煤各年进口量及增速



资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所预测

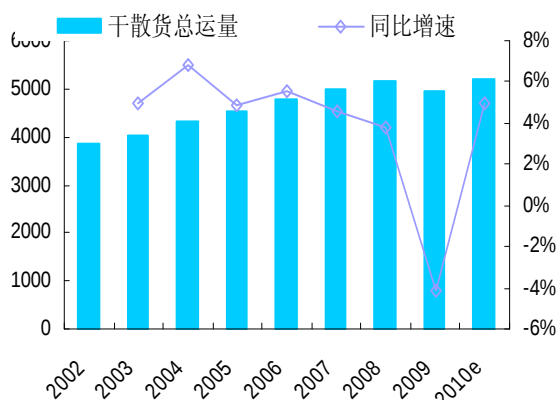
总结：需求在未来几年将保持相对较快增长

我们认为从一个中长期来看，欧美干散货海运需求有望将在未来 2-3 年恢复到正常水平，而中国经济在人口红利、城市化进一步推进以及汽车等消费升级的带动下，经济有望迎来下一个增长黄金期，从而有望驱动中国铁矿石进口持续快速增长，我们认为铁矿石运输需求在未来五年仍将保持较快增长，未来仍有望保持 10% 以上的增速。同时考虑欧日等经济复苏带动钢铁需求的影响，我们认为全球铁矿石海运需求在 2010 年及 2011 年增速有望超过 10%，之后可能将下降到 8% 左右，而印度对煤炭的需求也有望成为海运需求的下一个增长点，因此从需求的角度上来说，干散货运输仍有望继续一个比较快速的增长，未来五年的复合增长率将达到 5-6% 左右，这将有别于 1980-2000 航运的长周期萧条，在需求上更接近 2002-2007 年的海运繁荣期的增长速度（干散货海运量 1980-1990 年的复合增长率仅为 3.7%，而 1990-2000 年进一步下降到了 2.4%，而在相对较繁荣的 70 年代和 2000-2007

年，其复合增长率则分别达到了 5.9%和 5.0%)。

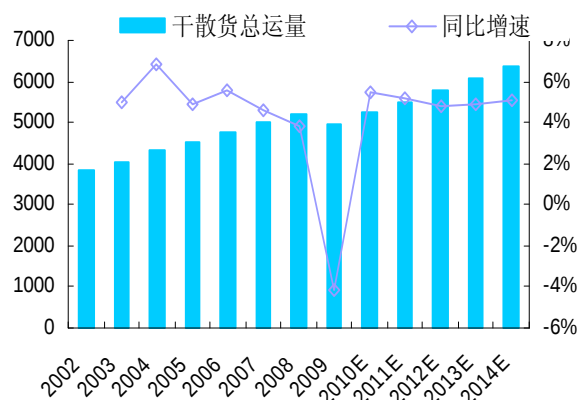
在中国经济加速增长以及欧美经济触底反弹的情况下，2010 年干散货的需求将有望保持较快增长 (Clarkson 预计同比增长 5%，我们认为这是偏保守的估计)，并且在铁矿石谈判的影响下，上半年的增速有望超过下半年的增速。

图 26: Clarkson 对 2010 年全球干散货需求的预计



资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

图 27: 我们对干散货长期需求的预测



资料来源: 国信证券经济研究所

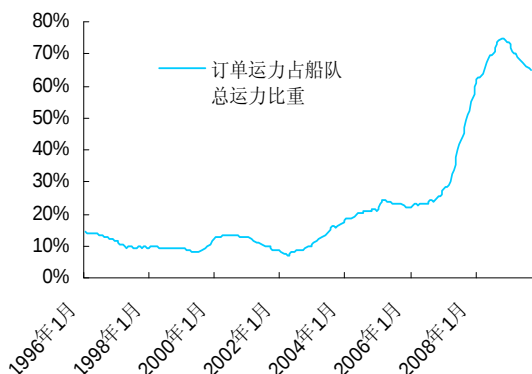
干散货市场的供给分析

手持订单数量巨大，但大多订单的新船造价高昂

由于 2002-2008 年干散货运输的持续繁荣，尤其是 2006-2008 年的极度繁荣导致干散货船东大量订船，从图 28 可以看到，手持订单的载重吨占当时总运力载重吨的比重在 2007 年 3 月急剧上升，由当时的 30%左右急剧上升到了 08 年 11 月份的 74.5%，之后有所下降，截止 10 月份，手持订单载重吨占已有总运力的载重吨的比重为 61%左右，而且按原有合约，这些订单将于 2009-2012 年集中交付 (图 30)，从现有的数据看，这么大的订单量几乎前所未有的，是否这样大量的手持订单会持续造成干散货航运市场的持续萧条呢？我们认为不能一概而论。

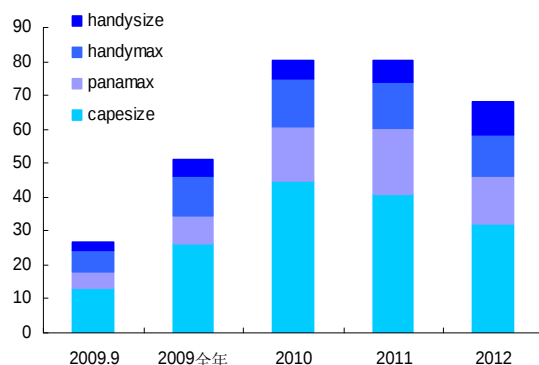
由于目前手持订单大多是在 2007-2008 年达成建造合同，因此造价都非常高，我们假设先订先交付，对新船订单的大致成交价格水平进行统计，如图 29 所示，我们可以看到 64%以上的订单的新船造价超过了 800 美元每 DWT，而现在的新船价格出现了持续的大幅下降，如图 30 所示，目前的干散货新船造价已经下降到了 555\$/DWT，并且尚有进一步下滑的趋势，也就是 64%的新船订单即使交付了 30%的定金，如果不考虑商业信誉，放弃原有合同以及定金后，以现有新船造价重下订单更便宜，况且按照 OECD 的出口信贷标准，部分船厂信贷的首付款仅为新船造价的 20%，这种状况可能会加大船东推迟交船甚至弃船的可能性。

图 28: 手持订单占现有运力比重的月度变化情况



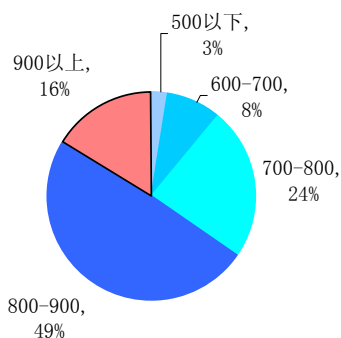
资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

图 29: 未来几年干散货按原合约的理论交付情况



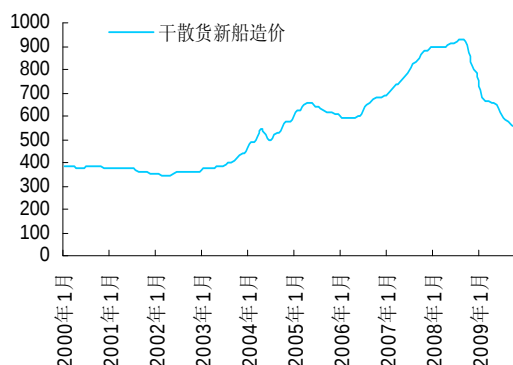
资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

图 30: 手持订单的大致价格水平分布 (\$/DWT)



资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

图 31: 新船造价走势 (\$/DWT)



资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

新船交付将被大量推迟, 但交付数量可能仍将比较巨大

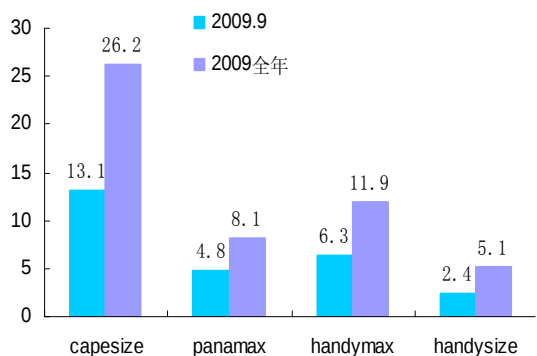
因此, 在 BDI 大幅走低以及新船造价大幅下跌的情况下, 大量新船的交付时间被推迟, 截止 2009 年 10 月, 新船交付量占原订单约定交付量的比重为 61%, 预计全年达到 70% 左右, 即 2009 年将有 30% 左右的订单被推迟 (图 32)。

一般而言, 新船交付被推迟和取消有三种情形, 一是船东由于经营和现金流出现问题而被动弃船, 二是船厂由于现金流短缺而被动推迟交船或者倒闭, 三是船东和船厂商议推迟或取消交船。从目前的情况看, 由于行业前面几年繁荣的积累, 尚没有大规模出现倒闭现象, 因此情况三尚是主导因素, 新船推迟是船东和船厂博弈的结果。我们认为 08 年底和 09 年一季度的极度萧条一方面会推动已开工建造的船舶推迟交付, 同时也会造成一部分未开工船舶推迟开工, 导致接下来一段时间的新船交付量会有所降低。由于交船时间是各个船东和船厂的商业机密, 目前很难了解和测算 2010 年的实际交船占订单约定交船的比例, 而且交船数量将与明年的 BDI 走势具有很大的相关性, 在 BDI 大幅走高的情况下, 新船交付明显加快 (如图 33, 下半年交付数量明显上升)。

另外，我们也注意到一个现象，即 BDI 走势与 14-24 个月之后的新船交付量的相关性最高，与 21 个月之后的新船交付量的相关系数达到了 71%（如图 33），这个与造船周期息息相关，但我们也在考虑一个问题，在 BDI 最萧条的时候船东最有动力去和船厂协商推迟未建造新船的动工，这可能将会影响 14-24 个月之后的新船供给，如果这样的话，08 年底到 09 年一季度的萧条可能会对明年上半年的新船供给产生影响，使得明年上半年的新船供给出现下降，如果出现这种现象，那么我们可以非常看好明年全年的 BDI 走势，但目前尚不清楚因此而推迟建造的船舶的比例，因此跟踪接下来的新船交付量将是决定明年行业是否有明显机会的关键变量，由于船厂当时尚具有较强的议价能力，我们暂时认为这种情形并非普遍现象，即在 BDI 一季度维持较高位置的情况下，新船交付量仍将维持在比较高的水平。

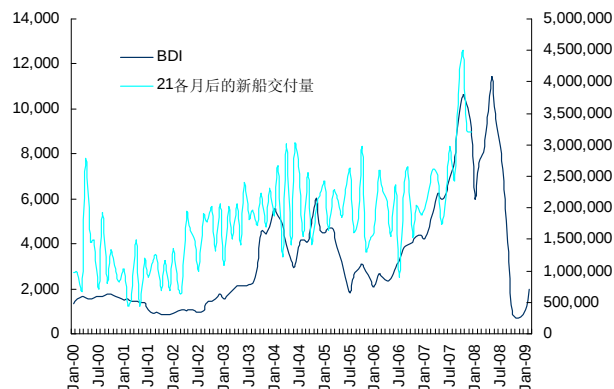
如果明年推迟交付的比例达到 50%，那么预计仍将有 4000 万 DWT 新船交付，也将使现有运力的规模增长 10% 左右，如果考虑到油轮单壳船淘汰导致的改装运力供给增加，运力增长速度可能更快。

图 32： 2009 年 9 月新船实际交付被大量推迟



资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

图 33： BDI 走势与 21 个月之后的新船交付对比

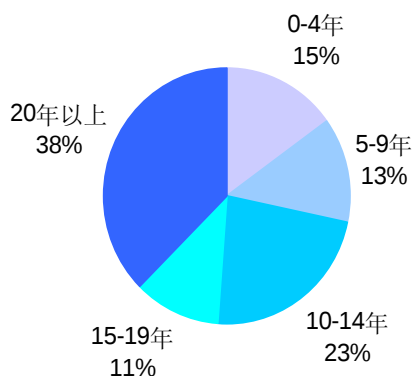


资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

旧船拆解只有在萧条期才会明显放量

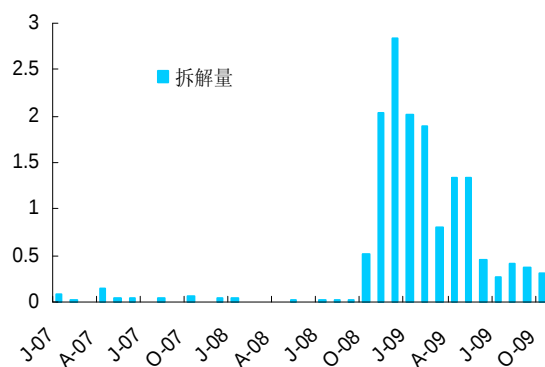
船队总运力规模主要取决于新船下水以及船舶的报废拆解量，因此在航运周期中船舶拆解量是实现供需再平衡的一个重要因素。船舶拆解的主要影响因素是船龄和当前利润及市场预期，报废钢厂价格也有一定的影响。随着船龄增长，耗油量及维修成本将会比较高，而且还面临停租的风险，因此老龄船舶更易被拆解，从图 34 可以看到，目前干散货船的老龄化也比较明显，20 年以上的船舶占运力的比重超过了 30%，这部分的运力的逐步拆解将促进干散货航运市场实现再平衡。但船舶的拆解除了船龄之外，还需要考虑当前及预期的运营利润，在航运市场出现繁荣的情况下，老龄船仍能保持较高的盈利水平，拆解数量会迅速减少，而在萧条期，拆解数量会大幅增加（如图 35，旧船拆解量在 08 年 9 月之前一直保持极低的水平，但在之后到 08 年底和 09 年 BDI 极度萧条时，拆解量才迅速上升，在目前 BDI 持续反弹后，拆解量就有所降低）。因此，如果想通过拆解量增加来降低行业船舶数量的话，必然要经历行业的相对萧条和低迷。

图 34: 2008 年干散货船船龄分布情况



资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

图 35: 旧船拆解量在行业萧条时急剧增加



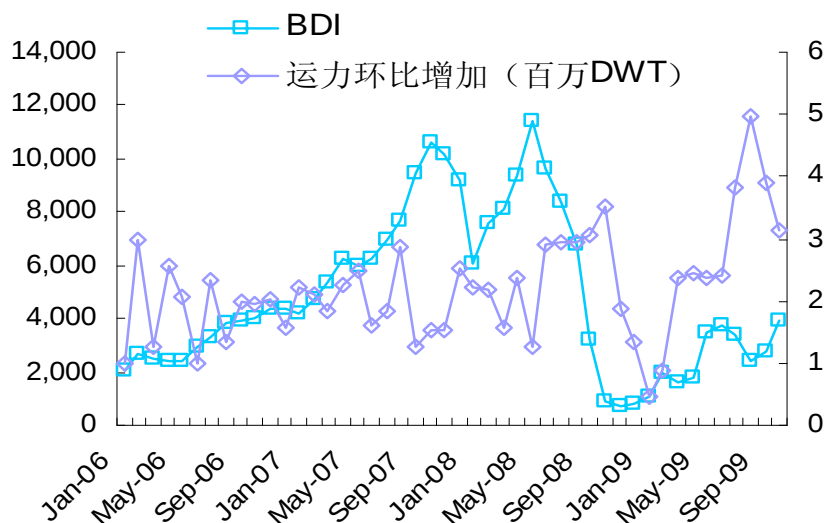
资料来源: Clarkson 国信证券经济研究所

结论: 新船交付和拆解量预计将随 BDI 产生大幅波动

从航运的长周期看, 如此巨大的新船订单和造船能力, 使得航运很难出现类似于 2002-2007 年的长时间繁荣周期 (尽管需求上仍将保持较快增长), 在 BDI 走高的情况下, 新船交付量会大幅增加而拆船量会大幅萎缩, 从而使行业供需失衡, 带动 BDI 的大幅走低, 但在 BDI 走低之后, 新船交付将很可能被再次大量推迟, 而拆船量将增加, 如图 36, 在 BDI 大幅下降到萧条期后, 干散货船队规模月度增量由于新船推迟交付叠加拆解加速, 在之后也出现大幅下滑, 在这种情况下, 如果需求继续较快增长, 可能将迎来一段时期的供需平衡时期, 并带动 BDI 走高 (09 年下半年就表现比较明显)。

因此, 我们认为巨大的手持订单并不会迅速的转为实际运力, 而是跟随 BDI 的震荡而出现波动, 而这将反作用于 BDI, 并导致未来一段时间 BDI 走势出现震荡。

图 36: BDI 对船队规模的滞后影响



资料来源: 国信证券经济研究所

干散货市场的价格及金融属性分析

从供需关系看，未来干散货航运市场可能震荡周期

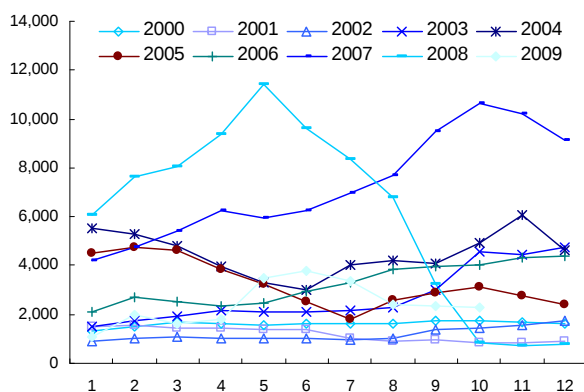
我们对 BDI 的走势判断是大幅震荡：支持我们逻辑的假设是欧美经济将在两年左右恢复到正常水平，而中国和印度的经济持续较高增长，在这种情景假设下根据我们上面对供求关系及航运周期的分析：如果大量的运力供给和较强的造船能力遭遇行业长时间的需求缓慢增长，那么航运业必将迎来一个较长的萧条期，例如 1975-2000 年的航运市场；如果适度的运力供给和不足的造船能力遭遇较快的需求增长，那么航运业将迎来一个较长时间的繁荣，并且在一段时间内形成需求高于供给，带动运价的急剧攀升，例如 2002-2008 年的干散货海运市场。

目前是大量的运力供给和较强的造船能力遭遇较快的需求增长，由于需求是派生需求，运价对此影响很小，但是运力供给却会跟随 BDI 的走势出现较大的波动，这样在需求预计持续较快增长的情况下将使行业的供需关系和运价频繁出现：运力过剩→BDI 下跌→推迟交付、拆船加速→供需平衡（需求持续上涨）→BDI 上涨→新船交付加快、拆解减少→运力再次过剩，由于目前造船速度大幅提高，造船周期已经缩短到一年左右，使得行业的供需关系转变将更为迅速，而且在接船方面在萧条期导致的推迟交付也可能加大在相对繁荣期的运力供给，从而加大这种供需关系转变的频率和力度。

2010 年 BDI 将出现前高后低的走势，三季度可能重现萧条

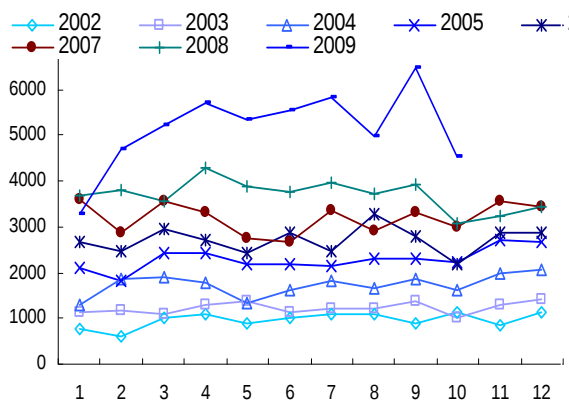
由于欧美填补钢铁库存的需求以及铁矿石预计涨价之前的抢运，以及铁矿石抢运带来的压港现象，预计将带动铁矿石海运需求的上升以及有效运力的压缩，这将使得 BDI 在明年一季度仍有望维持走高走势。但是，由于近期和未来几个月航运相对繁荣带动的交船加快和拆船减少，另一方面，油轮单壳船淘汰也将加大干散货船的运力供给，届时积累的新增运力可能较多，一旦铁矿石谈判结束或趋于明朗，那么很可能需要消化存量已进口的铁矿石，从而带动需求出现下滑，可能使得供需出现逆转，从而导致 BDI 的下滑。而 BDI 的金融属性很可能将进一步放大 BDI 的这种波动。

图 38：2001 年以来 BDI 在各年度内的走势情况



资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

图 39：我国过去几年铁矿石在各月的进口情况



资料来源：Clarkson 国信证券经济研究所

金融属性将放大 BDI 的走势

正如我们对 BDI 的金融属性分析所展示的一样，BDI 具有很强的大宗商品金融属性，但是我们认为 BDI 的金融属性必须通过 FFA 才能放大，也就是投机基金通过租船等方式减少市场的运力投放，加大行业供需缺口，如果行业整体供需非常失衡的话，投机基金就很难通过租船的方式改变行业的供需关系，因此，金融属性将可以加大 BDI 的波动，但很难改变行业的供需关系。在我们这将使 BDI 对美元的流动性以及美元汇率变动具有较高的敏感性。

如果从 BDI 的金融属性看，在欧美收缩流动性之前，随着经济活力的增加，货币乘数有望增加，全球流动性可能更加泛滥，同时，美元贬值的趋势还在延续，从而很可能在干散货市场预计供需平衡的情况下推动 BDI 的上涨，而在欧美收缩流动性之后，这种投机因素也可能进一步加大 BDI 下跌的剧烈程度。

行业投资评级及策略建议

维持行业谨慎推荐的评级，关注震荡周期的交易性机会

由于我们认为并不会迎来长时期的行业萧条，未来几年在需求快速增长的驱动型，航运业仍将维持一定的收益水平，因此我们维持行业谨慎推荐的投资评级，并且认为在目前铁矿石预计涨价带动各国加大铁矿库存以及欧日等国钢铁行业补库存的所带来的需求，行业需求有望在短期内出现比较快速增长，从而有效地抵消行业运力供给的增加，我们认为 BDI 将有望在铁矿石谈判结束或形势明朗之前维持在一个较高的水平，从而给中国远洋和中远航运带来一定的交易性机会，但我们认为明年行业在二三季度有可能重现萧条，这个判断目前仍具有较大的不确定性，不确定性的主要来源是未来几个月新船交付数量目前难以估测，还有待继续跟踪。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 皓	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				