



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 3 月 30 日

航运

研究部

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

巴西 2010 年一季度对日铁矿石长协价大涨

短期利好 BDI, 长期利空 BDI

行业近况:

据日本媒体的最新报道, 日本钢铁企业预计将与巴西最大铁矿石生产企业淡水河谷就 2010 年度的铁矿石价格达成协议, 预计从 4 月起的二季度铁矿石价格将上涨 100% 至每吨 110 美元左右, 协议期从 1 年缩短为 3 个月。考虑到海运费用的影响, 巴西长协矿到岸价为 135.5 美元/吨, 比现在 157 美元/吨的现货价低 14%。而巴西和澳洲对中国的长协价将可能跟随此价格。

评论:

从短期来看, 我们认为长协价谈判结果逐渐明朗, 有利于 BDI 在二季度的表现。我们做此判断的主要原因包括:

- 2010 年以来, 铁矿石生产商为了使铁矿石长协价格能够顺利的大幅上涨, 通过控制出口货量的方式来推高现货铁矿石价格。因此, 随着长协价谈判结果的逐步明朗, 铁矿石生产商不再需要对出口货量进行控制。
- 从历史上来看, 在日韩铁矿石长协价确定后和中国长协价确定前, 出于推动中国铁矿石谈判尽快结束的目的, 铁矿石生产商也曾出现过在市场上大量拿船推高运价和铁矿石到岸价格的情况 (例如 2008 和 2009 年)。我们认为今年日韩谈判结束后, 铁矿石生产商对出口货量的释放也可能导致运价的上升。
- 二季度本身也是粗钢生产和干散货航运市场的旺季, 粗钢产量的季节性恢复有利于 BDI 在二季度有所表现。
- 目前 Capesize 船的 TCE 仅有 2.8 万美元/天, 低于 Panamax 船目前 3.2 万美元/天的水平, 仅和 Handymax 船目前 2.7 万美元/天的水平相近。这表明 Capesize 短期内, 尤其是在二季度的旺季, 继续下滑的空间十分有限。

从长期来看, 我们认为长协价格上涨过快, 并不利于全球铁矿石进口需求的增长。加之大量的运力涌入干散货海运市场, 我们不看好 BDI 在未来两年的走势。

- 铁矿石长协价格上涨过快, 有可能使得进口矿相对于国产矿的优势缩小。从历史上来看, 若进口矿价上涨过快, 其相对于国产矿的价格优势就会明显收窄, 那么中国的铁矿石消耗总量中进口矿所占比例就会下降 (图表 3), 这不利于铁矿石海运量的增长。
- 虽然钢厂可以通过提价等方式向下游传导铁矿石涨价带来的大部分成本上扬, 但或多或少钢厂的盈利空间会受到些许影响。长期来看, 钢厂盈利空间的挤压不利于钢产量的恢复, 也不利于铁矿石进口的长期增长。
- 新船大量交付的影响不可忽视。2010 年以来, Capesize 的运价指数累计下滑了 23%, 除了铁矿石生产商惜售带来的需求回落以外, 新船源源不断的交付也明显的打压了运价。09 年 1 月、2 月和 3 月至今, 全球干散货船分别交付了 650 万、483 万和 476 万载重吨, 都显著高于 08 年平均每月 358 万吨的交付量。我们预计 2010 年全球运力增长 11.1%、需求增长 5.2%, 供过于求的现象仍将存在。

估值与建议:

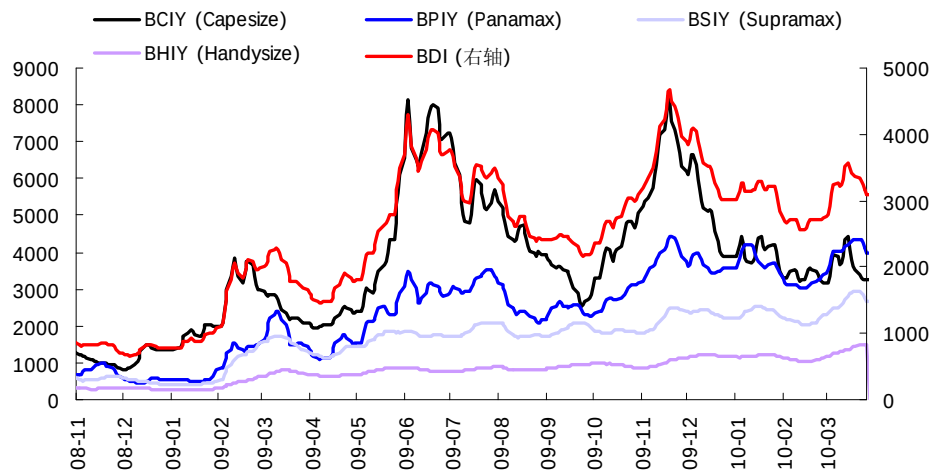
A 股方面, 中国远洋、中海发展、中远航运和招商轮船的 2010 年市净率分别为 2.9、1.9、3.1、1.9 倍; H 股方面, 中国远洋和中海发展的 2010 年市净率分别是 2.0 和 1.6 倍。中国远洋一季度业绩超预期的概率较大, 而且若公司在 09 年年报中计提大量租船亏损合同的拨备的话, 那么 2010 年的盈利也将因为拨备的回拨而超出预期。再考虑到中国远洋股价与 BDI 的相关性最大, 我们建议投资者短期可以关注 BDI 上涨给中国远洋带来的交易性机会。

风险提示:

运力释放抑制 BDI 短期的反弹高度。Panamax 和 Handymax 的运价回落可能抑制 BDI 的反弹高度。

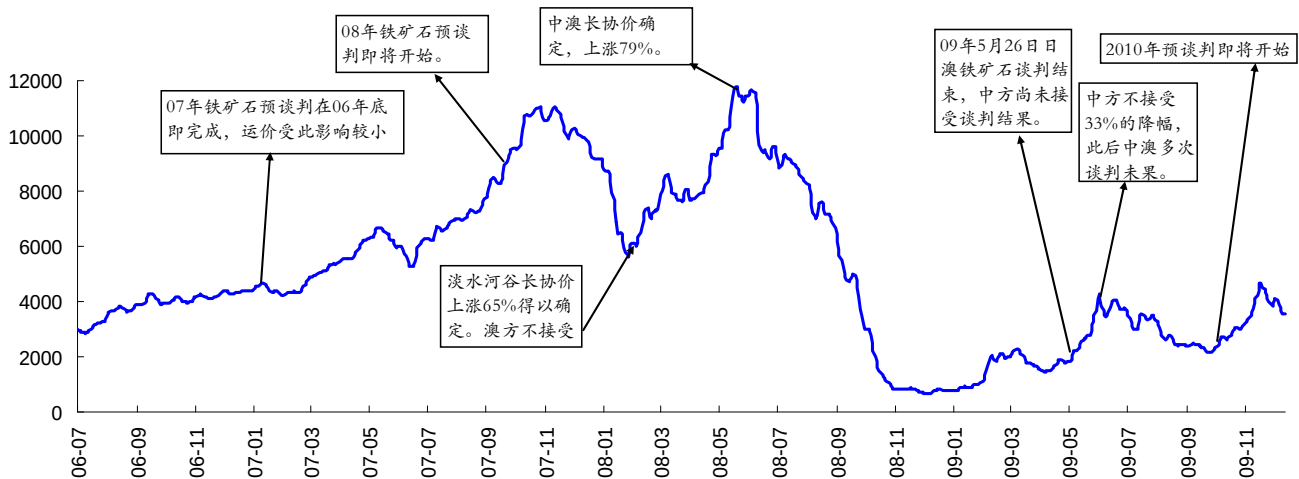
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

图表 1: BDI 和主要干散货船型的走势



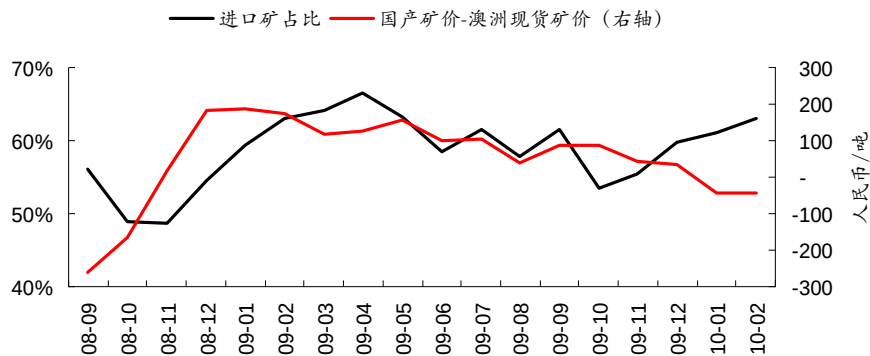
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 历史上铁矿石谈判前后的 BDI 表现



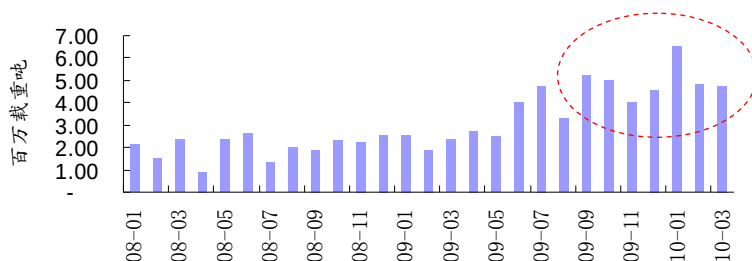
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 3: 进口矿在中国铁矿石消耗中的占比和进口矿相对国产矿的价格优势有关



资料来源：CEIC、Wind、钢之家、中金公司研究部

图表 4: 2010 年以来新船交付量处于高位



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 5: A 股航运公司估值

国内A股公司	公司股票代码	评级	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中远航运*	600428 CH Equity	推荐	10.68	1.11	0.10	0.32	0.76	9.7	103.3	33.0	14.0	3.2	3.3	3.1	2.6	33.2	3.2	9.3	18.6	2.1	-	0.6	1.4
中海集运*	601866 CH Equity	推荐	4.78	0.01	(0.55)	0.13	0.32	427.7	(8.6)	37.7	15.1	1.8	2.2	2.1	1.9	0.4	(25.7)	5.6	12.3	-	-	-	-
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	13.03	1.58	0.31	0.61	0.61	8.3	41.7	21.4	21.2	2.1	2.1	1.9	1.8	25.2	5.0	9.0	8.4	2.3	0.8	0.9	1.0
长航油运*	600087 CH Equity	中性	6.60	0.37	0.00	0.24	0.31	17.8	2,508.8	27.0	21.1	2.4	2.4	2.2	2.0	13.2	0.1	8.3	9.4	1.5	-	1.1	1.4
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	12.93	1.06	(0.52)	0.14	0.37	12.2	(25.0)	89.5	35.1	2.5	3.0	2.9	2.7	20.8	(12.1)	3.3	7.7	2.2	-	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	5.72	0.36	0.13	0.21	0.18	15.9	43.7	26.6	32.2	2.1	2.0	1.9	1.8	13.1	4.7	7.1	5.6	1.9	0.3	0.5	0.4
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.67	0.35	0.06	0.15	n.a	16.1	90.0	39.1	n.a	2.7	n.a	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	n.a	2.4	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	8.95	0.23	0.17	n.a	n.a	38.9	52.6	n.a	n.a	3.7	n.a	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	n.a	0.4	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	6.12	0.11	(0.1)	0.16	n.a	55.8	(61.2)	38.3	n.a	3.3	n.a	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a	n.a
平均值								66.9	305.0	39.1	23.1	2.6	2.5	2.4	2.1	15.6	(4.1)	7.1	10.3	1.5	0.2	0.5	0.7
中值								16.1	43.7	35.3	21.2	2.5	2.3	2.2	1.9	13.2	1.6	7.7	8.9	1.9	-	0.6	0.7

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: H 股航运公司估值

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	每股收益 (人民币)				市盈率				市净率				净资产收益率				股息收益率			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中海发展	1138 HK Equity	Accumulate	12.80	1.58	0.31	0.61	0.61	7.1	36.0	18.1	17.1	1.8	1.8	1.6	1.4	25.2	5.0	9.0	8.5	2.7	0.9	1.1	1.2
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	10.34	1.14	(0.52)	0.14	0.37	8.0	(17.6)	61.5	23.0	1.8	2.1	2.0	1.8	22.1	(12.0)	3.2	7.6	3.2	-	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.14	0.00	(0.55)	0.13	0.32	751.2	(5.0)	21.2	8.1	1.0	1.3	1.2	1.1	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: 国际干散货航运公司估值

干散货	货币	公司股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
DIANA SHIPPING	USD	DSX US Equity	14.24	2.97	1.55	1.59	1.54	4.8	9.2	9.0	9.2	1.2	1.1	1.0	1.0	28.2	13.4	11.8	10.5	23.2	-	0.4	6.7
EAGLE BULK SHIPP	USD	EGLE US Equity	5.11	1.32	0.66	0.30	0.20	3.9	7.8	17.0	25.2	0.5	0.5	0.5	0.5	12.5	6.1	2.6	2.9	39.1	-	-	n.a
GENCO SHIPPING	USD	GNK US Equity	19.59	2.86	4.61	3.53	1.65	6.8	4.3	5.6	11.9	0.7	0.7	0.6	0.7	13.1	17.9	11.3	4.6	19.7	-	-	0.3
DRYSHIPS INC	USD	DRYS US Equity	5.75	(8.11)	1.00	0.90	1.26	(0.7)	5.8	6.4	4.5	0.5	0.6	0.6	0.6	(31.2)	7.2	8.9	12.6	13.9	-	-	0.4
EXCEL MARITIME	USD	EXM US Equity	5.87	(1.23)	0.02	0.28	(0.24)	(4.8)	279.5	n.a	(25)	0.3	0.3	0.3	0.3	(6.4)	12.4	5.5	(1.8)	10.2	-	-	-
KAWASAKI KISEN	JPY	9107 JP Equity	359.00	50.89	(121.08)	(11.74)	21.02	7.1	(3.0)	n.a	17.1	0.8	n.a	0.9	0.9	9.4	(22.4)	(3.0)	4.7	3.8	0.0	0.4	1.2
PRECIOUS SHIPPIN	THB	PSL TB Equity	18.80	2.93	1.73	2.40	3.02	6.4	10.8	7.8	6.2	1.1	1.1	1.0	1.0	18.3	9.9	13.5	15.7	9.3	4.1	5.0	8.4
PACIFIC BASIN	USD	2343 HK Equity	0.81	0.24	0.07	0.05	0.06	3.3	11.7	15.2	12.8	1.1	1.1	1.1	1.0	39.2	9.2	7.3	8.2	12.0	3.1	2.7	3.6
SINOTRANS SHIPPI	USD	368 HK equity	0.48	0.09	0.03	0.03	0.04	5.5	17.1	15.0	12.6	1.0	0.9	0.9	0.9	18.7	5.6	5.6	6.3	5.9	1.7	1.9	2.1
平均值								3.6	38.1	10.8	8.3	0.8	0.8	0.8	0.8	11.3	6.6	7.1	7.1	15.2	1.0	1.2	2.8
中值								4.8	9.2	9.0	11.9	0.8	0.8	0.9	0.9	13.1	9.2	7.3	6.3	12.0	-	0.4	1.7

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。