

[2009.09.30]

海运业：传统旺季下，运价或有回升

海运业 2009 年四季度策略

孙丽萍 林园远
010-59312823 021-38676654
sunliping@gtjas.com linyuanyuan@gtjas.com

四季度是散货和油轮的需求旺季：北半球冬季取暖用煤、取暖用油需求可能带动BDI 和油轮运价反弹，关注受益的中国远洋、中远航运、长航油运公司；中国国内四季度是煤炭需求旺季，关注受益的中海发展。

本报告导读：

投资要点：

- 四季度可能会发生什么？** 三季度集装箱运输需求旺季带来欧洲航线、美国航线运价的明显回升。预计圣诞节后欧美消费品需求有所减少，四季度集装箱运价将趋于平淡；

7-8 月份国内钢材价格下跌导致开工率下降，导致进口铁矿石减少，进而导致 BDI 持续下跌；目前钢材价格下跌趋势渐缓，随着房地产开工率上升可能带来钢材进一步需求增长，带动铁矿石需求稳定或回升，四季度全球煤炭、谷物运输需求增加可能带动 BDI 的反弹；

8 月份中国、印度、韩国油品进口量分别增长 18%、2.7%、3.6%，美国 8 月份油品进口下降 12%，但是从美国需求来看，8 月份需求增速为 -1.7%，负增速开始收窄。全球经济逐渐复苏以及季节性需求可能带动四季度油轮运价反弹。
- 2010 年行业景气度展望，运力交付限制复苏力度：** 2010 年全球经济逐渐复苏是大概率事件，海运行业需求将逐渐回暖。2006-2008 年行业景气时期订购的大量船舶的交付成为海运行业景气复苏的最主要影响因素。2010 年干散货船名义运力交付 1.01 亿载重吨、油轮 5000 万载重吨，集装箱。
- 海运股市场表现：** 1-9 月海运股上涨 58.9%，同期上证指数上涨 55.8%，海运股略跑赢市场。其中，以月度计算，海运股分别在 1 月、3 月和 7 月跑赢市场，月度跑赢的理由 1 月和 3 月受益于强周期性股票估值回升，7 月跑赢主要是基于对二季度持续跑输市场的修正。

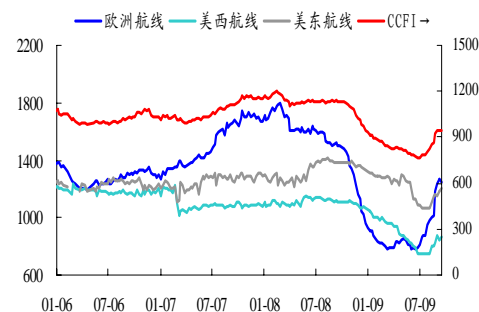
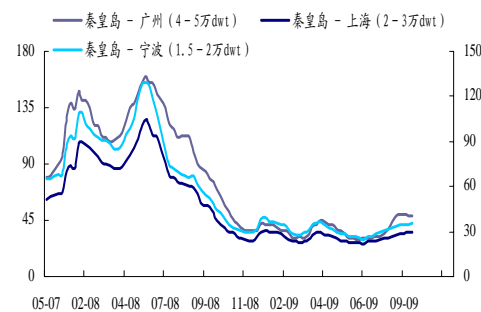
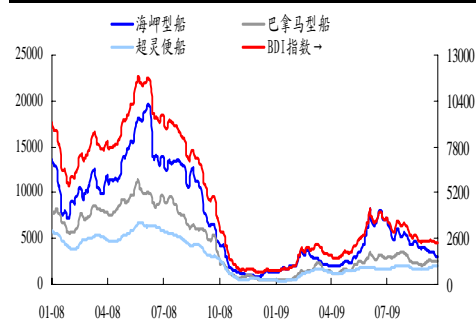
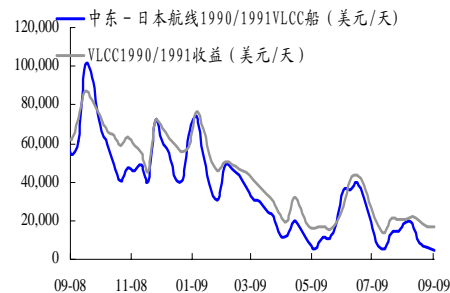
主要海运公司中，中国远洋、中海集运和长航油运是表现最好的三家公司，截止到 9 月 25 日，年内分别上涨 72%、69%和 65%。

8-9 月海运公司持续跑输市场，如果四季度市场运价有反弹，我们预期海运股可能在四季度跑赢市场。
- 四季度投资策略：** 四季度传统旺季下，BDI、油轮运价及沿海煤炭运价可能反弹或回升，海运股连续 8-9 月份跑输市场，四季度行业可能跑赢市场。推荐受益 BDI 反弹的中国远洋、中远航运；受益沿海煤炭运价上涨的中海发展；受益油轮运价反弹的长航油运。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

水上运输业 增持



相关报告

- 海运业：集运、煤碳运价继续回升 (09.08.18)
- 海运业：油轮、集装箱运价回升 (09.08.10)
- 海运业：行业景气延续回升态势，增持 (09.08.03)

目录

1. 油轮：四季度运价可能反弹，预期 2010 年市场缓慢复苏.....	4
1.1. 需求：中国原油进口增速 10%以上，美国油品需求负增速开始收窄	4
1.1.1. 中国和印度油品进口量占全球比重上升	4
1.1.2. 四季度，美国油品需求可能环比好转	4
1.1.3. 四季度中国和印度油品进口增速将在 10%以上.....	6
1.1.4. 四季度和 2010 年全球油品需求将回升	7
1.2. 运力：8 月投放速度有所放缓，单壳油轮拆解可能加速	8
1.3. 四季度油轮运价可能反弹，预期 2010 年油轮市场缓慢复苏.....	9
2. 干散货：四季度 BDI 可能反弹，2010 年 2000-3000 点震荡	11
2.1. BDI：四季度反弹概率大，2010 年 2000-3000 点之间震荡	11
2.1.1. 国际铁矿石需求回升，国内铁矿石短期需求仍平淡，	11
2.1.2. 运力：8 月交付速度有所放缓.....	13
2.1.3. 四季度传统旺季下 BDI 可能反弹，2010 年 BDI 在 2000-3000 点之间震荡	14
2.2. 沿海煤炭运输：11-12 月运价可能继续上涨	15
2.2.1. 沿海煤炭运输需求开始好转	15
2.2.2. 煤炭运输价格有望 11-12 月份继续上涨	17
3. 集装箱运输：旺季后运价趋于稳定.....	18
3.1. 美国、欧洲发达国家消费信心指数回升，运输需求逐渐好转.....	18
3.2. 四季度运价展望：旺季后趋于平淡.....	19
4. 市场表现：1-9 月略跑赢市场，8-9 月跑输市场.....	20
5. 四季度投资策略：BDI、油轮可能反弹带来的交易性机会.....	21
6. 附件.....	22

图表目录

图 1: 美国油品需求 8 月降幅收窄.....	5
图 2: 美国 2009 年 1-9 月周原油进口量.....	5
图 3: 美国原油库存.....	6
图 4: 中国 2009 年 1-8 月原油进口量.....	6
图 5: 中国 2009 年 1-8 月成品油进口量.....	7
图 6: 四季度油品需求预测.....	7
图 7: 1-8 月份全球油轮交付数目.....	8
图 8: 1-8 月份全球成品油轮交付数目.....	8
图 9: VLCC 中东-日本航线期租水平.....	10
图 10: MR 船期租水平.....	10
图 11: 1991-2008 年月度 VLCC 船 WS 指数.....	10
图 12: 国际钢材价格稳中有升.....	12
图 13: 国内钢材价格回落, 等待房地产开工率回升带来价格回升.....	12
图 14: 国内钢材库存处于高位.....	12
图 15: 港口铁矿石库存继续升高.....	13
图 16: 散货船运力交付数据.....	13
图 17: 散货船拆解数据.....	14
图 18: BDI 走势.....	15
图 19: BDI 走势的季节性.....	15
图 20: 火电发电量持续增长.....	16
图 21: 夏季用电高峰过去, 直供电厂耗煤略有回落.....	16
图 22: 秦皇岛港口煤炭吞吐量: 9 月至今, 煤炭港口吞吐量则为 60.2 万吨。比上月略有回落。	16
图 23: 国内煤炭进口量 8 月份明显减少.....	17
图 24: 沿海煤炭运输价格: 7-8 月份持续上涨, 9 月份运价基本稳定.....	17
图 25: 沿海煤炭运价一般呈现两头高, 中间低走势.....	18
图 26: 美国消费信心指数持续回升.....	18
图 27: 欧元区消费信心指数.....	19
图 28: 中国出口集装箱运价指数.....	19
图 29: 中国集装箱出口运价指数的季节性.....	20
图 30: 海运股 PB 估值和相对市场 PB 估值.....	21
表 1: 2008 年全球原油进口量比重.....	4
表 2: 2009-2010 年全球油轮运力增速.....	9
表 3: 散货船 FFA 数据.....	15
表 4: A 股海运股市场表现.....	20
表 5: 主要海运公司预测与估值.....	21
表 6: 全球海运股市场表现.....	22
表 7: 全球海运股估值数据.....	22

1. 油轮：四季度运价可能反弹，预期 2010 年市场缓慢复苏

1.1. 需求：中国原油进口增速 10%以上，美国油品需求负增速开始收窄

1.1.1. 中国和印度油品进口量占全球比重上升

全球原油贸易中，美国是全球第一大油品进口国，大约占全球油品进口量的 17% 左右；其次是日本，大约占全球油品进口量的 10%，中国是全球第三大油品进口国，油品进口量占全球油品贸易的 8% 左右。印度在 2008 年油品进口量已经超过韩国，成为全球第四大油品进口国，油品进口量占全球油品进口量的 7% 左右。

从发展趋势看，欧洲全球油品进口量 2005-2008 年占全球比重基本保持不变，美国、日本油品进口量略有下降。中国和印度两个发展中国家是全球油品贸易量增量的主要来源。从 2005 年到 2008 年，中国油品进口量占全球贸易量比重从 6.3% 上升到 2008 年的 8.4%，印度油品进口量占全球贸易量比重从 5.3% 上升到 6.6%。2009 年受到全球经济危机影响，欧洲、美国和日本等发达国家油品需求下降，预计油品进口量将下降，而中国和印度等发展中国家油品进口量仍保持增长，预计中国和印度进口量占全球贸易量比重将继续上升。

表 1：2008 年全球原油进口量比重

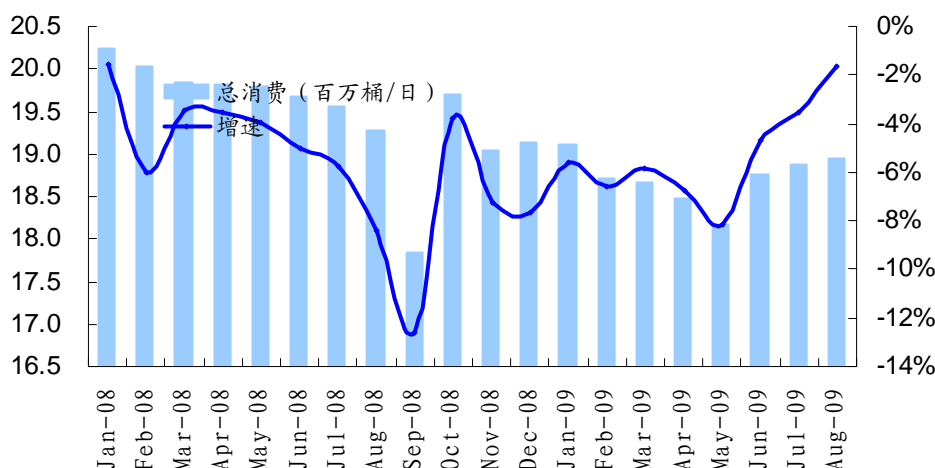
	日进口量 (百万桶)				比重			
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
美国	6.9	6.7	6.7	6.6	18.2%	17.3%	16.8%	16.7%
欧洲	10.4	10.7	10.9	10.9	27.4%	27.6%	27.4%	27.6%
日本	4.3	4.2	4.0	4.1	11.3%	10.8%	10.1%	10.4%
中国	2.4	2.7	3.0	3.3	6.3%	7.0%	7.5%	8.4%
印度	2.0	2.1	2.3	2.6	5.3%	5.4%	5.8%	6.6%
其它亚洲	5.5	6	5.9	5.9	14.5%	15.5%	14.8%	14.9%
其它	8.4	8.5	9.3	8.7	22.2%	21.9%	23.4%	22.0%
合计	37.9	38.8	39.8	39.5	100%	100%	100%	100%

数据来源：CLARKSONS，国泰君安证券

1.1.2. 四季度，美国油品需求可能环比好转

美国受到金融危机影响，09 年以来需求同比明显放缓，但是月度负增速数据逐渐收窄。根据美国能源协会统计，8 月美国石油油品需求同比下降 1.7%，是年内以来下降幅度最小的月份。8 月份美国石油进口量同比下降 12%。预计随着美国经济逐渐好转和冬季取暖用油需求增加，四季度以及 2010 年美国油品需求将逐渐增加，进而带动油品进口量增加。

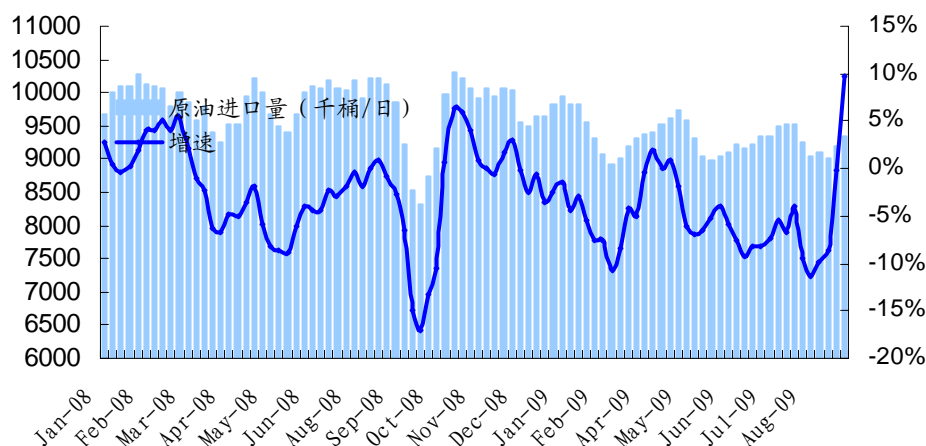
图 1: 美国油品需求 8 月降幅收窄



数据来源: EIA, 国泰君安证券

1-8 月美国原油进口同比下降 5%，最新一周数据显示，美国原油进口量为日 9342 千桶，环比增长 1.5%，同比上涨 9.7%。这有可能是偶然一周的数据，也有可能表明美国油品需求和进口量开始好转。后续数据仍需要跟踪。

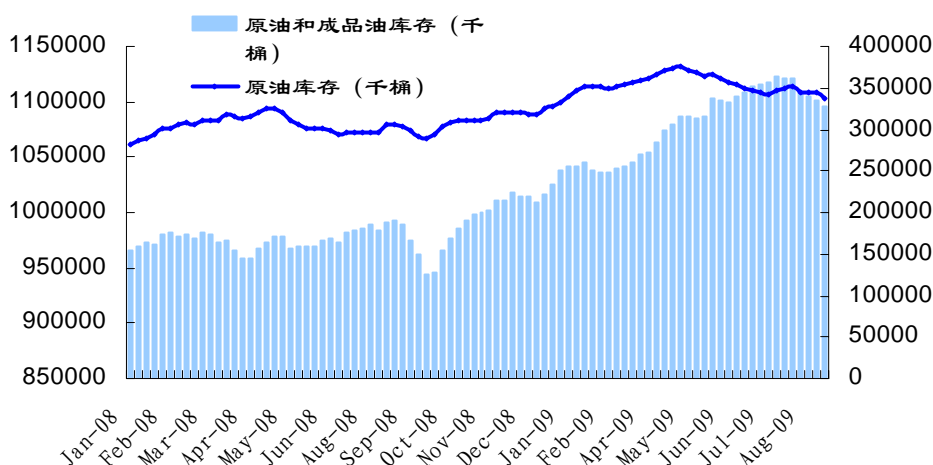
图 2: 美国 2009 年 1-9 月周原油进口量



数据来源: EIA, 国泰君安证券

美国原油和成品油库存数据是我们跟踪美国需求的另一指标。09 年以来美国油品库存持续上涨，7 月份美国油品库存达到年内最高点，7 月以后美国油品库存数据开始缓慢下降。

图 3: 美国原油库存



数据来源: EIA, 国泰君安证券

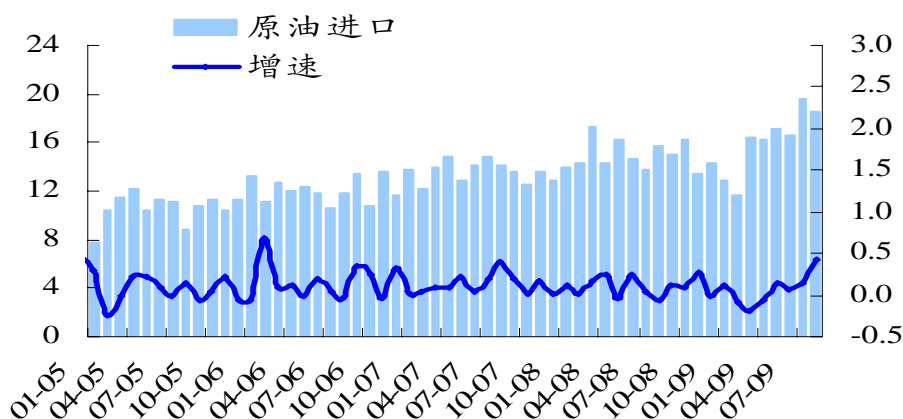
1.1.3. 四季度中国和印度油品进口增速将在 10% 以上

中国经济二季度后逐渐走出低谷，油品进口量从 4 月份开始出现正增长。8 月份中国原油进口 1847 万吨，同比增长 18%。1-8 月份中国进口原油 12886 万吨，同比增长 7.4%；1-8 月份中国进口成品油 2611 万吨，同比下降 9%。

预计中国四季度经济仍将处于好转中，油品需求以及油品进口量将延续二季度以来持续上涨态势，预计四季度中国油品进口增速将在 10% 以上。

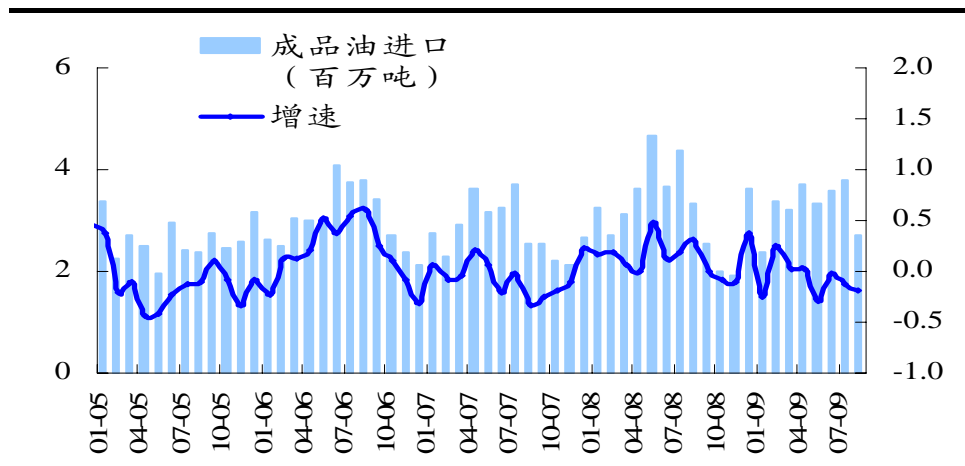
世界第四大油品进口国-印度 8 月份原油进口量同比增长 2.7%，CLARKSONS 预计印度 2009 年全年油品进口量增速在 10% 左右；世界第 5 大原油购买国韩国 8 月份的原油进口量比去年同期增加了 3.6%，达到了 7277.4 万桶。

图 4: 中国 2009 年 1-8 月原油进口量



数据来源: 国泰君安证券

图 5: 中国 2009 年 1-8 月成品油进口量



数据来源: 国泰君安证券

1.1.4. 四季度和 2010 年全球油品需求将回升

四季度是需求传统旺季, 北半球取暖用油增加将带来油品四季度需求环比增加。EIA 最新月报预测, 四季度全球油品需求为每日 84.48 百万桶, 同比增长 0.3%, 环比增长 0.25%。将扭转 2008 年三季度以来持续负增长态势。2010 年随着全球经济复苏, 全球油品需求将继续呈现增长态势, 但是美国、欧洲、日本等国家经济复苏的程度将决定全球油品需求复苏的程度。

图 6: 四季度油品需求预测

	2008				2009				2010			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<i>(million barrels per day)</i>												
OECD	48.97	47.35	46.68	47.26	46.36	44.36	45.11	46.04	46.06	44.46	44.97	46.09
U.S. (50 States)	20.04	19.76	18.9	19.3	18.84	18.47	18.74	18.85	18.97	18.93	18.93	19.09
U.S. Territories	0.27	0.28	0.29	0.23	0.22	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.25	0.26
Canada	2.31	2.19	2.28	2.26	2.19	2.14	2.24	2.25	2.25	2.18	2.28	2.28
Europe	15.33	15.06	15.54	15.43	14.92	14.24	14.8	14.99	14.58	14.2	14.63	14.82
Japan	5.45	4.63	4.34	4.71	4.72	4	4.02	4.46	4.61	3.76	3.82	4.23
Other OECD	5.57	5.42	5.33	5.33	5.47	5.25	5.06	5.24	5.4	5.13	5.06	5.41
Non-OECD	37.51	38.54	38.51	36.98	36.67	38.53	39.16	38.44	38.32	39.29	39.57	39.55
Former Soviet Union	4.3	4.31	4.35	4.38	4.11	4.16	4.19	4.27	4.09	4.09	4.12	4.2
Europe	0.79	0.79	0.8	0.8	0.77	0.77	0.83	0.81	0.79	0.78	0.85	0.82
China	7.86	7.89	8.1	7.56	7.55	8.28	8.39	8.09	8.2	8.37	8.46	8.46
Other Asia	9.52	9.61	8.96	8.76	9.09	9.26	9.05	9.22	9.29	9.36	9.08	9.47
Other Non-OECD	15.04	15.95	16.31	15.49	15.15	16.06	16.7	16.05	15.95	16.69	17.06	16.6
Total World Consumption	86.48	85.89	85.2	84.24	83.03	82.89	84.27	84.48	84.39	83.75	84.54	85.64
增速	0.9%	1.3%	-1.3%	-3.0%	-4.0%	-3.5%	-1.1%	0.3%	1.6%	1.0%	0.3%	1.4%

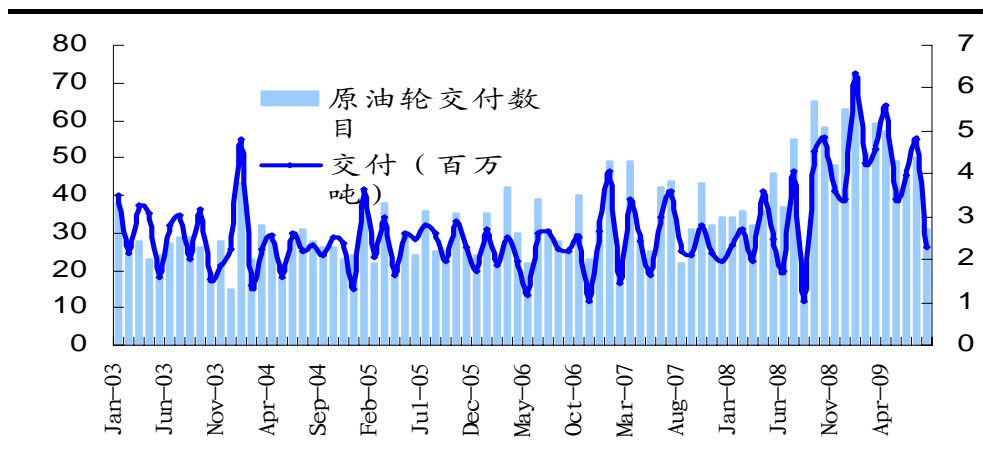
数据来源: EIA, 国泰君安证券

1.2. 运力：8 月投放速度有所放缓，单壳油轮拆解可能加速

1-8 月份全球共交付原油轮 414 艘，3520 万载重吨，同比分别增长 77%；成品油轮 161 艘，1028 万载重吨，同比分别增长 83%。月度数据显示，受到市场低迷影响，油轮交付速度有所放缓。8 月份原油油轮交付 227 万吨，成品油轮交付 112 万吨，已经与 2008 年月度平均交付数据基本持平。

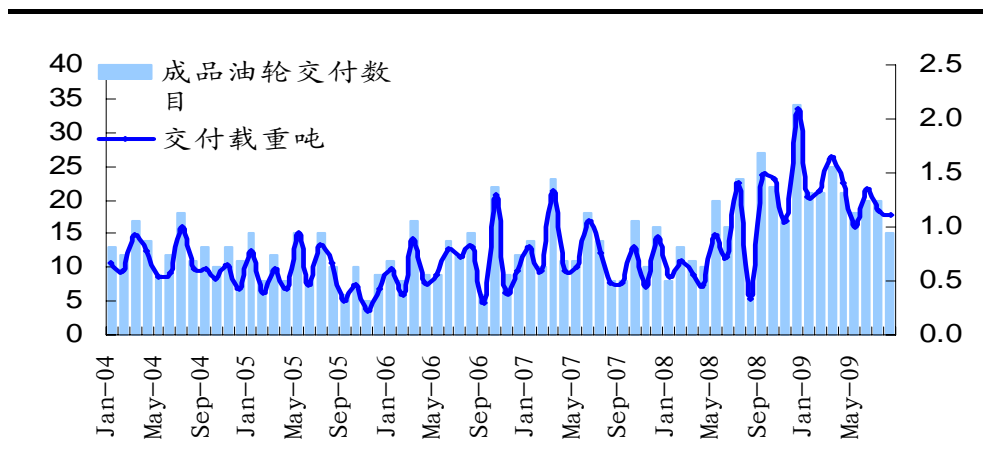
由于二、三季度油轮市场持续低迷，VLCC 期租下跌到 20000 美元左右，大大低于 34000-38000 美元左右的盈亏平衡点。船东开始计划提前淘汰单壳油轮。全球第一大油轮公司-挪威前线公司最近宣布，将把 10 艘单壳油轮拿去拆解。预计当前油轮行业持续低迷将导致单壳油轮提前拆解。这对市场运力交付压力将有所减轻。

图 7：1-8 月份全球油轮交付数目



数据来源：CLARKSONS，国泰君安证券

图 8：1-8 月份全球成品油轮交付数目



数据来源：CLARKSONS，国泰君安证券

表 2: 2009-2010 年全球油轮运力增速

	2005	2006	2007	2008	Jun*	2009	2010
Orderbook (end period)	85.7	147.2	163.4	176.3	146.9		
New Orders	29.9	88.6	48.1	53.0	1.0		
Newbuildings Delivered	29.8	26.0	30.8	36.3	26.3	58.5	50.3
Sold for Scrap	4.0	3.0	3.4	4.1	2.1	7.1	36.9
Miscellaneous Additions	0.2	0.2	0.9	0.3			
Miscellaneous Removals	2.8	3.1	6.4	10.9	6.0	6.0	
Total Tanker Fleet > 10,000	343.4	363.5	385.4	407.0	425.2	452.5	465.9
% change	7.2%	5.8%	6.0%	5.6%	4.5%	11.2%	3.0%
VLCC	137.7	142.4	148.1	153.9	160.6	168.3	164.1
% change	5.5%	3.4%	4.1%	3.9%	4.3%	9.3%	-2.5%
Suezmax	49.2	52.8	55.0	55.5	56.8	63.0	67.3
% change	7.9%	7.4%	4.3%	0.9%	2.3%	13.4%	6.9%
Aframax	67.7	71.4	76.5	80.9	86.0	91.2	97.0
% change	8.5%	5.5%	7.1%	5.8%	6.2%	12.7%	6.4%
Panamax	18.7	21.3	23.9	26.1	27.3	29.0	29.6
% change	15.4%	13.8%	12.1%	9.1%	4.8%	11.1%	2.4%
Handy	70.1	75.6	81.8	90.6	94.5	101.1	107.8
% change	6.9%	7.8%	8.2%	10.8%	4.3%	11.5%	6.7%

数据来源: CALRKSONS, 国泰君安证券

1.3. 四季度油轮运价可能反弹, 预期 2010 年油轮市场缓慢复苏

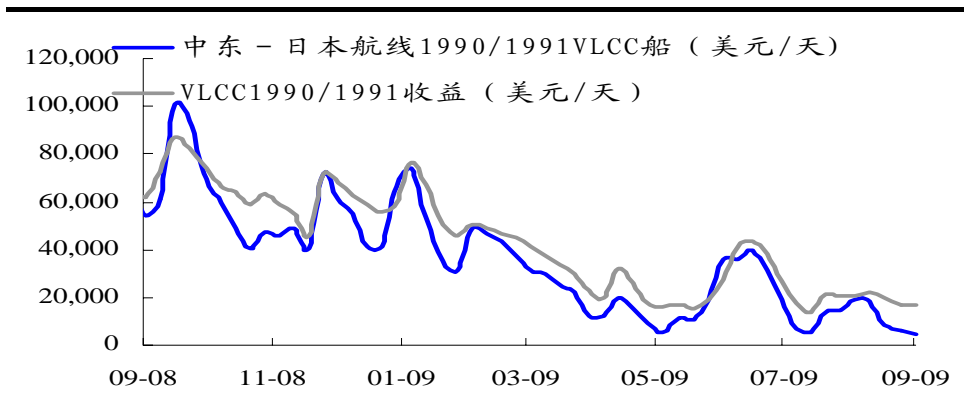
受到需求放缓和运力投放过快影响, 油轮期租水平今年以来持续下跌。VLCC 中东-日本航线 1-3 季度平均期租水平为每天 30000 美元, 08 年同期平均期租水平为每天 105897 美元, 同比下降 72%。

MR 船 09 年 1-3 季度每天平均期租水平为 8025 美元, 08 年同期平均期租水平为每天 23414 美元, 同比下降 66%。

四季度是油轮市场传统旺季, 四季度市场需求将环比上升, 单壳油轮拆解速度可能加快, 预计四季度油轮运价将有所反弹。但是美国、欧洲、日本等主要油品需求国家经济仍处在缓慢复苏过程, 同时失业率持续上升抑制油品需求, 因此油品需求回暖将是缓慢过程。

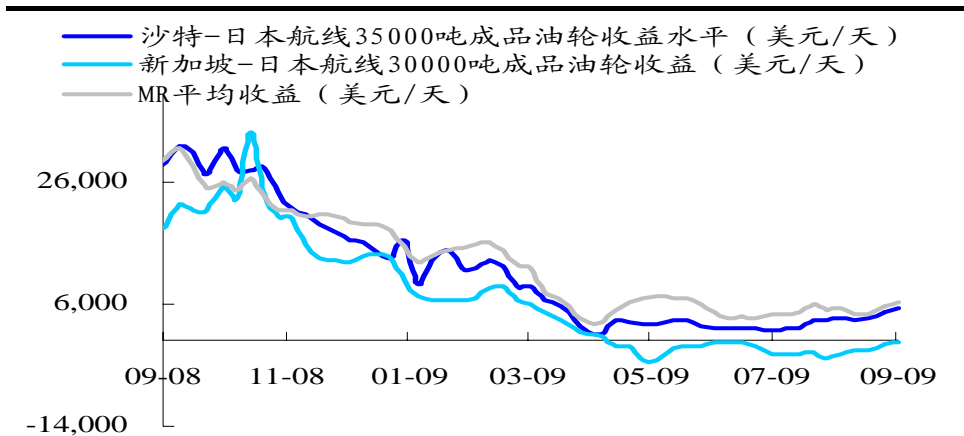
2010 年在全球经济回暖背景下, EIA 预计全球油品需求增速在 1.5% 左右, 同时 2010 年单壳油轮拆解将明显降低油轮运力投放速度。2010 年市场供需关系和 2009 年相比将有明显改善。预计 2010 年市场运价水平将缓慢复苏。

图 9: VLCC 中东-日本航线期租水平



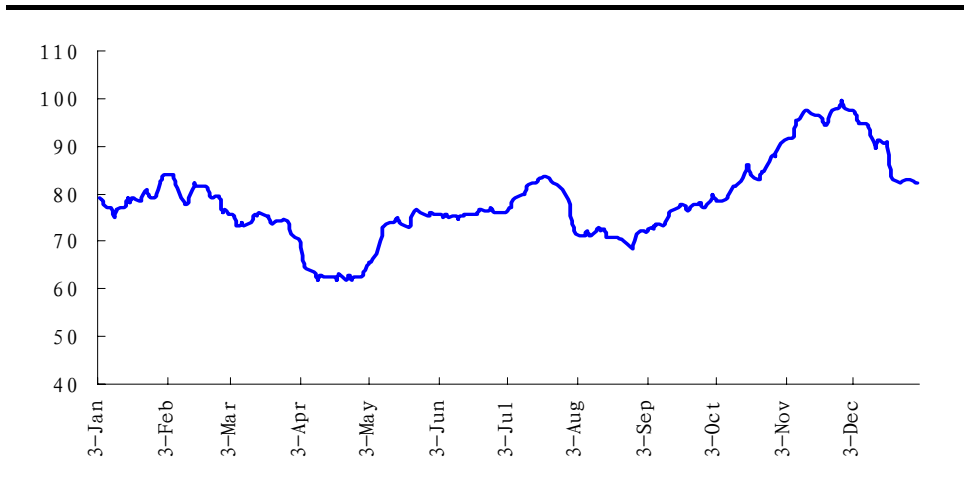
数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券

图 10: MR 船期租水平



数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券

图 11: 1991-2008 年月度 VLCC 船 WS 指数



数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券

2. 干散货：四季度 BDI 可能反弹，2010 年 2000-3000 点震荡

2.1. BDI：四季度反弹概率大，2010 年 2000-3000 点之间震荡

受到中国钢材价格下跌导致的铁矿石需求减少因素，全球干散货指数 BDI 从 6 月份年内最高点 4291 点下跌了 2000 点，最新价格为 2200 点左右。

我们认为四季度船舶交付月度数据在 300-400 万吨左右，大幅度交付可能受到船厂能力以及船东意愿的限制。

BDI 走势更多将受到四季度需求方面的影响。四季度需求方面正面的因素包括全球煤炭、谷物需求将进入运输旺季，国际钢厂逐渐开工，铁矿石需求将回升；负面因素主要是中国钢材价格目前处在低位限制国内钢厂的开工热情，同时国内钢材和港口铁矿石处于高位都是对铁矿石进口量增加的抑制。

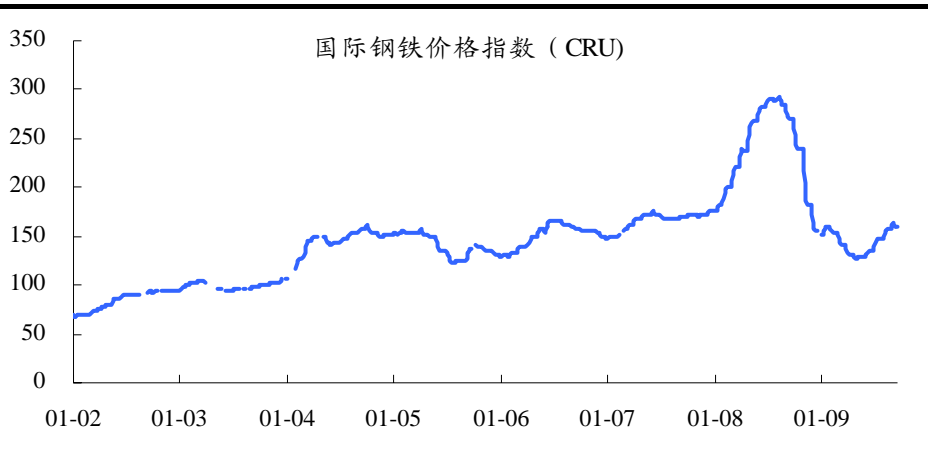
整体上，由于国内钢材价格下跌空间逐渐放缓，房地产开工率加快可能拉动钢材需求回升，国内铁矿石进口量可能企稳，加上全球铁矿石、煤炭和谷物贸易可能环比回升，四季度 BDI 在目前较低价格上反弹可能性较大。

2.1.1. 国际铁矿石需求回升，国内铁矿石短期需求仍平淡，

国际铁矿石需求：国际钢厂开工率逐渐回升，国际铁矿石贸易将逐渐回升。

- ✓ **新日铁君津厂 10 月份将重启闲置的 2 万吨日产能：**由于需求恢复，以及为补偿 5 号高炉因换衬而减少的产量，日本新日铁公司君津厂闲置的 2 万吨日产能将在 10 月份重新投产。
- ✓ **JFE 将于 10 月重启西部生铁厂：**日本 JFE 钢公司日前宣布，将于 10 月重启其位于东京西部的一家利用废钢生产生铁的工厂。该厂于去年 8 月份投产，年产能为 50 万吨。
- ✓ **俄新钢重启利佩茨克钢厂电炉：**俄新钢于 2009 年 4 月关闭了利佩茨克钢厂的电炉炼钢。近期随需求及销量的好转，俄新钢计划重启利佩茨克钢厂电炉。据称，利佩茨克钢厂年产电炉钢约 16 万吨。
- ✓ **安赛乐米塔尔将陆续重启美国高炉：**安赛乐米塔尔美国公司将重启位于克利夫兰扁平材厂的年产能约 150 万短吨的 C-6 号高炉。公司正根据需求逐步释放产能，公司表示会对缓慢的市场重建过程持谨慎乐观的态度，并将在稍后公布 C-6 高炉重启的时间表和员工召回的具体数目。安赛乐米塔尔公司还计划在 10 月初重启印第安纳港钢厂的一座高炉。
- ✓ **塔塔 Corus 将于 10 月重启 4 号高炉：**印度塔塔 Corus 钢铁公司将在 10 月中旬重启塔尔伯特港厂的 4 号高炉，但重启后的具体产能利用率仍未知。该 4 号高炉年产能约 200 万吨，于去年 12 月份停产。

图 12: 国际钢材价格稳中有升



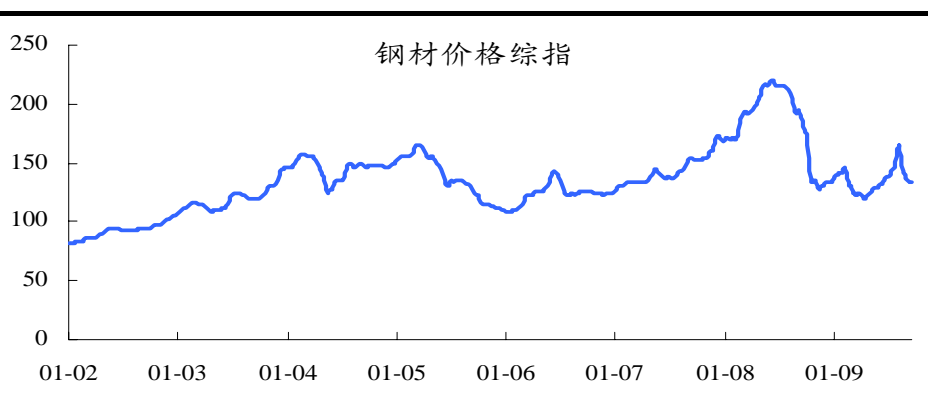
数据来源: 我的钢铁网, 国泰君安证券

中国铁矿石需求: 短期受到国内钢材价格下跌、国内钢铁库存高企、港口铁矿石处在高位影响, 国内铁矿石需求将平淡。

四季度我们认为中国铁矿石进口可能在目前基础上有所好转, 正面的驱动因素主要是房地产开工率回升可能带动钢铁需求回升;

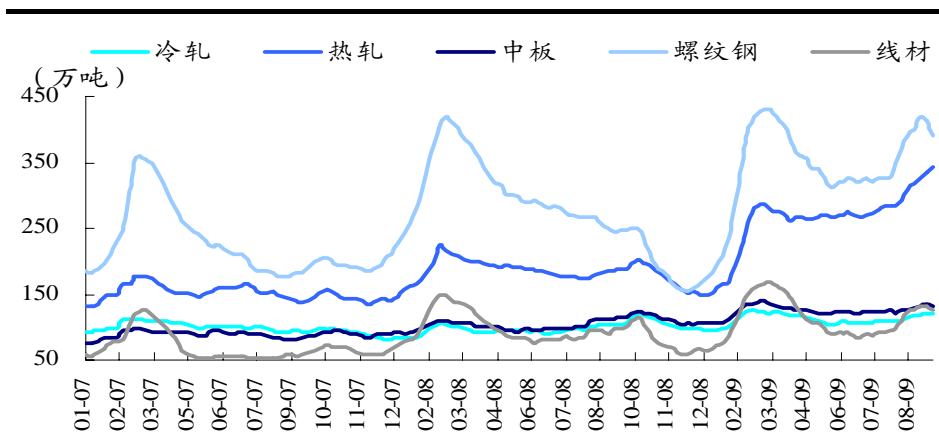
预计 2010 年全球经济复苏将带动全球铁矿石价格上涨, 年底国内贸易商可能在预期铁矿石价格未来上涨背景下囤积铁矿石而导致年底国内铁矿石进口量增加。

图 13: 国内钢材价格回落, 等待房地产开工率回升带来价格回升



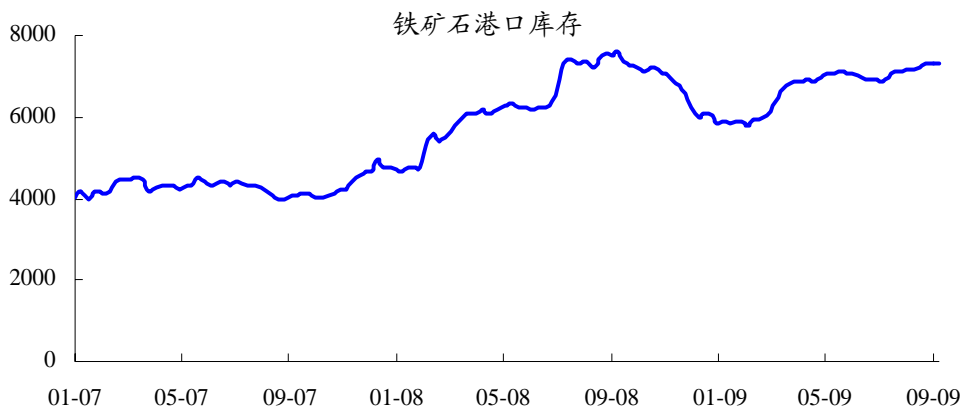
数据来源: 我的钢铁网, 国泰君安证券

图 14: 国内钢材库存处于高位



数据来源：我的钢铁网，国泰君安证券

图 15: 港口铁矿石库存继续升高



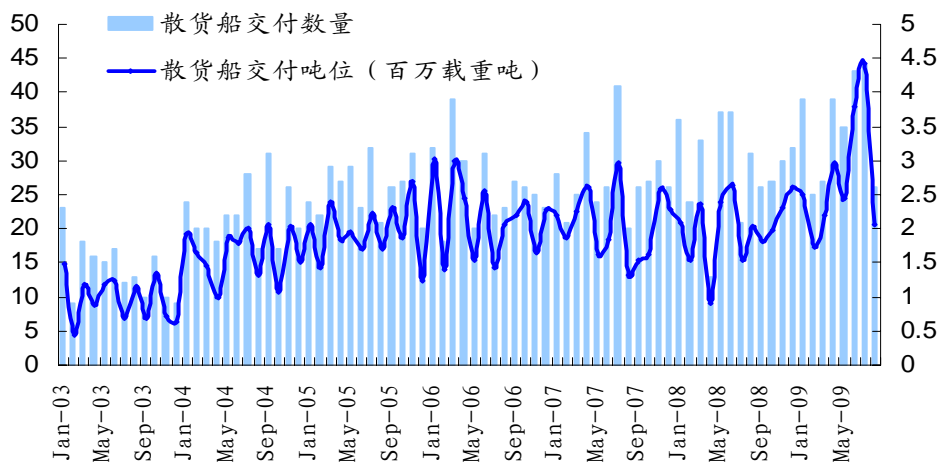
数据来源：我的钢铁网，国泰君安证券

2.1.2. 运力：8月交付速度有所放缓

8月份散货船共交付26艘船，206万载重吨，而6-7月份月度交付分别为380万和443万载重吨，环比明显减少，我们预计可能是因为运价下跌导致船东推迟交船。

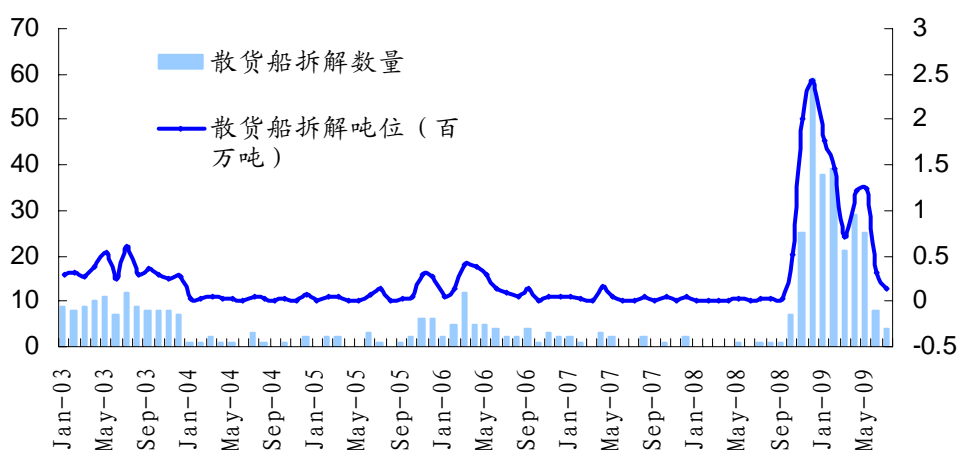
1-8月份干散货船共交付278艘，2217万载重吨，同比增长43%。1-8月份船舶拆解800万载重吨，08年1-8月份船舶拆解量为60万载重吨，09年拆解大幅度增加。船舶实际投放市场在1400万载重吨。

图 16: 散货船运力交付数据



数据来源：CLARKSONS，国泰君安证券

图 17: 散货船拆解数据



数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券

2.1.3. 四季度传统旺季下 BDI 可能反弹, 2010 年 BDI 在 2000-3000 点之间震荡

BDI09 年以来的上涨主要是中国铁矿石进口量驱动, 9 月份以来国内钢材价格下跌导致的钢厂减产进而影响到铁矿石进口量, 因此 BDI 近期持续下跌。目前除了中国以外其它国家钢厂开工率逐渐回升, 铁矿石进口量回升, 四季度煤炭和谷物进入需求旺季, 贸易量预计环比回升。

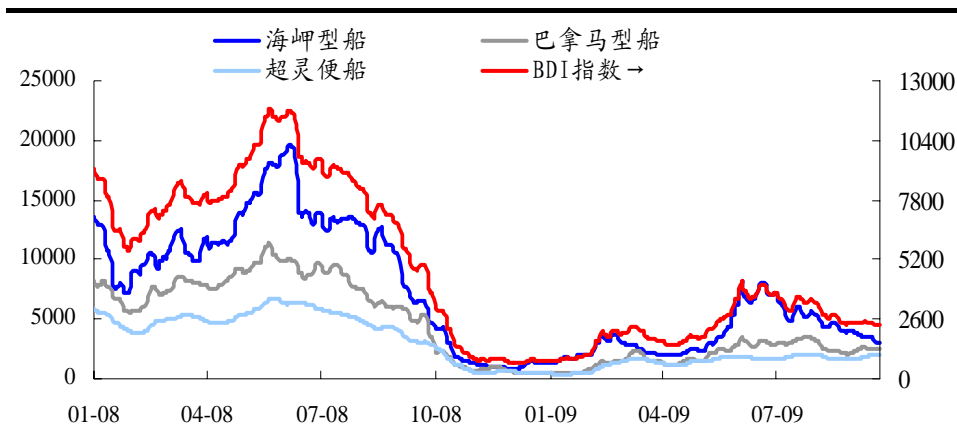
中国钢材价格下降趋势趋缓, 对铁矿石的需求将从前期减少逐渐趋于稳定。预期 2010 年全球铁矿石长协价格将高于 2009 年, 四季度国内贸易商可能囤积铁矿石带来国内铁矿石进口量增长。

目前 BDI 已经从年内高点 4200 点左右下跌到 2200 点左右, 未来下跌空间不大, 国内铁矿石需求趋稳, 国际铁矿石需求增加、煤炭和谷物贸易量增加可能带动 BDI 反弹。

2010 年市场最大不确定性来自实际的运力投放。2009 年名义运力投放在 7000 万载重吨, 事实上 1-8 月船舶交付只有 2200 万载重吨。市场运价水平影响船东交船欲望。目前海岬型船盈亏平衡点大约在 BDI2600-2800 点左右, 低于盈亏平衡点的市场背景将导致船东推迟交船行为。这可以从 1-4 月份 BDI2000 点以下船舶交付速度看出来, 而市场在 6 月份上涨到 4000 点以后, 6-7 月份两个月散货船交付明显加快, 而 8 月份 BDI 下跌到 3000 点以下, 8 月份的交船量又环比明显减少。

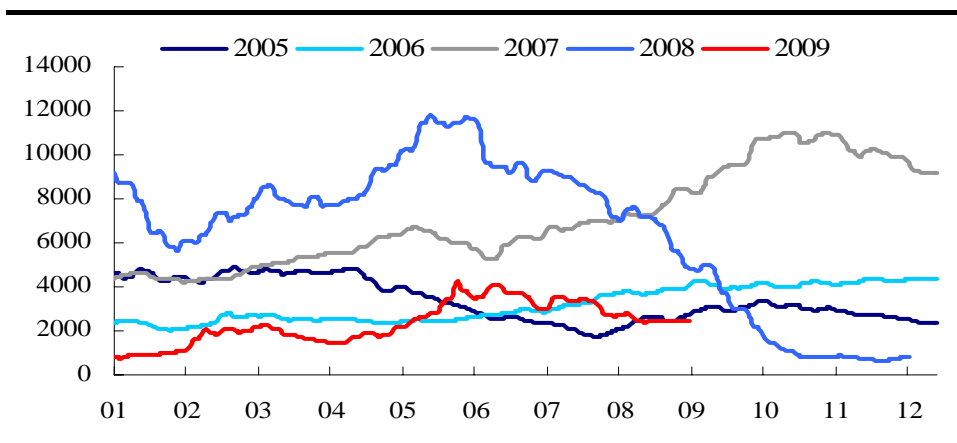
2010 年市场名义运力交付为 1.01 亿载重吨, 这么大的交船量将对市场供需关系产生较大压力。我们预计 2010 年船东仍将有大量船舶推迟行为, BDI 可能在盈亏平衡点之间震荡, 预计 BDI 震荡的点位在 2000-3000 点之间。

图 18: BDI 走势



数据来源: 国泰君安证券

图 19: BDI 走势的季节性



数据来源: 国泰君安证券

表 3: 散货船 FFA 数据

干散货平均航次期租 FFA 交易行情							
单位: 美元/天	09/10-12 月	10/1-3 月	10/4-6 月	10/7-9 月	2010	2011	2012
Capesize 平均四条期租航线	23469	22966	22424	21957	21913	21469	21356
Panamax 平均四条期租航线	17456	15498	15160	14695	14805	14390	14238
Supermax 平均五条期租航线	16756	14522	14117	13769	13750	13283	13069
Handsize 平均期租航线	11495	10825	10500	10255	10295	10250	10130

数据来源: 国泰君安证券

2.2. 沿海煤炭运输: 11-12 月运价可能继续上涨

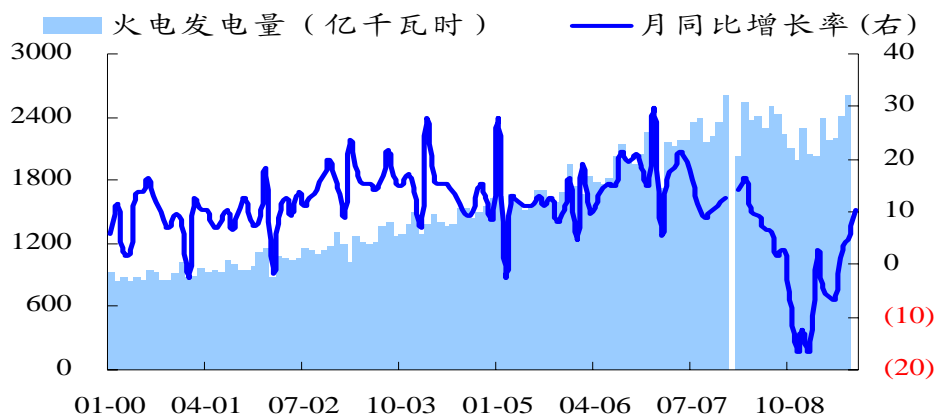
2.2.1. 沿海煤炭运输需求开始好转

行业基本面已经出现好转迹象。发电量 6 月份开始出现正增长。8 月份火电发电量增速为 10.5%，增速较 7 月份有所加快。预计随着四季度国内经济继续复苏，发电量增速将继续延续目前上涨态势，这支持沿海煤炭运输需求的增长。

从月度数据来看，9 月份夏季用电高峰刚过去，煤炭运输需求有所下降。从直供电厂周耗煤数据和港口煤炭发送量上来看，9 月份煤炭运输需求与 8 月份环比有所下降。

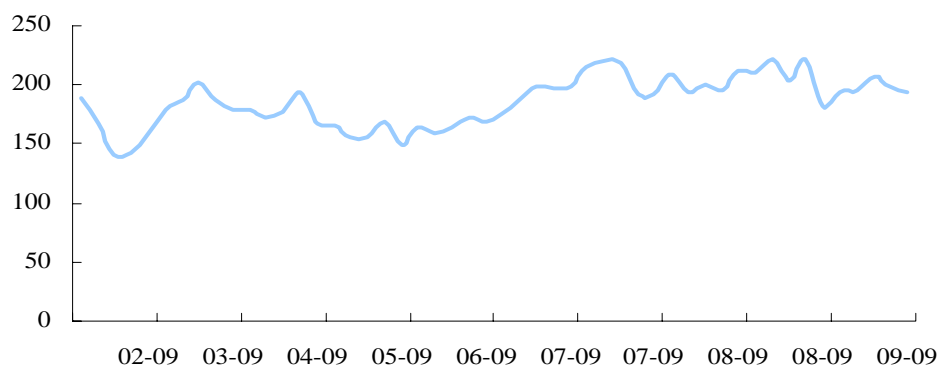
11-12 月份将进入到南方煤炭需求旺季，预计 11-12 月份煤炭运输价格有望继续上涨。

图 20: 火电发电量持续增长



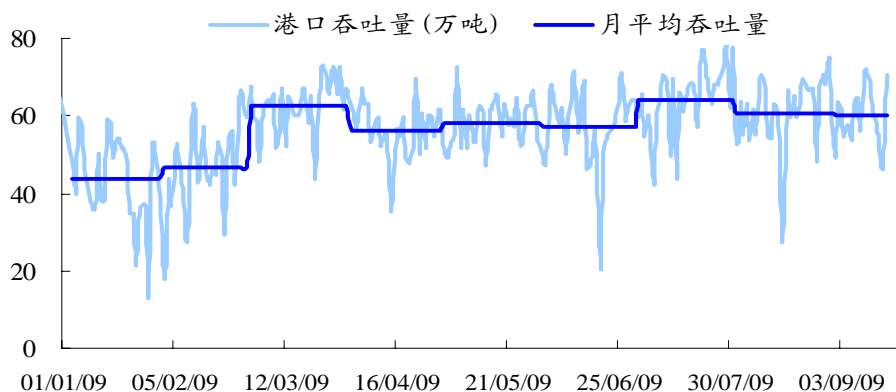
数据来源：国泰君安证券

图 21: 夏季用电高峰过去，直供电厂耗煤略有回落



数据来源：国泰君安证券

图 22: 秦皇岛港口煤炭吞吐量：9 月至今，煤炭港口吞吐量则为 60.2 万吨。比上月略有回落。

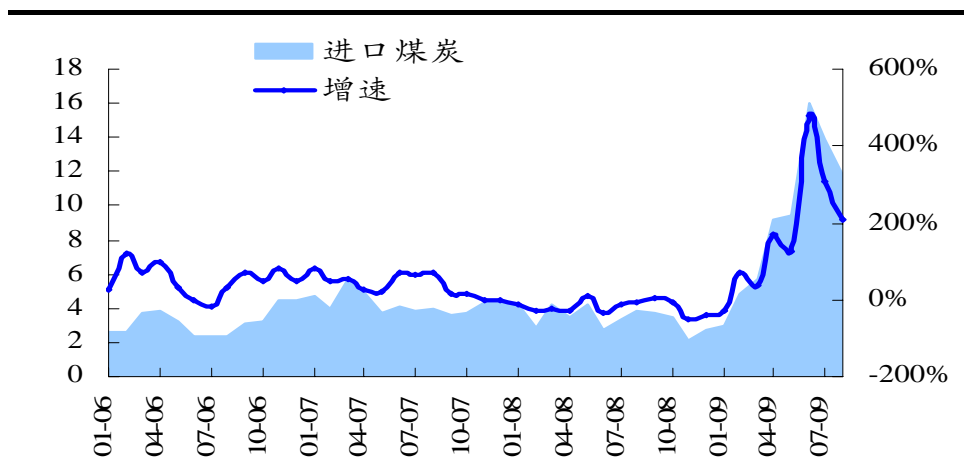


数据来源：国泰君安证券

7-8 月份煤炭运输价格的回升除了发电量增长带来需求回升以外，还有另外一个重要原因，就是国内煤炭进口量环比明显减少也部分增加了北煤南运煤炭的运输

需求。目前国际煤炭价格仍处在相对高位，澳洲煤炭离岸价格在 70 美元左右，加上 17% 的增值税和 17.5 美元左右的海运费，计算下来的到港价格大约在 680 元左右，与北煤南运的价格基本持平。我们预计四季度进口煤炭相对于国内煤炭价格没有价格优势，预计进口煤炭仍保持下降趋势。

图 23: 国内煤炭进口量 8 月份明显减少

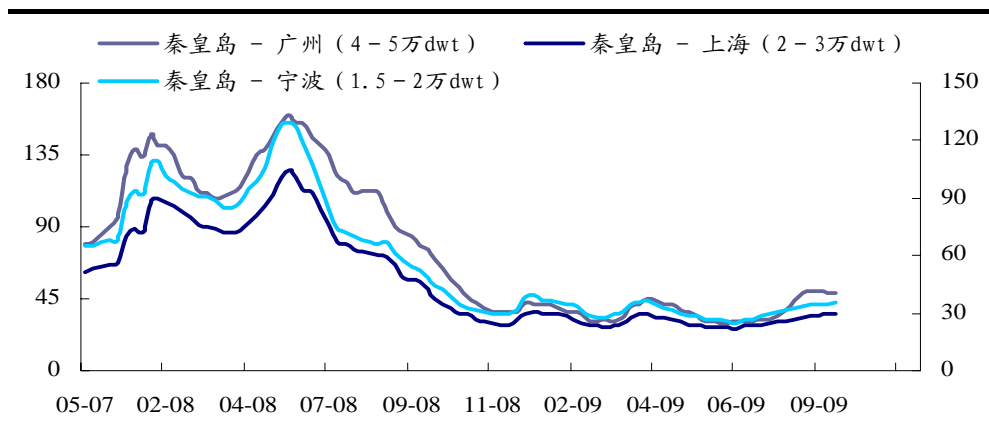


数据来源: 国泰君安证券

2.2.2. 煤炭运输价格有望 11-12 月份继续上涨

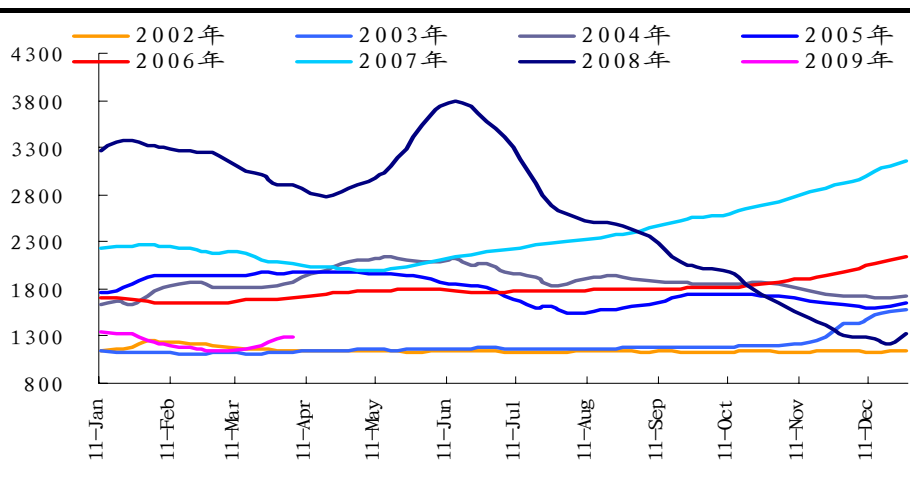
发电量与沿海煤炭运价相关性较大，6 月份以来火电发电量持续增长带来沿海煤炭运价的反弹。9 月份夏季用电高峰过去，沿海煤炭运输需求环比略有减少，沿海煤炭运价呈现稳定态势。预计 11-12 月份将到南方冬季用煤高峰，加上国内经济逐渐好转带来的发电量回升，我们预计沿海煤炭运价最坏的时候已经过去，预计四季度运价呈现稳定上升态势。

图 24: 沿海煤炭运输价格: 7-8 月份持续上涨, 9 月份运价基本稳定



数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券

图 25: 沿海煤炭运价一般呈现两头高，中间低走势



数据来源: 国泰君安证券

3. 集装箱运输: 旺季后运价趋于稳定

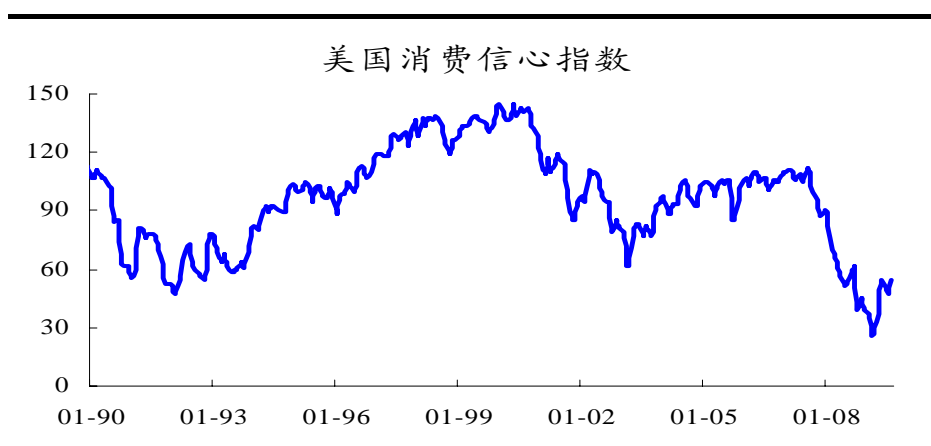
3.1. 美国、欧洲发达国家消费信心指数回升, 运输需求逐渐好转

集装箱运输的货物属于消费品, 需求主要集中在美国、欧洲、日本等发达国家。发达国家的经济以及消费信心回升是集装箱运输需求重要先行指标。

随着美国和欧洲经济逐渐恢复, 美国和欧洲消费信心指数开始从低点回升, 并且一直呈现回升态势。预计随着后续经济继续好转, 美国、欧洲等发达国家的消费品需求会逐渐回升。

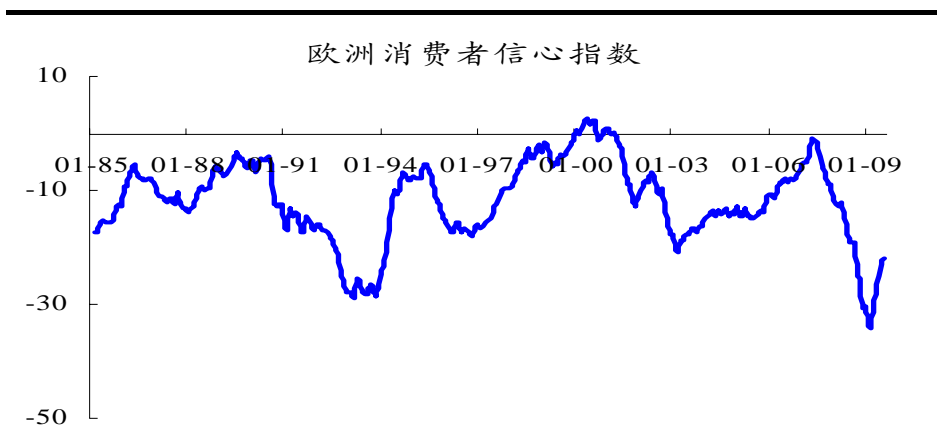
集装箱运输需求呈现一定季节性。一般来讲, 圣诞节前的 7-9 月是货物需求的旺季, 三季度需求是年内最好的季节。

图 26: 美国消费信心指数持续回升



数据来源: 国泰君安证券

图 27: 欧元区消费信心指数



数据来源: 国泰君安证券

3.2. 四季度运价展望: 旺季后趋于平淡

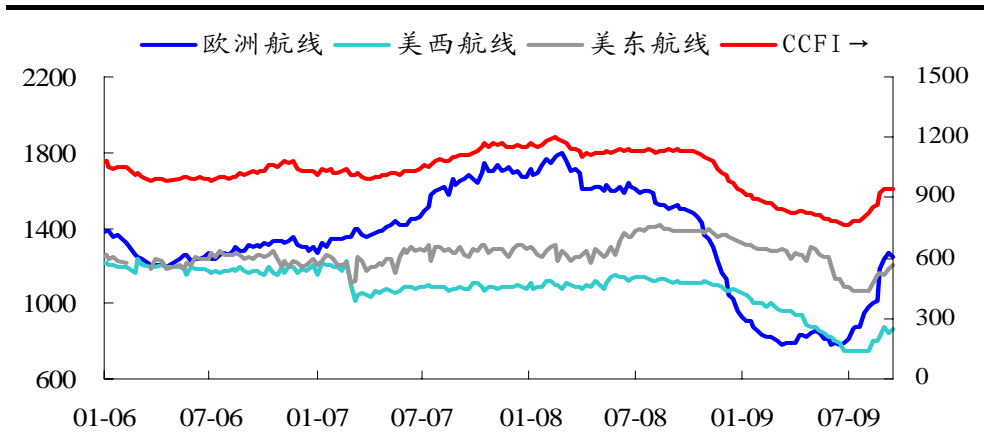
三季度集装箱需求传统旺季, 需求有所好转, 同时集装箱运输船东封船减少市场运力投放, 大约有 11%左右的船舶被封掉。供需关系好转推动集装箱运输价格在 7 月份之后开始持续上涨。

据《国际集装箱化》统计, 截止至 9 月 1 日, 远东至美西、美东航线上的可用运力分别为 163 万 TEU 和 76 万 TEU, 分别较上月同期下降 5.2%和 1.7%。运力的严格控制是北美航线供需平衡的主要力量, 目前仍处于季节性旺季, 货量稳定, 但是运价继续上涨比较但本周原定 400 美元/FEU 涨价幅度并未完全执行。目前美西航线市场运价仍徘徊在 1300-1400 美元/FEU 之间, 美东航线运价水平在 2300 美元/FEU 左右。

四季度是行业相对需求和运价淡季。我们统计的 2002 年-2008 年 7 年时间里, 四季度运价与三季度比较环比基本是下跌的, 主要是圣诞节后美国、欧洲等国家需求明显减少导致四季度运价有所下跌。

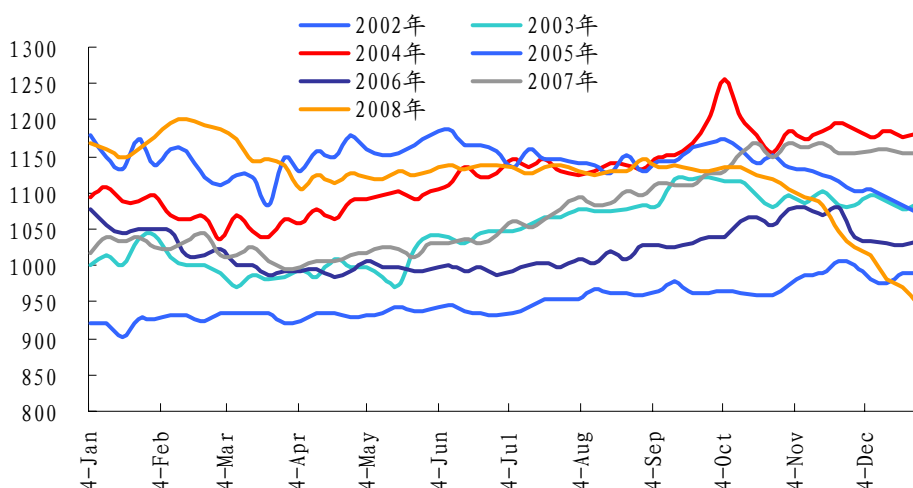
我们预计四季度运价相对比较平淡, 与三季度比较持平或略下跌。

图 28: 中国出口集装箱运价指数



数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券

图 29: 中国集装箱出口运价指数的季节性



数据来源: 国泰君安证券

4. 市场表现: 1-9 月略跑赢市场, 8-9 月跑输市场

09 年 1-9 月份海运板块整体上涨 58.9%，同期上证指数上涨 55.8%，略跑赢市场。以月份计算的市场表现中, 1 月份、3 月份和 7 月份海运行业大幅度跑赢市场指数。我们认为 1 月和 3 月海运股跑赢市场指数的主要原因是周期性股票整体估值回升带来的良好市场表现; 7 月份大幅度跑赢更多是在海运板块 4-6 月份持续落后市场后的补涨。8-9 月份海运板块跑输市场。

1-9 月份累计市场表现中, 中国远洋上涨 71.7%，表现最好; 其次是中海集运和长航油运公司, 分别上涨 69.4%和 65.4%。

表 4: A 股海运股市场表现

涨跌幅 (%)	跑赢		跑赢				跑赢			跑赢
	2009 年 1 月份	2009 年 2 月份	2009 年 3 月份	2009 年 4 月份	2009 年 5 月份	2009 年 6 月份	2009 年 7 月份	2009 年 8 月份	2009 年 9 月份	
上证 A 股指数	9.3	4.6	13.9	4.4	6.3	12.4	15.3	-21.8	6.4	55.8
航运 III (申万)	20.5	0.7	25.2	1.5	4.9	3.9	30.7	-29.6	2.8	59.0
中海发展	31.0	-12.2	25.2	6.7	5.3	-0.1	34.2	-33.7	3.6	49.0
长航油运	26.7	0.0	19.8	-4.9	8.3	4.4	27.6	-27.8	10.2	65.4
中远航运	24.8	-2.8	23.9	3.4	5.4	-1.2	36.5	-32.5	1.7	51.8
中海集运	8.7	10.1	28.4	2.2	-1.2	7.3	29.7	-15.2	-7.4	69.4
招商轮船	10.4	7.5	25.3	-8.4	1.7	7.1	14.2	-25.0	5.4	34.0
中国远洋	17.2	8.0	24.2	1.3	6.7	6.5	39.3	-33.1	1.8	71.7

数据来源: WIND, 国泰君安证券

5. 四季度投资策略：BDI、油轮可能反弹带来的交易性机会

从行业基本面分析，四季度是干散货和油轮运输需求旺季，我们预计 BDI、沿海煤炭运价和油轮运价可能在四季度反弹。同时，从三季度海运股市场表现看，7 月份海运股大幅度跑赢市场指数，8 月份和 9 月份明显跑输市场，目前海运股相对市场估值水平处于历史低位，海运股四季度可能存在交易性机会。干散货运输公司和油轮公司运价反弹可能性较大，推荐受益 BDI 反弹的中国远洋、中远航运公司；受益沿海煤炭运价反弹的中海发展公司；推荐受益油轮运价反弹的长航油运公司。

图 30：海运股 PB 估值和相对市场 PB 估值



数据来源：WIND，国泰君安证券

表 5：主要海运公司预测与估值

名称	价格	PB	预测 EPS			PE			评级
			08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	
中海发展	11.89	2.00	1.59	0.44	0.67	8.15	29.45	19.34	增持
长航油运	6.28	2.3	0.37	0.03	0.37	17	209.33	16.97	谨慎增持
中远航运	9.56	2.98	1.11	0.18	0.4	9.6	59.22	26.65	谨慎增持
中国远洋	12.62	2.83	1.06	-0.40	0.40	13		31.55	谨慎增持
招商轮船	5.09	1.80	0.359	0.15	0.25	14.6	34.87	20.92	谨慎增持
中海集运	4.49	1.84	0.0112	-0.4	-0.07	438			中性

数据来源：国泰君安证券

6. 附件

表 6: 全球海运股市场表现

	收盘价格	周涨跌幅	1 个月涨跌幅	3 个月涨跌幅	1 年涨跌幅
道琼斯指数	9820.20	2.24	3.31	14.99	-13.77
日本日经指数	10370.54	-0.71	1.29	5.97	-13.01
恒生指数	21623.45	2.18	7.05	20.66	11.88
韩国股指	1699.71	2.91	7.51	22.87	16.76
台湾股指	7526.55	2.58	13.10	20.79	26.06
丹麦歌本哈根指数	299.25	1.20	2.56	14.38	-17.66
油轮					
FRONTLINE	23.92	7.80	3.10	-10.08	-54.63
TEEKAY	21.29	4.88	18.87	0.38	-34.15
OVERSEAS	40.73	10.44	12.98	6.10	-40.32
集装箱					
马士基	34700.00	1.17	-2.25	6.12	-31.29
韩进	21200.00	-6.19	6.00	23.98	-26.90
长荣	20.40	0.25	1.49	27.50	36.45
中海集运(H)	3.13	-0.32	-0.63	49.76	78.86
干散货:					
DianaShippingInc.	14.01	3.01	5.82	-2.44	-43.46
EagleBulkShippingInc.	5.66	4.04	15.98	7.81	-75.67
DryShipsInc.	7.27	7.54	23.22	17.45	-86.82
综合性航运公司					
日本邮船	376.00	-3.09	-5.76	-11.94	-53.12
商船三井	582.00	-1.52	4.11	-10.32	-46.65
川崎汽船	395.00	-0.50	4.50	-7.49	-47.68
中国远洋(H)	9.85	-2.86	-2.86	3.58	-0.91
中海发展(H)	10.40	-1.14	1.56	3.38	-8.45

数据来源: 国泰君安证券

表 7: 全球海运股估值数据

油轮	股价	ROE	PB	PE			EPS		
				2008	2009	2010	2008	2009	2010
FrontlineLtd.	23.92	121.72	2.46	7.06	16.61	14.75	9.15	1.44	1.62
TeekayCorporation	21.29	-19.87	0.67	12.67		23.02	-6.48	-0.37	0.93
OverseasShipholdingGroupInc.	40.73	17.94	0.58	4.45		53.45	10.71	-0.63	0.76
EuronavNV	14.00	37.22	0.88	4.65	30.06	10.22	7.86	0.69	2.01
MISC	9.00	7.14	1.62	30.00	24.59	19.07	0.38	0.37	0.47
GeneralMaritime	8.19	8.71	1.09	5.46	11.67	20.73	0.76	0.70	0.40
TsakosEnergyNavigationLtd.	17.27	22.99	0.68	5.78	12.30	12.05	5.40	1.40	1.43
平均			1.14	10.01	19.05	21.90			
集装箱									
马士基	34700.00	11.79	0.98	89.07		24.91	4122.00	-1131.41	1393.12
韩进	21200.00	10.95	0.48	4.91			4317.00		

长荣	20.40	0.96	0.99	97.14			0.21	-1.86	-0.37
阳明	13.15	1.12	0.72	62.62			0.21	-2.75	-0.87
平均			0.79	63.44		24.91			
干散货									
DianaShippingInc.	14.01	28.15	1.16	5.96	9.13	9.43	2.97	1.53	1.49
EagleBulkShippingInc.	5.66	12.50	0.58	3.93	8.96	25.27	1.32	0.63	0.22
DryShipsInc.	7.27	-31.24	0.69		8.86	9.03	-8.11	0.82	0.81
平均			0.81	4.95	8.98	14.58			
综合									
日本邮船	376.00	9.500348	0.85	8.22		20.20	45.73	-4.00	24.20
商船三井	582.00	19.43531	1.11	5.48	22.84	13.47	106.13	24.90	41.40
川崎汽船	395.00	9.389807	0.75	7.76		77.63	50.89	-48.50	-11.00
平均			0.90	7.16	22.84	37.10			

数据来源：国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com