

2011-03-24

证券研究报告
行业研究 / 年度策略

航运

中性/维持评级

分析师

范倩蕾

SAC 执业证书编号:S1000510120025

(0755)8236 4417

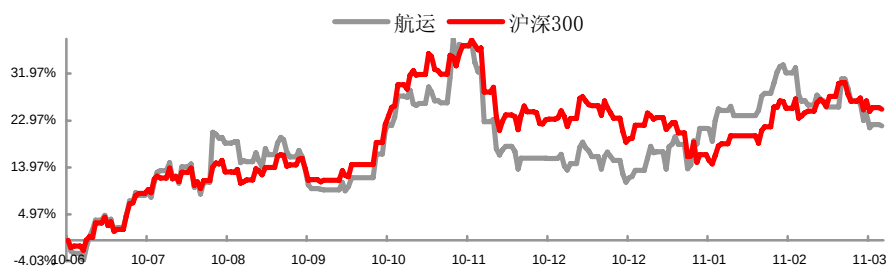
fanql@mail.htlhsc.com.cn

波动不乏，趋势未改

——航运业 2011 年 3 月月报

- 3 月集装箱运输市场表现平淡，因节后货量的恢复低于行业预期。行业从供给的角度而言，船舶交付在 2 月环比大幅下降，但整体运力交付比率仍高达 70%，其中 Post-panamax 船型交付比例达 82%。1-2 月运力共增 0.9%，运力同比增速维持高位，约 9.3%。新定船舶的增加对市场在 2013 年的景气高点构成潜在威胁。需求层面我们认为美国消费的增长在二季度可以持续，欧洲则保持缓慢增长。我们仍维持对集运行业的“增持”评级，预计 2011-13 年行业的供需差为-0.4%/-0.1%/-3.9%。主要标的为中海集运。我们认为二季度市场需求的恢复情况和新船订单值得关注。
- 干散货运输一季度从低点经历了一轮反弹，我们认为这种反弹仍可持续一段时间，但未必运价能显著超越盈亏平衡。供给层面现状仍不容乐观，运力同比增速高达 17.2%，Capesize 运力增速达 23.7%。新订单和订单占比有所下降。需求层面中国及全球粗钢产量及中国矿石进口表现均积极，煤炭进口出现大幅下降。我们判断 BDI 的回升会探至盈亏平衡附近，但对全年 BDI 的均值并不乐观。我们维持对干散货行业“中性”的评级，预计 2011-13 年行业的供需差为+7.0%/+6.9%/+1.5%。我们认为中国粗钢产量的回升值得关注。
- 油运运价从 2 月初开始回升，截至 3 月中旬，VLCC 平均即期市场运价已恢复至盈亏平衡上方。行业供给层面的现状继续恶化，3 月初运力同比增速 4.3%并还在上升，1-2 月运力增加 0.7%。VLCC 交付比例高达 100%。行业新订单的下降是供给层面唯一的好消息。需求层面的表现较好，中国 1-2 月原油进口增 17%，成品油增 32%。全球油品的生产和消费也表现不错。中期而言，我们仍维持对油运行业“中性”的评级，预计 2011-13 年原油运输供需差+4.9%/+4.6%/+3.45。我们认为日本危机造成的全球能源供给结构调整对油运行业需求的影响值得关注。
- 投资风险：航运业的主要投资风险来自于：主要需求货种如干散货、原油及成品油及商品贸易的放缓，以及来自供给层面的超预期。

最近 52 周行业表现



目 录

集运：市场表现平淡，行业隐忧浮现.....	6
供给：订单后移，隐忧浮现	7
需求：美国或可维持，欧洲增长缓慢.....	12
运价：现货低迷，期租上扬	15
干散货：运价短期或续涨，供给压力仍难缓.....	17
供给：触顶了吗？	18
需求：中国表现强劲，港口拥塞下降.....	22
运价：BDI 回升或可持续	26
油运：供给现状恶化，需求表现强劲.....	29
供给：原油运输形势严峻.....	30
需求：1-2 月油品进口增速强劲	34
运价：短期运价回升，预期仍显低迷.....	36
风险提示	38

图表目录

图 1:	集运运力同比变化 (至 2011 年 3 月)	7
图 2:	Post-Panamax 运力同比变化 (至 2011 年 3 月)	7
图 3:	集运月度运力交付 (千 TEU, 至 2011 年 3 月)	8
图 4:	集运月度运力拆解 (千 TEU, 至 2011 年 3 月)	8
图 5:	集运订单月度交付情况 (000 TEU)	8
图 6:	Post-panamax 订单月度交付情况 (000 TEU)	8
图 7:	集装箱船月度新订单 (至 2011 年 3 月)	9
图 8:	集运订单占现有运力比重 (至 2011 年 3 月)	9
图 9:	集装箱船订单交付年份分布	9
图 10:	Post-Panamax 集装箱船订单交付年份分布	9
图 11:	WTI 油价 (美元/桶)	11
图 12:	新加坡 SI 380 燃油价格 (美元/mt)	11
图 13:	亚洲 - 北欧航线加船减速	11
图 14:	亚洲 - 地中海航线加船减速	11
图 15:	亚洲 - 美东航线加船减速 (经巴拿马运河)	11
图 16:	亚洲 - 美西航线加船减速	11
图 17:	全球商品进口贸易同比增长 (至 2010 年 12 月)	12
图 18:	全球商品出口贸易同比增长 (至 2010 年 12 月)	12
图 19:	消费对美国 GDP 增速的贡献 (%)	12
图 20:	美国零售业库存销售比	13
图 21:	美国零售库存同比变化	13
图 22:	美国居民可支配收入增长	13
图 23:	美国债务占个人收入比重下降	13
图 24:	美国服务部门及非农就业数据	13
图 25:	美国消费者信贷	13
图 26:	欧洲地区消费者信心指数	14
图 27:	欧元区国家 5 年期国债 CDS 报价	14
图 28:	欧元区新订单情况	14
图 29:	德国 ZEW 经济景气指数	14
图 30:	出口集装箱运价指数	15
图 31:	上海出口集装箱运价指数	15
图 32:	出口集装箱运价指数 - 欧线	15
图 33:	出口集装箱运价指数 - 地中海线	15
图 34:	出口集装箱运价指数 - 美西	16
图 35:	出口集装箱运价指数 - 美东	16
图 36:	Clarkson 集装箱期租指数	16
图 37:	干散货运力同比变化 (至 2011 年 3 月)	18
图 38:	Capesize 运力同比变化 (至 2011 年 3 月)	18
图 39:	干散货月度运力交付 (至 2011 年 3 月)	19
图 40:	干散货月度运力拆解 (mdwt, 至 2011 年 3 月)	19
图 41:	干散货船月度运力交付比例 (至 2011 年 3 月)	19

图 42:	Capesize 月度运力交付比例 (至 2011 年 3 月)	19
图 43:	干散货月度新订单 (mdwt, 至 2011 年 3 月)	20
图 44:	干散货订单占现有运力比重 (至 2011 年 3 月)	20
图 45:	干散货订单交付年份分布	20
图 46:	Capesize 型干散货订单交付年份分布	20
图 47:	中国粗钢产量 (截至 2011 年 2 月)	22
图 48:	中国铁矿石进口 (截至 2011 年 2 月)	22
图 49:	中国及全球粗钢产量同比变化	22
图 50:	全球部分国家粗钢产量同比变化	22
图 51:	中国铁矿石港存 (截至 2011 年 3 月 4 日)	23
图 52:	中国煤炭进口 (截至 2011 年 2 月)	23
图 53:	港口拥塞指数 - 中国 (至 2011 年 3 月 18 日)	23
图 54:	港口拥塞指数 - 印度 (至 2011 年 3 月 18 日)	23
图 55:	港口拥塞指数 - 澳洲 (至 2011 年 3 月 18 日)	24
图 56:	港口拥塞指数 - 巴西 (至 2011 年 3 月 18 日)	24
图 57:	日、韩铁矿石海运占全球比重 (2010)	25
图 58:	日、韩煤炭海运占全球比重 (2010)	25
图 59:	BDI 指数及日变化幅度	26
图 60:	主要干散货船型 TCE 水平 (美元/天)	26
图 61:	Capesize 现货市场对期货出现大幅折价	27
图 62:	Capesize 散货船期租价格	27
图 63:	Panamax 散货船期租价格	27
图 64:	Handymax 散货船期租价格	27
图 65:	Handysize 散货船期租价格	27
图 66:	油轮运力同比变化 (至 2011 年 3 月)	30
图 67:	VLCC 油轮运力同比变化 (至 2011 年 3 月)	30
图 68:	油轮运力月度交付 (mdwt, 至 2011 年 3 月)	31
图 69:	油轮运力月度拆解 (mdwt, 至 2011 年 3 月)	31
图 70:	油轮月度新订单 (mdwt, 至 2011 年 3 月)	31
图 71:	油轮订单占运力比 mdwt, 至 2011 年 3 月)	31
图 72:	油轮月度运力交付比例 (至 2011 年 3 月)	32
图 73:	VLCC 月度运力交付比例 (至 2011 年 3 月)	32
图 74:	油轮订单交付年份分布	32
图 75:	VLCC 油轮订单交付年份分布	32
图 76:	中国月度原油进口 (截至 2011 年 2 月)	34
图 77:	中国月度成品油进口 (截至 2011 年 2 月)	34
图 78:	全球原油需求 (截至 2011 年 2 月)	35
图 79:	全球原油生产 (截至 2011 年 2 月)	35
图 80:	IEA 全球油品需求预测 (2011 年 2 月)	35
图 81:	波罗的海原油运价指数	36
图 82:	波罗的海清洁油运价指数	36
图 83:	VLCC 即期市场运价	36
图 84:	VLCC 期租价格	36

图 85: MR 油轮即期市场运价	37
图 86: MR 油轮期租价格	37
图 87: VLCC TD3 AG-Japan Third Month FFA	37
图 88: TC4 Singapore - Japan Third Month FFA	37
图 89: 日、韩原油进口占全球比重 (2010)	38
图 90: 日、韩成品油进口占全球比重 (2010)	38

表格 1: 集运行业供需假设小结	6
表格 2: 2011 年 1-2 月集运运力变化 (000 TEU)	7
表格 3: 2011 年 1-2 月集运订单变化 (000 TEU)	7
表格 4: 集装箱船运力增长预测 (2011E – 2014E)	10
表格 5: 8000TEU+ 集装箱船运力增长预测 (2011E – 2014E)	10
表格 6: 干散货运输行业供需假设小结	17
表格 7: 2011 年 1-2 月干散货运力变化 (m dwt)	18
表格 8: 2011 年 1-2 月干散货订单变化 (m dwt)	18
表格 9: 干散货船舶运力增长预测 (2011E – 2014E)	21
表格 10: Capesize 型干散货船运力增长预测 (2011E – 2014E)	21
表格 11: Handymax 型干散货船运力增长预测 (2011E – 2014E)	21
表格 12: 2011 年全球干散货需求增长假设及预测	24
表格 13: 2011 年干散货需求弹性测算	25
表格 14: 2011 年干散货供需假设与 BDI 均值	28
表格 15: 原油运输行业供需假设小结	29
表格 16: 成品油运输行业供需假设小结	29
表格 17: 2011 年 1-2 月油轮运力变化 (m dwt)	30
表格 18: 2011 年 1-2 月油轮订单变化 (m dwt)	30
表格 19: 油轮运力增长预测 (2011E – 2014E)	33
表格 20: VLCC 油轮运力增长预测 (2011E – 2014E)	33
表格 21: Handysize 油轮运力增长预测 (2011E – 2014E)	34
表格 22: 2011 年油轮供需假设与运价均值	38

集运：市场表现平淡，行业隐忧浮现

节后的集运市场恢复低于市场预期，与去年一季度欧线的大幅上扬构成对比，2011年一季度的运价表现相当平淡。市场在等待随后的货量恢复，二季度市场的运价至关重要，欧线“旺季”表现将为全年的业绩定调，美线的谈判也即将在二季度进行。

对于市场对2011年市场运价和集运公司业绩的担忧，我们更倾向于认为2011年是周期向景气高点恢复“在路上”的一年，供需差在2013-14年的扩大将为市场带来运价的景气。如果需求表现疲弱，2011年集运公司的业绩存在低于预期的可能，但我们相信周期景气的预期将抬升集运行业的估值水平。

对于行业景气的判断并非不存在风险。一季度，我们观察到集运行业的新订单又开始涌现，马士基18000箱船舶的订单震撼市场，部分大、小船的订单也开始涌现。同时，我们还观察到集运期租指数的持续回升。这意味着，市场对景气的判断并未降温，这可能导致后果是，新船订单的持续涌现，以及租船商经营状况的好转——这意味着运力的交付比重可能高于预期。

2月行业的交付出现明显下降，因部分订单集中于年前交付。行业订单高涨，以马士基18000箱船队订单为代表。订单的交付分布发生了后移，因此我们调低了2011年的供给增速，调高了12-13年的增速。美国的消费需求趋势向好，欧洲则恢复缓慢。我们维持对行业基本面向好的判断，同时密切关注供需面的相关变化。

表格 1：集运行业供需假设小结

	2011E	2012E	2013E	2014E
运力增速	8.60%	9.40%	5.60%	2.80%
需求增速	9%	9.50%	9.50%	9.50%
供需差	-0.40%	-0.10%	-3.90%	-6.70%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

供给：订单后移，隐忧浮现

1-2 月集装箱船舶的运力增速维持在高位，船舶交付比重高于我们在年度策略中的预期。新订单涌现，订单占运力比重略有上升，订单分布出现后移。我们略调整了集运供给增速假设，2011-13 年分别为 8.6%/9.4%/5.6%。

表格 2：2011 年 1-2 月集运运力变化（000 TEU）

	期初运力	年初至今交付	年初至今减少	期末运力	运力增加	占年初运力比
总计	14,153.3	127.6	6.4	14,274.5	121.3	0.9%
Post-panamax	5,902.3	104.7	0.0	6,007.0	104.7	1.8%
Panamax	3,924.1	11.8	0.0	3,936.0	11.8	0.3%
Sub-Panamax	1,783.1	2.8	0.0	1,785.9	2.8	0.2%
Handy	1,805.4	7.5	5.9	1,807.0	1.7	0.1%
Feeder&Feedermax	738.4	0.8	0.5	738.7	0.3	0.0%

数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

表格 3：2011 年 1-2 月集运订单变化（000 TEU）

	期初订单	新增订单	年初至今交付	期末订单	订单变化	占现有运力比
总计	3,911.7	303.5	127.6	4,066.1	154.4	28.5%
Post-panamax	3,415.3	285.6	104.7	3,596.2	180.9	59.9%
Panamax	241.5	9.6	11.8	221.3	-20.3	5.6%
Sub-Panamax	91.0	5.6	2.8	93.8	2.8	5.3%
Handy	131.3	2.1	7.5	122.4	-8.9	6.8%
Feeder&Feedermax	32.5	0.6	0.8	32.3	-0.2	4.4%

数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

2 月交付骤减，大船增速高位维持

截至 2011 年 3 月，集运行业的运力同比增长 9.3%。1-2 月共交付 12.7 万 TEU 的运力，同比降 28%。2 月运力交付环比降 70%以上，或因春节因素导致船舶集中于年前交付。拆解 5800TEU，低于去年同期。Post-panamax 船型运力同比增 18%，增速维持在 2010 年 10 月至今的高位。

图 1：集运运力同比变化（至 2011 年 3 月）

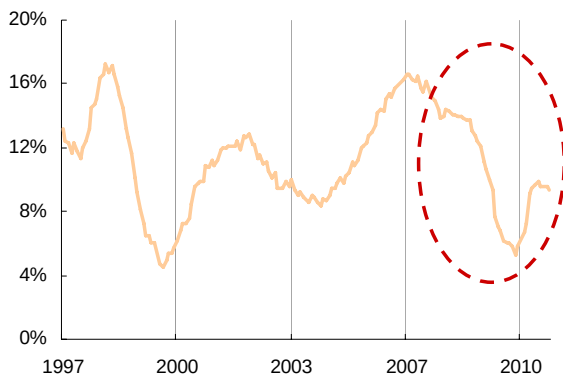
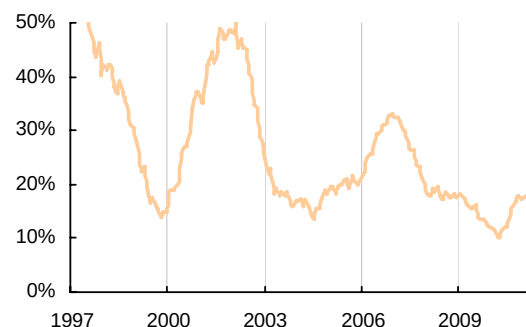
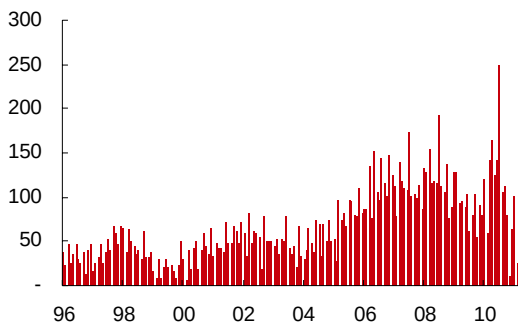


图 2：Post-Panamax 运力同比变化（至 2011 年 3 月）



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

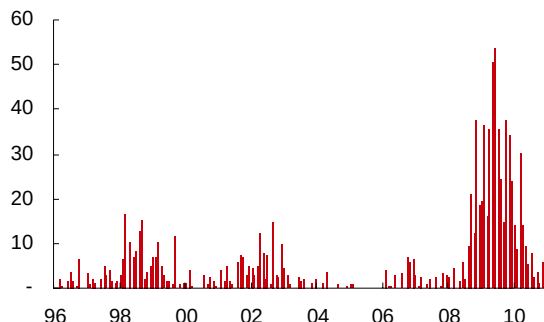
图 3: 集运月度运力交付 (千 TEU, 至 2011 年 3 月)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

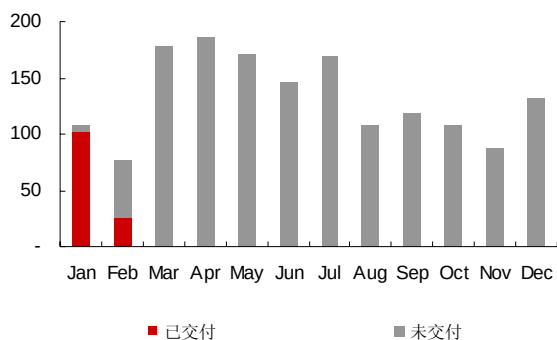
图 4: 集运月度运力拆解 (千 TEU, 至 2011 年 3 月)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

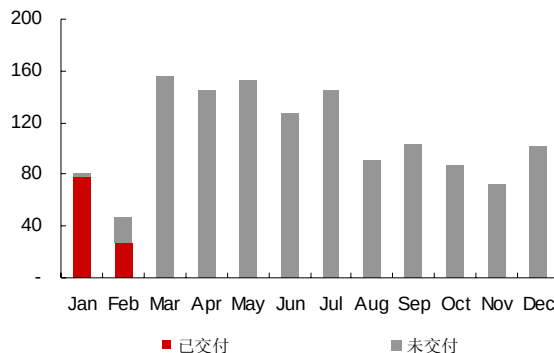
从交付比例来看, 自一月创下纪录的 95% 以上交付比率之后, 二月的交付比率明显下降。1-2 月的集装箱船交付比例约 70%, 而 Post-Panamax 船型的交付比例则达到 82%, 高于我们此前的预期。我们将持续观察集运船舶的交付比例以确定是否存在调整供需预测的需要。

图 5: 集运订单月度交付情况 (000 TEU)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 6: Post-panamax 订单月度交付情况 (000 TEU)

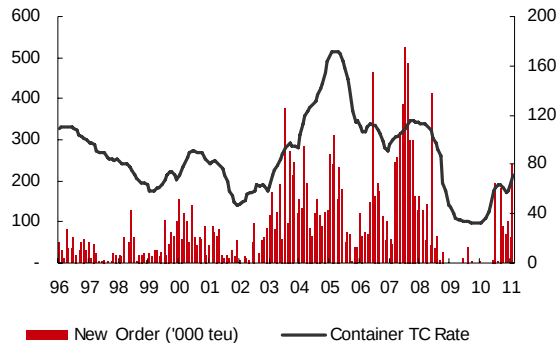


资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

订单涌现, 订单运力比上升

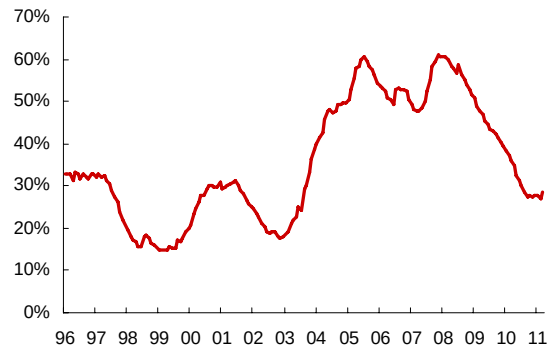
2 月新增订单创集运市场复苏以来的新高, 达 24 万标箱。除了来自马士基的 10 条 18000 箱的订单以外, 还有来自部分船东和租船商的订单。目前, 订单占运力比重约 28.5%, 略高于 2 月初。70% 以上的订单集中于 2011 和 12 年交付。

图 7： 集装箱船月度新订单（至 2011 年 3 月）



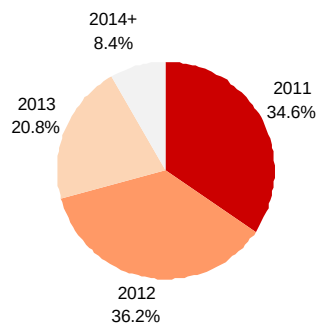
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 8： 集运订单占现有运力比重（至 2011 年 3 月）



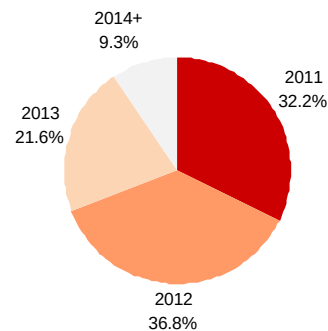
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 9： 集装箱船订单交付年份分布



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 10： Post-Panamax 集装箱船订单交付年份分布



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

下调 2011 年运力增速，上调 2012-13 年增速

我们调低了 2011 年的运力增速，自 9.6% 至 8.6%；同时略高了 2012 年运力增速的预测，自 8.6% 至 9.4%。因 1) 2011 年新增的运力订单有部分定于 2012 年交付；2) 2011 年约定交付的订单数量有所减少，可能被推迟至 2012 年交付；3) 我们上调了集运船舶 2011 和 2012 年的交付比例自 70%/75% 至 80%/80%。我们预测 2011-13 年的运力增速约为 8.6%/9.4%/5.6%。

表格 4：集装箱船运力增长预测（2011E – 2014E）

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力（'000 TEU）	14,153	14,122	15,450	16,313
现有运力	14,275			
订单余额	1,411	1,704	1,122	490
占比（%）	10%	12%	7%	3%
订单取消或推迟	282.2	340.9	224.4	0.0
取消、推迟比例（%）	20%	20%	20%	0%
拆解	30.0	35.0	35.0	35.0
年末运力	15,373	15,450	16,313	16,768
运力增速	8.6%	9.4%	5.6%	2.8%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

我们略下调了 2011 年 8000TEU 以上运力的增速，自 30.7%至 26.1%；同时上调 2013 年的运力增速自 13%至 14.9%。我们调整的主要原因是大船订单的交付年份分布发生了微调，以及新增订单所致。我们预测 2011-13 年 8000 箱以上运力的名义增速为 26.1%/23.8%/14.9%。

表格 5：8000TEU+ 集装箱船运力增长预测（2011E – 2014E）

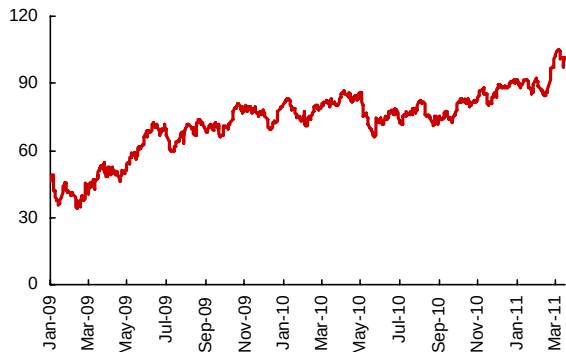
	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	2,927	3,692	4,572	5,252
现有运力	3,010			
订单余额	852	1,100	850	439
占比（%）	28%	30%	19%	8%
订单取消或推迟	170.5	220.0	170.1	0.0
取消、推迟比例（%）	20%	20%	20%	0%
拆解	0.0	0.0	0.0	0.0
年末运力	3,692	4,572	5,252	5,691
运力增速	26.1%	23.8%	14.9%	8.4%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

高油价或促进进一步加船减速

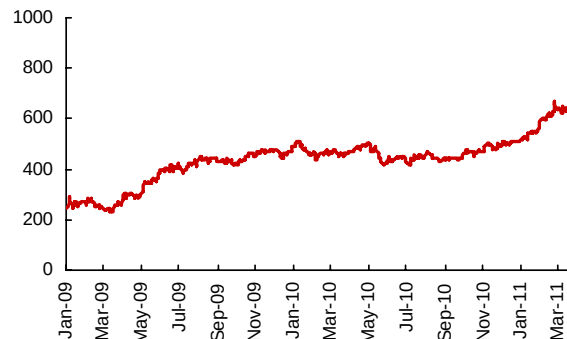
WTI 油价 1-2 月均价同比上升 15%，3 月重回 100 美元以上。因北非局势动荡，我们判断高油价可能在一段时间内持续。根据我们与船东的沟通，目前因油价高企，或将进一步推广减速航行。这对行业的供给将起到积极的消解作用。

图 11: WTI 油价 (美元/桶)



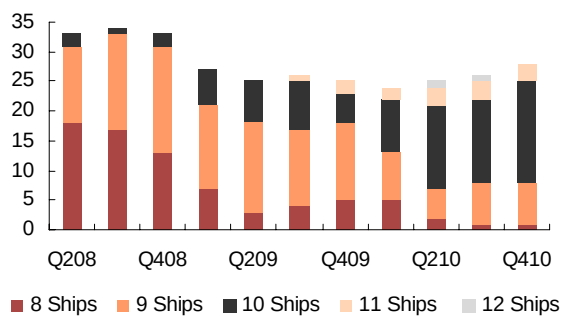
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12: 新加坡 SI 380 燃油价格 (美元/mt)



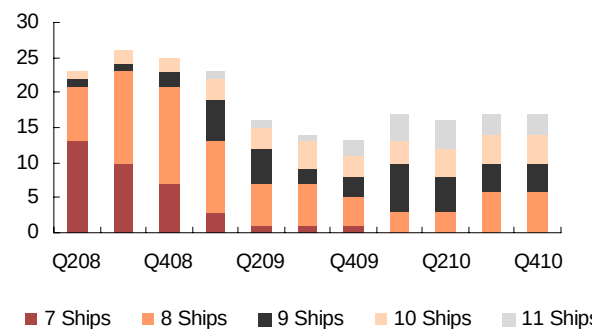
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 13: 亚洲 - 北欧航线加船减速



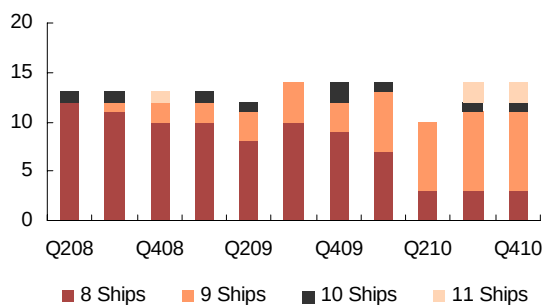
资料来源: Drewry, 华泰联合证券研究

图 14: 亚洲 - 地中海航线加船减速



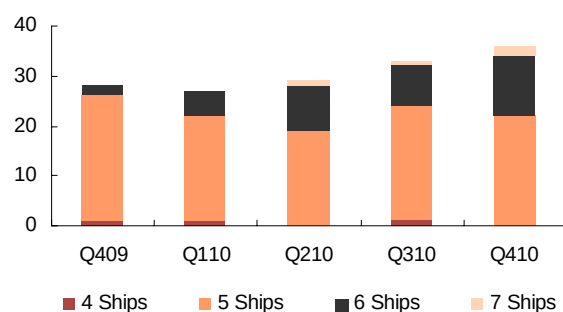
资料来源: Drewry, 华泰联合证券研究

图 15: 亚洲 - 美东航线加船减速 (经巴拿马运河)



资料来源: Drewry, 华泰联合证券研究所

图 16: 亚洲 - 美西航线加船减速



资料来源: Drewry, 华泰联合证券研究所

需求：美国或可维持，欧洲增长缓慢

贸易同比增速放缓

全球贸易增速数据进一步放缓，CPB 统计 2010 年全年贸易增长约 15.1%左右，并预测其在 2011-12 年持续放缓。

图 17： 全球商品进口贸易同比增长（至 2010 年 12 月）

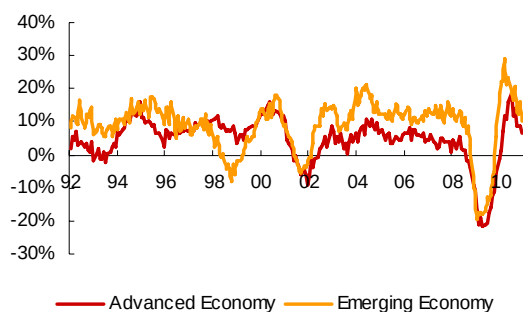
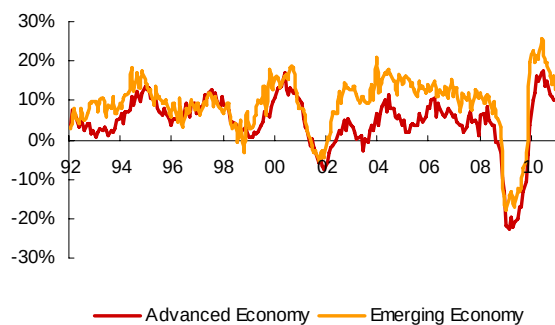


图 18： 全球商品出口贸易同比增长（至 2010 年 12 月）



资料来源：CPB，华泰联合证券研究所

资料来源：CPB，华泰联合证券研究所

美国：消费增速将保持增长

我们的宏观研究认为，美国消费增速可能出现小幅回落，但总体仍将保持较高增速，因其就业和居民负债情况的逐渐好转。同时，我们观察到零售库存销售比的持续下降，以及零售库存的高增速亦可用来印证消费增速的持续。

图 19： 消费对美国 GDP 增速的贡献（%）



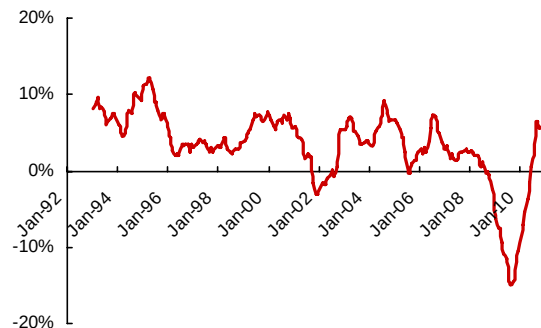
资料来源：华泰联合证券研究所

图 20: 美国零售业库存销售比



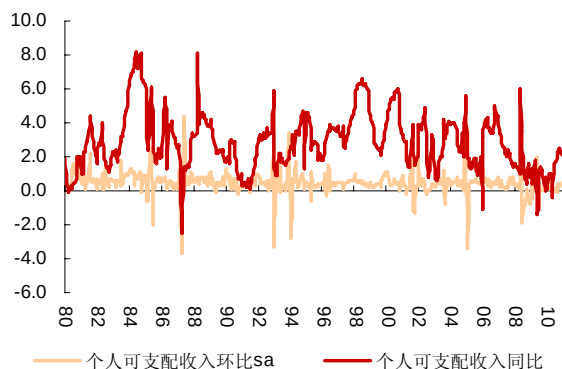
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 21: 美国零售库存同比变化



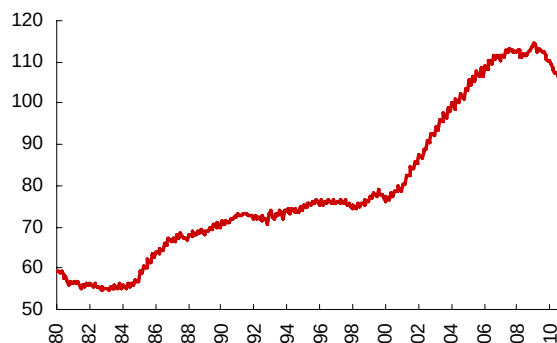
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 22: 美国居民可支配收入增长



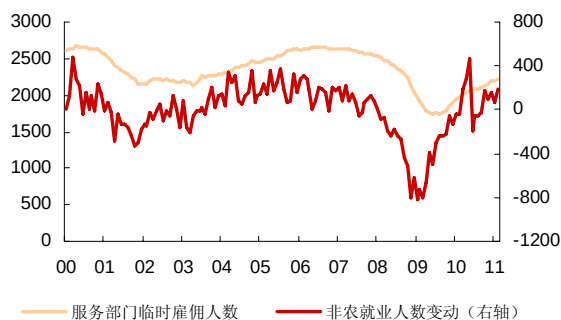
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 23: 美国债务占个人收入比重下降



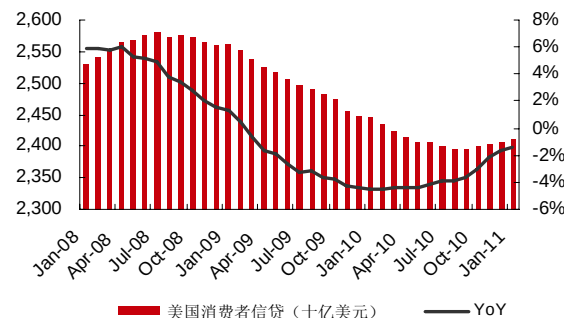
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 24: 美国服务部门及非农就业数据



资料来源: CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 25: 美国消费者信贷



资料来源: CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

欧洲：消费将缓慢增长

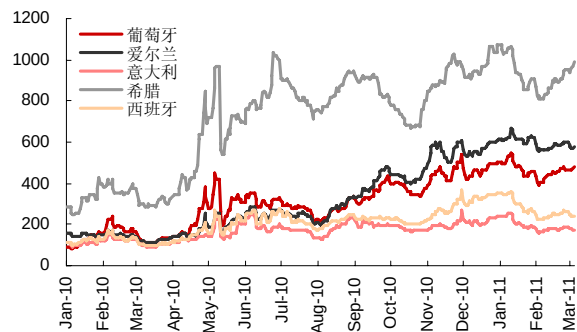
我们的宏观研究认为，欧洲的货币政策将因通胀的上升而趋紧，而财政政策则因欧债危机的持续存在而无法进一步宽松。长期来看，欧洲的经济复苏增长点缺乏，我们的宏观研究认为欧洲的消费将表现为缓慢增长。

图 26： 欧洲地区消费者信心指数



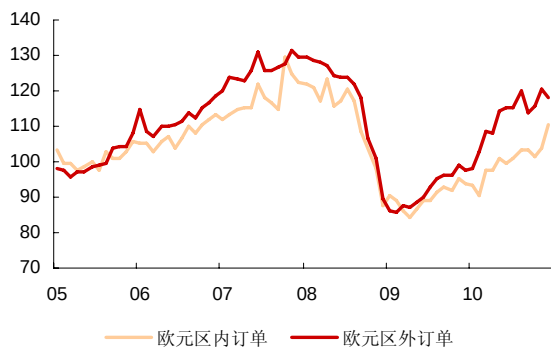
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

图 27： 欧元区国家 5 年期国债 CDS 报价



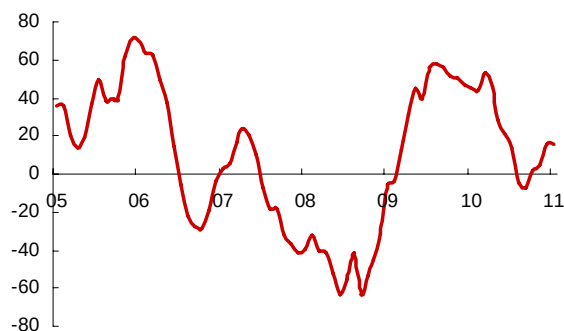
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

图 28： 欧元区新订单情况



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 29： 德国 ZEW 经济景气指数



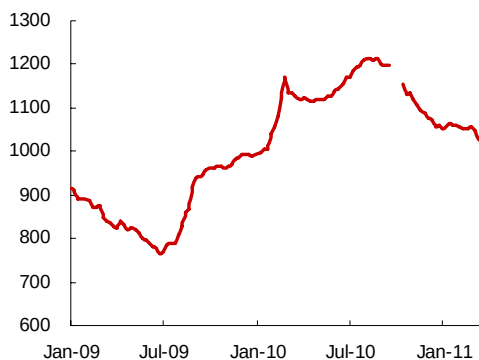
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

运价：现货低迷，期租上扬

节后货量不振，运价恢复低于预期

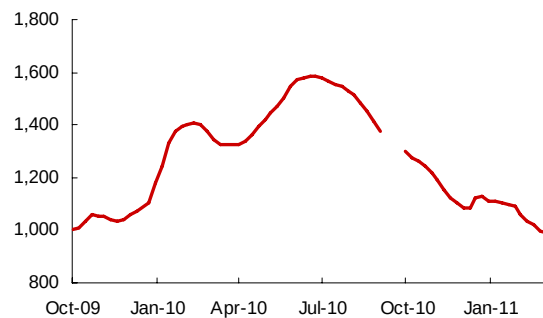
春节之后集运货量恢复低于市场预期，运价及装载率表现平淡。欧线盈利下滑至盈亏平衡附近，美线因长期合同价格仍略有盈利。出口集装箱指数 1-2 月均值同比持平。

图 30： 出口集装箱运价指数



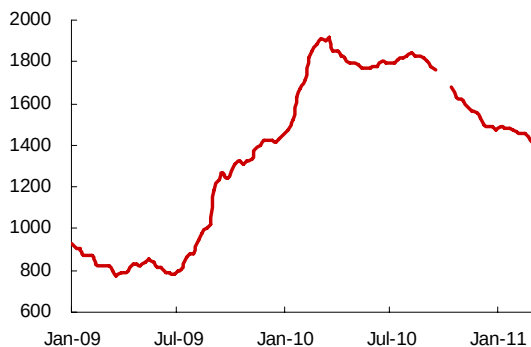
资料来源：上海航交所，华泰联合证券研究所

图 31： 上海出口集装箱运价指数



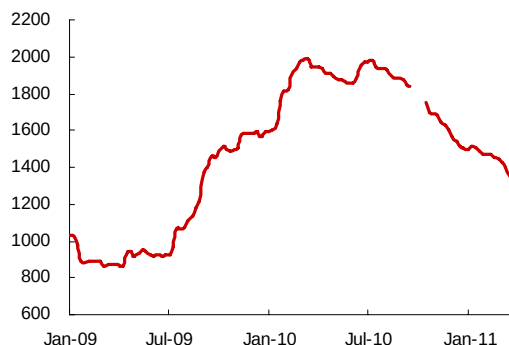
资料来源：上海航交所，华泰联合证券研究所

图 32： 出口集装箱运价指数 - 欧线



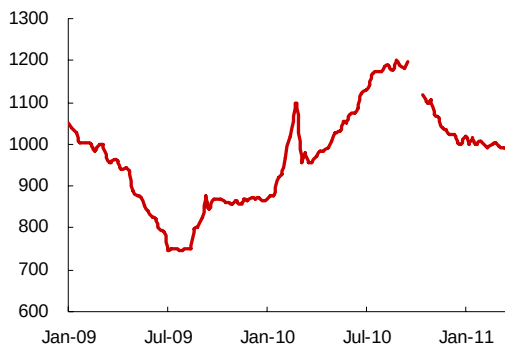
资料来源：上海航交所，华泰联合证券研究所

图 33： 出口集装箱运价指数 - 地中海线



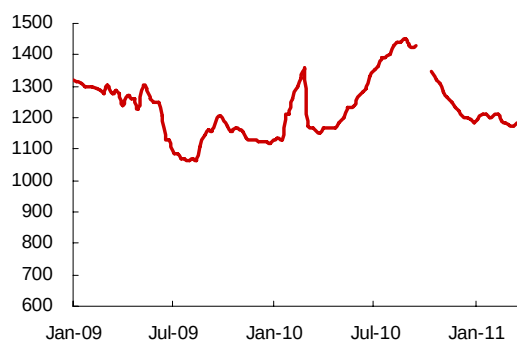
资料来源：上海航交所，华泰联合证券研究所

图 34： 出口集装箱运价指数 - 美西



资料来源：上海航交所，华泰联合证券研究所

图 35： 出口集装箱运价指数 - 美东

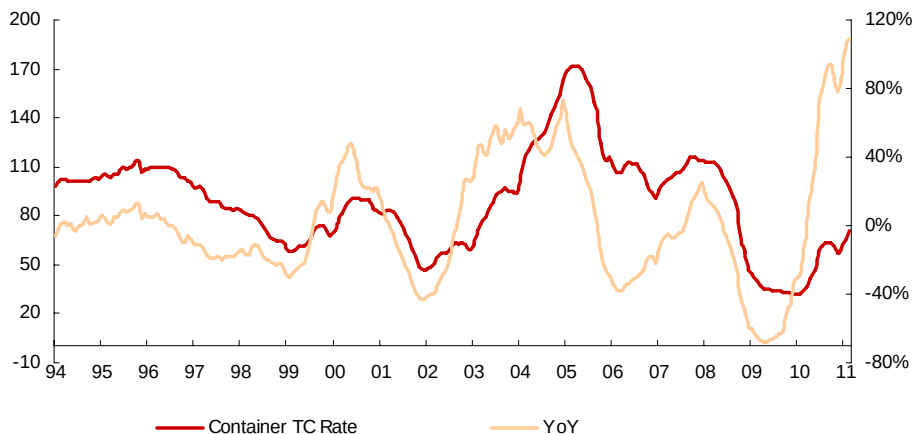


资料来源：上海航交所，华泰联合证券研究所

期租价格上扬，景气预期升温

2011 年 2 月集运期租指数仍然表现较好，达 71 点，同比升超过 100%。我们认为期租市场的上扬为行业带来了复苏的隐忧，因：1) 期租价格的上升反映了运营商对集运市场的乐观情绪，这一情绪将带来更多的租船、乃至新建船舶的热情。2) 期租价格的上升将缓解租船商的经营困境，这可能导致租船商订造的大船交付比率在 2011-13 年明显高于 2010 年。

图 36： Clarkson 集装箱期租指数



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

维持行业趋势向好判断

我们维持行业基本趋势向好的判断，因行业在 2013-14 年存在较大供需差。我们认为行业新订单的增加及订单分布值得关注。

干散货：运价短期或续涨，供给压力仍难缓

2月运价的主题是触底和反弹，BDI 用了一个半月的时间反弹了 50%，但仍在盈亏平衡之下。我们认为 BDI 的短期上涨也许可以持续，因：1) Cape 船型期租价格显著低于 Panamax 和 Handymax 船型，历史上这种状况往往意味着 BDI 指数被低估。2) Cape 船型的现货市场价格显著低于远期市场价格，这意味着市场对其运价反弹持乐观预期。3) BDI 在目前的点位仍预示着绝大多数 Cape 船东的亏损，船东有动力缩减有效供给。4) 目前市场油价高企，船东更倾向于减速以节约燃油成本。

干散货行业从供需角度来看仍然乏善可陈。2月交付显著降低，因为春节因素的影响。运力交付比重亦不高，全船型交付比重仅 40%，Cape 船交付比重 65%。但我们仍需要进一步观察数据以确定是否需要下调交付比例假设。我们略下调了大船的交付比例，基于更高的拆解运力的基本假设。

需求方面，从粗钢产量的角度而言，“内冷外热”的局面得以改观。1-2月中国粗钢产量同比增 12%，铁矿石进口同比增 23%。煤炭进口表现平淡。港口拥塞情况有所缓解，并且短期内恶化的可能性较小。

鉴于行业较大供需差的持续存在，我们维持中期对行业的中性看法。我们预计 2011 年 BDI 均值同比将有所下滑。

表格 6：干散货运输行业供需假设小结

	2011E	2012E	2013E	2014E
运力增速	13.8%	13.2%	6.0%	1.3%
需求增速	6.8%	6.3%	4.5%	4.5%
供需差	7.0%	6.9%	1.5%	-3.2%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

供给：触顶了吗？

行业运力 1-2 月增加 1.9%。运力同比增速略有下滑，但仍高达 17.2%，Capesize 运力增速达 23.7%。新订单有所下滑，拆解量再度活跃，或因行业 1-2 月的运价低迷。我们调整了运力增速预测，预计干散货运力在 2011-13 年分别增长 13.8%/13.2%/6.0%，Capesize 运力增速为 15.7%/15.8%/6.1%。

表格 7：2011 年 1-2 月干散货运力变化（m dwt）

	期初运力	年初至今交付	年初至今减少	期末运力	运力增加	占年初运力比
总计	535.34	12.9	2.7	545.54	10.2	1.9%
Handysize	81.49	1.2	0.45	82.2	0.73	0.9%
Handymax	108.94	2.6	0.09	111.4	2.5	2.3%
Panamax	136.16	2.4	0.46	138.1	1.97	1.4%
Capsize	208.75	6.7	1.71	213.8	5	2.4%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

表格 8：2011 年 1-2 月干散货订单变化（m dwt）

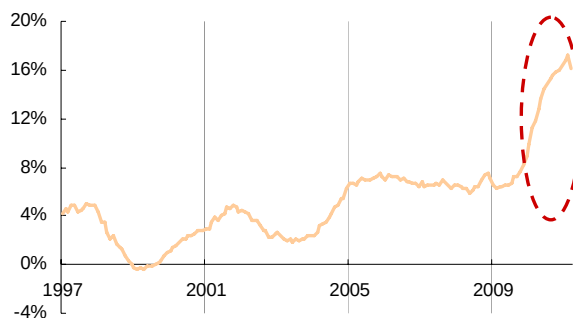
	期初订单	新增订单	年初至今交付	期末订单	订单变化	占现有运力比
总计	279.4	4.6	12.9	269.7	-9.7	49%
Handysize	27.0	0.1	1.2	25.6	-1.4	31%
Handymax	46.3	0.9	2.6	44.6	-1.7	40%
Panamax	77.8	1.5	2.4	76.5	-1.3	55%
Capsize	128.3	2.0	6.7	123.0	-5.3	58%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

2 月交付减少，拆解再度活跃

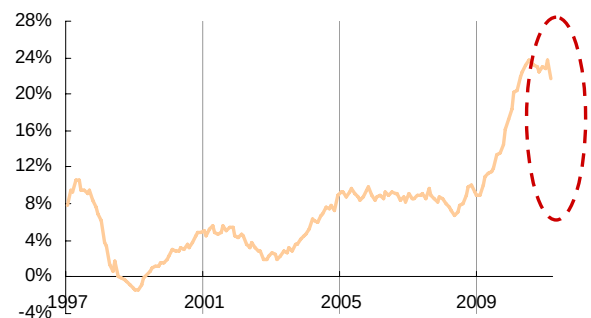
干散货船舶供给从 2009 年开始急速恶化，直观表现为迅速的大船化和运力增速的高增长。2011 年 2 月初，干散货运力单月同比增速达 17.2%，Capesize 船型运力增速达 23.7%，创 70 年代以来的新高。新船交付在 2 月有所下降，或因运力集中于农历年前交付。

图 37：干散货运力同比变化（至 2011 年 3 月）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

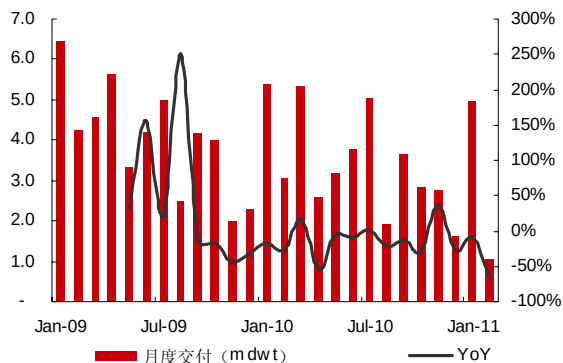
图 38：Capesize 运力同比变化（至 2011 年 3 月）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

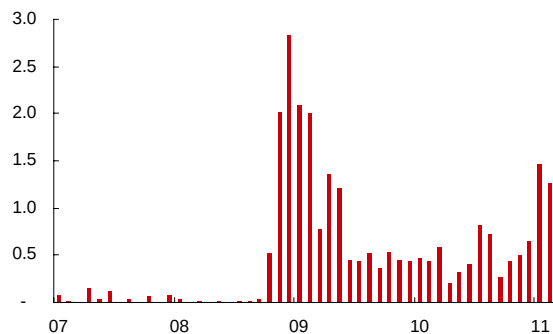
从交付比例来看，干散货船舶的交付比例 1-2 月约 40%，而 Cape 船的交付比例则约 65%。现货市场的低迷带来拆解的再度活跃，1-2 月散货市场共拆解 273 万载重吨的船舶，相当于年初运力的 0.5%。平均拆解船舶大小约 70000 载重吨。

图 39：干散货月度运力交付（至 2011 年 3 月）



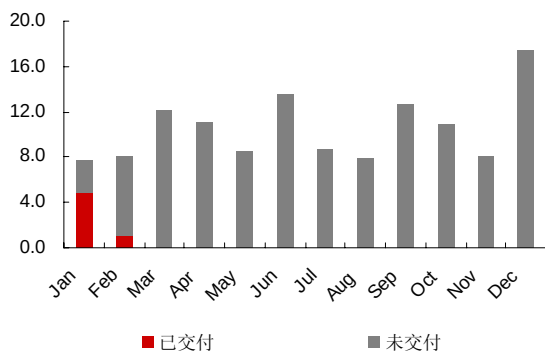
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 40：干散货月度运力拆解（mdwt，至 2011 年 3 月）



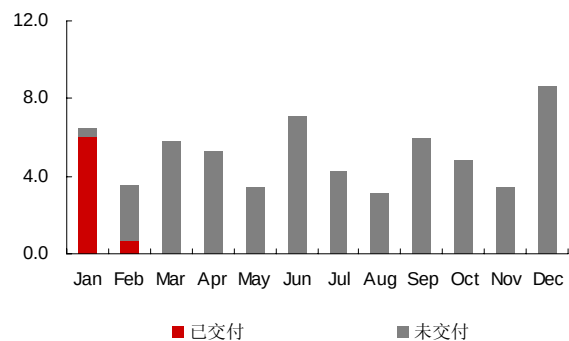
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 41：干散货船月度运力交付比例（至 2011 年 3 月）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 42：Capesize 月度运力交付比例（至 2011 年 3 月）

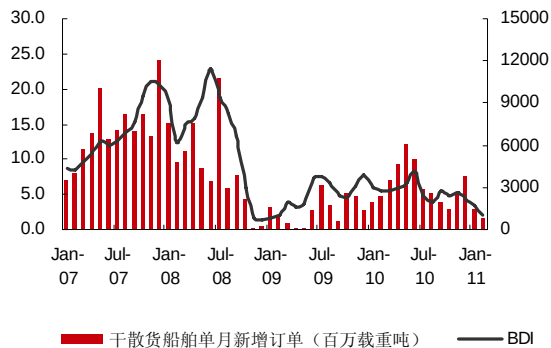


资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

新订单有所下降

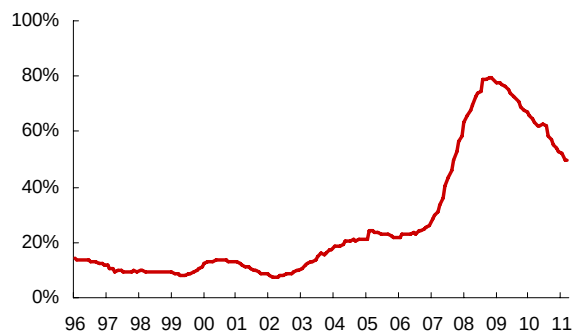
2011 年 1-2 月干散货船舶仍有新造船订单，但较前期已有所减少。大船订单仍占绝大多数，但也有部分灵便型船舶订单。订单占运力比重进一步下降至 49%，其中 80% 以上集中于 2011-12 年交付。

图 43： 干散货月度新订单（mdwt, 至 2011 年 3 月）



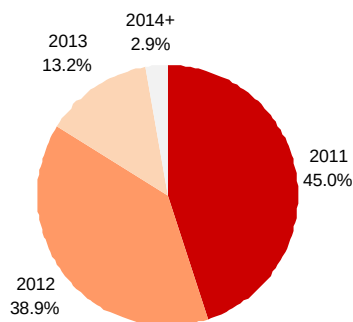
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 44： 干散货订单占现有运力比重（至 2011 年 3 月）



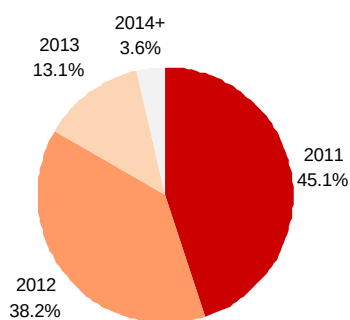
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 45： 干散货订单交付年份分布



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 46： Capesize 型干散货订单交付年份分布



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

下调大船运力增长预测

我们预测 2011/12 年散货船舶运力增长为 13.8%和 13.2%，我们同时调高了运力拆解的规模和交付比例假设。我们认为市场在 2011 年的低迷将导致行业更多的拆解。同时，我们下调 Capesize 运力在 2011 年的增速自 16.8%至 15.7%。我们预测 Capesize 型运力在 2011/12 年的增速为 15.7%/15.8%。

表格 9：干散货船舶运力增长预测（2011E – 2014E）

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	535.3	609.0	689.4	730.7
现有运力	545.5			
订单余额	120.8	146.70	86.63	37.68
占比（%）	22%	24%	13%	5%
订单取消或推迟	42.3	51.3	30.3	13.2
取消、推迟比例（%）	35%	35%	35%	35%
旧船拆解	15.0	15.0	15.0	15.0
年末运力	609.0	689.4	730.7	740.2
增量	13.8%	13.2%	6.0%	1.3%

数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

表格 10：Capesize 型干散货船运力增长预测（2011E – 2014E）

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	208.8	241.6	279.9	297.0
现有运力	213.8			
订单余额	55.2	66.10	35.85	15.00
占比（%）	26%	27%	13%	5%
订单取消或推迟	19.3	19.8	10.8	4.5
取消、推迟比例（%）	35%	30%	30%	30%
旧船拆解	8.0	8.0	8.0	8.0
年末运力	241.6	279.9	297.0	299.5
增量	15.7%	15.8%	6.1%	0.8%

数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

表格 11：Handymax 型干散货船运力增长预测（2011E – 2014E）

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	108.94	124.2	138.3	146.4
现有运力	111.4			
订单余额	21.2	23.31	14.42	6.14
占比（%）	19%	19%	10%	4%
订单取消或推迟	7.4	8.2	5.0	2.1
取消、推迟比例（%）	35%	35%	35%	35%
旧船拆解	1.0	1.1	1.2	1.3
年末运力	124.2	138.3	146.4	149.1
增量	14.0%	11.3%	5.9%	1.8%

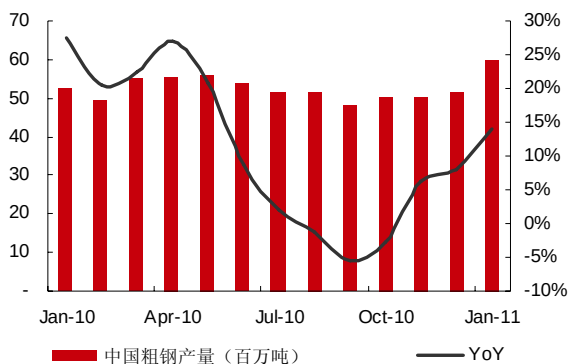
数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

需求：中国表现强劲，港口拥塞下降

国内钢产增速高涨，外需未显疲弱

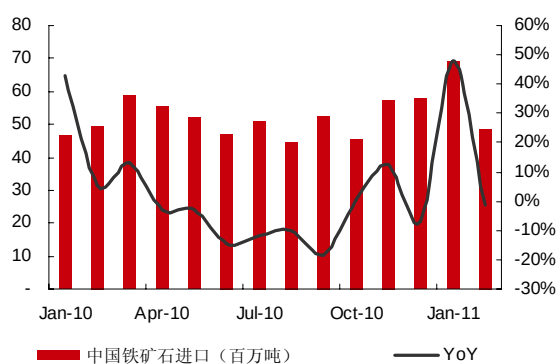
2011 年 1-2 月中国钢产量高速增长，累计同比增 11.9%，数据对 1 月粗钢产量进行了修正。我们的钢铁研究认为，铁矿石价格的不断高涨促使企业在一季度集中生产。铁矿石 1 月进口大增 48%，2 月迅速回落。1-2 月累计同比进口增 23%，较 2010 年全年下降 1.5% 的局面大幅。

图 47： 中国粗钢产量（截至 2011 年 2 月）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

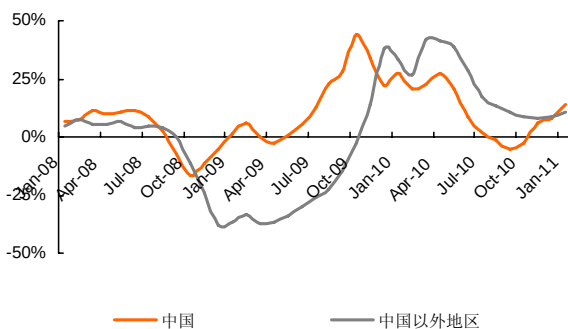
图 48： 中国铁矿石进口（截至 2011 年 2 月）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

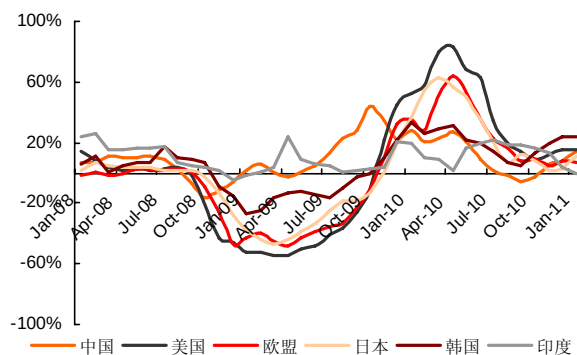
同时，全球粗钢生产的情况亦未显得疲弱。1-2 月全球粗钢产量累计增长 10.5%，全球中国以外地区累计增 9.2%。10 年以来，中国粗钢产量增速首次超过全球其它地区。

图 49： 中国及全球粗钢产量同比变化



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

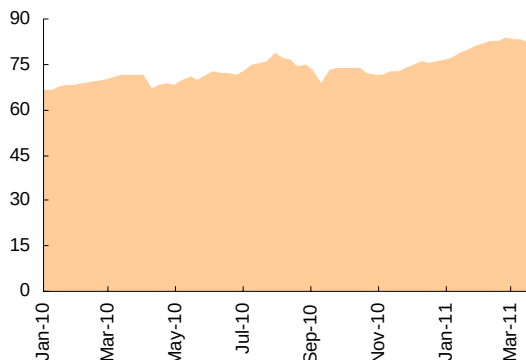
图 50： 全球部分国家粗钢产量同比变化



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

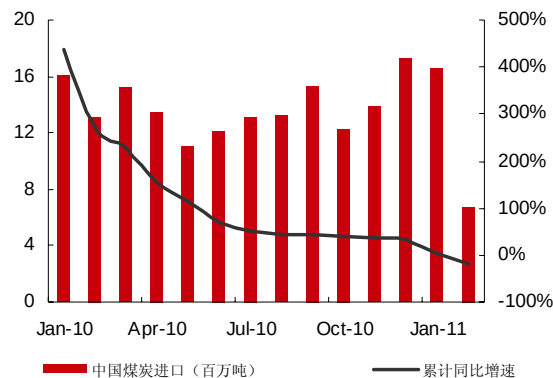
煤炭进口则出现下跌，1-2月累计进口同比下降20%，2月单月数据影响较大。

图 51： 中国铁矿石港存（截至 2011 年 3 月 4 日）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 52： 中国煤炭进口（截至 2011 年 2）

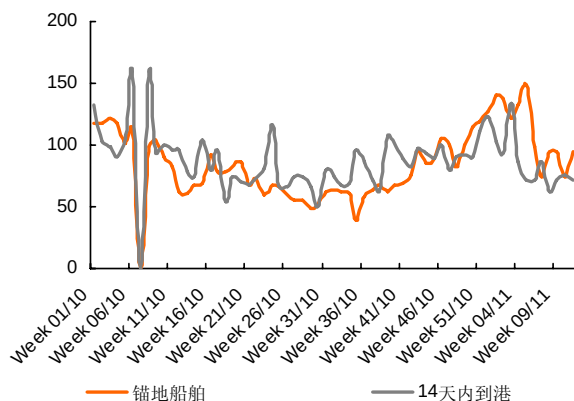


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

港口拥堵缓解

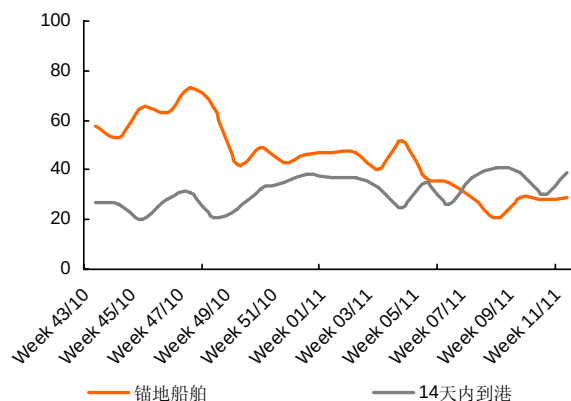
2011 年 3 月全球主要干散货港港口拥堵都呈现缓解的局面。澳洲的塞港时间由一个月前的 5.4 天下降至 4.3 天；巴西则由 5.6 天下降为 5.2 天。中国的平均塞港时间仅 1 天。观察到港船舶数据，我们预计全球的港口拥堵情况在两周内不会发生恶化，一季度的拥堵情况将好于 2010 年四季度。

图 53： 港口拥堵指数 - 中国（至 2011 年 3 月 18 日）



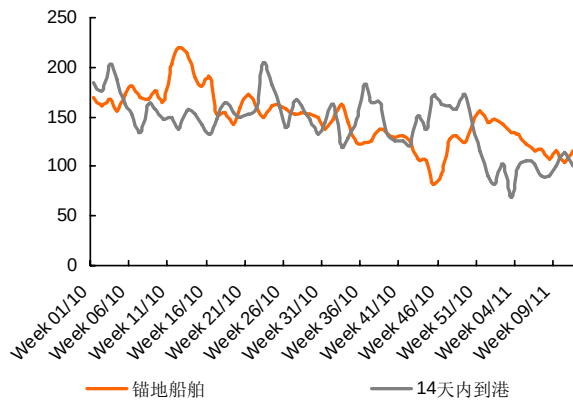
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 54： 港口拥堵指数 - 印度（至 2011 年 3 月 18 日）



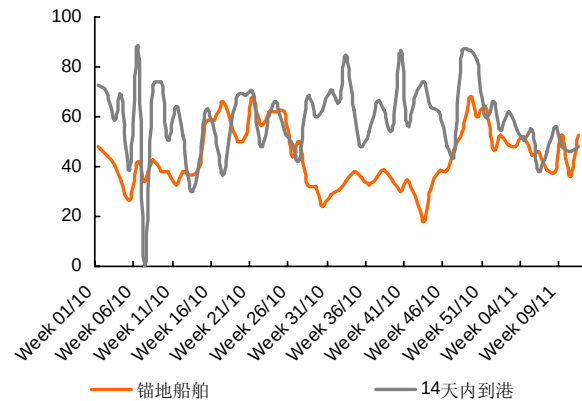
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 55: 港口拥塞指数 - 澳洲 (至 2011 年 3 月 18 日)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 56: 港口拥塞指数 - 巴西 (至 2011 年 3 月 18 日)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 12: 2011 年全球干散货需求增长假设及预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
铁矿石	774	833	902	1,004	1,074	1,149
中国	383	443	616	619	650	683
其他地区	391	391	290	385	424	466
煤炭	772	797	798	956	1,068	1,171
中国	20	18	86	166	199	215
其他地区	752	779	712	790	869	956
粮食	303	323	313	343	353	364
其他	1,109	1,104	961	1,055	1,092	1,130
合计	2,958	3,057	2,969	3,358	3,587	3,814
铁矿石	8.6%	7.6%	8.3%	11.4%	6.9%	7.0%
中国	17.6%	15.6%	39.3%	11.0%	5.0%	5.0%
其他地区	1.0%	-0.2%	-25.6%	15.0%	10.0%	10.0%
煤炭	5.9%	3.2%	0.1%	19.8%	11.7%	9.6%
中国	59.7%	-10.1%	384.3%	92.9%	20.0%	8.0%
其他地区	5.0%	3.6%	-8.6%	11.0%	10.0%	10.0%
粮食	4.5%	6.6%	-3.1%	9.6%	3.0%	3.0%
其他	3.7%	-0.5%	-13.0%	9.8%	3.5%	3.5%
合计	5.6%	3.3%	-2.9%	13.1%	6.8%	6.3%

数据来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

表格 13: 2011 年干散货需求弹性测算

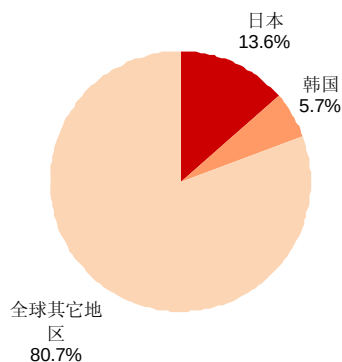
2011 中国煤炭需求增长	2011 中国铁矿石需求增长							
	6.8%	1%	3%	5%	9%	11%	13%	15%
	0%	5.1%	5.5%	5.8%	6.6%	6.9%	7.3%	7.7%
	10%	5.6%	6.0%	6.3%	7.1%	7.4%	7.8%	8.2%
	20%	6.1%	6.4%	6.8%	7.6%	7.9%	8.3%	8.7%
	30%	6.6%	6.9%	7.3%	8.0%	8.4%	8.8%	9.2%
	40%	7.1%	7.4%	7.8%	8.5%	8.9%	9.3%	9.6%

数据来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

日本地震短期利空需求

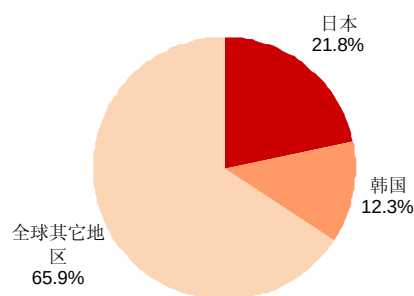
我们认为日本地震对航运业的影响在短期内偏负面, 因短期内日本生产活动及消费受到的冲击将影响需求, 或对运价产生负面冲击。2010 年, 日本铁矿石海运在全球所占比约 13.6%, 日、韩合计占比约 19.3%。日本煤炭海运占全球煤炭海运比重约 21.8%, 日、韩合计占比约 34.1%。

图 57: 日、韩铁矿石海运占全球比重 (2010)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 58: 日、韩煤炭海运占全球比重 (2010)



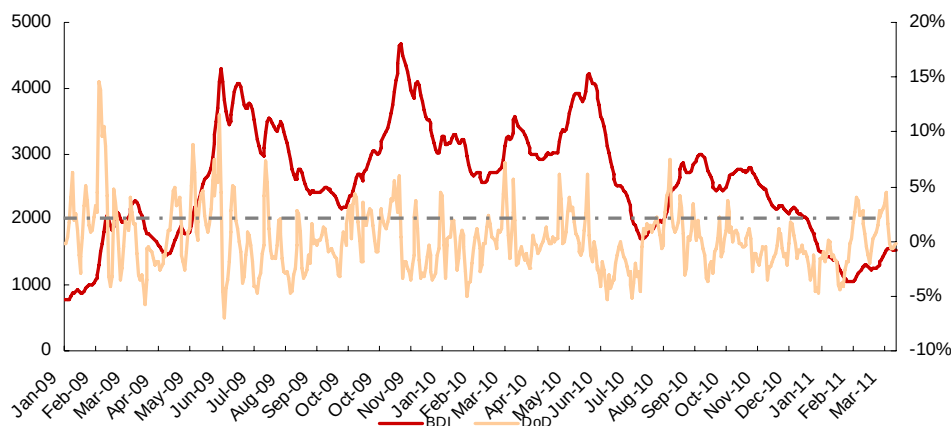
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

运价：BDI 回升或可持续

Capesize 运价快速上涨，BDI 指数料将持续反弹

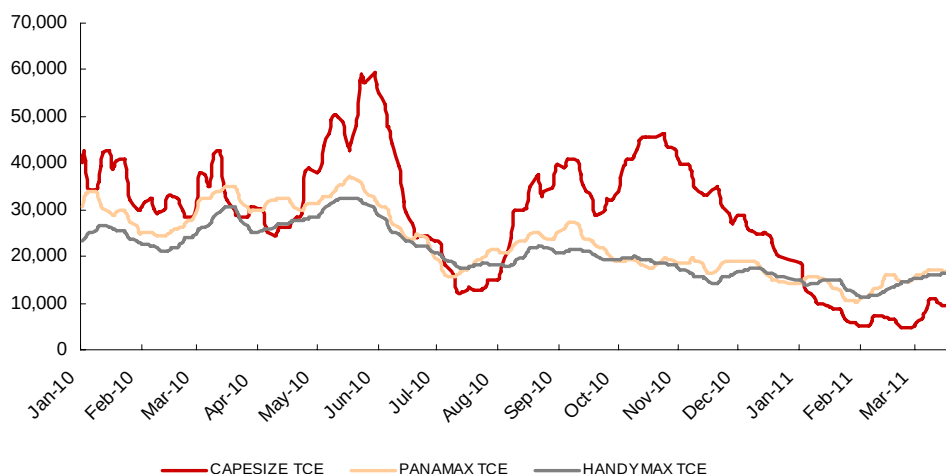
BDI 2 月上旬触底后持续回升，截至 2011 年 3 月上旬反弹已约 50%。而主导 BDI 指数变动的 Capesize 船型 TCE 运价自底部反弹已超过 100%。我们认为 BDI 的此轮反弹仍可持续，理由在于 1) Cape 船型期租价格显著低于 Panamax 和 Handymax 船型，历史上这种状况往往意味着 BDI 指数被低估。2) Cape 船型的现货市场价格显著低于远期市场价格，这意味着市场对其运价反弹持乐观预期。3) BDI 在目前的点位仍预示着绝大多数 Cape 船东的亏损，船东有动力缩减有效供给。4) 目前市场油价高企，船东更倾向于减速以节约燃油成本。

图 59： BDI 指数及日变化幅度



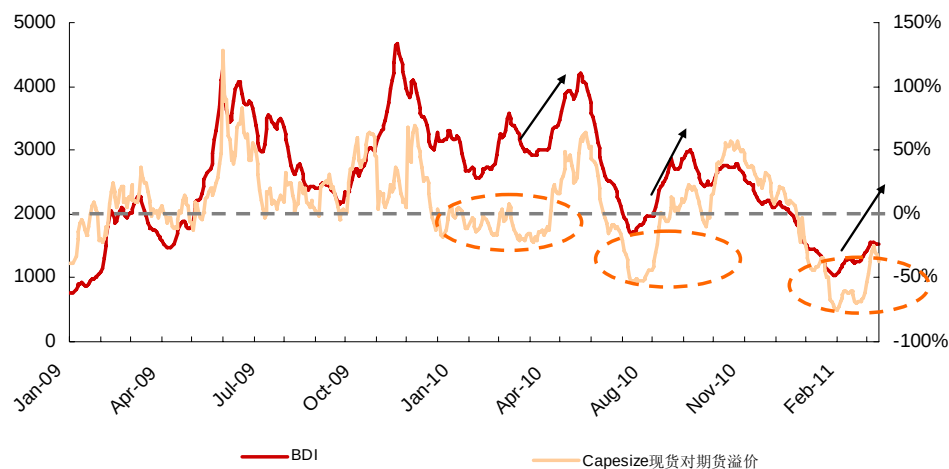
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 60： 主要干散货船型 TCE 水平（美元/天）



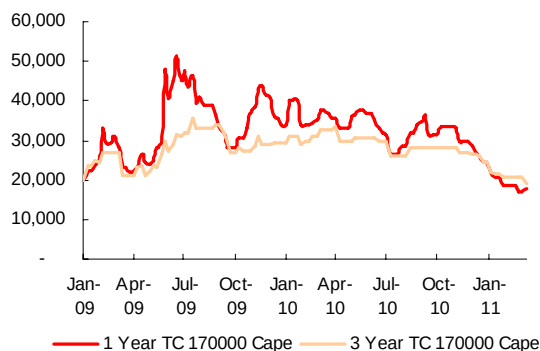
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 61: Capesize 现货市场对期货出现大幅折价



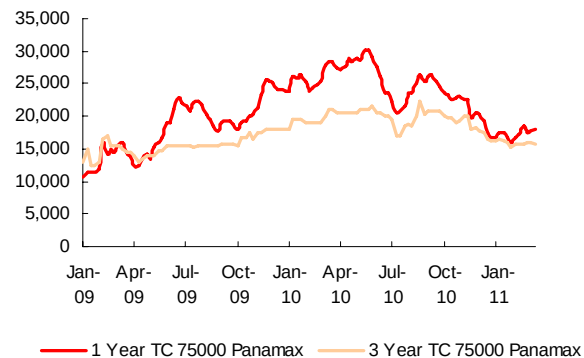
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 62: Capesize 散货船期租价格



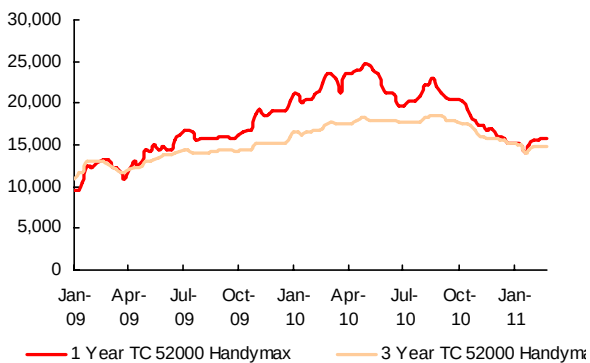
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 63: Panamax 散货船期租价格



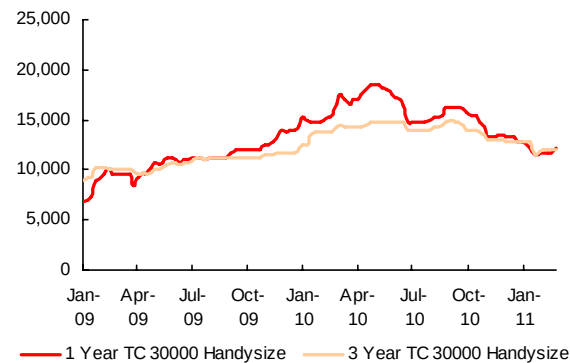
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 64: Handymax 散货船期租价格



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 65: Handysize 散货船期租价格



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

下调 2011 年 BDI 均值

我们下调了 2011 年 BDI 的均值至 2200 点，因我们担心大船的交付将对 Capesize 市场运价构成压力。我们认为如果全球经济复苏势头仍得以保持，我们的预期存在上调的可能。

表格 14：2011 年干散货供需假设与 BDI 均值

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
需求增长	6.7%	5.6%	3.3%	-2.9%	13.1%	7.3%
供给增长	6.8%	6.5%	6.6%	10.1%	16.8%	13.9%
铁矿石需求增长	8.4%	8.6%	7.6%	8.3%	11.4%	6.9%
Cape 与 Panamax 船型运力增长	8.9%	7.6%	7.7%	12.6%	18.6%	16.0%
年内 BDI 均值	3,180	7,070	6,390	2,600	2,758	2,200

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

油运：供给现状恶化，需求表现强劲

油运市场在 1-2 月也走出了一波反弹的行情，并且，与干散货不同的是，VLCC 等价期租已经超过盈亏平衡点。2 月货盘的大量涌现推动了运价的高涨，船东对 3 月的情况仍然表示乐观，这种乐观不是来自于需求层面的预判，而是来自于行业自发收缩供给的判断，因：1) 3 月是行业传统的淡季；2) 油价高涨，减速航行会进一步得以推行。

从供给面看，我们看到了恶化的现状和好转的未来。现状来说，行业运力增速上升，大船（VLCC）表现出高交付率。但新增订单大幅减少，运力拆解的力度亦没有显著下降。我们调整 2011-13 年油轮行业运力增速至 5.1%/6.8%/4.6%，VLCC 运力增速 8.4%/7.8%/6.6%。

1-2 月中国原油和成品油进口数据都表现强劲，全球油品生产和消费在 1 月的数据亦表现不错。IEA 调高了 2011 年全球油品需求预测，但我们仍认为，全球油品需求 2011 年增速超越供给增长的可能性极小。

基于对供需差持续存在的基本判断，我们维持油运行业中期“中性”的基本判断。我们提示市场关注短期油运价格的波动和其带来的交易性机会。

表格 15：原油运输行业供需假设小结

	2011E	2012E	2013E	2014E
VLCC 运力增速	8.4%	7.8%	6.6%	1.6%
需求增速	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%
供需差	4.9%	4.6%	3.4%	-1.6%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

表格 16：成品油运输行业供需假设小结

	2011E	2012E	2013E	2014E
Handysize 运力增速	5.9%	4.8%	3.0%	0.7%
需求增速	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
供需差	2.2%	1.8%	0.0%	-2.3%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

供给：原油运输形势严峻

油轮行业运力增速在 2011 年开始上升，全船型 1-2 月累计增加 0.7% 的运力，VLCC 船型则增加 1%，对原油运输市场运价造成压力。行业交付在 2 月照例有所减少，拆解速度得以维持。行业新订单骤减，并集中于 5 万吨左右的小船。订单占运力比下降。

表格 17：2011 年 1-2 月油轮运力变化 (m dwt)

	期初运力	年初至今交付	年初至今减少	单壳轮减少	期末运力	运力增加	占年初运力比
总计	451.0	6.0	2.7	2.3	454.3	3.3	0.7%
VLCC	164.4	3.4	1.72	1.7	166.1	1.7	1.0%
Suezmax	63.3	0.9	0.01	0.0	64.2	0.9	1.5%
Aframax	93.3	0.8	0.59	0.3	93.5	0.2	0.2%
Panamax	28.5	0.3	0.08	0.1	28.7	0.2	0.8%
Handy	101.6	0.6	0.34	0.2	101.8	0.3	0.3%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

表格 18：2011 年 1-2 月油轮订单变化 (m dwt)

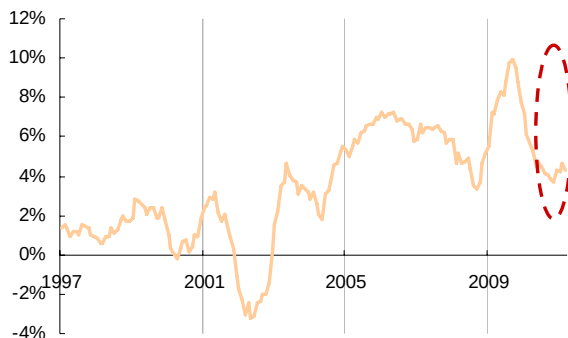
	期初订单	新订单	年初至今交付	期末订单	订单变化	现有订单占现有运力比
总计	124.5	0.3	6.0	117.9	-6.6	25.9%
VLCC	59.6	0.0	3.4	56.2	-3.4	33.9%
Suezmax	24.4	0.1	0.9	23.2	-1.1	36.2%
Aframax	15.8	0.0	0.8	14.8	-1.0	15.8%
Panamax	6.0	0.1	0.3	5.8	-0.2	20.2%
Handy	18.6	0.1	0.6	17.8	-0.8	17.4%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

运力增加提速，新订单骤减

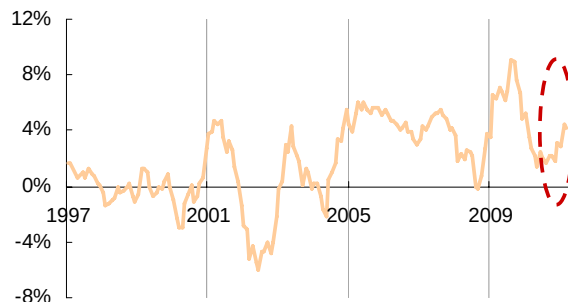
尽管油轮的交付在 2011 年 2 月环比大幅下降，但运力的同比增幅仍有所上升。截至 2011 年 3 月初，油轮的整体运力同比增速约 4.3%，VLCC 船型的运力同比增速为 4.2%。新订单 1-2 月仅 27 万吨，船型集中于 5 万吨小船。订单占运力比下降至 25.9%。大船的交付比例较高。

图 66：油轮运力同比变化（至 2011 年 3 月）



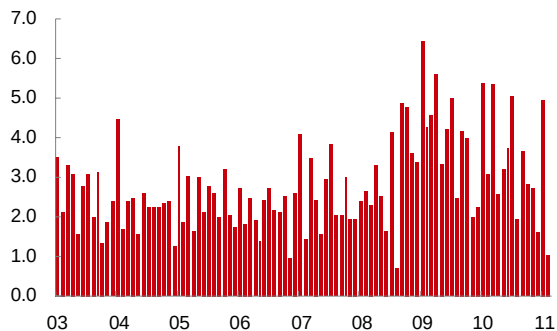
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 67：VLCC 油轮运力同比变化（至 2011 年 3 月）



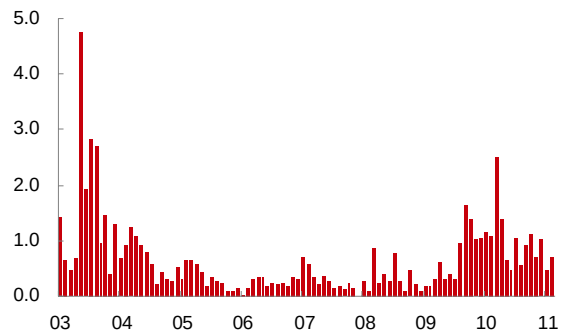
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 68： 油轮运力月度交付（mdwt，至 2011 年 3 月）



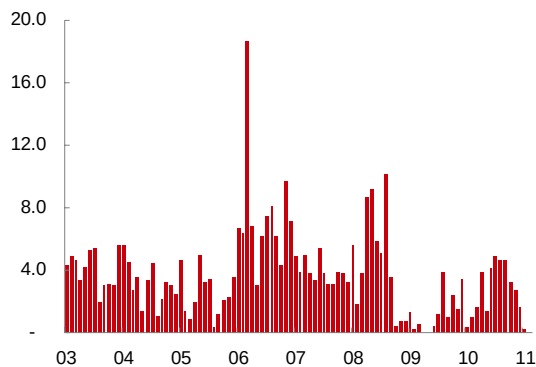
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 69： 油轮运力月度拆解（mdwt，至 2011 年 3 月）



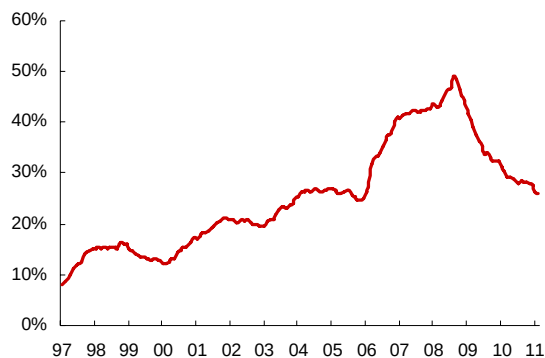
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 70： 油轮月度新订单（mdwt，至 2011 年 3 月）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 71： 油轮订单占运力比 mdwt，至 2011 年 3 月）

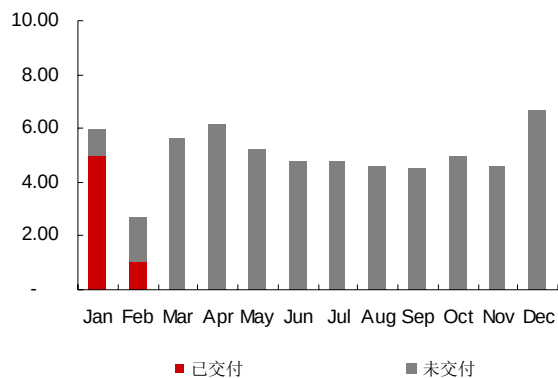


资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

大船交付比例较高

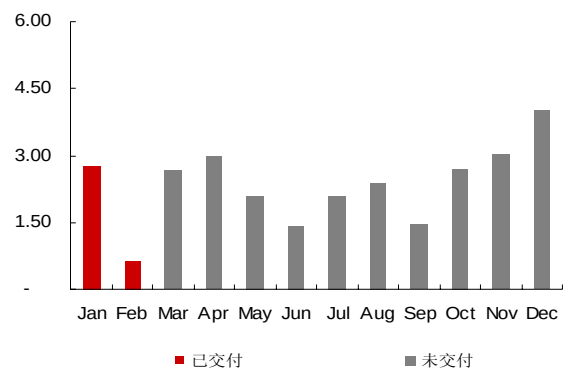
1-2 月油轮运力交付比例约 70%，而 VLCC 的交付比重则达到 100%。如果这一情况得到延续，原油运输运力的供给将对运价造成较大压力。

图 72: 油轮月度运力交付比例 (至 2011 年 3 月)



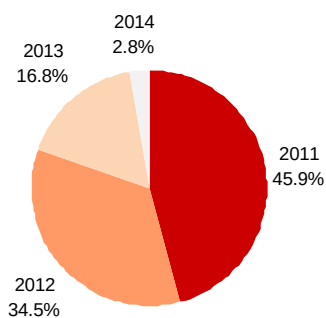
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 73: VLCC 月度运力交付比例 (至 2011 年 3 月)



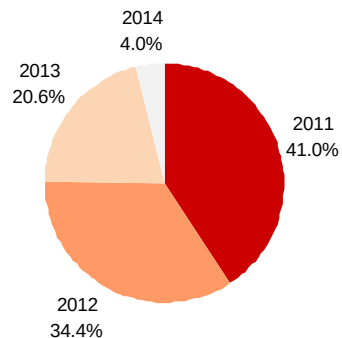
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 74: 油轮订单交付年份分布



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 75: VLCC 油轮订单交付年份分布



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

上调运力交付比例和运力增速

我们判断油轮拆解力度在 2011 年将大幅减弱，因无法继续经营的单壳油轮多数于 2010 年完成拆解。我们略上调了油轮的交付比重假设和运力增速。我们预测油轮运力增速在 2011/12 年将达到 5.1%和 6.8%，VLCC 运力增速在 2011/12 年将达 8.4%和 7.8%。

表格 19：油轮运力增长预测（2011E – 2014E）

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	451.03	474.1	506.5	530.1
现有运力	454.34			
订单余额	54.31	54.31	30.68	9.48
占比（%）	12%	11%	6%	2%
订单取消或推迟	13.6	10.9	6.1	1.9
取消、推迟比例（%）	25%	20%	20%	20%
双壳旧船拆解	1.0	1.0	1.0	1.0
单壳轮退出	20.0	10.0	0.0	0.0
年末运力	474.1	506.5	530.1	536.6
增量	5.1%	6.8%	4.6%	1.2%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

表格 20：VLCC 油轮运力增长预测（2011E – 2014E）

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	161.82	175.4	189.2	201.8
现有运力	165.05			
订单余额	22.65	21.32	13.97	3.60
占比（%）	14%	12%	7%	2%
订单取消或推迟	2.3	2.6	1.4	0.4
取消、推迟比例（%）	10%	12%	10%	10%
双壳旧船拆解	0.0	0.0	0.0	0.0
单壳轮退出	10.0	5.0	0.0	0.0
年末运力	175.4	189.2	201.8	205.0
增量	8.4%	7.8%	6.6%	1.6%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

表格 21: Handysize 油轮运力增长预测 (2011E – 2014E)

	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	101.6	107.6	112.7	116.1
现有运力	101.8			
订单余额	12.53	10.81	5.55	1.67
占比 (%)	12%	10%	5%	1%
订单取消或推迟	5.0	4.3	1.7	0.3
取消、推迟比例 (%)	40%	40%	30%	20%
双壳旧船拆解	1.0	0.8	0.5	0.5
单壳轮退出	0.8	0.5	0.0	0.0
年末运力	107.6	112.7	116.1	117.0
增量	5.9%	4.8%	3.0%	0.7%

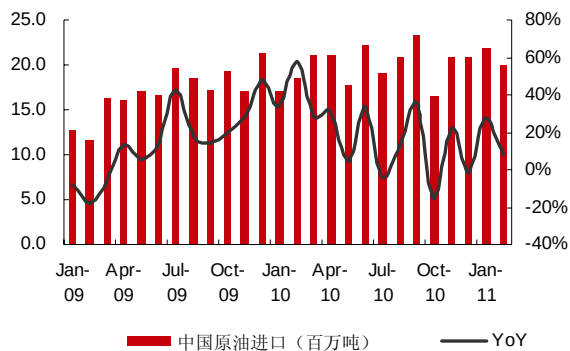
数据来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

需求: 1-2 月油品进口增速强劲

1-2 月油品进口增速强劲

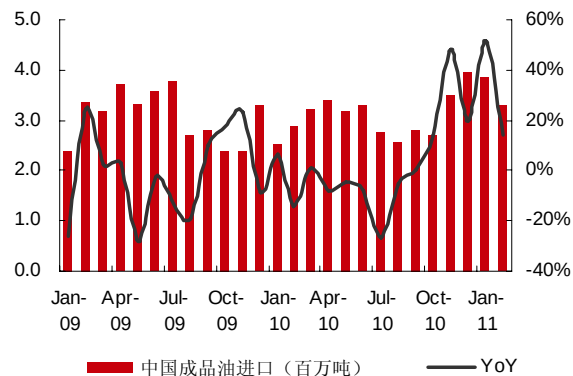
1-2 月的油品进口增速维持了 2010 年以来的强劲势头。1-2 月合计原油进口同比增 17%，成品油增 32%。我们预计这一增速在 3 月将有所放缓。

图 76: 中国月度原油进口 (截至 2011 年 2 月)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 77: 中国月度成品油进口 (截至 2011 年 2 月)

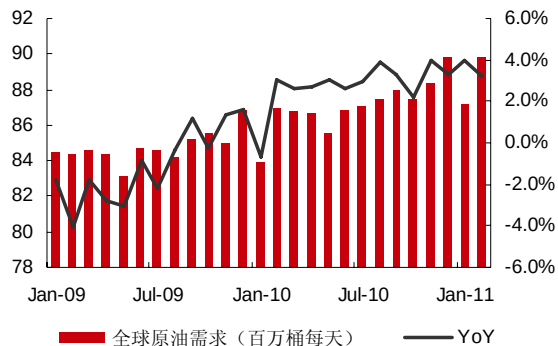


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

全球油品产销旺盛

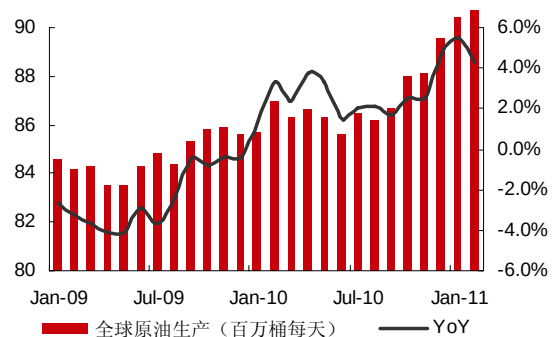
从 1 月全球油品生产和销售数据来看，油品需求维持了 2010 年以来的回升势头，增速同比上升至 4% 左右。我们认为这来自于全球经济的持续回暖。

图 78： 全球原油需求（截至 2011 年 2 月）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

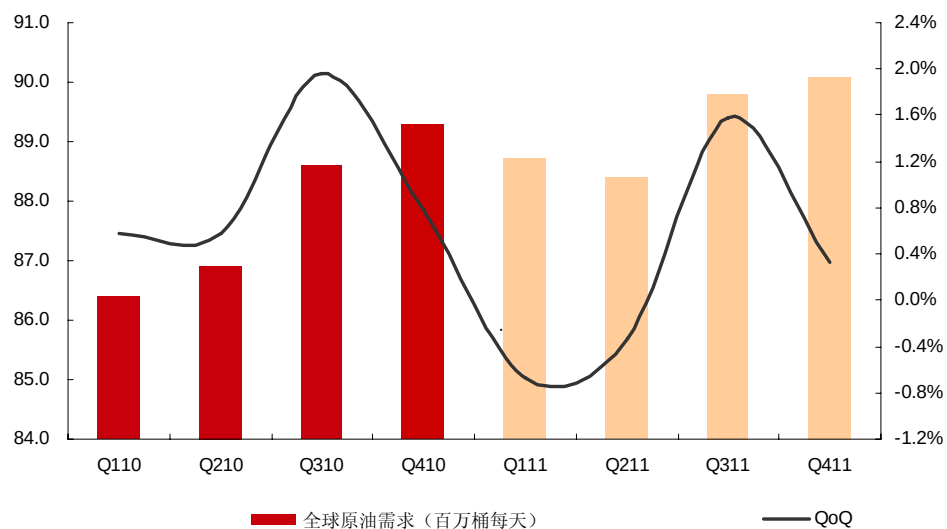
图 79： 全球原油生产（截至 2011 年 2 月）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

最新一期月报中，IEA 上调了 2011 年全球油品需求增长至 1.7%。我们判断 2011 年全球油品海运需求增速在 3%-4% 之间。

图 80： IEA 全球油品需求预测（2011 年 2 月）



资料来源：IEA，华泰联合证券研究所

运价：短期运价回升，预期仍显低迷

指数及等价期租回升，期租价格稳定

油运指数 2 月初开始回升，截至 3 月中旬，VLCC 等价期租已升至 40000 美金/天以上，尽管同比仍表现为折价，但较 1 月行业的低迷而言已有大幅改善。一年期期租价格仍维持在盈亏平衡线上，3-5 年的期租价格高于一年期，反映了市场对 2011-12 年市场较为悲观的情绪。Handysize 即期运价亦表现为回升，但 MR 即期运价仍在盈亏平衡之下。期租价格与前期相比保持稳定。

图 81：波罗的海原油运价指数



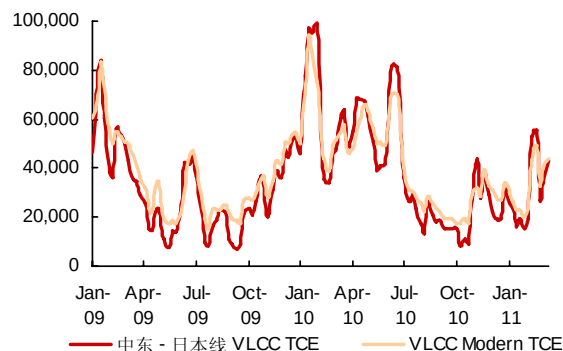
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 82：波罗的海清洁油运价指数



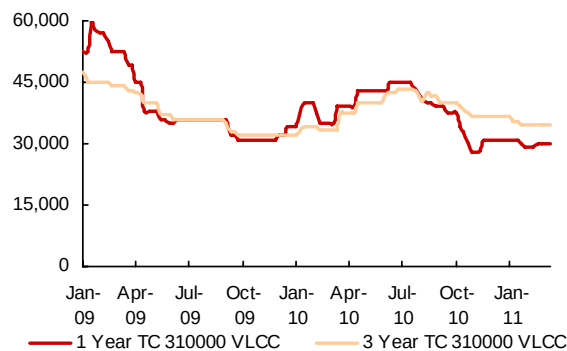
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 83：VLCC 即期市场运价



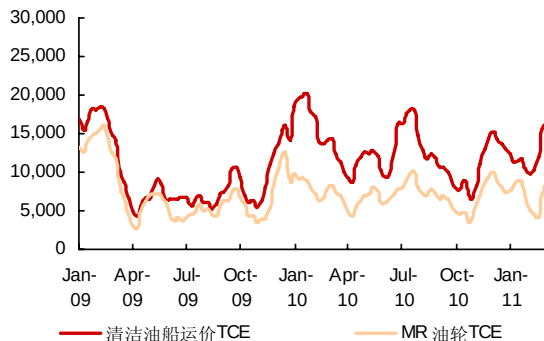
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 84：VLCC 期租价格



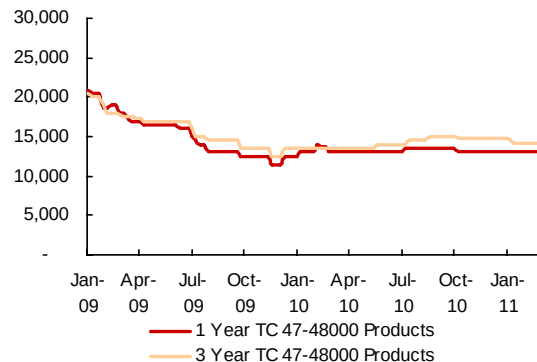
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 85: MR 油轮即期市场运价



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 86: MR 油轮期租价格

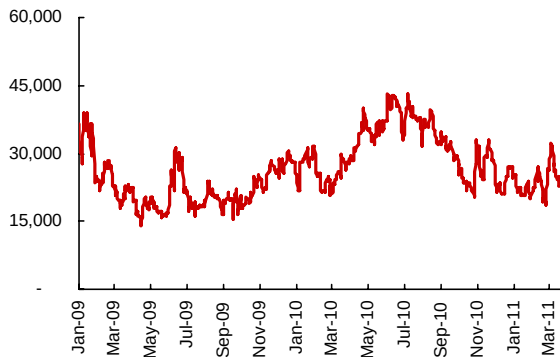


资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

远期运价未显乐观

远期市场原油及成品油运输的交易价格均未显示市场预期发生明显改观。第三月远期合同 VLCC 中东-日本航线 TD3 线及成品油新加坡-日本线的运价均在盈亏平衡之下。我们认为这意味着市场对油运市场运价反弹的可持续性缺乏信心。

图 87: VLCC TD3 AG-Japan Third Month FFA



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 88: TC4 Singapore - Japan Third Month FFA

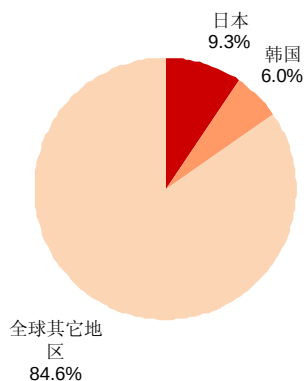


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

日本地震利空短期原油运输需求

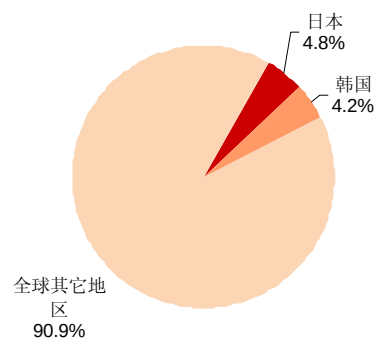
灾害对油运运价的影响可能较小, 因日本的原油进口多数以固定运价的期租船舶运输, 现货市场租用船舶较少, 因此, 即使地震对日本油品需求短期内产生冲击, 可能对即期市场的运价也有限。日本原油进口占全球原油进口比重约 9.3%。因炼厂停工, 日本有可能增加成品油进口。

图 89： 日、韩原油进口占全球比重（2010）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 90： 日、韩成品油进口占全球比重（2010）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

维持 2011 年行业运价低迷判断

我们维持对行业运价在 2011 年走低的基本判断。2011 年，因供需差的持续存在，预计原油运输和成品油运输的运价均值都将有所下降。

表格 22：2011 年油轮供需假设与运价均值

	2007	2008	2009	2010	2011E
需求增长 - 原油轮	3.7%	0.4%	-4.1%	4.2%	3.5%
供给增长 - VLCC	3.7%	3.6%	5.2%	2.8%	8.4%
运价 YoY	-13%	34%	-63%	60%	-30%
需求增长 - 成品油轮	3.3%	2.3%	-3.9%	4.2%	3.7%
供给增长 - Handysize	5.3%	8.6%	7.9%	2.2%	5.9%
运价 YoY	-12%	19%	-59%	45%	-30%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

风险提示

航运业的主要投资风险来自于：主要需求货种如干散货、原油及成品油及商品贸易的放缓，以及来自供给层面的超预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn