

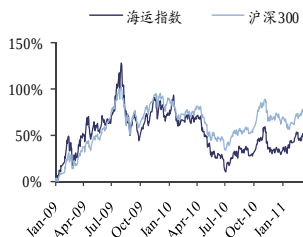
一季报普遍低于预期

——航运业 2011 年 3 月跟踪报告

中性 (维持)

2011 年 4 月 13 日

行业走势



相关报告

航运 II:《航运数据周报 (110328-110401): BDI 下跌, VLCC 低迷, 集运酝酿反弹》2011-4-5

航运 II:《航运数据周报 (110321-110325): BDI 反弹, VLCC 疲软, 集运运价企稳》2011-3-20

航运 II:《航运数据周报 (110314-110318): 日本天灾冲击散货、油轮, 集运运价考验成本线》2011-3-20

分析师 纪云涛
021-38565573
jiyt@xyzq.com.cn
SAC: S101051012004

联系人 龚里
021-38565596
gongli@xyzq.com.cn

分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC: S1010210030008

投资要点

■ **干散货市场: 2 季度 BDI 将延续反弹, 长期供给改善正在进行。**3 月初, BDI 延续 2 月份的反弹势头。但中旬的日本地震致 BDI 反弹中止、逐级回落。3 月 BDI 均值 1493 点, 环比涨 24.9%, BCI、BPI、BSI 分别涨 22%、16.6% 和 22.7%。我们认为 BDI 反弹的需求基础依然存在, 2 季度 BDI 有望温和反弹。中国的开工旺季和节能减排政策放松等因素推动上游煤炭和铁矿石需求回暖。且供给面的改善正在进行, 近期拆船量持续放大, 新签订单明显减少。

■ **油运市场: 供给过剩压制运价, 油价大涨吞噬利润。**3 月份是油品运输的传统淡季, 但原油运价在月初受油价大幅上涨推动快速反弹, 随后在日本地震的影响下回落。3 月底 BDTI 和 BCTI 分别收于 932 点和 841 点, 环比涨 1.4% 和 16.2%; 其中 VLCC 中东-日本航线 WS 值收于 52.5, 环比跌 8.7%。2 季度是油轮传统淡季, 亚洲炼厂大多选择此时进行检修, 油轮短期运价改善依然无望。而油价继续上行吞噬船东利润, 2 季度船东处境将更加艰难。

■ **集运市场: 需求回升, 过量供给压制运价。**3 月份, 工厂全面复工, 货量回升较快, 但因货量增速略低于运力增速。而新船首航揽货压力较大, 引发船东竞相杀价。本月集装箱综合指数报 1018 点, 较 2 月末跌 3.6%。其中欧洲航线跌 8.4% 至 992 美元/TEU, 美东线跌 3.2% 至 2905 美元/FEU。2 季度集运量价将同时复苏。一方面, 工厂全面复工, 生产恢复正常; 另一方面, 美线年度谈判临近, 船东合力推升美线运价动力较强。2 季度欧线因大船交付较多依然不容乐观。

■ **风险提示:** 经济复苏低于预期, 运价反弹乏力, 油价上升风险。

■ **投资策略: 1 季报普遍低于预期。**1 季度, 散货、油轮和集运三大子市场运价普遍低于预期, 而油价意料之外的暴涨则雪上加霜, 导致主要航运上市公司的业绩均大幅低于预期。在季报披露之前, 股价风险有待释放, 我们建议短期暂时观望。油价上涨将在 2 季度继续影响各公司业绩。相对而言, 散货和集运 2 季度运价反弹概率较大, 相关公司业绩环比将改善, 中国远洋和中海集运在 1 季报公布后存在短期机会。中长线我们依然最看好中远航运, 公司下半年将迎来业绩拐点, 目前股价已经回落到战略建仓区。

重点上市公司盈利预测、估值及评级

公司简称	股价	EPS						PE				11 PB	评级
		10	11.1q	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E			
中远航运	8.18	0.21	0.05	0.39	0.57	0.81	39	21	14	10	1.5	强推	
长航油运	6.00	0.00	-0.04	0.10	0.21	0.26	-	62	29	23	1.2	推荐	
中海集运	4.72	0.36	0.00	0.22	0.28	0.32	13	21	17	15	1.7	推荐	
中海发展	10.09	0.50	0.09	0.56	0.71	0.87	20	18	14	12	1.4	推荐	
中国远洋	10.48	0.66	-0.03	0.44	0.61	0.80	16	24	17	13	2.0	推荐	
招商轮船	4.50	0.20	0.03	0.25	0.30	0.35	23	18	15	13	1.3	中性	

资料来源: 公司公告、兴业证券研究所 注: 更新时间 2011. 4.13

目 录

投资聚焦：1 季报普遍低于预期	- 5 -
一、本月散货市场：2 季度 BDI 将延续反弹，长期供给改善正在进行	- 7 -
船价和回报率	- 9 -
船队和订单规模	- 10 -
船舶拆解和转换	- 11 -
市场成交	- 11 -
先行指标和前景预测	- 12 -
二、本月油运市场：供给过剩压制运价，油价大涨吞噬利润运费水平	- 15 -
船价和回报率	- 17 -
船队和订单规模	- 18 -
船舶拆解和转换	- 19 -
市场成交	- 20 -
先行指标和前景预测	- 21 -
三、本月集运市场：需求回升，过量供给压制运价	- 24 -
运费水平	- 24 -
船价	- 25 -
船队和订单规模	- 25 -
船舶拆解和转换	- 26 -
先行指标和前景预测	- 26 -
四、FFA	- 28 -
散货轮 FFA	- 28 -
油轮 FFA	- 28 -
五、国际航运股走势	- 29 -

表目录

表 1、重点上市公司盈利预测、估值及评级.....	- 6 -
表 3、干散货核心指数和分船型主要航线 TCE 和期租变化情况.....	- 8 -
表 4、散货分船型新船和二手船价格表.....	- 9 -
表 5、干散货分船型按照 2011 年 3 月平均 1 年期 T/C 的盈利预测.....	- 9 -
表 6、干散货分船型按照 2011 年 3 月 25 日 TCE 水平测算的盈利情况.....	- 10 -
表 7、3 月份干散货船队增长情况.....	- 10 -
表 8、全球干散货船队订单计划交付量.....	- 11 -
表 9、干散货分船型拆解情况.....	- 11 -
表 10、全球干散货供需预测表.....	- 15 -
表 11、油运核心指数和分船型主要航线 TCE 和期租变化情况.....	- 17 -
表 12、油轮分船型新船和二手船价格表.....	- 17 -
表 13、油轮分船型按照 2011 年 3 月 1 年期期租水平测算的盈利情况.....	- 18 -
表 14、油轮分船型按照 2011 年 3 月 25 日 TCE 水平测算的盈利情况.....	- 18 -
表 15、油轮船队增长情况.....	- 19 -
表 16、全球油轮船队规模和订单交付情况.....	- 19 -
表 17、油轮分船型拆解情况.....	- 20 -
表 18、全球油运供需预测表.....	- 23 -
表 19、集装箱分船型 1 年期期租变化.....	- 24 -
表 20、集装箱船分船型新船和二手船价格表.....	- 25 -
表 21、集装箱船分船型船队规模（千 TEU）.....	- 25 -
表 22、集装箱船分船型订单.....	- 26 -
表 23、集装箱船分船型拆解量（万 TEU）.....	- 26 -
表 24、集装箱市场供需预测表（千 TEU）.....	- 28 -

图目录

图 1、BDI 走势.....	- 7 -
图 2、BCI、BPI 和 BSI 走势.....	- 7 -
图 3、Capesize 型船 TCE 水平（美元/天）.....	- 7 -
图 4、Panamax 型船 TCE 水平（美元/天）.....	- 7 -
图 5、沿海散货指数.....	- 8 -
图 6、沿海散货运费（元/吨）.....	- 8 -
图 7、3 月份干散货新签订单情况.....	- 11 -
图 8、3 月份干散货订单交付.....	- 11 -
图 9、2007 年以来分月度 Cape 订租情况（艘）.....	- 12 -
图 10、Capesize 月度分地区订租情况（艘）.....	- 12 -
图 11、2007 年以来分月度 Panamax 订租情况（艘）.....	- 12 -
图 12、2007 年以来分月度 Handymax 订租情况（艘）.....	- 12 -
图 13、国内钢价综合指数.....	- 13 -
图 14、国际钢铁价格.....	- 13 -
图 15、进口矿石价格（元/吨）.....	- 13 -
图 16、国产矿石价格（元/吨）.....	- 13 -
图 17、国内主要城市钢材库存（万吨）.....	- 13 -
图 18、国内铁矿石港口库存（万吨）.....	- 13 -
图 19、国内钢铁产量（万吨）.....	- 14 -
图 20、国内铁矿石进口量（百万吨）.....	- 14 -
图 21、国内煤炭价格（元/吨）.....	- 14 -

图 22、国际煤炭价格（美元/吨）	- 14 -
图 23、秦皇岛煤炭库存（万吨）	- 14 -
图 24、秦皇岛煤炭调运量（万吨）	- 14 -
图 25、全国及华东地区发电量 YOY	- 15 -
图 26、直供电厂电煤库存（万吨）	- 15 -
图 27、BDTI 和 BCTI 走势	- 16 -
图 28、主要航线 WS 走势	- 16 -
图 29、VLCC TCE 水平（美元/天）	- 16 -
图 30、MR 型船 TCE 水平（美元/天）	- 16 -
图 31、3 月份油轮新签订单情况	- 19 -
图 32、3 月份油轮订单交付	- 19 -
图 33、2007 年以来分月度 VLCC 订租情况（艘）	- 20 -
图 34、2007 年以来分月度 Suezmax 订租情况（艘）	- 20 -
图 35、2007 年以来分月度 Aframax 订租情况（艘）	- 20 -
图 36、2007 年以来分月度 Panamax 订租情况（艘）	- 21 -
图 37、2007 年以来分月度 Handy 订租情况（艘）	- 21 -
图 38、VLCC 月度分地区订租情况（艘）	- 21 -
图 39、Brent 原油价格（美元/桶）	- 22 -
图 40、380cst 燃油价格（美元/吨）	- 22 -
图 41、OPEC 原油产量（千桶/日）	- 22 -
图 42、美国炼厂开工率	- 22 -
图 43、美国原油和成品油进口（千桶/日）	- 22 -
图 44、欧美发达国家原油和汽油库存	- 22 -
图 45、中国原油进口量	- 23 -
图 46、日本原油进口量	- 23 -
图 47、中国出口集装箱综合指数	- 24 -
图 48、中国出口集装箱指数-美东、美西航线	- 24 -
图 49、沿海集装箱指数-亚太航线	- 24 -
图 50、集装箱 1 年期期租水平（美元/天）	- 24 -
图 51、3 月份集装箱船新签订单情况	- 26 -
图 52、3 月份集装箱船订单交付	- 26 -
图 53、密歇根大学消费者信心指数	- 27 -
图 54、美国新房开工数	- 27 -
图 55、PMI 指数	- 27 -
图 56、美国主要港口集装箱吞吐量（TEU）	- 27 -
图 57、Capesize 的 FFA 月度变化	- 28 -
图 58、Panamax 的 FFA 月度变化	- 28 -
图 59、VLCC 的 FFA 月度变化	- 28 -
图 60、Suezmax 的 FFA 月度变化	- 29 -
图 61、Aframax FFA 月度变化	- 29 -
图 62、LR-FFA 月度变化	- 29 -
图 63、MR-FFA 月度变化	- 29 -
图 64、国际干散货股综合指数	- 30 -
图 65、国际油运股综合指数	- 30 -
图 66、国际集运股综合指数	- 30 -

投资聚焦：1 季报普遍低于预期

■ 干散货市场：2 季度 BDI 将延续反弹，长期供给改善正在进行

1-3 月份，散货船实际交付 2005 万载重吨，订单交付率 81.8%，拆解 480 万载重吨，运力较年初净增长 1525 万载重吨，增速达 3.1%。其中 Cape 船型实际交付 1035 万载重吨，订单交付率 88.8%，拆解 308 万载重吨，运力净增长 836 万载重吨，增速达 4%。

3 月初，BDI 延续 2 月份的反弹势头。中旬的日本地震重创全球第二大产钢国，日本矿石进口短期受阻导致 BDI 反弹中止、逐级回落。3 月份，BDI 均值 1493 点，环比上涨 24.94%，BCI、BPI、BSI 分别上涨 21.97%、16.56% 和 22.70%。

短期看，我们认为 BDI 反弹的需求基础依然存在，2 季度 BDI 有望温和反弹。中国的开工旺季和节能减排政策放松等因素推动上游煤炭和铁矿石需求回暖，1-2 月份粗钢产量增长 11%，铁矿石进口增长 22.7%，增速均探底回升。同时，3 月份国内直供电厂煤炭库存快速下降（电厂煤炭库存从 16 天降至 13 天），城市钢材库存和港口矿石库存年内首次下降等证据亦证明国内散货需求正逐渐回暖。但是，2 季度新船交付压力依然较大，BDI 很难大幅反弹，温和上升的概率较大。

从长期看，供给面的改善正在进行。近期拆船量的持续放大（Cape 船型 1-3 月份拆船 308 万载重吨，为去年全年的 118%），同时新签订单明显减少（Cape 船型 1-3 月份新签订单 256 万载重吨，为去年全年的 11%），供给面的量变正在发生。

■ 油运市场：供给过剩压制运价，油价大涨吞噬利润

1-3 月份，油轮船实际交付 994 万载重吨，订单交付率 81.6%，期间油轮共拆解 192 万载重吨，运力较年初净增长 646 万载重吨，增速达 1.4%。其中 VLCC 实际交付 491 万载重吨，订单交付率 74.9%，拆解 27 万载重吨，运力净增长 320 万载重吨，增速达 1.9%。

3 月份是油品运输的传统淡季，但原油运价在月初受油价大幅上涨推动快速反弹，随后在日本地震的影响下逐级回落。而成品油轮因欧洲运力压港、日本震后增加成品油需求和美国成品油库存意外下降，导致订租量大增、运价上行。3 月底 BDTI 和 BCTI 分别收于 932 点和 841 点，环比上涨 1.41% 和 16.16%；其中 VLCC 中东—日本航线 WS 值收于 52.5，环比下跌 8.7%。因月初运价较高，本月 BDTI 月度均值为仍环比上涨 35.49%。

2 季度是油轮传统淡季，亚洲炼厂大多选择此时进行检修，因此油轮短期运价改善依然无望。而油价因非洲中东乱局继续上行，大幅吞噬船东利润，2 季度船东处境将更加艰难。

下半年油轮市场或迎来转机：一方面，4 季度是油品需求旺季，日本灾后重建将放大短期油品需求。供给面上，艰难境况导致新船交付大幅放缓（1 季度油轮运力净增长 1.4%，其中 2、3 约合计仅增长 0.4%）。订单方面，1 季度油轮新签订单大幅下滑迹象（VLCC 新签订单已连续三个月挂零）。若新签订单延续目前趋势，2012 年后油轮运力增速将进入下行周期，2013 年油轮新船交付将不及今年的一半，油轮市场将迎来长期趋势拐点。

■ 集运市场：需求回升，过量供给压制运价

1-3 月份，集装箱船实际交付 23.5 万 TEU，订单交付率 71.1%，拆解 0.83 万 TEU，运力较年初净增长 22.2 万载重吨，增速达 1.6%。其中 8000 箱以上船实际交付 16.4 万载重吨，订单交付率 67.2%，运力净增长 16.4 万载重吨，增速达 5.5%。

3 月份，工厂全面复工，货量回升较快，至月末欧美线仓位利用率均回升至 9 成以上。但因货量增速略低于运力增速（3 月份共 13 艘计 12 万 TEU 新船下水，且闲置运力下降至 2008 年 11 月以来的最低水平），而新船首航揽货压力较大，引发船东竞相杀价，运价反弹迟迟未现。本月集装箱综合指数报 1018.25 点，较 2 月末下跌 3.58%。其中欧洲航线下跌 8.38% 至 992 美元/TEU，美东和美西航线分别下降 3.17% 和 2.25% 至 2905 美元/FEU 和 1631/FEU。

2 季度集运量价将同时复苏。一方面，工厂全面复工、生产恢复正常；另一方面，美线年度谈判临近，船东合力推升美线运价动力较强。欧线方面 2 季度依然不容

乐观，主因 2 季度欧线大船交付较多，船东为保障新船装载率不敢冒着损失市场份额的风险进行提价。

中长线看，集运需求无需担忧，美国复苏趋势不会轻易改变，美国地产复苏只是时间问题。关键变量主要在于长期供给面，尤其是马士基率先造船会否引发船东军备竞赛值得密切关注。

■ 风险提示：

油价暴涨、欧美经济复苏低于预期、国内货币紧缩超预期

■ 投资策略：1 季报普遍低于预期

1 季度，散货、油轮和集运三大子市场运价普遍低于预期，而油价意料之外的暴涨则雪上加霜，导致主要航运上市公司的业绩均大幅低于预期（1 季度 EPS 预测值详见表 1）。在季报披露之前，股价风险有待释放，我们建议短期暂时观望。

油价上涨将在 2 季度继续影响各公司业绩。相对而言，散货和集运 2 季度运价反弹概率较大，相关公司业绩环比将改善，中国远洋和中海集运在 1 季报公布后存在短期机会。中长线我们依然最看好中远航运，公司下半年将迎来业绩拐点，目前股价已经回落到战略建仓区。

表 1、重点上市公司盈利预测、估值及评级

公司简称	股价	EPS					PE				11 PB	评级
		10	11.1q	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E		
中远航运	8.18	0.21	0.05	0.39	0.57	0.81	39	21	14	10	1.5	强烈推荐
长航油运	6.00	0.00	-0.04	0.10	0.21	0.26	-	62	29	23	1.2	推荐
中海集运	4.72	0.36	0.00	0.22	0.28	0.32	13	21	17	15	1.7	推荐
中海发展	10.09	0.50	0.09	0.56	0.71	0.87	20	18	14	12	1.4	推荐
中国远洋	10.48	0.66	-0.03	0.44	0.61	0.80	16	24	17	13	2.0	推荐
招商轮船	4.50	0.20	0.03	0.25	0.30	0.35	23	18	15	13	1.3	中性
航运平均							22	27	18	14	1.5	

资料来源：公司公告、兴业证券研究所 注：更新时间 2011.4.13，11 年中远航运 10 配 3 摊薄，长航油运定增摊薄

一、本月散货市场：2 季度 BDI 将延续反弹，长期供给改善正在进行

3 月份，BDI 延续 2 月份的反弹势头，月内上涨 21.24% 至 1530 点。本月 BDI 均值为 1493 点，环比上涨 24.94%。分船型指数来看，代表 Capesize 型船的 BCI 月度均值为 1682 点，环比上涨 21.97%；代表 Panamax 型船的 BPI 月度均值为 2048 点，环比上升 16.56%；BSI 月度均值为 1535 点，环比上涨 22.70%。

图 1、BDI 走势

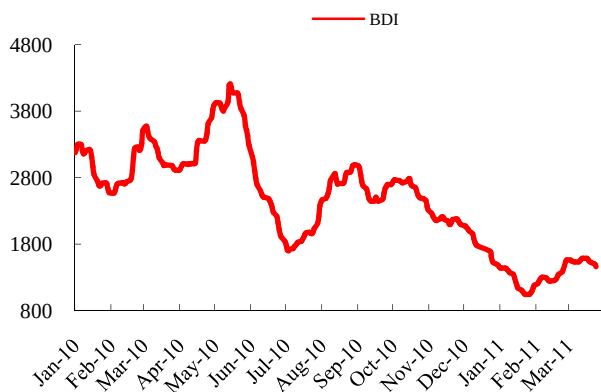
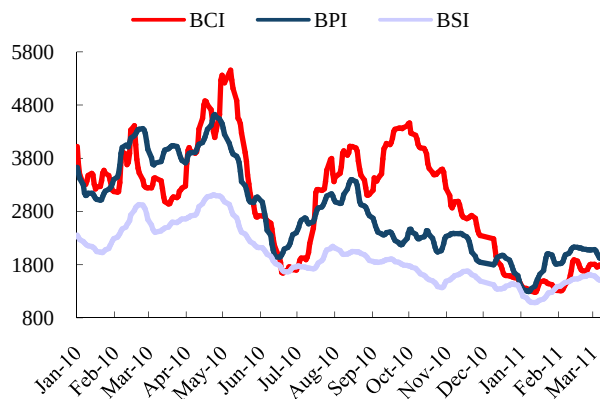


图 2、BCI、BPI 和 BSI 走势



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

本月，燃油价格保持平稳，各船型 TCE 水平随运价大幅反弹，其中 Capesize 船 TCE 水平反弹幅度较大，澳西-北仑宝山矿石航线月度均值为 7237 美元/天，较上月上涨 3194 美元/天；澳西-鹿特丹矿石航线则从上月的-6203 美元/天升至-1665 美元/天。Panamax 船 TCE 水平从上月平均 10419 美元/天升至 13557 美元/天。Handymax(52000DWT)船 TCE 水平从上月平均 12328 美元/天升至 15657 美元/天。

图 3、Capesize 型船 TCE 水平（美元/天）

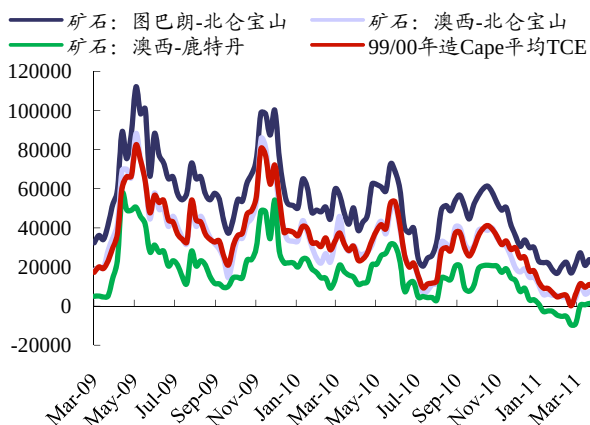
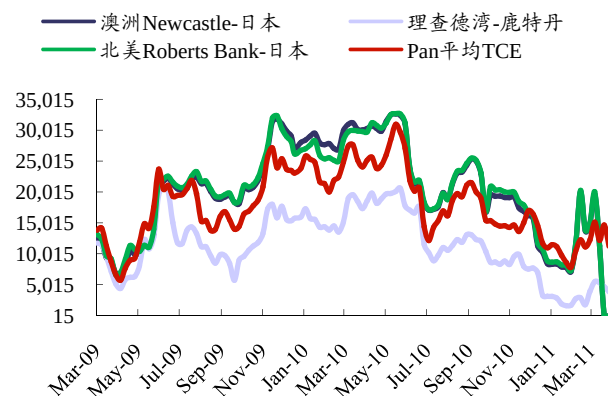


图 4、Panamax 型船 TCE 水平（美元/天）



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

3 月份各船型期租均有所上扬。Capesize 型船 1 年期期租 3 月底报 18000 美元/天，较上月底上升 1000 美元/天；Panamax 型船 1 年期期租 3 月底报为 17750 美元/天，较上月底上升 250 美元/天。

表 2、干散货核心指数和分船型主要航线 TCE 和期租变化情况

	2009	2010	2011 to date	年度环比	上月月末	本月月末	月度环比
BDI	2,657	2,758	1,365	-50.51%	1,251	1,530	22.30%
BCI	4,172	3,480	1,575	-54.74%	1,310	1,768	34.96%
BPI	2,405	3,115	1,828	-41.31%	1,820	1,968	8.13%
BSI	1,658	2,148	1,375	-35.98%	1,398	1,523	8.94%
Capsize							
Tubarao/Rotterdam (矿石)	43,914	32,667	3,165	-90.31%	-1,556	6,531	519.73%
Tub/Beilun.Baoshan (矿石)	58,087	47,932	21,183	-55.81%	16,909	23,737	40.38%
Dampier/Rotterdam (矿石)	22,090	15,367	-2,877	-118.72%	-9,600	1,379	-114.36%
Dampier/Beilun.Bao. (矿石)	39,105	29,611	6,216	-79.01%	1,601	7,388	361.46%
Saldanha/Beilun.Bao (矿石)	37,660	31,564	9,634	-69.48%	1,207	14,320	1086.41%
Hay Pt./Rotterdam (煤炭)	19,570	11,664	-7,377	-163.25%	-15,915	-5,510	65.38%
Indonesia/Rotterdam (煤炭)	18,963	11,674	-4,930	-142.23%	-13,860	-3,387	75.56%
Hay Pt./China (煤炭)	31,230	23,544	2,784	-88.18%	-3,547	6,525	283.96%
R.Bay/Rotterdam (煤炭)	18,715	11,289	-4,149	-136.75%	-8,724	-4,766	45.37%
R.Bay/EC India (煤炭)	36,702	30,152	14,907	-50.56%	11,593	17,760	53.20%
Panamax							
Richards B./Rott (煤炭)	10,635	13,330	3,211	-75.91%	1,760	4,695	166.76%
Rob.Bank/N.China (煤炭)	20,142	22,670	10,995	-51.50%	9,355	17,668	88.86%
US Gulf/Japan (粮食)	26,989	35,096	/	/	22,054	/	/
Supramax							
TransPacific R/V	35,115	19,554	11,981	-38.73%	13,500	16,250	20.37%
TransAtlantic R/V	42,474	23,844	15,846	-33.54%	13,750	16,500	20.00%
一年期期租							
Morden Capsize	33,276	32,967	21,750	-34.02%	17,000	18,000	5.88%
Morden Panamax	18,151	24,559	17,500	-28.74%	17,500	17,750	1.43%
Morden Handymax	12,827	18,330	13,500	-26.35%	13,250	15,625	17.92%
Morden Handysize	10,678	15,662	12,750	-18.59%	11,750	13,750	17.02%
17000 dwt MPP	7,396	9,604	10,725	11.67%	10,750	10,700	-0.47%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

沿海散货指数 3 月份先扬后抑。沿海散货综合指数 3 月末收在 1564.37 点, 较 2 月末上涨 18.99%, 煤炭指数为 1854.5 点, 环比上涨 23.78%, 矿石指数为 1154.69 点, 上涨 4.56%, 粮食指数报收在 1287.02 点, 上涨 27.81%点。从运价来看, 秦皇岛-广州煤炭运费为 73 元/吨, 较 2 月上涨 28 元/吨; 秦皇岛-上海煤炭运费为 55 元/吨, 上涨 18 元/吨。

图 5、沿海散货指数

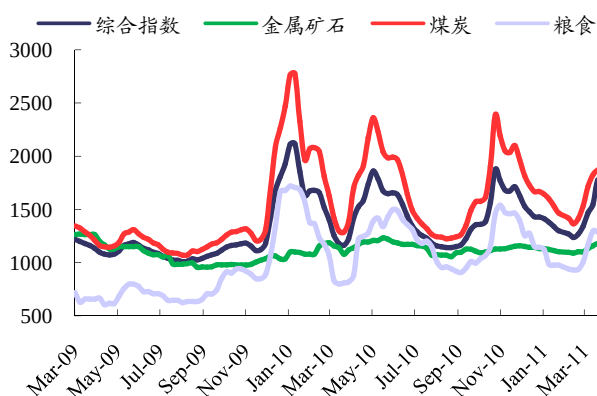
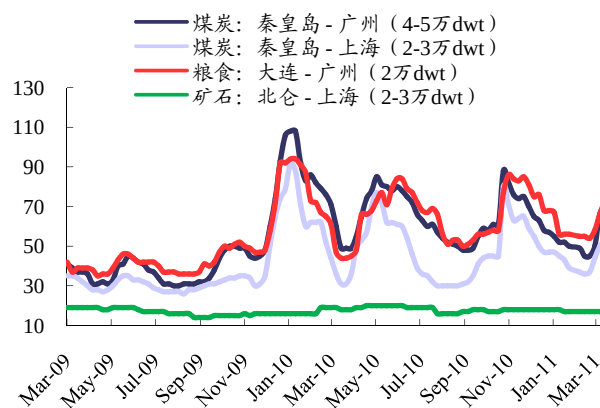


图 6、沿海散货运费

(元/吨)



数据来源: 中华航运网、兴业证券研究所

船价和回报率

3 月份新船价格略有下降。其中, Capesize、Panamax、Handysize 新船价格分别为 5400 万、3350 万、2580 万美元/艘, 较 2 月分别下跌 100 万、100 万、20 万美元/艘, Handymax 新船造价与上月持平。

二手船价格 Capesize、Panamax、Handymax 分别为 4700 万、3400、2900 万美元/艘, 较上月下跌 300 万、200 万、100 万美元/艘。

表 3、散货分船型新船和二手船价格表

百万美元		2008	2009	2010	上月	本月	月度环比
Capesize	订造新船	88	56	57	55	54	-1.82%
	5 年船龄	45	55	55.5	50	47	-6.00%
	旧船/新船	52.27%	98.21%	97.37%	90.91%	87.04%	
Panamax	订造新船	46.5	33.8	34.5	34.5	33.5	-2.90%
	5 年船龄	26	36	36	36	34	-5.56%
	旧船/新船	58.06%	106.51%	104.35%	104.35%	101.49%	
Handymax	订造新船	42	30.5	31	31	31	0.00%
	5 年船龄	24.5	27	29	30	29	-3.33%
	旧船/新船	57.14%	88.52%	93.55%	96.77%	93.55%	
Handysize	订造新船	32.5	25	26.5	26	25.8	-0.77%
	5 年船龄	20.5	22	25	25	22.5	-10.00%
	旧船/新船	132.31%	88.00%	94.34%	96.15%	96.90%	

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

我们按照如下假设测算各种船型的新船和 5 年船龄二手船的毛利率: 1、船价取当月均价; 2、期租租金取 2011 年 3 月的各船型平均值; 3、运营成本取 2011 年 3 月平均水平; 4、新船折旧按 25 年, 5 年船龄二手船折旧按 20 年, 残值均按 5% 计算; 5、假设船价 80% 通过贷款支付, 年利率 6%。

表 4、干散货分船型按照 2011 年 3 月平均 1 年期 T/C 的盈利预测

	Capesize		Panamax		Handymax	
	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄
船价 (万美元)	5400	4700	3350	3400	3100	2900
期租租金 (美元/天)	18000	18000	17750	17750	15625	15625
成本						
运营成本	6525	6525	5745	5745	5255	5255
折旧	5863	6379	3637	4614	3366	3936
利息	7406	6446	4594	4663	4251	3977
合计	19794	19349	13976	15022	12872	13168
全年毛利 (万美元)	-63	-47	132	95	96	86
毛利率	-9.96%	-7.50%	21.26%	15.37%	17.62%	15.73%
上月毛利率	-10.56%	-11.27%	18.44%	10.72%	0.26%	-4.14%
2010 年毛利率	40.26%	36.37%	42.98%	34.63%	29.35%	23.83%
ROE	-5.81%	-5.02%	4.93%	3.51%	3.89%	3.71%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

表 5、干散货分船型按照 2011 年 3 月 25 日 TCE 水平测算的盈利情况

	Capesize		Panamax		Handymax	
	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄
船价 (万美元)	5400	4700	3350	3400	3100	2900
TCE (美元/天)	10,997	10997	14,654	14654	16,063	16063
成本						
运营成本	6525	6525	5745	5745	5255	5255
折旧	5863	6379	3637	4614	3366	3936
利息	7406	6446	4594	4663	4251	3977
合计	19794	19349	13976	15022	12872	13168
全年毛利(万美元)	-308	-292	24	-13	112	101
毛利率	-79.99%	-75.95%	4.62%	-2.51%	19.86%	18.02%
上月毛利率	-21681.83%	-21821.58%	-27.94%	-40.05%	5.96%	1.81%
2010 年毛利率	31.36%	27.42%	30.69%	20.76%	37.88%	32.68%
ROE	-28.51%	-31.10%	0.88%	-0.47%	4.50%	4.37%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

船队和订单规模

2011 年 3 月份, 全球干散货船队合计净增加运力 234 万载重吨。其中 Capesize 船增长 102 万载重吨。截至 2011 年 3 月末, 干散货船队总运力达到 5.52 亿载重吨, 较 2011 年年初增长约 1585 万载重吨, 增长率为 2.96%。

表 6、3 月份干散货船队增长情况

百万载重吨	2007	2008	2009	2010	2011.1	2011.2	2011.3	月度增加
Capesize	131.4	143.6	169.95	208.75	215.08	216.09	217.11	1.02
Panamax	108.3	114.5	120.9	136.16	137.77	138.91	139.42	0.51
Handymax	76.9	83.2	91.9	108.94	111.32	111.89	112.69	0.80
Handysize	75.9	77.2	75.53	81.49	82.53	82.7	82.71	0.01
Total	392.5	418.5	458.28	535.34	546.7	549.59	551.93	2.34

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

3 月份干散货新签订单 17 艘, 128 万载重吨, Capesize、Panamax、Handymax、Handysize 分别新签 3 艘、3 艘、6 艘、5 艘。交付订单 50 艘, 442 万载重吨, Capesize、Panamax、Handymax、Handysize 分别交付 13 艘、8 艘、18 艘、11 艘。截至 2011 年 3 月底, 干散货船的订单总额为 2.6 亿载重吨, 占现有船队规模的比重下降为 37.47%。

图 7、3 月份干散货新签订单情况

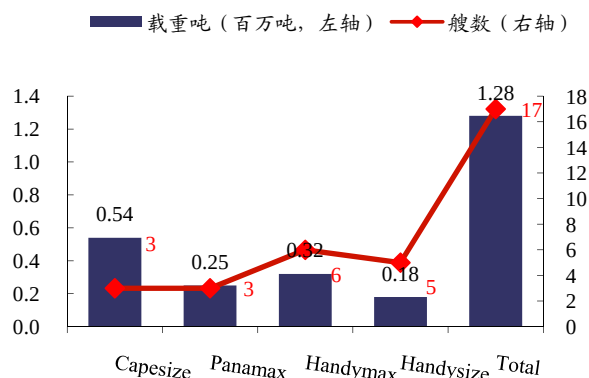
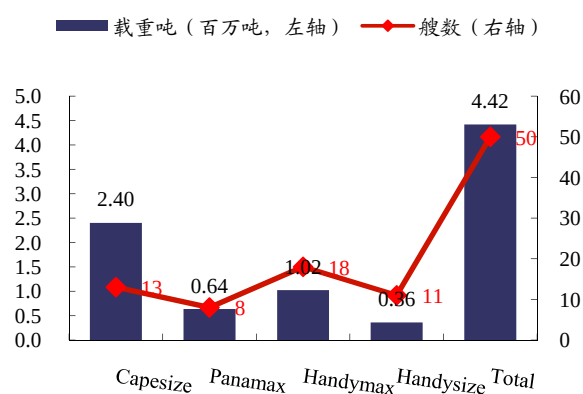


图 8、3 月份干散货订单交付



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 7、全球干散货船队订单计划交付量

百万载重吨	订单交付量			订单规模		
	2011	2012	2013+	艘数合计	载重吨合计	占现有船队比
Capesize	56.3	46.2	20.5	630	123	57.60%
Panamax	30.9	33.1	12.5	944	76.5	55.40%
Handymax	21.4	15.8	7.4	808	44.6	40.00%
Handysize	14.3	8.8	2.4	792	25.6	31.10%
合计	123	104	42.8	3,174	269.7	49.40%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船舶拆解和转换

3 月份干散货船舶拆解量继续大增，共有 207 万载重吨船舶拆解，环比增加 62.99%。2011 年前 3 月共拆解 480 万载重吨。

表 8、干散货分船型拆解情况

百万载重吨	2008	2009	2010	2011.1	2011.2	2011.3	2011 to date
Capesize	2.2	1.4	2.6	0.81	0.89	1.38	3.08
Panamax	1.1	2.3	0.7	0.39	0.065	0.13	0.58
Handymax	0.5	1.3	0.4	0.05	0.041	0.22	0.31
Handysize	1.7	5.4	2	0.2	0.28	0.35	0.83
合计	5.5	10.4	5.7	1.46	1.27	2.07	4.80

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

市场成交

3 月份，散货船程租订租量较 2 月有所增加。其中，Capesize 当月订租量为 100 条，较上月增加 29 条；Panamax 订租量为 243 条，较上月增加 46 条；Handymax 订租量为 118，较上月增加 3 条。

从 Capesize 分地区订租情况看，3 月份到中国的 Cape 订租量为 71 条，相比 2 月份增加 17 条；其中巴西-中国为 16 条，澳洲-中国为 37 条。到鹿特丹的订租量为 5 条，较上月增加 3 条。

图 9、2007 年以来分月度 Cape 订租情况（艘）

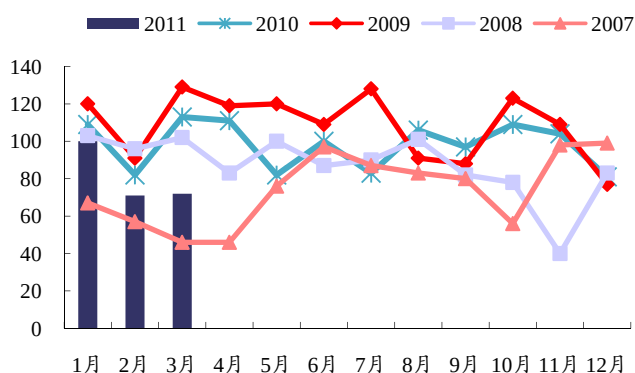
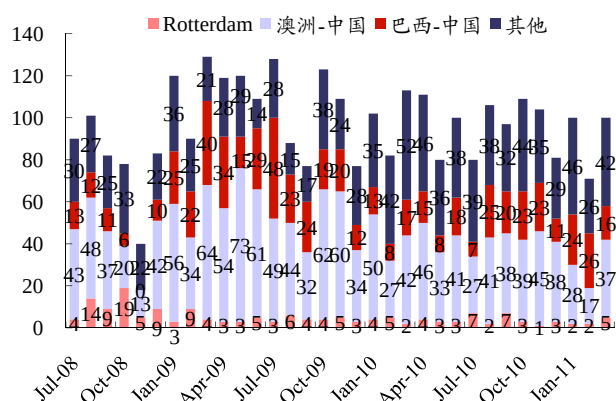


图 10、Capesize 月度分地区订租情况（艘）



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

图 11、2007 年以来分月度 Panamax 订租情况（艘）

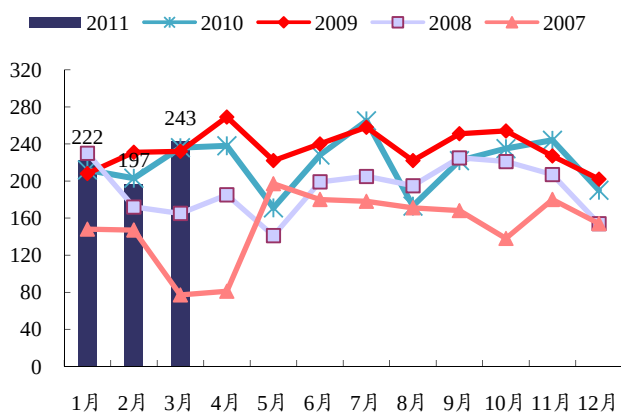
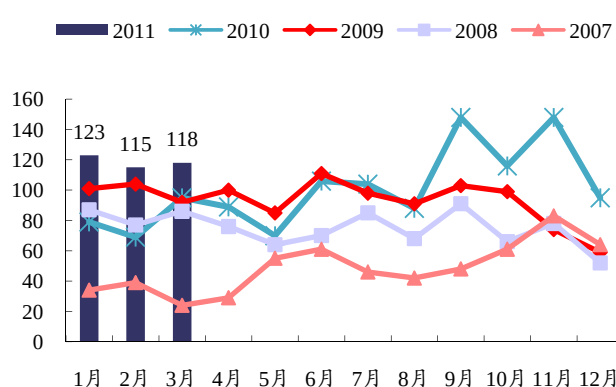


图 12、2007 年以来分月度 Handymax 订租情况（艘）

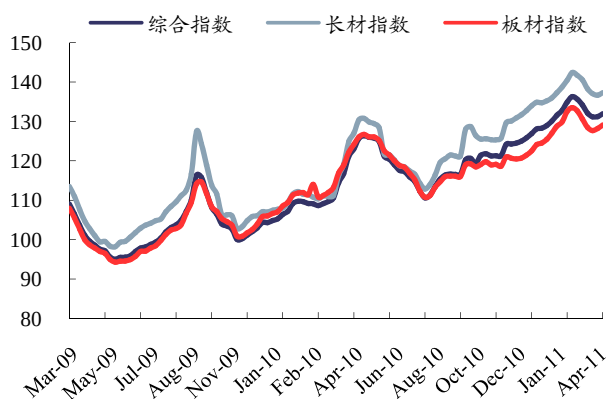


数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

先行指标和前景预测

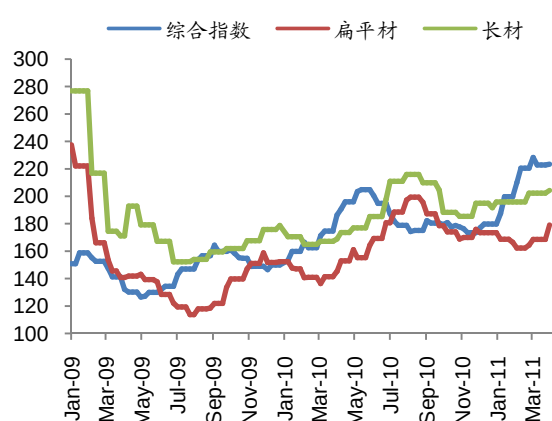
国内钢价综合指数 3 月 25 日收在 131.23 点，较 2 月底下跌 4.42 点，其中长材指数收在 137.33 点，下跌 5.05 点，板材指数收在 129.11 点，下跌 4.5 点。同期，进口矿石价格继续小幅回落，青岛港铁矿石价格 3 月均值为 1295 元/吨，较上月下跌 5.68%；国内铁矿石价格较上月有所下降，其中代县铁精粉现货价格环比下跌 5.39%，至 981.96 元/吨；迁安铁精粉现货价格环比下跌 7.99%，至 1376.52 元/吨；国内钢材库存有所减少，上海总库存在 3 月 25 日为 334.86 万吨，较上月末减少 6.15 万吨。国内港口铁矿石库存 3 月 25 日为 7919 万吨，较上月末减少 186 万吨。

图 13、国内钢价综合指数



数据来源：Mysteel、兴业证券研究所

图 14、国际钢铁价格



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 15、进口矿石价格（元/吨）



数据来源：Mysteel、兴业证券研究所

图 16、国产矿石价格（元/吨）

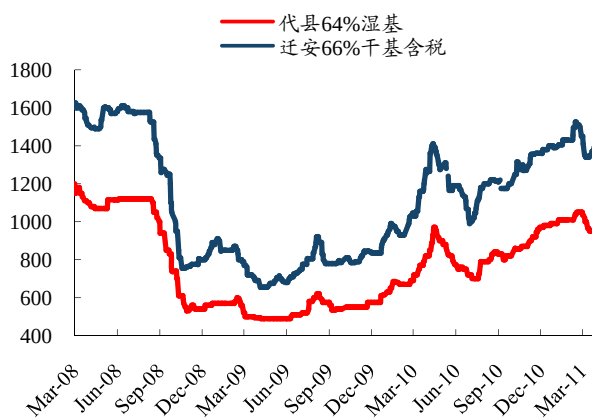
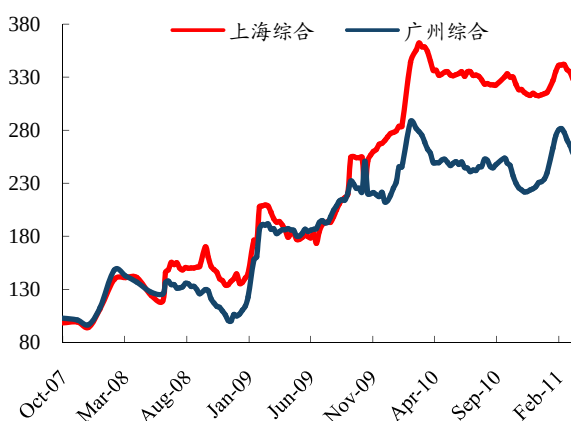


图 17、国内主要城市钢材库存（万吨）



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 18、国内铁矿石港口库存（万吨）



图 19、国内钢铁产量（万吨）

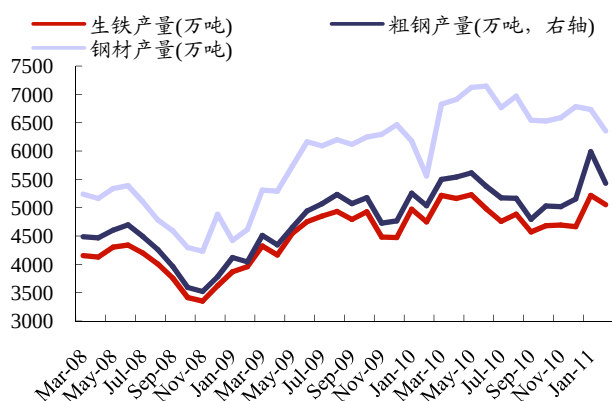
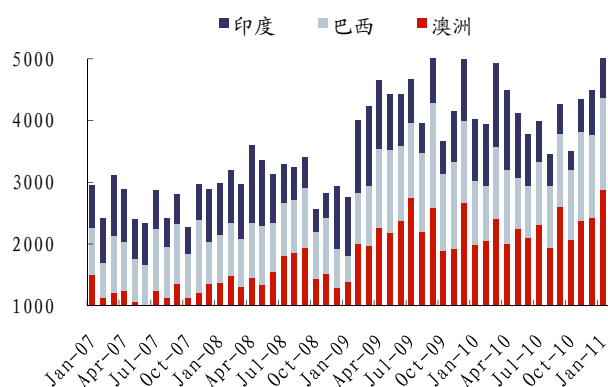


图 20、国内铁矿石进口量（百万吨）



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

秦皇岛港口煤炭库存 3 月底为 346.53 万吨，较上月底减少 500.64 万吨。国内煤炭价格较上月略有下跌，3 月 28 日大同优混平仓价为 825 元/吨，较上月末下跌 5 元/吨；国际煤炭价格本月份有升有降，澳大利亚 BJ 煤炭价格 3 月底为 120.75 美元/吨，较上月末下跌 6.30 美元/吨，而鹿特丹到岸价为 127.25 美元/吨，比上月末上升 7.64 美元/吨。

图 21、国内煤炭价格（元/吨）

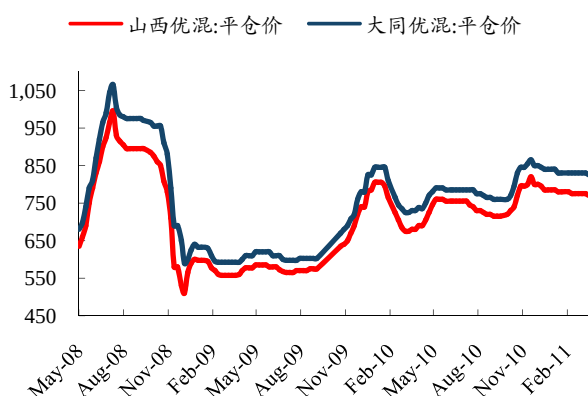
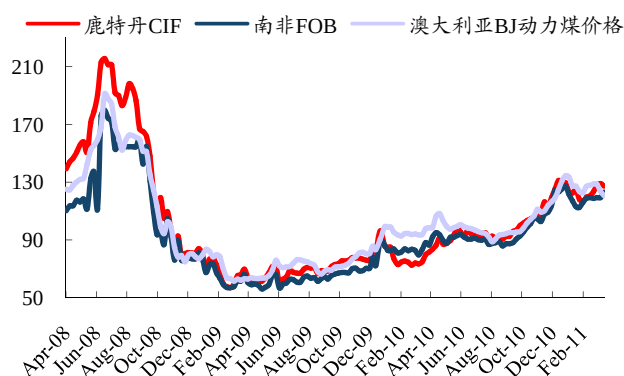


图 22、国际煤炭价格（美元/吨）



数据来源：煤炭资源网、兴业证券研究所

图 23、秦皇岛煤炭库存（万吨）

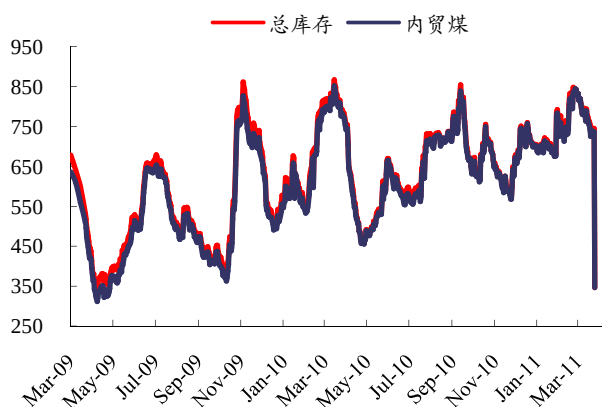
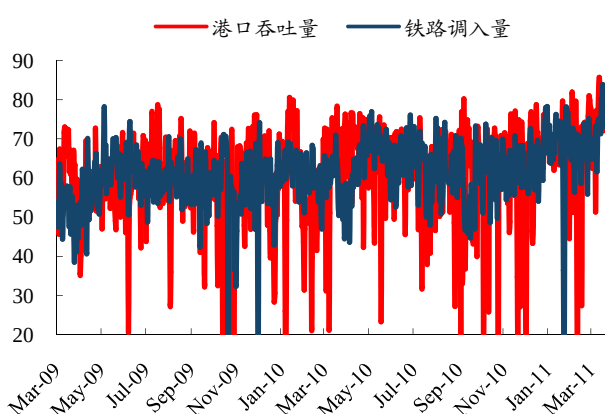


图 24、秦皇岛煤炭调运量（万吨）



数据来源：煤炭资源网、兴业证券研究所

图 25、全国及华东地区发电量 YOY



图 26、直供电厂电煤库存（万吨）



数据来源：煤炭资源网、兴业证券研究所

3 月初, BDI 延续 2 月份的反弹势头。中旬的日本地震重创全球第二大产钢国, 日本矿石进口短期受阻导致 BDI 反弹中止、逐级回落。3 月份, BDI 均值 1493 点, 环比上涨 24.94%, BCI、BPI、BSI 分别上涨 21.97%、16.56%和 22.70%。

短期看, 我们认为 BDI 反弹的需求基础依然存在, 2 季度 BDI 有望温和反弹。中国的开工旺季和节能减排政策放松等因素推动上游煤炭和铁矿石需求回暖, 1-2 月份粗钢产量增长 11%, 铁矿石进口增长 22.7%, 增速均探底回升。同时, 3 月份国内直供电厂煤炭库存快速下降(电厂煤炭库存从 16 天降至 13 天), 城市钢材库存和港口矿石库存年内首次下降等证据亦证明国内散货需求正逐渐回暖。但是, 2 季度新船交付压力依然较大, BDI 很难大幅反弹, 温和上升的概率较大。

从长期看, 供给面的改善正在进行。近期拆船量的持续放大(Cape 船型 1-3 月份拆船 308 万载重吨, 为去年全年的 118%), 同时新签订单明显减少(Cape 船型 1-3 月份新签订单 256 万载重吨, 为去年全年的 11%), 供给面的量变正在发生。

表 9、全球干散货供需预测表

M.DWT	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
干散货贸易量(百万桶/日)	2,793	2,950	3,051	2,964	3,295	3,497	3,682	3,878	4,083
% Change	7.00%	5.62%	3.42%	-2.85%	11.17%	6.13%	5.30%	5.30%	5.30%
年末船队规模	368.5	392.6	417.3	458.3	535.3	603.3	663.3	723.3	771.3
% Change	6.80%	6.54%	6.30%	9.81%	16.81%	12.70%	9.94%	9.05%	6.64%
新船交付	26	24.67	24.44	43.07	79.21	100	80	70	53
拆解	1.72	0.6	5.53	10.64	5.85	32	20	10	5
需求-供给	0.20%	-0.92%	-2.88%	-12.66%	-5.65%	-6.57%	-4.64%	-3.75%	-1.34%
BDI	3179	7070	6390	2614	2756	2600	3000	3000	3000

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

二、本月油运市场：供给过剩压制运价，油价大涨吞噬利润运费水平

3 月份 BDTI 先扬后抑, 于上旬冲上 1065 点后连续下滑, 收于 932 点, 较上月底涨 1.41%, BCTI 延续上涨势头, 月末收于 841 点, 较上月底涨 16.16%。BDTI 月度均值为 1004.1 点, 环比上涨 35.49%; BCTI 月度均值为 805.3 点, 环比上涨 25.59%。

图 27、BDTI 和 BCTI 走势

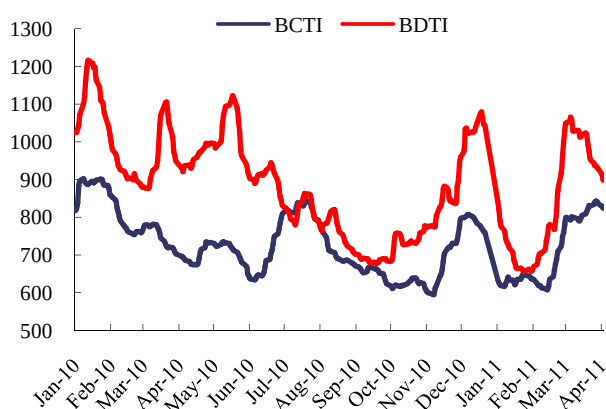
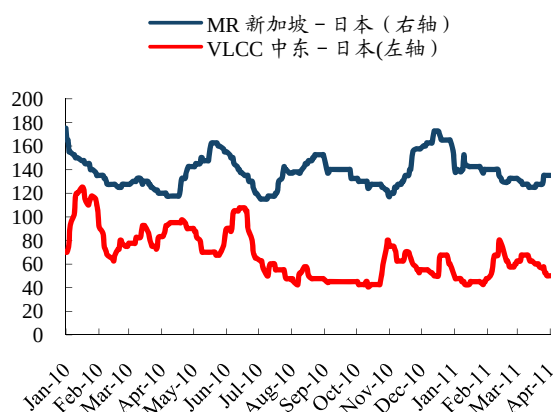


图 28、主要航线 WS 走势



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

3 月份，油轮各船型主要航线 TCE 涨多跌少。VLCC 海湾-日本航线 TCE 均值环比下跌 9.86%，西非-远东环比上涨 24.51%；Suezmax 型船西非-美湾航线 TCE 均值上涨 139.21%，海湾-中国航线上升 10.96%；Aframax 海湾-远东航线上涨 49.69%，地中海-美湾航线上涨 38.58%；成品油航线中，Panamax（5.5 万载重吨）海湾-日本航线上涨 16.90%；MR 新加坡-日本航线跌至负运价，加勒比-美湾航线上涨 266.91%。

图 29、VLCC TCE 水平（美元/天）

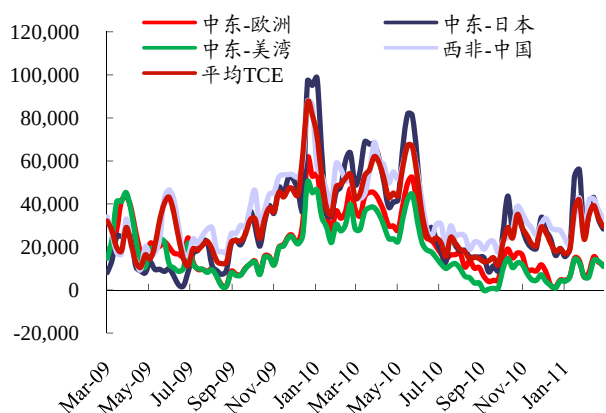
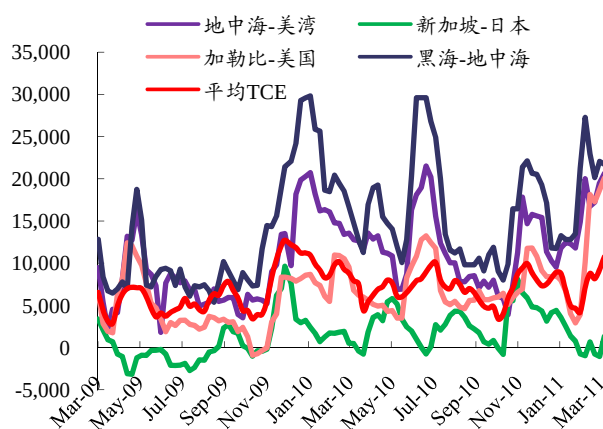


图 30、MR 型船 TCE 水平（美元/天）



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

3 月份原油油轮一年期期租租水平与上月持平，成品油轮期租水平小幅上涨。

表 10、油运核心指数和分船型主要航线 TCE 和期租变化情况

	2009	2010	2011todate	年度环比	上月月末值	本月月末值	月度环比
BDTI	581	896	829	-7.49%	919	932	1.41%
BCTI	509	757	699	-7.67%	724	841	16.16%
原油:							
VLCC							
海湾-日本	31,186	41,615	29,502	-29.11%	26,939	28,394	5.40%
西非-远东	35,013	41,560	31,772	-23.55%	26,901	33,137	23.18%
Suezmax							
西非-美湾	25,031	26,217	37,806	44.20%	21,610	36,931	70.90%
海湾-中国	24,545	26,895	20,168	-25.01%	23,956	25,143	4.95%
Aframax							
海湾-远东	24,545	15,711	12,270	-21.90%	9,664	18,653	93.02%
地中海-美湾	19,869	19,678	16,637	-15.45%	29,602	18,211	-38.48%
成品油:							
Panamax							
海湾-日本(7 万载重吨)	16,526	14,539	8,446	-41.91%	3,534	8,249	133.42%
海湾-日本(5.5 万载重吨)	13,608	10,769	7,144	-33.66%	3,557	7,964	123.90%
handy							
新加坡-日本(3 万载重吨)	1,957	2,715	1,407	-48.18%	892	-1,053	-218.05%
加勒比-美湾(3.8 万载重吨)	6,170	7,411	10,391	40.21%	3,908	18,675	377.87%
一年期期租							
Morden VLCC	39,577	37,962	31,000	-18.34%	30,000	30,000	0.00%
Morden Suezmax	30,577	28,377	25,000	-11.90%	21,000	21,000	0.00%
Morden Aframax	20,077	18,731	18,000	-3.90%	16,000	16,000	0.00%
Morden Panamax	19,375	16,604	14,750	-11.17%	14,750	15,750	6.78%
Morden MR(4.7 万载重吨)	15,231	13,160	13,000	-1.22%	13,000	13,500	3.85%
Morden MR(3.7 万载重吨)	13,702	11,528	12,000	4.09%	12,000	12,000	0.00%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

船价和回报率

3 月份, 油轮新船造价有所下降。VLCC 新船价格下降 150 万美元, Suezmax 下降 100 万美元, Aframax 价格下降 100 万美元, Panamax、MR 价格下降 80 万美元。二手船价格中, VLCC 5 年船价格为 8500 万美元/艘, 下降 200 万美元, 其余船型价格与上月保持不变。

表 11、油轮分船型新船和二手船价格表

百万美元		2008	2009	2010	上月	本月	较去年年底
VLCC	订造新船	150	101	105	103.5	102	-2.86%
	5 年船龄	104	79	85	87	85	0.00%
	旧船/新船	69.33%	78.22%	80.95%	84.06%	83.33%	
Suezmax	订造新船	91	62.5	66.8	65	64	-4.19%
	5 年船龄	78	56.5	59	59	59	0.00%
	旧船/新船	85.71%	90.40%	88.32%	90.77%	92.19%	
Aframax	订造新船	75	49	57	55	54	-5.26%
	5 年船龄	54	41.5	40	40.5	40.5	1.25%
	旧船/新船	72.00%	84.69%	70.18%			
Panamax	订造新船	65	49	45.5	44.75	44	-3.30%
	5 年船龄	49	35	36	36	36	0.00%
	旧船/新船	103.16%	100.00%	79.12%	80.45%	81.82%	
MR (47k DWT)	订造新船	47.5	35	36.5	36	35.5	-2.74%
	5 年船龄	37	23	26	27.0	27.0	0.00%
	旧船/新船	77.89%	65.71%	71.23%	75.00%	75.00%	0.00%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

我们按照如下假设测算各种船型的新船和 5 年船龄二手船的毛利率：1、船价取当月 1 年期均价；2、期租租金取 2011 年 3 月各船型 1 年期期租平均值；3、运营成本取 2011 年 3 月平均水平；4、新船折旧按 25 年，5 年船龄二手船折旧按 20 年，残值均按 5% 计算；5、假设船价 80% 通过贷款支付，年利率 6%。

表 12、油轮分船型按照 2011 年 3 月 1 年期期租水平测算的盈利情况

	VLCC		Suezmax		Aframax		Panamax		Handy	
	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄
船价（万美元）	10200	8600	6400	5900	5400	4050	4400	3600	3550	2700
期租租金（美元/天）	30000	30000	21000	21000	16000	16000	15750	15750	13250	13250
成本										
运营成本	11755	11755	9335	9335	8635	8635	7,808	7,808	7,635	7,635
折旧	11074	11671	6949	8007	5863	5496	4777	4886	3854	3664
利息	13989	11794	8777	8091	7406	5554	6034	4937	4869	3703
合计	36818	35221	25061	25434	21904	19686	18619	17631	16358	15002
全年毛利(万美元)	-239	-183	-142	-155	-207	-129	-100	-66	-109	-61
毛利率	-22.73%	-17.40%	-19.34%	-21.11%	-36.90%	-23.04%	-18.22%	-11.94%	-23.46%	-13.22%
上月毛利率	-25.22%	-19.39%	-15.22%	-16.94%	-31.26%	-16.66%	-29.57%	-19.53%	-26.77%	-15.40%
2010 年毛利率	2.83%	6.81%	6.65%	-4.49%	-18.13%	-12.18%	-20.12%	-8.50%	-29.15%	-10.34%
ROE	-11.70%	-10.62%	-11.10%	-13.15%	-19.13%	-15.93%	-11.41%	-9.14%	-15.32%	-11.36%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 13、油轮分船型按照 2011 年 3 月 25 日 TCE 水平测算的盈利情况

	VLCC		Suezmax		Aframax		Panamax		Handy	
	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄	新船	5 年船龄
船价（万美元）	10200	8600	6400	5900	5400	4050	4400	3600	3550	2700
TCE（美元/天）	29569	29569	42402	42402	18,329	18329	22,142	22142	9,236	9236
成本										
运营成本	11755	11755	9335	9335	8635	8635	7,808	7,808	7,635	7,635
折旧	11074	11671	6949	8007	5863	5496	4777	4886	3854	3664
利息	13989	11794	8777	8091	7406	5554	6034	4937	4869	3703
合计	36818	35221	25061	25434	21904	19686	18619	17631	16358	15002
全年毛利(万美元)	-254	-198	607	594	-125	-47	123	158	-249	-202
毛利率	-24.52%	-19.11%	40.90%	40.02%	-19.50%	-7.40%	15.91%	20.37%	-77.11%	-62.43%
上月毛利率	-120.78%	-110.73%	-79.73%	-80.64%	-142.81%	-115.80%	-75.10%	-61.54%	-87.79%	-77.16%
2010 年毛利率	-19.02%	-16.15%	-5.60%	-13.99%	-24.56%	-19.86%	-21.66%	-11.01%	-50.11%	-36.09%
ROE	-12.44%	-11.50%	47.42%	50.33%	-11.58%	-5.86%	14.01%	21.93%	-35.11%	-37.37%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船队和订单规模

3 月份，全球油轮船队合计增加 200 万载重吨。其中，VLCC 总船队数量增加 4 艘，运力增加 122 万载重吨；Suezmax 运力增加 48 万载重吨；Aframax 运力增加 34 万载重吨；Panamax 运力不变；Handysize 运力增加 8 万载重吨。至 2011 年 3 月，油轮（10k+DWT）船队规模达到 4.58 亿载重吨，其中双壳船为 4.33 亿载重吨，占比为 94.6%；单壳船为 2415 万载重吨，占比为 5.4%。

表 14、油轮船队增长情况

百万载重吨	2008	2009	2010	2011.1	2011.2	2011.3	月度增加
VLCC	152.8	159.9	164.4	167.2	166.4	167.6	1.2
Suezmax	54.8	59.6	63.3	62.1	62.4	64.7	2.3
Aframax	81.1	87.8	93.3	93.5	93.7	94.0	0.3
Panamax	26.1	27.6	28.5	28.5	28.5	28.8	0.3
Handy	90.2	97.8	101.6	102.0	102.3	102.4	0.1
合计	404.2	432.8	451.0	453.7	453.4	457.6	3.8
单壳	65.7	48.5	26.8	28.6	23.9	24.1	0.2
双壳	338.5	384.3	424.2	427.7	429.8	433.4	3.6

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

2011 年 3 月份，油轮没有新签订单。VLCC、Suezmax、Panamax、Aframax、handysize 分别交付 4 艘、3 艘、4 艘、3 艘、10 艘。截至 2011 年 3 月底的订单总额为 1.14 亿载重吨，占现有船队规模的比重约 20.75%。

图 31、3 月份油轮新签订单情况

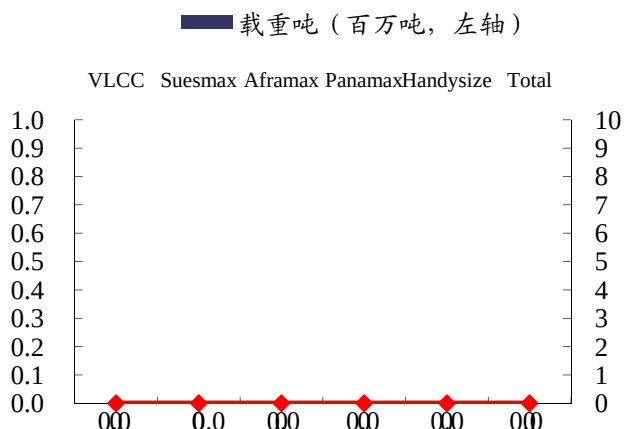
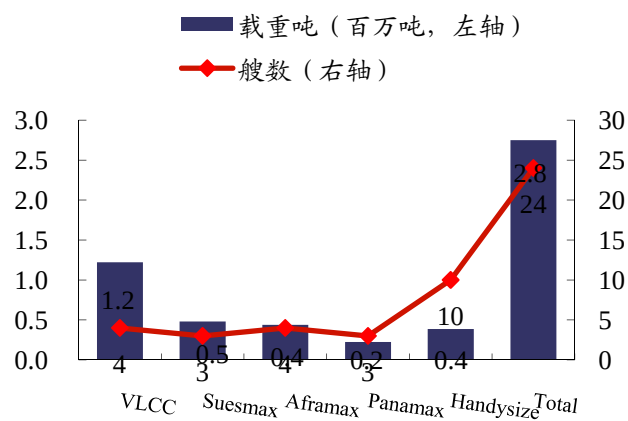


图 32、3 月份油轮订单交付



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 15、全球油轮船队规模和订单交付情况

百万载重吨	订单交付量			订单规模		
	2011	2012	2013+	艘数合计	载重吨合计	占现有船队比
VLCC	23.6	19	13.6	179	56.2	33.90%
Suezmax	8.8	9.4	5	150	23.2	36.20%
Aframax	7.5	5.3	2	135	14.8	15.80%
Panamax	3.5	1	1.3	79	5.8	20.20%
Handy	11.1	5.4	1.2	528	17.8	17.40%
合计	54.6	40.2	23	1,071	117.9	26.30%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船舶拆解和转换

3 月，Suezmax、Aframax、Panamax 各拆解 1 艘，VLCC 没有拆解，3 月油轮合计拆解 63 万载重吨，环比 2 月略有下降。

表 16、油轮分船型拆解情况

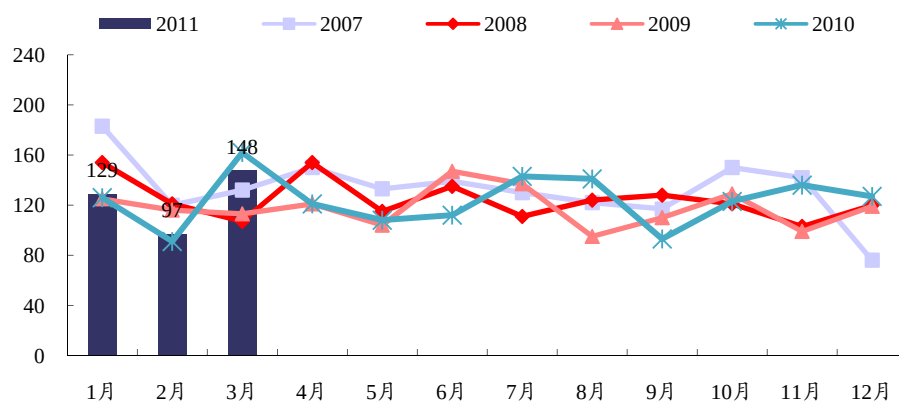
百万载重吨	2008	2009	2010	2011.1	2011.2	2011.3	2010 to date
VLCC	0.8	2.4	3.5	0	0.27	0	0.27
Suezmax	0.3	1	1.9	0	0	0.16	0.16
Aframax	1.1	1.7	1.7	0.3	0.29	0.10	0.69
Panamax	0.46	0.66	1.19	0.08	0	0.07	0.14
Handy	1.9	3.3	5.5	0.2	0.14	0.3	0.64
< 10,000 dwt	0.1	0.1	0.6	0	0	0	0
合计	4.1	8.5	13.2	0.58	0.71	0.63	1.92

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

市场成交

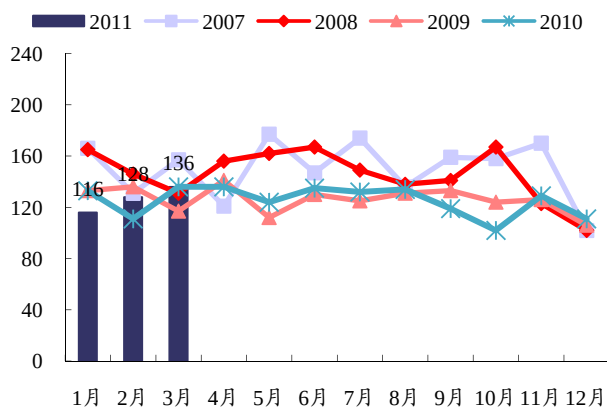
3 月份油轮订租量增加。VLCC 订租量为 148 条，环比增加 51 条；Suezmax 型船订租量为 136，环比增加 8 条；Aframax 环比增加 79 条，Handy 成品油轮环比增加 100 条。

图 33、2007 年以来分月度 VLCC 订租情况（艘）



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

图 34、2007 年以来分月度 Suezmax 订租情况（艘）



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

图 35、2007 年以来分月度 Aframax 订租情况（艘）

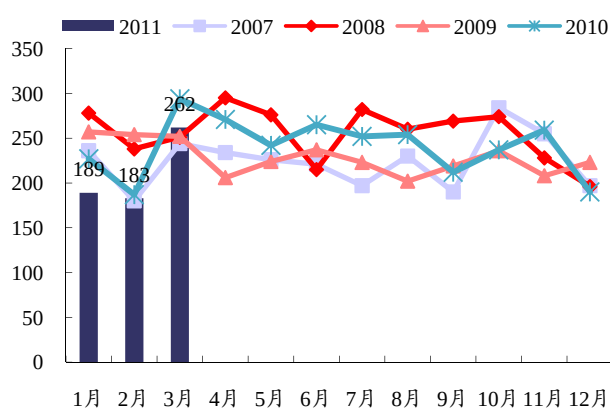
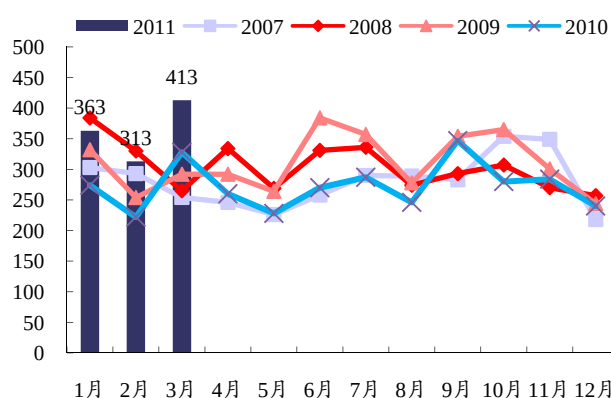
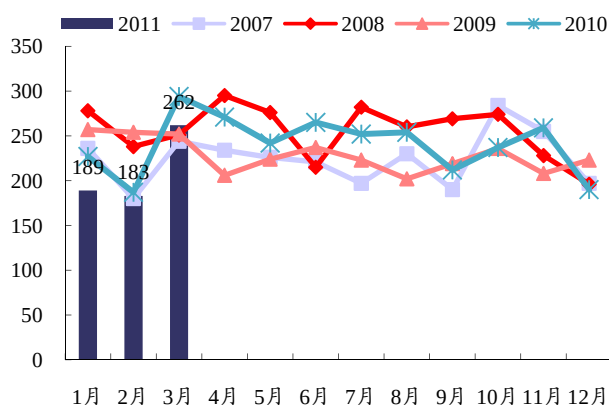
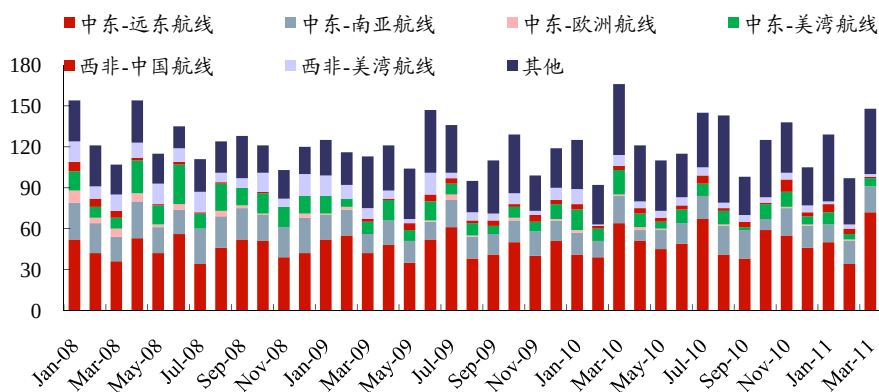


图 36、2007 年以来分月度 Panamax 订租情况（艘） **图 37、2007 年以来分月度 Handy 订租情况（艘）**


数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

分地区来看，3 月份中东-远东 VLCC 航线订租量为 72 条，环比增加 38 条；中东-美湾 3 月订租量为 6 条，环比增加 2 条；西非-美湾为 2 条，环比减少 1 条。

图 38、VLCC 月度分地区订租情况（艘）


数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

先行指标和前景预测

3 月北海 Brent 原油价格继续上行, 3 月 31 日布伦特原油价格报收 117.25 美元/桶, 较上月末上升 5.31 美元/桶。OPEC2 月份原油产量 3050.5 万桶/天, 较 1 月份略有减少, 但仍高于去年末 2.7%, 高油价下, OPEC 实施了增产计划。欧美发达国家商业原油库存 3 月末较之 2 月末增加 1200 万桶, 至 3.56 亿桶, 汽油库存 2.23 亿桶, 减少 4.2%。

图 39、Brent 原油价格 (美元/桶)

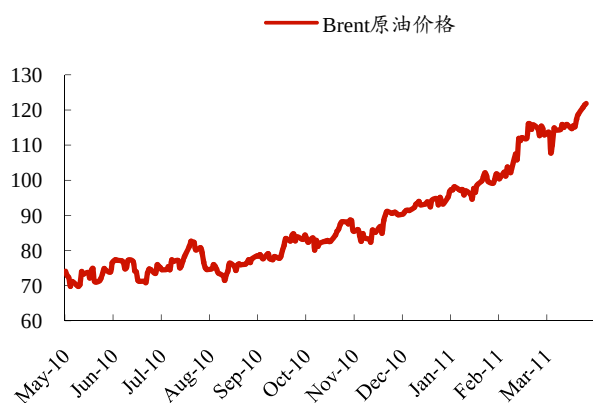
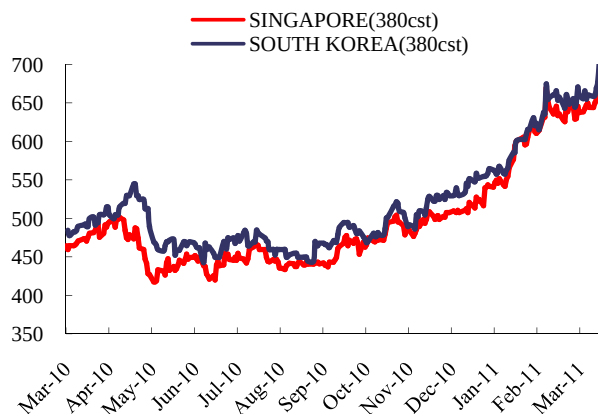


图 40、380cst 燃油价格 (美元/吨)



数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

图 41、OPEC 原油产量 (千桶/日)

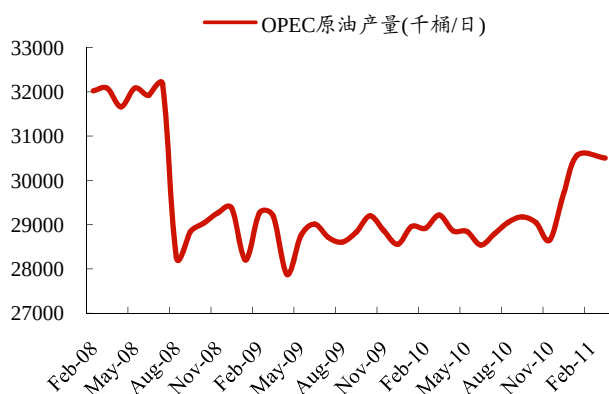
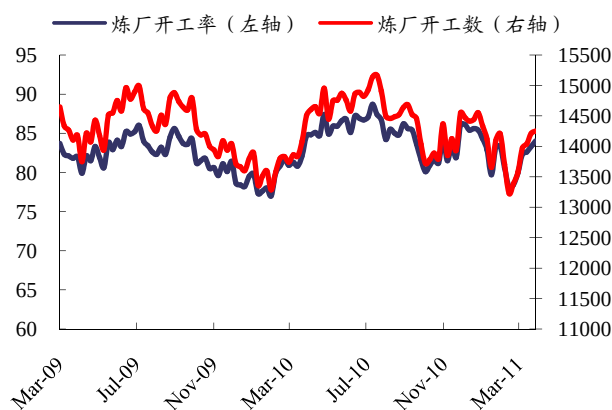


图 42、美国炼厂开工率



数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

图 43、美国原油和成品油进口 (千桶/日)

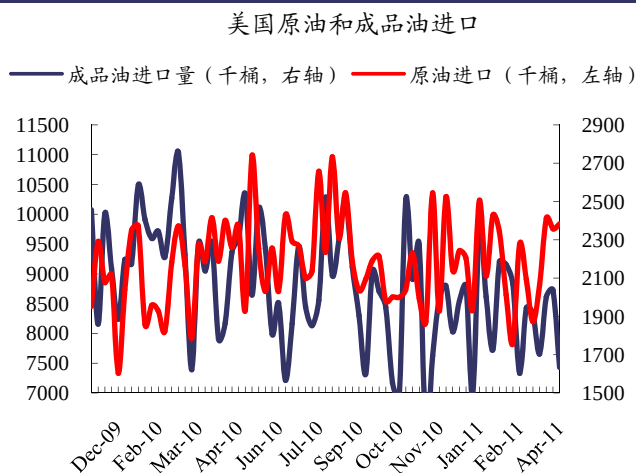
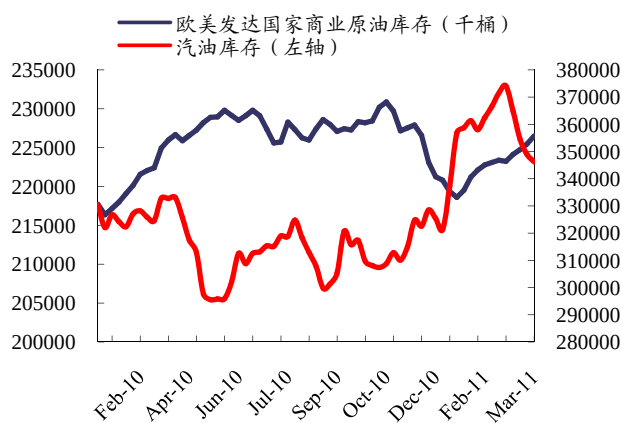


图 44、欧美发达国家原油和汽油库存



数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

图 45、中国原油进口量

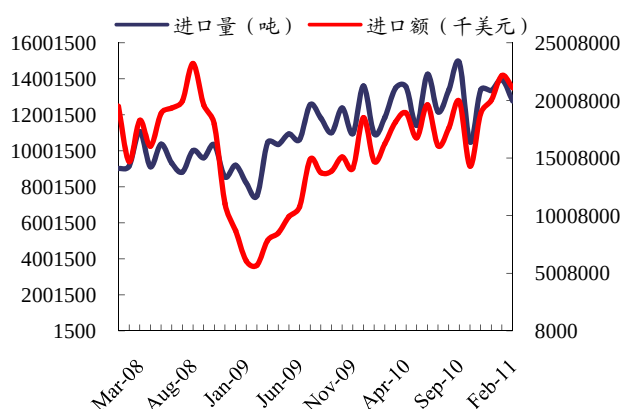
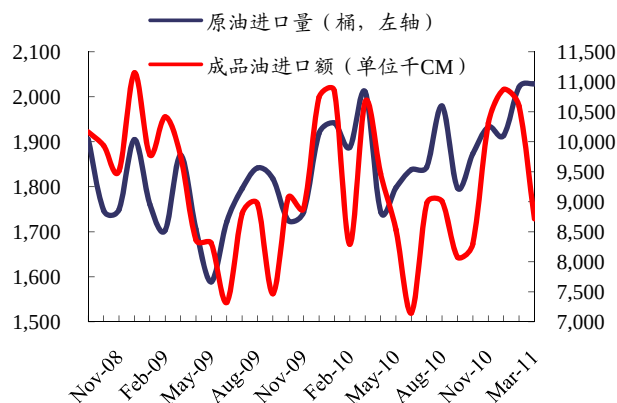


图 46、日本原油进口量



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

3 月份是油品运输的传统淡季，但原油运价在月初受油价大幅上涨推动快速反弹，随后在日本地震的影响下逐级回落。而成品油轮因欧洲运力压港、日本震后增加成品油需求和美国成品油库存意外下降，导致订租量大增、运价上行。3 月底 BDTI 和 BCTI 分别收于 932 点和 841 点，环比上涨 1.41% 和 16.16%；其中 VLCC 中东—日本航线 WS 值收于 52.5，环比下跌 8.7%。因月初运价较高，本月 BDTI 月度均值为仍环比上涨 35.49%。

2 季度是油轮传统淡季，亚洲炼厂大多选择此时进行检修，因此油轮短期运价改善依然无望。而油价因非洲中东乱局继续上行，大幅吞噬船东利润，2 季度船东处境将更加艰难。

下半年油轮市场或迎来转机：一方面，4 季度是油品需求旺季，日本灾后重建将放大短期油品需求。供给面上，艰难境况导致新船交付大幅放缓（1 季度油轮运力净增长 1.4%，其中 2、3 约合计仅增长 0.4%）。订单方面，1 季度油轮新签订单大幅下滑迹象（VLCC 新签订单已连续三个月挂零）。若新签订单延续目前趋势，2012 年后油轮运力增速将进入下行周期，2013 年油轮新船交付将不及今年的一半，油轮市场将迎来长期趋势拐点。

表 17、全球油运供需预测表

M.DWT	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
原油消费（百万桶/日）	85.2	86.5	86.2	84.8	86.9	89.0	91.0	93.0	95.1
原油消费增速	1.60%	1.53%	-0.35%	-1.62%	2.48%	2.42%	2.25%	2.25%	2.25%
油运需求增速	n/a	5.20%	5.80%	-3.80%	4.90%	4.00%	3.90%	3.90%	3.00%
原油船队年末规模	286.0	300.3	312.3	331.4	344.6	380.5	393.4	411.1	427.6
变化		5.01%	4.00%	6.13%	3.98%	10.40%	3.41%	4.50%	4.00%
其中 VLCC 年末规模	141.6	146.7	152.0	159.9	164.4	183.0	192.0	204.6	213.3
变化		3.60%	3.61%	5.20%	2.81%	11.31%	4.92%	6.56%	4.25%
新船交付	18.2	21.7	24.6	35.3	32.0	46.6	32.2	19.0	17.0
其中 VLCC 交付	5.8	9.0	12.5	16.7	16.9	23.6	19.0	13.6	9.0
拆解	1.4	1.5	2.9	6.3	8.8	10.8	19.2	1.3	0.6
其中 VLCC 拆解			0.8	2.4	3.5	5.0	10.0	1.0	0.3
成品油船队年末规模	75.8	82.5	91.9	101.4	106.4	104.8	106.5	108.6	110.8
变化		6.20%	6.20%	4.80%	-2.00%	-1.50%	1.60%	2.00%	2.00%
新船交付	7.7	9.1	11.8	13.1	9.1	8.0	8.0	4.0	5.0
拆解	1.6	1.9	1.2	2.2	3.9	9.6	6.3	1.9	2.8

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

三、本月集运市场：需求回升，过量供给压制运价

运费水平

3 月份中国出口集装箱运价指数仍未见反弹。月末综合指数报 1018.25 点，较 2 月末下跌 3.58%。其中欧洲航线下跌 8.38%，地中海航线下跌 8.99%，美东和美西航线分别下降 3.17%和 2.25%。3 月份期租市场，Panamax 型船(3500 teu, 6-12 Month)租金为 21000 美元/天，较上月上涨 2200 美元/天。

图 47、中国出口集装箱综合指数

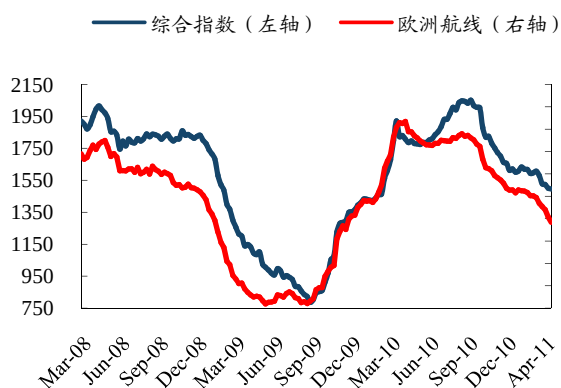
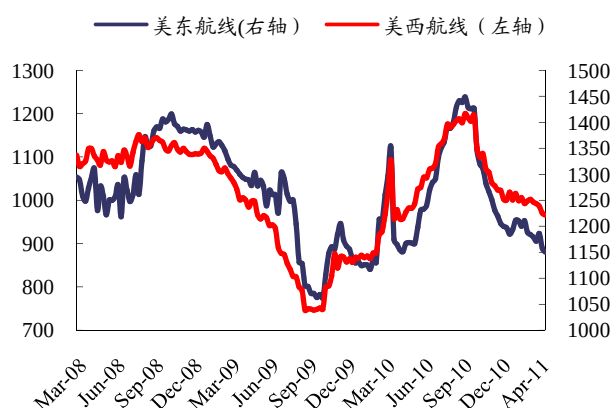


图 48、中国出口集装箱指数-美东、美西航线



数据来源：中华航运网、兴业证券研究所

图 49、沿海集装箱指数-亚太航线

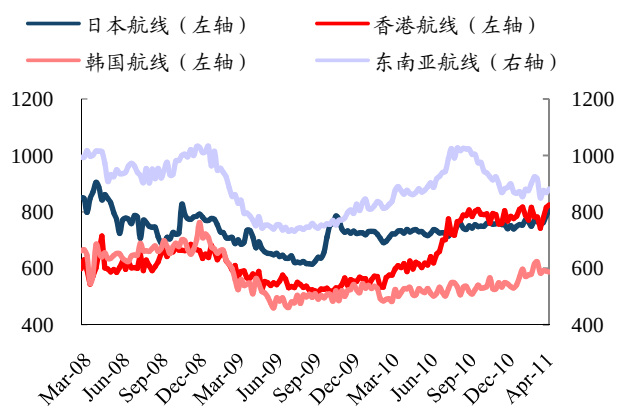
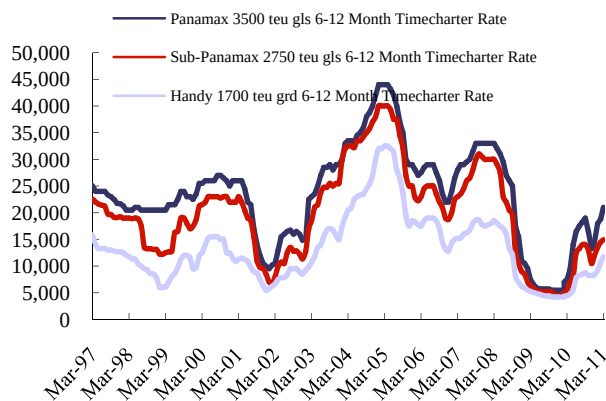


图 50、集装箱 1 年期期租水平（美元/天）



数据来源：中华航运网、兴业证券研究所

表 18、集装箱分船型 1 年期期租变化

一年期期租（美元/天）	2009	2010	2011today	年度环比	上月月末	本月月末	月度环比
Panamax	6,575	13,146	19,267	46.56%	18,800	21,000	11.70%
Sub-Panamax (2750 TEU)	5,638	9,817	14,317	45.84%	14,500	14,950	3.10%
Handy (1000 TEU)	4,075	6,121	8,833	44.31%	8,750	9,250	5.71%
Feedermax	3,558	4,535	5,817	28.27%	5,700	6,250	9.65%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船价

3 月份各船型新船价格均有下降。Post-Panamax 新船价格为 7050 万美元、较上月下降 550 万美元/艘；Panamax 新船价格为 5000 万美元，下降 50 万美元/艘；Sub-Panamax 新船价格为 3950 万美元，较上月下降 25 万美元。二手船方面，仅 Feedermax 上涨 100 万美元/艘，其他均保持稳定。

表 19、集装箱船分船型新船和二手船价格表

百万美元		2009	2010	2011today	年度环比	上月	本月	月度环比
Post-Panamax	订造新船	77.83	79.5	75	-5.66%	76.00	70.50	-7.24%
	5 年船龄							
	旧船/新船							
Panamax	订造新船	42.50	49.50	50.17	1.35%	50.50	50.00	-0.99%
	5 年船龄	23.38	43.50	43.50	0.00%	43.50	43.50	0.00%
	旧船/新船	55.01%	87.88%	86.71%		86.14%	87.00%	
Sub-Panamax	订造新船	34.63	41.50	39.92	-3.81%	39.75	39.50	-0.63%
	5 年船龄	20.42	36.50	36.67	0.47%	36.00	36.00	0.00%
	旧船/新船	58.97%	87.95%	91.86%		90.57%	91.14%	
Handy (1100teu)	订造新船	19.21	21.50	21.42	-0.37%	21.50	21.25	-1.16%
	5 年船龄	11.90	16.25	17.00	4.62%	17.00	17.00	0.00%
	旧船/新船	61.93%	75.58%	79.37%		79.07%	80.00%	
Feedermax	订造新船	13.08	16.00	16.00	0.00%	16.00	16.00	0.00%
	5 年船龄	9.73	9.25	10.33	11.68%	10.00	11.00	10.00%
	旧船/新船	74.36%	57.81%	64.56%		62.50%	68.75%	

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船队和订单规模

截止 2011 年 3 月底，集装箱船队总规模为 1439 万 TEU，比上月增加 6.48 万 TEU；其中 Post-Panamax 增加 6 艘，6.16 万 TEU，Panamax 没有变化，Sub-Panamax 增加 1 艘，2540TEU。

表 20、集装箱船分船型船队规模（千 TEU）

千 TEU	2008	2009	2010	2011.1	2011.2	2011.3	环比变化
Post-Panamax	4460.2	4994.7	5848.3	6008.81	6054.62	6116.22	1.02%
Panamax	3339.6	3603.5	3911.4	3932.93	3932.93	3932.93	0.00%
Sub-Panamax	1817.1	1789.3	1791.7	1785.84	1785.84	1788.38	0.14%
Handy	1779.9	1777.8	1811.7	1812.89	1808.07	1810.12	0.11%
Feedermax	754.7	746	609.1	614.93	614.93	614.93	0.00%
Total	12151.5	12911.3	14164.5	14280.08	14321.87	14386.68	0.45%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

3 月份集装箱订单新签 20 艘，17.2 万 TEU，其中 Post-Panamax 新签 18 艘，16.2 万 TEU。订单交付 9 艘，6.7 万 TEU。截止 2011 年 3 月底，集装箱订单总量为 407 万 TEU，占船队总规模比率为 29.5%。

图 51、3 月份集装箱船新签订单情况

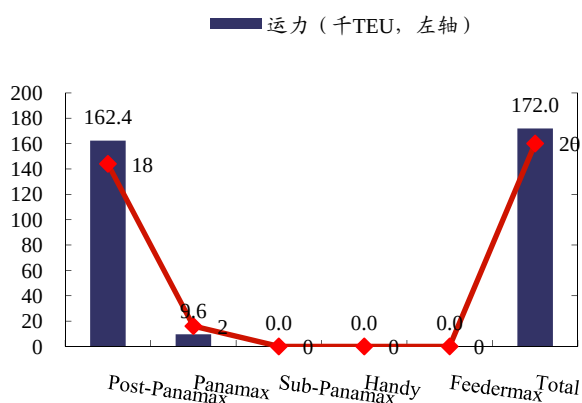
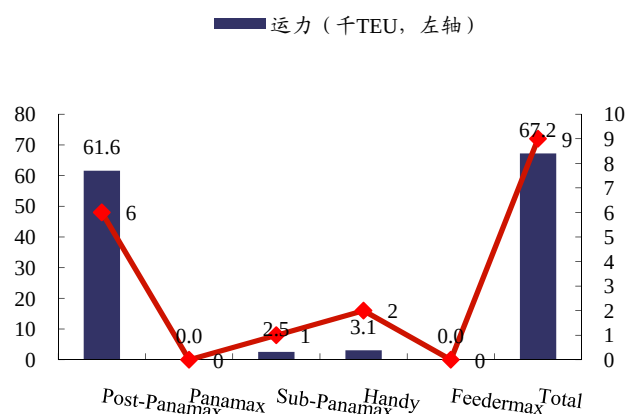


图 52、3 月份集装箱船订单交付



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 21、集装箱船分船型订单

船型 (千 TEU)	订单交付量			订单规模		
	2011	2012	2013+	艘数合计	箱量合计	占现有船队比
Post-Panamax(8,000 &+ teu)	878.7	963.5	984.4	251	2,826.60	93.90%
Post-Panamax(3-7,999 teu)	306.6	359.9	103.1	146	769.7	25.70%
Panamax	101.1	101	19.2	53	221.3	5.60%
Sub-Panamax	45.4	26.7	21.7	36	93.8	5.30%
Handy	74.2	26.8	21.3	94	122.4	6.80%
Feedermax	31.7	0.6	0	42	32.3	4.40%
合计	1,437.70	1,478.60	1,149.80	622	4,066.10	28.50%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船舶拆解和转换

2011 年 3 月，集装箱拆解 5 艘，2420TEU，即使运价下跌，船东在 2 月也没有加快老旧船拆解的速度。

表 22、集装箱船分船型拆解量（万 TEU）

万载重吨	2008	2009	2010	2011.1	2011.2	2011.3	2011 to date
Post-Panamax	-	0.47	0	0	0	0	0
Panamax	12.4	11.11	4.16	0	0	0	0
Sub-Panamax	48.6	10.24	3.19	0	0	0	0
Handy	32.2	9.2	2.88	0	0.59	0.1	0.16
Feedermax	7.1	2.3	1.44	0	0	0	0
Feeder	1.3	0.43	0.23	0	0	0.14	0.14
合计	101.6	33.74	11.91	0	0.59	0.24	0.83

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

先行指标和前景预测

从先行指标来看，3 月密歇根大学消费者信心指数为 67.5 点，较 2 月份下降 10 点。新房开工数下降 14 万套（折年）至 47.9 万套（折年）；新建屋销售为 25 万套（折年），下降 5.1 万套（折年）；成屋销售 488 万套（折年），下降 52 万套（折年）。3 月美国 PMI 指数为 61.2，环比下降 0.2 点。

从港口数据来看，美国洛杉矶港 2 月集装箱吞吐量较 1 月环比下降 14.35%，长滩港 2 月集装箱吞吐量较 1 月环比下降 3.89%。

图 53、密歇根大学消费者信心指数

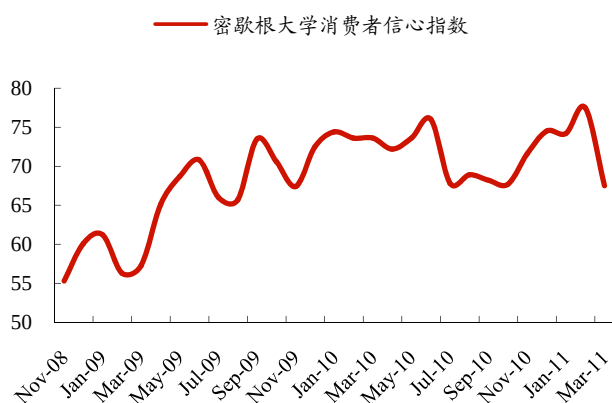
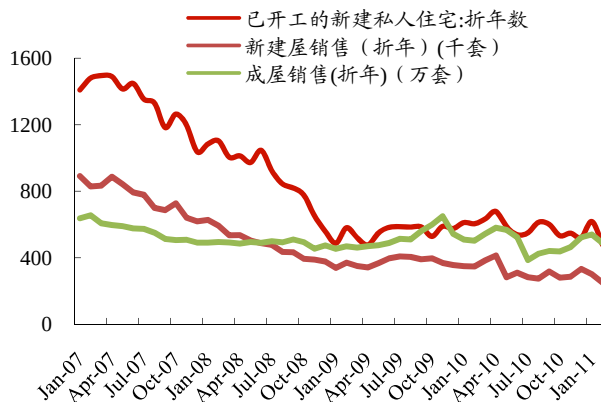


图 54、美国新房开工数

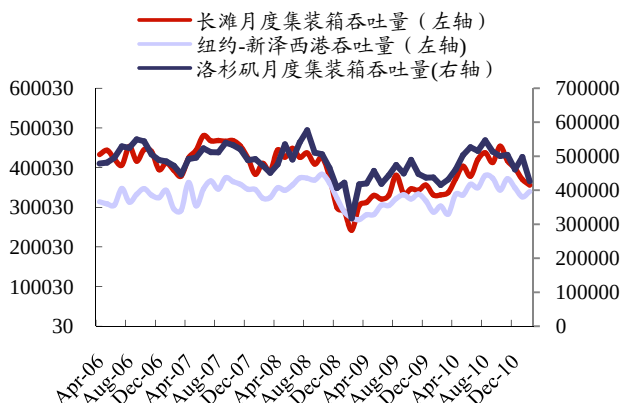


数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 55、PMI 指数



图 56、美国主要港口集装箱吞吐量 (TEU)



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

3 月份，工厂全面复工，货量回升较快，至月末欧美线仓位利用率均回升至 9 成以上。但因货量增速略低于运力增速（3 月份共 13 艘计 12 万 TEU 新船下水，且闲置运力下降至 2008 年 11 月以来的最低水平），而新船首航揽货压力较大，引发船东竞相杀价，运价反弹迟迟未现。本月集装箱综合指数报 1018.25 点，较 2 月末下跌 3.58%。其中欧洲航线下跌 8.38%至 992 美元/TEU，美东和美西航线分别下降 3.17%和 2.25%至 2905 美元/FEU 和 1631/FEU。

2 季度集运量价将同时复苏。一方面，工厂全面复工、生产恢复正常；另一方面，美线年度谈判临近，船东合力推升美线运价动力较强。欧线方面 2 季度依然不容乐观，主因 2 季度欧线大船交付较多，船东为保障新船装载率不敢冒着损失市场份额的风险进行提价。

中长线看，集运需求无需无忧，美国复苏趋势不会轻易改变，美国地产复苏只是时间问题。关键变量主要在于长期供给面，尤其是马士基率先造船会否引发船东军备竞赛值得密切关注。

表 23、集装箱市场供需预测表（千 TEU）

千 TEU	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
新船交付	637	955	1,384	1,366	1,459	1,112	1,334	1,511	1,411	1,300
拆解	4	0	29	33	120	250	119	152	70	87
年末船队	7,162	8,117	9,472	10,805	12,144	13,006	14,221	15,580	16,921	18,134
运力增长率	9.70%	13.30%	16.70%	14.10%	12.39%	7.10%	9.34%	9.55%	8.61%	7.17%
需求增长率	9.70%	13.33%	12.60%	10.90%	4.30%	-8.90%	12.10%	9.70%	88.00%	8.70%
需求 - 供给	0.00%	0.03%	-4.10%	-3.20%	-8.09%	-16.00%	2.76%	0.15%	0.09%	1.53%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

四、FFA

散货轮 FFA

图 57、Capesize 的 FFA 月度变化

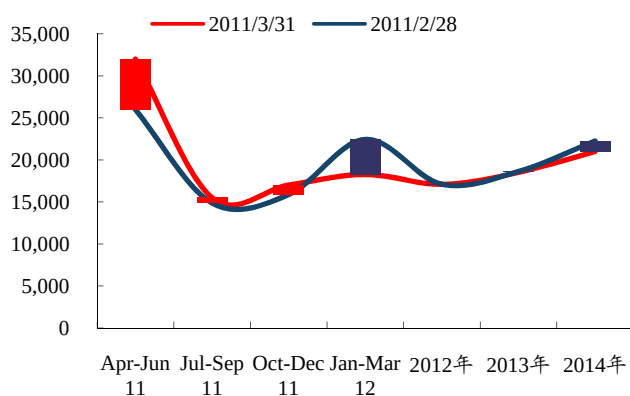
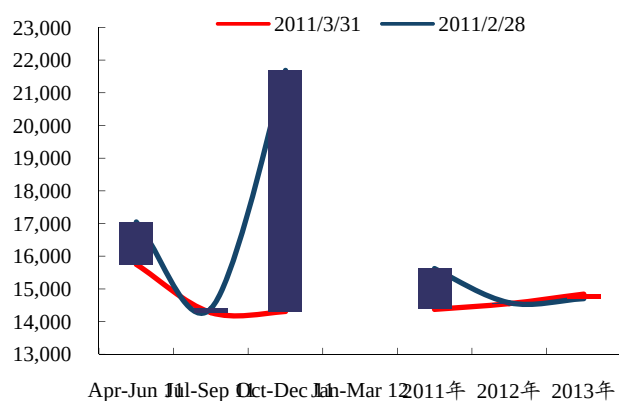


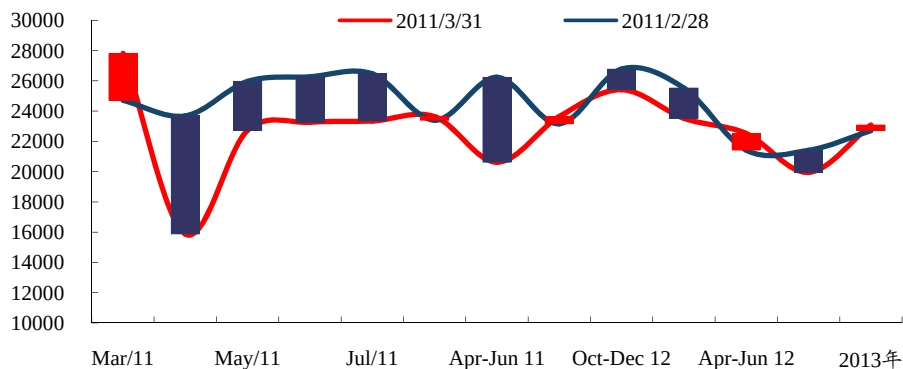
图 58、Panamax 的 FFA 月度变化



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

油轮 FFA

图 59、VLCC 的 FFA 月度变化



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 60、Suezmax 的 FFA 月度变化

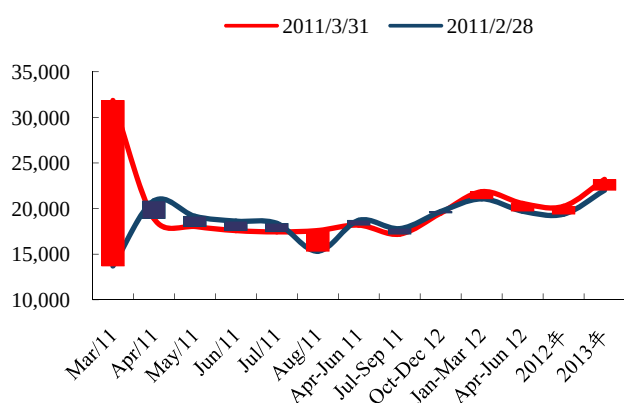
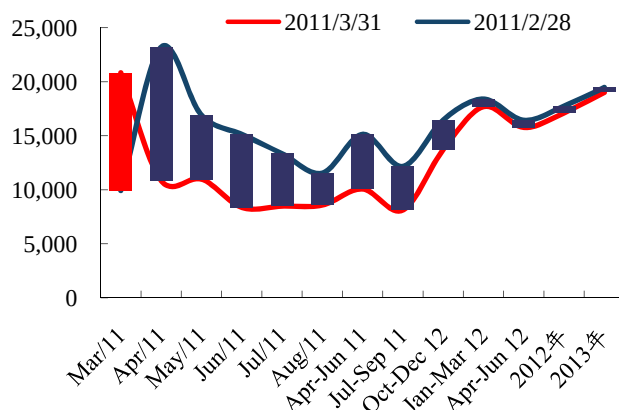


图 61、Aframax FFA 月度变化



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 62、LR-FFA 月度变化

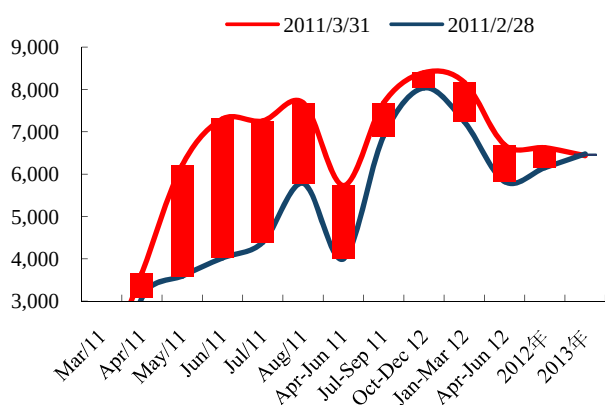
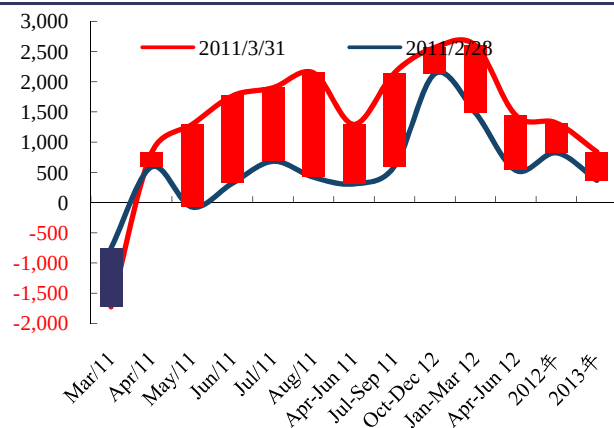


图 63、MR-FFA 月度变化



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

五、国际航运股走势

3 月份，国际干散综指，油运综指和集运综指较上月分别下跌 2.52%、0.39%和上涨 2.82%。

我们选取了国外上市的主要航运股作为样板，分别编制了国际干散货股综合指数，国际油运股综合指数和国际集运股综合指数。国际干散货股综合指数由 9 个样本股构成：Diana Shipping, Eagle Bulk, Dryships, Quintana Maritime, Excel Maritime, Shipping CORP India, Precious, Kawasaki Kisen, Pacific Basin。

国际油运股综合指数由 9 个样本股构成：Teekay Shipping, OMI, Overseas Shipping, Ship Finance, General Maritime, Tsakos Enegrgy, Knightsbridge, Nordic Amer Tank, Arlington Tanker, Frontline LTD。

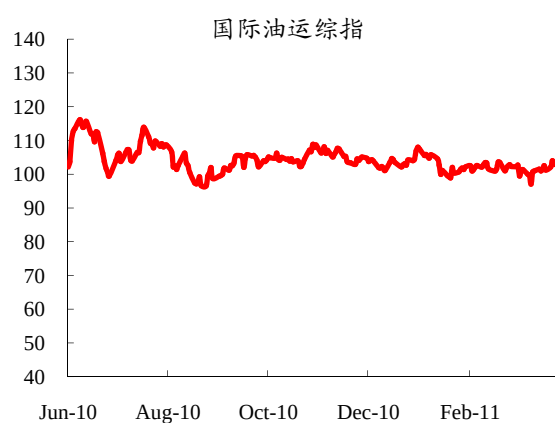
国际集运股综合指数由 5 个样本股构成：MAERSKB, DAC, 中海集运, Hanjin, 长荣。

综合指数计算方式：以 2005 年 6 月 1 日为基期，基期指数为 100 点，指数每日涨跌幅为所有样本股股价涨跌幅的简单平均。

图 64、国际干散货股综合指数

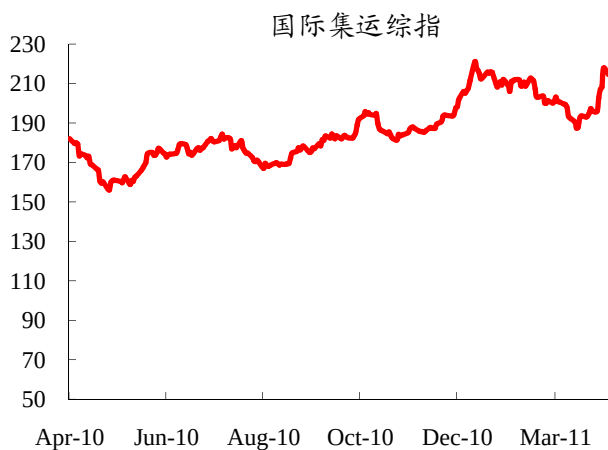


图 65、国际油运股综合指数



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 66、国际集运股综合指数



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。