

湘财证券研究所

交通运输行业-航运业

刘正

Tel: 021-68634510-8078

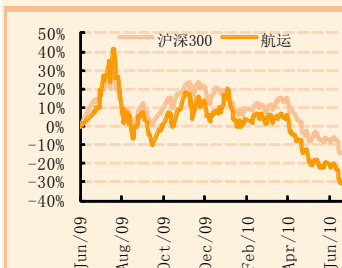
E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

行业指数市场表现



主要观点

□ 依据经济和航运历史周期经验判断，2010年为航运业底部

最近的5次航运周期底部均滞后全球经济底部一年。如果以此经验判断，2009年全球经济增速明显是一个低点，则2010年将为航运业的底部。从目前油运和干散货海运业发展趋势分析，这一判断有望成为现实。

□ 来自供给方面的某些信号亦能证明2010年为航运业底部

从新船订单量角度分析，新船年订单量总先于航运业底部一年见底。而2010年前5各月的订单量已经达到2009年的七成以上，全年超过2009年的概率很大，因此从该角度分析2010年亦是航运业底部。此外，底部的前后旧船拆船量总是高峰，2009年的拆船量居历史上第二高位，从侧面表明了底部的来临。

□ 需求增速的提升将促行业出现1-2年的上升周期

根据4月份IMF的数据，全球经济有望在未来两年出现加速增长，而海运需求在全球经济进一步恢复时会以更快的速度增长，因此，航运业在2010年见底后有望出现1-2年的上升周期。且根据航运周期顶峰与全球经济高点一致的经验进行判断，在全球经济未见高点前，航运业上升周期不会结束。

□ 干散货海运需求仍被长期看好

过去的40多年时间里，干散货海运需求相对工业生产更富有弹性，且增速在金融危机前出现了加速的迹象。而相对于干散货海运需求的高增长，油运需求增长乏力。未来，在新能源不断出现和更加注重低碳的背景下，我们仍长期看好干散货海运需求的增长。

□ 投资建议

本专题主要从全球经济波动、航运业供需特征及周期变化特点角度论证了2010年航运业处于周期最底部的观点，并提出了在需求的驱动下行业将进入1-2年的上升周期的判断。因此，我们的判断并不表明今日或明日就是行业和股价的最低点，但给出了一个方向，那就是以年为级别的行业转折即将来临，这个角度则支撑了买入航运股的投资建议。

□ 风险提示

我们的主要判断和投资建议主要基于历史经验和对未来两年全球贸易好转的良好预期作出的。但每一次新航运周期都有其独有的特点，请注意由此带来的投资风险。

目 录

1、航运历史周期经验预示 2010 年为底部	4
1.1 航运底部总滞后经济底部一年，以此判断 2010 年为航运业底部	4
1.2 但航运周期的顶峰却与经济增速的高点一致	4
1.3 干散货航运市场的疲软或是形成 2010 年航运周期底部的主要因素	5
1.3.1 油运市场再遇重大不确定性	5
1.3.2 干散货运输市场料将疲于上年	7
2、需求加速驱动行业进入 1-2 年上升周期	8
2.1 国际贸易相比全球经济更具有波动性，这种趋势在经济上升初期更明显	8
2.2 运费的向上波动幅度可能超出预期	9
3、非油品货种的需求周期特征更加明显，增速更快	10
4 周期底部时的供需特征：主要为需求增速的相对下滑 ...	12
5 供给方面已现周期底部的信号	13
5.1 新船年订单量总先于运费一年见底，而 2009 年为新船订单一个低谷	13
5.2 底部时船舶拆解达到高峰，2009 年已是历史第二高位	14
6 紧扣周期特征投资收益显著	14
6.1 行业上升周期中投资回报显著	14
6.2 投资建议	15
6.2.1 未来中国的航运业将与全球市场趋于一致	15
6.2.2 不知何日为最低谷，但大转折并不遥远	16

图表目录

图 1 经济周期和航运周期（海运费提前一年）	4
图 2 经济周期和航运周期	5
图 3 油运年度加权平均运费	6
图 4 我国原油进口量趋于下滑	6
图 5 全球粗钢产量恢复状况良好	7
图 6 但中国的铁矿石进口动力消失	7
图 7 波罗的海干散货运费指数（BDI）已明显低于上年同期水平.....	7
图 8 固定资产投资本年新开工项目计划总投资额累计同比趋于下滑.....	8
图 9 全球经济增速和贸易增速	9
图 10 油运年度加权平均运费	10
图 11 干散货（含集运）周转量增速	11
图 12 油运周转量增速	11
图 13 油运和干散货运输需求增长趋势	11
图 14 非油品货物海运的历史供需状况	12
图 15 原油和成品油海运的历史供需状况	13
图 16 原油和成品油海运的历史供需状况	13
图 17 行业底部时船舶拆解达到高峰	14
图 18 航运上升周期各子行业股票升幅和时间	15
图 19 波罗的海干散货航运指数（BDI）和A股航运指数	16
 表 1 干散货航运周期特点	 10
表 2 干散货航运周期底部的供需特点	12
表 3 国际集运公司上升周期股票平均涨幅	15
表 4 航运业历史供需表	17

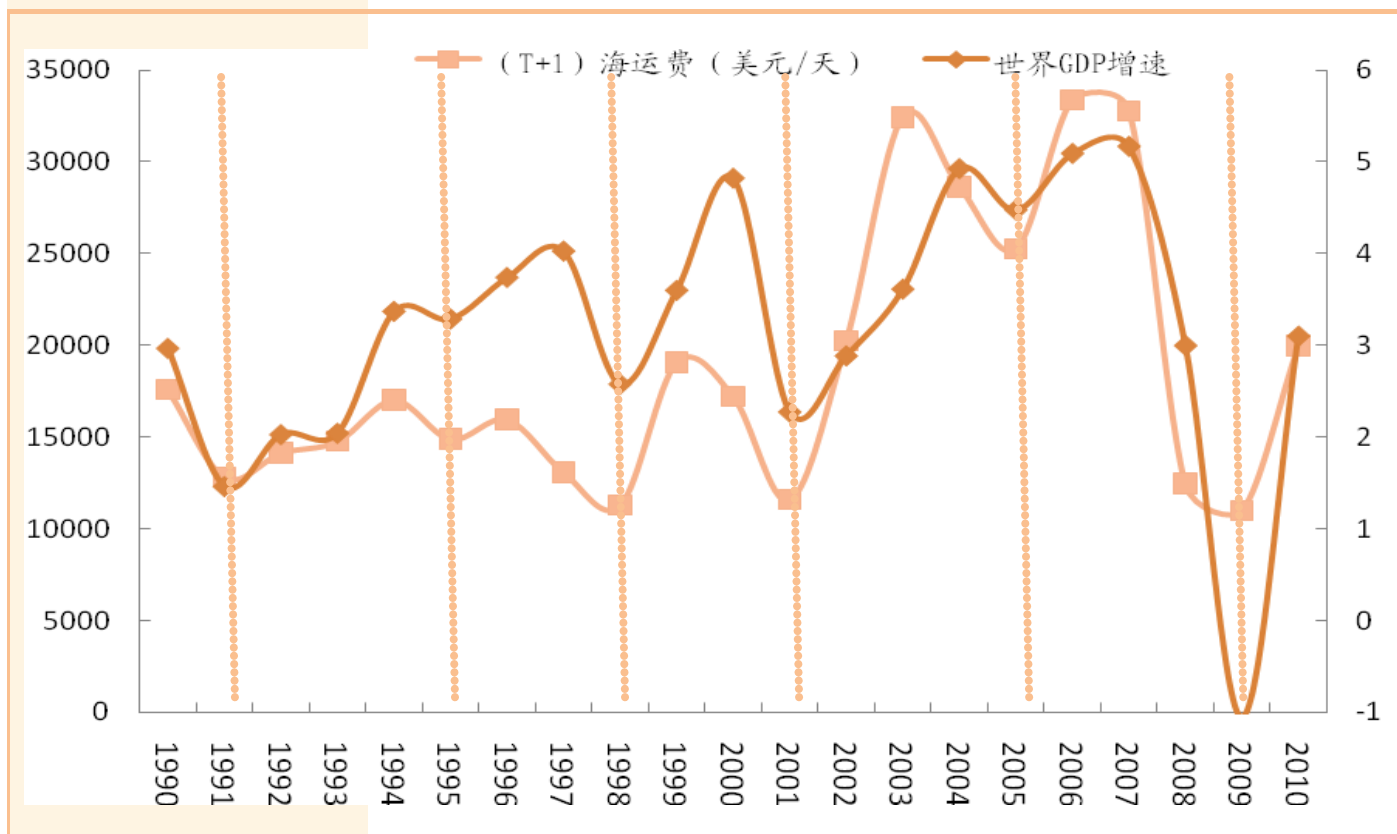
1、历史航运周期经验预示 2010 年为底部

1.1 航运底部总滞后经济底部一年，以此判断 2010 年为航运业底部

1990 年以来，全球航运业共形成 5 次航运周期，平均周期大致为 4 年。值得关注的是，从可观察到的数据即 1992 年航运周期的第一个底部算起，至 2006 年的第 5 个底部，均滞后世界经济周期底部一年（见图 1，该图为年度航运综合运费平均水平前置一年与世界经济增速的拟合图）。

以此标准判断，如果 2009 年为世界经济增速的底部，我们有理由相信 2010 年为航运行业的周期底部。此后的 2011 年起有望在世界经济增速上升推动下进入上升周期。

图 1 经济周期和航运周期（海运费提前一年）



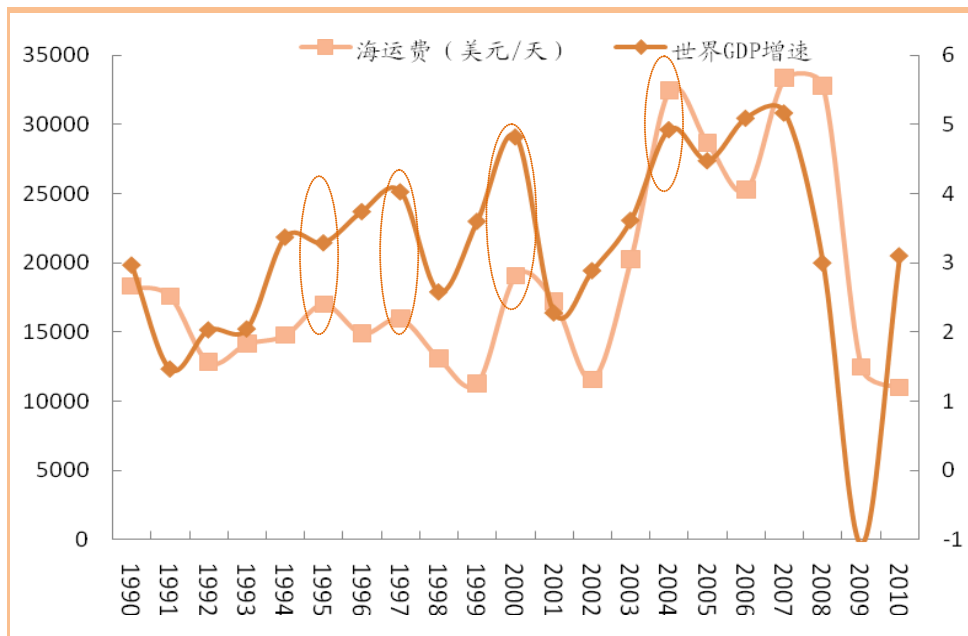
数据来源：克拉克森，IMF，湘财证券研究所

1.2 但航运周期的顶峰却与经济增速的高点一致

从航运周期和全球经济周期的时间序列观察，如图 2，可以观察到的最近航运周期 4 个顶峰与世界经济增速的高点完全一致，并不存在滞后的情况，但 1995 年的那个周期顶峰是个例外，滞后经济高点一年。

以此标准判断，在全球经济增速未达到下个相对高点前，航运业的下个上升周期不会见顶。

图 2 经济周期和航运周期



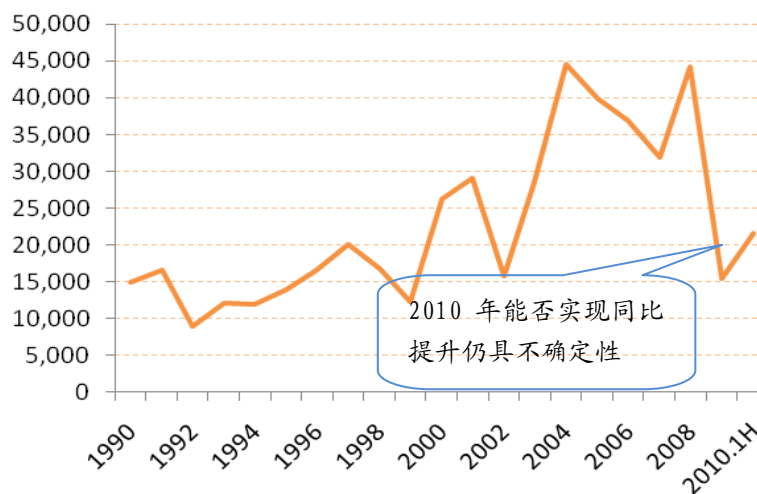
数据来源：克拉克森，IMF，湘财证券研究所

1.3 干散货航运市场的疲软或是形成 2010 年航运周期底部的主要因素

1.3.1 油运市场再遇重大不确定性

根据克拉克森的数据，2010 年上半年油运加权平均 TCE 水平为 2.15 万美元/天，比 2009 年同期提升了仅 17%。如果下半年油运市场表现差于 2009 年下半年，全年能否实现提升存有疑问。

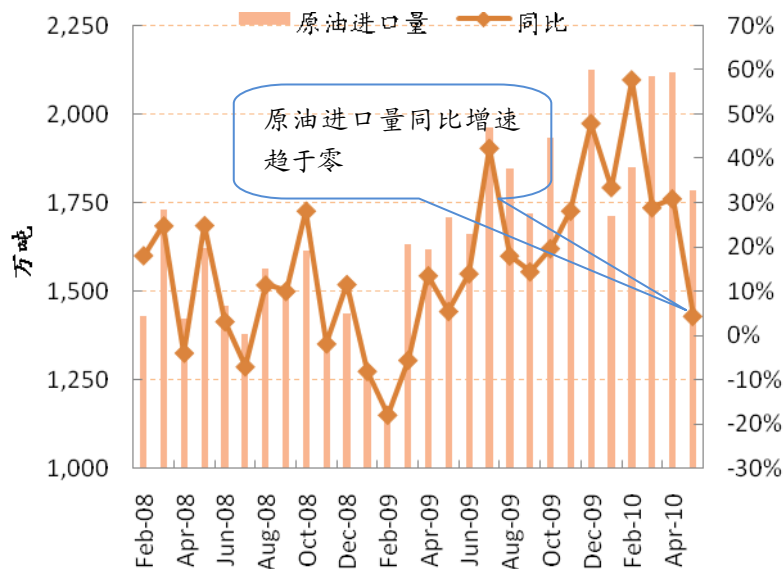
图 3 油运年度加权平均运费



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

我们对下半年油运市场整体的判断较为悲观，原因是，油运市场的增量主要来自亚洲的需求，尤其是中国的需求。但中国引擎熄火之后，油运需求增长动力缺乏。无论欧美需求，还是中国需求，均无法带来惊喜。关于油运市场的分析我们将在随后的报告中详细阐述。

图 4 我国原油进口量趋于下滑



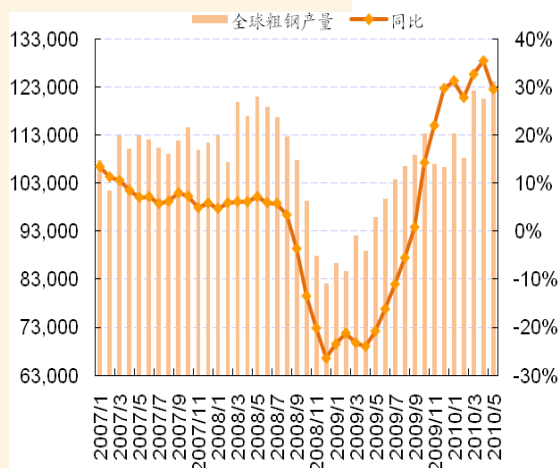
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

尽管长期来看我们并不看好油运市场，但如果全球经济能够在 2011 年显著复苏，我们仍然有理由相信油运市场也能够走上上升周期。

1.3.2 干散货运输市场料将疲于上年

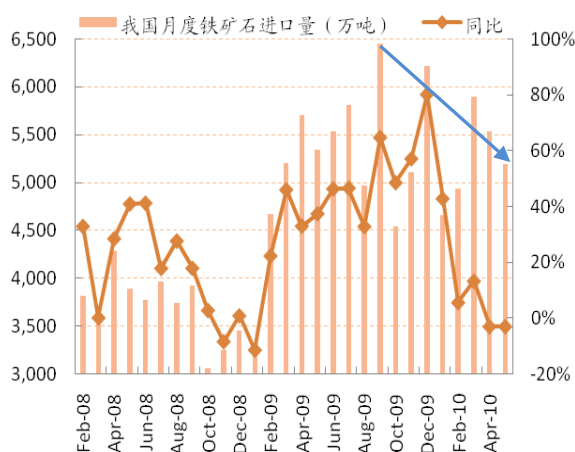
虽然全球钢铁产量不断回升，但中国动力的陡然消失令干散货航运市场增压。5月全球粗钢产量创出历史新高，对以铁矿石为主的干散货海运需求增长形成支撑，但这种恢复趋势正在面临挑战。因为占全球铁矿石海运量近70%的中国铁矿石进口量正从高点连续下滑。

图 5 全球粗钢产量恢复状况良好



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

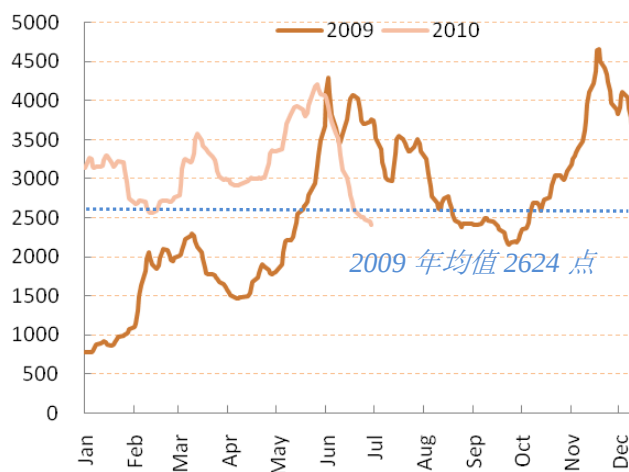
图 6 但中国的铁矿石进口动力消失



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

而我国煤炭进口量环比的下降也进一步表明我国对干散货海运需求的增量贡献正趋于下降。这对干散货航运市场绝对是非常不利的因素，从近期运费的走势亦能得到判断。

图 7 波罗的海干散货运费指数（BDI）已明显低于上年同期水平

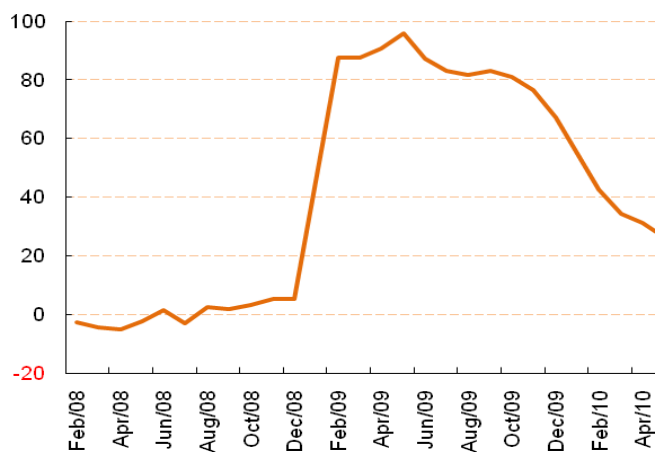


数据来源：彭博社，湘财证券研究所

因此考虑到中国未来投资增速的（见图 8）下滑及对世界经济的拖累，以及欧洲经

济的不明朗,干散货运输需求的增长在下半年仍然较为乏力。我们有理由担忧 2010 年的干散货航运市场表现,有一定的可能性差于 2009 年。

图 8 固定资产投资本年新开工项目计划总投资额累计同比趋于下滑



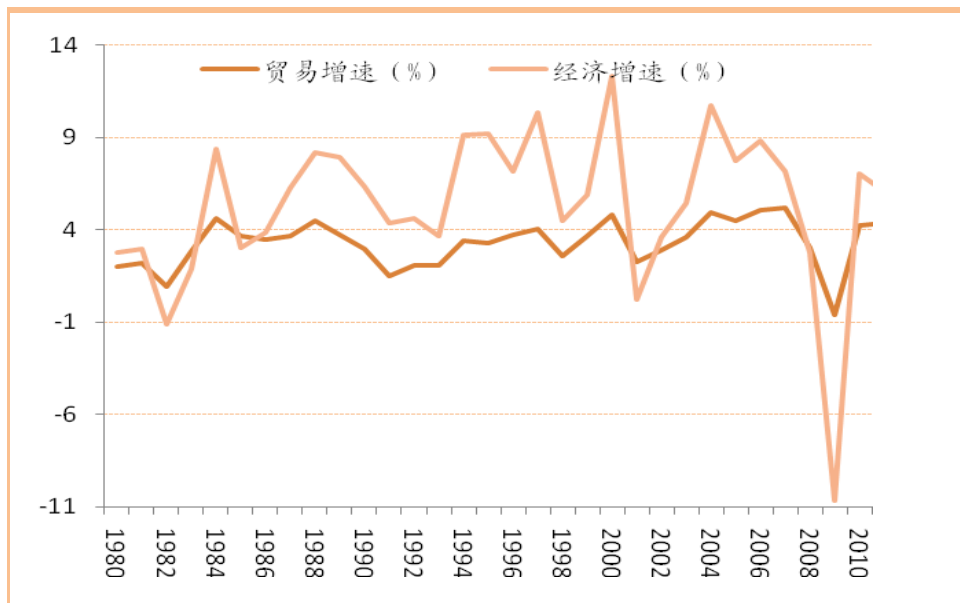
数据来源: WIND 资讯, 湘财证券研究所

2、需求加速驱动行业进入 1-2 年上升周期

2.1 国际贸易相比全球经济更具有波动性, 这种趋势在经济上升初期更明显

我们通过对近 30 年来全球经济增长和贸易增速的分析得出如下结论: 1) 贸易增速在正常年份均高于全球经济增长, 例外情况是, 经济增长遭受冲击时国际贸易下滑更加严重; 2) 国际贸易波动明显大于经济波动, 波动幅度平均为经济波动幅度的 2.3 倍; 3) 世界经济严重衰退后的恢复阶段, 国际贸易增速更快; 4) 世界经济和国际贸易从底部回升的那一年往往是航运周期的底部。

图 9 全球经济增长和贸易增速



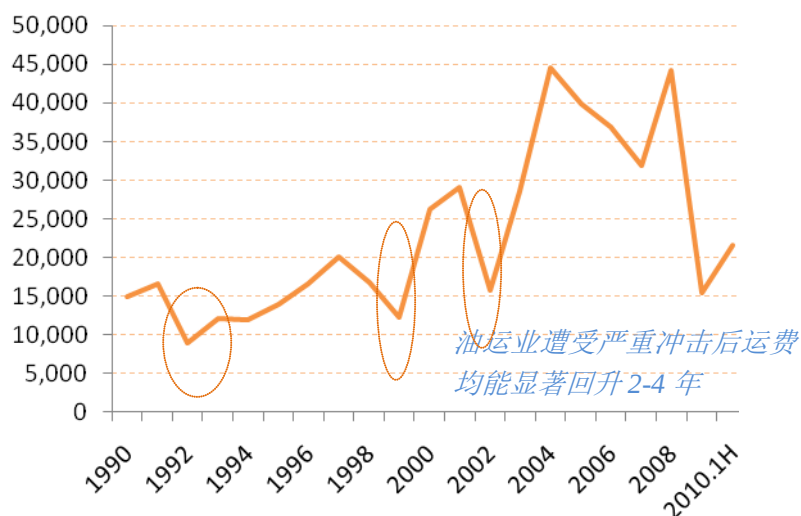
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

如果根据 4 月份 IMF 的最新预测，2011 年和 2012 年全球经济增长能够分别实现 4.34% 和 4.46% 的增长，我们则预判国际贸易能够实现 8% 和 9% 左右的增速，即国际贸易会在 2010 年的基础上出现加速增长的态势。这对于航运业来讲，是刺激航运市场进入上升周期的关键因素。**我们的初步判断是，航运业将随着需求的加速增长出现 1-2 年的上升周期。**

2.2 运费的向上波动幅度可能超出预期

航运需求由低谷上升时，容易带来运费的显著上升。以油运业为例，在行业出现低谷的 1992 年、1999 年和 2002 年之后，油运运费均出现了大幅度的回升，回升幅度为 37-125%，且均能出现 2-4 年的回升周期。

图 10 油运年度加权平均运费



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

以干散货为例，近 20 年来海上干散货运输业共经历了 5 次大周期，其中，5 次下行周期租金水平平均跌幅 61%，上行周期租金水平涨幅平均为 284%，以 2005-2008 年间由中国铁矿石进口引发的干散货航运周期最为景气，干散货平均日租金涨幅为 460%。

表 1 干散货航运周期特点

下行周期	日租金范围 (美元/天)	周期长度 (月)	下降幅度	上行周期	日租金范围 (美元/天)	周期长度 (月)	上升幅度
1991.6-1992.10	10,640 6,301	16	41%	1992.11-1995.5	6,301 13,815	30	119%
1995.6-1999.2	13,815 5,079	44	63%	1999.3-2000.10	5,079 10,067	19	98%
2000.11-2002.7	10,067 6,004	20	40%	2002.8-2004.11	6,459 36,013	27	400%
2004.12-2005.8	36,013 12,316	9	66%	2005.9-2008.4	12,316 68,871	27	460%
2008.5-2008.12	68,871 4,770	7	93%	2009.1-2009.11	4,770 21,224	11	345%
平均		19	61%			23	284%

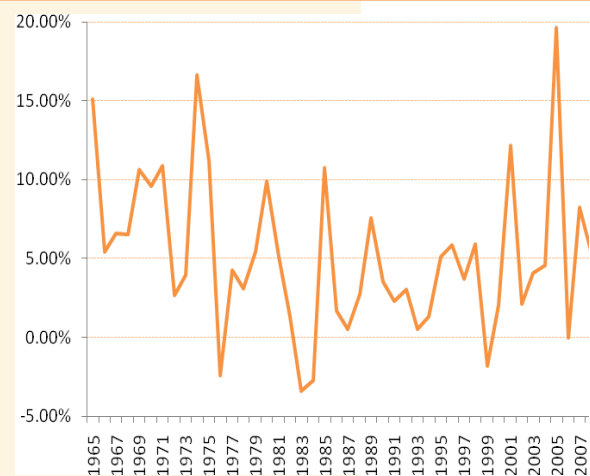
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

3、干散货的需求周期特征更加明显，增速更快

从需求的周期性来看，干散货的海上运输周转量增速具有明显的周期性特征，且增速为负的年份非常有限。而油运的需求周期乏善可陈，需求的增速大部分时间

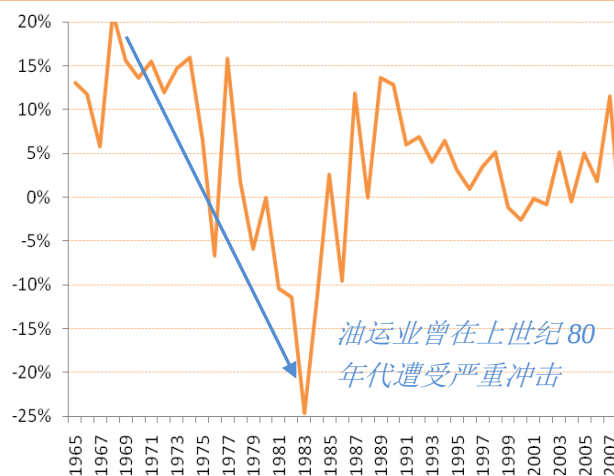
里处于 5% 以下，甚至在 1980 年前后出现了严重的倒退。

图 11 干散货（含集运）周转量增速



数据来源：联合国贸发委，湘财证券研究所

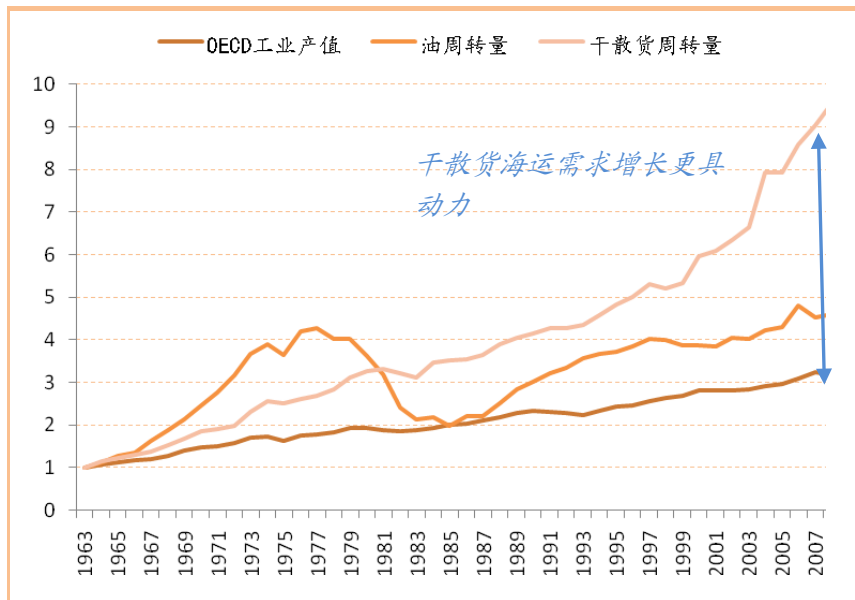
图 12 油运周转量增速



数据来源：联合国贸发委，湘财证券研究所

展望未来，我们认为非油品的海运需求量仍将保持明显的周期性波动特征，且增长速度保持在较快的水平。从其需求增长趋势来看，相对 OECD 的工业增速更具有弹性，从 1963 年起至 2008 年间，干散货海运需求的指数已经是工业指数的近 3 倍，而油运需求指数仅为 1.5 倍。且过去的 10 年，干散货海运需求的指数斜率变得更陡，而油运却变得平滑，表明国际海运需求的增长在货种方面出现了分化。

图 13 油运和干散货运输需求增长趋势

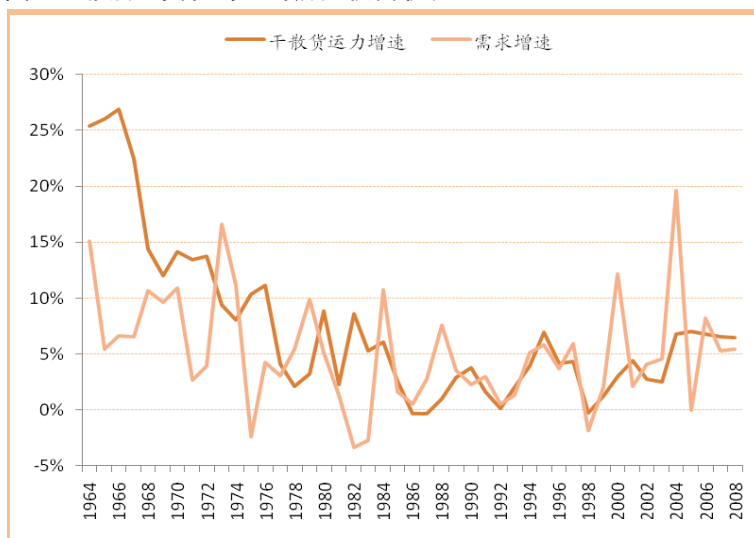


数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

4 周期底部时的供需特征：主要为需求增速的相对下滑

以非油品货物海运需求和供给情况来看，非常明显的特征是海运业底部均表现为当年需求相对增速的明显下滑。但供给的增长速度在 2005 年出现了上升，此前的 1992 年、1996 年、1998 年和 2001 年均均为下滑。不过，值得关注的是，最近的四次底部仍然体现出供需在决定运费时的作用，因为供给增长速度大于需求增长速度。

图 14 非油品货物海运的历史供需状况



数据来源：联合国贸发委，克拉克森，湘财证券研究所

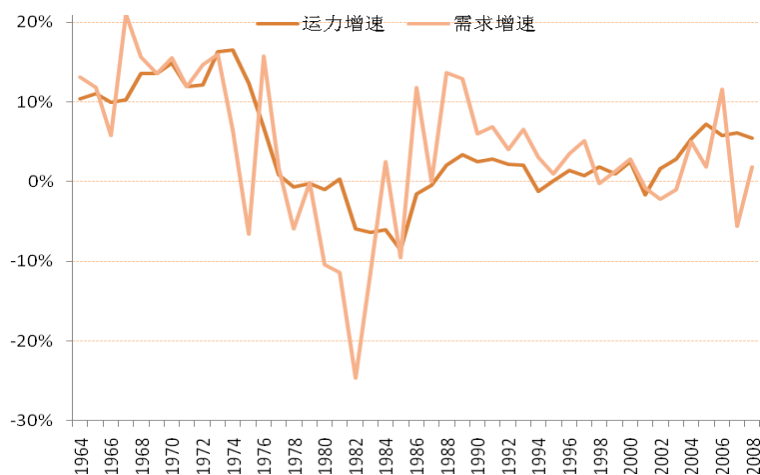
表 2 干散货航运周期底部的供需特点

年份	需求相对增速	运费下滑程度	供给增速	需求增速	供需差
1992	-2.49%	-22.56%	0.09%	0.52%	-0.43%
1996	-2.11%	-33.74%	4.18%	3.73%	0.45%
1998	-7.75%	-21.83%	-0.27%	-1.81%	1.54%
2001	-10.07%	-12.19%	4.38%	2.11%	2.27%
2005	-19.65%	-21.86%	7.00%	-0.04%	7.04%

数据来源：克拉克森，联合国贸发委，湘财证券研究所

油运业底部时的供需特征同样证明上述的判断，行业低迷时均是需求相对增速的下滑。值得注意的是，油运力的供给在 1977-2003 年近 30 年的时间里均保持较低的增速，甚至多个年份出现了明显的负增长。这也是油运需求增长乏力的表现，在当今新能源不断出现、注重低碳的情况下，我们依然不看好油运业的长期增长前景。

图 15 原油和成品油海运的历史供需状况



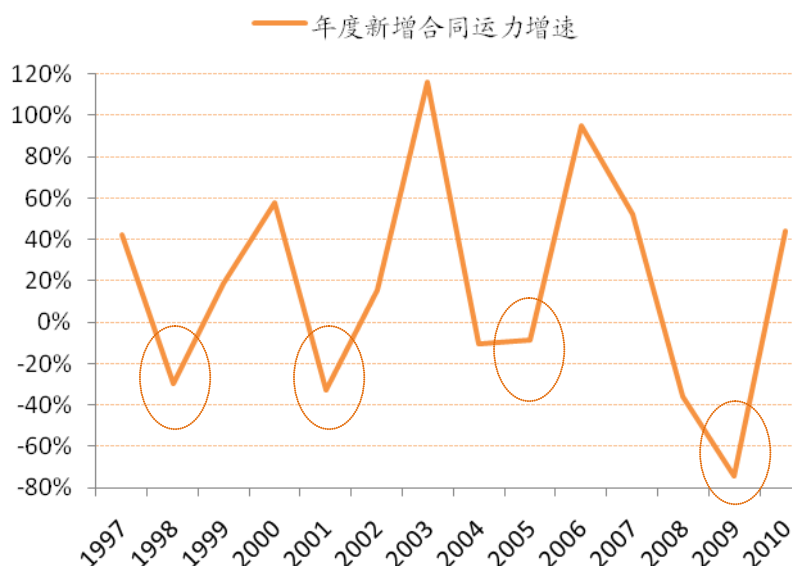
数据来源：联合国贸发委，克拉克森，湘财证券研究所

5 供给方面已现周期底部的信号

5.1 新船年订单量总先于运费一年见底，而 2009 年为新船订单一个低谷

根据新船年合同量分析，近 10 余年的数据均表明新船合同量总先于行业周期的底部一年见底。以过去 5 个月的数据看，合同运力已达 3348 万载重吨，占 2009 年全年的比例为 72%，因此全年合同量超过上年的可能性非常大。**这个规律或进一步说明 2010 年将是行业的一个底部。**

图 16 原油和成品油海运的历史供需状况

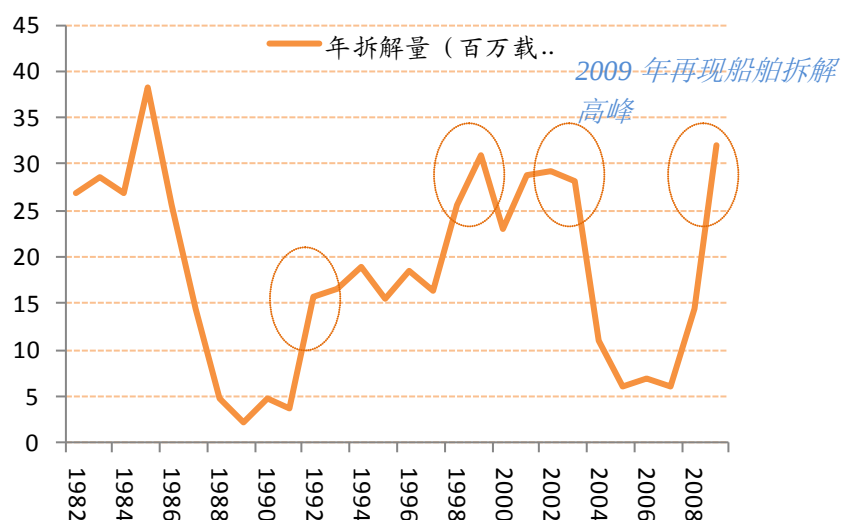


数据来源：联合国贸发委，克拉克森，湘财证券研究所

5.2 底部时船舶拆解达到高峰，2009 年已是历史第二高位

我们对历史上的拆船量进行了统计分析，存在的规律非常明显，行业高涨时，拆船量下滑，低迷时拆船量增加。根据过去行业几次底部的特征看，当年的船舶报废量均处于 3000 万载重吨上下。2009 年，船舶拆解量 3210 万载重吨，仅次于 1985 年的拆船量。

图 17 行业底部时船舶拆解达到高峰



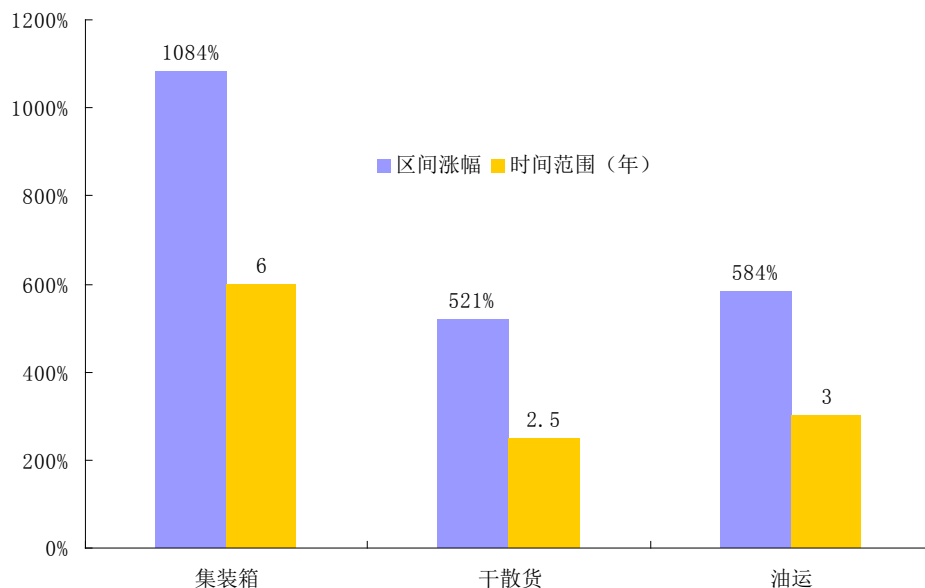
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

6 紧扣周期特征投资收益显著

6.1 行业上升周期中投资回报显著

我们对近 10 年最大上升周期进行了统计分析，分别发现国际主要集运公司在 6 年时间里平均最大涨幅近 11 倍，而干散货运输航运公司在 2 年半时间里涨幅 521%，油运在大约 3 年的时间里最大涨幅 584%，年平均涨幅分别为 180%、260%和 195%。

图 18 航运上升周期各子行业股票升幅和时间



数据来源：湘财证券研究所

我们统计了 9 家集运上市公司，包括马士基、阳明、长荣和韩进海运等，自 1993 年以来的 4 次集运股票上升周期中，2001 年至 2007 年间涨幅最大，超过 10 倍，持续时间也最长，达到 6 年。年平均收益看，1993~1995 年年平均涨幅最小，为 60%。理论上讲，对航运周期的准确把握将能获得较好的投资回报。

表 3 国际集运公司上升周期股票平均涨幅

时间区间	上涨周期	累计收益率	年平均收益
1993.1Q-1995.1Q	8	119%	60%
1998.3Q-1999.2Q	4	88%	88%
2001.3Q-2007.3Q	24	1084%	181%
2008.4Q-2010.1Q	5	115%	92%

数据来源：湘财证券研究所

6.2 投资建议

6.2.1 未来中国的航运业将与全球市场趋于一致

2006 年之前，A 股航运指数与 BDI 指数相关程度较低。我们认为主要原因是那时 A 股航运股从事国际运输的上市公司较少，受国际运费变动影响较低。2006 年之后，随着中国远洋、招商轮船、中海集运的上市，航运股与国际运输市场关联程度提高，形成运费指数与股价同步的现象。2006 年 6 月至今，航运股走势变化与 BDI

指数变化的相关系数为 0.79。

图 19 波罗的海干散货航运指数（BDI）和 A 股航运指数



数据来源：湘财证券研究所

6.2.2 不知何日为最低谷，但大转折并不遥远

本专题主要从全球经济波动、航运业供需特征及周期变化特点角度论证了 2010 年航运业处于周期最底部的观点，并提出了在需求的驱动下行业将进入 1-2 年的上升周期的判断。因此，我们的判断并不表明今日或明日就是行业和股价的最低点，但给出了一个方向，那就是以年为级别的行业转折即将来临，这个角度则支撑了买入航运股的投资建议。

我们的两个主要判断和投资建议主要基于历史经验和对未来两年全球贸易好转的良好预期作出的。但并没有从更多的角度去分析未来航运业可能发生的趋势，我们将以更多的视角为大家解读航运业的发展规律和发展趋势，敬请关注！

表 4 航运业历史供需表

年份	油运力	油运需求	干散货运力·散货海运需求		增速			
	百万DWT	10亿吨海里	百万DWT	10亿吨海里	油运力	干散货运力	油运需求	干散货运输需求
1963	67.30	2,450	17.10	2,250	8.32%	12.87%		
1964	72.90	2,770	19.30	2,590	10.43%	25.39%	13.06%	15.11%
1965	80.50	3,096	24.20	2,730	11.06%	26.03%	11.77%	5.41%
1966	89.40	3,276	30.50	2,910	9.96%	26.89%	5.81%	6.59%
1967	98.30	3,968	38.70	3,100	10.27%	22.48%	21.12%	6.53%
1968	108.40	4,589	47.40	3,430	13.56%	14.35%	15.65%	10.65%
1969	123.10	5,213	54.20	3,760	13.57%	11.99%	13.60%	9.62%
1970	139.80	6,022	60.70	4,170	14.88%	14.17%	15.52%	10.90%
1971	160.60	6,740	69.30	4,280	11.89%	13.42%	11.92%	2.64%
1972	179.70	7,730	78.60	4,450	12.08%	13.74%	14.69%	3.97%
1973	201.40	8,962	89.40	5,190	16.29%	9.40%	15.94%	16.63%
1974	234.20	9,537	97.80	5,770	16.48%	8.08%	6.42%	11.18%
1975	272.80	8,904	105.70	5,630	12.39%	10.31%	-6.64%	-2.43%
1976	306.60	10,308	116.60	5,870	6.72%	11.15%	15.77%	4.26%
1977	327.20	10,491	129.60	6,050	0.83%	4.09%	1.78%	3.07%
1978	329.90	9,870	134.90	6,380	-0.70%	2.08%	-5.92%	5.45%
1979	327.60	9,862	137.70	7,010	-0.24%	3.20%	-0.08%	9.87%
1980	326.80	8,835	142.10	7,370	-1.04%	8.87%	-10.41%	5.14%
1981	323.40	7,825	154.70	7,469	0.28%	2.26%	-11.43%	1.34%
1982	324.29	5,893	158.19	7,217	-5.94%	8.62%	-24.69%	-3.37%
1983	305.03	5,230	171.82	7,022	-6.35%	5.25%	-11.25%	-2.70%
1984	285.67	5,363	180.84	7,778	-6.06%	6.08%	2.54%	10.77%
1985	268.35	4,853	191.85	7,908	-8.61%	2.62%	-9.51%	1.67%
1986	245.24	5,426	196.87	7,951	-1.55%	-0.33%	11.81%	0.54%
1987	241.43	5,425	196.22	8,170	-0.50%	-0.33%	-0.02%	2.75%
1988	240.23	6,165	195.58	8,790	2.01%	0.97%	13.64%	7.59%
1989	245.05	6,960	197.47	9,100	3.33%	2.92%	12.90%	3.53%
1990	253.21	7,376	203.23	9,310	2.53%	3.80%	5.98%	2.31%
1991	259.62	7,884	210.95	9,590	2.85%	1.61%	6.89%	3.01%
1992	267.02	8,199	214.36	9,640	2.12%	0.09%	4.00%	0.52%
1993	272.69	8,731	214.56	9,770	2.05%	2.06%	6.49%	1.35%
1994	278.28	9,001	218.98	10,271	-1.27%	3.94%	3.09%	5.13%
1995	274.75	9,086	227.61	10,870	0.04%	6.92%	0.94%	5.83%
1996	274.87	9,403	243.36	11,275	1.40%	4.18%	3.49%	3.73%
1997	278.71	9,880	253.54	11,945	0.79%	4.32%	5.07%	5.94%
1998	280.91	9,859	264.48	11,729	1.82%	-0.27%	-0.21%	-1.81%
1999	286.02	9,985	263.77	11,970	0.97%	1.21%	1.28%	2.05%
2000	288.79	10,265	266.96	13,428	2.45%	2.96%	2.80%	12.18%
2001	295.86	10,179	274.85	13,712	-1.67%	4.38%	-0.84%	2.11%
2002	290.91	9,950	286.91	14,274	1.57%	2.74%	-2.25%	4.10%
2003	295.49	9,850	294.78	14,928	2.82%	2.51%	-1.01%	4.58%
2004	303.82	10,340	302.17	17,856	5.38%	6.76%	4.97%	19.61%
2005	320.17	10,527	322.59	17,849	7.21%	7.00%	1.81%	-0.04%
2006	343.26	11,741	345.16	19,317	5.80%	6.76%	11.53%	8.22%
2007	363.16	11,084	368.48	20,341	6.13%	6.55%	-5.60%	5.30%
2008	385.41	11,292	392.60	21,454	5.49%	6.43%	1.88%	5.47%
2009	406.58	10,840	417.84	20,381	7.19%	10.01%	-4.00%	5.00%

数据来源：克拉克森，联合国贸发委，湘财证券研究所整理

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。