

水上运输业(010607)

干散货运输: 供需趋势好转, 二季度存在机会

黄永琳 研究员
电话: 020-87555888-660
eMail: hyl2@gf.com.cn

供需趋势好转

需求方面: 总体而言, 2010年世界经济步入正增长轨道, 海运业基本面好转。从具体货种看, 中国铁矿石进口仍能支撑大局, 成为需求增长的主要推动力。日本钢铁产量回升, 铁矿石进口量也将大幅增加。

供给方面: 2009年下半年以来, 订单压力明显减轻。

供需仍然不能平衡

虽然行业基本面有所好转, 但是总体而言, 供需仍然不能平衡, 供给增速高于需求增速4.96个百分点, 与2009年接近14个百分点的差距比有了明显收窄, 但是仍高于2005年至2008年的水平。

我们认为受运力增速压制, 2010年干散货运输市场总体难言强势格局, 但由于存在部分品种需求旺盛、订单预期好转等因素, 市场将出现阶段性的繁荣。

二季度存在机会

我们判断2010年市场将出现阶段性的繁荣, 建议关注二季度的投资机会。首先, 从板块业绩看, 年报可能超预期, 一季度季报也将出现同比显著增长; 其次, 从目前已明确交船期的订单看, 二季度好望角船型新船交付量全年最低; 第三, 二季度是钢铁需求旺季, 铁矿石消耗量将增加; 第四, 铁矿石价格谈判将带来运价走高。另外, 铁矿石协议价的上涨预期也可能使采购商产生囤货冲动。

风险提示

- 1、信贷紧缩使铁矿石贸易商加快消化库存, 从而减少矿石海运需求量。
- 2、矿石谈判进程加快, 价格趋于明朗后, 铁矿石贸易商失去囤货牟取价差的动力。

行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势

水上运输业(010607)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-2.02%	17.79%	48.68%
上证综指	-2.33%	17.08%	69.14%

目录索引

一、需求方面	3
(一) 总体而言, 2010 年经济步入正增长轨道, 海运业基本面好转	3
(二) 从具体货种看, 铁矿石仍能支撑大局, 成为需求增长的主要推 动力	3
(三) 运距拉长直接增加海运需求	5
二、供给方面	6
(一) 2009 年下半年以来, 订单压力明显减轻	6
(二) 2010 年铁矿石海运增量能够匹配 CAPASIZE 船运力增量的大部 分	7
三、供需平衡仍然很弱	8
四、投资策略	8
(一) 板块走势与 BDI 走势相关性减弱	8
(二) 关注二季度的投资机会	9
(三) 风险提示	9

图表索引

图 1 三大散货货种占散货运量比重	4
图 2 2009 年散货运价指数走势	4
图 3 中国沿海主要港口铁矿石库存	4
图 4 日本粗钢产量和铁矿石进口量迅速回升	5
图 5 日本铁矿石进口量预测 (CLARKSON)	5
图 6 青岛港进口铁矿石港口价格: 车板价	6
图 7 散货船预计新船交付量 (万吨级以上)	7
图 8 CAPASIZE 船预计新船交付量	7
图 9 干散货运输市场供给增速大于需求增速	8
图 10 A 股航运板块走势与 BDI 走势相关性减弱	9
表 1 2010 年经济增速预测	3
表 2 铁矿石增量占了散货增量的一半以上	4
表 3 中国铁矿石进口量与国产量	4
表 4 日本铁矿石海运进口量	5
表 5 三大铁矿石出口国各年出口增量	5
表 6 不同时点预计的未来三年订单交付量	7
表 7 中国铁矿石进口增量运力需求测算	7
表 8 重点公司盈利预测	9

在供给、需求两方面都出现明显改善的情况下，散货运输市场整体将好于 2009 年，但供需仍不能平衡，供给增速仍旧高于需求增速，二者相差 4.96 个百分点。我们认为受运力压制影响，2010 年干散货运输市场总体难言强势格局，但由于存在部分品种需求旺盛、订单预期好转等因素，市场将出现阶段性的繁荣。我们判断二季度存在投资机会。

一、需求方面

（一）总体而言，2010 年经济步入正增长轨道，海运业基本面好转

海运作为贸易的派生需求，与经济发展密切相关。当经济处于高速增长期时，贸易也相应呈现增长的趋势，从而对海运产生较强需求。当经济处于衰退期时，贸易相应呈现萎缩的趋势，从而影响海运需求。

2010 年，随着世界经济走出低谷，全球主要经济体将步入正增长的轨道。IMF10 月份发布预测，全球经济增速将从 2009 年的-1.1%升至 2010 年的 3.1%，欧美日经济增速纷纷转正，海运业基本面总体好转。

表 1 2010 年经济增速预测

	2009 年	2010 年
全球	-1.1%	3.1%
发达经济体	-3.4%	1.3%
新兴经济体	1.7%	5.1%
美国	-2.7%	1.5%
欧元区	-4.2%	0.3%
日本	-5.4%	1.7%
中国	8.5%	9.0%
印度	5.4%	6.4%

数据来源：IMF

（二）从具体货种看，铁矿石仍能支撑大局，成为需求增长的主要推动力

铁矿和煤炭是最主要的两大散货货种，二者占了散货货运量的近六成比例，其中中国进口铁矿石的影响日益加大。对世界散货海运的需求增量预期，相当一定程度上就是对中国进口铁矿石增量的需求预期。中国钢铁行业的巨大产能，以及国产矿的低品位状况，使得进口铁矿石在一定程度上成为刚性需求，我们认为2010年，中国进口铁矿石量仍能支撑大局。根据广发钢铁行业研究小组的判断，2010年我国国内粗钢消费将突破6亿吨，同比增长11.19%，这样计算，相应的钢铁增量约为5600万吨，大约需要铁矿石9000万吨。目前我国港口铁矿石库存6700万吨，以正常库存6500万吨计算，2010年将释放200万吨，以国产矿量与进口矿量的比值1.8:1计算，考虑两者的品位差别后，我们估算2010年我国新增铁矿石进口量为5000万吨，为近年散货运输市场高点2008年全球铁矿石海运增量5900万吨的

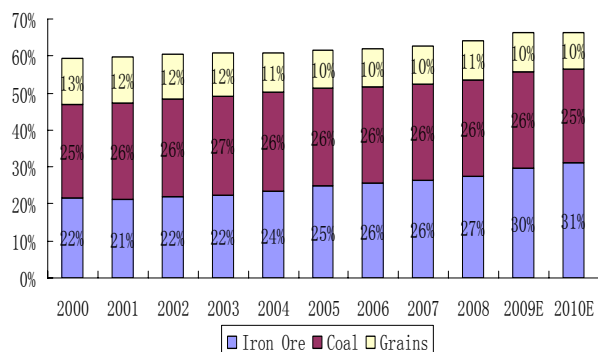
85%。铁矿海运需求方面比较乐观。

表 2 铁矿石增量占了散货增量的一半以上 单位: 百万吨

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
铁矿石增量	30	36	71	71	63	60	59	62	89
散货增量	76	120	187	135	176	157	102	-30	163

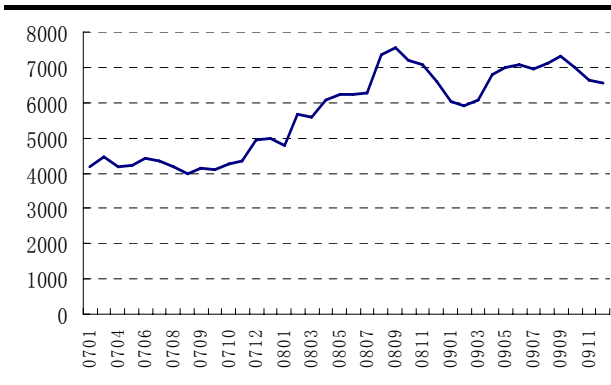
数据来源: CLARKSON

图 1 三大散货货种占散货运量比重



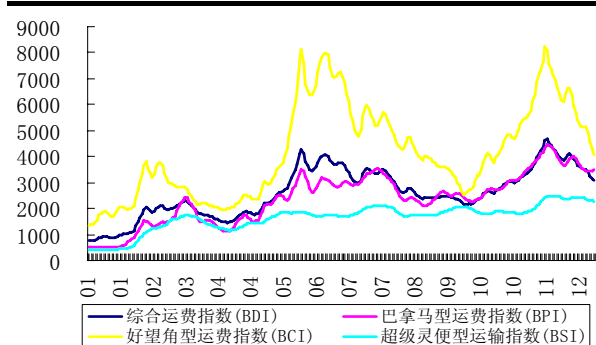
数据来源: CLARKSON

图 3 中国沿海主要港口铁矿石库存 单位: 万吨



数据来源: 中贸物流

图 2 2009 年散货运价指数走势



数据来源: WIND

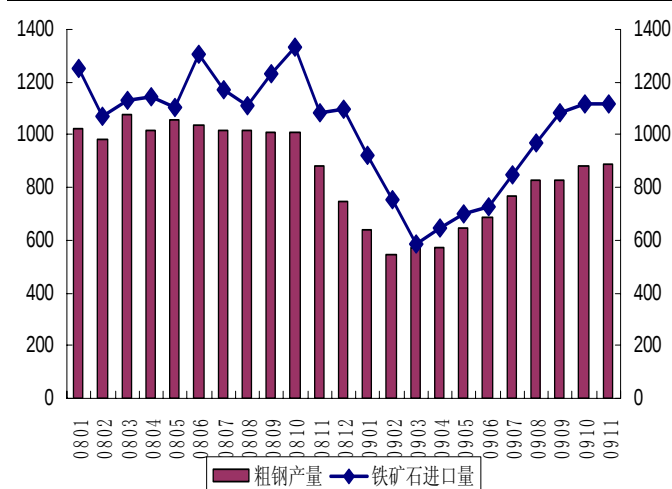
表 3 中国铁矿石进口量与国产量 单位: 万吨

	铁矿石进口量	铁矿石国产量	比例
2002 年	11150	23143	2.08
2003 年	14813	26108	1.76
2004 年	20809	31010	1.49
2005 年	27526	42049	1.53
2006 年	32630	58817	1.80
2007 年	38309	70707	1.85
2008 年	44356	82401	1.86
2009-11	56586	79054	1.40

数据来源: WIND

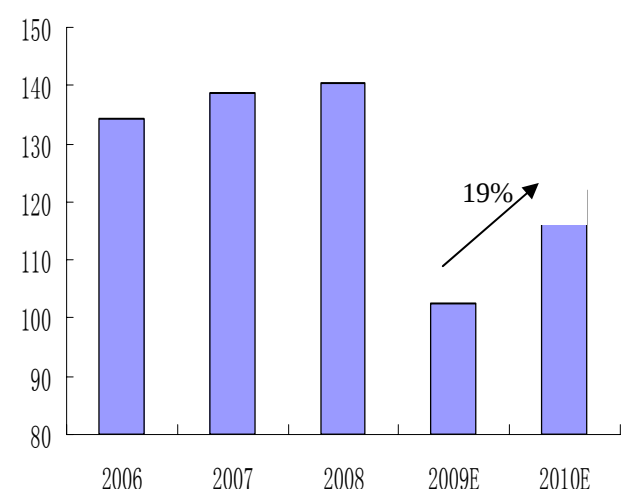
日本作为第二大铁矿石进口国, 2010年的表现也值得期待。2009年11月, 日本粗钢产量回升至886万吨, 回到此次危机前月度产量900-1000万吨的九成水平(2007年平均月度产量1002万吨, 2008年平均月度产量989.5万吨)。11月进口铁矿石1120万吨, 进口量已恢复至危机前水平(2007年平均月度进口1157万吨, 2008年平均月进口1170万吨)。我们判断2010年日本铁矿石进口量应能保持每月1050万吨以上的水平, 这样推算全年应能实现2027万吨的增量, 略高于CLARKSON的测算。CLARKSON预计2010年日本铁矿石进口量将从10270万吨上升至12210万吨, 增加1940万吨, 增量为近年来全球铁矿石海运年增量6000万吨的1/3左右。

图 4 日本粗钢产量和铁矿石进口量迅速回升 单位：万吨



数据来源：CEIC

图 5 日本铁矿石进口量预测（CLARKSON） 单位：百万吨



数据来源：CLARKSON

表 4 日本铁矿石海运进出口量 单位：万吨

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
铁矿石进口量	13210	13490	13230	13430	13890	14040	10270	12210
增量	300	280	-260	200	460	150	-3770	1940

数据来源：CLARKSON

（三）运距拉长直接增加海运需求

考虑到运距的拉长，我们认为铁矿石海运需求还将更乐观一些。

首先，2009 年年底，印度宣布从 12 月 25 日凌晨起上调铁矿石出口关税，其中粉矿关税由 0% 上调为 5%，块矿由 5% 调整为 10%，这使得更多的矿石需求转向巴西。从距离上看，巴西到中国的运距是印度到中国运距的 3 倍左右，即在相同的运量需求下，吨海里的需求将提升两倍（孟买-北仑航距 4507 海里；悉尼-北仑航距 4541 海里；里约热内卢-北仑航距 12880 海里）。

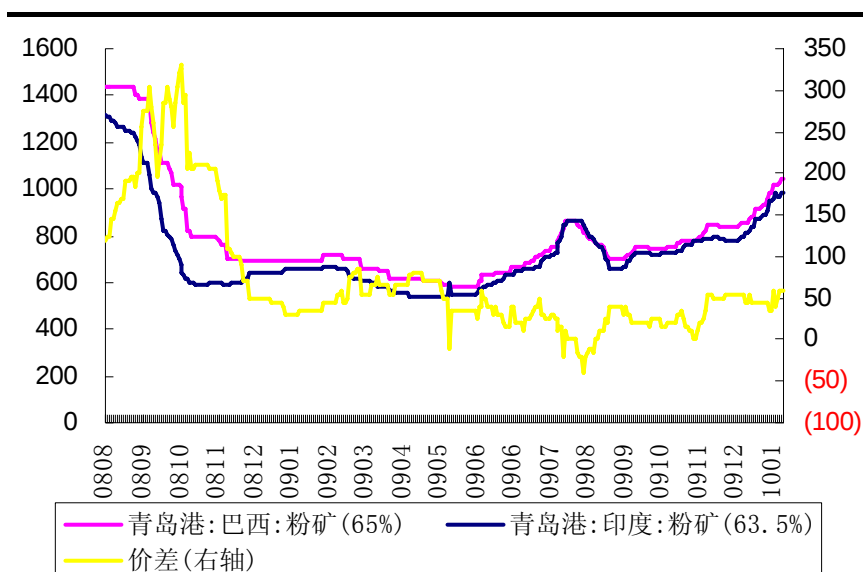
表 5 三大铁矿石出口国各年出口增量 单位：万吨

	2006	2007	2008	2009E	2010E
澳大利亚	910	1850	4260	4710	4020
印度	-320	370	1100	1820	930
巴西	1830	2690	1230	-1180	3310
铁矿石海运量增速	10%	8%	8%	7%	10%

数据来源：CLARKSON

其次，海运价格的回落使得巴西矿和印度矿相比，价格劣势不再突出。2009 年二者价差全年平均为 37 元/湿吨，较 08 年下半年平均 171 元/湿吨大幅下降，特别是 8 月份，巴西矿价格甚至比印度矿价格还要低，目前二者价差约为铁矿石车板价格的 5%。价差回落给予原本从印度采购的买家其他的选择机会。

图 6 青岛港进口铁矿石港口价格:车板价 单位: 元/湿吨



数据来源: WIND

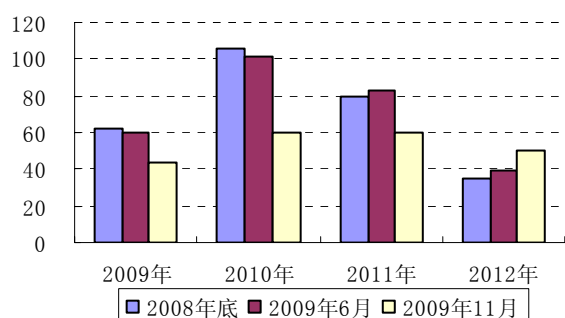
二、供给方面

(一) 2009 年下半年以来, 订单压力明显减轻

大量的订单是导致2008年海运市场信心缺失的原因之一, 在金融危机导致的资金紧张、需求突然下滑带来的低迷运价等因素的影响下, 新船市场出现了撤单、延迟交付等现象。

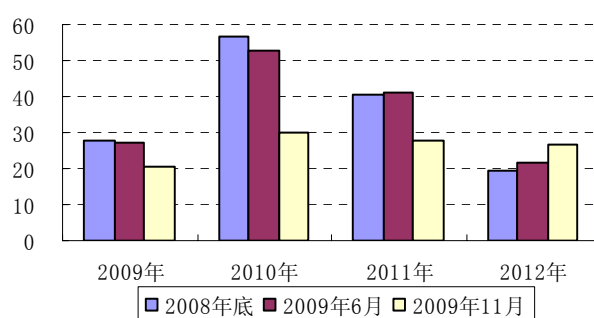
以2009年为例, 年初预计全年CAPASIZE新船将交付2760万载重吨, 目前看实际交付在2070万载重吨左右, 年初预计PANAMAX新船将交付1020万载重吨, 目前看实际交付为720万载重吨。两类主力船型实际交付量均较年初预期下降了25-30%。2010年的订单交付量也明显下降, 散货船(万吨级以上)2010年将交付6000万载重吨, 较2009年年中预计的10140万载重吨下降了4成, CAPASIZE船2010年预计交付量3000万载重吨也较2009年年中预计的5260万载重吨下降4成。2009年下半年以来, 订单压力明显减轻。

图 7 散货船预计新船交付量(万吨级以上) 单位: 百万载重吨



数据来源: CLARKSON

图 8 CAPASIZE 船预计新船交付量 单位: 百万载重吨



数据来源: CLARKSON

表 6 不同时点预计的未来三年订单交付量 单位: 百万载重吨

	万吨以上散货船订单预计交付量	好望角船型
2008 年底	220.40	117.10
2009 年 6 月	224.10	115.20
2009 年 11 月	169.9	84.8
目前较年初预计变动	-23%	-27.5%

数据来源: CLARKSON

目前散货现役运力459.7百万载重吨, 预计2010年散货运力为504.6百万载重吨, 增幅9.8%, 较2009年9.9%的增幅下降0.1个百分点。其中2010年CAPASIZE船运力增长14.4%, 达194百万载重吨, 增幅较2009年的18.3%回落3.9个百分点。

(二) 2010 年铁矿石海运增量能够匹配 CAPASIZE 船运力增量的大部分

我们预计中国2010年铁矿石进口增量5000万吨, 假设均从巴西进口, 我们测算需要新增CAPASIZE船70艘, 可以消化CAPASIZE新增运力的5成。日本以增量2000万吨计算, 假设均从巴西进口, 也需要新增CAPASIZE船30艘, 可以消化新增运力的1/4左右。

综合起来, 我们认为2010年运力压力预期出现好转。

表 7 中国铁矿石进口增量运力需求测算

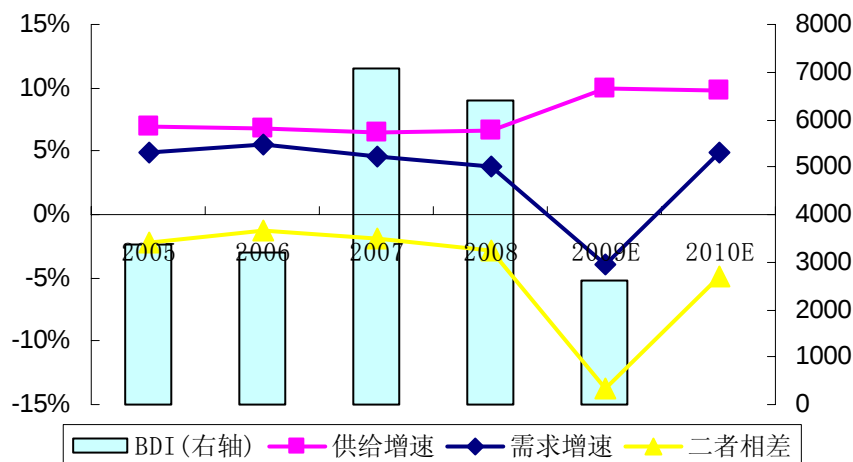
航距	12880海里
航速	14节
载重吨	18万吨
往返航次/年	4
完成货运量/艘	72万吨
进口增量	5000万吨
船舶需求	70艘

数据来源: 广发证券发展研究中心

三、供需仍然不能平衡

虽然行业基本面有所好转，但是总体而言，供需仍然不能平衡，这使得我们判断全年BDI的走势难以持续走高。

图 9 干散货运输市场供给增速大于需求增速



数据来源：CLARKSON, BLOOMBERG

根据CLARKSON的预测，2010年全球散货运力增速为9.8%，需求增速为4.84%，供给增速仍旧高于需求，二者相差4.96个百分点，较2009年接近14个点的差距有了明显收窄，但是供给差距仍高于2005年至2008年的水平。

综上，我们认为受运力增速高于需求增速影响，2010年干散货运输市场总体难言强势格局，但由于存在部分货种需求旺盛、新船订单预期好转等因素影响，市场将存在阶段性的繁荣。

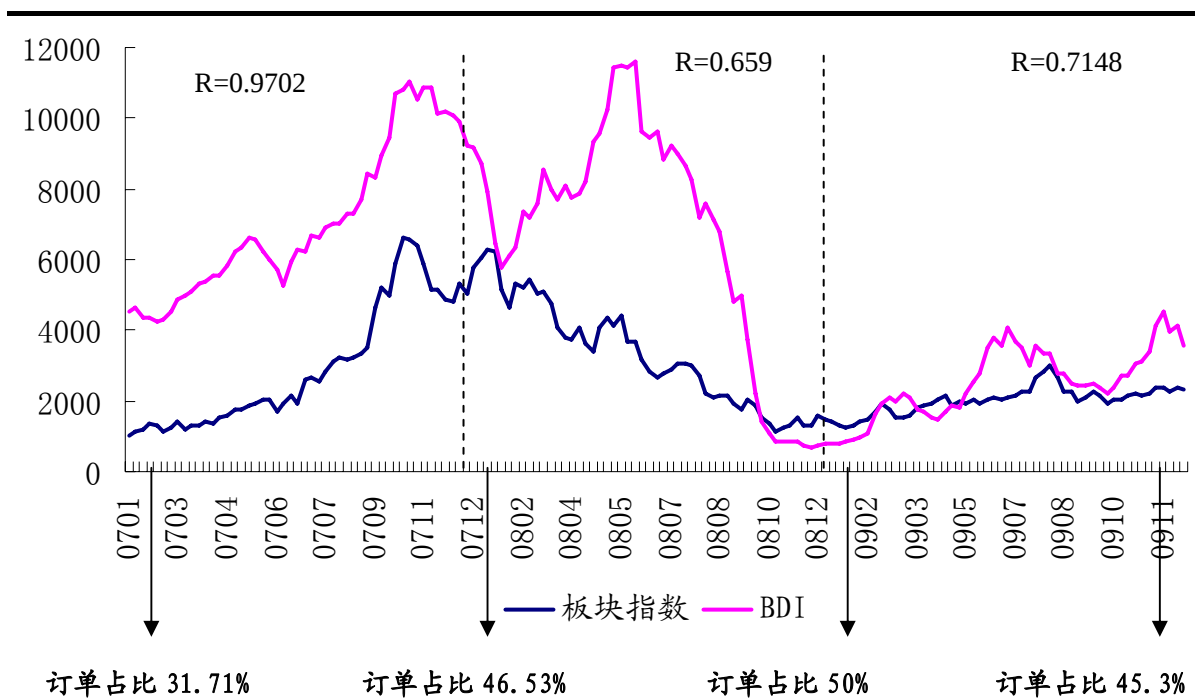
四、投资策略

（一）板块走势与 BDI 走势相关性减弱

A 股航运板块的市场走势与 BDI 走势曾出现很强的相关性，通过对 BDI 的预测来指导板块的投资具有明显的有效性，如 2007 年，我们计算两者的相关系数高达 0.9702 ($R^2=0.94$)。但是之后，一方面影响 BDI 的短期因素开始放大，投机性资金对 BDI 的影响更为显著，另一方面，大量的运力订单影响投资者对市场长期走势的信心（2008 年以来船舶订单占现有运力的比重处于 45%以上，大大高于 2007 年初的 32%水平），板块走势与 BDI 的联动性明显减弱。我们计算 2008 年两者的相关系数为 0.659，2009 年的相关系数为 0.7148。

从根本上说，BDI 是通过影响公司业绩来影响个股市场表现，由于公司租船（包括程租期租）点位、期限、租船比例等的不同，公司业绩表现并不紧随短期 BDI 的表现，或者说短期 BDI 的炒作性暴涨对相关个股的市场表现影响并不大，更需要关注的是 BDI 在一段时期内的表现。

图 10 A 股航运板块走势与 BDI 走势相关性减弱



(二) 关注二季度的投资机会

我们判断2010年市场仍将存在阶段性的繁荣,建议关注二季度的投资机会。首先,从板块业绩看,4月份年报可能超预期,一季度季报也将出现同比显著增长;其次,从目前已明确交船期的订单看,二季度好望角船型新船交付量全年最低;第三,二季度是钢铁需求旺季,铁矿石消耗量将增加;第四,铁矿石价格谈判将带来运价走高。另外,铁矿石协议价的上涨预期也可能使采购商产生囤货冲动。

(三) 风险提示

- 1、信贷紧缩使铁矿石贸易商加快消化库存,从而减少矿石海运需求量。
- 2、矿石谈判进程加快,价格趋于明朗后,铁矿石贸易商失去囤货牟取价差的动力。

表 8 重点公司盈利预测

名称	PE			EPS			评级
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
中远航运	10.71	79.27	31.29	1.11	0.15	0.37	买入
中海发展	9.74	40.74	25.80	1.59	0.38	0.60	买入

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

水上运输业(010607)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。