

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

Tel: 021-68634510-8078

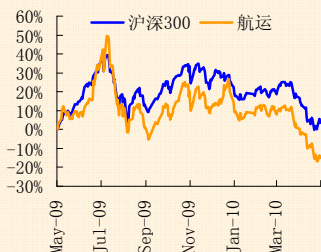
E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

行业市场表现



投资要点

□ 间歇性和结构性繁荣仍可期待

行业在未来 1 年里不大可能出现持续性和全局性的繁荣景象，但间歇性和结构性的繁荣可以期待。我们认为航运股估值当前处在历史的低位，从长期的角度即航运周期的角度看存在较高的投资价值。我们不大可能等到真正的行业大繁荣时再买进，这不符合周期股投资的逻辑。

□ 行业整体将进入复苏整固阶段

行业无论需求还是运费水平均出现了较大程度的修复，某些业务如集装箱业务的欧洲航线运费甚至创出了历史新高。目前需求方面尚未出现超预期的因素，而运力供给压力尚未真正减轻，因此下半年行业整体步入整固的阶段可能性较大。

□ 疯狂的铁矿石价格使好望角型干散货船运费水平压力重重

尽管可以理解为货值的上升使其对运输成本变得不那么敏感，但过于无节制的铁矿石价格上涨必然抑制需求。我们测算如果铁矿石价格涨至 150 美元，中国每年将为此付出近万亿元人民币，这无疑是中国经济增长的隐忧之一。因此，政策近期对钢铁产业落后产能的调整非常坚决。未来不是铁矿石价格崩溃就是中国的铁矿石进口需求崩溃，加上快速增长的好望角型运力，我们有理由相信运费水平的上升面临巨大压力。

□ 希腊债务危机无碍集装箱运输需求的缓慢恢复，但人民币升值影响正在路演

我所对希腊债务危机的研究表明，中国对“PIIGS”五国出口额占全部出口额的比例低于 3.47%，因此相信中国对欧洲集装箱出口不会因欧债危机遭受显著影响。不过，近期的人民币对欧元升值超过 14%可能会对南方出口部门造成影响，且深圳富士康近期的“跳楼门”似乎表明南方以出口为主的工厂正在能够持续经营的临界点附件，长期的产业调整和转移或将拉开序幕，因此人民币升值和南方出口部门的相对脆弱将使中国集装箱出口处于长期不利局面。而近乎为零的新船合同也表明投资人对集运前景充满担忧。

□ 投资建议

行业部分的不利局面无碍近期股价大跌带来的买入机遇，复苏途中产生的估值洼地更值得关注。在行业整固阶段，航运股估值向上修复的概率大。我们建议布局航运股，中海发展（600026.SH）和中远航运（600428.SH）是首选。

航运行业主要运费指数表现

表 1 航运行业主要运费指数表现一览表

	日期	最新指数	区间涨幅				区间均值		
			1周	4周	26周	52周	1周	4周	52周
干散货指数									
波罗的海指数									
综合运费指数 (BDI)	2010-5-28	4, 078	6. 09%	21. 41%	-3. 36%	67. 68%	4, 115	3, 792	3, 180
好望角型运费指数 (BCI)	2010-5-28	5, 217	20. 85%	93. 94%	-28. 79%	58. 96%	5, 153	4, 563	4, 620
巴拿马型运费指数 (BPI)	2010-5-28	4, 247	-7. 19%	9. 15%	3. 81%	79. 81%	4, 417	4, 266	3, 332
超级灵便型运费指数 (BSI)	2010-5-28	2, 982	-3. 65%	10. 86%	32. 12%	74. 28%	3, 043	2, 972	2, 190
重要铁矿石航线海运费									
巴西-北仑/宝山 (BCI-C3)	2010-5-27	34	15. 78%	9. 48%	-22. 38%	49. 99%	33	32	32
西澳-北仑/宝山 (BCI-C5)	2010-5-27	14	18. 64%	23. 74%	-31. 87%	64. 37%	13	13	13
沿海散货运价指数 (CCBFI)									
综合指数	2010-5-26	1, 637	-1. 06%	-8. 43%	14. 79%	54. 83%	1, 637	1, 654	1, 373
煤炭运价指数	2010-5-26	1, 965	-1. 31%	-11. 96%	15. 82%	74. 64%	1, 965	1, 996	1, 607
煤炭: 秦皇岛-广州	2010-5-26	1, 930	-1. 09%	-2. 88%	25. 50%	91. 25%	1, 930	1, 951	1, 529
煤炭: 秦皇岛-上海	2010-5-26	2, 365	-2. 02%	-13. 99%	18. 05%	82. 07%	2, 365	2, 419	1, 882
粮食运价指数	2010-5-26	1, 488	-0. 65%	4. 99%	39. 03%	116. 66%	1, 488	1, 438	1, 055
粮食: 大连-广州	2010-5-26	1, 513	-0. 40%	9. 59%	44. 13%	109. 58%	1, 513	1, 434	1, 045
金属矿石	2010-5-26	1, 185	-0. 89%	-1. 85%	11. 56%	12. 55%	1, 185	1, 209	1, 066
金属矿石: 北仑-上海	2010-5-26	1, 480	-0. 69%	-0. 69%	16. 03%	6. 20%	1, 480	1, 498	1, 327
波罗的海油运指数									
原油运费指数 (BDTI)	2010-5-28	962	-13. 64%	-3. 02%	46. 65%	103. 38%	1, 021	1, 042	742
成品油运费指数 (BCTI)	2010-5-28	680	-4. 49%	-7. 10%	47. 83%	42. 86%	694	719	594
集装箱运价指数									
中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	2010-5-28	1, 129	0. 25%	1. 14%	16. 35%	37. 79%	1, 129	1, 093	969
美西航线	2010-5-28	1, 052	-0. 13%	5. 99%	21. 61%	20. 27%	1, 052	970	884
美东航线	2010-5-28	1, 240	0. 58%	6. 29%	7. 32%	-3. 95%	1, 240	1, 193	1, 165
欧洲航线	2010-5-28	1, 768	-0. 18%	-1. 59%	32. 74%	107. 48%	1, 768	1, 739	1, 359
日本航线	2010-5-28	724	1. 07%	-0. 84%	-1. 11%	13. 89%	724	723	706
澳新航线	2010-5-28	1, 085	-0. 44%	-1. 26%	6. 65%	53. 46%	1, 085	1, 107	971

资料来源: BLOOMBERG, WIND 资讯, 湘财证券研究所

干散货航运市场

行业趋势：进入整固阶段。2010年以来，尽管BDI指数走势总体上不很理想，但非好望角型船运费处于上升态势。我们判断下半年干散货运输行业将进入复苏后的整固阶段。行业出现系统性崩溃和显著的持续性上涨可能性均较低。

下半年铁矿石海运需求并不乐观。我们认为近期我国淘汰落后产能的决心、疯狂的铁矿石价格和下滑的基建投资增速及调整的房地产业均对铁矿石进口增长造成较大压力。尽管近期现货价格有所回落，但矿山对铁矿石价格的无节制上涨仍然抱有动力，如果真的提高至150美元上方，无疑将会对需求造成较大程度的挤出。下半年中国铁矿石进口面临增速下滑甚至负增长的局面不利干散货运输市场。

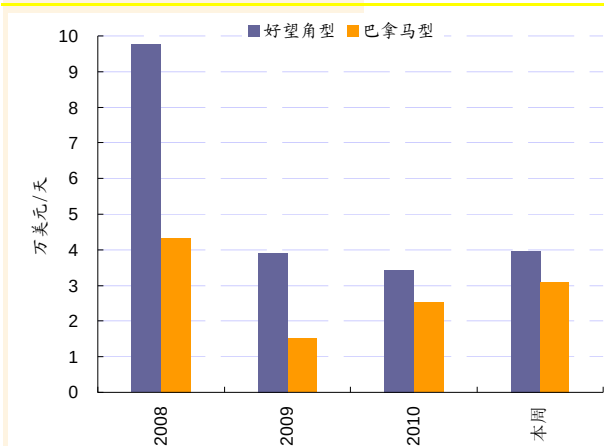
供给快速增长趋势不改。由于行业维持正常的利润水平，运力交付量处于历史最峰值时期。预计这种状态还将持续18个月左右，无疑会对市场尤其铁矿石运输市场形成巨大供给压力。因此，虽然本周铁矿石运费出现异动，但中期看较不乐观，我们判断BCI指数维持在5000点下方的可能性较大。

造船依然冲动，二手船价格回升。近两个月新订单出现增加趋势，4月份出现了近500万DWT的新合同，这对于干散货航运市场来讲不是好兆头，行业的复苏周期可能也因此而拉长。由于运费水平的回升，二手船价格在上年4月开始企稳回升，目前已累计回升35%。这对于改善航运公司的资产负债表较为有益，资产减值的压力降低。

沿海散货运输市场：趋势不会长期向下。我们认为世博会行情后沿海煤炭运输需求有所下降，近期运费出现一定程度的下调。但趋势不会长期向下，主要缘于对国际航运市场保持稳定和沿海的运输需求继续保持增长态势的判断。但进口煤炭仍然维持在高位，对沿海市场的挤出效应依然存在。

依然维持年初对BDI指数均值4000点的判断。BDI指数的波动受到BCI指数影响较大，但鉴于4000点是正常经济水平下航运公司保持一定盈利的运费水平，在全球经济维持4%以上增长速度下，这一运费水平估计并不过于乐观。

图 1 主要船型平均日租金



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 2 BDI 指数年度对比



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 3 波罗的海干散货航运指数走势：BDI



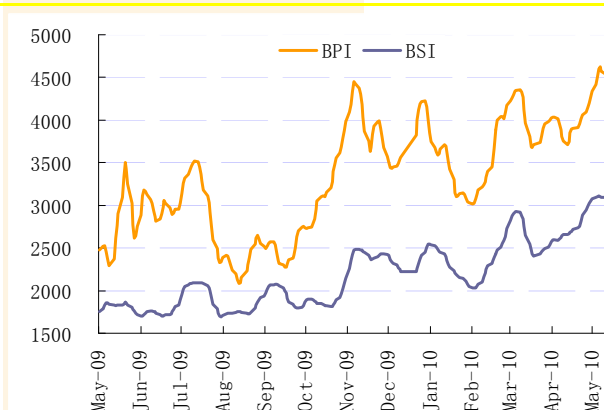
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 4 波罗的海干散货航运指数走势：BCI



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 5 波罗的海干散货航运指数走势：BPI 和 BSI



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 6 波罗的海干散货航运指数走势：BHSI

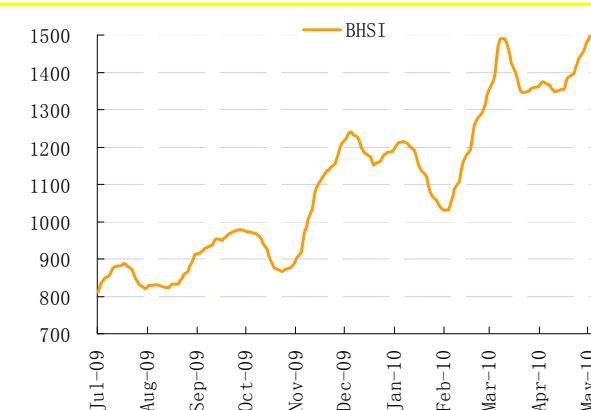
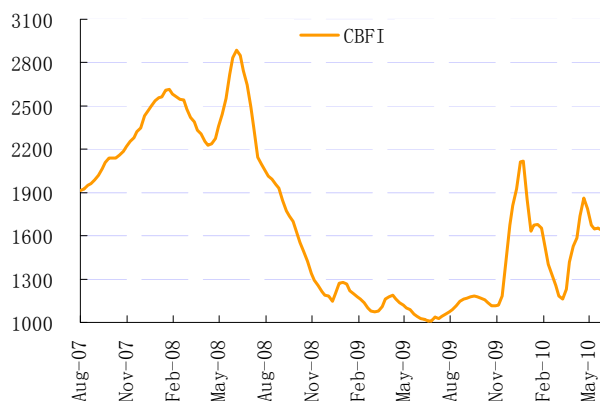
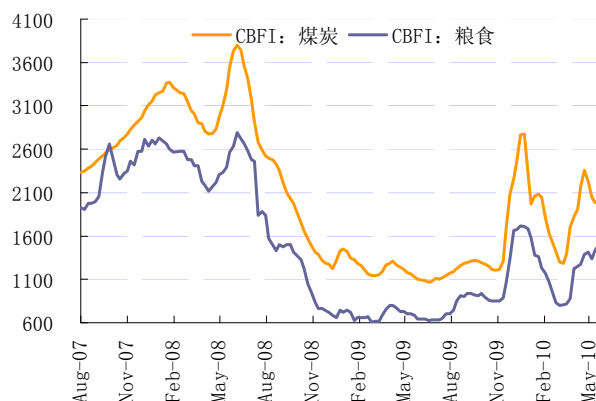


图 7 沿海散货运费综合指数 (CBFI)



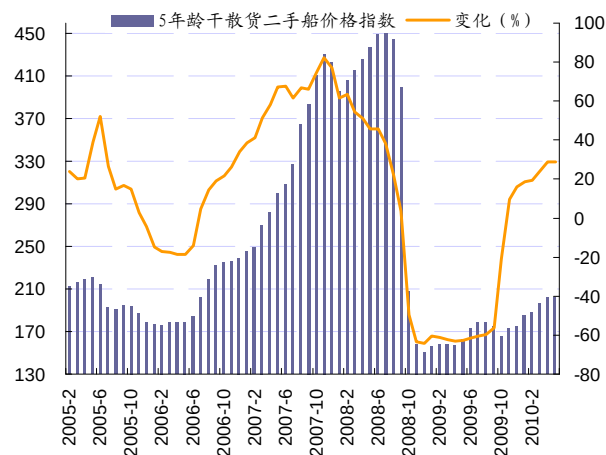
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 8 沿海散货运费指数：煤炭和粮食



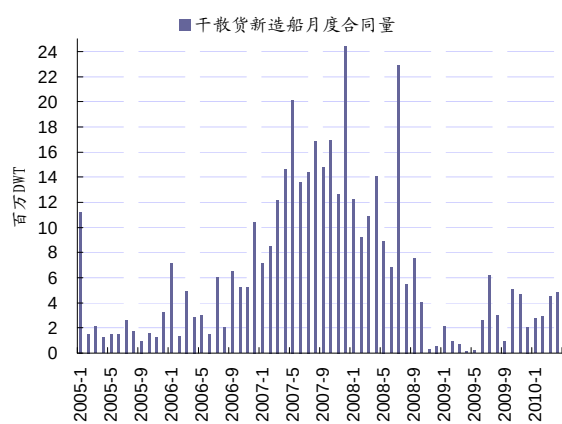
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 9 5 年散货二手船价格指数及变化趋势



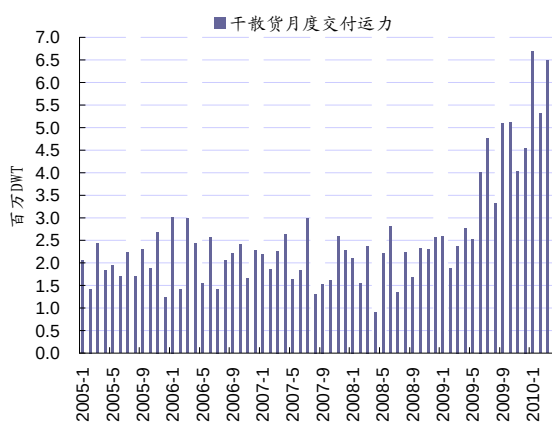
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 10 干散货新造船月度合同量



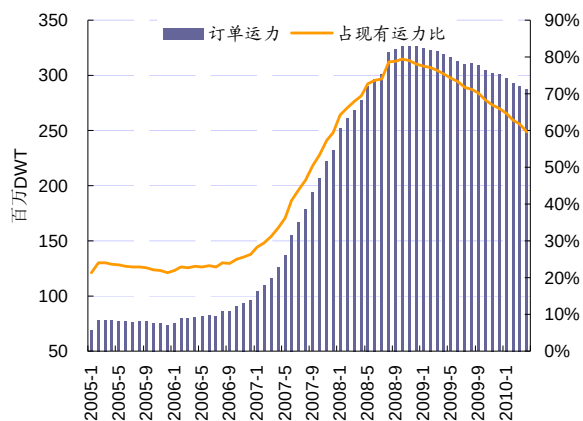
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 11 干散货运力月度交付量



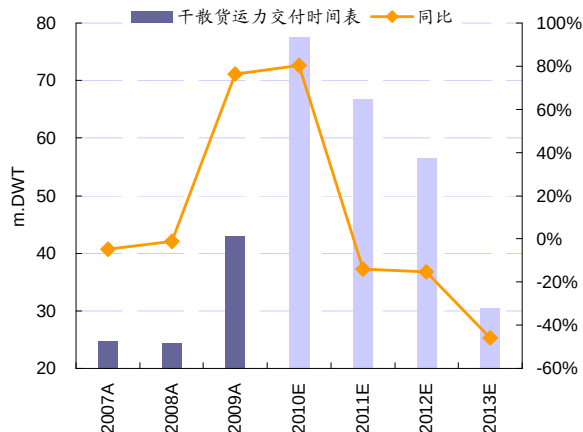
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 12 干散货订单运力及占运力比



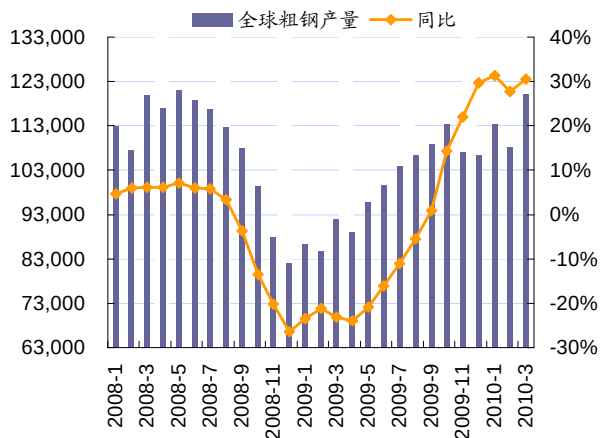
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 13 干散货新运力交付预测



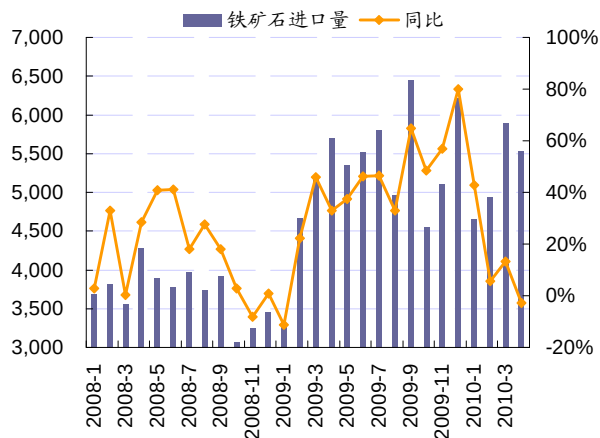
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 14 全球月度粗钢产量和增速



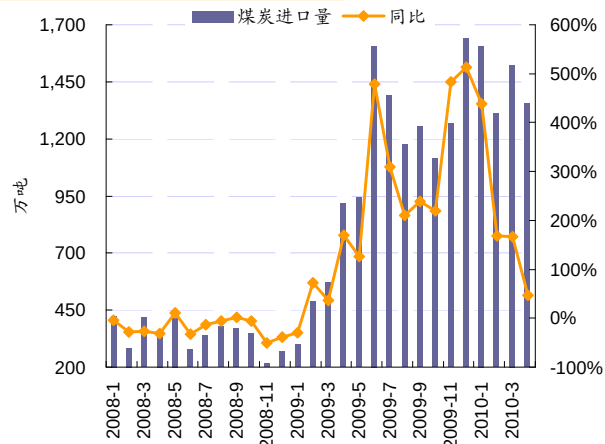
数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图 15 我国月度铁矿石进口量和增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 16 我国月度煤炭进口量和增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

油运市场

发展趋势：全球原油运输需求增长较为乐观，供给形势下半年偏紧，原油运输市场可能会保持向上趋势。但成品油运输市场似乎仍不乐观，但运费继续下滑的空间不大。

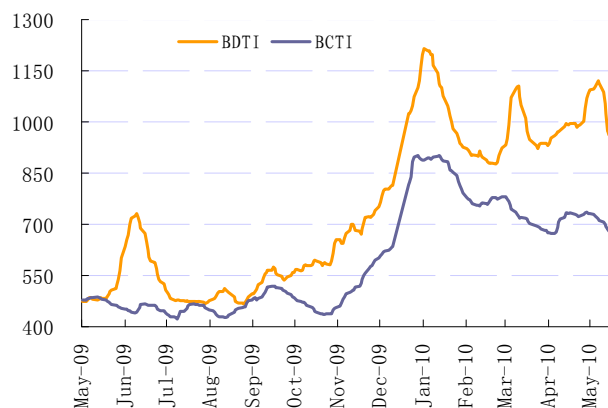
警惕风险管理薄弱的企业。近期墨西哥湾和新加坡海域油污事件再次为油运企业敲响警钟，经营中面临的油污风险依然存在。油运企业经历着历史最快速扩张的时期，不乏一些在该行业内积累尚浅的公司亦以超常规的速度进行发展，这些企业自身的人力资源和风险管理经验均谈不上丰富，因此应当适当保持戒备。

下半年 VLCC 供给较为紧张。根据克拉克森的有关统计，VLCC 运力在 2010 年将下降 4.3%，而增需求长将达到近 3%。这种供需形势的改善在下半年更加明显，意味着 VLCC 运费在下半年仍可能有较好表现。此外，如果出现意外的强劲需求，不排除日租金突破 10 万美元。

墨西哥湾油污灾难长期利好油运业。BP 租用的墨西哥湾钻井平台爆炸沉入海底导致历史上最严重海洋油污至今尚未有效解决。这或使美国在相当长时间内不考虑重启其沿海的石油开采，即依赖原油进口程度仍将维持，这有利于占全球海运量 20% 的原油运输市场保持稳定。

挺过 2011 并不难。2011 年油运运力增长并不轻松，但如果将 2011 年的运力增长放到 2010-2015 年去衡量，期间的年运力复合增长将非常有限。鉴于此，我们对未来 5 年的油运市场表现较为乐观。

图 17 波罗的海油运运费指数



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 18 海湾-日本原油运费指数



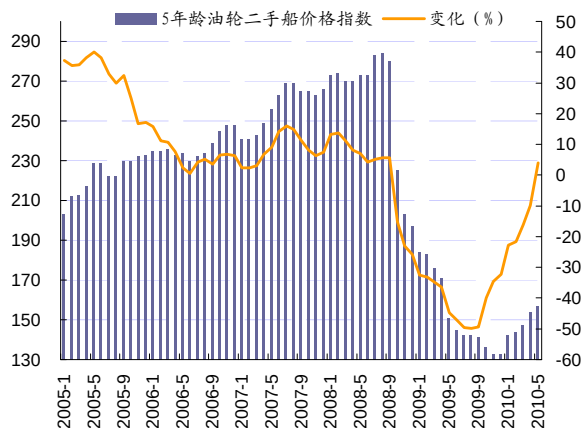
数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 19 新加坡-日本成品油运费指数



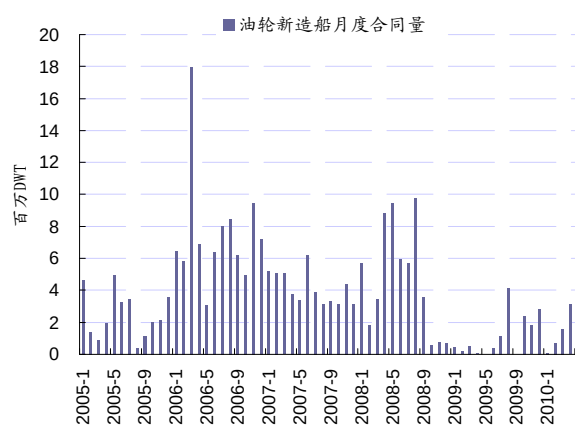
数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 20 油轮二手船价格指数趋势



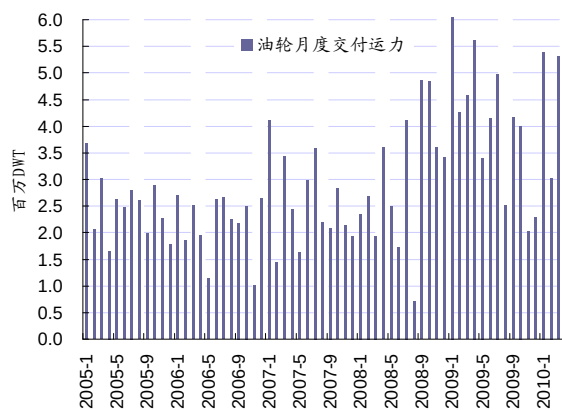
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 21 油轮新造船月度合同量



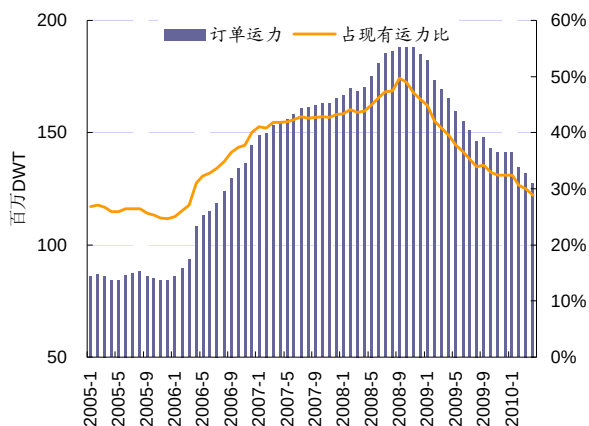
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 22 油轮运力月度交付量



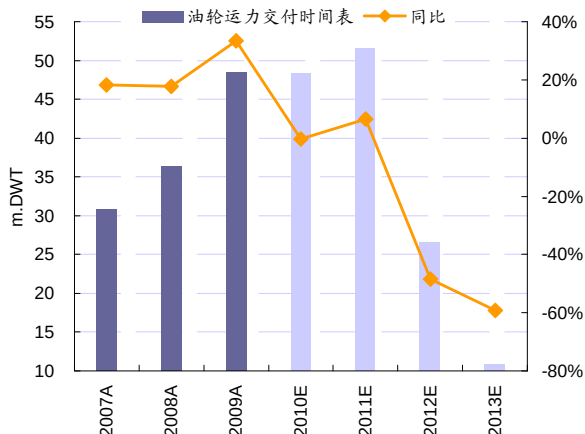
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 23 油轮订单运力及占运力比



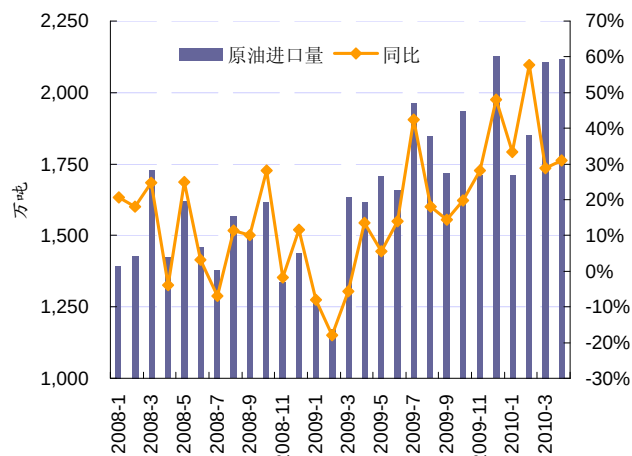
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 24 油轮新运力交付预测



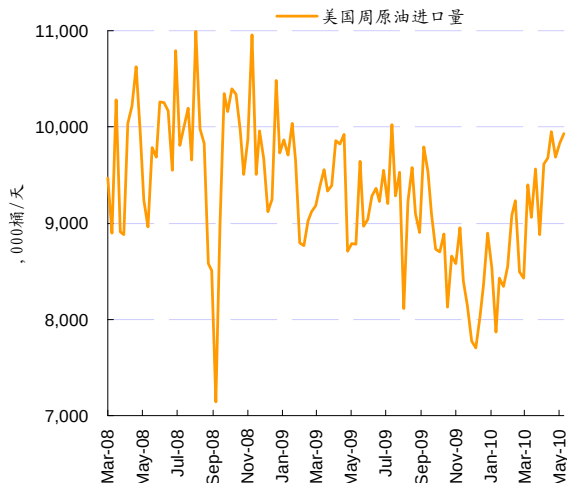
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 25 我国月度原油进口量



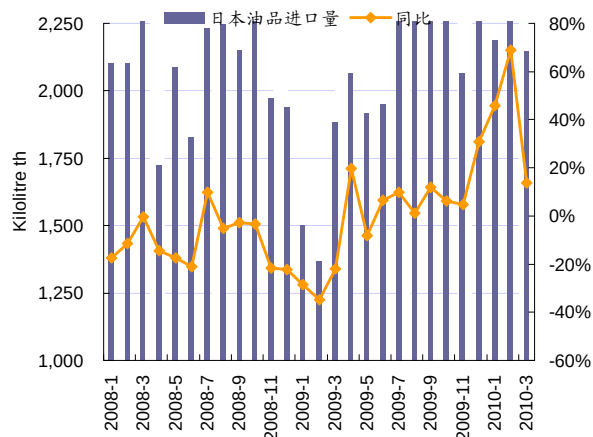
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 26 美国日均原油进口量



数据来源：EIA，湘财证券研究所

图 27 日本油品月度进口量和增速



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

集装箱运输市场

运费水平高位震荡，全球货量或将缓慢增长。 集装箱运费水平经历 V 型反转之后进入盘整期，继续提价面临压力。现在的运费水平能够使班轮公司维持盈利状态，但也使闲置的运力投入市场中来，加剧了供给的压力。由于债务危机拖累，欧元区经济仍然疲软，可能会对集装箱需求增长产生不利影响。

欧债危机无碍集装箱需求恢复趋势。 我所首席经济学家李康博士判断，希腊等债务危机不会对全球国际贸易产生实质性的负面影响，因为出现问题的几个国家占欧洲经济比重较低。不过，我们判断仍然会给英国法德等带来压力，压缩开支现象可能流行，会对中国对欧出口产生一定负面影响。总体看，欧债危机不过是全球金融危机的尾声，很快将会过去，全球贸易依然会保持原先的增长轨迹。

表 2 欧洲债务危机对中国出口影响

	对欧元区GDP比例	与欧元区出口 (对内对外)比例	与欧元区进口 (对内对外)比例	占中国出口份额	占中国进口份额
爱尔兰	1.82	3.3	1.81	0.16	0.32
葡萄牙	1.83	1.23	2.02	0.16	0.05
希腊	2.65	0.56	1.69	0.29	0.02
西班牙	11.71	6.25	8.42	1.17	0.43
意大利	16.94	11.46	11.89	1.69	1.1
德国	26.81	31.74	26.97	4.16	5.56
法国	21.39	13.43	16.08	1.79	1.3
英国	17.45	8.88	12.39	2.6	0.78
美国	114.25	30.04	46.64	18.38	7.7
日本	40.45	16.51	16.01	9.75	13.02

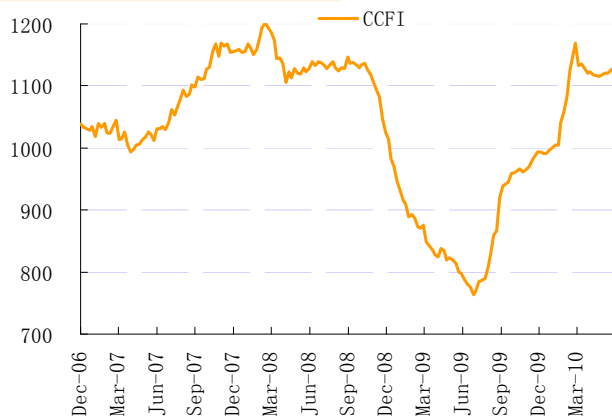
数据来源：CEIC，湘财证券研究所

人民币升值路演。 随着近期美元指数上涨，尤其美元兑欧元汇率的上升，人民币兑欧元已累计升值超过 14%。这对正在压缩开支的欧洲来讲，中国的产品显得趋于昂贵，我们有理由相信人民币兑欧元的升值会增加我国对欧出口压力。长期来看，人民币兑美元升值似乎不可避免，我们对南方出口压力增加对集装箱恢复趋势表示担忧。

除了人民币升值外，南方产业面临的挑战依然严峻。 近期深圳富士康工厂出现的令人惋惜的系列自杀事件反映了南方出口部门人力成本已经到达临界点，濒临崩溃的出口部门可能面临长期的调整趋势。这或表明南方集装箱增长将长期乏力。

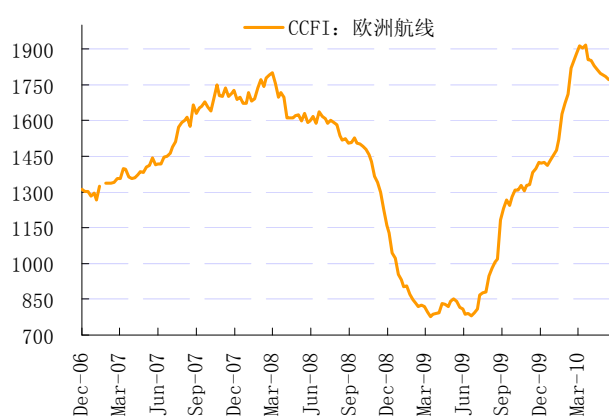
总体来看，全球集装箱运输需求会随着全球经济增长而提升，但尤其是中国集装箱出口似乎面临着更多的压力。此外，**近期非常低迷的订单似乎表明投资人对集运前景也并不看好。**

图 28 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 综合指数



数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

图 29 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 欧洲航线



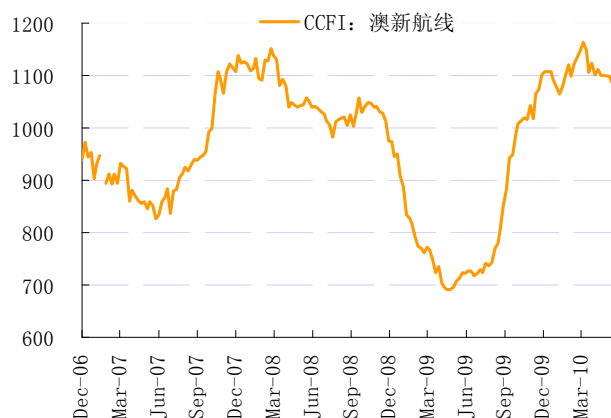
数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

图 30 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 美西航线



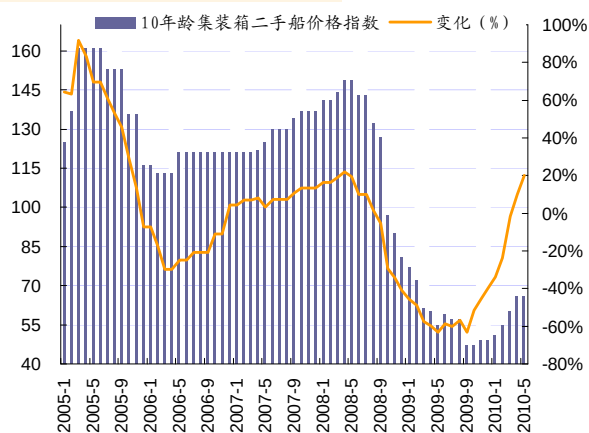
数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

图 31 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 澳新航线



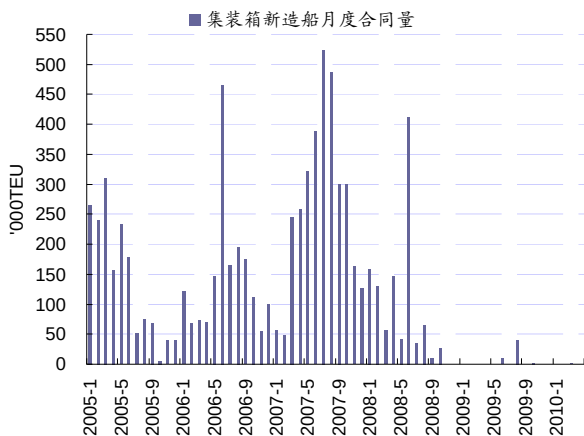
数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

图 32 10 年集装箱二手船价格指数及变化趋势



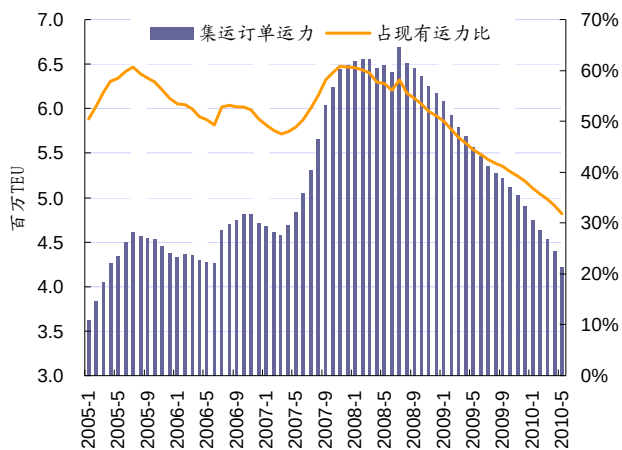
数据来源: 克拉克森, 湘财证券研究所

图 33 集运新造船月度合同量



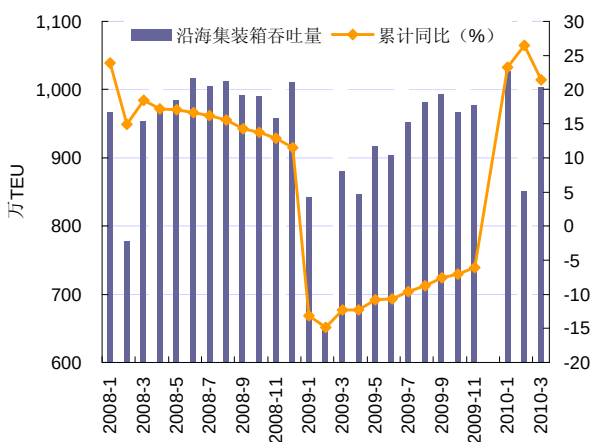
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 35 集运订单运力及占运力比



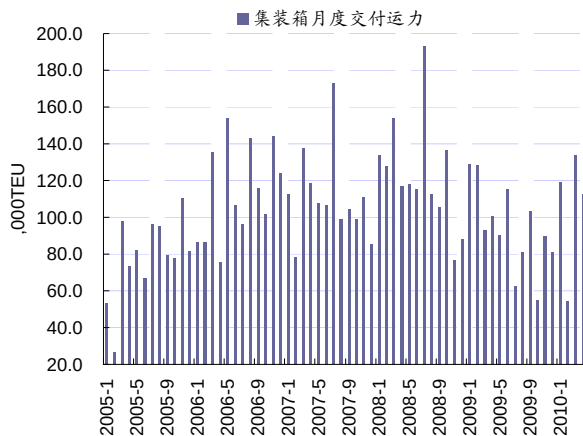
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 37 沿海港口集装箱吞吐量



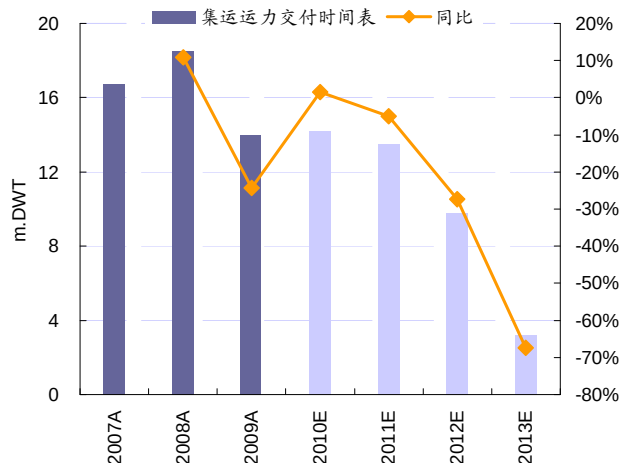
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 34 集运运力月度交付量



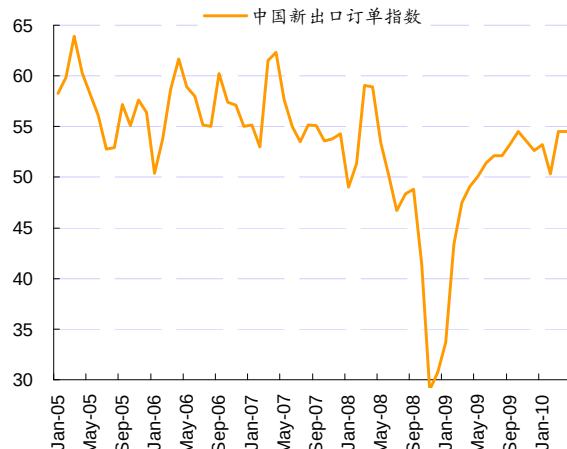
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 36 集运新运力交付预测



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

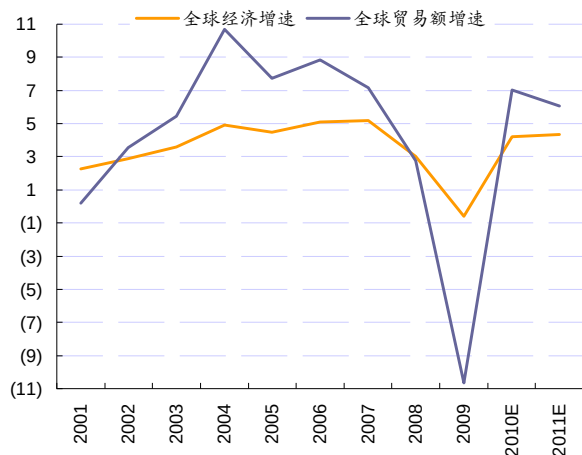
图 38 中国新出口订单指数



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

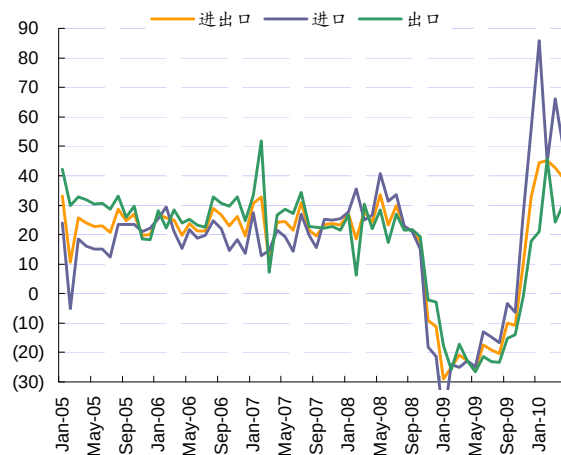
宏观经济和燃油

图 39 全球经济和贸易额增速



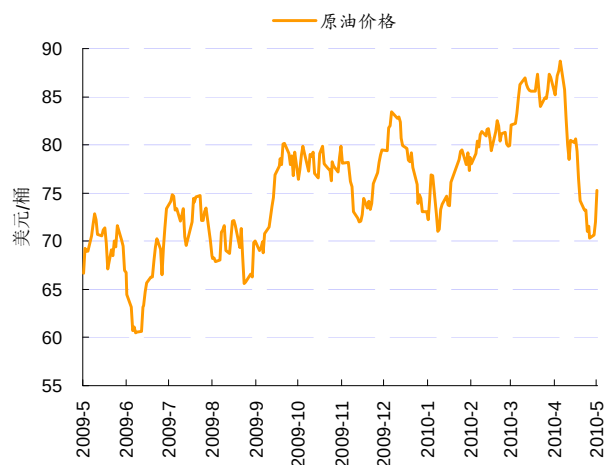
数据来源：IMF，湘财证券研究所

图 40 中国进出口增速



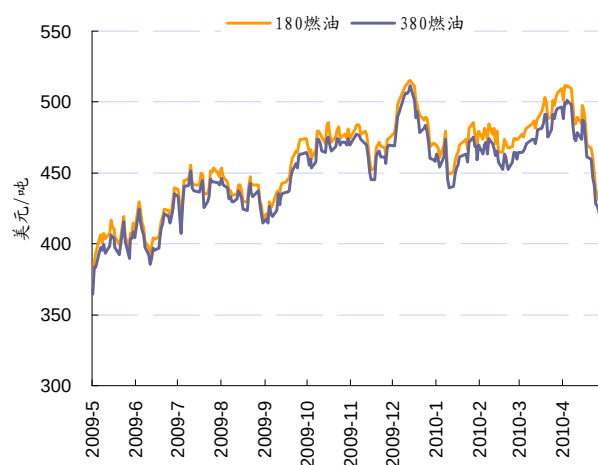
数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 41 原油价格走势



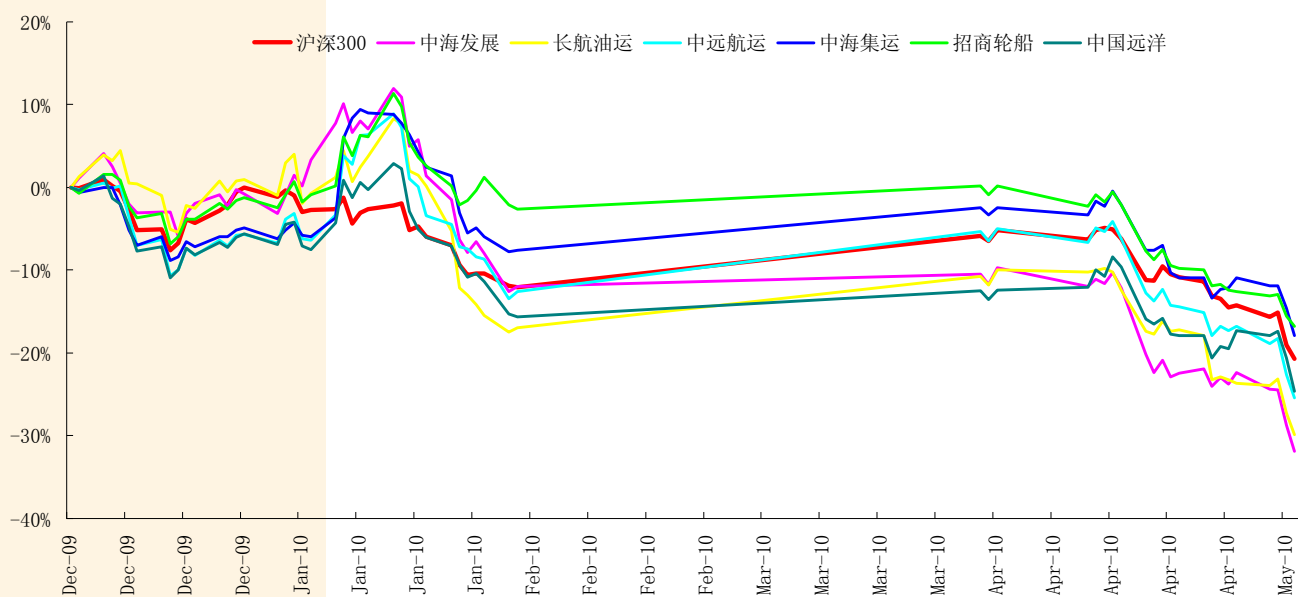
数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 42 180#和 380#燃油价格



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 43 主要航运股 60 交易日市场表现



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。