

分析师： 吴云英 021-63217743 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

散货短多，油轮探底---5 月航运行业配置策略

报告要点

5 月航运股配置策略建议：稳健型投资配置品种为中海发展，短期交易性机会品种为中国远洋，而长期品种建议关注长航油运。

■ 沿海散货下一个运价小高峰预计在 6-7 月

通过秦皇岛港的实地调研，目前煤炭运输基本还处于最低谷状态。随着夏季用电高峰的来临，判断目前这种最低刚性需求下的供需平衡状态会被打破。预计 5 月下旬开始，煤炭运输需求会有所升温，沿海煤炭运价将有所上升。中海发展 4 月以后煤炭运输量预期将恢复到 500 多万吨的水平，沿海煤炭贡献运输公司收入和利润将在 2 季度环比上升。

■ 全球干散货运费指数 BDI 短期有望冲击前期高点

5 月 7 日 BDI 再次站上 2000 点，短期 BDI 有望冲击前期高点。原因在于：（1）铁矿石谈判前，矿石出口商往往会往会在市场上以高价租入船舶，以有利铁矿石谈判；（2）短期钢价上涨，对船东心理预期有正面影响。而铁矿石谈判之后的运价，则取决于以下因素：需求方面：（1）进口矿是否继续替代国内矿；（2）国外钢铁产能利用率是否有所恢复。运力供给方面：（1）船舶拆解速度；（2）新船延迟比例。预期中国远洋 2 季度亏损幅度会减小，短期 BDI 若持续反弹并创新高，中国远洋存在交易性机会。

■ 油轮运价正处于探底过程

对比历史租金水平，我们发现：（1）成品油租金水平已经创下历史新低，新加坡-日本 30000 吨级成品油轮甚至租金水平为负。判断成品油运价已经见底；（2）原油 VLCC 租金水平接近 2002 年 4 月历史低点。（3）历史上，油轮运价的年内低点一般出现在 4 月。我们判断油轮运价将在 5 月趋于稳定。油轮公司 2 季度业绩将出现环比明显下降，在半年报公布时或有业绩风险。但从长期角度，油轮公司长航油运可列入关注视线。

第一、沿海散货下一个运价小高峰预计在 6-7 月

回顾 2009 年以来的沿海煤炭运价，2009 年 1 月上旬春节前是第一个运价小高峰，2009 年 4 月上旬形成第 2 个运价小高峰。我们预期下一个小的运价高峰将在 6-7 月份形成。

在经历 3-4 月上旬电厂补充库存的一个小高峰之后，4 月中旬之后沿海煤炭运输量有所降低，沿海煤炭运价持续 4 周小幅度下滑。根据我们对秦皇岛港口的实地调研，我们认为目前基本上是在最低刚性需求下的供需平衡状态，煤炭运输也处于一个最低谷的状态。随着夏季用电高峰的来临，判断目前这种最低刚性需求下的供需平衡状态会被打破。预计 5 月下旬开始，煤炭需求会有所升温，预期煤炭铁路调入量和港口吞吐量会有所回升。沿海煤炭运价将有所上升。

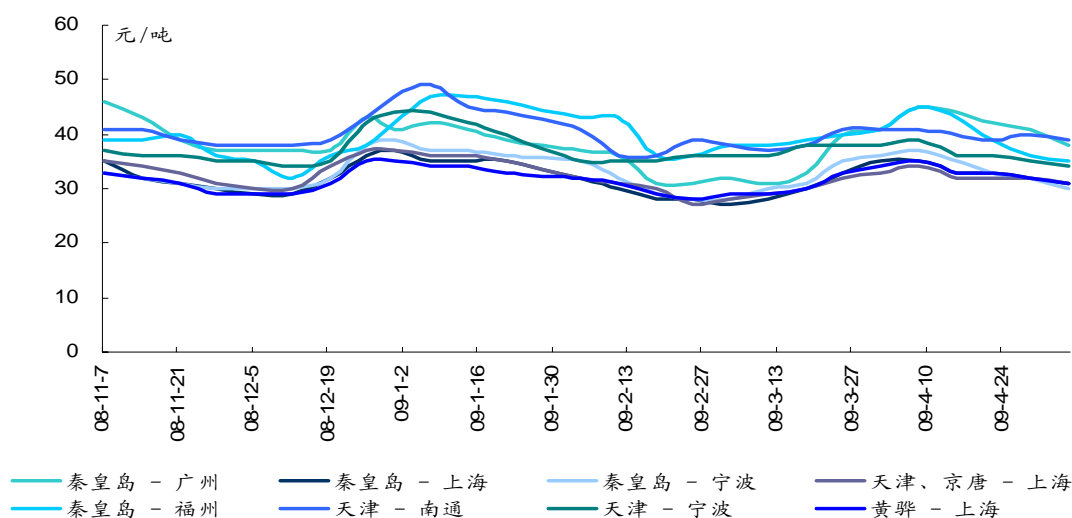
沿海煤炭运输贡献中海发展 40% 以上收入。公司 2-3 月份煤炭运输量仅 386 万吨和 430 万吨，1 月份运输量是 545 万吨。预计 4 月份之后公司沿海煤炭运量恢复到 500 万吨以上水平。沿海煤炭运输贡献收入和利润将在 2 季度环比明显上升。

表 1：中海发展业绩敏感性预测

沿海煤炭运价(元/吨/亿吨海里)		50	55
燃料油价格 2500 元/吨	沿海煤炭运输量下降 20%	0.51	0.67
	沿海煤炭运输量下降 15%	0.54	0.61
	沿海煤炭运输量下降 8%	0.58	0.66
	沿海煤炭运输量下降 0%	0.64	0.72
燃料油价格 2300 元/吨	沿海煤炭运输量下降 20%	0.55	0.62
	沿海煤炭运输量下降 15%	0.58	0.65
	沿海煤炭运输量下降 8%	0.63	0.7
	沿海煤炭运输量下降 0%	0.68	0.76
燃料油价格 2100 元/吨	沿海煤炭运输量下降 15%	0.63	0.7
	沿海煤炭运输量下降 8%	0.67	0.75
	沿海煤炭运输量下降 0%	0.73	0.81

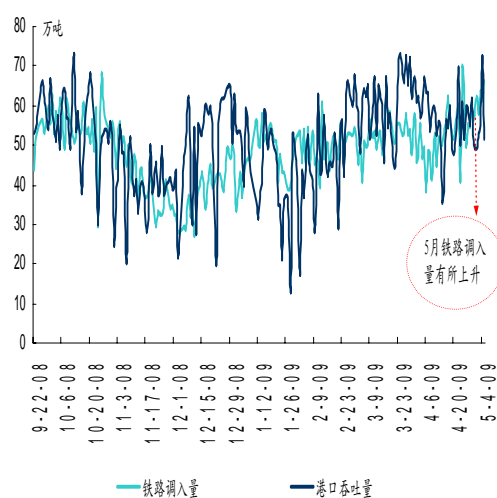
资料来源：长江证券研究部

图 1: 沿海煤炭运价走势



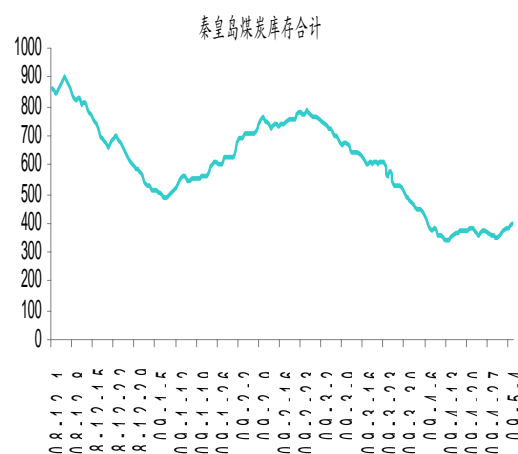
资料来源: 长江证券研究部

图 2: 秦皇岛煤炭铁路调入量及港口吞吐量



资料来源: 长江证券研究所

图 3: 秦皇岛煤炭库存



资料来源: 长江证券研究所

第二、BDI 短期有望冲击新高

4 月份散货船拆解比 3 月稍有增加。4 月一共拆解 29 艘, 共计 121 万吨; 分别比 3 月增加 7 艘, 35 万吨。不过总拆解量还未达到 2008 年 11-12 月 200 万吨以上拆解量水平。根据测算, 若全年老旧船舶拆解量达到 1800 万吨左右, 同时船舶延迟交付比重达到 30% 左右, 则全年运力增速约为 6-7%。这个运力增长速度远低于订单正常交付状态下 10% 以上的水平。这样, 需求稍有增加, 运费波动的弹性增大。

5月7日BDI再次站上2000点，短期BDI有望冲击前期高点。原因在于：（1）铁矿石谈判前，矿石出口商往往会在市场上以高价租入船舶，以有利铁矿石谈判；（2）短期钢价上涨，对船东心理预期有正面影响，有利于支撑船价。2008年5月20日BDI创下本轮历史高点11793点，预期2009年的5月BDI将再次冲击年内新高。

而铁矿石谈判之后的运价，则取决于以下因素：1、需求方面：（1）进口矿是否继续替代国内矿？2009年1季度国内矿增长仅2.59%，1月和3月月度产量甚至出现负增长；但矿石进口量增长19%。（2）国外钢铁产能利用率是否恢复？2009年1月全球钢铁产量同比下降24%。若产能在某阶段有所恢复，则会带来运费阶段性走高。2、运力供给方面：（1）船舶拆解速度；（2）新船延迟比例。

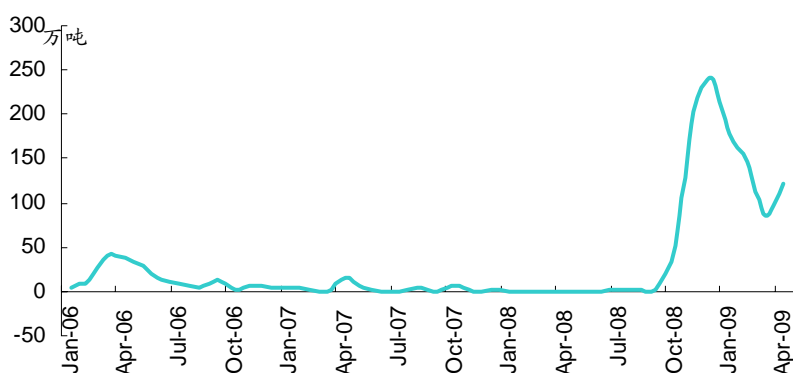
中国远洋作为业绩对BDI最为敏感的公司，BDI反弹将带来阶段交易机会。预期随着高成本租入船舶的逐渐归还，租船成本将逐季降低，公司散货业务亏损将逐季减少。同时，集装箱量价在1季度都处于最低水平，公司集装箱亏损幅度1季度之后也将有所减轻。2009年1季度将是公司业绩的最低点。

表 2：2009 年运力增幅对每月拆解运力及延迟交付比例的敏感性测算

月度拆解	延迟比例				
	15%	20%	25%	30%	35%
150 万吨	9.16	9.09	8.4	6.28	6.04
200 万吨	7.84	7.07	6.29	5.51	4.73

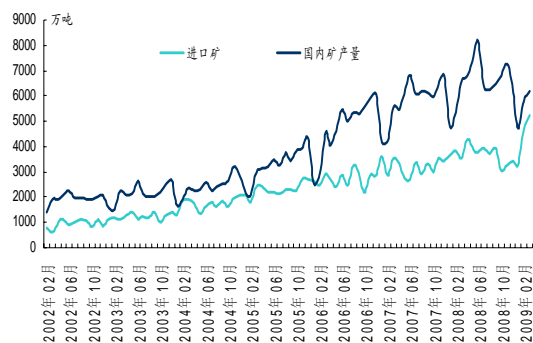
资料来源:clarkson,长江证券研究部

图 4：散货船舶月度拆解情况



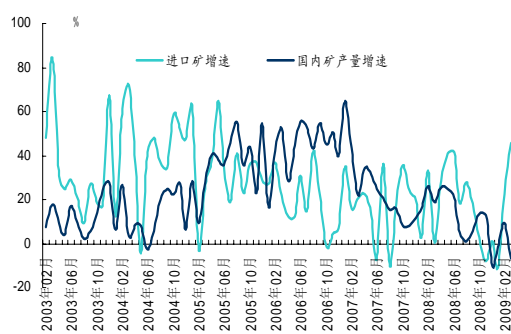
资料来源：长江证券研究部

图 5: 进口矿与中国国内矿产量变化比较



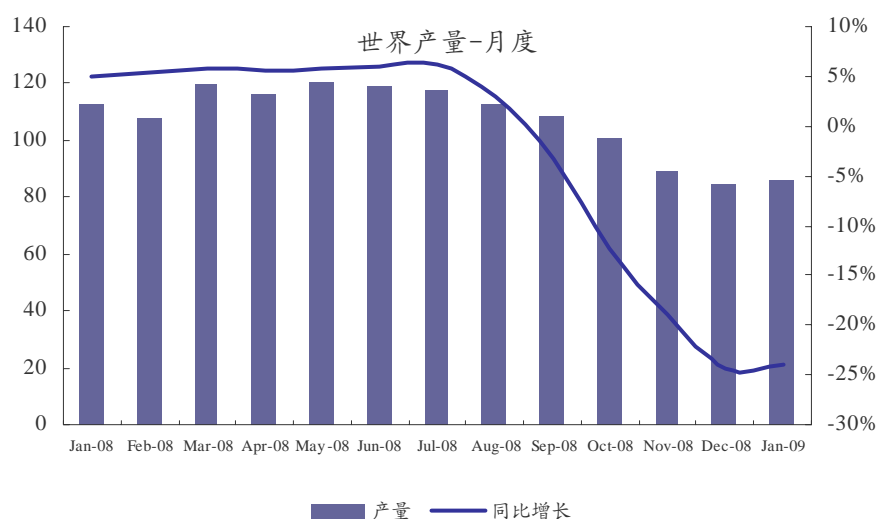
资料来源：长江证券研究所

图 6: 进口矿增速与国内矿产量增速比较



资料来源：长江证券研究所

图 7: 2008-2009 年全球钢铁产量月度变化



资料来源：长江证券研究部

第三、油轮运价处于探底过程

总体判断油轮运价将在 5 月趋于稳定。细分市场上，成品油运价已经见底；原油运价正处于探底过程中。

对比历史租金水平，我们发现：

（1）历史上油轮运价的低点一般在 4 月。（见图 8、图 9、图 10、图 11）

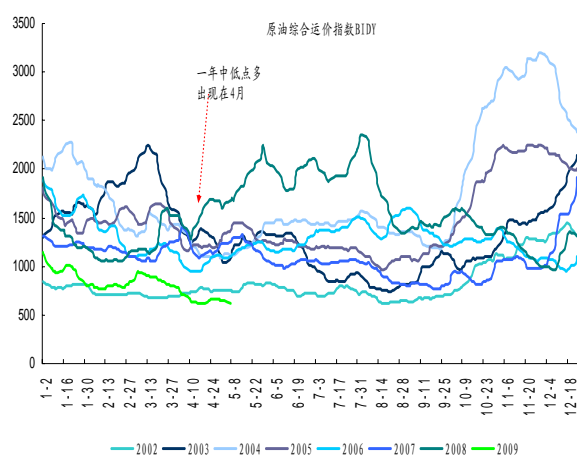
（2）成品油租金水平已经于 4 月创下历史新低，新加坡-日本 30000 吨级成品油租金水平甚至在 4 月底 5 月初为负，即运费水平连燃油和港口费用都不能弥补。成品油综合运费指数也已经跌至历史最低水平。5 月初，

成品油运费指数已显企稳反弹迹象。为便于比较，我们已把 2009 年指数都乘以 1.35，把指数统一到 2008 年基准费率水平。（见图 12、图 13）

（3）2009 年 4 月原油综合运费指数已经创新低；超大型油轮 VLCC 租金水平也接近历史最低水平，历史上最低租金水平曾在 2002 年 4 月达到。（见图 14、图 15）

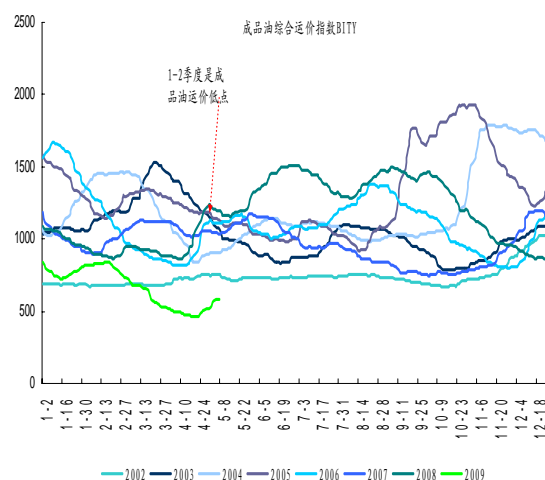
不过，油轮公司 2 季度业绩环比将出现明显下降。在半年报公布时或有业绩风险。但从长期角度，油轮公司长航油运可列入关注视线。

图 8：原油综合运价指数一般在 4 月是年内低点



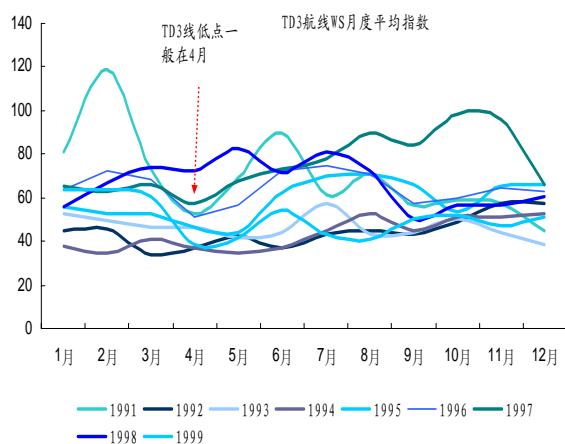
资料来源：长江证券研究所

图 9：成品油综合运价指数一般在 2 季度是年内低点



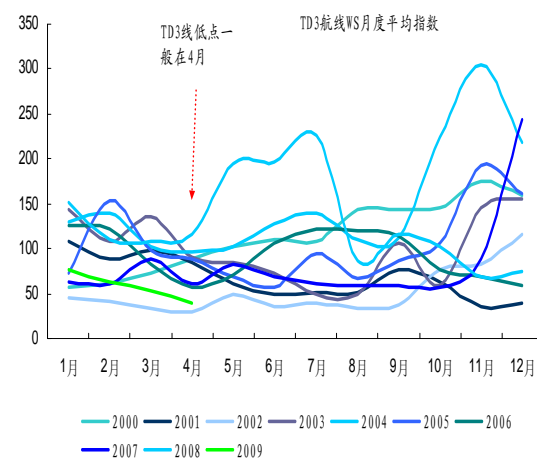
资料来源：长江证券研究所

图 10：1991-1999 年中东-日本 26 万吨原油 WS



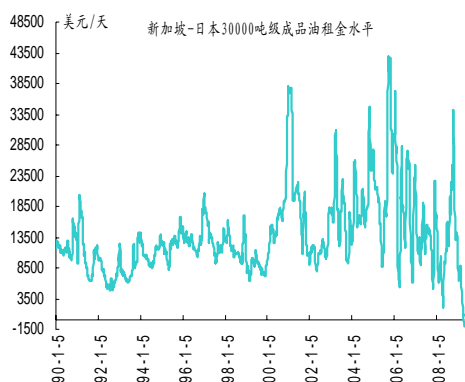
资料来源：长江证券研究所

图 11：2000-2009 年中东-日本 26 万吨原油 WS



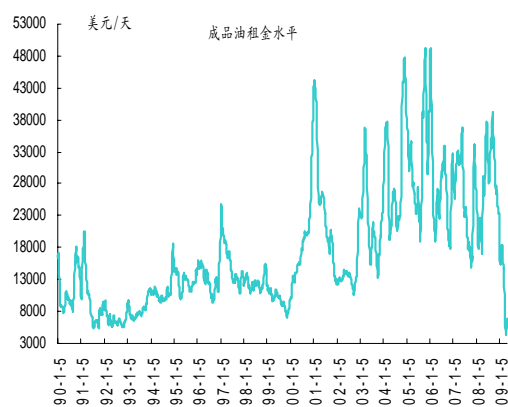
资料来源：长江证券研究所

图 12: 新加坡-日本 3 万吨成品油租金创历史新高



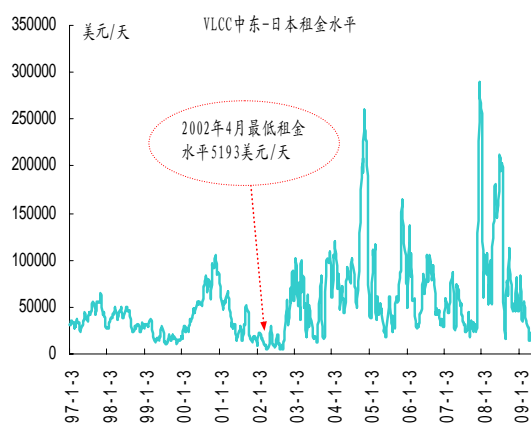
资料来源: 长江证券研究所

图 13: 成品油所有航线平均租金水平创历史新高



资料来源: 长江证券研究所

图 24: 中东-日本 VLCC 租金水平变化 (周)



资料来源: 长江证券研究所

图 15: VLCC 所有航线平均租金水平 (周)



资料来源: 长江证券研究所

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，从事航运港口行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。