

BDI, 反弹空间还有多大?

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告关键点:

- 在季节性需求的驱动下, 4季度BDI指数有望维持高位震荡格局, 但在运力供给过剩背景下, 运价继续向上突破的空间相对有限。
- A股航运股估值处于历史最低区域, 若市场反弹存在交易性机会。

报告摘要:

- 8月10月中旬以来, 在Capesize船的带动下, 波罗的海干散货运价指数BDI从1256点上涨至2127点(10月12日), 涨幅68%。干散货船东平均的盈亏平衡点在2000点附近, 10月7日以来BDI指数已经连续4个交易日在2000点以上运行。
- 近期驱动BDI指数上涨的主要原因: 1) 受北方冬季气候条件限制, 每年入冬前钢厂都会提前储备一部分铁矿石, 在中国北方钢厂冬储因素的影响下, 8、9月份中国铁矿石进口量分别达到5909万吨和6057万吨, 同比分别增长32%和15%, 环比分别增长8%和3%; 2) 受印度政府限制铁矿石出口政策影响, 近几个月中国进口自印度的铁矿石逐月下降, 而进口自更远产地的澳矿和巴西矿数量则逐月上升, 铁矿石运距的拉长有助于在一定程度上消耗过剩的散货船运力; 3) 日本是全球最大的煤炭进口国, 随着地震影响的逐步消除, 5月份以来日本煤炭进口量逐月回升, 其中8月份达到1638万吨, 为年内最大月度进口量; 全球煤炭进口增量主要由印度和中国贡献, 受国内外煤炭价格倒挂影响, 二三季度以来中国煤炭进口量逐月回升, 8月份达到1659万吨, 同比增长25%。
- 4季度BDI有望延续高位震荡格局, 但继续向上的空间有限。受中国北方钢厂铁矿石冬储、及北半球取暖煤冬储的双重拉动, 4季度是全球干散货运输市场的传统旺季。统计数据也显示: 在过去的2000年-2010年11年时间里, 其中9个年份的4季度BDI指数都显著高于三季度。预期在季节性需求的驱动下, 4季度BDI指数有望维持高位震荡格局。但在中国及全球经济增速放缓背景下, 全球干散货海运量增速难以出现趋势性上升, 同时由于新船下水量仍处于历史高位, 预期BDI指数继续向上突破的空间相对有限。
- 10月份以来, 香港主要航运股强劲反弹。其中: 中国远洋(1919.HK)、中海集运(2866.HK)、中海发展(1138.HK)、东方海外(0316.HK)、中外运航运(0368.HK)分别上涨57%、52%、38%、28%和24%。而同期恒生指数涨幅仅为15%。近几个交易日以来港股航运股大幅跑赢恒指的主要原因是: 1) 1-9月香港航运股跌幅远超恒指, 至9月底主要航运股PB已经跌至0.5倍PB左右, 处于历史最低水平附近; 2) BDI持续反弹, 且10月7日以来有效突破2000点左右的盈亏平衡点。
- A股航运股估值处于历史最低区域, 若市场反弹则存在交易性机会。近两个交易日, 在大盘反弹情况下, A股航运股也出现强劲反弹, 并显著跑赢同期上证指数。从估值角度看, 目前A股航运股PB水平跌至1.4倍PB左右, 基本处于历史最低估值水平附近, 且相对市场整体估值水平折价40%左右。可以说是“最差的时候、最低的估值”, 航运股股价已经对行业基本面进行了充分反应, 估值继续下降的空间已经不大。短期来看, 如果市场继续反弹, A股航运股超跌之后存在交易性投资机会, 建议关注中国远洋、中远航运、中海发展、中海集运、招商轮船。但长期看, 行业趋势性投资机会的来临还需要等待供需基本面的实质性好转。
- 风险提示: 全球及中国经济衰退风险。

报告日期

2011-10-14

首选股票	目标价	评级
601919 中国远洋	10.00	中性-A
600428 中远航运	8.00	增持-A
600026 中海发展	10.00	增持-A
601866 中海集运	4.50	增持-A

12个月行业表现

吴莉

 010-66581623
 执业证书编号

高级行业分析师

 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

前期研究成果

《BDI, 波动市场走向何方? ——航运业9月报》

2011-09-16

《集运市场旺季企稳回升, 散货市场淡季低位徘徊——航运业8月报》

2011-08-09

《整体平淡, 局部闪光——2011年中期航运港口中期策略》

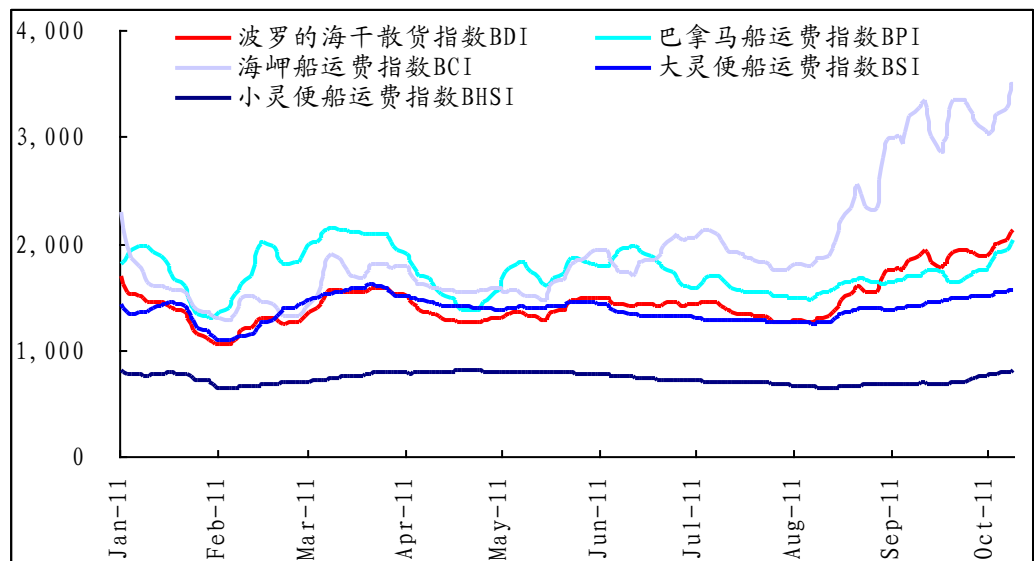
2011-06-17

1. 8月中旬以来海岬船拉动 BDI 指数强劲反弹

8 月 10 月中旬以来,在 Capesize 船的带动下,波罗的海干散货运价指数 BDI 从 1256 点上涨至 2127 点(10 月 12 日),涨幅 68%。其中:运输铁矿石和煤炭为主的 Capesize 船运价指数上涨 93%;运输煤炭和粮食为主的 Panamax 船运价指数上涨 37%;运输小宗散货为主的大、小灵便船运价指数分别上涨 26%和 25%。船型越大,运价反弹的力度越大。

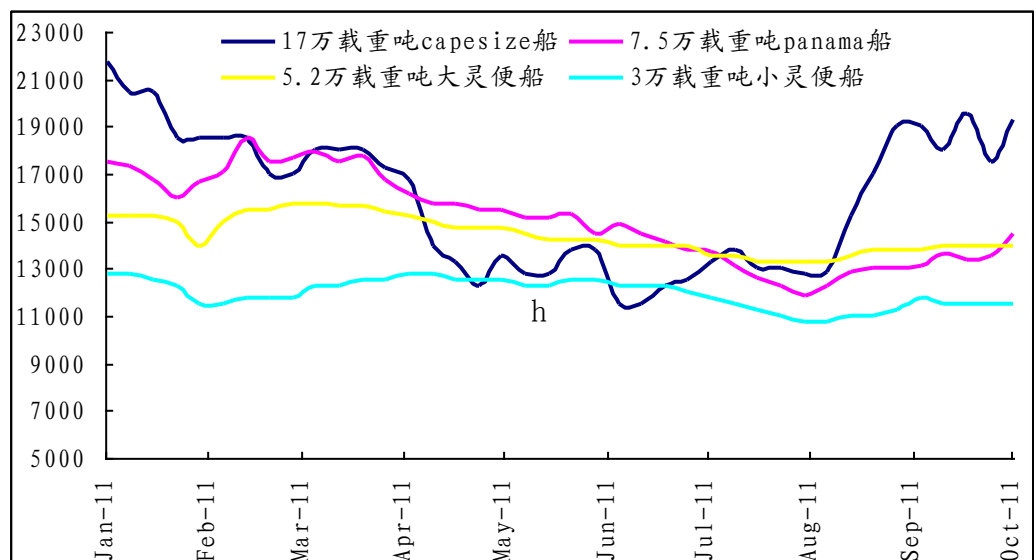
干散货船东平均的盈亏平衡点 2000 点附近,10 月 7 日以来 BDI 指数已经连续 4 个交易日在 2000 点以上运行。

图 1: 8 月中旬以来,在 Capesize 船的带动下,BDI 从 1246 点上涨至 2127 点



资料来源: BLOOMBERG

图 2: 截至 10 月 7 日,17 万载重吨 Capesize 船、7.5 万载重吨 Panamax 船、5.2 万载重吨大灵便船、3 万载重吨小灵便船一年期期租价格分别为 19250 美元/天、14500 美元/天、14000 美元/天、11500 美元/天,分别较 8 月中旬上涨 50%、18%、6%和 7%。

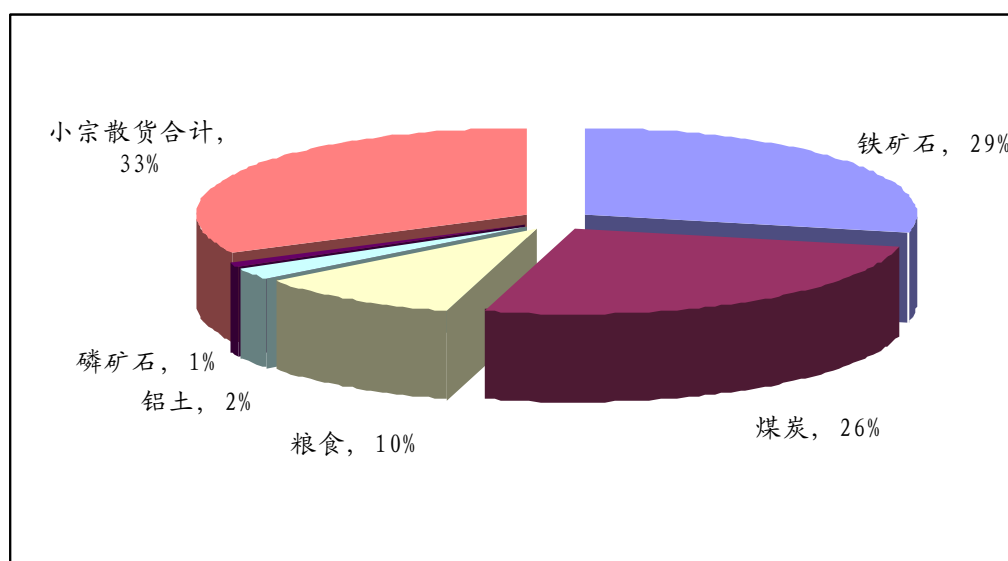


资料来源：CLARKSONS

2. 近期驱动 BDI 指数上涨的主要因素

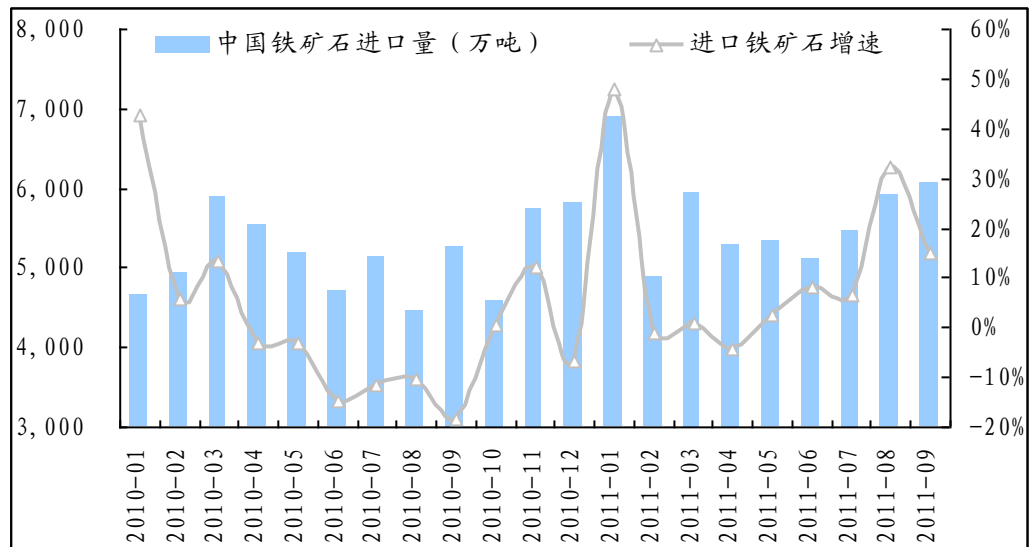
- 受北方冬季气候条件限制，每年入冬前后钢厂都会提前储备一部分铁矿石，在中国北方钢厂冬储因素的影响下，8 月份、9 月份中国铁矿石进口量分别达到 5909 万吨和 6057 万吨，同比分别增长 32%和 15%，环比分别增长 8%和 3%。
- 受印度政府限制铁矿石出口政策影响，近几个月中国进口自印度的铁矿石量逐月下降，而进口自更远产地的澳矿和巴西矿数量则逐月上升，铁矿石运距的拉长有助于在一定程度上消耗过剩的散货船运力。
- 近几个月日本和中国煤炭进口量持续上升：日本是全球最大的煤炭进口国，随着地震影响的逐步消除，5 月份以来日本煤炭进口量逐月回升，其中 8 月份达到 1638 万吨，为年内最大月度进口量；全球煤炭进口的增量主要是由印度和中国贡献，受国内外煤炭价格倒挂影响，二三季度以来中国煤炭进口量逐月回升，8 月份达到 1659 万吨，同比增长 25%。
- 随着洪水对矿山及铁路的影响逐步消除，近几个月全球主要煤炭出口国澳洲煤炭出口量逐月回升，其中 8 月份澳煤出口量达到 2577 万吨，创年内最大月度出口量，且环比增长 10%。

图 3：全球干散货海运量构成



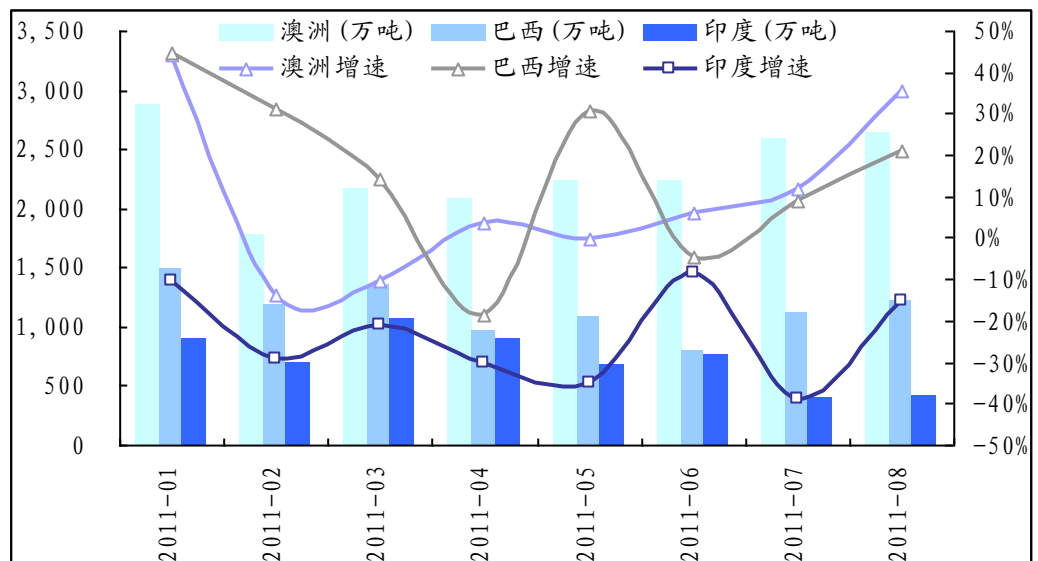
资料来源：CLARKSONS

图 4：7、8、9 月份中国分别进口铁矿石 5455 万吨、5909 万吨和 6057 万吨，月度进口量环比持续增加



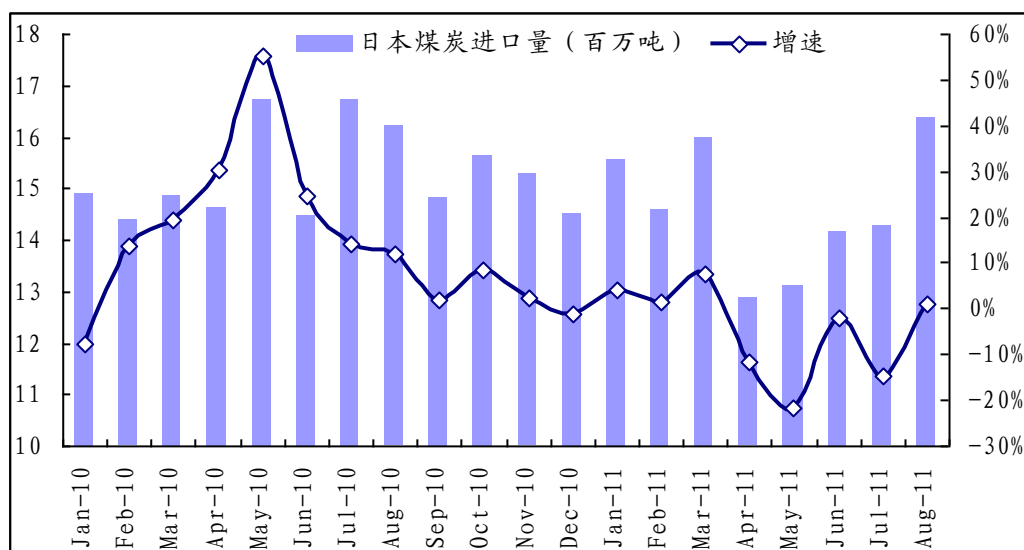
资料来源：WIND 资讯

图 5：受印度政府限制铁矿石出口政策影响，近几个月中国进口自印度的铁矿石量逐月下降，而进口自更远产地的澳洲和巴西铁矿石量则逐月上升，有助于拉长海运距离



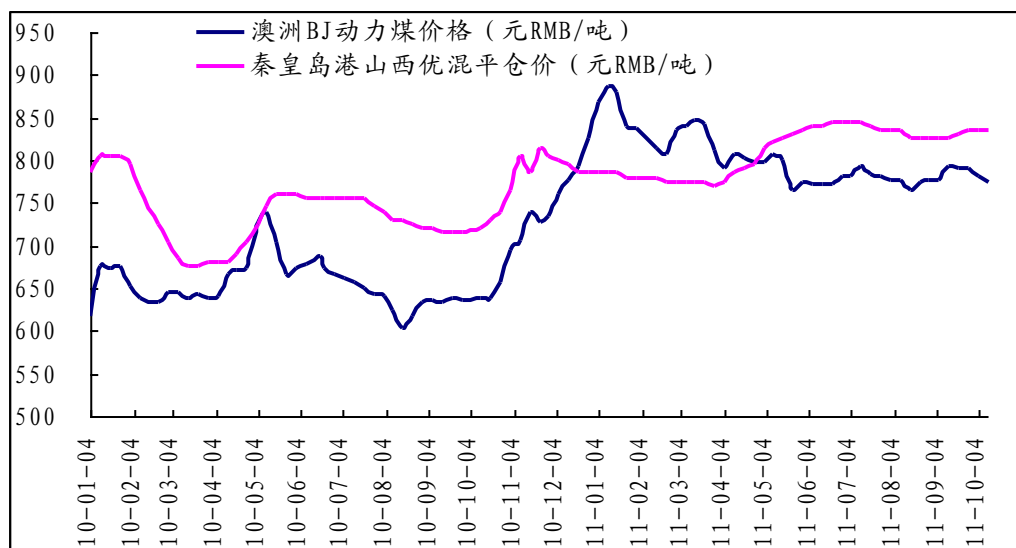
资料来源：WIND 资讯

图 6：随着地震影响的逐步消除，5 月份以来日本煤炭进口量逐月回升，8 月份达到 1638 万吨，为年内最大月度进口量



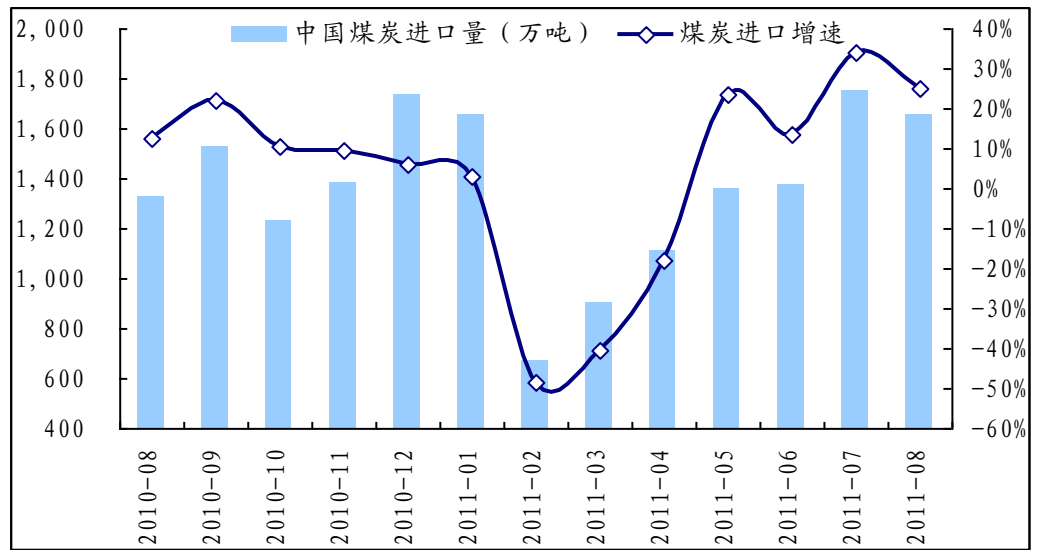
资料来源：CLARKSONS

图 7：受国际煤价回落影响，5 月份以来国际煤炭价格持续低于国内煤炭价格



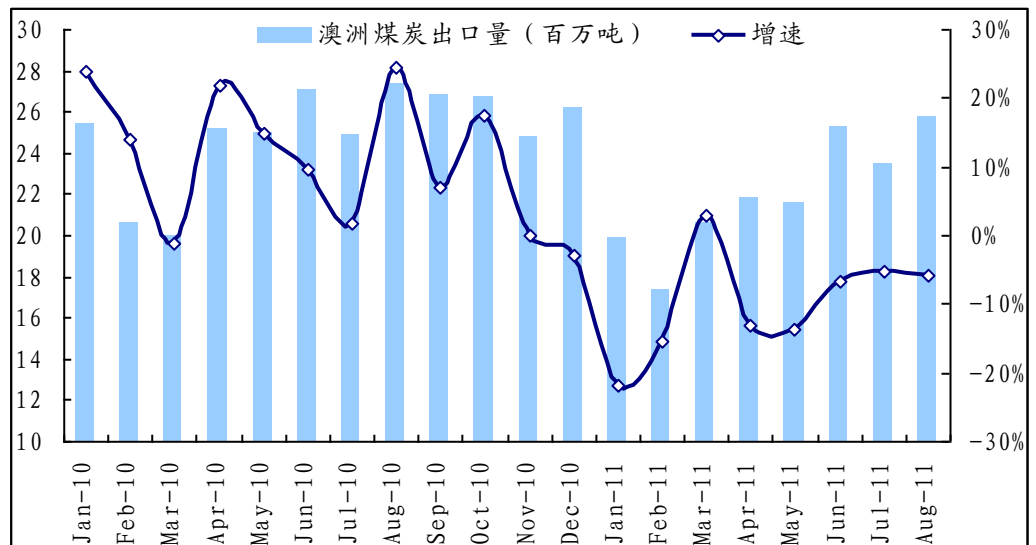
资料来源：CLARKSONS

图 8：受国内外煤炭价格倒挂驱动，二三季度以来中国煤炭进口量持续回升



资料来源：WIND 资讯

图 9：随着洪水对矿山及铁路等影响的逐步消除，二三季度以来澳洲煤炭出口量逐月回升，7、8月份澳煤出口量分别达到 2354 万吨和 2577 万吨



资料来源：CLARKSONS

3. 四季度 BDI 有望延续高位震荡格局，但继续向上的空间有限

受中国北方钢厂铁矿石冬储、及北半球取暖煤冬储的双重拉动，四季度是全球干散货运输市场的传统旺季。统计数据也显示：在过去的 2000 年-2010 年 11 年时间里，有 9 年四季度 BDI 指数都显著高于三季度。预期在季节性需求的驱动下，四季度 BDI 指数有望维持高位震荡格局。

但在中国及全球经济增速放缓背景下，全球干散货海运量增速难以出现趋势性上升，同时由于新船下水量仍处于历史高位，预期 BDI 指数继续向上突破的空间相对有限。CLARKSONS 预计 2011 年全球干散货海运量增速在 4%，而干散货船队运力增速将达到 12.7%，3 倍于同期需求增速。

表 1：2000 年-2010 年 11 年时间里，有 9 年四季度 BDI 指数都显著高于三季度

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2000 年	1,468	1,616	1,656	1,692
2001 年	1,516	1,422	1,052	875
2002 年	983	1,037	1,055	1,486
2003 年	1,739	2,144	2,312	4,323
2004 年	5,263	3,638	4,027	5,106
2005 年	4,571	3,651	2,413	2,920
2006 年	2,494	2,550	3,633	4,169
2007 年	4,669	5,998	7,415	10,318
2008 年	7,343	9,748	7,123	1,169
2009 年	1,561	2,714	2,811	3,402
2010 年	3,027	3,307	2,353	2,364

资料来源：BLOOMERG

表 2：全球干散货海运需求预测

单位：百万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
铁矿石	596	664	722	783	843	900	995	1,056
增速	14%	11%	9%	8%	8%	7%	11%	6%
煤炭	650	673	704	751	773	776	899	921
增速	9%	4%	5%	7%	3%	0%	16%	2%
粮食	273	273	290	302	323	317	341	344
增速	3%	0%	6%	4%	7%	-2%	8%	1%
铝土	65	69	75	89	94	72	84	93
增速	8%	6%	9%	19%	6%	-23%	17%	11%
磷矿石	31	31	30	32	31	19	23	27
增速	7%	0%	-3%	7%	-3%	-39%	21%	17%
5 种大宗散货合计	1,616	1,709	1,822	1,958	2,068	2,084	2,342	2,441
增速	10%	6%	7%	7%	6%	1%	12%	4%
小宗散货合计	971	1,009	1,081	1,141	1,131	1,019	1,131	1,184
增速	7%	4%	7%	6%	-1%	-10%	11%	5%
干散货合计	2,586	2,718	2,903	3,099	3,199	3,102	3,473	3,625
增速	9%	5%	7%	7%	3%	-3%	12%	4%

资料来源：CLARKSONS

表 3：全球干散货船队运力投放预测

m. DWT, end	2007	2008	2009	2010	Aug*	2011E	2012E
干散货船订单总量	246.7	323.8	303.2	283.7	236.1		
新增订单量	170.0	107.5	34.8	82.0	17.6		
新船投放量	24.7	24.5	43.0	79.9	59.2	89.7	84.6
拆解量	0.6	5.5	10.5	5.8	16.9	28.1	22.3
改造增加量	0.1	7.4	8.9	4.5	2.5	6.7	
改造减少量	0.1	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	
全球干散货船队运力	391.8	417.4	458.4	536.4	580.2	603.6	665.9
增速	6.5%	6.5%	9.8%	17.0%	8.3%	12.7%	10.3%
Capesize 船 (>100,000)	131.6	143.5	170.0	209.3	229.5	241.0	264.3
增速	8.5%	9.0%	18.5%	23.1%	9.8%	15.3%	9.6%
Panamax 船 (60-100,000)	108.3	114.8	121.1	136.5	147.0	152.7	172.5
增速	6.4%	6.0%	5.5%	12.7%	7.6%	11.8%	13.0%
Handy 船 (40-60,000)	76.9	82.9	91.9	109.0	119.9	123.7	138.7
增速	7.4%	7.9%	10.8%	18.6%	10.2%	13.6%	12.2%
Handysize 船 (10-40,000)	75.0	76.2	75.5	81.6	83.6	86.2	90.4
增速	2.4%	1.6%	-1.0%	8.1%	3.0%	6.2%	4.8%

资料来源：CLARKSONS

4. 航运股估值处于历史最低区域，若市场反弹存在交易性机会

10 月份以来，香港主要航运股强劲反弹，其中：中国远洋（1919.HK）、中海集运（2866.HK）、中海发展（1138.HK）、东方海外（0316.HK）、中外运航运（0368.HK）分别上涨 57%、52%、38%、28%和 24%。而同期恒生指数涨幅仅为 15%。近几个交易日以来港股航运股大幅跑赢恒指的主要原因是：1）1-9 月香港航运股跌幅远超恒指，至 9 月底主要航运股 PB 已经跌至 0.5 倍 PB 左右，处于历史最低水平附近；2）BDI 持续反弹，且 10 月 7 日以来有效突破 2000 点左右的盈亏平衡点。

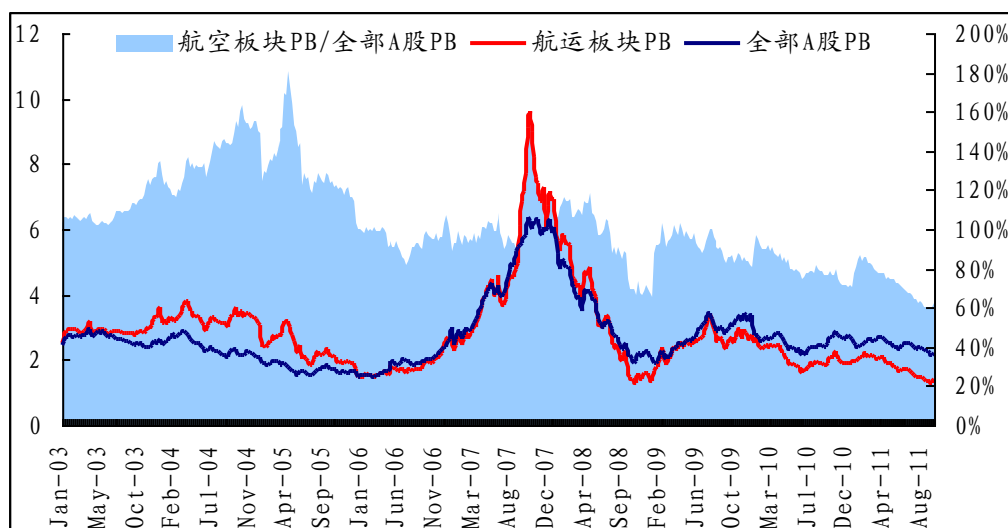
近两个交易日，在大盘反弹情况下，A 股航运股也出现强劲反弹，并显著跑赢同期上证指数。从估值角度看，目前 A 股航运股 PB 水平跌 1.4 倍 PB 左右，基本处于历史最低估值水平附近，且相对市场整体估值水平折价 40%左右。可以说是“最差的时候、最低的估值”，航运股股价已经对行业基本面进行了充分反应，估值继续下降的空间已经不大。短期来看，如果市场继续反弹，A 股航运股超跌之后存在交易性投资机会，建议关注中国远洋、中远航运、中海发展、中海集运、招商轮船。但行业趋势性投资机会的来临还需要等待供需基本面的实质性好转。

表 4：主要航运股业绩预测与评级

公司	10.13 股价	EPS			PE			PB	评级
		2010A	E2011	E2012	2010A	E2011	E2012		
中国远洋	6.77	0.66	-0.50	0.10	10	-14	68	1.5	中性-A
中远航运	5.74	0.26	0.15	0.25	22	38	23	1.5	增持-A
中海发展	7.41	0.50	0.40	0.50	15	19	15	1.1	增持-A
中海集运	3.08	0.36	-0.10	0.10	9	-31	31	1.2	增持-A
招商轮船	3.52	0.18	0.12	0.15	20	29	23	1.2	中性-A
长航油运	2.46	0.01	-0.20	0.05	246	-12	49	1.5	中性-A

资料来源：公司资料、安信证券研究中心

图 10: 目前 A 股航运股 PB 也处于历史最低水平附近



资料来源: WIND 资讯

分析师简介

吴莉：6 年证券行业研究经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口铁路行业研究；2008 年加入国泰君安证券研究所从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）；2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034