

水上运输业 (010607)

行业评级

持有

前次评级

持有

BDI 继续回升，行业估值水平有所修复

杨志清 研究员
电话: 021-68828417
eMail: yzq3@gf.com.cn

张亮 研究助理
电话: 021-68815254
eMail: zl23@gf.com.cn

干散货市场

BDI 连续上涨带动行业景气度回升。在巴西铁矿石货盘的支撑下 Capesize 船租金指数连续上涨，预计下周 BDI 仍将延续上涨趋势。

集装箱市场

在传统旺季，货量和运价仍将维持高位，预计集装箱公司今年业绩峰值将出现在三季度。在估值修复的过程中，集装箱行业存在恢复性上调需求，建议标配。推荐中海集运。

油轮市场

三季度不过度悲观，四季度不过度乐观。油轮市场更多的取决于区域的供需平衡，由于波斯湾地区 VLCC 供给量受单壳轮释放以及货盘运距等的影响，供需之间存在更多的复杂性变化。我们的观点是：（1）原油需求维持上升，一旦区域性供需达到平衡，运价会有快速的拉升，因此三季度我们不过度悲观。（2）四季度是油轮市场的传统旺季，是一年内运价的高点。考虑到世界经济复苏的不确定性，四季度油轮运价是否能超于今年一季度，我们目前尚不敢过度乐观。

投资策略

在行业景气度不断好转的基础上，我们认为应该选择估值相对较低的投资标的，在估值修复的过程中将获得更稳定的收益。因此，我们继续推荐配置中海发展和招商轮船。

中海发展目前 PB 约为 1.5 倍，A/H 股价格比仍小于 1，处于行业最低位。

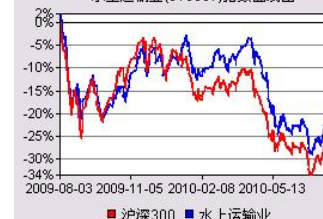
招商轮船的业绩比较确定（期租和承租结合，锁定部分收益），预计全年完成 0.28 元，目前的 PB 约 1.6 倍，PE 约 17 倍。

风险提示

我们认为航运行业本轮上涨属于估值修复过程，并提醒投资者注意基本面带来的估值风险。（1）由于需求的弱势以及供给的大幅冲击，目前现货市场干散货和油轮均亏损运营，三季度油轮公司和干散货公司业绩下滑已经基本确定；（2）PMI 指数连续两月的走低预示我国出口货量将逐渐走低，集装箱市场的需求将有所减弱。

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	11.99%	-9.11%	-18.02%
沪深 300	13.57%	-6.47%	-23.18%

目录索引

投资策略	3
风险提示	3
干散货市场——钢价继续回升，BCI 触底反弹	3
(一) 需求领先指标：钢价指数继续回升，矿石价格反弹	4
(二) 货量有所回升：巴西矿石装港量环比回升	4
(三) 港口矿石库存创新高：钢厂采购热情仍不足	4
(四) 沿海煤炭运输市场：煤价继续下跌	5
集装箱市场——三季度或为 2010 年盈利顶峰	6
油轮市场——底部形成？	7
(一) 油轮运价继续下探	7
(二) 2009 年重演？底部形成？	8

图表索引

图 1: BDI 触底反弹	3
图 2: 海岬船 TCE 水平延续反弹	3
图 3: 钢价指数有所上升	4
图 4: 进口铁矿石价格有所回升	4
图 5: 澳大利亚矿石装港量继续下跌	4
图 6: 巴西铁矿石装港量止跌回升	4
图 7: 沿海港口铁矿石库存创新高	5
图 8: 秦皇岛港煤炭库存大幅上升	5
图 9: 直供电厂煤炭库存可用天数有所上升	5
图 10: 欧地航线 CCFI 指数与上周持平	6
图 11: 美线 CCFI 指数与上周基本持平	6
图 12: 美线运价继续上涨，欧线持平	7
图 13: 澳新航线运价继续下跌	7
图 14: CTEX 租船指数继续上涨	7
图 15: 原油运价指数和成品油运价指数	8
图 16: TD3 与 TC4 航线的 WS 指数	8
图 17: 近 3 年 BDTI 走势	8
图 18: 美国加油站零售数额 2010 年大幅回升	9
图 19: 美国炼油产能利用率大幅度上升	9
图 20: 波斯湾 VLCC 供需比	9

投资策略

在行业景气度不断好转的基础上，我们认为应该选择估值相对较低的投资标的，在估值修复的过程中获得更稳定的收益。因此，我们继续推荐中海发展和招商轮船。

中海发展目前 PB 约为 1.5 倍，A/H 股价格比仍小于 1，处于行业最低位。招商轮船的业绩比较确定（期租和承租结合，锁定部分收益），预计全年完成 0.28 元，目前的 PB 约 1.6 倍，PE 约 17 倍。

风险提示

我们认为航运行业本轮上涨属于估值修复过程，并提醒投资者注意基本面带来的估值风险。（1）由于需求的弱势以及供给的大幅冲击，目前现货市场干散货和油轮均亏损运营，三季度油轮公司和干散货公司业绩下滑已经基本确定；（2）PMI 指数连续走低预示中国出口货量将逐渐走低，集装箱市场的需求将有所减弱。

干散货市场——钢价继续回升，BCI触底反弹

本周，波罗的海干散货运价指数报收于1967点，较上周周末上升141点，涨幅为7.7%，已经连续11个交易日上升。其中BCI领涨，涨幅为12.5%；BPI上升至2632点，涨幅为11.4%；

表1：本周波罗的海干散货运价指数走势

	BDI	BCI	BPI	BSI
本周数值	1967	1922	2632	1760
较上周涨跌	7.7%	12.5%	11.4%	0.9%

资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 1：BDI 触底反弹

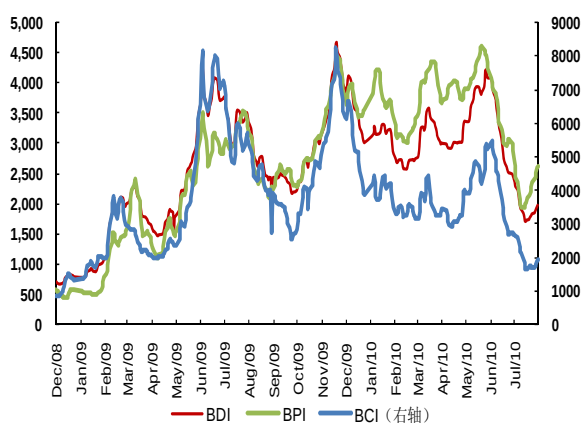
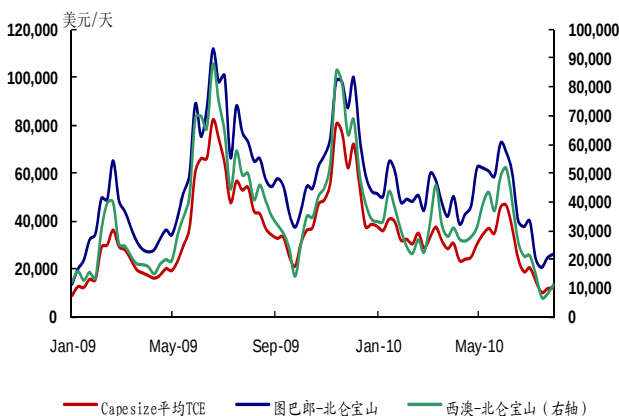


图 2：海岬船 TCE 水平延续反弹



资料来源：Bloomberg, Clarkson, 广发证券发展研究中心

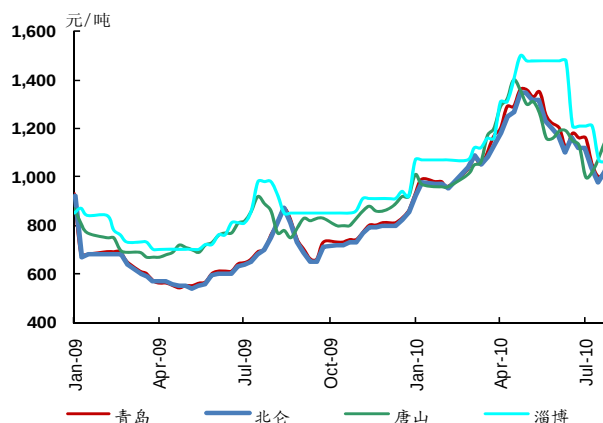
（一）需求领先指标：钢价指数继续回升，矿石价格反弹

本周钢材价格指数为150.3点，相比上周略有回升。在钢价的带领下，本周青岛港和北仑港的进口铁矿石价格较上周分别上升了6.8%和6.9%，分别收于每吨1100元和1090元。

图 3：钢价指数有所上升



图 4：进口铁矿石价格有所回升



资料来源：Mysteel, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

（二）货量有所回升：巴西矿石装港量环比回升

数据显示，预计下周巴西铁矿石装港量环比回升 42.31%，达到 766 万吨；同时澳大利亚下周铁矿石装港量预计继续回落。在巴西货盘的支撑下，我们预计下周 BCI 租金水平继续恢复。

图 5：澳大利亚矿石装港量继续下跌

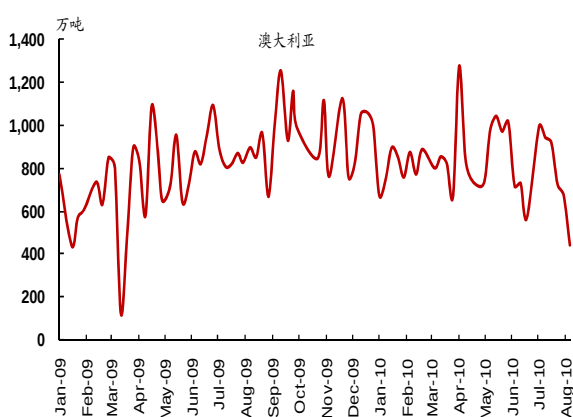
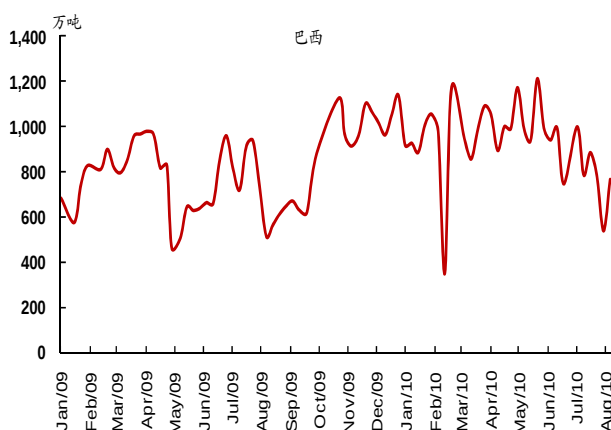


图 6：巴西铁矿石装港量止跌回升



资料来源：钢之家，广发证券发展研究中心

（三）港口矿石库存创新高：钢厂采购热情仍不足

本周国内沿海港口进口铁矿石总库存达到了7546万吨，较上周上升80

万吨，追平了08年以来的库存最高纪录。矿石库存不断上升一方面说明钢厂的采购热情有所减弱，另一方面说明贸易商不肯轻易降价出货。我们预计如果港口进口铁矿石的高库存将影响后续进口货盘——需求尚未有明显的恢复。

图 7：沿海港口铁矿石库存创新高



数据来源：中国港口网、广发证券发展研究中心

（四）沿海煤炭运输市场： 煤价继续下跌

沿海散货运价煤炭指数本周跌至1238.5点，较上周下跌0.4%。秦皇岛-广州航线运价跌至52元/吨，较上周下跌2元/吨。煤炭船舶运费目前已接近金融危机爆发初期水平。

水里水电的增加，以及全国各地节能减排力度的增加，从一定程度上降低了煤炭的消费能力，从而导致动力煤航运市场需求偏淡，运力过剩，预计短期市场仍将维持弱势，难以形成反弹。

本周秦皇岛港煤炭库存大幅上涨至698.7吨，环比上涨18.44%；直供电厂煤炭库存可用天数达到19天，短期煤炭需求未有明显上升趋势。

图 8：秦皇岛港煤炭库存大幅上升

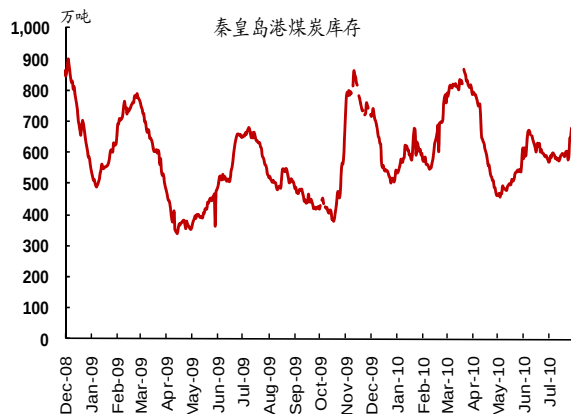
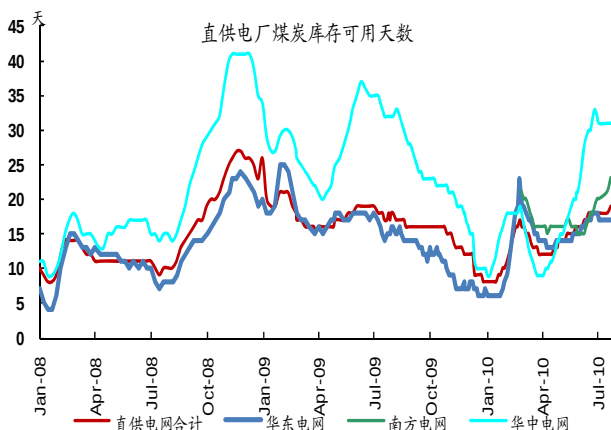


图 9：直供电厂煤炭库存可用天数有所上升



资料来源：钢之家，广发证券发展研究中心

集装箱市场——三季度或为2010年盈利顶峰

7月23日，上海航运交易所发布的中国出口集装箱运价指数为1209.06点，较上周上涨0.9%；新版上海出口集装箱运价指数为1555.30点，较上周下降0.6%。CTEX集装箱租船指数本周末为574点，较上周上升1点，涨幅有所回落。

集装箱运输市场整体走势依旧较为平稳，部分航线受节日因素影响，货量出现下滑，总体运价水平基本稳定。

在传统旺季，货量和运价仍将维持高位，预计集装箱公司今年业绩峰值将出现在三季度。在估值修复的过程中，集装箱行业存在恢复性上调需求，建议标配。推荐中海集运。

表：各口岸出发航线舱位和运价统计表

	广州口岸	深圳口岸	上海口岸	青岛口岸	天津口岸
欧地航线	8月初部分船公司运价上调	8月运价小幅上调	7月最后一个航次运价略有下调	连续降价两个航次，运价稳定	运价上调
美线	运价稳定	舱位紧张，预计运价大幅上调	8月运价会上调	8月涨PSS, 160美元/TEU	舱位火爆，需提前订舱
澳洲航线	运价下调	运价下调	运价继续下调	运价下调	-

资料来源：锦程物流网，广发证券发展研究中心

图 10：欧地航线 CCFI 指数与上周持平

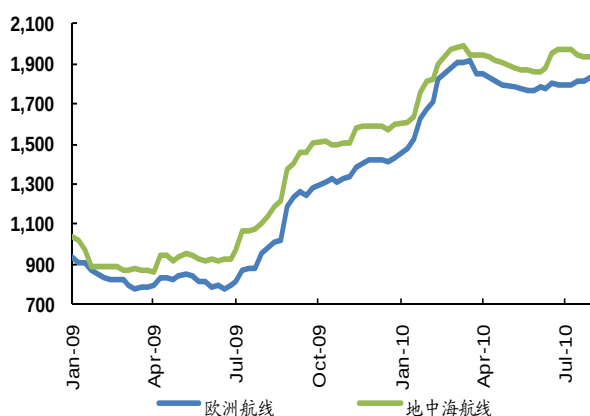
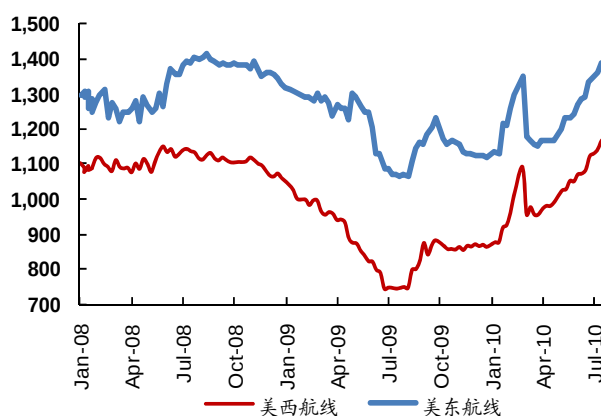


图 11：美线 CCFI 指数与上周基本持平



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 12：美线运价继续上涨，欧线持平

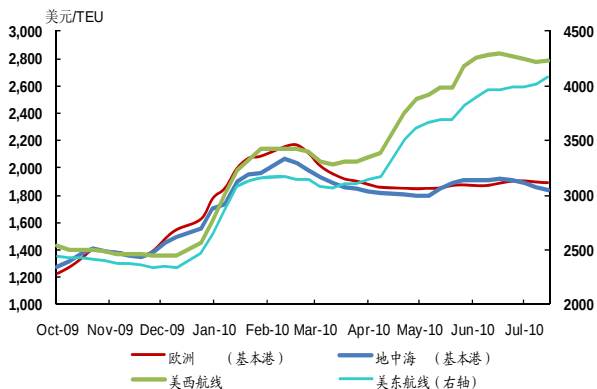
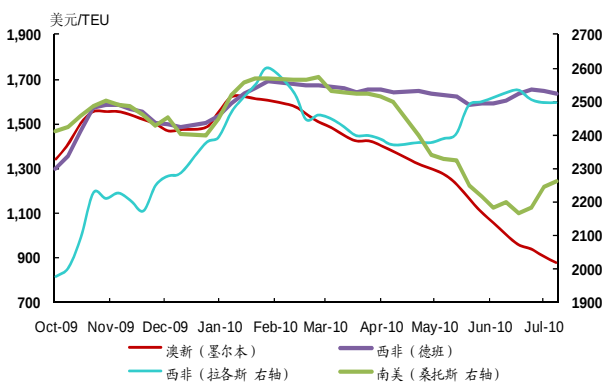
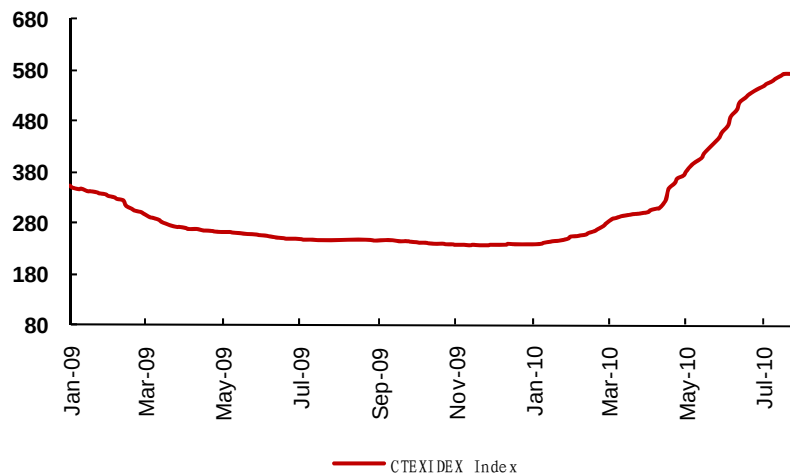


图 13：澳新航线运价继续下跌



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 14：CTEX 租船指数继续上涨



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

油轮市场——底部形成？

三季度不过度悲观，四季度不过度乐观。油轮运价更多的取决于区域的供需平衡，由于波斯湾地区VLCC供给量受单壳轮释放以及货盘运距等的影响，供需之间存在更多的复杂性变化。我们的观点是：（1）原油需求维持上升，一旦区域性供需达到平衡，运价会有快速的拉升，因此三季度我们不过度悲观。（2）四季度是油轮市场的传统旺季，是一年内运价的高点。考虑到世界经济复苏的不确定性，四季度油轮运价是否能超于今年一季度，我们目前尚不敢过度乐观。

（一）油轮运价继续下探

波罗的海交易所原油综合运价指数周五报796点，较上周五下跌7.5%；成品油综合运价指数周五报796点，较上周五下跌5.5%。

图 15：原油运价指数和成品油运价指数

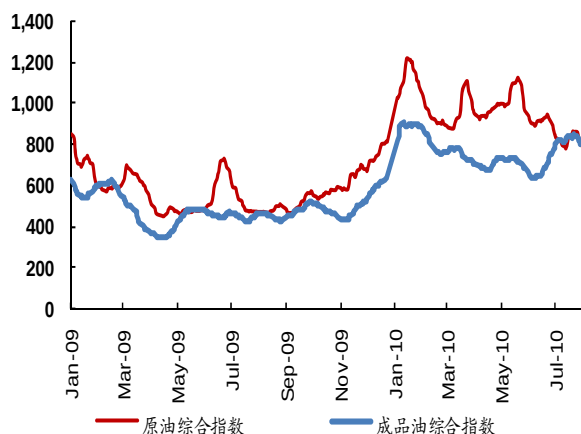
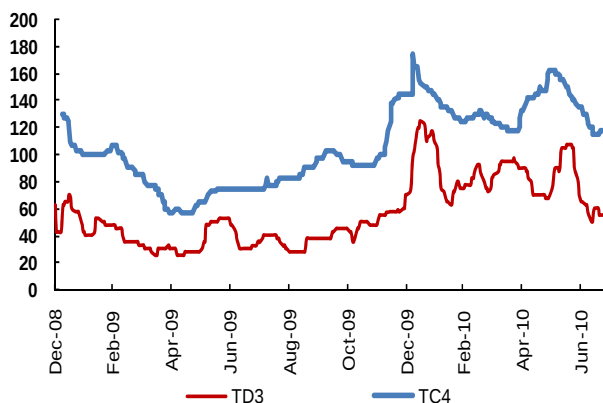


图 16：TD3 与 TC4 航线的 WS 指数



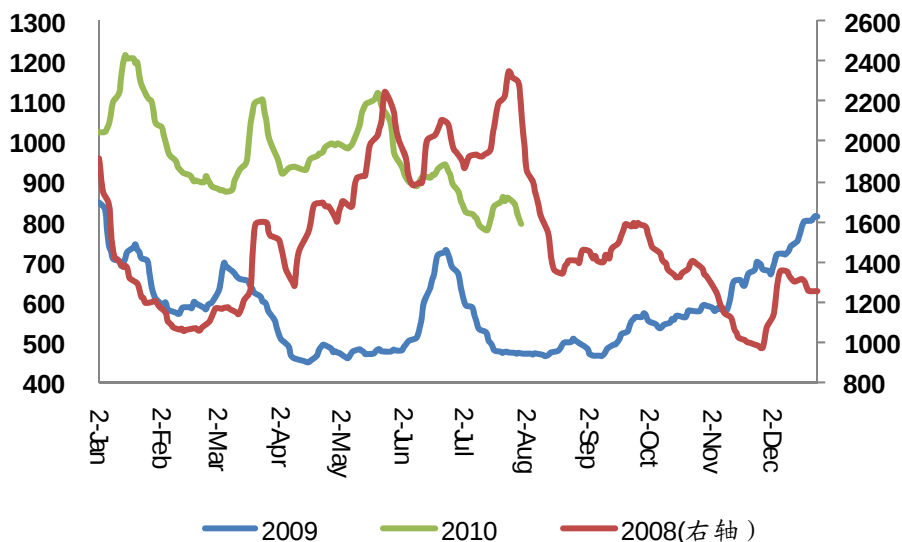
资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（二）2009年重演？底部形成？

2010年至今BDTI原油运价综合指数均值为965点，与去年同期相比增加了66.92%。

油轮市场的整体走势与2009年较为相似。2009年三季度是油轮市场的最低谷，BDTI维持在500点附近徘徊，随着四季度旺季的到来，油轮运输市场逐渐好转。

图 17：近 3 年 BDTI 走势



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

目前是不是市场的底部？

从基本面来看，原油需求较2009年有大幅度的提升：中国上半年原油进口量同比增长30%，预计下半年原油需求仍同比增长约6%；日韩、欧美国家的原油需求随着经济的回升逐步复苏，美国炼油产能利用率大幅度上涨。短期内油轮运价下跌的主要原因仍然是运力供给的冲击，波斯湾地区前两周VLCC的供需比始终维持在1.25以上，这说明运力明显超过需

求。

我们观察到，本周VLCC的运力供需比已经出现明显的下降，预计油轮运价将在下周筑底回升。

图 18：美国加油站零售数额 2010 年大幅回升

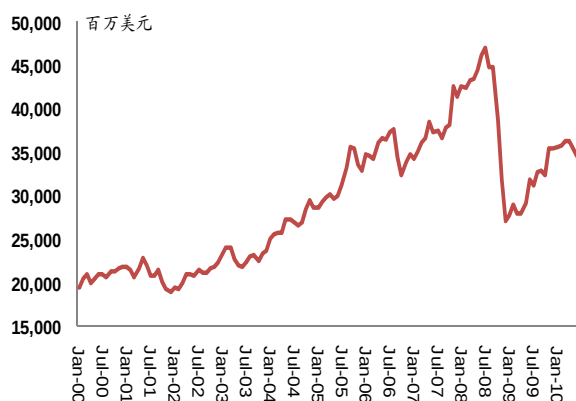
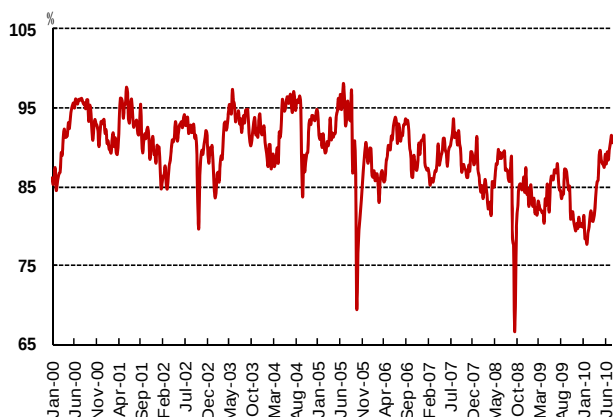
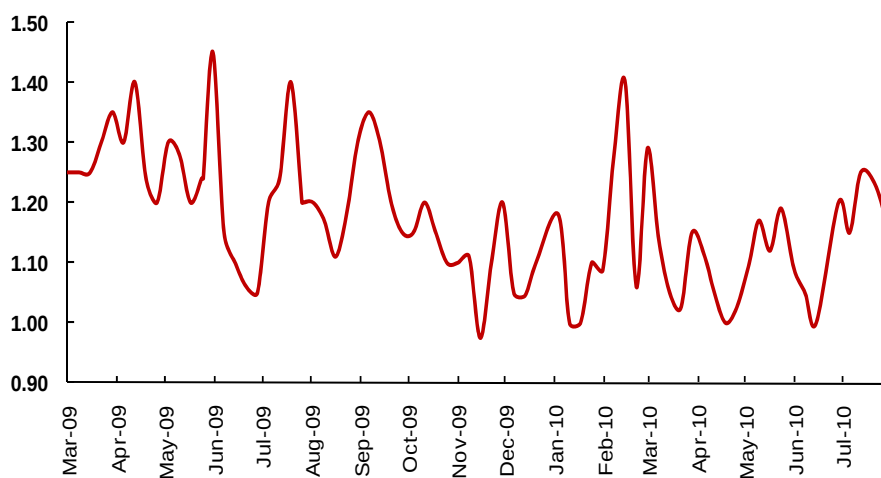


图 19：美国炼油产能利用率大幅度上升



资料来源：Wind，EIA，广发证券发展研究中心

图 20：波斯湾 VLCC 供需比



数据来源：Bloomberg、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

海运行业周数据库 (2010.7.23)	张亮	2010-07-28
水上运输业(010607)	张亮	2010-07-26
水上运输业(010607)	张亮	2010-07-12
水上运输业(010607)	张亮	2010-07-07

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。