

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

□ 干散货海运市场再寻底，警示造船冲动

6月我国铁矿石进口量同比下滑15%，环比下降9%，而在干散货海运需求疲软之外，运力供给异常放大，自2009年6月进入交付高峰以来，累积交付量超过6400万载重吨。供需的再次失衡导致BDI指数再寻底，目前已经接近1910点。展望下半年仍不容乐观，运费指数可能运行在上年同期水平的下方，全年平均运费或低于上年。运费的再探底是对近几个月干散货新船订单量大增的警示，有利于降低未来行业复苏时的运力供给压力。

□ 美西航线表现良好，拉动CCFI上升，但可能已触及天花板

中国出口集装箱运价指数（CCFI）在美西航线的拉动下接近历史最高位，但我们判断这一水平已触及天花板。作出这样判断的主要原因是：1）中国的新出口订单指数回落至51.7，环比回落两个百分点，预示着未来一段时间出口或将不那么强劲；2）欧债危机对欧洲的需求的影响，如政府支出的下降和工资水平下滑带来的消费挤出，将会有所显现；3）运费的上升刺激船东加大投放运力力度。

□ 6月中美原油进口量数据较佳，但上半年油运运力增长2.53%

6月的第三周美国日均原油进口量1年来首次超过1000万桶，达到1011万桶，且我国6月原油进口量创历史月度进口量最高，为2227万吨，同比增长34%。但上半年运力依然增长了2.53%，并没有出现负增长，我们的判断是这种增长趋势仍将延续。对下半年平均运费的判断是总体上要差于上半年。

□ 投资建议

考虑到BDI指数可能将在未来不算长的时间里完成探底，且集运虽然未出现探底动作，但相信下半年可能的下行已经在预期中反映。如果如我们在此前的研究报告中指出的那样，2010年是航运业底部，那么目前是不错的配置机会。我们建议逐渐买入航运股，中海发展（600026.SH）、中远航运（600428.SH）和招商轮船（601872.SH）依然是首选。

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)	2010/7/9	1,902	-16.58%	-42.15%	-39.43%	-48.64%	2,041	2,506	3,112
好望角型运费指数 (BCI)	2010/7/9	2,102	-19.98%	-12.78%	-49.92%	-70.12%	2,320	2,890	4,321
巴拿马型运费指数 (BPI)	2010/7/9	1,944	-20.56%	-42.16%	-49.15%	-32.22%	2,110	2,779	3,366
超级灵便型运费指数 (BSI)	2010/7/9	1,817	-8.92%	-24.61%	-18.30%	3.83%	1,882	2,115	2,244
重要铁矿石航线海运费									
巴西-北仑/宝山 (BCI-C3)	2010/7/8	17	-21.46%	-43.32%	-36.55%	-63.02%	20	23	31
西澳-北仑/宝山 (BCI-C5)	2010/7/8	7	-11.59%	-38.66%	-32.66%	-63.72%	8	9	12
沿海散货运价指数 (CCBFI)									
综合指数	2010/7/7	1,228	-2.10%	-14.51%	-33.73%	18.71%	1,228	1,280	1,411
煤炭运价指数	2010/7/7	1,319	-3.21%	-19.78%	-43.30%	18.94%	1,319	1,398	1,656
煤炭: 秦皇岛-广州	2010/7/7	1,589	0.42%	-11.74%	-26.55%	67.51%	1,589	1,623	1,614
煤炭: 秦皇岛-上海	2010/7/7	1,476	-5.46%	-23.25%	-46.13%	15.72%	1,476	1,580	1,938
粮食运价指数	2010/7/7	1,201	1.78%	-11.49%	-28.60%	89.49%	1,201	1,226	1,129
粮食: 大连-广州	2010/7/7	1,245	2.47%	-10.39%	-24.18%	92.56%	1,245	1,247	1,119
金属矿石	2010/7/7	1,133	-1.85%	-3.21%	3.54%	13.64%	1,133	1,155	1,084
金属矿石: 北仑-上海	2010/7/7	1,429	-1.42%	-2.79%	12.92%	5.63%	1,429	1,448	1,339
波罗的海油运指数									
原油运费指数 (BDTI)	2010/7/9	796	-4.21%	-12.72%	-22.27%	12.91%	813	882	780
成品油运费指数 (BCTI)	2010/7/9	813	0.49%	25.66%	-0.49%	78.68%	817	739	621
集装箱运价指数									
中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	2010/7/9	1,185	1.10%	3.59%	19.57%	52.77%	1,185	1,135	1,012
美西航线	2010/7/9	1,142	1.00%	6.35%	31.10%	44.30%	1,142	1,031	916
美东航线	2010/7/9	1,363	0.80%	6.09%	21.06%	20.78%	1,363	1,239	1,178
欧洲航线	2010/7/9	1,794	-0.04%	0.75%	27.06%	130.26%	1,794	1,816	1,473
日本航线	2010/7/9	714	-1.28%	-2.60%	-2.29%	15.80%	714	727	717
澳新航线	2010/7/9	1,036	-0.42%	-2.82%	-6.39%	44.35%	1,036	1,097	1,010

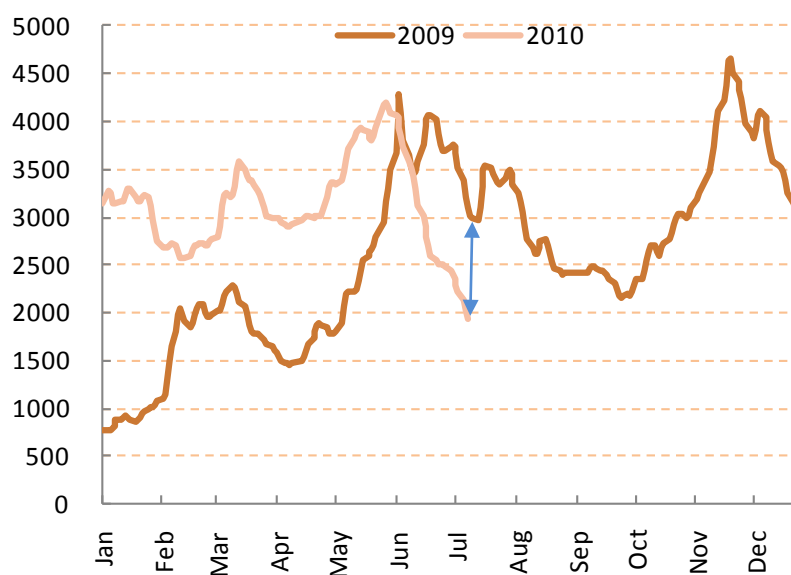
资料来源: BLOOMBERG, WIND 资讯, 湘财证券研究所

干散货航运市场

供给大幅度增加，需求疲软，施压运费持续下跌

在供给压顶、需求疲软的共同作用下，6月初BDI指数开始进入低于上年同期区域，且这种幅度正在进一步拉大，7月9日该指数跌破2000点，接近1900点。

图1BDI指数年度对比



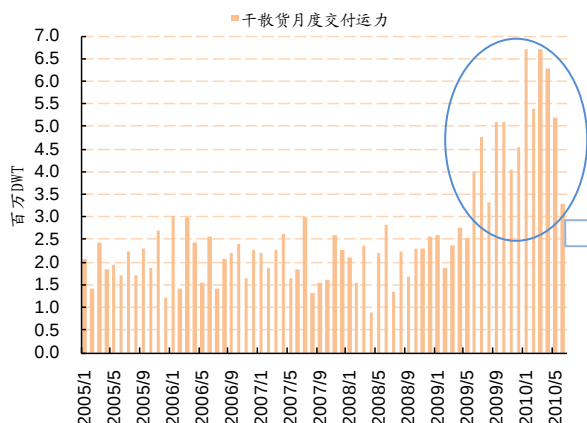
数据来源：彭博社，湘财证券研究所

我们在此前的专题研究中曾依据周期经验即航运底部往往滞后全球经济底部一年的判断，2009年是经济底部应该不会有意外，那么2010年则是航运底部的可能性大。因此，从此角度分析，下半年BDI指数运行在上年同期下方的概率较大，由此判断干散货市场全年将差于2009年。实际上上半年好望角型船TCE水平已经低于上年同期12%。

分船型看，好望角型船运费指数（BCI）自2009年11月份的8200点上方回落至目前的2100点左右，跌幅高达75%，成为拉低BDI指数的主要因素。未来我们应该重点关注这一船型运费的走向，如果我国房地产市场预期好转、钢铁需求有效增长、铁矿石价格下滑趋缓，届时我国铁矿石海运量的增长将拉动BCI指数上升。

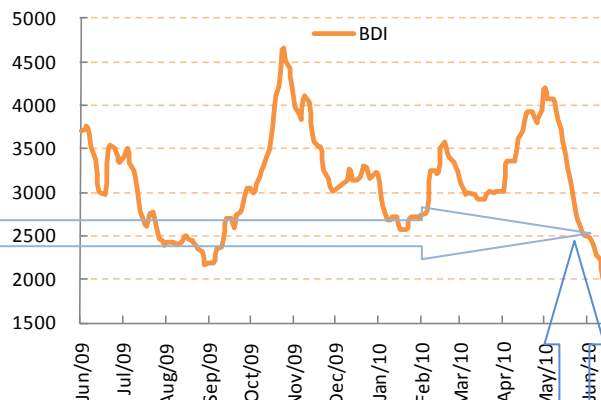
其他船型运费指数虽在创出新高后持续下滑，但下半年有可能在供给相对缓和、煤炭海运需求上升，以及谷物粮食海运需求波动刺激下有回升的可能。

图 2 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

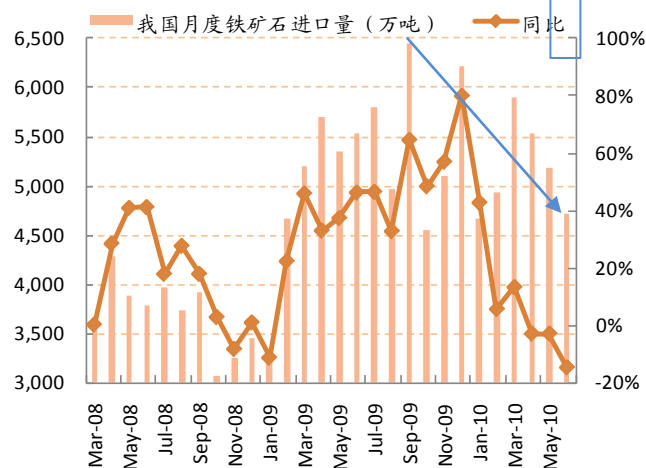
图 3 波罗的海干散货航运指数走势：BDI



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

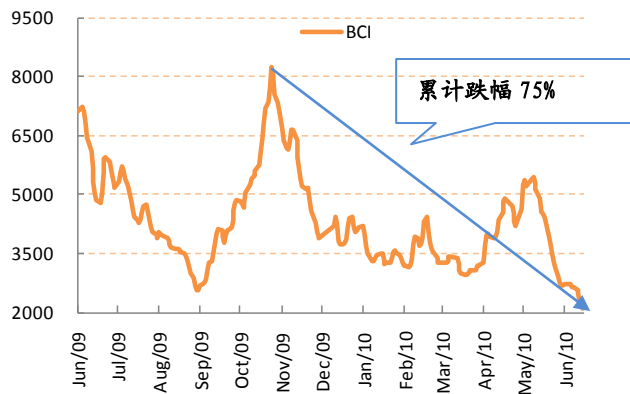
供需天平永远有效。需求下滑，供给增长，结果必然是运费的再次探底。

图 4 我国月度铁矿石进口量和增速



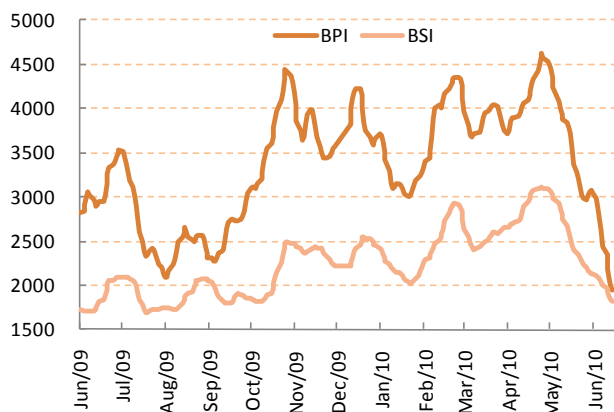
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 5 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 6 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 7 波罗的海干散货航运指数走势：BHSI

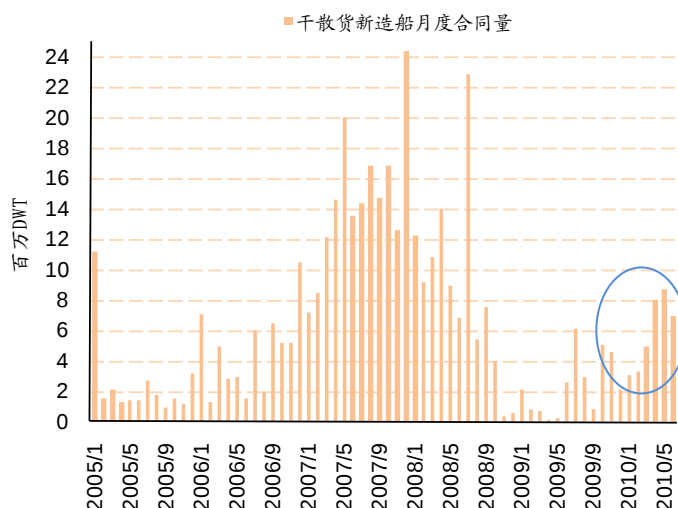


数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

现实供给和潜在供给压力大，造船活动将要降温

干散货运力无论潜在供给即新船订单量还是现实供给即新船下水量均颇高。2008 年 11 月至 2009 年 5 月，新船订单非常低迷，7 个月时间累积不超过 5 百万载重吨，而这段时间亦是干散货海运费崩溃的时间。随着市场的好转，近 4 个月订单量再次呈显著攀升态势，合计达 2867 万载重吨，显示出船舶投资人对未来市场的信心（这种信心只是对决策当时的经营环境的反映）。而新船交付方面，自 2009 年 6 月进入交付高峰以来，累积交付量超过 6400 万载重吨。新船下水量的大增和新订单的增长在需求疲软的情况下无疑对运费造成比较大的压力。

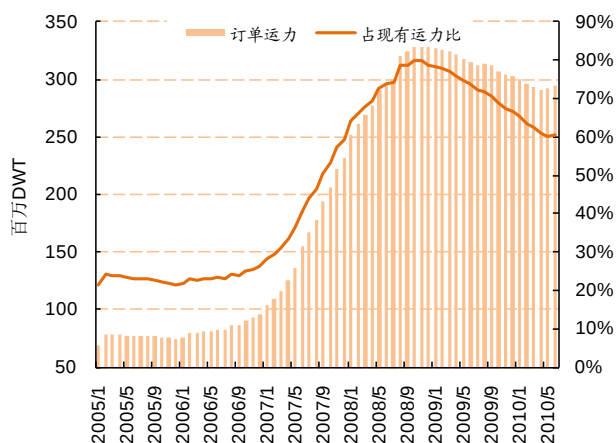
图 8 干散货新造船月度合同量



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

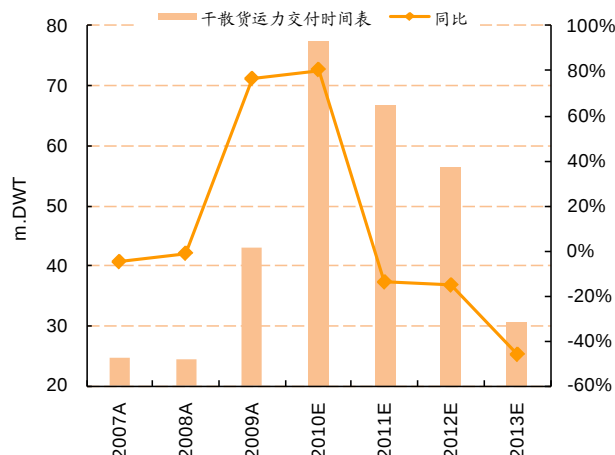
我们认为只有运费出现意外的疲软才能让船舶投资人逐渐的冷静下来，重新思考这样的大造船运动是否理性，**毕竟目前存量订单足以满足未来 22 亿吨干散货货物海运需求的增长**（注：根据联合国贸发委的统计数据，一般情况下每载重吨的运力一年海运量为 7.5 吨）。因此我们预计新船订单的增加在未来几个月会放缓。这也是近期运费的大幅度下调的一个重要的效果，也是对行业无序的造船行为的一个有力警示。

图 9 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 10 干散货新运力交付预测

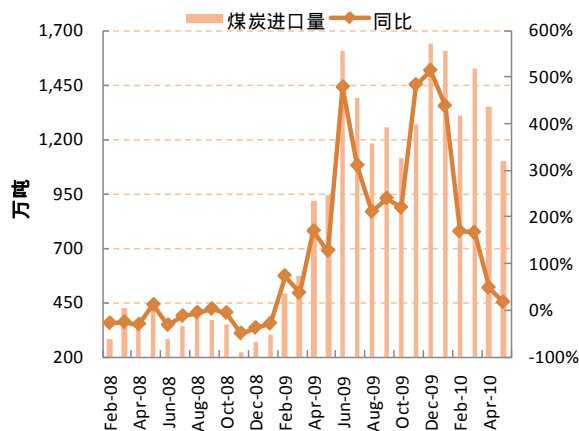


数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

我国铁矿石进口持续下滑，疲软需求延续，是运费下滑的根本原因

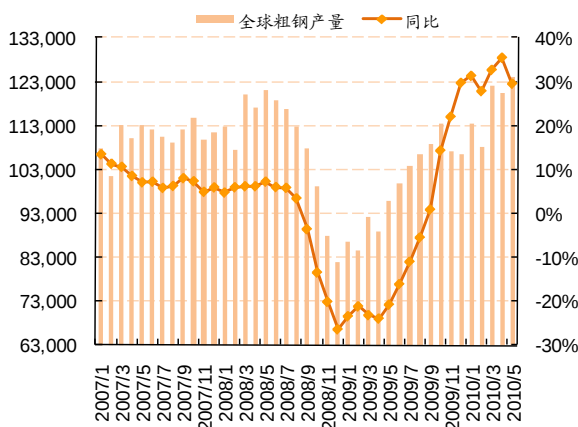
4 月份以来铁矿石价格持续下滑，这在需求方面可以得到体现。5 月全球粗钢产量增速开始下滑。而 6 月中国铁矿石进口量亦明显下降，进口量为 4717 万吨，同比下滑 15%，环比下降 9%，而 6 月煤炭进口量料进一步下降。

图 11 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

图 12 全球月度粗钢产量和增速



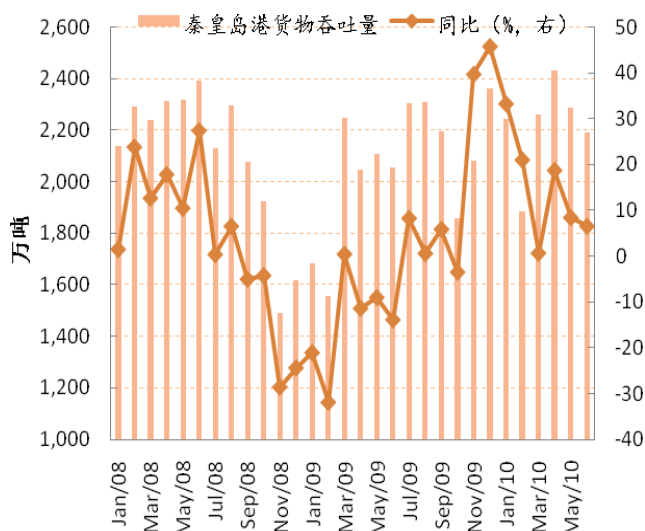
数据来源：CEIC，湘财证券研究所

沿海散货运输市场：再探底或将成功

从煤炭价格看，6月稳中下滑，从秦皇岛港的吞吐量数据看，5月和6月吞吐量连续两个月下滑，表明沿海煤炭运输需求的确不佳。

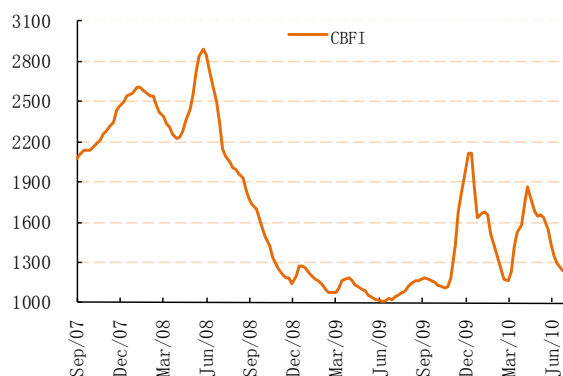
目前沿海散货货运指数再次回到了1200点附近。我们总体的看法是这次下跌过程即将完成。原因是炎热天气使用电量增加，促进电煤运输需求的增长，此外，近期粮食价格的上涨可能会促进粮食的流通，从而提升粮食运价。

图 13 秦皇岛港货物吞吐量及增速



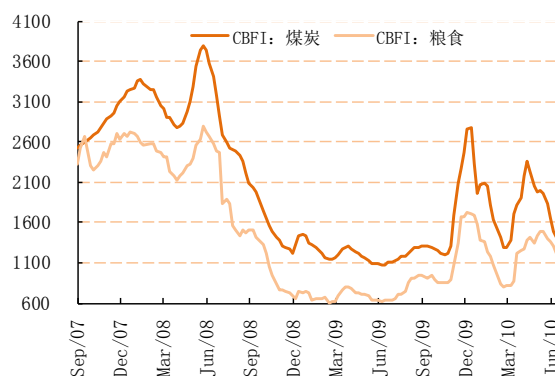
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 14 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 15 沿海散货运费指数：煤炭和粮食



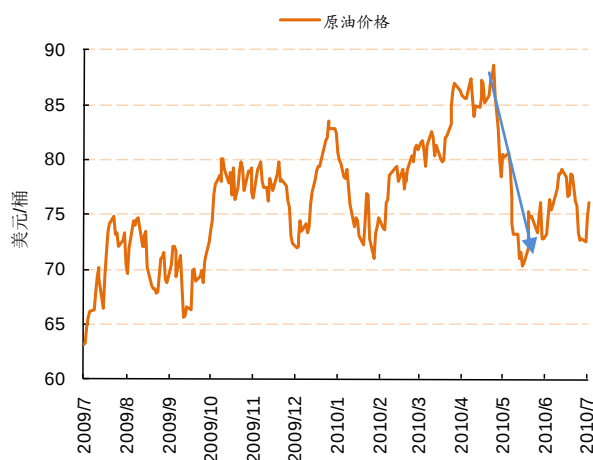
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

油运市场

运费：原油运费随原油价格下滑

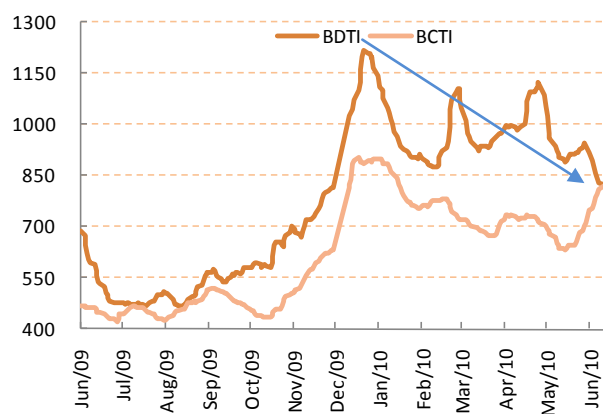
在对需求担忧和美元指数曾一度强劲上升的背景下，原油运费整体上呈下滑趋势。但这种调整的幅度比较温和，过去的半年基本上是在下跌-上涨-再下跌的循环中完成的，上半年 VLCC 平均 TCE 水平 5.3 万美元/天，超出市场的预期。但下半年能否实现这样的一个运费水平还有待观察。

图 16 原油价格下滑凸现对未来需求的担忧



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 17 原油运费亦应声调整



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 18 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 19 海湾-日本原油运费指数



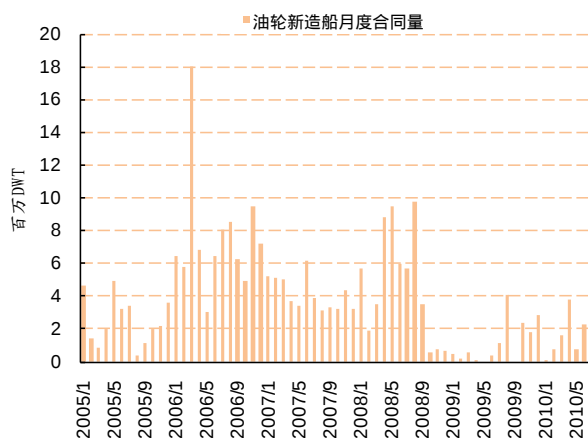
数据来源：彭博社，湘财证券研究所

供给：6月新船合同量和交付量环比均有所增加

6月底，油运运力 4.45 亿吨，比年初增长 2.53%。表明油运总运力并没有像克拉克森预测的那样出现下滑，仍然是一个增长的态势。我们的总体判断是运力仍将温和增长，即使运力在单壳油轮退出加速的情况下，对下半年运费的积极走向作用不大。

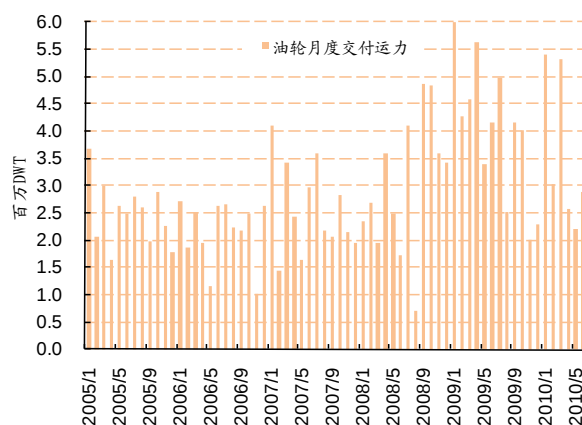
6月，油轮交付量近 300 万载重吨，环比增长 32%；新订单 230 万载重吨，环比亦明显增长。

图 20 油轮新造船月度合同量



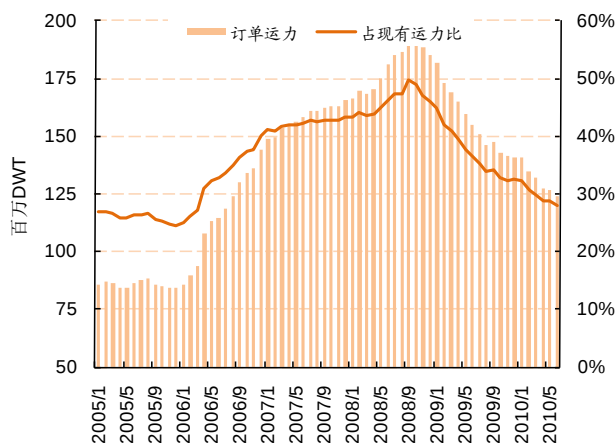
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 21 油轮运力月度交付量



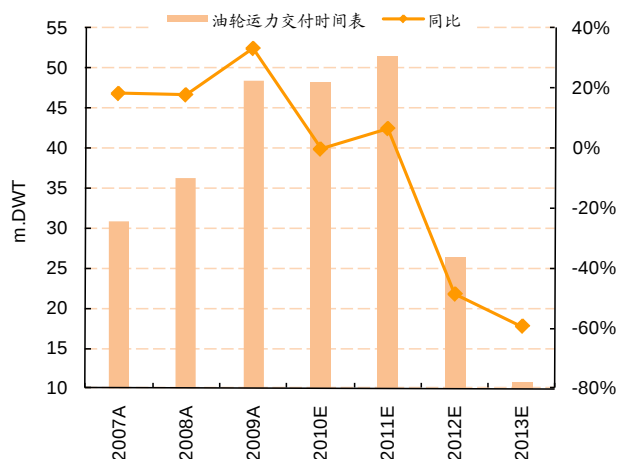
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 22 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 23 油轮新运力交付预测



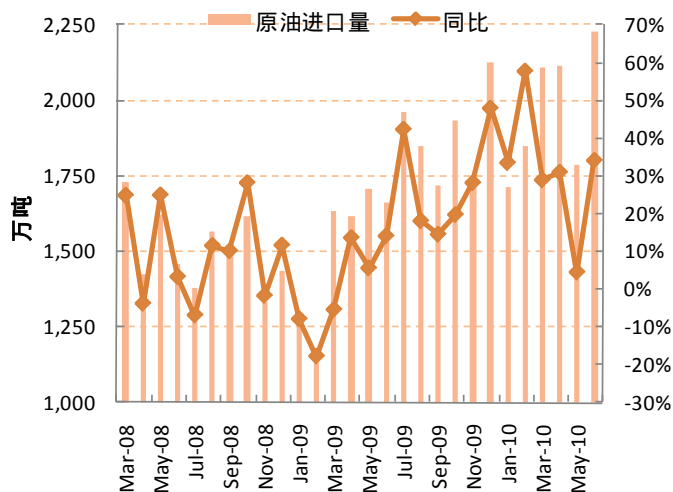
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

需求：6月中美原油进口较为理想

原油运输市场在过去的半年里相对较好，跟美国不断提升的日均原油进口量有很大关系。6月的第三周，美国日均原油进口量1年来第一次超过1000万桶，达到1011万桶。我国6月原油进口量同样大增，创出月度进口量最高，为2227万吨，同比增长34%。

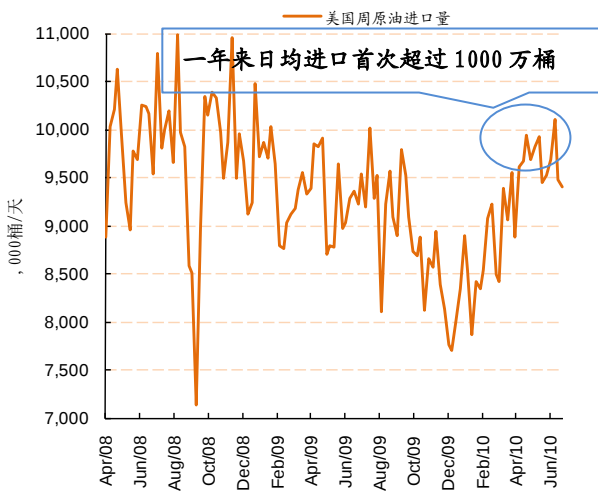
下半年继续关切：欧债危机能否走出阴影；美元指数变化；新兴经济体需求能否快速增长。

图 24 我国月度原油进口量



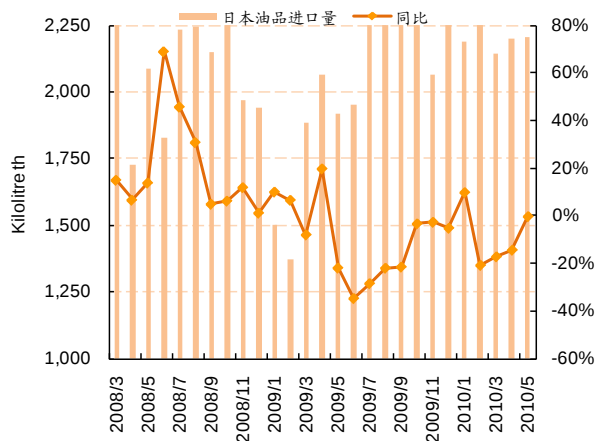
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 25 美国日均原油进口量



数据来源：EIA，湘财证券研究所

图 26 日本油品月度进口量和增速



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

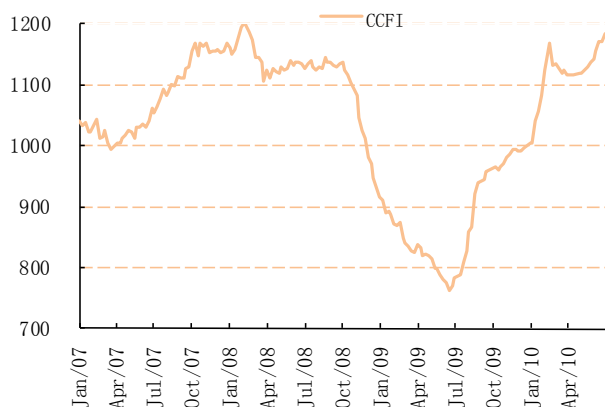
集装箱运输市场

美西航线一枝独秀拉动 CCFI 上升，但可能已触及天花板

在美西航线的带动下，目前 CCFI 即中国出口集装箱运价指数升至 1185 点，单就这一指数已经接近 2005 年 6 月的 1188 点。但我们认为这样的运费水平已经触及了天花板，集运在未来的一段时间也会出现一定的探底动作，事实上新的。

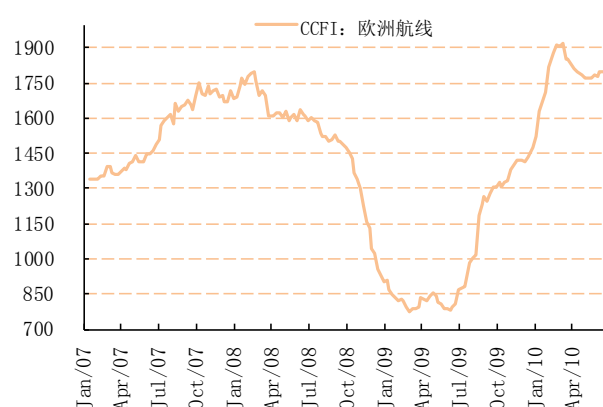
作出这样判断的主要原因是：1) 中国的新出口订单指数回落至 51.7，环比回落两个百分点，预示着未来一段时间出口或将不那么强劲；2) 欧债危机对欧洲的需求的影响，如政府支出的下降和工资水平下滑带来的消费挤出，将会有所显现；3) 运费的上升刺激船东投放运力。

图 27 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：综合指数



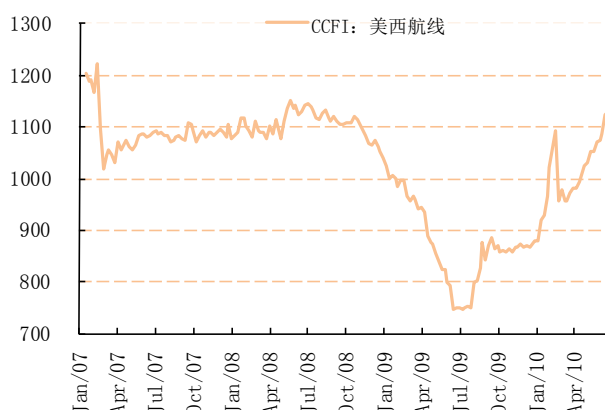
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 28 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 29 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：美西航线



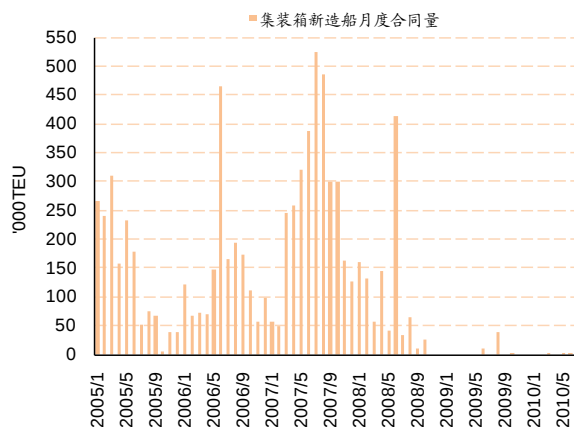
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 30 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：澳新航线



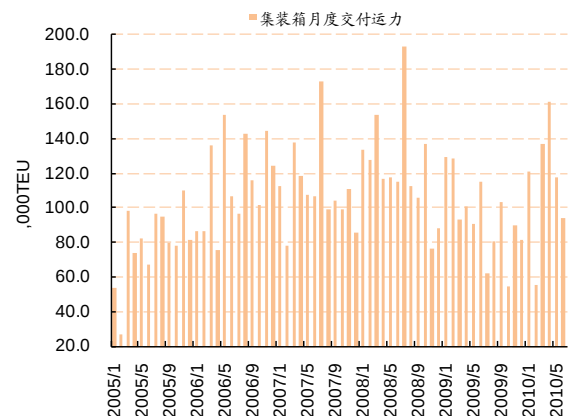
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 31 集运新造船月度合同量



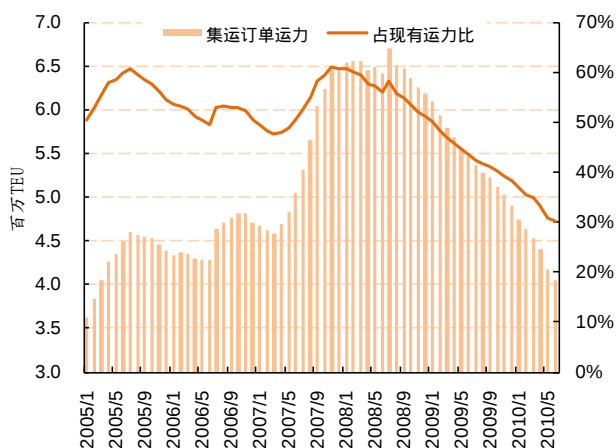
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 32 集运运力月度交付量



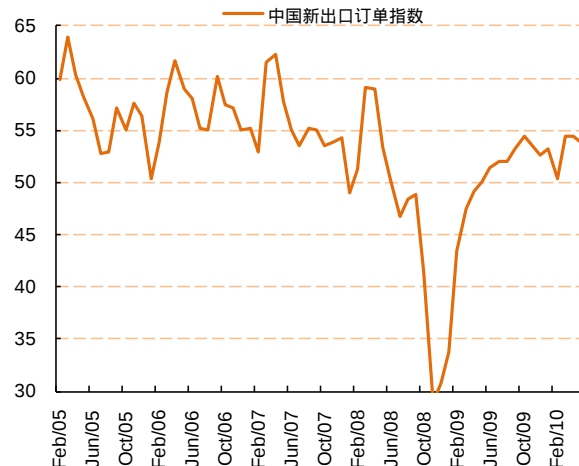
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 33 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 34 中国新出口订单指数

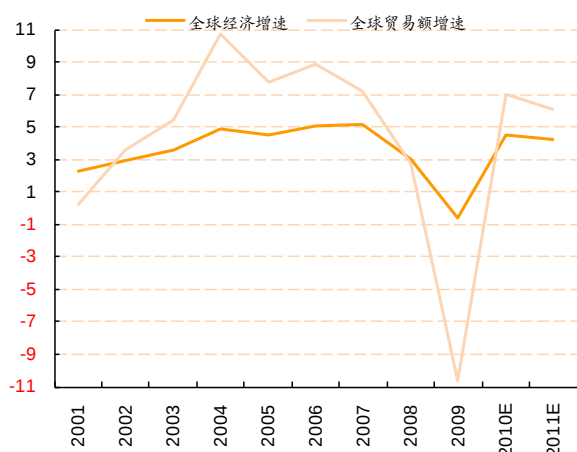


数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

宏观经济和燃油

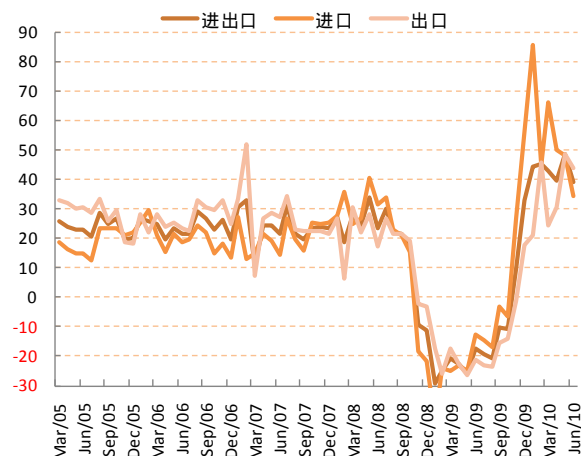
8 日 IMF 上调了 2010 年全球经济增速预测至 4.6%，而对 2011 年的预测为 4.25%。
6 月份我国进出口增速均明显回落，其中，出口增速为 39.2%，增速下滑 9 个百分点，进口增速 34.1%，增速下滑 14 个百分点。

图 35 全球经济和贸易额增速



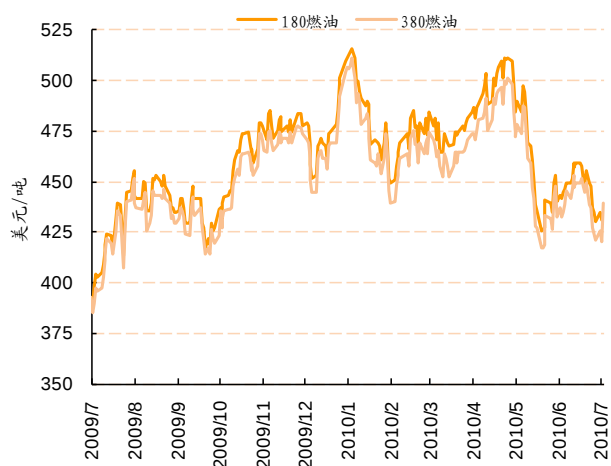
数据来源：IMF，湘财证券研究所

图 36 中国进出口增速



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 37 180#和 380#燃油价格



数据来源：彭博社，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。