

运价低位徘徊，以防御为主

—— 航运港口行业月报

研究结论

行业数据：

- 集运：整体运价依然处于低位，欧线为 800 美元/TEU、美西 1600 美元/TEU、美东 3100 美元/TEU。货量方面，欧线 5 月份增长 6%，泛太平洋航线增长 4.2%，装载率方面欧线基本上在 9 成左右，7 月份的部分航次出现爆仓局面。
- 干散货：运价整体处于下滑趋势，7 月底 BDI 为 1250 点，与 6 月分相比出现进一步下跌。供给方面，上半年运力增长 6%，拆解量大幅超预期达到 1300 万载重吨，占年初运力 2.4%。订单交付量整体上半年为 4380 万载重吨，预计下半年将在 5400 万载重吨。
- 油运：运价处于低位，中东-远东 WS 值徘徊在 50 点左右。供给方面，上半年运力整体增长 2.8%，拆解量为 520 万载重吨，占运力 1.2%。订单交付量上半年为 1960 万载重吨，预计下半年在 2200 万载重吨左右。
- 港口：上半年全国主要港口吞吐量整体增长 14%，集装箱吞吐量增长 13%。分地区看，主要呈现北强南弱局面，北方港口如大连港、天津港、青岛港等其集装箱吞吐量增速均保持 15% 以上，而上海港、宁波港、深圳港等在 5-6 月份均出现集装箱吞吐量增速下滑的局面。

投资策略

- 对集运子行业看法中性，关注旺季交易性机会：中海集运的中报预亏和行业整体提价落空给集运业和相关公司带来负面影响与悲观预期，考虑到行业在未来 6-12 个月将依然承压，给予中性评级，适当关注旺季提价带来的短期交易性机会。
- 对干散货子行业看法中性，关注拆解出现超预期：由于行业依然处于下降周期中，运价依然在低位，而供给压力尚未减少。积极关注拆解带来的行业超预期。
- 对油运子行业看法中性，关注需求超预期：油运市场的供需差与干散货相比温和许多，但市场缺乏超预期因素，导致运价持续低迷。未来关注来自于中国、印度等发展中国家的需求超预期。建议关注弹性较好的长航油运（未评级）。
- 看好港口子行业，积极防御，关注低估值、稳定增长的港口。港口整体吞吐量依然还保持着良好增长，虽然 5-6 月在华东、华南地区出现过集装箱吞吐量增速下滑，但由于最近股价下滑，甚至部分已经跌破 08 年的低点，具备良好的安全边际。看好港口子行业，关注估值较低、稳定增长的港口，如上港集团（未评级）。

风险提示：欧债危机进一步恶化、欧美消费低于预期、自然灾害

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

交通运输

报告发布日期

2011 年 8 月 2 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
大连国际	0.66	0.74	0.89	11.56	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《集运行业深度研究报告之一：旺季运价提升在即，行业机会显现》 2011 年 6 月 25 日

目 录

集运	6
供给：运力交付逐步放缓	6
需求：依然羸弱	8
运价：低位期待旺季反弹	11
干散货	13
供给端：运力持续释放、拆解出现积极信号	13
需求端：受益于保障房拉动	18
运价：短期向下趋势难以改变	21
油运	23
供给端：供给增速并不大	23
需求端：也不乐观	26
运价：低位徘徊	28
港口	30
整体数据	30
集装箱吞吐量	30
风险提示	31

图表目录

图 1: 超大型集装箱船舶交付趋缓	6
图 2: 闲置运力也有所抬头	7
图 3: 集运新签订单不少	7
图 4: 集运整体供给端模型	8
图 5: 泛太平洋航线货量	8
图 6: 亚欧航线货量	8
图 7: 跨大西洋航线较好	9
图 8: 亚洲区内航线	9
图 9: 中国对不同目的地的出口增速	9
图 10: 重点产品出口增速	9
图 11: 欧美消费增长情况	10
图 12: 欧美消费者信心指数	10
图 13: 美国欧洲 PMI 均出现下滑	10
图 14: IP 增速也不乐观	10
图 15: 亚欧航线运价	11
图 16: 泛太平洋航线运价	11
图 17: 亚洲区内航线	12
图 18: 新兴市场航线	12
图 19: 干散货整体运力与去年同期相比增长 14.7%	13
图 20: 干散货船分船型增速	13
图 21: 干散货船队整体订单交付	14
图 22: 干散货船分船型订单交付交付率	14
图 23: 上半年分船型订单交付率（与年初预计全年订单交付量相比）	14
图 24: 干散货整体新签订单	15
图 25: 干散货船分船型新签订单	15
图 26: 干散货整体手持订单	15
图 27: 干散货船分船型手持订单	15
图 28: 2011-2014 年订单交付计划	16
图 29: 干散货整体拆解量	16
图 30: 干散货船分船型新签订单	16
图 31: 干散货拆解价格	17
图 32: 干散货分船型拆解价格与新船/二手船价之比	17
图 33: 旧船拆解的国家分布	17
图 34: 旧船拆解的船龄结构	18

图 35: 整体干散货供给端模型	18
图 36: 国内钢铁产量.....	19
图 37: 除中国之外钢铁产量.....	19
图 38: 中国铁矿石进口量（分国家）	19
图 39: 中国铁矿石产量	19
图 40: 铁矿石价格	20
图 41: 铁矿石库存	20
图 42: 日本煤炭进口量	20
图 43: 澳大利亚煤炭出口量	20
图 44: 整体干散货需求端模型	21
图 45: 波罗的海指数.....	21
图 46: 沿海干散货指数	21
图 47: 海岬型船典型航线 TCE	22
图 48: 海岬型船期租水平	22
图 49: 上半年，整体油轮运力小幅增长	23
图 50: 油轮运力增长分船型	23
图 51: 油运船队整体订单交付比同比有所下降	23
图 52: 油轮船队分船型订单交付	23
图 53: 上半年分船型订单交付率	24
图 54: 整体油运新签订单很小	24
图 55: 油轮分船型新签订单	24
图 56: 油轮整体手持订单	25
图 57: 油轮分船型手持订单	25
图 58: 2011-2014 年油轮订单交付量（分船型，分月份）	25
图 59: 油轮整体拆解量	26
图 60: 油轮分船型新签订单	26
图 61: 油轮整体供给端模型	26
图 62: 美国原油进口量	27
图 63: 日本原油进口量	27
图 64: 美国炼厂开工率	27
图 65: 欧美发达国家原油库存（千桶）	27
图 66: 中国原油加工量	28
图 67: 中国原油进口量	28
图 68: 波罗的海指数.....	28
图 69: 中东-日本 WS 值	28
图 70: VLCC 主要航线 TCE	29

图 71: VLCC 期租	29
图 72: 国内港口吞吐量	30
图 73: 中国集装箱港口吞吐量增速	31
图 74: 上半年各港口吞吐量增速	31

集运

主要观点：短期，压力重重，缺乏自救措施。由于金融危机后欧美经济复苏低于预期，亚欧以及泛太平洋航线货量增长乏力，而供给端特别是超大型集装箱船从今年开始大规模投放，使得亚欧航线以及整体运价均大幅承压，使得集运业 2010 年的复苏夭折，甚至可以说是陷入了 08 年以来的又一次寒冬。而对于此次市场低迷，除了等待运力再次大规模闲置或欧美需求再次出现超预期表现，班轮公司现有的其他举措将很难像 10 年 ESS 那样起到力挽狂澜的作用，集运陷入低迷将不可能避免。长期，集运行业的规模经济尚未到头，大船化持续推进，主流船东对行业规模较小的竞争对手进行挤出，在此过程中运价将会受压制。

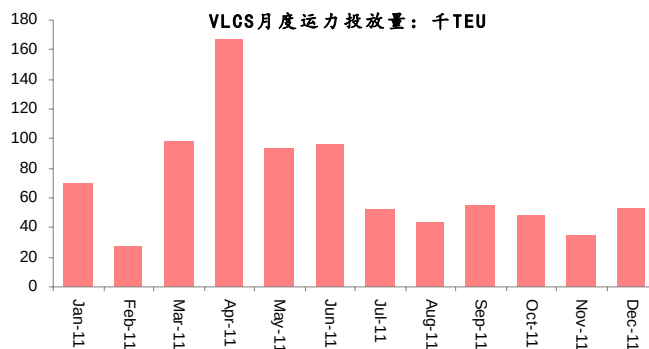
未来展望：7 月份旺季提价落空，8 月份提价的班轮公司还相对较少，是否能够成功或者行业是否跟进还需要进一步观察，初步判断成功概率不小。预计今年供给增量在 9% 左右，需求增速在 7% 左右，欧线和泛太线运力过剩，旺季后的运价将可能进一步承压；部分小航线的需求良好，如南美相关、非洲相关航线等，这些地区的运价将有望出现反弹。

投资逻辑：中海集运的中报预亏和行业整体提价落空给集运业和相关公司带来负面影响与悲观预期，考虑到行业在未来 6-12 个月将依然承压，对集运子行业看法中性，适当关注旺季提价带来的短期交易性机会。

供给：运力交付逐步放缓

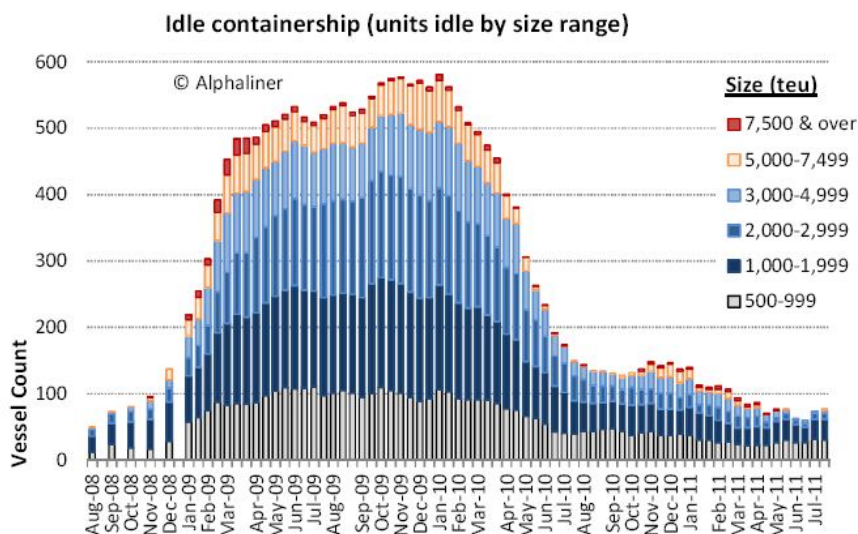
超大型集装箱船舶交付趋缓：包括 7 月份在内的下半年，整体超大型集装箱船月均交付量为 5 万 TEU，与上半年月均 9 万 TEU 相比下降 40%。

图 1：超大型集装箱船舶交付趋缓



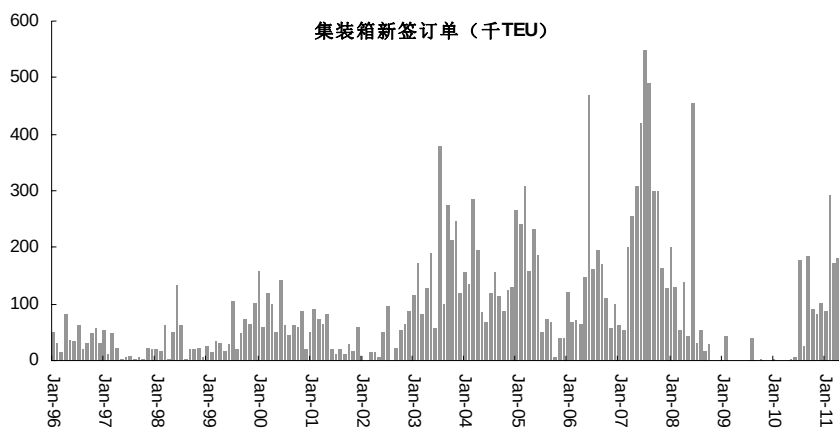
资料来源：Alphaliner、东方证券研究所

闲置运力也有所抬头：根据 Alphaliner 统计，7 月份整体集运船队闲置运力再次抬头，出现了 5000TEU 的主力船舶，主要原因是部分班轮公司撤并航线所致。

图 2：闲置运力也有所抬头


资料来源：Alphaliner、东方证券研究所

新签订单增多：上半年，集运整体新增订单为 138 万 TEU，占整体运力的 9.2%。

图 3：集运新签订单不少


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

根据现有订单交付情况以及对未来订单交付、拆解的判断，我们认为未来供给端增速在 8.5%，而 12 年增速 8.5%，到 13 年则会小幅下降到 8%。

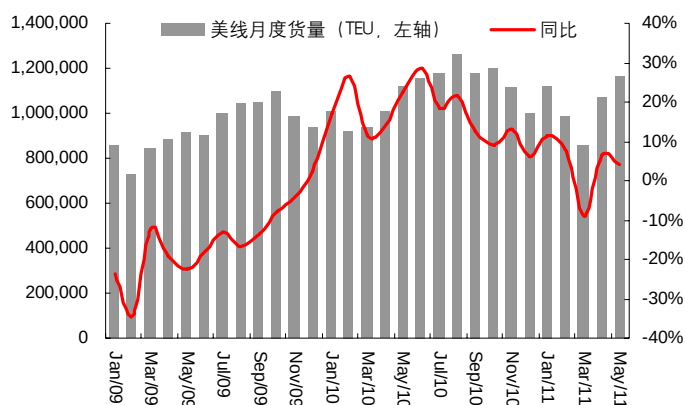
图 4：集运整体供给端模型

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力	10,805	12,099	12,709	13,892	15,069	16,356
订单交付计划	1,505	1,400	1,240	1,363	1,486	1,513
实际交付	1,380	961	1,314	1,227	1,337	1,361
订单交付率	92%	69%	106%	90%	90%	90%
运力拆解	86	351	131	50	50	50
年底运力	12099	12709	13892	15,069	16,356	17,667
增速	12.0%	5.0%	9.3%	8.5%	8.5%	8.0%

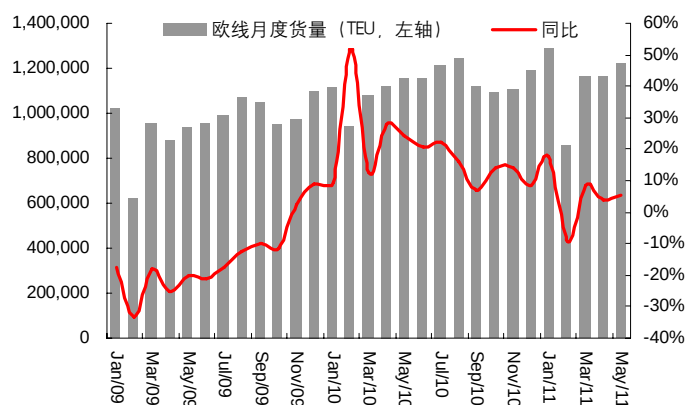
资料来源：Clarkson、Alphaliner、东方证券研究所

需求：依然羸弱

由于希腊带来的欧债危机和美国失业率高企等负面因素的影响。金融危机后，整体欧美需求增长乏力。5 月份，美线（东行）货量为 116.6 万 TEU，增长 4.2%，上半年累计增长 4%；5 月份欧线（西行）货量为 122.2 万 TEU，同比增长 5.6%，前 5 月累计增长 5.2%。

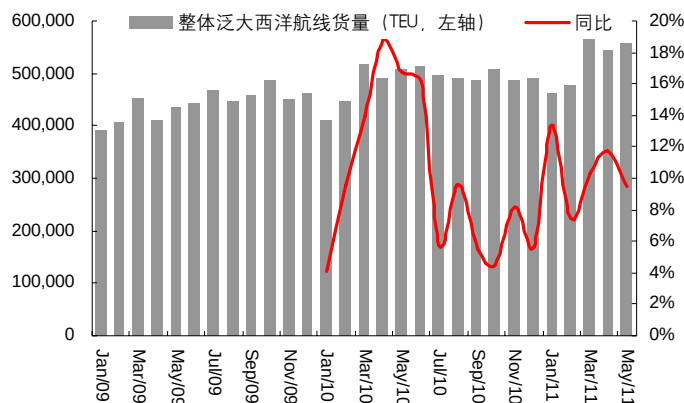
图 5：泛太平洋航线货量


资料来源：东方证券研究所

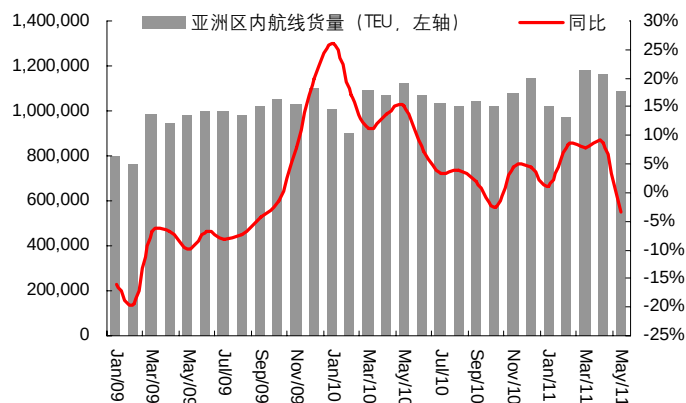
图 6：亚欧航线货量


资料来源：东方证券研究所

跨大西洋航线与亚洲区内航线表现较好：跨大西洋行业货量增速在 10% 左右，而亚洲区内航线货量增速也处于较高水平，另外非洲相关航线货量增长在 20% 左右

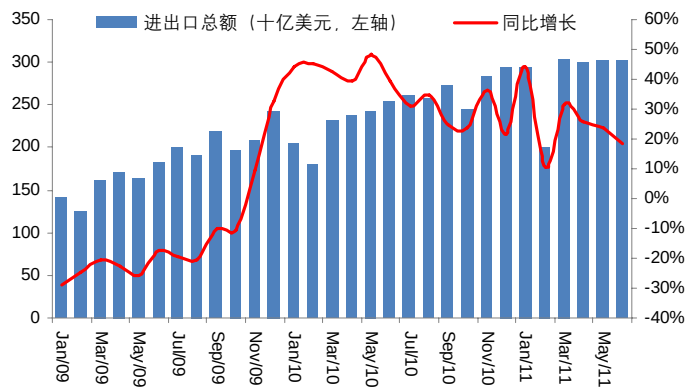
图 7：跨大西洋航线较好


资料来源：东方证券研究所

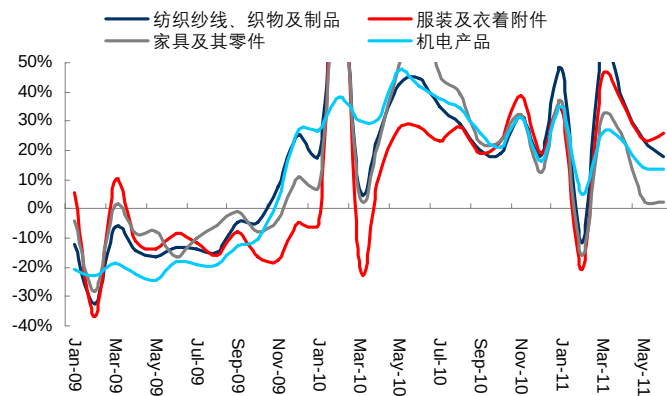
图 8：亚洲区内航线


资料来源：东方证券研究所

进出口形势出口依然较好：按照统计局的权威数据，6月份国内外贸进出口总额为3107亿美元，同比增长18%。其中，6月份纺织纱线、服装、家具以及机电产品出口增速分别为18%、26%、2%、14%。与5月份相比基本保持平稳。

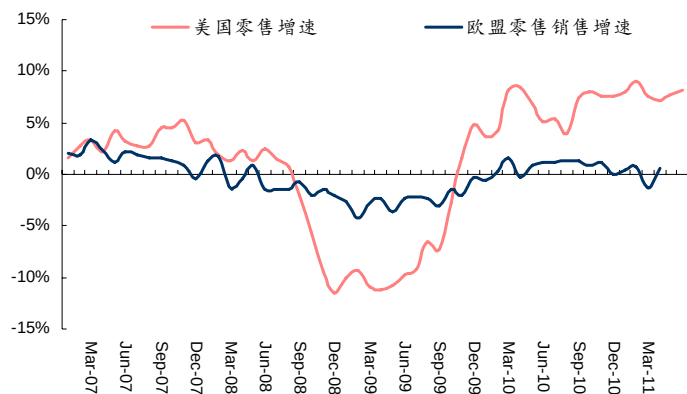
图 9：中国对不同目的地的出口增速


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

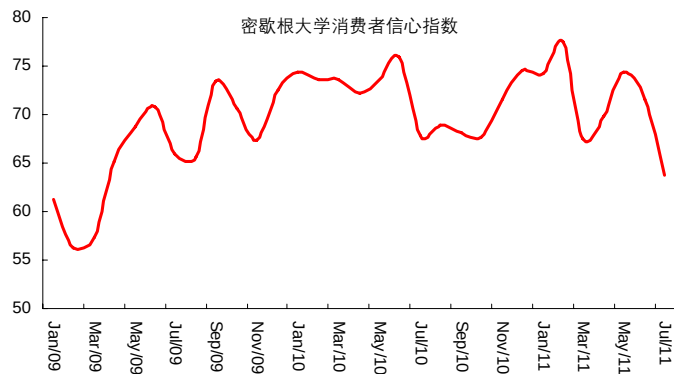
图 10：重点产品出口增速


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

欧美消费增速放缓：美国6月份零售消费为3878亿美元，同比增长8.2%；欧盟零售增速则为负1%左右。在消费心上，密歇根大学消费者信心指数7月份为63.7，于6月相比出现下滑，显示消费者谨慎的态度。

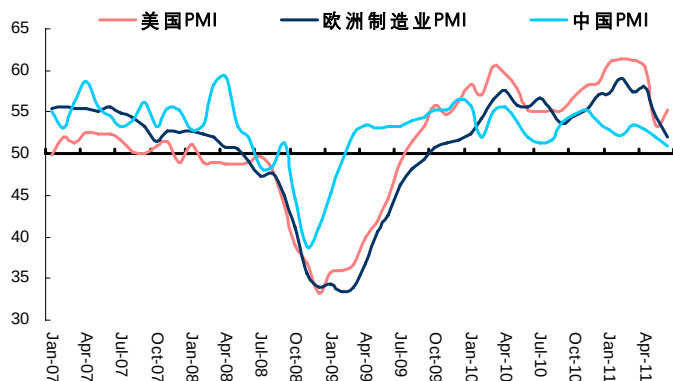
图 11：欧美消费增长情况


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

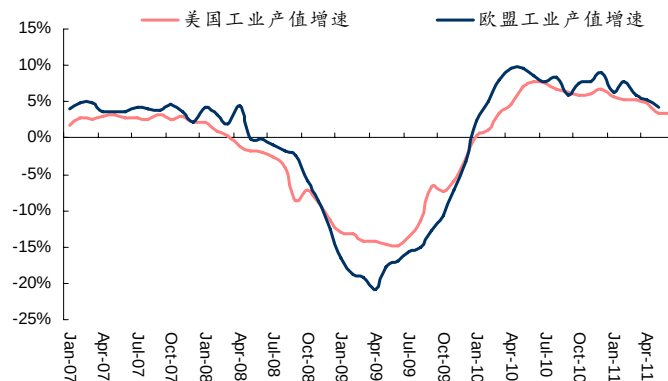
图 12：欧美消费者信心指数


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

工业也不乐观：欧美地区的工业产值增速均在 5% 左右，并且增速出现下滑；从 PMI 看，无论是美国、欧洲制造业还是其他国家的 PMI，均保持下滑趋势，显示经济活动将整体出现下滑。

图 13：美国欧洲 PMI 均出现下滑


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 14：IP 增速也不乐观


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

表 1 6 月份 IMF 对于世界宏观经济的判断

GDP	实际增速		预测增速		与上次不同	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012
全球	-0.5	5.1	4.3	4.5	-0.1	0.0
发达国家	-3.4	3.0	2.2	2.6	-0.2	0.0
美国	-2.6	2.9	2.5	2.7	-0.3	-0.2

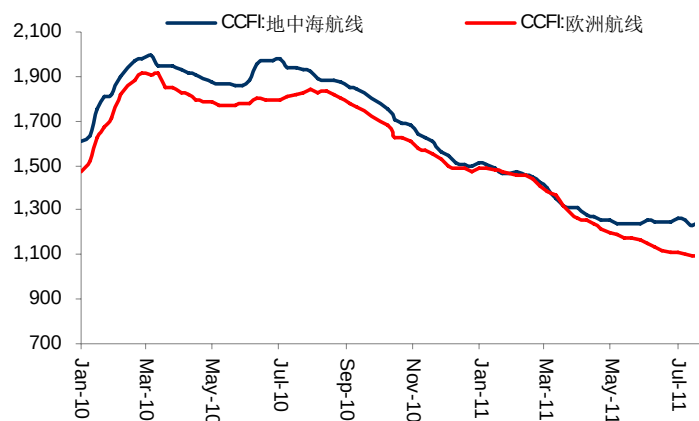
欧元区	-4.1	1.8	2.0	1.7	0.4	-0.1
日本	-6.3	4.0	-0.7	2.9	-2.1	0.8
英国	-4.9	1.3	1.5	2.3	-0.2	0.0
亚洲新兴工业国家	-0.7	8.4	5.1	4.5	0.2	0.0
发展中经济体	2.8	7.4	6.6	6.4	0.1	-0.1
中国	9.2	10.3	9.6	9.5	0.0	0.0
印度	6.8	10.4	8.2	7.8	0.0	0.0
巴西	-0.6	7.5	4.1	3.6	-0.4	-0.5
世界贸易量增速	-10.8	12.4	8.2	6.7	0.8	-0.2
Imports						
发达国家	-12.5	11.6	6.0	5.1	0.2	-0.4
发展中国家	-7.9	13.7	12.1	9.0	1.9	-0.4
Exports						
发达国家	-12.0	12.3	6.8	6.1	0.0	0.2
发展中国家	-7.9	12.8	11.2	8.3	2.4	-0.4

资料来源：IMF、东方证券研究所整理

运价：低位期待旺季反弹

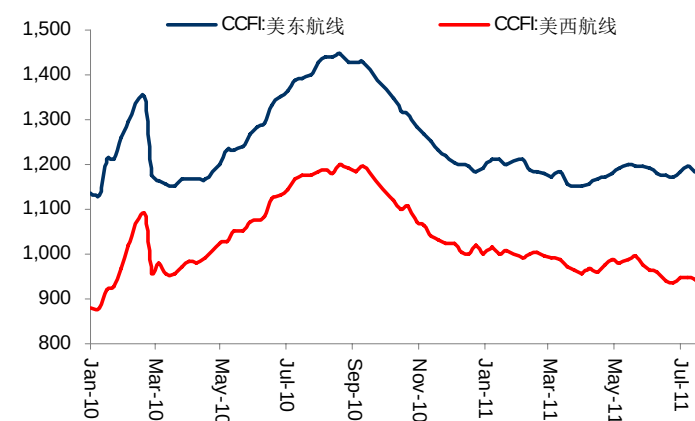
集运运价处于低位：由于集运需求不振，各主流航线运价一直处于低位，其中，欧线运价在 800 美元/TEU，与 7 月相比进一步下滑、泛太航线相对企稳、亚洲区内航线则在日本、韩国航线需求带动下，运价小幅上升、而南美与非洲航线则出现大幅上升。

图 15：亚欧航线运价



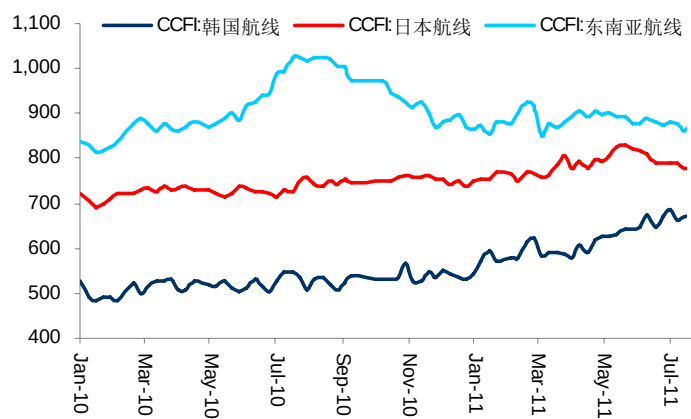
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 16：泛太平洋航线运价



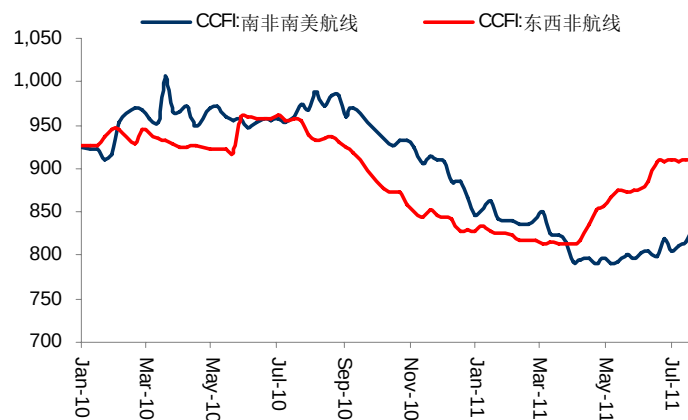
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 17：亚洲区内航线



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 18：新兴市场航线



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

干散货

核心观点：从供需来看，干散货行业依然处于在底部震荡的阶段，供给端保持较快增速，全年增长14%基本没有太多问题，需求端得增长又是那么羸弱，国内保障房-钢铁-矿石的影响可能较为短暂，而货主运力的释放给行业带来更加严峻的问题。前期相对较为坚挺的小船运价，也在印度矿石、和供给端释放而出现向下运营，对行业以及相关上市公司带来一定冲击。

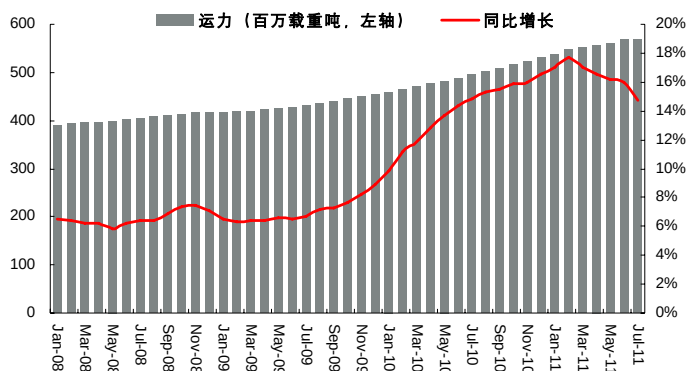
未来展望：中长期，我们认为未来较长时间都将会处于 U 型底部，除非出现需求或者供给超预期的地方，如拆解大幅度增加、订单出现大幅降低和推迟。在没有出现整体超预期的情况下，我们对干散货行业依然保持谨慎。未来，我们将密切关注：拆解量变化、订单交付情况等供给端，以及保障房下铁矿石进口、海外矿山价格等需求端因素。

投资策略：考虑到干散货景气度在未来 6-12 个月将依然向下，对干散货子行业看法中性，关注运价季节性以及短期快速上升带来的交易性机会。

供给端：运力持续释放、拆解出现积极信号

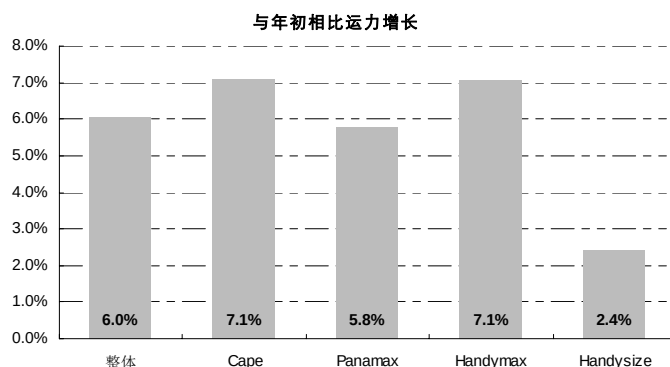
上半年，干散货运力持续保持快速增长：按照 Clarkson7 月初的数据，干散货船整体运为 5.68 亿载重吨，与去年同期相比增长 14.7%，与年初运力相比增长 6%，处于历史上较高水平。分船型看，大船增速较快，小船运力增长不多，海岬型船（Capesize）7 月初与年初相比增长 7.1%、巴拿马型船（Panamax）增长 5.8%、大灵便船（handymax）增长 7.1%、小灵便船（handysize）增长 2.4%。

图 19：干散货整体运力与去年同期相比增长 14.7%



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 20：干散货船分船型增速

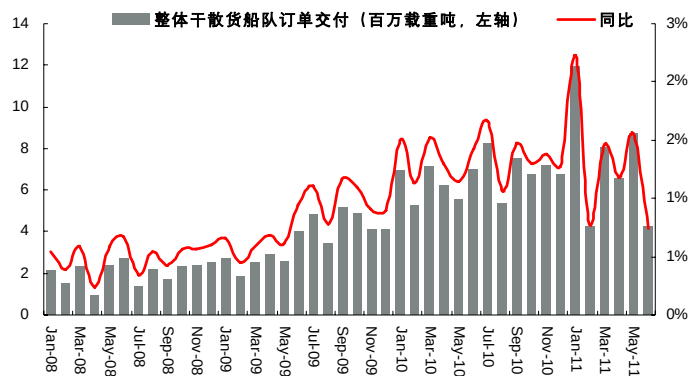


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

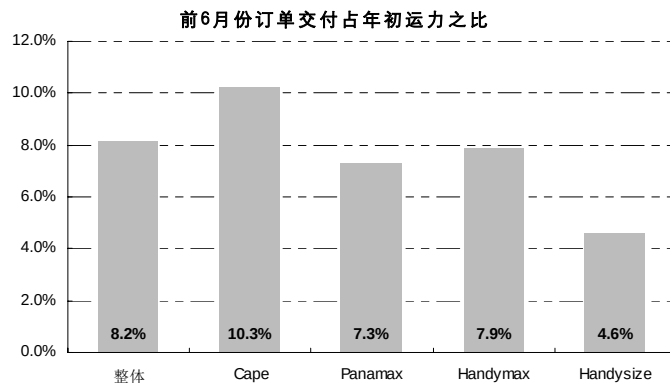
订单交付保持在历史高位：干散货船队上半年订单交付量为 4380 万载重吨，占年初整体运力的 8.2%，而去年同期订单交付量仅 3810 万载重吨。分船型看，大船交付迅猛，海岬型船上半年交付量为 2150 万载重吨，占年初运力 10.2%，巴拿马型船交付量 1000 万载重吨，占年初运力 7.3%，其他小船订单交付整体为 1240 万载重吨，占年初运力 6% 左右。

订单交付率并不高：按照 2011 年年初所统计的今年运力交付计划测算，上半年干散货船队整体完成全年计划的 36.5%。其中，海岬型船交付了全年预计的 37.6%，巴拿马型船为 34.6%，其他小

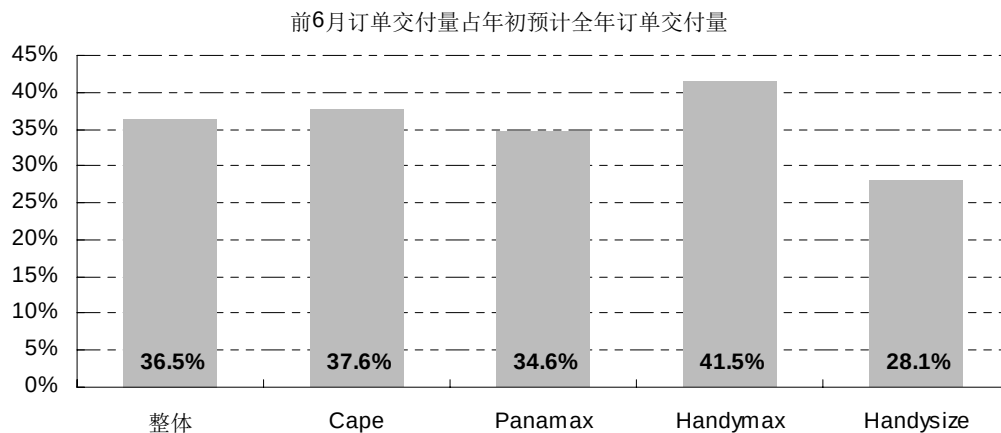
船在 30%左右，考虑到 Clarkson 的 6 月份数据尚未统计完整，上半年综合交付率可能被小幅低估。整体船队年化交付率处于 75%-80%的区间。

图 21：干散货船队整体订单交付


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 22：干散货船分船型订单交付交付率


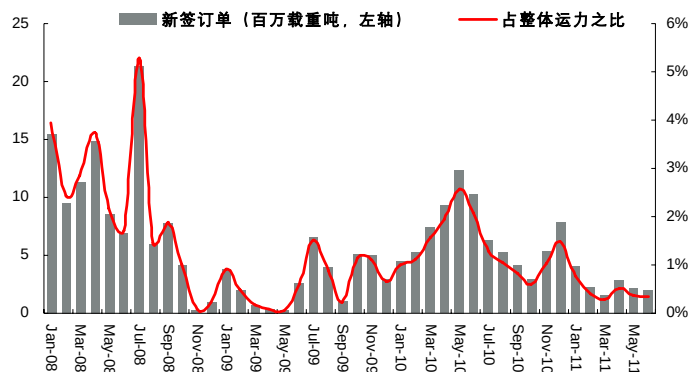
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 23：上半年分船型订单交付率（与年初预计全年订单交付量相比）


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

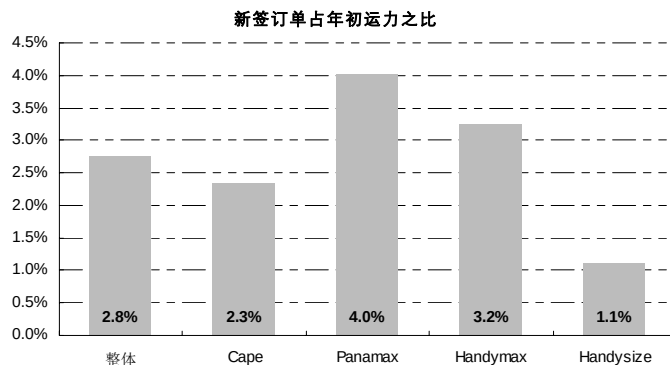
新签订单依然较低：由于去年运力开始大幅投放，干散货运输运价整体长期低迷，导致船东以及投资者均对新造运力趋于谨慎（原因是由于信心以及财务上）。从数据看，上半年整体干散货船队新签订单量为 1490 万载重吨，占年初整体运力的 2.8%。分船型看，海岬型船新签订单量为 490 万载重吨，占年初运力 2.3%、巴拿马型船新签订单 550 万载重吨，占年初运力 4%。

图 24：干散货整体新签订单



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

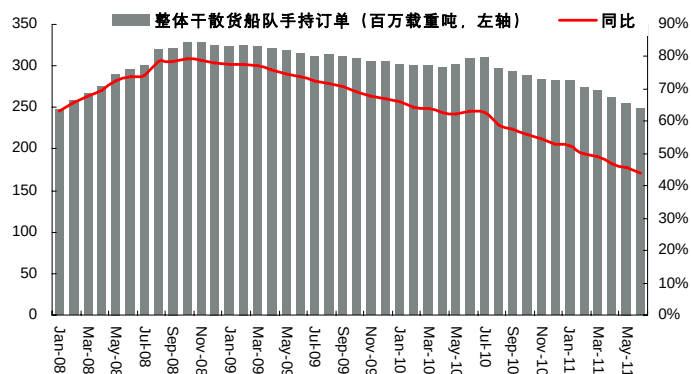
图 25：干散货船分船型新签订单



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

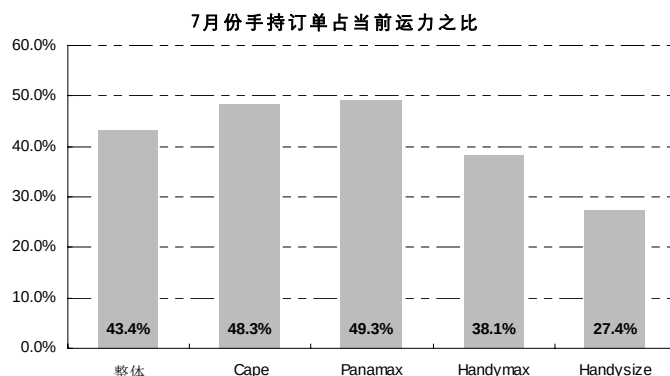
手持订单逐步缩减：由于运力交付和新增订单不多，手持订单一直处于下滑趋势中，7 月初，干散货船队手持订单量为 2.49 亿载重吨，占当前运力之比为 43.4%，分船型看，海岬型船手持订单为 1.08 亿载重吨，占当前运力 48.3%、巴拿马型船手持订单为 0.712 亿载重吨，占当前运力 49.3%。

图 26：干散货整体手持订单



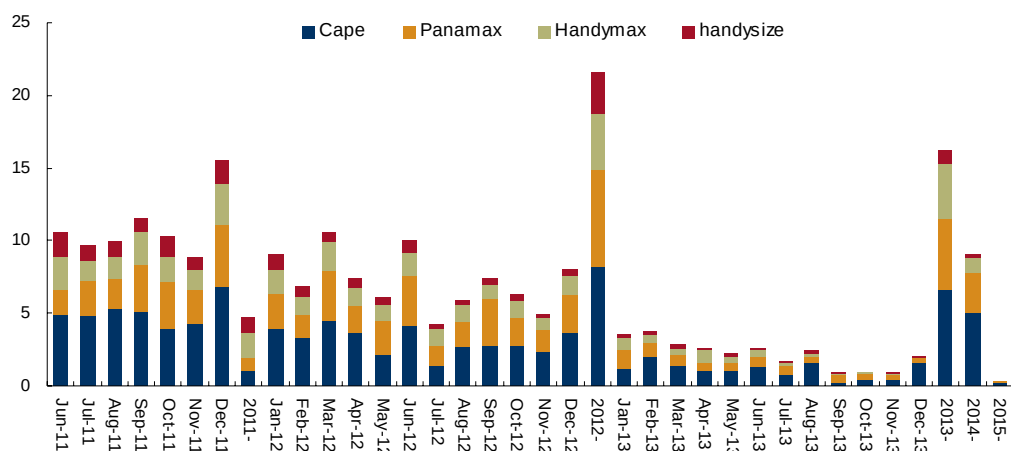
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 27：干散货船分船型手持订单



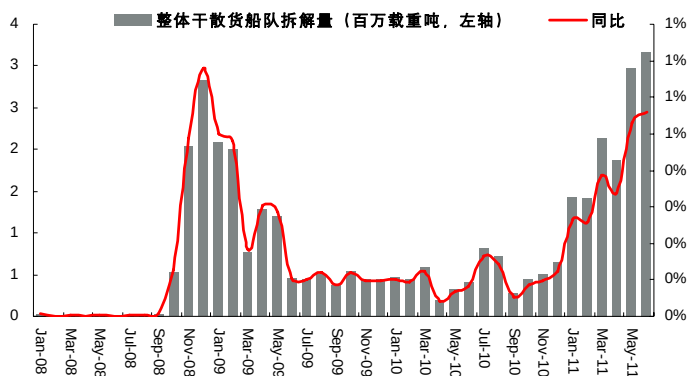
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

下半年开始，整体订单交付量预计在 7050 万载重吨，按照 80% 的交付率计算，平均每月交付量预计超过 900 万载重吨，相比上半年略有增加。

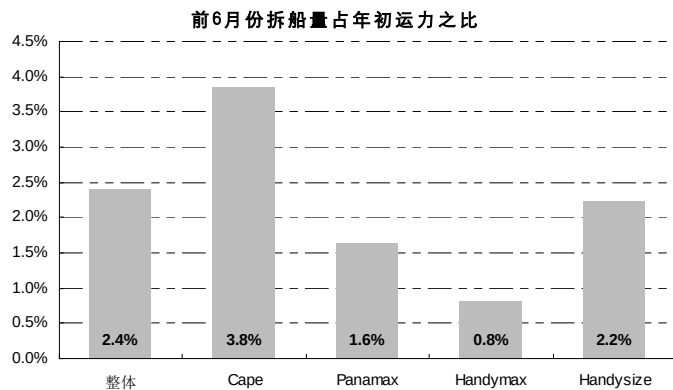
图 28：2011-2014 年订单交付计划


资料来源：Clarkson、东方证券研究所，注：“2011-”指 2011 年计划交付但尚未统计到具体月份的订单

正如我们期望，不断向下的运价以及大幅上升的废钢价格，刺激着拆船行业大幅增长。根据 Clarkson 统计，上半年整体干散货船队拆船量为 1300 万载重吨，占年初运力 2.4%。其中，运价最为惨淡的海岬型船拆解量最大，为 810 万载重吨，占年初运力的 3.8%，巴拿马型船拆解量为 220 万载重吨，占年初运力的 1.6%，小船拆解相对较少为 270 万载重吨，占年初运力在 1.5% 左右。

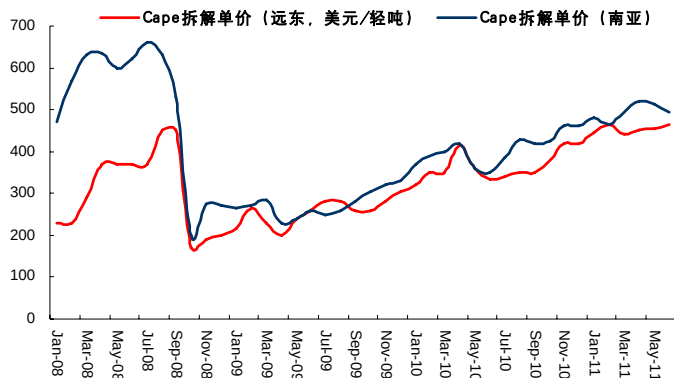
图 29：干散货整体拆解量


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

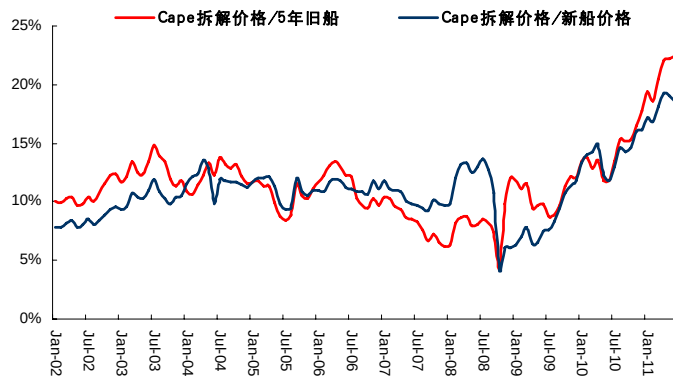
图 30：干散货船分船型新签订单


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

拆船动力之一：拆船价格处于高位：在高钢价-高废钢价-高拆船价的逻辑，远东与南亚地区（印度、巴基斯坦、孟加拉国）拆船价格持续高位，其中典型的海岬型船废钢价格在上半年已经达到 530 美元/轻吨的高位，为金融危机以来最高。一条 17 万吨级海岬型船的拆解价值高达 1000 万美元，基本上相当于当前新造船价的 20%，相当于使用 5 年的二手船价的 30%。是历史以来的最高区域。

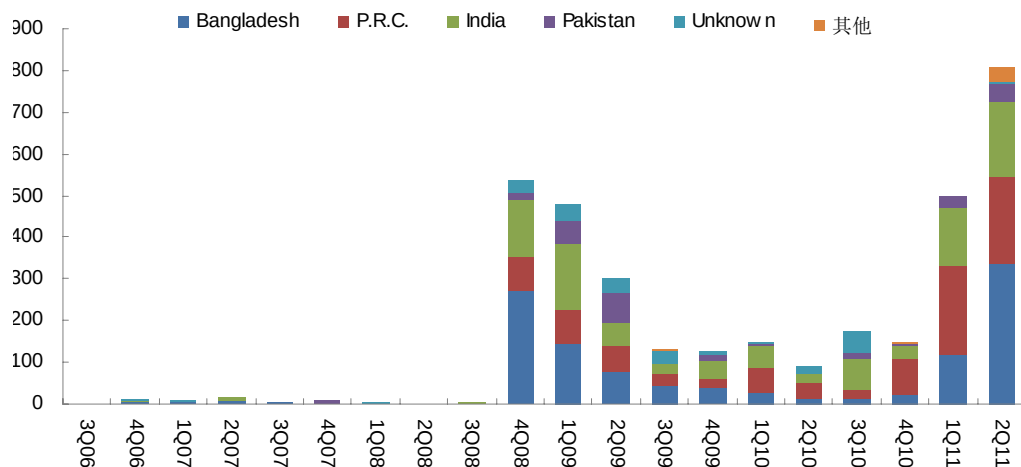
图 31：干散货拆解价格


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 32：干散货分船型拆解价格与新船/二手船价之比


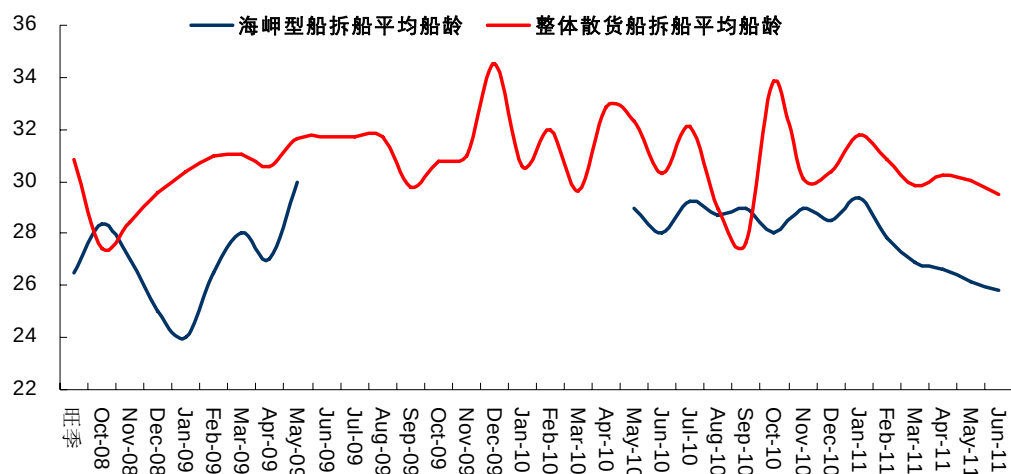
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

拆船动力之二：孟加拉国加入使得供给端增量明显：由于拆船行业存在着较大的污染和安全问题，孟加拉国曾经一度对国内拆船行业进行整顿。到 2011 年，其高等法院部分放开了孟加拉拆船禁令，从而大幅增加拆船供给。

图 33：旧船拆解的国家分布


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

拆船动力之三：低迷运价，使得低龄船也加入拆解行列。今年上半年以来，拆解船舶低龄化的趋势比较明显，从下面数据中看，2010 年整体海岬型船拆解平均船龄在 30 年左右，整体干散货船队在 31 年左右，到了 2011 年中，海岬型船平均拆解船龄在 26 年左右，整体干散货船队在 29 年，大船拆解年轻化趋势非常明显。

图 34：旧船拆解的船龄结构


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

我们整体预计今年运力增速在 11.3% 左右，明年则将达到 13%，后年增速明显下滑到 8.2%。

图 35：整体干散货供给端模型

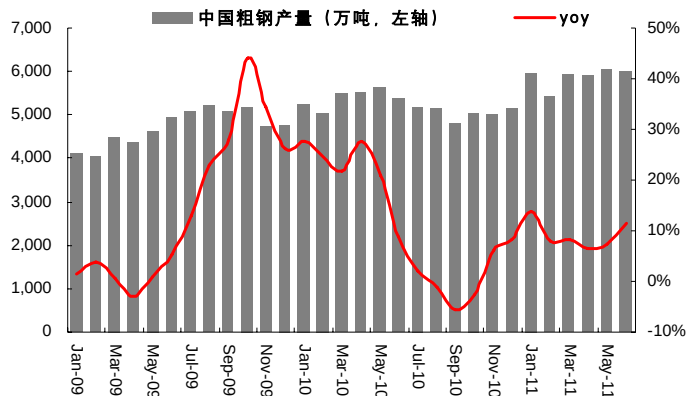
供给（百万载重吨）		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力		369	393	417	458	536	597	675
	yoy	6.8%	6.5%	6.3%	9.8%	17.0%	11.3%	13.0%
订单交付量		25	24	43	80	86	92	70
	占年初运力	6.7%	6.2%	10.3%	17.4%	16.0%	15.5%	10.4%
拆解量		7	6	11	6	30	20	20
	占年初运力	1.8%	1.4%	2.5%	1.3%	5.6%	3.3%	3.0%
其他变化		6.1	5.7	8.5	4.1	5.0	5.0	5.0
		1.7%	1.5%	2.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
年底运力		393	417	458	536	597	675	730
	yoy	6.5%	6.3%	9.8%	17.0%	11.3%	13.0%	8.2%

资料来源：Clarkson、东方证券研究所

需求端：受益于保障房拉动

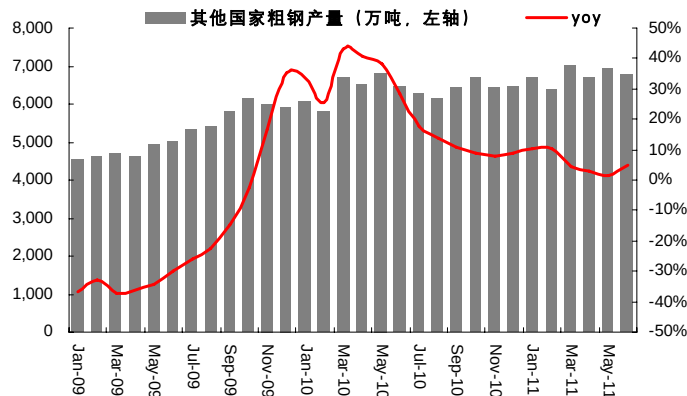
钢铁产量依然高位：受益于保障房的拉动，国内钢铁产量保持快速增长，6 月份增速达到 10% 以上，上半年整体增长在 10% 左右。国际上，由于日本地震的影响，除中国外钢铁产量增速从之前的 10% 左右，下滑到当前 6% 左右的水平。

图 36：国内钢铁产量



资料来源：Wind、东方证券研究所

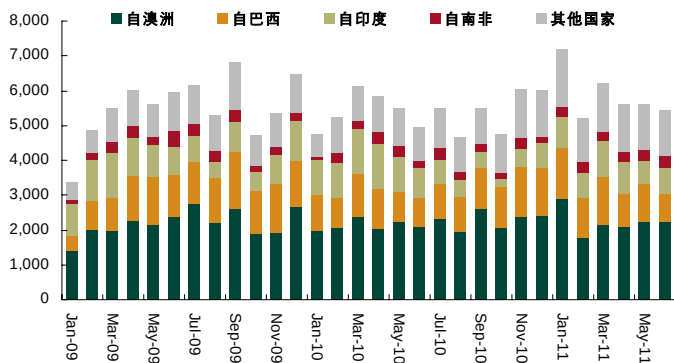
图 37：除中国之外钢铁产量



资料来源：Wind、东方证券研究所

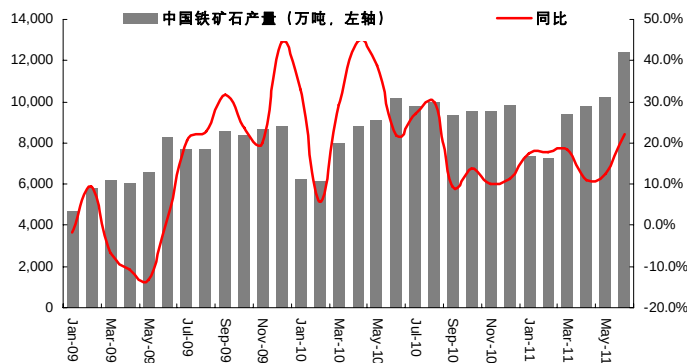
矿石价格、矿石库存以及国内矿石产量均处于高位：7 月份国内外矿石价格均位于高位，宁波北仑港矿石价格为 1300 元/吨。受矿石价格高企影响，矿石进口量增速降低而国内矿石产量增加；根据统计局的数据，6 月份国内矿石产量为 12401 万吨，同比增长 22%，进口矿石为 5109 万吨，同比增长 8.3%，整体港口库存为 9465 万吨，处于历史高位，去年同期仅在 7500 万吨。

图 38：中国铁矿石进口量（分国家）



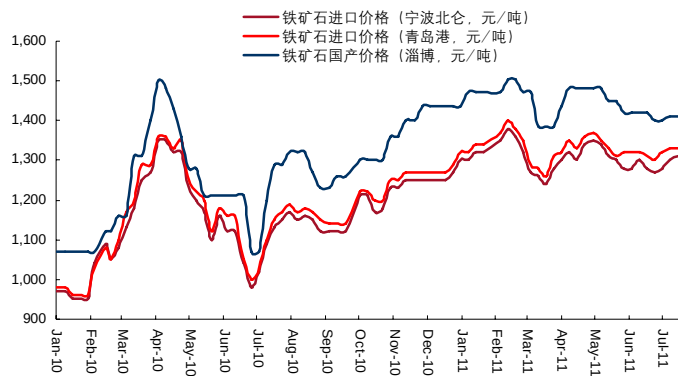
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 39：中国铁矿石产量



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 40：铁矿石价格



资料来源：Wind、东方证券研究所

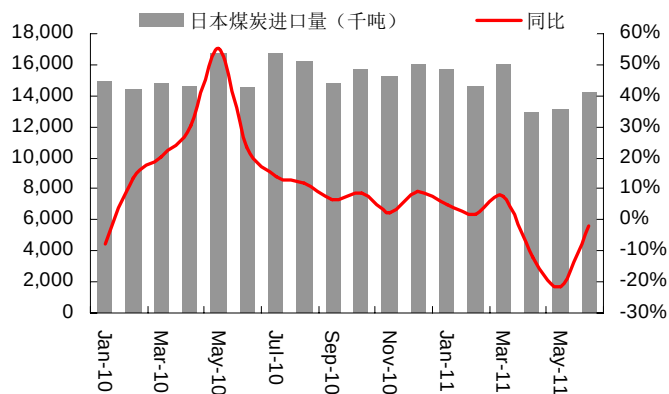
图 41：铁矿石库存



资料来源：Wind、东方证券研究所

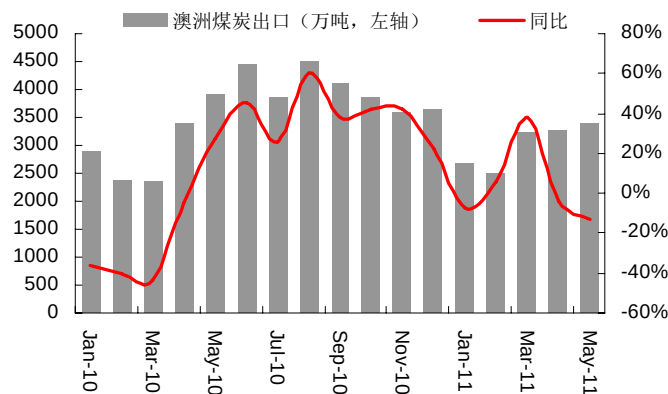
日韩煤炭进口量低位反弹：受到地震影响，3 月份开始日本煤炭进口量出现大幅回落，5 月份甚至出现 20% 的下滑，随着日本火电厂的逐步恢复运营，在核电停用而重建能源需求增长下，对煤炭的需求将会回升。

图 42：日本煤炭进口量



资料来源：CEIC、东方证券研究所

图 43：澳大利亚煤炭出口量



资料来源：CEIC、东方证券研究所

整体预计今年需求端增长 5.1% 左右，明年增速略降为 4.4%，后年在矿石、煤炭供给端瓶颈放松下，预计整体增长 5.2%。

图 44：整体干散货需求端模型

需求（单位：百万吨）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
Ore Iron	775	833	903	985	1,047	1,107	1,171
yoy	8.5%	7.5%	8.4%	9.1%	6.3%	5.7%	5.9%
Coal	770	799	804	913	978	1,011	1,073
yoy	6.1%	3.8%	0.6%	13.6%	7.1%	3.3%	6.2%
谷物	302	322	316	342	352	363	373
yoy	4.1%	6.6%	-1.9%	8.2%	2.9%	3.0%	3.0%
其他货物	1,113	1,106	935	1,063	1,095	1,146	1,195
yoy	4.6%	-0.6%	-15.5%	13.7%	3.0%	3.0%	3.0%
干散货整体运量（百万吨，左轴）	2,960	3,060	2,958	3,303	3,472	3,626	3,813
yoy	5.9%	3.4%	-3.3%	11.7%	5.1%	4.4%	5.2%

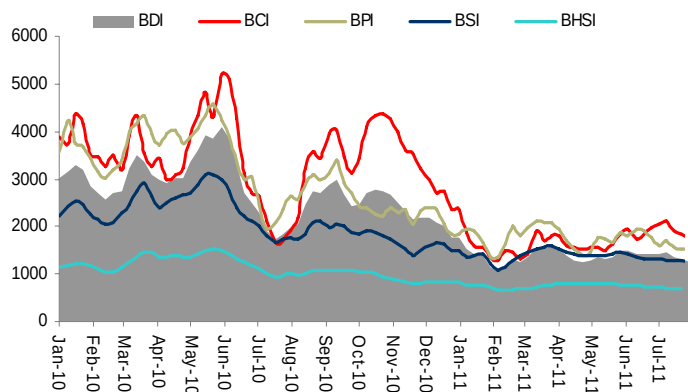
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

运价：短期向下趋势难以改变

7 月份，BDI 指数收于 1264 点，与去年同期相比下降了接近 700 点，与 6 月相比下降 160 点。分船型看，代表海岬型船的 BCI 为 1749 点，与 6 月相比下滑 230 点，代表巴拿马型船的 BPI 为 1511 点，与上月相比下降 250 点。

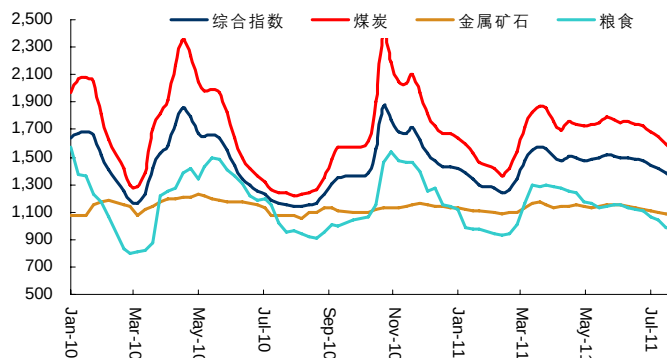
沿海散货运价指数跟随 BDI 出现下滑，综合指数报收于 1345 点，煤炭指数为 1543 点，与 6 月相比下降 170 点，具体航线秦皇岛-广州下降了 7 元，而秦皇岛-上海则下降了 8 元/吨。

图 45：波罗的海指数



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

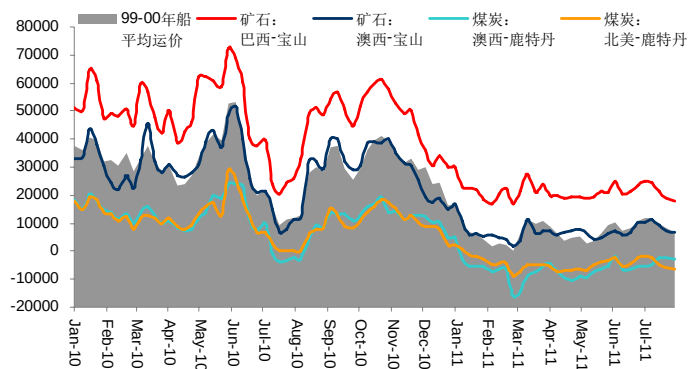
图 46：沿海干散货指数



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

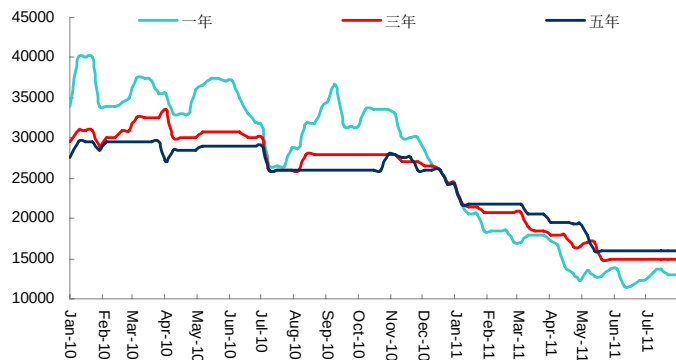
截止 7 月底，海岬型船平均 TCE 为 6671 美元/天，与 6 月份相比下滑了 4000 美元/天；期租合约上，7 月底 1 年期为 13000 美元/天，与上月相比基本持平

图 47：海岬型船典型航线 TCE



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 48：海岬型船期租水平



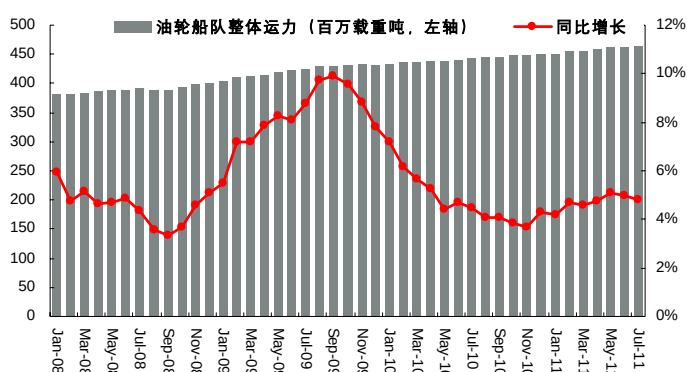
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

油运

供给端：供给增速并不大

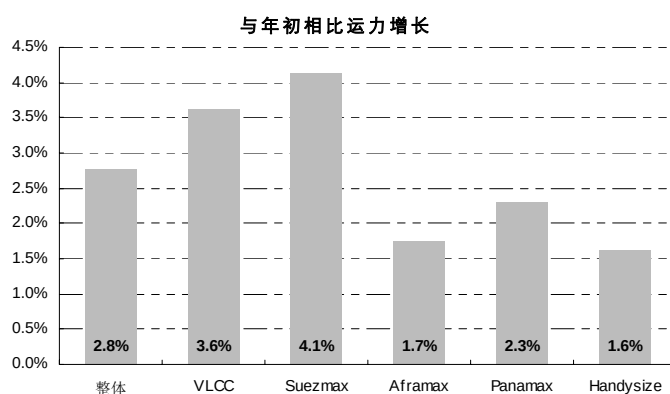
2011 年上半年，整体油轮船队运力保持小幅增长：根据 7 月份 Clarkson 数据，油轮船队整体运力为 4.61 亿载重吨，与年初相比增长 2.8%。分船型数据看，其中，VLCC 整体运力为 1.69 亿载重吨，与年初相比增长 3.6%、苏伊士船增长了 3.6%、阿芙拉船增长 7.1%、船型更小的巴拿马型增长 2.3%、灵便船增长 1.6%。

图 49：上半年，整体油轮运力小幅增长



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 50：油轮运力增长分船型

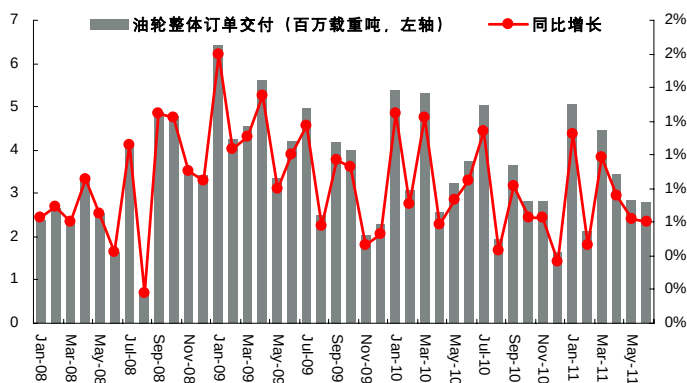


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

上半年，油轮船队订单交付不多。按照 Clarkson 统计，上半年整体订单交付量为 1960 万载重吨，占年初整体运力的 4.4%，而去年同期订单交付量则为 2330 万载重吨。分船型看，上半年 VLCC 船交付量为 920 万载重吨，占年初运力的 5.6%，苏伊士船交付 320 万载重吨占 5.1%、阿芙拉船订单交付 320 万载重吨，其他小船订单交付为 450 万载重吨，占年初运力之比 3.6%左右。

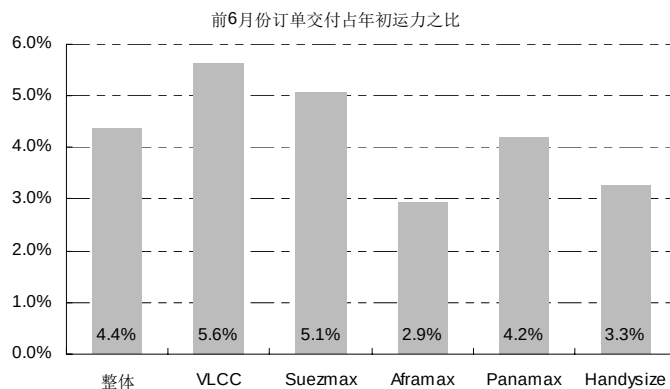
从订单交付率看，按照年初的计划，整体上半年完成全年订单的 31.2%，其中 VLCC 完成 33.7%。

图 51：油运船队整体订单交付比同比有所下降

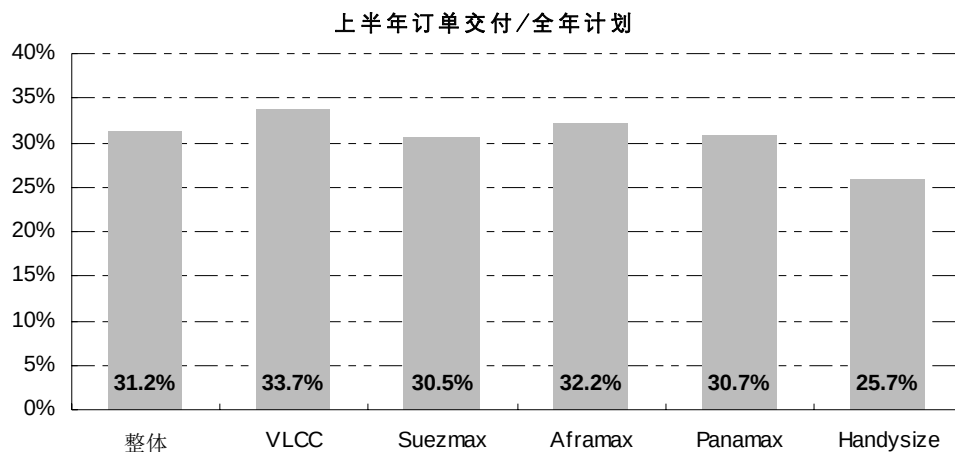


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 52：油轮船队分船型订单交付

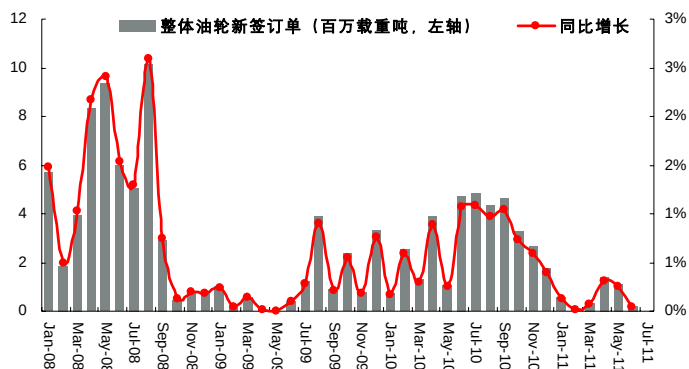


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

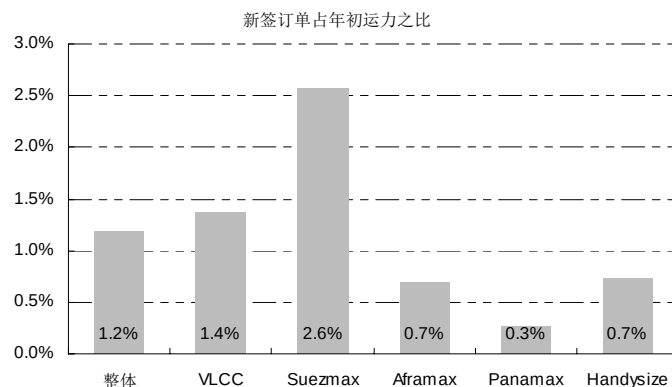
图 53：上半年分船型订单交付率


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

新签订单较低。由于油运市场依然处于低迷状态，中东-远东航线 WS 指数一直在 50 点左右徘徊，行业盈利能力非常差，老船东与新进入者的扩张步伐大幅趋缓。上半年整体干散货船队新签订单量为 530 万载重吨，其中 VLCC 订单为 220 万载重吨，苏伊士船为 160 万载重吨。整体新签订单占年初运力之比为 1.2%。

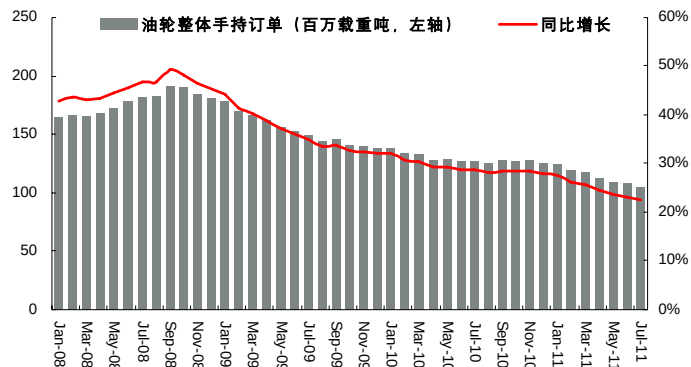
图 54：整体油运新签订单很小


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

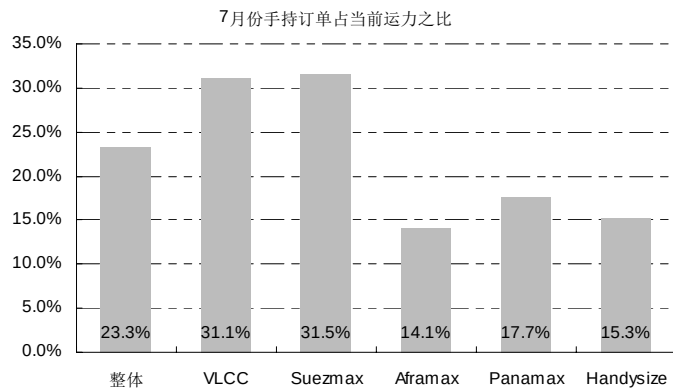
图 55：油轮分船型新签订单


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

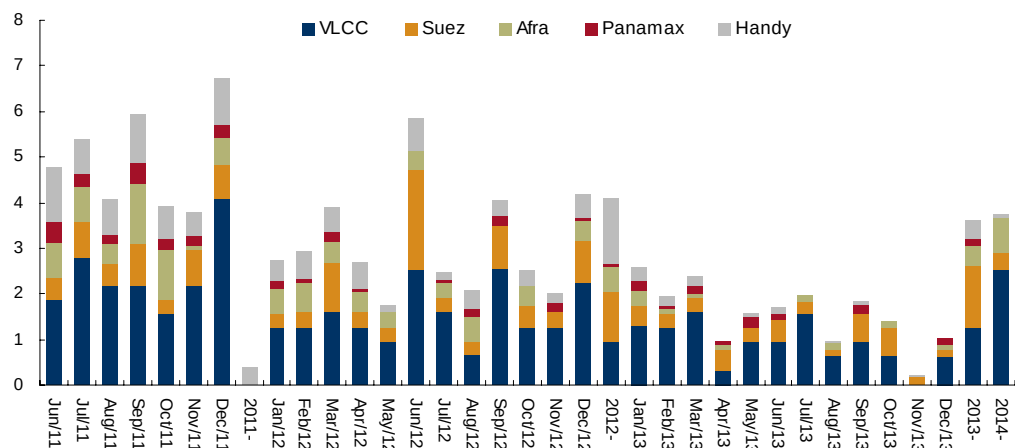
油轮订单整体缩减：7 月初，整体油轮船队手持订单量为 1.07 亿载重吨，其中 VLCC 为 5260 万载重吨，panamax 为 0.712 亿载重吨。手持订单与当前运力之比逐步下滑，整体船队 7 月份为 43.4%，Cape 为 48.3%。

图 56：油轮整体手持订单


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 57：油轮分船型手持订单


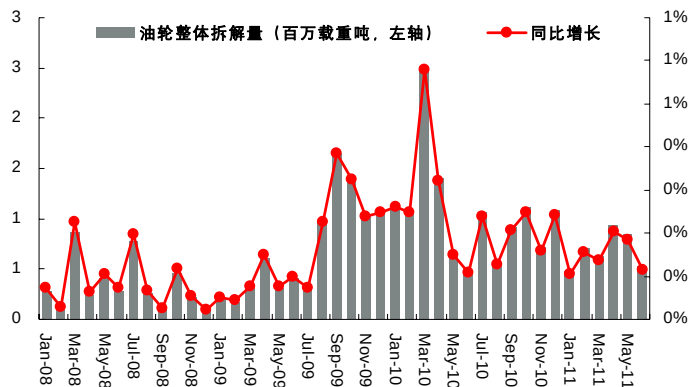
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 58：2011-2014 年油轮订单交付量（分船型，分月份）


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

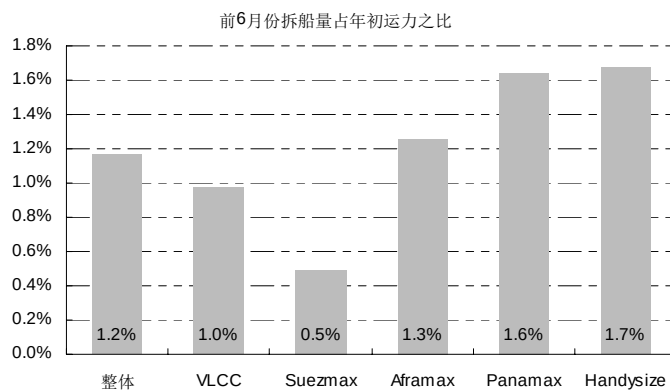
拆解量超预期。与干散货的超预期船舶拆解不同，去年单壳油轮的提前拆解，是的拆船量将与去年相比出现一定减少，但也处于历史高位。上半年，整体油轮船队拆解量为 520 万载重吨，占年初运力的 1.2%，其中 VLCC 整体拆解量 160 万载重吨，占年初运力之比为 1%，成品油轮拆解量较大，整体占到年初运力的 1.7%。

图 59：油轮整体拆解量



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 60：油轮分船型新签订单



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

我们预计，整体 2011 年油运运力增长在 6.4%，到 2012 年将为 5.4%，13 年运力增长仅为 3%。

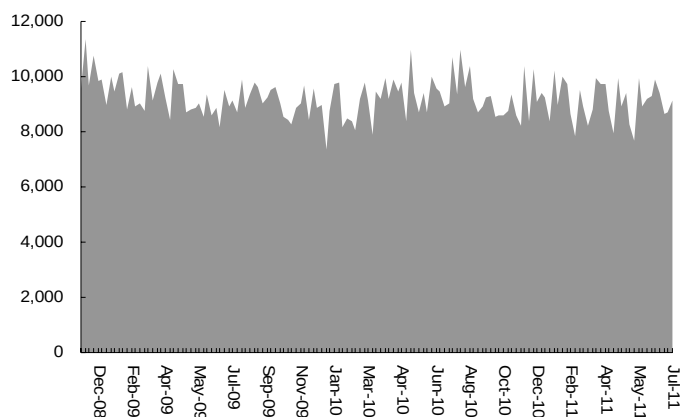
图 61：油轮整体供给端模型

供给端（百万载重吨）		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力		362	383	404	433	451	480	506
	yoy	5.9%	5.9%	5.5%	7.2%	4.2%	6.4%	5.4%
订单交付		31	36	48	41	42	35	20
	占年初运力	8.5%	9.5%	12.0%	9.5%	9.3%	7.3%	4.0%
拆解		3	4	8	13	8	6	3
	占年初运力	0.9%	1.1%	2.1%	2.9%	1.8%	1.2%	0.6%
转换与其他消失		-6	-11	-11	-10	-5	-3	-2
	占年初运力	-1.6%	-3.0%	-2.7%	-2.4%	-1.1%	-0.6%	-0.4%
年末运力		383	404	433	451	480	506	521
	yoy	5.9%	5.5%	7.2%	4.2%	6.4%	5.4%	3.0%

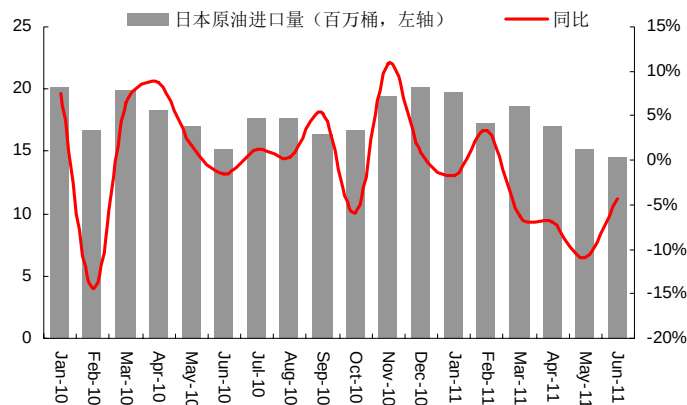
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

需求端：也不乐观

整体需求保持温和水平：美国 7 月 15 日-22 日一周原油进口量为 916 万桶，与去年相比基本持平，日本 6 月份原油进口量为 1452 万桶，同比下降 4.4%。

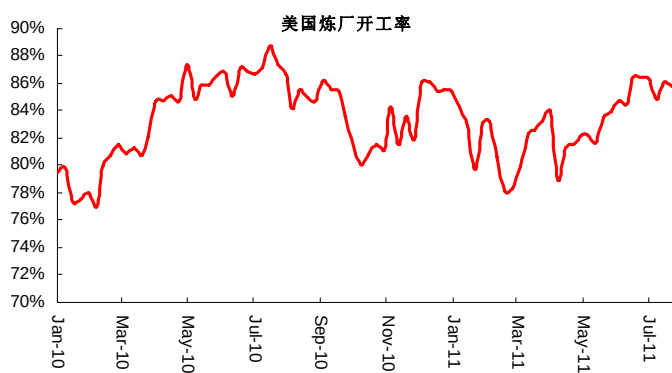
图 62：美国原油进口量


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 63：日本原油进口量


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

整体开工率处于高位，7月底美国炼厂开工率维持在85%左右；库存从6月份开始下降，从最高峰的3.7亿桶下降到当前的3.54亿桶。

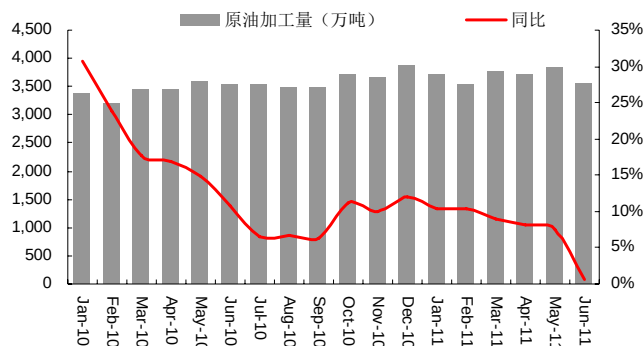
图 64：美国炼厂开工率


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

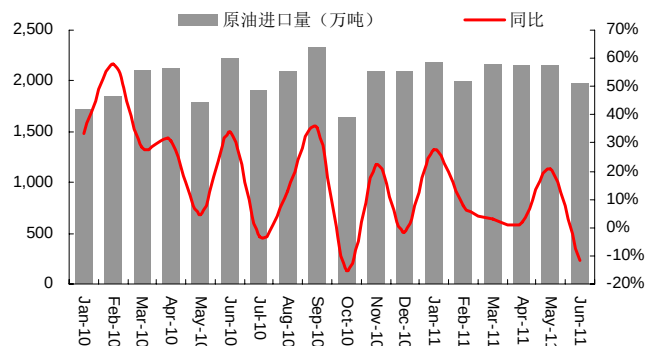
图 65：欧美发达国家原油库存（千桶）


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

中国的加工量与进口量均低于预期：由于第二季度油价高企，国内部分炼厂停产检修，使得6月份的原油加工量与原油进口量均出现明显下滑，但这种下滑趋势在炼厂停产检修后将得到遏制。

图 66：中国原油加工量


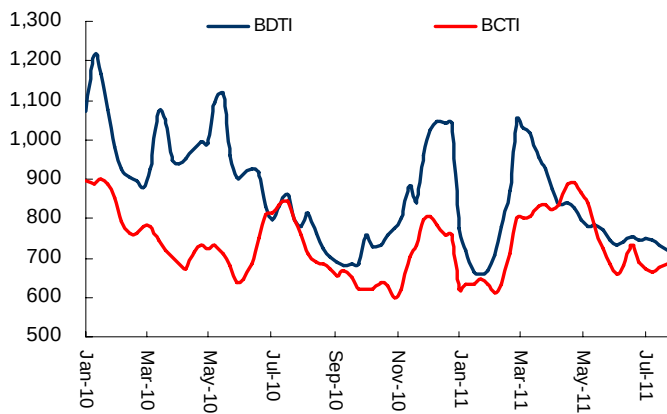
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 67：中国原油进口量


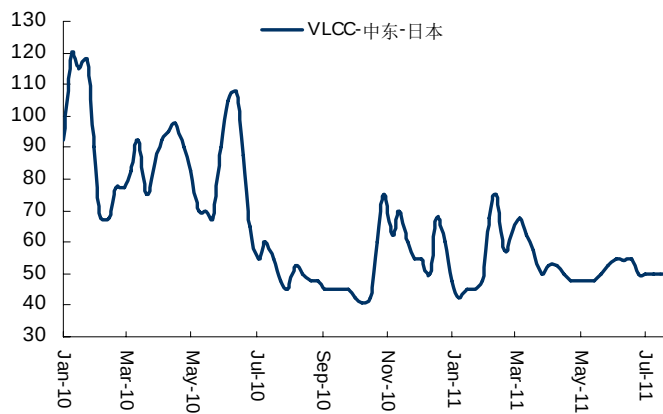
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

运价：低位徘徊

近期处于低位：目前，油运运价处于低位，中东-日本航线 WS 值在 50 点的低位徘徊，而 BDTI 与 BCTI 也将 在 700 点左右波动。

图 68：波罗的海指数


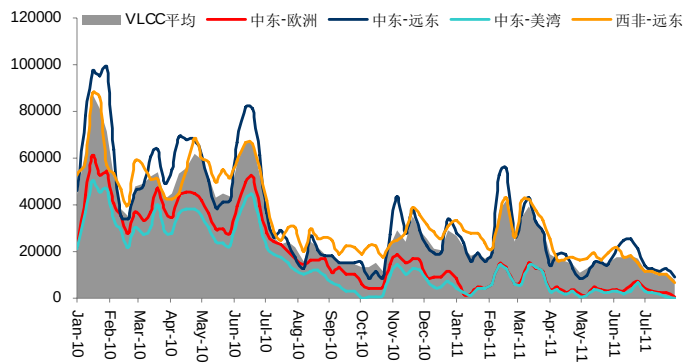
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

图 69：中东-日本 WS 值


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

主流航线运价在缓步下跌：VLCC 平均 TCE 水平最新为 7861 美元/天，是近期低位；期租还保持平稳下降，VLCC 一年期期租在 26000 美元/天，三年期期租则在 32000 美元/天

图 70: VLCC 主要航线 TCE



资料来源: Clarkson、东方证券研究所

图 71: VLCC 期租



资料来源: Clarkson、东方证券研究所

港口

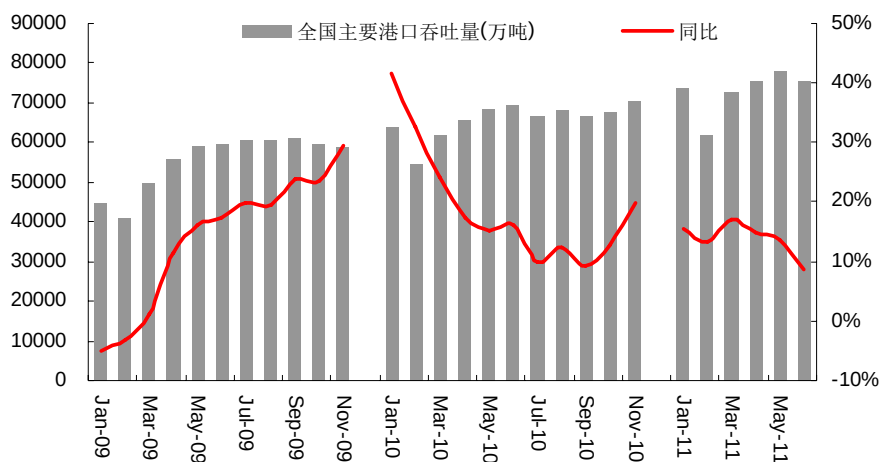
核心观点：与先前的高速公路数据相契合，港口吞吐量增速下滑。一方面，是由于海外需求不振，导致国内出口市场并没有完全恢复，另一方面，国内制造成本上升，部分订单转移也是集装箱吞吐量出现下滑的原因。从短期看，欧美需求将不可能在短期内恢复，集运旺季箱量依然可能不振，对港口箱量依然会有压力。长期看，国内产业转移将会持续进行，华南地区港口箱量将会部分转移到长江，使华东港口受益。

投资策略：港口整体吞吐量依然还保持着良好增长，虽然 5-6 月在华东、华南地区出现过集装箱吞吐量增速下滑，但由于最近股价下滑，甚至部分已经跌破 08 年的低点，具备良好的安全边际。看好港口子行业，关注估值较低、稳定增长的港口，如上港集团（未评级）。

整体数据

6 月份，全国主要港口吞吐量为 7.54 亿吨，同比上升 9%，增速整体出现下滑形势。

图 72：国内港口吞吐量

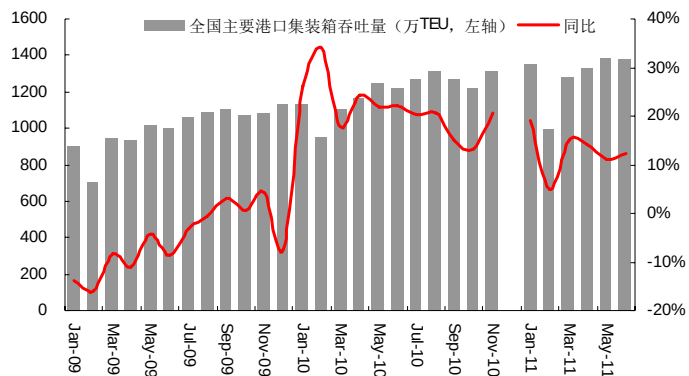


资料来源：Wind、东方证券研究所

集装箱吞吐量

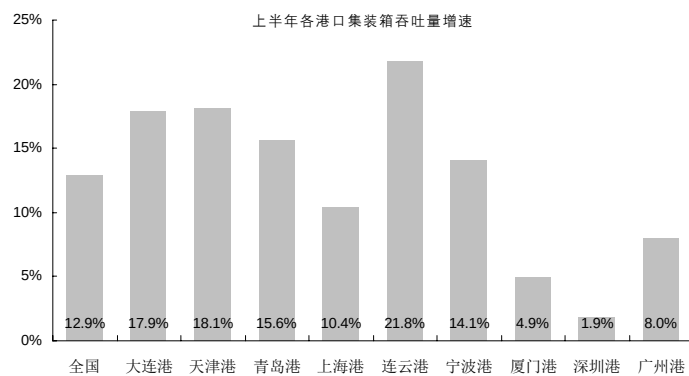
内贸集装箱增速较快的拉动整体集装箱吞吐量增长：6 月份全国集装箱吞吐量为 1376 万 TEU，同比增长 12%。其中，北方港口如天津、大连、营口等主要受益于内贸箱；而深圳、广州、上海、宁波则在 5-6 月份出现了外贸集装箱吞吐量增速下滑的局面。

图 73：中国集装箱港口吞吐量增速



资料来源：东方证券研究所

图 74：上半年各港口吞吐量增速



资料来源：东方证券研究所

风险提示

欧债危机进一步恶化、欧美消费低于预期

自然灾害：

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn