

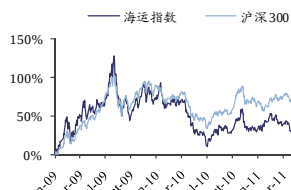
季报风险释放，2 季度航运股有相对收益

中性 (维持)

——航运业 2011 年 4 月跟踪报告

2011 年 5 月 16 日

行业走势



相关报告

航运 II：《航运数据周报 (110430-110506)：BDI 底部反弹，VLCC 运价止跌，集运美线反弹强劲》2011-5-8

航运 II：《航运数据周报 (110425-110429)：BDI 止跌，油品运输冷清，集运美线谈判促运价上涨》2011-5-1

航运 II：《航运数据周报 (110418-110422)：BDI 继续下跌，原油运价微涨，集运美线继续回暖》2011-4-24

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：BDI 延续弱反弹格局，沿海市场成避风港。**4 月 BDI 再度连续下跌，月末收于 1289 点，环比跌 17.1%，BCI、BPI、BSI 分别跌 11.5%、26.3% 和 8.7%。我们认为 2 季度 BDI 将有反弹，但空间有限。主因是需求在紧缩的预期下，难以超预期，且供给上庞大的新船交付量短期难以消化。相对而言，沿海散货市场在半封闭市场结构和国内电荒导致沿海电厂加紧囤煤的背景下，成为中国船东的避风港。但目前沿海运价显著高于 BDI，船东从国际市场调船回沿海市场是必然趋势，运价上涨几无空间。

■ **油运市场：原油运价持续下探，成品油运价冲高回落。**4 月底 BDTI 和 BCTI 分别收于 829 点和 892 点，环比跌 11.1% 和涨 6.1%；其中 VLCC 中东—日本航线 WS 值收于 47.5，环比跌 9.5%，接近历史最低水平。二季度是油轮的传统淡季，炼油厂检修和日本地震导致炼油厂受损致使原油需求受限。下半年油轮市场或迎来转机，需求面看，4 季度是油品需求旺季，日本灾后重建亦将增加需求。供给面，长期的亏损导致新船交付和新签订单都出现放缓，2012 年后运力增速将快速下降，油轮市场将迎来长期趋势拐点。

■ **集运市场：欧线美线冰火两重天，欧线提价阻力重重。**4 月份，欧、美航线分化严重。欧洲航线大船交付集中，新船揽货杀价导致运价继续下跌，欧线月环比下跌 6.8% 至 925 美元/TEU。而美线船东为谈判合力提升运价，美西线月环比上涨 7.7% 至 1732 美元/FEU。随着 5 月初美线年度合同谈判尘埃落定（同比下降约 5%），美线现货运价有松动迹象。而欧线方面，因运价持续低于船东盈亏平衡点，部分船东酝酿 5 月中旬提价 200-300 美元/TEU，但新船持续投放使得提价成功概率不大。总体看，2 季度货量复苏对运价将有提振，但涨幅有限，船东业绩仅能温和改善。

■ **风险提示：油价剧烈波动、欧美经济复苏低于预期、货币紧缩超预期。**

■ **投资策略：季报风险释放，2 季度航运股有相对收益。**随着季报公布，航运短期风险释放较为充分。2 季度集运、散货运价有望温和反弹，而油价大跌减缓成本压力，航运股短期基本面有所改善。在大盘弱势状况下，航运股 2 季度可获得相对收益，短期相对看好中海集运和中海发展。中长线我们依然最看好中远航运，近期公司高管增持公司股票，反映其坚定看好公司长期发展，我们预计公司下半年将迎来业绩拐点，建议中长线投资者逢低买入。

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	7.46	0.21	0.05	0.30	0.49	0.67	36	25	15	11	1.3	强推	
长航油运	5.98	0.00	-0.06	0.10	0.21	0.26	-	61	29	23	1.2	推荐	
中海集运	4.13	0.36	-0.01	0.22	0.28	0.32	11	18	15	13	1.5	推荐	
中海发展	9.27	0.50	0.11	0.56	0.71	0.87	18	16	13	11	1.3	推荐	
中国远洋	9.24	0.66	-0.05	0.18	0.40	0.55	14	51	23	17	1.8	推荐	
招商轮船	4.19	0.18	0.03	0.25	0.30	0.35	23	17	14	12	1.3	中性	

资料来源：公司公告、兴业证券研究所 注：更新时间 2011.5.16

目 录

投资聚焦：季报风险释放，2 季度航运股有相对收益.....	5 -
一、本月散货市场：BDI 延续弱反弹格局，沿海市场成避风港.....	8 -
船价和回报率	10 -
船队和订单规模	11 -
船舶拆解和转换	12 -
市场成交	12 -
先行指标和前景预测	13 -
二、本月油运市场：原油运价持续下探，成品油运价冲高回落.....	16 -
船价和回报率	17 -
船队和订单规模	19 -
船舶拆解和转换	20 -
市场成交	20 -
先行指标和前景预测	22 -
三、本月集运市场：欧线美线冰火两重天，欧线提价阻力重重.....	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	27 -
四、FFA	28 -
散货轮 FFA	28 -
油轮 FFA	29 -
五、国际航运股走势	30 -

表目录

表 1、重点上市公司盈利预测、估值及评级.....	- 6 -
表 2、燃油价格变动对航运公司 EPS 的影响.....	- 7 -
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	- 9 -
表 4、散货分船型新船和二手船价格表	- 10 -
表 5、干散货分船型按照 2011 年 4 月平均 1 年期 T/C 的盈利预测.....	- 10 -
表 6、干散货分船型按照 2011 年 4 月 29 日 TCE 水平测算的盈利情况	- 11 -
表 7、4 月份干散货船队增长情况	- 11 -
表 8、全球干散货船队订单计划交付量	- 12 -
表 9、干散货分船型拆解情况	- 12 -
表 10、全球干散货供需预测表	- 16 -
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	- 18 -
表 13、油轮分船型按照 2011 年 4 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 4 月 29 日 TCE 水平测算的盈利情况	- 19 -
表 15、油轮船队增长情况(单位: 百万载重吨).....	- 19 -
表 16、全球油轮船队规模和订单交付情况	- 20 -
表 17、油轮分船型拆解情况	- 20 -
表 18、全球油运供需预测表	- 24 -
表 19、集装箱分船型 1 年期期租变化	- 25 -
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)	- 26 -
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)	- 27 -
表 24、集装箱市场供需预测表(千 TEU)	- 28 -

图目录

图 1、BDI 走势	- 8 -
图 2、BCI、BPI 和 BSI 走势	- 8 -
图 3、Capesize 型船 TCE 水平 (美元/天)	- 8 -
图 4、Panamax 型船 TCE 水平 (美元/天)	- 8 -
图 5、沿海散货指数	- 9 -
图 6、沿海散货运费 (元/吨).....	- 9 -
图 7、4 月份干散货新签订单情况	- 11 -
图 8、4 月份干散货订单交付情况	- 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)	- 13 -
图 12、2007 年以来分月度 Handymax 订租情况 (艘)	- 13 -
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)	- 14 -
图 16、国产矿石价格 (元/吨)	- 14 -
图 17、国内主要城市钢材库存 (万吨)	- 14 -
图 18、国内铁矿石港口库存 (万吨)	- 14 -
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）	- 15 -
图 22、国际煤炭价格（美元/吨）	- 15 -
图 23、秦皇岛煤炭库存（万吨）	- 15 -
图 24、秦皇岛煤炭调运量（万吨）	- 15 -
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）	- 17 -
图 30、MR 型船 TCE 水平（美元/天）	- 17 -
图 31、4 月份油轮新签订单情况	- 20 -
图 32、4 月份油轮订单交付	- 20 -
图 33、2007 年以来分月度 VLCC 订租情况（艘）	- 21 -
图 34、2007 年以来分月度 Suezmax 订租情况（艘）	- 21 -
图 35、2007 年以来分月度 Aframax 订租情况（艘）	- 21 -
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）	- 22 -
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）	- 23 -
图 44、欧美发达国家原油和汽油库存	- 23 -
图 45、中国原油进口量	- 23 -
图 46、日本原油进口量	- 23 -
图 47、欧洲航线运价	- 24 -
图 48、美东、美西航线运价	- 24 -
图 49、亚太航线运价指数	- 25 -
图 50、集装箱 1 年期期租水平（美元/天）	- 25 -
图 51、4 月份集装箱船新签订单情况	- 26 -
图 52、4 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	- 29 -
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：季报风险释放，2 季度航运股有相对收益

■ 干散货市场：BDI 延续弱反弹格局，沿海市场成避风港

3 月份的反弹昙花一现，4 月 BDI 再度连续下跌，仅月底在 BPI 的带动下小幅反弹。4 月 28 日 BDI 收于 1289 点，环比跌 17.1%，BCI、BPI、BSI 分别跌 11.5%、26.3% 和 8.7%。4 月 BDI 均值 1343 点，环比跌 10.1%。

需求不振是近期 BDI 下跌的主要原因，受北方地区春季铁矿石采掘量大增以及进口矿价格高居不下的影响，4 月份国内矿石进口量同比下滑 4.4%，环比下滑 11.1%。2 季度需求将出现季节性好转，但在国内货币政策紧缩以及发达经济体开始收缩流动性的预期下，全球铁矿石需求难以超预期。

供给面看，尽管拆解量同比大增，但仍然无法平衡庞大的新船交付量（1-4 月份交付 2723 万载重吨，拆解 673 万载重吨）。由于运力过剩压力过大，我们认为 2 季度 BDI 将有反弹，但空间有限。

相对而言，沿海散货市场在半封闭市场结构（仅允许五星红旗船从事经营）和国内电荒导致沿海电厂加紧囤煤的背景下，成为中国船东的避风港。目前沿海运价显著高于 BDI，船东从国际市场调船回沿海市场是必然趋势，运价上涨几无空间。

■ 油运市场：原油运价持续下探，成品油运价冲高回落

4 月份，BDTI 和 BCTI 分别收于 829 点和 892 点，环比下跌 11.1% 和上涨 6.1%；BDTI 月度均值为 858 点，环比跌 14.5%，BCTI 月度均值为 846 点，环比涨 5.1%。VLCC 中东—日本航线 WS 值收于 47.5，环比跌 9.5%，已接近历史最低水平，MR 新加坡—日本 WS 值收于 160 点，环比涨 18.5%。

二季度是原油运输的传统淡季，各地炼油厂进入检修期，原油需求下降，欧美国家原油库存在 4 月底为 3.67 亿桶，接近历史最高水平，而日本地震导致炼油厂受损以及年初以来油价大涨，致使原油需求进一步受限，4 月份原油油轮各船型订租量均低于往年同期。相反，受美国本地炼油厂检修影响，成品油库存大降，且日本灾后重建对成品油的巨大需求，成品油运输持续走强，BCTI 在 4 月延续上涨势头接近 15 个月新高。

下半年油轮市场或迎来转机。需求面看，4 季度是油品需求旺季，日本灾后重建亦将增加油品需求。供给面，长达三年的油轮熊市以及近期 VLCC 亏损不断放大，导致新船交付大幅放缓（1-4 月份油轮运力净增长仅为 1.9%），油轮新签订单大幅下滑（1-4 月份油轮新签订单量同比下滑 70.9%。若新签订单延续目前趋势，2012 年后油轮运力增速将快速下降，油轮市场将迎来长期趋势拐点。

■ 集运市场：欧线美线冰火两重天，欧线提价阻力重重

4 月份，上海出口集装箱运价指数报 1043.22 点，较 3 月末上涨 5.4%。随着旺季即将来临，本月货量进一步回升，欧洲航线船舱平均利用率在 90% 以上，美东航线甚至出现爆仓现象。但就运价而言，欧、美航线分化严重。欧洲航线大船交付集中，新船揽货杀价导致运价继续下跌，月末欧线运价报 925 美元/TEU，月环比下跌 6.8%，同比下跌 50.2%。而美线受 5 月份年度谈判影响，船东合力提升运价，效果明显，美西线月环比涨 7.7% 至 1732 美元/FEU，美东线涨 8.8% 至 3066 美元/FEU，但运价仍分别低于去年同期 17.8% 和 3.4%。

随着5月初美线年度合同谈判尘埃落定（同比下降约5%），近期美线现货运价有松动迹象。而欧线方面，因运价持续低于船东盈亏平衡点，部分船东酝酿5月中旬提价200-300美元/TEU，但新船持续投放使得提价成功概率不大。总体看，2季度货量复苏对运价将有提振，但涨幅有限，船东业绩仅能温和改善。

中长线看，发达经济体复苏虽有波折，但复苏趋势不会轻易改变，需求方面无需过分担忧。而供给方面，自3月初马士基宣布订造10+10艘1.8万TEU船后，除东方海外（订10艘1.3万TEU）、汉堡航运（订8艘9700TEU）和Zodiac（订5艘9000TEU），其他船东尚未跟进。若船东新下订单保持克制，明年供求状况将改善，2013年后则会进入供不应求局面，并导致行业进入趋势上升期。

■ 风险提示：

油价剧烈波动、欧美经济复苏低于预期、国内货币紧缩超预期

■ 投资策略：季报风险释放，2季度航运股有相对收益

1季度，在油价暴涨和运价下跌的双重压力下，主要航运上市公司业绩均大幅低于预期，受此影响4月份航运板块整体累计下跌5.72%，跑输沪深300指数3.72%，其中中国远洋和中海集运累计下跌7.29%和7.17%，领跌航运股。

随着季报公布，航运短期风险释放较为充分。2季度集运、散货运价有望温和反弹，而油价大跌减缓成本压力，航运股短期基本面有所改善。在大盘弱势状况下，航运股2季度可获得相对收益，短期相对看好中海集运和中海发展。

中长线我们依然最看好中远航运，近期公司高管增持公司股票，反映其坚定看好公司长期发展前景，我们预计公司下半年将迎来业绩拐点，建议中长线投资者逢低买入。

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	7.46	0.21	0.05	0.30	0.49	0.67	36	25	15	11	1.3	强烈推荐
长航油运	5.98	0.00	-0.06	0.10	0.21	0.26	-	61	29	23	1.2	推荐
中海集运	4.13	0.36	-0.01	0.22	0.28	0.32	11	18	15	13	1.5	推荐
中海发展	9.27	0.50	0.11	0.56	0.71	0.87	18	16	13	11	1.3	推荐
中国远洋	9.24	0.66	-0.05	0.18	0.40	0.55	14	51	23	17	1.8	推荐
招商轮船	4.19	0.18	0.03	0.25	0.30	0.35	23	17	14	12	1.3	中性
航运平均							21	31	18	14	1.4	

资料来源：公司公告、兴业证券研究所 注：更新时间 2011.5.16

表 2、燃油价格变动对航运公司 EPS 的影响

	中国远洋	中海集运	中海发展	长航油运	中远航运	招商轮船
2010 年燃油成本情况	耗油量 (万吨)	361	210	97	42	35
	燃油成本 (万元)	1,277,131	799,052	384,500	138,418	57,355
	营业成本 (万元)	6,630,957	2,973,266	893,626	381,301	192,758
	占营业成本比例	19.3%	26.9%	43.0%	36.3%	30.2%
	公司燃油单价(元/吨)	3,538	3,805	3,969	3,296	3,266
	汇率	6.77	6.77	6.77	6.77	6.77
	公司燃油单价(美元/吨)	523	562	586	487	471
2011 年燃油成本波动对 EPS 的影响	运力加权增速	4.5%	12.0%	24.7%	38.9%	16.1%
	耗油量 (万吨 假设按照运力增速同比例增长)	377	235	121	58	40
	燃油单价变化率 (元/吨)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	汇率	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
	燃油成本增加 (万元)	126,154	84,603	45,327	18,175	12,442
	所得税率 (取亏损前一年水平)	20.0%	16.0%	21.0%	25.0%	21.0%
	净利润变动 (万元)	100,923	71,066	35,808	13,632	9,829
	总股本 (万股)	1,021,627	1,168,313	340,455	221,066	170,355
	每股 EPS 变动(元)	0.099	0.061	0.105	0.062	0.058
2011 年预测 EPS (元)		0.18	0.22	0.56	0.10	0.30
		0.25				

资料来源：兴业证券研究所 注：更新时间 2011.5.13

一、本月散货市场：BDI 延续弱反弹格局，沿海市场成避风港

4 月份，BDI 连续下跌 16 天后在月末小幅反弹，全月下跌 17.06% 至 1269 点。本月 BDI 均值为 1343 点，环比下跌 10.05%。分船型指数来看，代表 Capesize 型船的 BCI 月度均值为 1608 点，环比下跌 4.40%；代表 Panamax 型船的 BPI 月度均值为 1598 点，环比下跌 21.97%；BSI 月度均值为 1436 点，环比下跌 6.45%。

图 1、BDI 走势

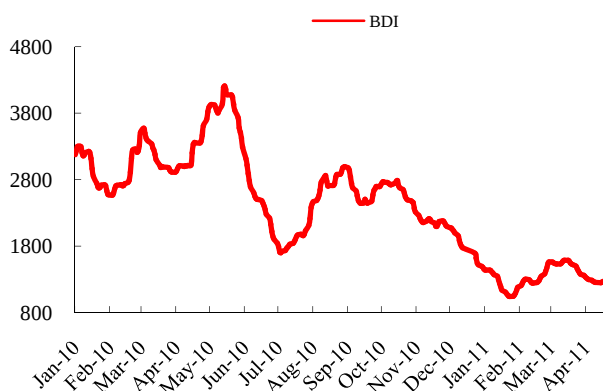
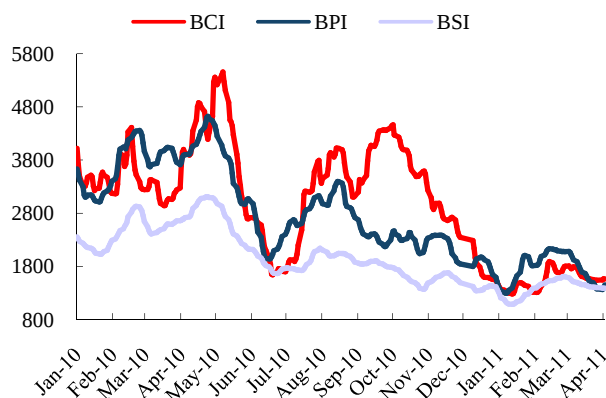


图 2、BCI、BPI 和 BSI 走势



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

4 月，新加坡 380cst 燃油平均价格较上月上涨 6.4%，各船型 TCE 水平随运价均出现下跌，澳西-北仑宝山矿石航线月度均值为 6968 美元/天，环比下跌 3.65%；图巴朗-北仑宝山矿石航线月度均值为 19503 美元/天，环比下跌 16.51%。Panamax 船 TCE 水平月度均值为 9853 美元/天，环比下跌 27.32%。Handymax(52000DWT) 船 TCE 水平月度均值为 14900 美元/天，环比下跌 4.83%。

图 3、Capesize 型船 TCE 水平（美元/天）

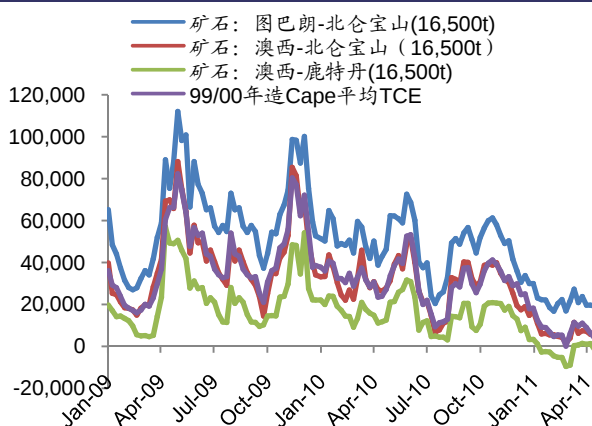
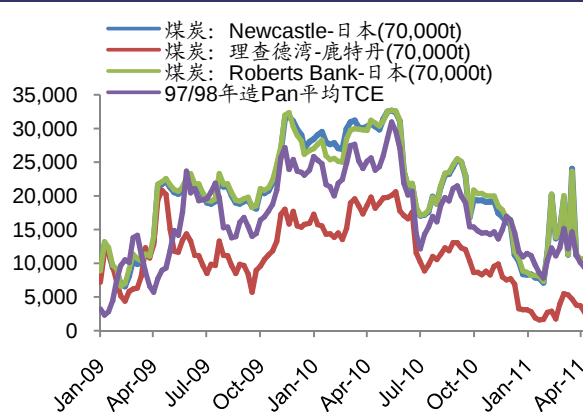


图 4、Panamax 型船 TCE 水平（美元/天）



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

4 月份，除 Handysize 外各船型期租均有所下跌。Capesize 型船 1 年期期租 4 月底报 12250 美元/天，较上月底下跌 32%；Panamax 型船 1 年期期租 4 月底报为 15500 美元/天，较上月底下跌 13%；Handymax 型船 1 年期期租 4 月底报为 13000 美元/天，较上月底下跌 5%

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

	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	2,037	-26.14%	1,530	1,269	-17.06%
BCI	4,172	3,480	1,583	-54.51%	1,768	1,564	-11.54%
BPI	2,405	3,115	1,777	-42.95%	1,968	1,450	-26.32%
BSI	1,658	2,148	1,388	-35.37%	1,523	1,390	-8.73%
Capsize							
Tubarao/Rotterdam (矿石)	43,914	32,667	2,267	-93.06%	6,531	-1,930	-129.55%
Tub/Beilun.Baoshan (矿石)	58,087	47,932	20,778	-56.65%	23,737	19,630	-17.30%
Dampier/Beilun.Bao. (矿石)	39,105	29,611	6,379	-78.46%	7,388	7,575	2.53%
Saldanha/Beilun.Bao (矿石)	37,660	31,564	9,864	-68.75%	14,320	10,438	-27.11%
Hay Pt./Rotterdam (煤炭)	19,570	11,664	-7,761	-166.54%	-5,510	-8,808	-59.85%
Indonesia/Rotterdam (煤炭)	18,963	11,674	-5,552	-147.56%	-3,387	-8,734	-157.87%
Hay Pt./China (煤炭)	31,230	23,544	3,176	-86.51%	6,525	-3,816	-158.48%
R.Bay/Rotterdam (煤炭)	18,715	11,289	-4,789	-142.42%	-4,766	-6,614	-38.77%
R.Bay/EC India (煤炭)	36,702	30,152	15,504	-48.58%	17,760	22,266	25.37%
Panamax							
Richards B./Rott (煤炭)	10,635	13,330	3,128	-76.53%	4,695	2,431	-48.22%
Rob.Bank/N.China (煤炭)	20,142	22,670	11,146	-50.83%	17,668	10,872	-38.47%
US Gulf/Japan (粮食)	26,989	35,096					
Supramax							
TransPacific R/V	35,115	19,554	12,544	-35.85%	16,250	14,000	-13.85%
TransAtlantic R/V	42,474	23,844	15,603	-34.56%	16,500	15,000	-9.09%
一年期期租							
Morden Capiize	33,276	32,967	21,750	-34.02%	18,000	12,250	-31.94%
Morden Panamax	18,151	24,559	17,500	-28.74%	17,750	15,500	-12.68%
Morden Handymax	12,827	18,330	13,500	-26.35%	15,625	13,000	-16.80%
Morden Handysize	10,678	15,662	12,750	-18.59%	13,750	12,500	-9.09%

数据来源: Bloomberg、Clarkson、兴业证券研究所

沿海散货综合指数 4 月份小幅调整,月末收 1490.77 点,较 3 月末下跌 4.70%,煤炭指数为 1741.78 点,环比下跌 6.08%,矿石指数为 1146.93 点,下跌 0.67%,粮食指数为 1235.56 点,下跌 4.56%。从运价来看,秦皇岛-广州煤炭运费为 69 元/吨,较 3 月下跌 4 元/吨;秦皇岛-上海煤炭运费为 50 元/吨,下跌 5 元/吨。

图 5、沿海散货指数

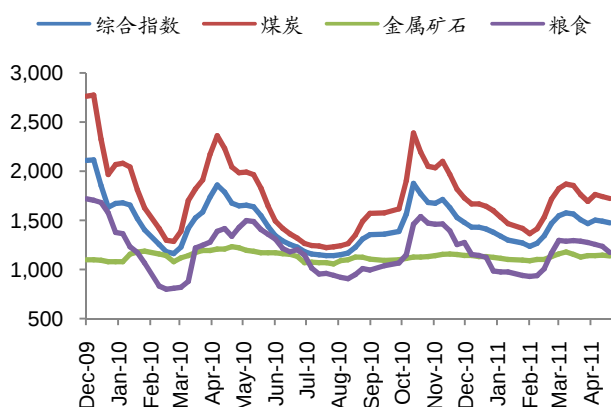
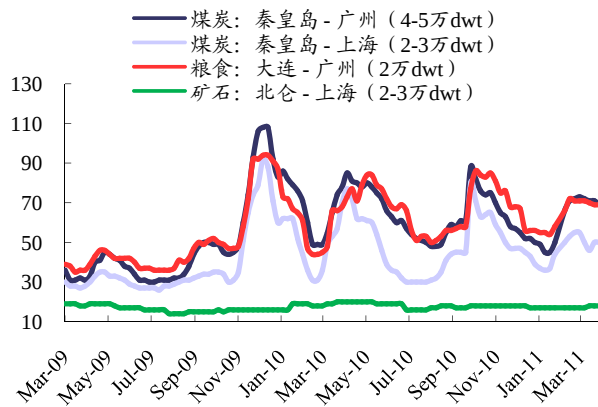


图 6、沿海散货运费

(元/吨)



数据来源: 中华航运网、兴业证券研究所

船价和回报率

4 月份新船价格均与上月持平。其中, Capesize、Panamax、Handysize、Handymax 新船价格分别为 5400 万、3350 万、3100 万、2400 万美元/艘。

二手船价格 Capesize、Panamax、Handysize 分别为 4700 万、3400 万、2250 万美元/艘, Handymax 为 2800 万美元/艘, 较上月下跌 100 万美元/艘。

表 4、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	54	54	0.00%
	5 年船龄	45	55	55.5	47	47	0.00%
	旧船/新船	52.27%	98.21%	97.37%	87.04%	87.04%	
Panamax	订造新船	46.5	33.8	34.5	33.5	33.5	0.00%
	5 年船龄	26	36	36	34	34	0.00%
	旧船/新船	58.06%	106.51%	104.35%	101.49%	101.49%	
Handymax	订造新船	42	30.5	31	31	31	0.00%
	5 年船龄	24.5	27	29	29	28	-3.45%
	旧船/新船	57.14%	88.52%	93.55%	93.55%	90.32%	
Handysize	订造新船	32.5	25	26.5	24	24	0.00%
	5 年船龄	20.5	22	25	22.5	22.5	0.00%
	旧船/新船	132.31%	88.00%	94.34%	87.21%	87.21%	

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 4 月的各船型平均值; 3、运营成本取 2011 年 4 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 5、干散货分船型按照 2011 年 4 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	2800
期租租金 (美元/天)	12250	12250	15500	15500	13000	13000
成本						
运营成本	6525	6525	5745	5745	5255	5255
折旧	5863	6379	3637	4614	3366	3800
利息	7406	6446	4594	4663	4251	3840
合计	19794	19349	13976	15022	12872	12895
全年毛利 (万美元)	-264	-248	53	17	4	4
毛利率	-61.58%	-57.95%	9.83%	3.08%	0.98%	0.81%
上月毛利率	-9.96%	-7.50%	21.26%	15.37%	17.62%	15.73%
2010 年毛利率	40.26%	36.37%	42.98%	34.63%	29.35%	23.83%
ROE	-24.45%	-26.43%	1.99%	0.61%	0.18%	0.16%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

表 6、干散货分船型按照 2011 年 4 月 29 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	2800
TCE (美元/天)	5,298	5,298	9,396	9,396	14563	14563
成本						
运营成本	6525	6525	5745	5745	5255	5255
折旧	5863	6379	3637	4614	3366	3800
利息	7406	6446	4594	4663	4251	3840
合计	19794	19349	13976	15022	12872	12895
全年毛利(万美元)	-507	-492	-160	-197	59	58
毛利率	-273.60%	-265.22%	-48.75%	-59.88%	11.61%	11.45%
上月毛利率	-79.99%	-75.95%	4.62%	-2.51%	19.86%	18.02%
2010 年毛利率	31.36%	27.42%	30.69%	20.76%	37.88%	32.68%
ROE	-46.98%	-52.32%	-5.98%	-7.24%	2.39%	2.61%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

船队和订单规模

2011 年 4 月份, 全球干散货船队合计净增加运力 188 万载重吨。其中 Capesize 船增长 127 万载重吨。截至 2011 年 4 月末, 干散货船队总运力达到 5.58 亿载重吨, 与去年同期增长 15.46%。

表 7、4 月份干散货船队增长情况

百万载重吨	2007	2008	2009	2010	2011.2	2011.3	2011.4	月度增加
Capesize	131.4	143.6	169.95	208.75	216.09	218.85	220.12	1.27
Panamax	108.3	114.5	120.9	136.16	138.91	140.6	141.05	0.45
Handymax	76.9	83.2	91.9	108.94	111.89	113.46	113.94	0.48
Handysize	75.9	77.2	75.53	81.49	82.7	82.9	82.6	-0.3
Total	392.5	418.5	458.28	535.34	549.59	555.82	557.7	1.88

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

4 月份干散货新签订单 30 艘, 212 万载重吨, Capesize、Panamax、Handymax、Handysize 分别新签 4 艘、8 艘, 7 艘、11 艘。交付订单 35 艘, 342 万载重吨, Capesize、Panamax、Handymax、Handysize 分别交付 10 艘、10 艘、14 艘、1 艘。截至 2011 年 4 月底, 干散货船的订单总额为 2.54 亿载重吨, 占现有船队规模的比重为 45.63%。

图 7、4 月份干散货新签订单情况

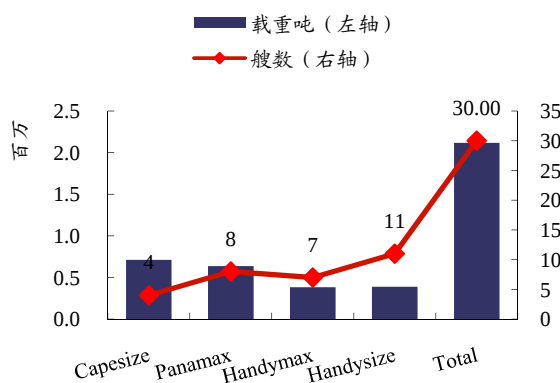
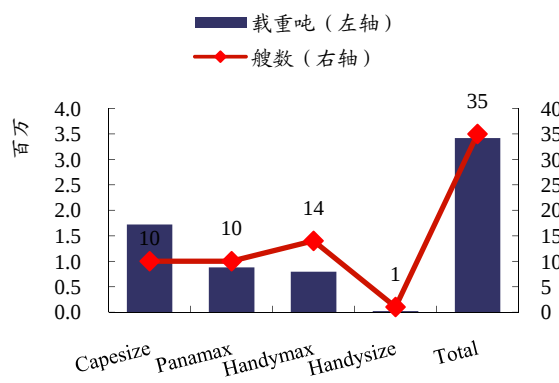


图 8、4 月份干散货订单交付情况



数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

表 8、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

4 月份拆解量略有下降，共有 32 艘合计 187 万载重吨干散货船舶拆解。2011 年前 4 月共拆解 673 万载重吨。

表 9、干散货分船型拆解情况

百万载重吨	2008	2009	2010	2011.3	2011.4	2011 to date
Capesize	2.2	1.4	2.6	1.38	0.73	3.81
Panamax	1.1	2.3	0.7	0.19	0.53	1.17
Handymax	0.5	1.3	0.4	0.22	0.32	0.64
Handysize	1.7	5.4	2	0.35	0.29	1.12
合计	5.5	10.4	5.7	2.13	1.87	6.73

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

市场成交

4 月份，散货船程租订租量较 3 月有所减少。其中，Capesize 当月订租量为 100 条，与上月持平；Panamax 订租量为 184 条，较上月减少 58 条；Handymax 订租量为 100，较上月减少 18 条。

从 Capesize 分地区订租情况看，4 月份到中国的 Cape 订租量为 70 条，与上月持平；其中巴西-中国为 7 条，澳洲-中国为 46 条。到鹿特丹的订租量为 6 条，较上月增加 1 条。

图 9、2007 年以来分月度 Cape 订租情况（艘）

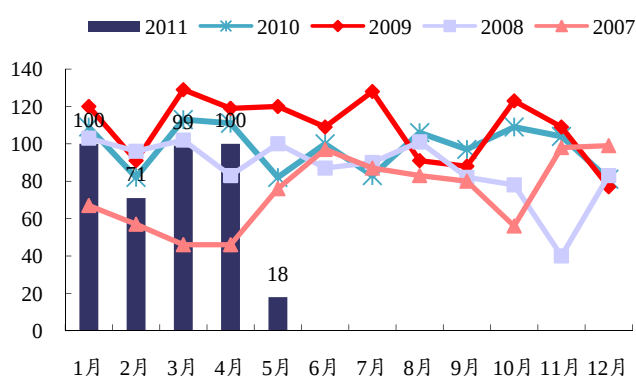
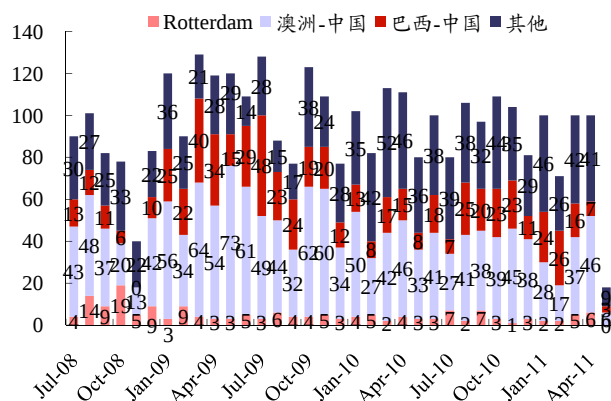


图 10、Capesize 月度分地区订租情况（艘）



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）

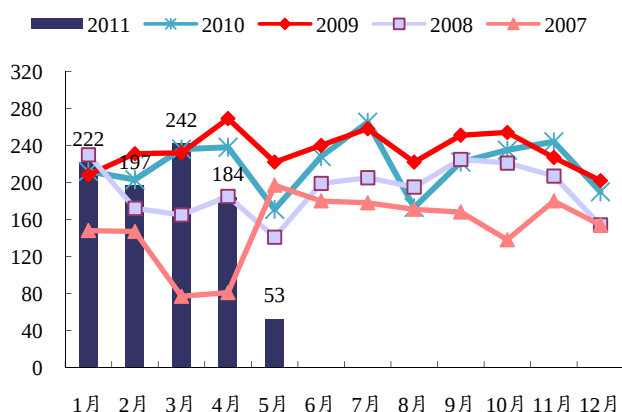
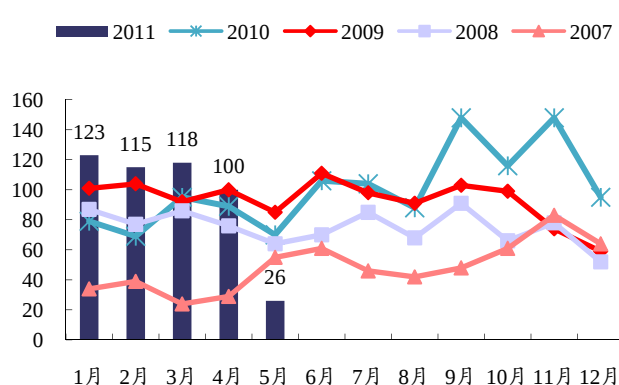


图 12、2007 年以来分月度 Handymax 订租情况（艘）

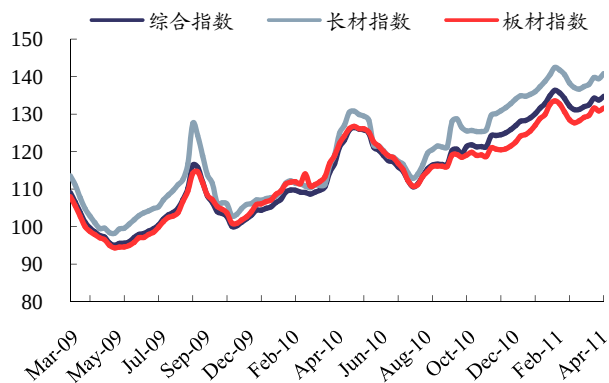


数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

先行指标和前景预测

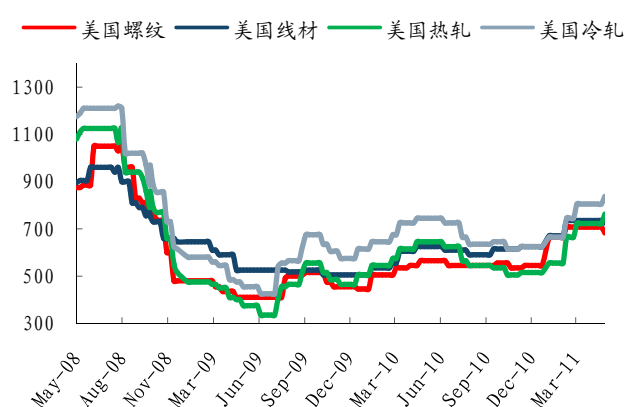
4 月份国内进口铁矿石 5288 万吨，同比下滑 4.4%，环比下滑 11.1%。国内钢价综合指数 4 月 29 日收在 134.73 点，较 3 月底上涨 2.7%，其中长材指数收在 140.8 点，上涨 3.0%，板材指数收在 131.64 点，上涨 2.7%。同期，进口矿石价格有所上涨，青岛港铁矿石价格 4 月均值为 1334 元/吨，较上月上涨 3.0%；代县铁精粉现货价格环比上涨 1.6%至 980 元/吨；迁安铁精粉现货价格环比下跌 1.0%至 1425 元/吨；国内钢材库存有所减少，上海总库存在 4 月 29 日为 309.9 万吨，较上月末减少 24.96 万吨。国内港口铁矿石库存 4 月 29 日为 8230 万吨，较上月末增加 311 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）



图 16、国产矿石价格（元/吨）



数据来源：Mysteel、兴业证券研究所

图 17、国内主要城市钢材库存（万吨）

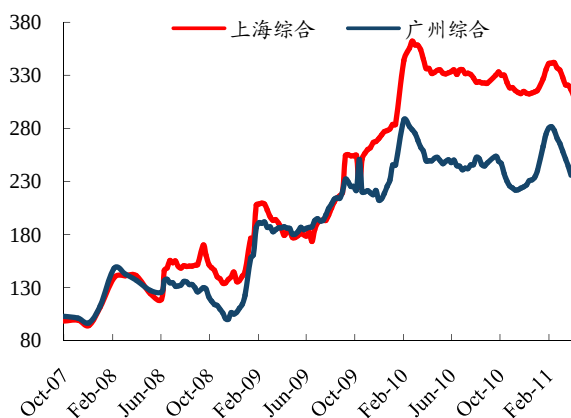


图 18、国内铁矿石港口库存（万吨）



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 19、国内钢铁产量（万吨）

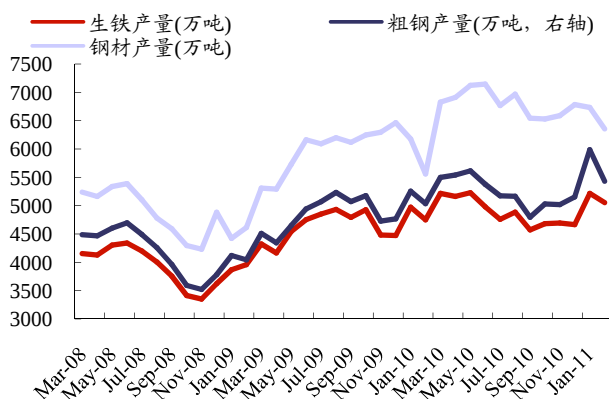
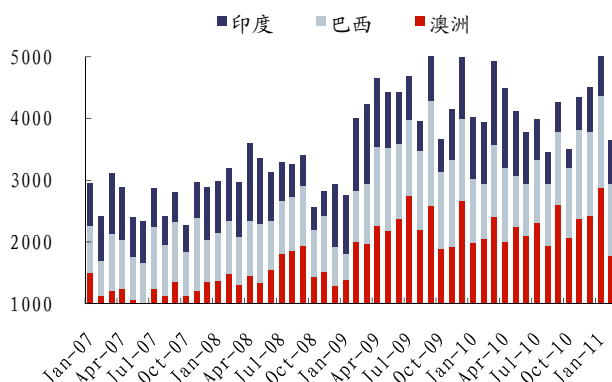


图 20、国内铁矿石进口量（百万吨）



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

秦皇岛港口煤炭库存4月底为490.88万吨，较上月底增加144.35万吨。国内煤炭价格较上月略有上涨，4月25日大同优混平仓价为840元/吨，较上月末上涨15元/吨；国际煤炭价格本月份有升有降，澳大利亚BJ煤炭价格4月底为122.6美元/吨，较上月末下跌1美元/吨，南非离岸价为124.2美元/吨，叫上月末上涨3.5美元/吨，鹿特丹到岸价为128.2美元/吨，基本与上月持平。

图 21、国内煤炭价格（元/吨）

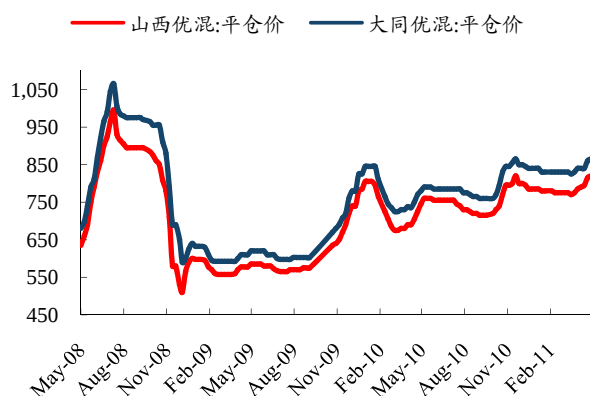
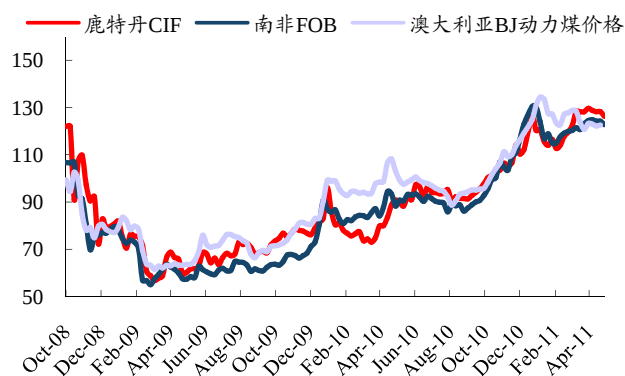


图 22、国际煤炭价格（美元/吨）



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）

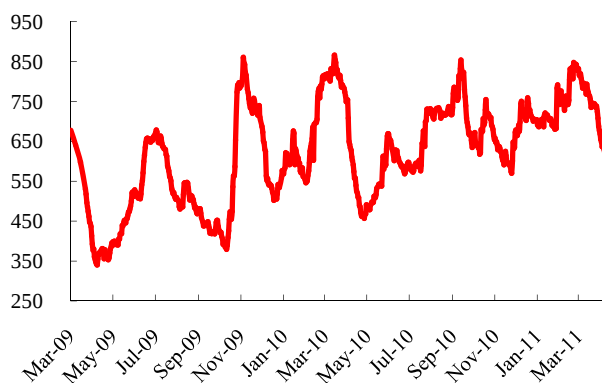
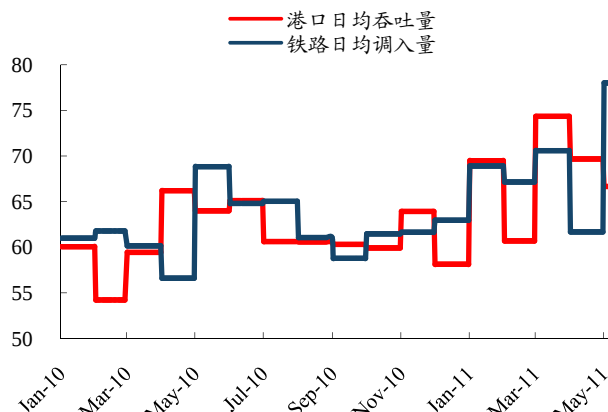


图 24、秦皇岛煤炭调运量（万吨）



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

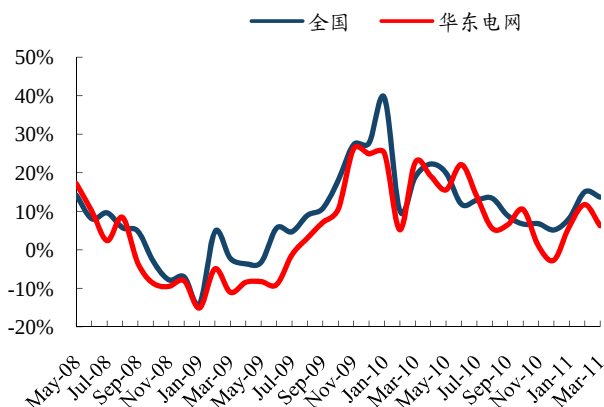
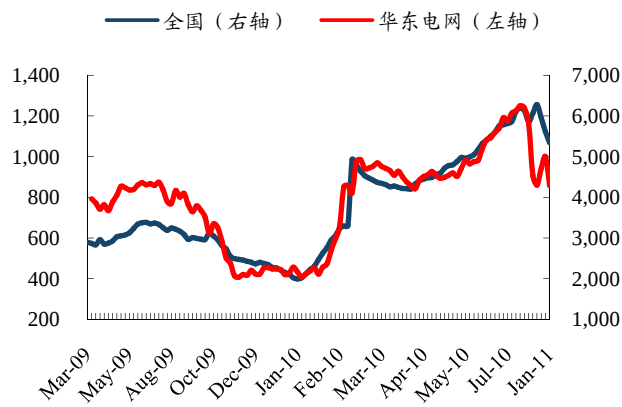


图 26、直供电厂电煤库存（万吨）



数据来源：煤炭资源网、兴业证券研究所

3 月份的反弹昙花一现，4 月 BDI 再度连续下跌，仅月底在 BPI 的带动下小幅反弹。4 月 28 日 BDI 收于 1289 点，环比跌 17.1%，BCI、BPI、BSI 分别跌 11.5%、26.3% 和 8.7%。4 月 BDI 均值 1343 点，环比跌 10.1%。

需求不振是近期 BDI 下跌的主要原因，受北方地区春季铁矿石采掘量大增以及进口矿价格高居不下的影响，4 月份国内矿石进口量同比下滑 4.4%，环比下滑 11.1%。

2 季度需求将出现季节性好转，但在国内货币政策紧缩以及发达经济体开始收缩流动性的预期下，全球铁矿石需求难以超预期。

供给面看，尽管拆解量同比大增，但仍然无法平衡庞大的新船交付量（1-4 月份交付 2723 万载重吨，拆解 673 万载重吨）。由于运力过剩压力过大，我们认为 2 季度 BDI 将有反弹，但空间有限。

相对而言，沿海散货市场在半封闭市场结构（仅允许五星红旗船从事经营）和国内电荒导致沿海电厂加紧囤煤的背景下，成为中国船东的避风港。目前沿海运价显著高于 BDI，船东从国际市场调船回沿海市场是必然趋势，运价上涨几无空间。

表 10、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：原油运价持续下探，成品油运价冲高回落

4 月份 BDTI 一路下挫，4 月 28 日收于 829 点，较上月底下跌 1.41%，BCTI 先扬后抑，月末收于 892 点，较上月底涨 6.06%。BDTI 月度均值为 858 点，环比下跌 14.55%；BCTI 月度均值为 846 点，环比上涨 5.05%。

图 27、BDTI 和 BCTI 走势

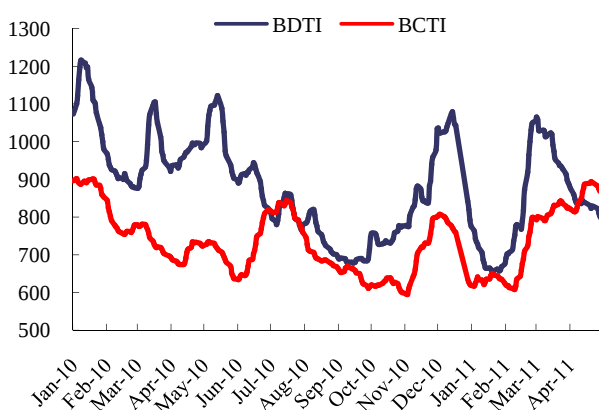
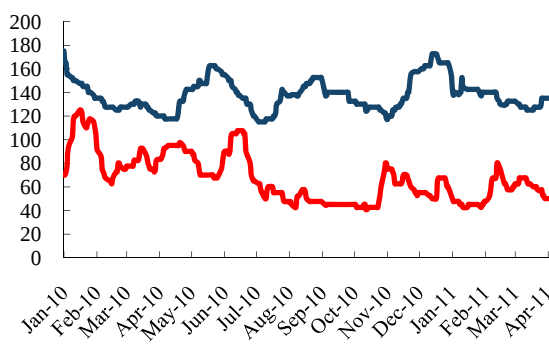


图 28、主要航线 WS 走势



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

4 月份，受亚洲地区炼油厂检修影响，原油各航线 TCE 大幅下跌。VLCC 海湾-日本航线 TCE 均值环比下跌 70.20%，西非-远东环比下跌 50.99%；Suezmax 型船西非-美湾航线 TCE 均值下跌 59.36%，海湾-中国航线下跌 48.59%；Aframax 海湾-远东航线下跌 17.93%，地中海-美湾航线下跌 24.74%；成品油各航线 TCE 则涨

势明显，Panamax（7.5 万载重吨）海湾-日本航线上涨 99.94%；MR 新加坡-日本航线大涨 451.76%至 3704 美元/天，加勒比-美湾航线下跌 20.34%。

图 29、VLCC TCE 水平（美元/天）

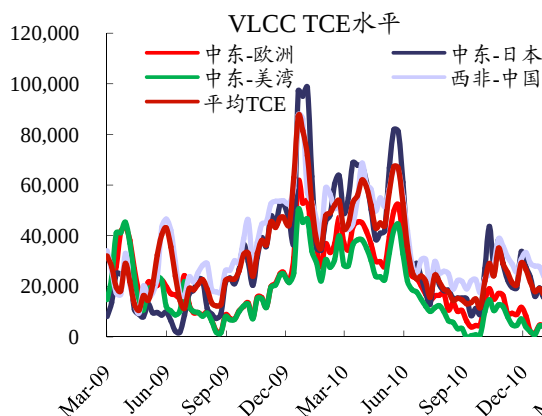
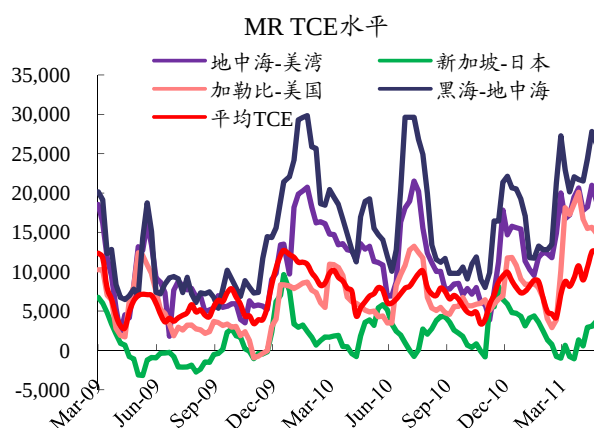


图 30、MR 型船 TCE 水平（美元/天）



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

4 月份原油油轮一年期期租水平与上月持平，成品油轮期租水平小幅上涨。

表 11、油运核心指数和分船型主要航线 TCE 和期租变化情况

	2009	2010	2011today	年度环比	上月月末值	本月月末值	月度环比
BDTI	581	896	835	-6.82%	932	829	-11.05%
BCTI	509	757	731	-3.45%	841	892	6.06%
原油:							
VLCC							
海湾-日本	31,186	41,615	26,009	-37.50%	28,394	8,462	-70.20%
西非-远东	35,013	41,560	28,218	-32.10%	33,137	16,241	-50.99%
Suezmax							
西非-美湾	25,031	26,217	18,274	-30.30%	36,931	15,010	-59.36%
海湾-中国	24,545	26,895	18,666	-30.60%	25,143	12,925	-48.59%
Aframax							
海湾-远东	24,545	15,711	13,474	-14.24%	18,653	15,308	-17.93%
地中海-美湾	19,869	19,678	16,035	-18.51%	18,211	13,705	-24.74%
成品油:							
Panamax							
海湾-日本(7.5 万载重吨)	16,526	14,539	9,905	-31.87%	8,249	16,493	99.94%
海湾-日本(5.5 万载重吨)	13,608	10,769	8,037	-25.37%	7,964	11,815	48.36%
handy							
新加坡-日本(3 万载重吨)	1,957	2,715	1,682	-38.05%	-1,053	3,704	451.76%
加勒比-美湾(3.8 万载重吨)	6,170	7,411	11,634	56.98%	18,675	14,877	-20.34%
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%	15,750	15,750	0.00%
Morden MR(4.7 万载重吨)	15,231	13,160	13,000	-1.22%	13,500	13,750	1.85%
Morden MR(3.7 万载重吨)	13,702	11,528	12,000	4.09%	12,000	12,500	4.17%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船价和回报率

4 月份，油轮新船造价与上月持平。二手船价格中，VLCC 5 年船价格为 8300 万美元/艘，下降 200 万美元，其余船型价格与上月保持不变。

表 12、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	102	102	-2.86%
	5 年船龄	104	79	85	85	83	-2.35%
	旧船/新船	69.33%	78.22%	80.95%	83.33%	81.37%	
Suezmax	订造新船	91	62.5	66.8	64	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%	92.19%	92.19%	
Aframax	订造新船	75	49	57	54	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	44	-3.30%
	5 年船龄	49	35	36	36	36	0.00%
	旧船/新船	103.16%	100.00%	79.12%	81.82%	81.82%	
MR (47k DWT)	订造新船	47.5	35	36.5	35.5	35.5	-2.74%
	5 年船龄	37	23	26	27	27	3.85%
	旧船/新船	77.89%	65.71%	71.23%	76.06%	76.06%	

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 4 月各船型 1 年期期租平均值；3、运营成本取 2011 年 4 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 13、油轮分船型按照 2011 年 4 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	8300	6400	5900	5400	4050	4400	3600	3550	2700
期租租金（美元/天）	30000	30000	21000	21000	16000	16000	15750	15750	13750	13750
成本										
运营成本	11755	11755	9335	9335	8635	8635	7,808	7,808	7,635	7,635
折旧	11074	11264	6949	8007	5863	5496	4777	4886	3854	3664
利息	13989	11383	8777	8091	7406	5554	6034	4937	4869	3703
合计	36818	34402	25061	25434	21904	19686	18619	17631	16358	15002
全年毛利(万美元)	-239	-154	-142	-155	-207	-129	-100	-66	-91	-44
毛利率	-22.73%	-14.67%	-19.34%	-21.11%	-36.90%	-23.04%	-18.22%	-11.94%	-18.97%	-9.11%
上月毛利率	-22.73%	-17.40%	-19.34%	-21.11%	-36.90%	-23.04%	-18.22%	-11.94%	-23.46%	-13.22%
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%	-9.28%	-11.10%	-13.15%	-19.13%	-15.93%	-11.41%	-9.14%	-12.86%	-8.12%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 14、油轮分船型按照 2011 年 4 月 29 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	8300	6400	5900	5400	4050	4400	3600	3550	2700
TCE (美元/天)	10974	10974	22409	22409	13,688	13688	13,603	13603	12,579	12579
成本										
运营成本	11755	11755	9335	9335	8635	8635	7,808	7,808	7,635	7,635
折旧	11074	11264	6949	8007	5863	5496	4777	4886	3854	3664
利息	13989	11383	8777	8091	7406	5554	6034	4937	4869	3703
合计	36818	34402	25061	25434	21904	19686	18619	17631	16358	15002
全年毛利(万美元)	-905	-820	-93	-106	-288	-210	-176	-141	-132	-85
毛利率	-235.50%	-213.49%	-11.83%	-13.50%	-60.02%	-43.82%	-36.88%	-29.61%	-30.04%	-19.26%
上月毛利率	-24.52%	-19.11%	40.90%	40.02%	-19.50%	-7.40%	15.91%	20.37%	-77.11%	-62.43%
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	-44.34%	-49.40%	-7.25%	-8.97%	-26.62%	-25.92%	-19.95%	-19.58%	-18.63%	-15.71%

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

船队和订单规模

4 月份, 全球油轮船队合计增加 57 万载重吨。其中, VLCC 总船队数量减少 1 艘, 运力减少 20 万载重吨; Suezmax 运力增加 20 万载重吨; Aframax 运力增加 20 万载重吨; Panamax 运力增加 10 万载重吨; Handysize 运力增加 20 万载重吨。至 2011 年 4 月底, 油轮 (10k+DWT) 船队规模达到 4.60 亿载重吨, 其中双壳船为 4.37 亿载重吨, 占比为 95.0%。

表 15、油轮船队增长情况(单位: 百万载重吨)

	2008	2009	2010	2011.2	2011.3	2011.4	月度增加	月度增加 (艘)
VLCC	152.8	159.9	164.4	166.7	168.5	168.3	-0.2	-1
Suezmax	54.8	59.6	63.3	64.4	65.0	65.2	0.2	1
Aframax	81.1	87.8	93.3	93.7	94.3	94.5	0.2	2
Panamax	26.1	27.6	28.5	28.8	28.8	28.9	0.1	1
Handy	90.2	97.8	101.6	102.3	102.6	102.8	0.2	4
合计	404.2	432.8	451.0	455.9	459.2	459.7	0.6	7
单壳	65.7	48.5	26.8	26.1	29.4	23.1	-6.3	
双壳	338.5	384.3	424.2	429.8	429.8	436.6	6.9	19

数据来源: Clarkson、兴业证券研究所

2011 年 4 月份, 一共有 6 艘新签订单, 其中 VLCC 有 3 艘新订单, 合计 96 万载重吨, Suezmax 有 3 艘新订单, 合计 47 万载重吨。VLCC、Suezmax、Panamax、Aframax、handysize 分别交付 2 艘、1 艘、3 艘、2 艘、14 艘。截至 2011 年 4 月底的订单总额为 1.12 亿载重吨, 占现有船队规模的比重降为 24.31%。

图 31、4 月份油轮新签订单情况

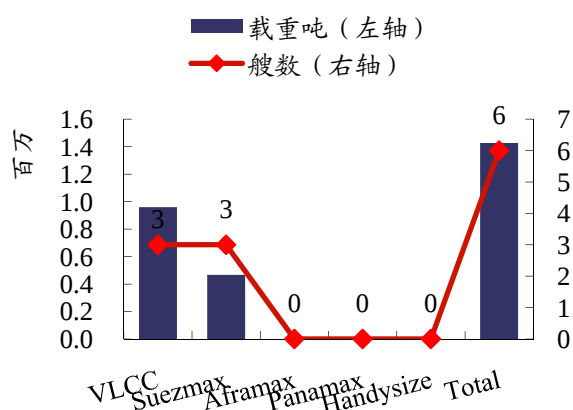
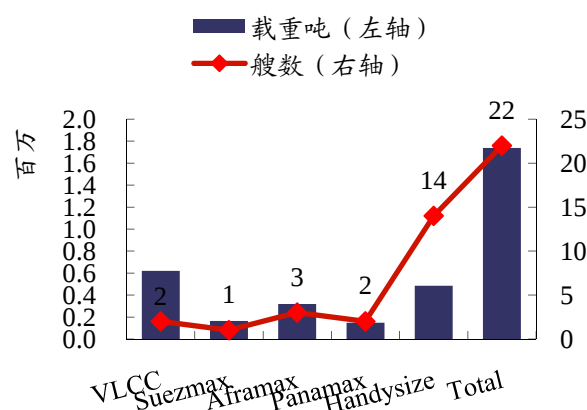


图 32、4 月份油轮订单交付



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 16、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

4 月，VLCC、Aframax、Panamax、Handysize 各拆解 2 艘、1 艘、1 艘、8 艘，4 月油轮合计拆解 89 万载重吨，较上月增加 27 万载重吨。

表 17、油轮分船型拆解情况

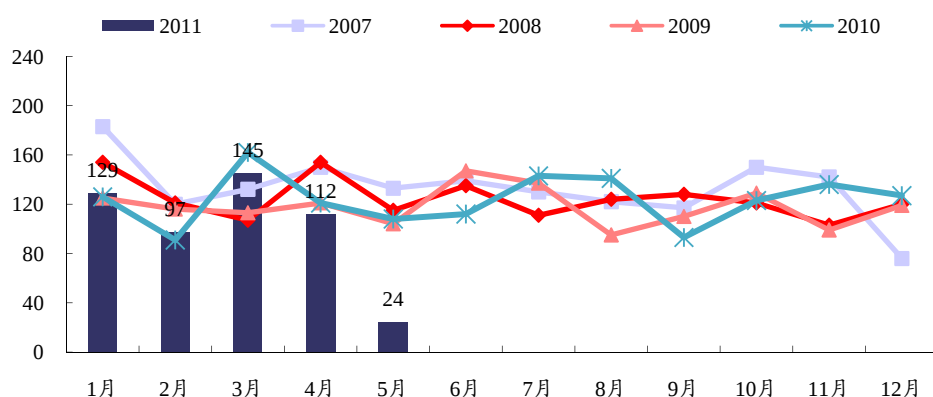
百万载重吨	2008	2009	2010	2011.3	2011.4	2011 to date
VLCC	0.8	2.4	3.5	0	0.53	0.8
Suezmax	0.3	1	1.9	0.16	0	0.16
Aframax	1.1	1.7	1.7	0.1	0.09	0.68
Panamax	0.46	0.66	1.19	0.07	0.06	0.2
Handy	1.9	3.3	5.5	0.3	0.21	0.85
合计	4.1	8.5	13.2	0.62	0.89	2.7

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

市场成交

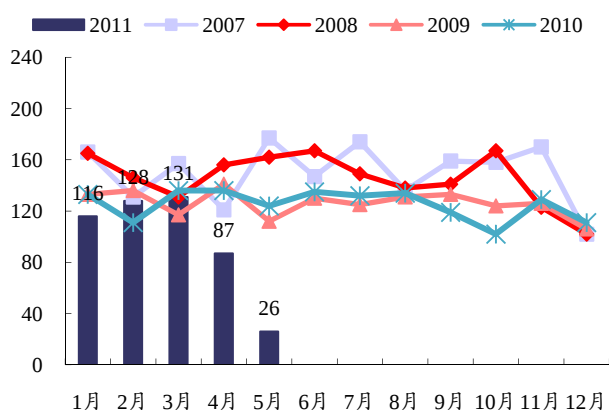
4 月份油轮订租量显著减少。VLCC 订租量为 112 条，环比减少 33 条；Suezmax 型船订租量为 87，环比减少 44 条；Aframax 环比减少 58 条，Handy 成品油轮环比减少 141 条。

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）

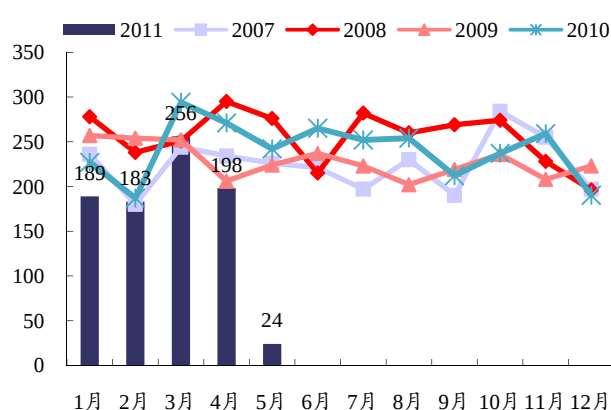
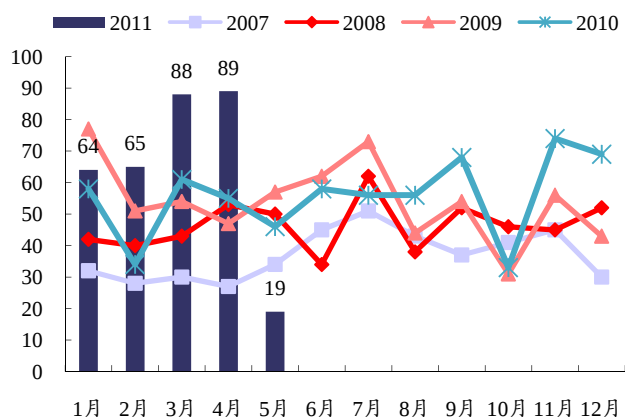
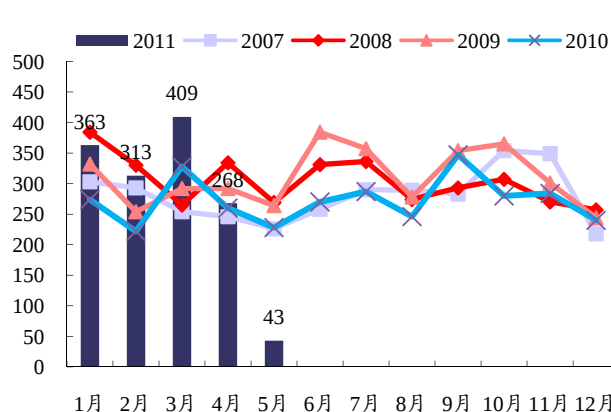


图 36、2007 年以来分月度 Panamax 订租情况（艘）



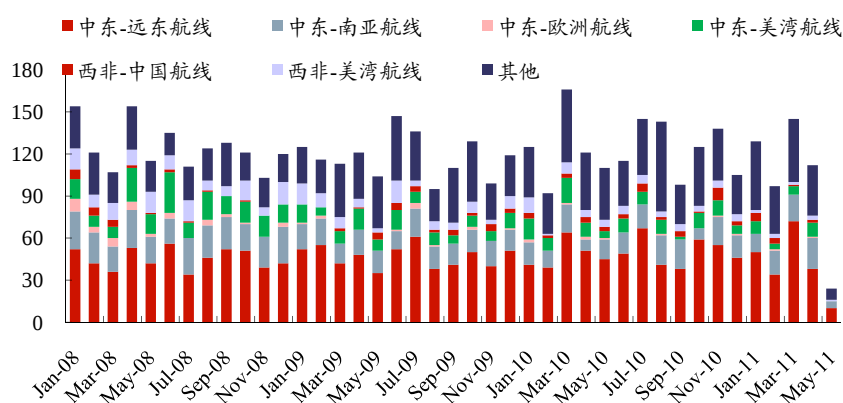
数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

图 37、2007 年以来分月度 Handy 订租情况（艘）



分地区来看，4 月份中东-远东 VLCC 航线订租量为 38 条，环比增加 34 条；中东-美湾订租量为 10 条，环比增加 4 条；西非-美湾为 3 条，环比增加 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

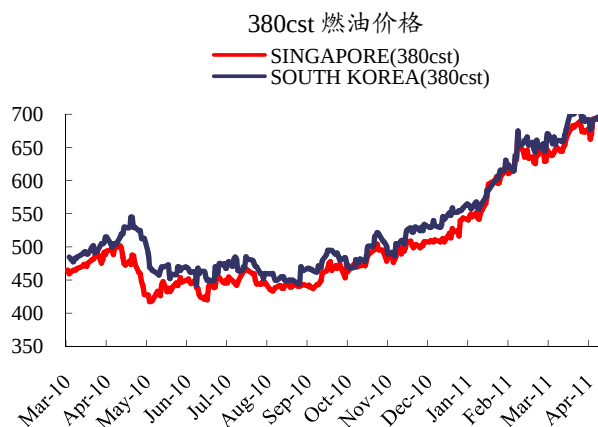
先行指标和前景预测

4 月北海 Brent 原油价格继续上行，4 月 29 日布伦特原油价格报收 126.06 美元/桶，较上月末上涨 8.81 美元/桶。OPEC3 月份原油产量 3008.8 万桶/天，较 2 月份略有减少。欧美发达国家商业原油库存 4 月末较之 3 月末增加 741 万桶，至 3.63 亿桶，汽油库存 2.11 亿桶，较 3 月末减少 980 万桶。

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）

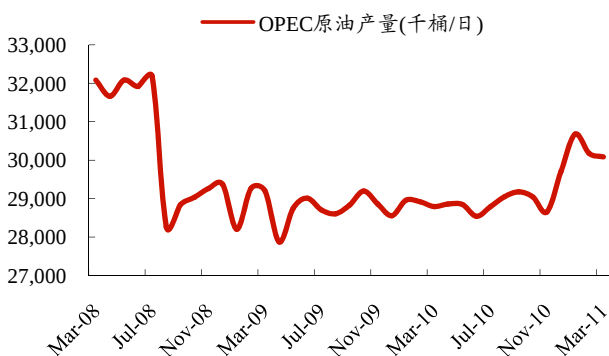
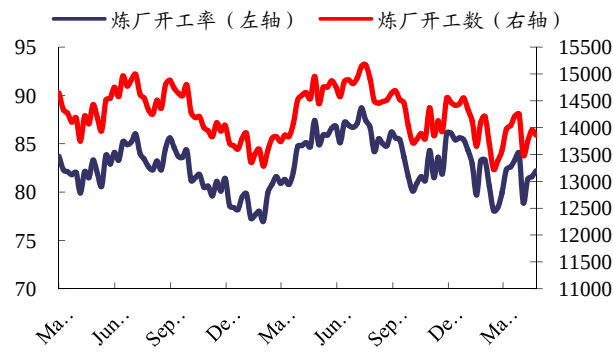


图 42、美国炼厂开工率



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）

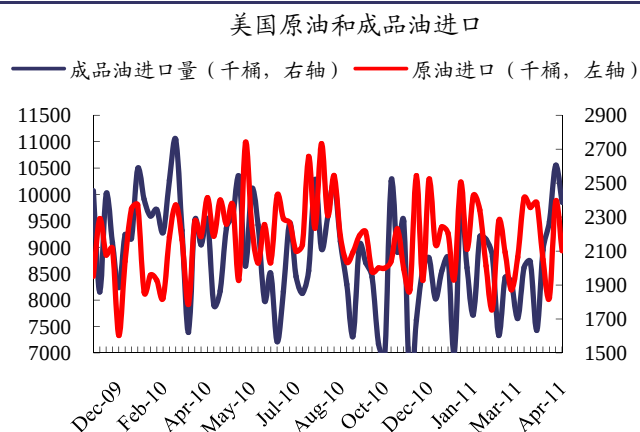
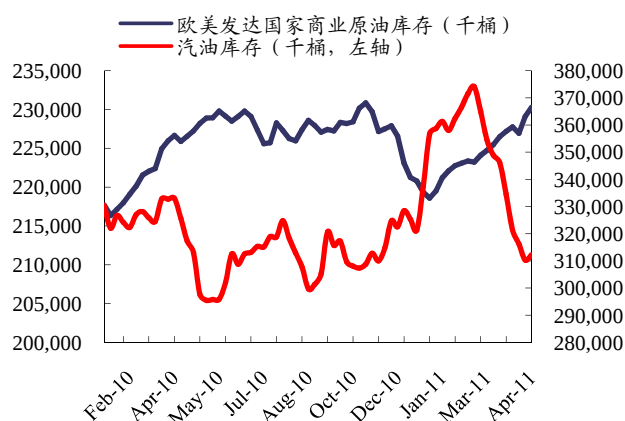


图 44、欧美发达国家原油和汽油库存



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 45、中国原油进口量

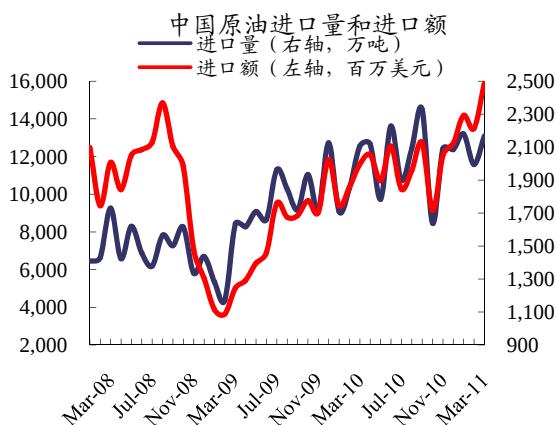
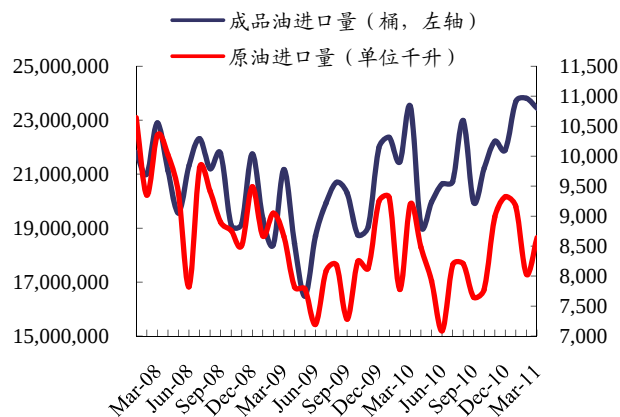


图 46、日本原油进口量



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

4 月份，BDTI 和 BCTI 分别收于 829 点和 892 点，环比下跌 11.1%和上涨 6.1%；BDTI 月度均值为 858 点，环比跌 14.5%，BCTI 月度均值为 846 点，环比涨 5.1%。VLCC 中东-日本航线 WS 值收于 47.5，环比跌 9.5%，已接近历史最低水平，MR 新加坡-日本 WS 值收于 160 点，环比涨 18.5%。

二季度是原油运输的传统淡季，各地炼油厂进入检修期，原油需求下降，欧美国家原油库存在 4 月底为 3.67 亿桶，接近历史最高水平，而日本地震导致炼油厂受损以及年初以来油价大涨，致使原油需求进一步受限，4 月份原油油轮各船型订租量均低于往年同期。相反，受美国本地炼油厂检修影响，成品油库存大降，且日本灾后重建对成品油的巨大需求，成品油运输持续走强，BCTI 在 4 月延续上涨势头接近 15 个月新高。

下半年油轮市场下半年或迎来转机。需求面看，4 季度是油品需求旺季，日本灾后重建亦将增加油品需求。供给面，长达三年的油轮熊市以及近期 VLCC 亏损不断放大，导致新船交付大幅放缓（1-4 月份油轮运力净增长仅为 1.9%），油轮新签订单大幅下滑（1-4 月份油轮新签订单量同比下滑 70.9%）。若新签订单延续目前趋势，2012 年后油轮运力增速将快速下降，油轮市场将迎来长期趋势拐点。

表 18、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：欧线美线冰火两重天，欧线提价阻力重重

运费水平

4 月份中国出口集装箱运价指数跌幅放缓。月末综合指数报 1005.88 点，较 3 月末下跌 1.21%，其中欧洲航线下跌 8.22%，美西和美东航线分别上涨 0.6%、1.1%。4 月份期租市场与上月基本持平。

图 47、欧洲航线运价

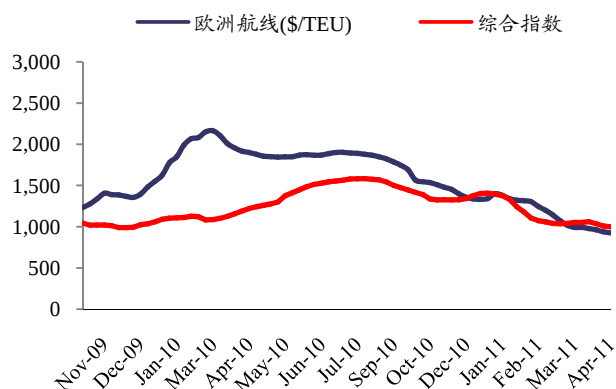
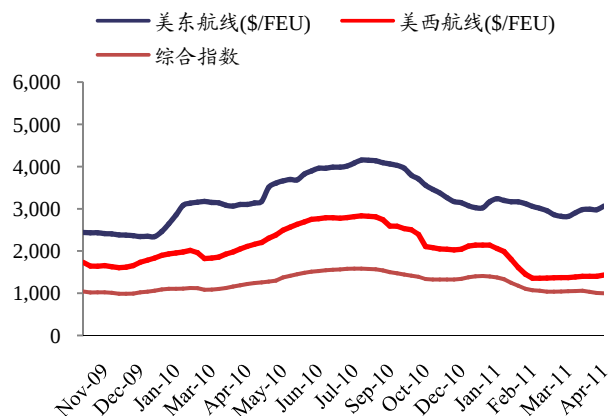


图 48、美东、美西航线运价



数据来源：中华航运网、兴业证券研究所

图 49、亚太航线运价指数

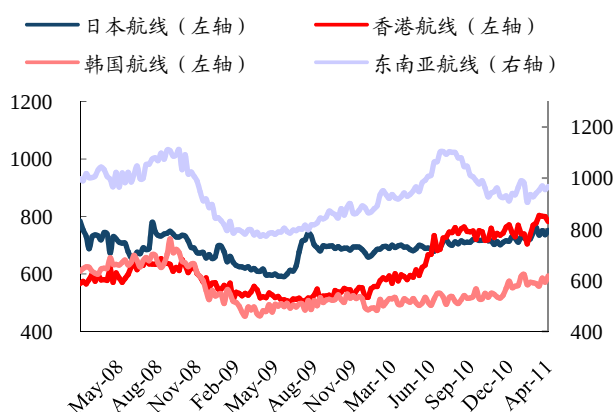
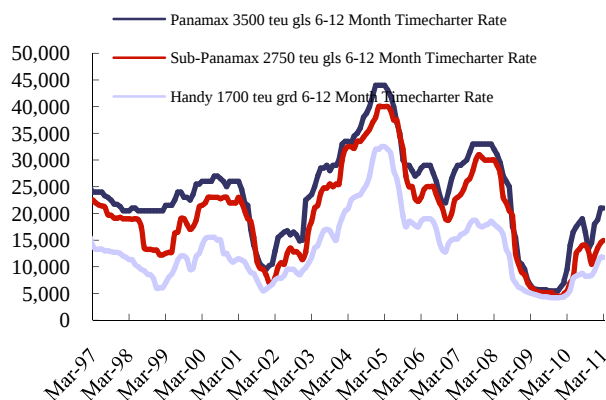


图 50、集装箱 1 年期期租水平 (美元/天)



数据来源：中华航运网、兴业证券研究所

表 19、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%	21,000	21,000	0.00%
Sub-Panamax (2750 TEU)	5,638	9,817	14,317	45.84%	14,950	14,950	0.00%
Handy (1000 TEU)	4,075	6,121	8,833	44.31%	9,250	9,250	0.00%
Feedermax	3,558	4,535	5,817	28.27%	6,250	6,250	0.00%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

船价

4 月份各船型新船、二手船价与上月持平

表 20、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%	70.50	70.50	0.00%
	5 年船龄							
	旧船/新船							
Panamax	订造新船	42.50	49.50	50.17	1.35%	50.00	50.00	0.00%
	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%		87.00%	87.00%	
Sub-Panamax	订造新船	34.63	41.50	39.92	-3.81%	39.50	39.50	0.00%
	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%		91.14%	91.14%	
Handy (1100teu)	订造新船	19.21	21.50	21.42	-0.37%	21.25	21.25	0.00%
	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%		80.00%	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%	11.00	11.00	0.00%
	旧船/新船	74.36%	57.81%	64.56%		68.75%	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 4 月底, 集装箱船队总规模为 1456 万 TEU, 比上月增加 17.3 万 TEU; 其中 Post-Panamax 增加 19 艘, 16.6 万 TEU, Panamax、Sub-Panamax 各增加 1 艘。

表 21、集装箱船分船型船队规模（千 TEU）

千 TEU	2008	2009	2010	2011.2	2011.3	2011.4	环比变化
Post-Panamax	4460.2	4994.7	5848.3	6054.62	6116.22	6282.27	2.71%
Panamax	3339.6	3603.5	3911.4	3932.93	3932.93	3937.75	0.12%
Sub-Panamax	1817.1	1789.3	1791.7	1785.84	1788.38	1790.67	0.13%
Handy	1779.9	1777.8	1811.7	1808.07	1810.12	1810.51	0.02%
Feedermax	754.7	746	609.1	614.93	614.93	615.05	0.02%
Total	12151.5	12911.3	14164.5	14321.87	14386.68	14559.99	1.20%

数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

4 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、4 月份集装箱船新签订单情况

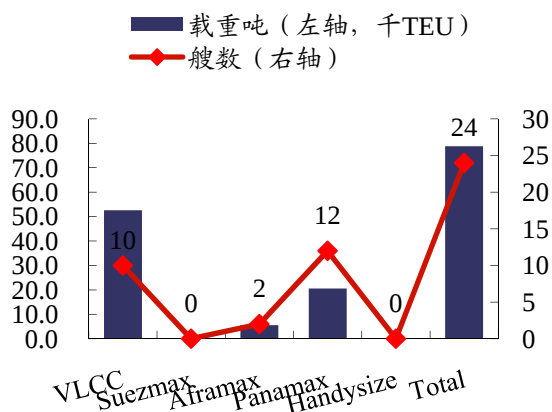
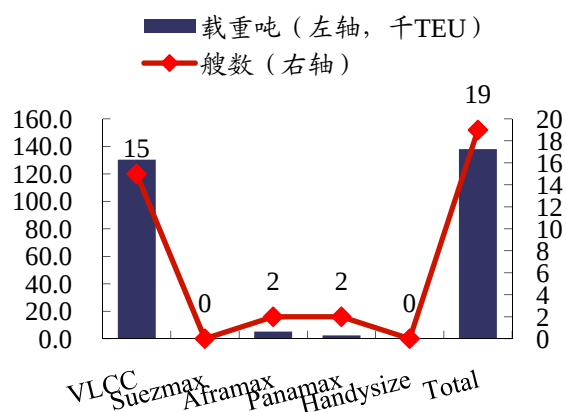


图 52、4 月份集装箱船订单交付



数据来源：Clarkson、兴业证券研究所

表 22、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 4 月，集装箱拆解 4 艘，6110TEU，其中 Sub-Panamax 拆解 1 艘，Handy2 艘。

表 23、集装箱船分船型拆解量（万 TEU）

万载重吨	2008	2009	2010	2011.3	2011.4	2011 to date
Post-Panamax	-	0.47	0	0.00	0.00	0.00
Panamax	12.4	11.11	4.16	0.00	0.00	0.00
Sub-Panamax	48.6	10.24	3.19	0.00	0.29	0.29
Handy	32.2	9.2	2.88	0.10	0.28	0.97
Feedermax	7.1	2.3	1.44	0.00	0.00	0.00
Feeder	1.3	0.43	0.23	0.14	0.04	0.18
合计	101.6	33.74	11.91	0.24	0.61	1.44

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，4 月密歇根大学消费者信心指数为 69.8 点，较 3 月份上升 2.3 点。3 月份美国新房开工数上升 3.7 万套（折年）至 54.9 万套（折年）；新建屋销售为 30 万套（折年），增加 3 万套（折年）；成屋销售 510 万套（折年），增加 8 万套（折年）。4 月美国 PMI 指数为 60.4，环比下降 1.3%。

从港口数据来看，美国洛杉矶港 3 月集装箱吞吐量较 2 月环比上升 14.93%，长滩港 3 月集装箱吞吐量较 2 月环比下降 9.17%。

图 53、密歇根大学消费者信心指数

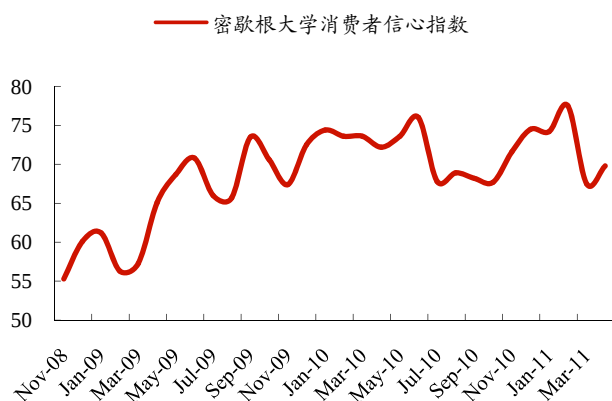
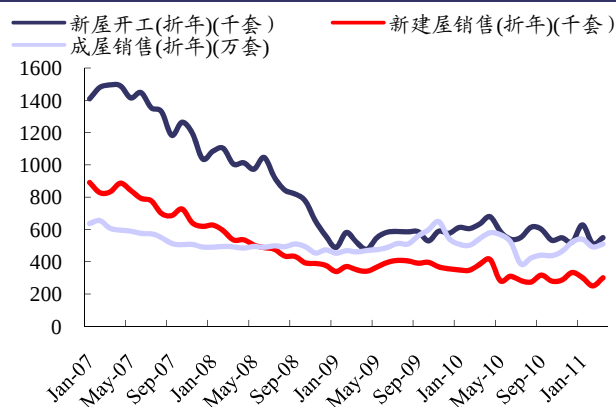


图 54、美国新房开工数

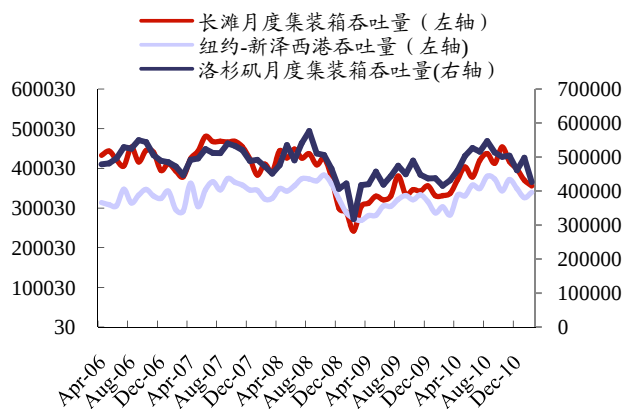


数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

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

4 月份，上海出口集装箱运价指数报 1043.22 点，较 3 月末上涨 5.4%。随着旺季即将来临，本月货量进一步回升，欧洲航线船舱平均利用率在 90%以上，美东航线甚至出现爆仓现象。但就运价而言，欧、美航线分化严重。欧洲航线大船交付集中，新船揽货杀价导致运价继续下跌，月末欧线运价报 925 美元/TEU，月环比下跌 6.8%，同比下跌 50.2%。而美线受 5 月份年度谈判影响，船东合力提升运价，效果明显，美西线月环比涨 7.7%至 1732 美元/FEU，美东线涨 8.8%至 3066 美元/FEU，但运价仍分别低于去年同期 17.8%和 3.4%。

随着 5 月初美线年度合同谈判尘埃落定（同比下降约 5%），近期美线现货运价有松动迹象。而欧线方面，因运价持续低于船东盈亏平衡点，部分船东酝酿 5 月中旬提价 200 - 300 美元/TEU，但新船持续投放使得提价成功概率不大。总体看，2 季度货量复苏对运价将有提振，但涨幅有限，船东业绩仅能温和改善。

中长线看，发达经济体复苏虽有波折，但复苏趋势不会轻易改变，需求方面无需过分担忧。而供给方面，自 3 月初马士基宣布订造 10+10 艘 1.8 万 TEU 船后，除东方海外（订 10 艘 1.3 万 TEU）、汉堡航运（订 8 艘 9700TEU）和 Zodiac（订 5 艘 9000TEU），其他船东尚未跟进。若船东新下订单保持克制，明年供求状况将改善，2013 年后则会进入供不应求局面，并导致行业进入趋势上升期。

表 24、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

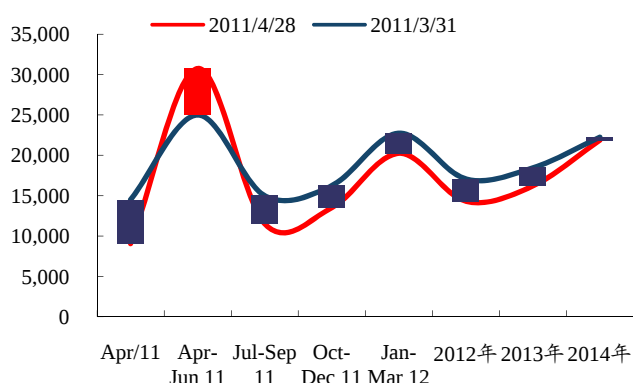
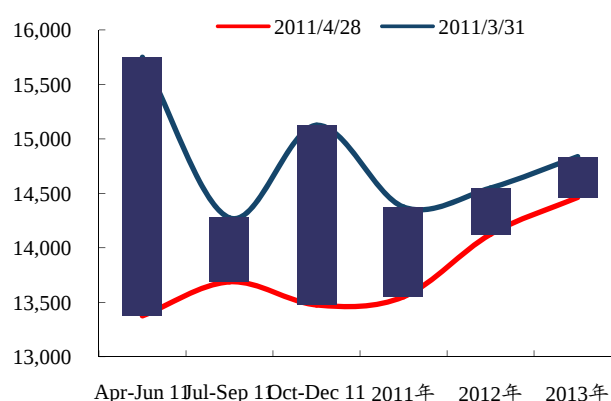


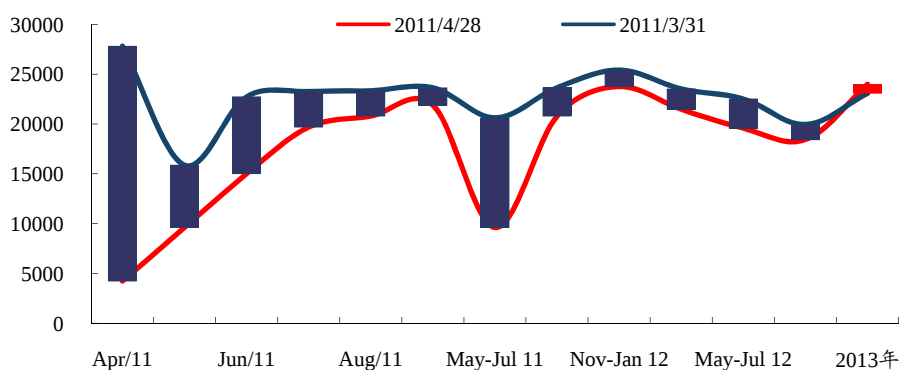
图 58、Panamax 的 FFA 月度变化



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

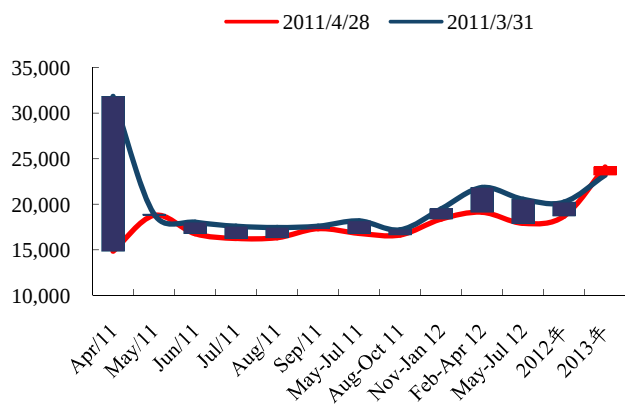
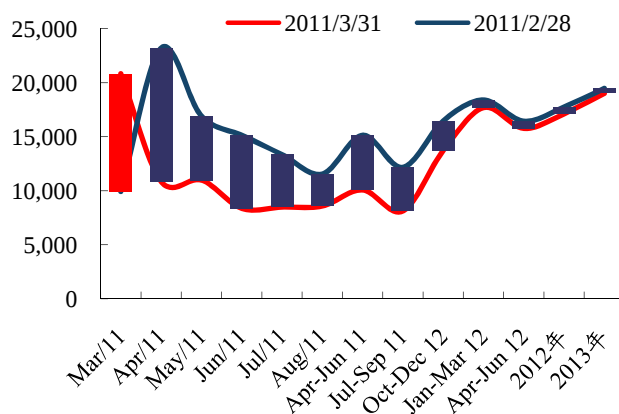


图 61、Aframax FFA 月度变化



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 62、LR-FFA 月度变化

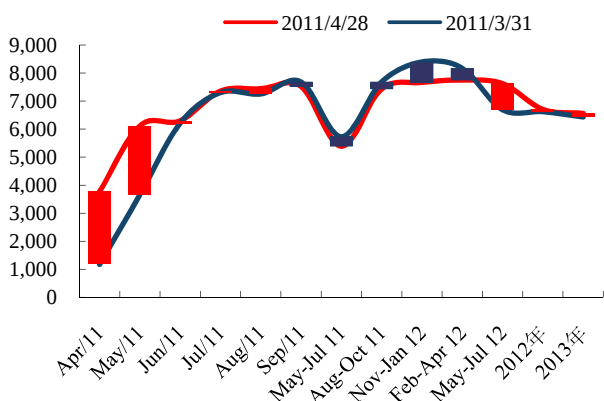
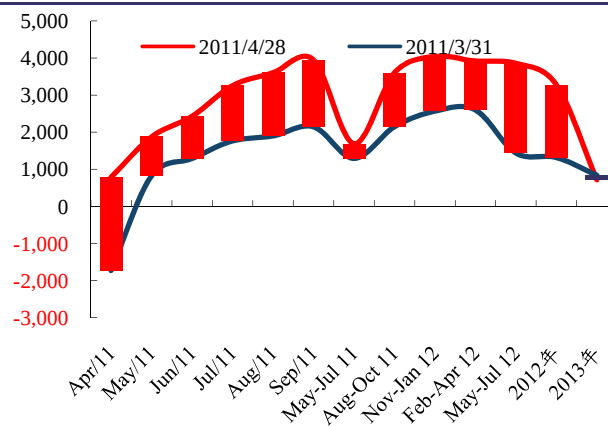


图 63、MR-FFA 月度变化



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

五、国际航运股走势

4 月份,国际干散综指,油运综指和集运综指较上月分别下跌 2.7%、4.4%和 1.1%。

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 Energy, Knightsbridge, Nordic Amer Tank, Arlington Tanker, Frontline LTD。

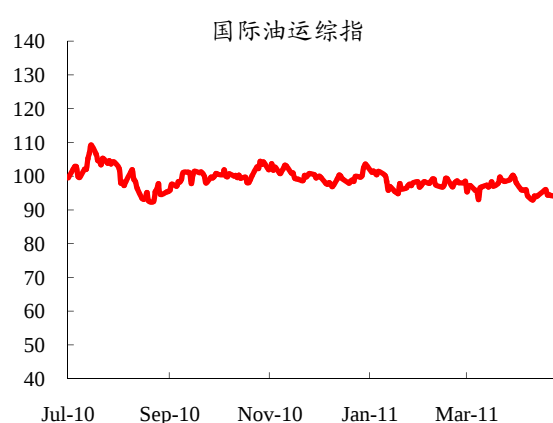
国际集运股综合指数由 5 个样本股构成: MAERSKB, DAC, 中海集运, Hanjin, 长荣。

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。