

集运市场旺季企稳回升，散货市场淡季低位徘徊

——航运业 8 月月报

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告关键点:

在细分子市场中，我们相对看好集运市场和多用途船市场的长期走势，目前中海集运PB已降至1.3倍左右、中远航运PB已降至1.6倍左右，建议长期投资者可逢低战略性布局中海集运和中远航运。

报告摘要:

- **集运市场：传统旺季来临，运价有望触底回升。**三季度是全球集运市场的传统旺季，亚欧线三季度货量约占全年的26.7%，美西线约占27.3%。进入7月份以来，欧美等主干航线货量呈季节性回升态势，目前欧地线运价也呈现企稳回升态势。由于旺季货量增长仍不及预期，船公司已开始着手控制运力供给。同时，考虑到8-9月有望迎来圣诞节前的集中出货高峰，船东将普遍开始征收旺季附加费、上调燃油附加费，欧美等主要航线运价有望触底回升。
- **干散货运输市场：钢材消费淡季来临，BDI低位徘徊。**7月份国际干散货运输市场延续二季度以来的下跌走势，干散货运价指数BDI均值为1371点，环比下跌4%，同比下跌28%。2011年以来运价持续在船东盈亏平衡点（BDI2000点）以下震荡，散货运输市场陷入全行业亏损的局面。3季度进入钢铁消费淡季，受淡季铁矿石进口疲软和港口矿石库存高企影响，预计未来1-2个月BDI指数仍将延续低位震荡态势。
- **油运市场：需求疲软，运力增长过快，运价继续下跌。**7月现代型VLCC原油轮TCE环比下跌34%，跌至15630美元/天，已远低于船东平均3万美元/天的盈亏平衡点；MR型成品油轮TCE环比下跌3%，跌至6382美元/天，也已远低于船东平均1万美元/天的盈亏平衡点。全球炼油厂通常在八九月进行维修，加之新船不断交付，预期未来两个月原油和成品油运输市场的行情都难有起色。
- **多用途船市场：运价持续小幅回落。**2011年以来多用途船市场复苏的脚步有所放缓，运价从年初以来呈现持续小幅回落态势：7月份1.7万载重吨MPP船一年期期租为9300美元/天，与上月基本持平，较年初下跌13%。
- **沿海煤运市场：旺季不旺，需求疲软，运价下跌。**今年入夏以来沿海煤运市场呈现旺季不旺的特征，市场超乎预期地持续低迷，沿海煤炭运费自6月1日以来出现了连续十周下滑的现象，秦皇岛至上海航线2-3万吨船运费跌幅达25%。目前电厂存煤量和港口煤炭库存都很充足，预计短期电厂购煤积极性不高，沿海煤炭运价上涨的动力不足。
- **维持航运业“同步大市-A”评级。**受运价下跌影响，7月份A股航运板块下跌5.3%，跑输上证指数3.2个百分点，全球主要市场航运股也呈单边下跌走势。受行业不景气影响，预期航运公司中期业绩相比去年同期都将出现较大幅度下降。维持航运业“同步大市-A”评级。在细分子市场中，我们相对看好集运市场和多用途船市场的长期走势，目前中海集运PB已降至1.3倍左右、中远航运PB已降至1.6倍左右，建议长期投资者可逢低战略性布局中海集运和中远航运。
- **风险提示：全球及中国经济衰退风险。**

报告日期

2011-08-09

首选股票	目标价	评级
601866 中海集运	4.50	买入-A
600428 中远航运	8.00	增持-A
600026 中海发展	10.00	增持-A

12个月行业表现

吴莉

 010-66581623
 执业证书编号

高级行业分析师

 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

前期研究成果

《整体平淡，局部闪光——2011年中期航运港口中期策略》

2011-06-17

正文目录

1.	集运市场：传统旺季来临，运价有望触底回升.....	4
1.1.	受欧美经济疲软影响，上半年主要航线箱量增长缓慢.....	4
1.2.	传统旺季来临，8月份集运运价有望触底回升.....	6
1.3.	新船交付集中在上半年，下半年运力投放速度将有所放缓.....	7
2.	油轮运输市场：需求疲软，运力增长过快，运价继续下跌.....	9
2.1.	七月原油及成品油轮运价继续下跌.....	9
2.2.	中国油品进口需求快速增长，美欧日需求疲软.....	11
2.3.	油轮新船下水速度仍处于历史高位.....	13
3.	干散货运输市场：钢材消费淡季来临，BDI 低位徘徊.....	15
3.1.	BDI 指数延续二季度以来的下跌态势.....	15
3.2.	钢铁消费淡季来临，中国铁矿石进口需求疲软.....	16
3.3.	运力投放速度仍处于历史高位.....	17
4.	多用途船市场：运价持续小幅回落.....	19
5.	沿海煤运市场：旺季不旺，需求疲软，运价下跌.....	21
6.	维持航运业“同步大市-A”评级.....	22

图表目录

图 1: 美欧日 PMI 指数走势	5
图 2: 美欧日消费者信心指数走势	5
图 3: 美欧日 (季调) 失业率走势	6
图 4: 中国出口集装箱运价指数 CCFI 走势	7
图 5: 上海-欧洲航线运价走势 (美元/TEU)	7
图 6: 上海-美西航线运价走势 (美元/FEU)	7
图 7: 上海-美东航线运价走势 (美元/FEU)	7
图 8: 全球集装箱船新增订单情况	8
图 9: 全球集装箱船运力投放、及拆解情况	8
图 10: 波罗的海原油运价指数、成品油运价指数走势	10
图 11: VLCC 油轮等效期租 TCE 走势	10
图 12: 成品油轮等效期租 TCE 走势	11
图 13: 中国月度原油及成品油进口情况	11
图 14: 美欧日月度石油消费量情况	12
图 15: 全球干散货船新增订单情况	13
图 16: 全球油轮船运力投放、及拆解情况	14
图 17: 波罗的海干散货运价指数 BDI 走势	15
图 18: 各船型散货船 1 年期期租走势	15
图 19: 中国粗钢产量、及铁矿石进口量增长平稳	16
图 20: 11 年 1-4 月中国煤炭进口量较 10 年同期显著下降, 5 月份以来开始回升	16
图 21: 全球干散货船新增订单情况	18
图 22: 全球干散货船运力投放、及拆解情况	18
图 23: 多用途船运价走势	19
图 24: 全球多用途船新增订单情况	20
图 25: 全球多用途船运力投放、及拆解情况	20
图 26: 中国沿海煤炭运价指数走势	21
图 27: 秦皇岛-华东、华南煤炭运价走势	21
图 28: 目前电厂煤炭库存处于高位	22
图 29: 秦皇岛港煤炭库存情况	22
图 30: 全球干散货股价价格指数走势	23
图 31: 全球油轮股票价格指数	24
表 1: 亚欧、美欧航线集装箱海运量增速	4
表 2: 全球集装箱贸易量预测	4
表 3: 全球集装箱船队运力投放预测	9
表 4: 全球原油进口需求预测	12
表 5: 全球原油及成品油需求预测	13
表 6: 全球油轮船队运力投放预测	14
表 7: 全球干散货海运贸易量预测	17
表 8: 全球干散货船队运力投放预测	19
表 9: 多用途船运力投放预测	20
表 10: 7 月份 A 股航运板块跑输市场	23
表 11: 主要航运股业绩预测与评级	24

1. 集运市场：传统旺季来临，运价有望触底回升

1.1. 受欧美经济疲软影响，上半年主要航线箱量增长缓慢

受欧美日等主要发达经济国家经济疲软影响，上半年全球主要集装箱贸易航线货量增长缓慢。CTS 的统计数据显示，1-5 月亚欧航线运量累计增长 5.5%，其中亚洲-欧洲西行航线货量增长 6.0%，欧洲-亚洲东行航线货量增长 4.3%。1-4 月跨太平洋航线箱量累计增长 7.0%左右，表现略好于亚欧航线，其中去程货量累计增长 4.9%，回程货量累计增长 9.8%。

受全球经济增长疲软影响，CLARKSONS 在最新公布的 7 月集装箱月报中将 2011-2012 年全球集装箱海运量增速分别从 9.4%和 9.0%下调至 9.0%和 8.9%。其中，2011 年跨太平洋航线和亚欧航线箱量增速预测也分别被下调至 6.4%和 5.8%；而受发展中国家经济增速相对强劲支持，预期东西非主干航线、及南北航线箱量增速将分别达到 10.5%和 11.9%。

表 1：亚欧、美欧航线集装箱海运量增速

	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	1-5 月累计
亚洲-欧洲	17.9%	-9.2%	8.5%	4.9%	5.7%	6.0%
欧洲-亚洲	7.9%	0.2%	6.1%	6.2%	1.1%	4.3%
亚欧线合计	15.2%	-6.1%	7.7%	5.3%	4.4%	5.5%
北美-欧洲	7.9%	5.8%	11.1%	14.2%	9.9%	9.9%
欧洲-北美	19.2%	9.0%	9.6%	9.5%	9.2%	11.0%
美欧线合计	13.3%	7.5%	10.3%	11.8%	9.5%	10.4%

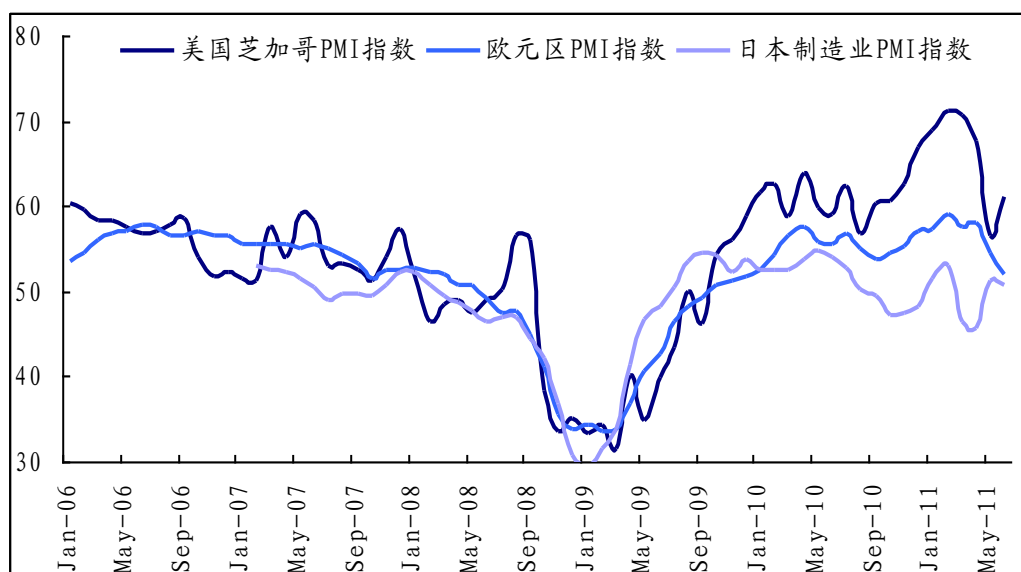
资料来源：CTS

表 2：全球集装箱贸易量预测

Container Volumes (m. teu)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Transpacific	21.1	20.5	18.4	20.3	21.6	23.3
增速	4.5%	-2.8%	-10.2%	10.3%	6.4%	7.9%
Far East-Europe	16.9	16.8	15.2	17.1	18.1	19.4
增速	16.6%	-0.6%	-9.5%	12.5%	5.8%	7.2%
Transatlantic	6.5	6.3	5.0	5.5	6.0	6.3
增速	6.6%	-3.1%	-20.6%	10.0%	9.1%	5.0%
Non-mainlane East-West	12.7	14.3	14.4	17.1	18.9	20.5
增速	8.5%	12.6%	0.7%	18.8%	10.5%	8.5%
North-South	20.9	22.0	20.6	23.6	26.4	28.7
增速	4.0%	5.3%	-6.4%	14.6%	11.9%	8.7%
Other	52.3	56.7	50.7	56.3	61.5	67.8
增速	16.5%	8.4%	-10.6%	11.0%	9.2%	10.2%
Total ContainerTrade	130.4	136.6	124.3	139.9	152.5	166.0
增速	11.0%	4.8%	-9.0%	12.6%	9.0%	8.9%

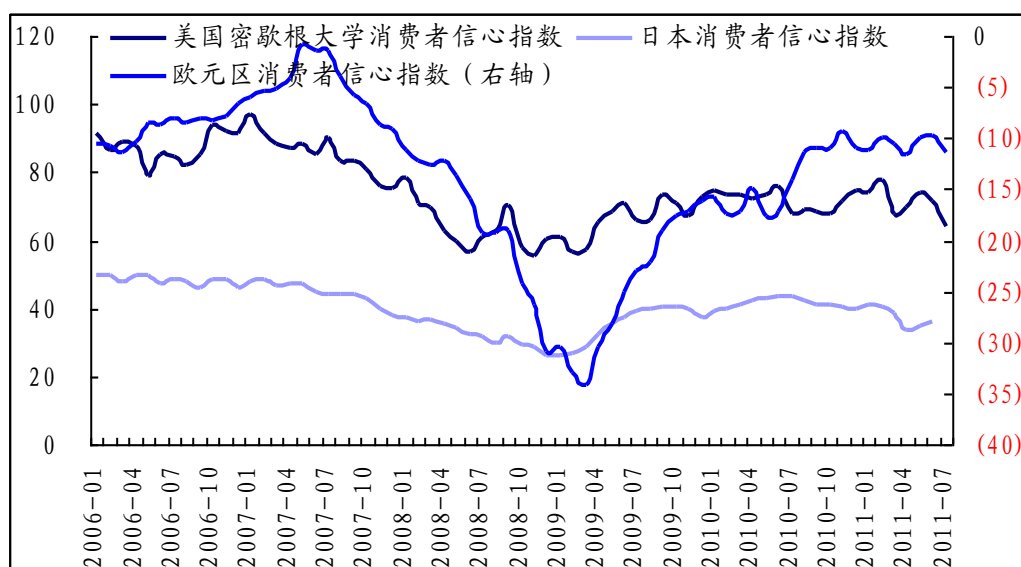
资料来源：CLARKSONS 7 月集装箱月报

图 1：美欧日 PMI 指数走势



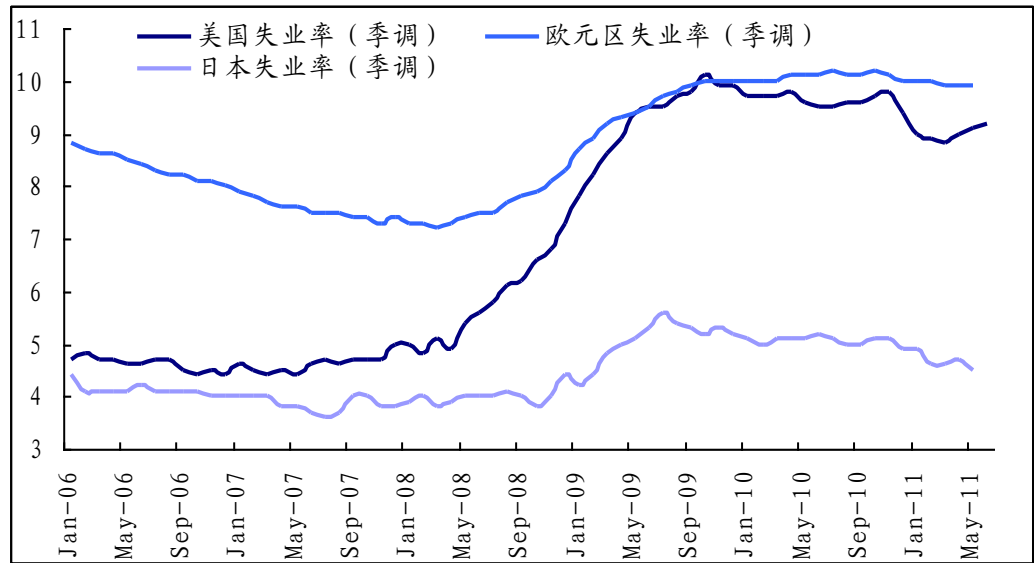
资料来源：WIND 资讯

图 2：美欧日消费者信心指数走势



资料来源：WIND 资讯

图 3：美欧日（季调）失业率走势



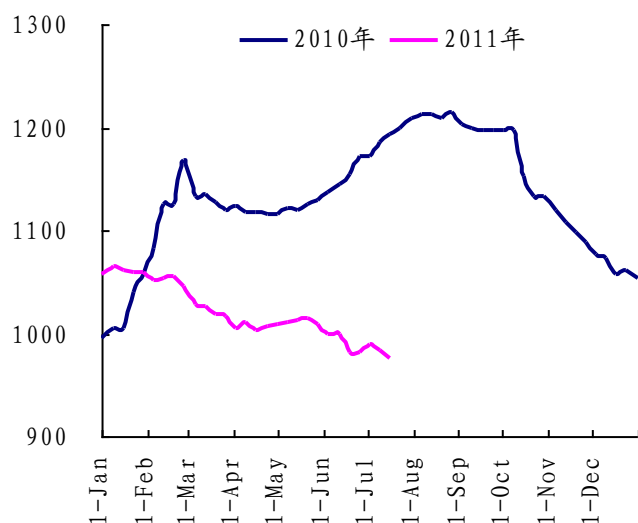
资料来源：WIND 资讯

1.2. 传统旺季来临，8 月份集运运价有望触底回升

三季度是全球集运市场的传统旺季，亚欧线三季度货量约占全年的 26.7%，美西线约占 27.3%。进入 7 月份以来，欧美等主干航线货量呈季节性回升态势，亚欧航线平均仓位利用率达到 90%左右，美东航线平均仓位利用率达到 90%以上，美西航线平均仓位利用率也达到 85%左右。但受上半年运力投入规模较大影响，市场供大于求的形势仍未发生根本转变，主要航线运价仍延续下跌走势，但跌幅趋缓：7 月份，上海-欧洲航线平均运价为 812 美元/TEU，环比下跌 5%，同比下跌 57%；上海-美西航线平均运价为 1635 美元/TEU，环比下跌 3%，同比下跌 42%；上海-美东航线平均运价为 3105 美元/TEU，环比微涨 1%，同比下跌 23%。

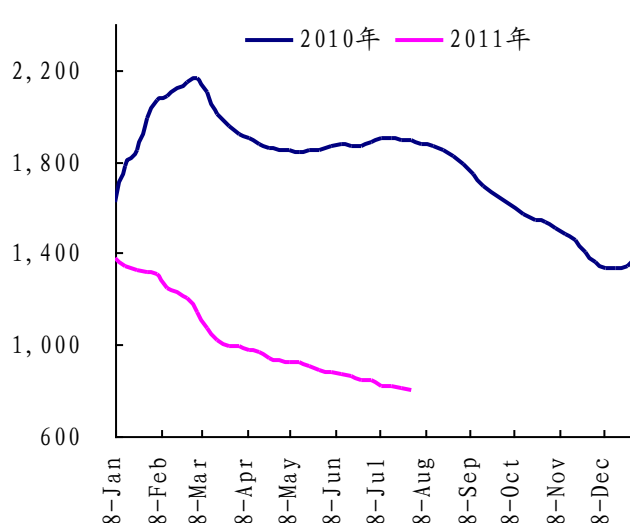
由于旺季货量增长不及预期，船公司已开始着手控制运力供给，一些原本计划新开的旺季航线暂缓，此外 7 月份闲置运力已经从上月的 8 万 TEU 上升至 9.5 万 TEU 左右，占全球集装箱船队运力比重达到 0.6%，有望在一定程度上缓解市场供给过剩的压力。同时，考虑到 8-9 月份有望迎来圣诞节前的集中出货高峰，8 月份船东将普遍开始征收旺季附加费、及上调燃油附加费，欧美等主要航线运价有望触底回升。

图 4：中国出口集装箱运价指数 CCFI 走势



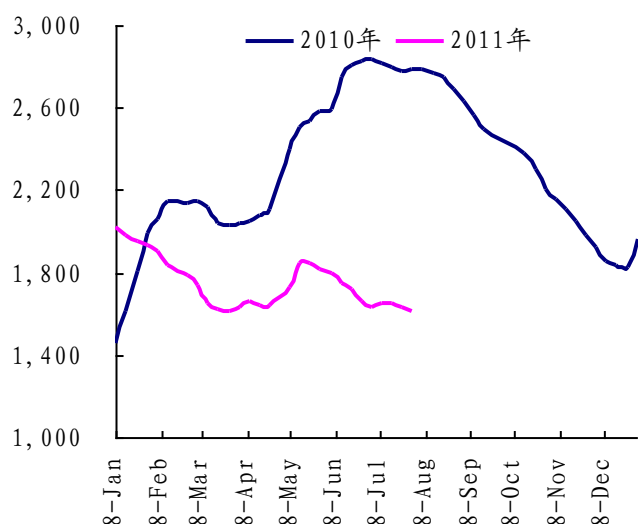
资料来源：上海航运交易所

图 5：上海-欧洲航线运价走势（美元/TEU）



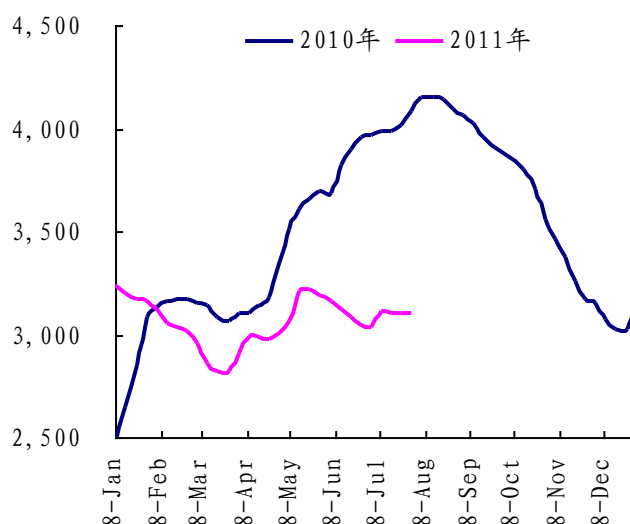
资料来源：上海航运交易所

图 6：上海-美西航线运价走势（美元/FEU）



资料来源：上海航运交易所

图 7：上海-美东航线运价走势（美元/FEU）



资料来源：上海航运交易所

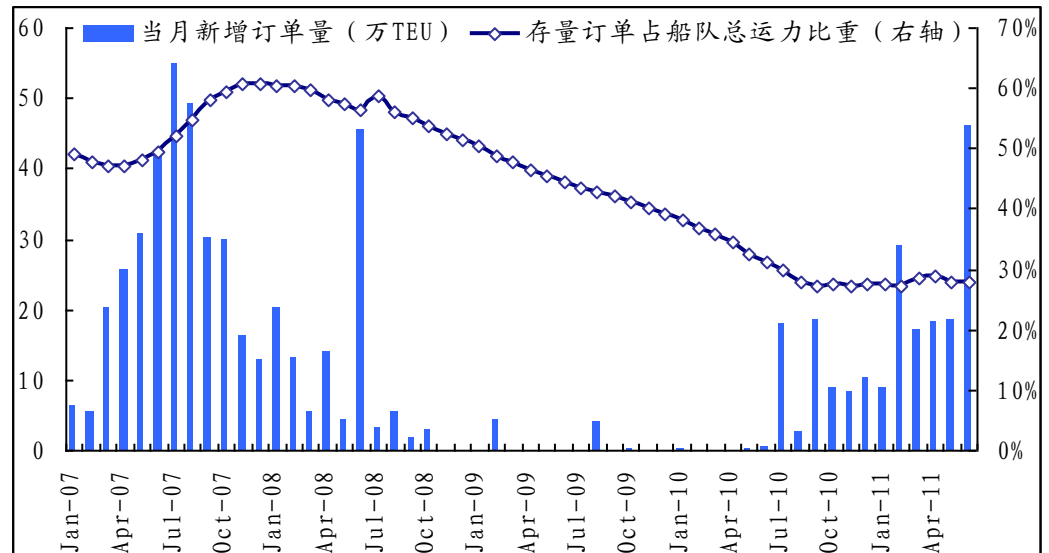
1.3. 新船交付集中在上半年，下半年运力投放速度将有所放缓

2011 年全球集装箱船计划投放量为 120 万 TEU，其中上半年已经集中投放了 70 万 TEU，占全年计划量的 58%，预计下半年投放量为 50 万 TEU，新船下水速度将较上半年显著放缓。截至 6 月底，全球集装箱船队总运力为 1490 万 TEU，较 2010 年增长 5.0%，预计 2011 年底将达到 150 万 TEU，较 2010 年增长 8.4%，运力投放速度处于历史较低水平。但闲置运力的大幅减少，导致 2011 年实际有效运力的增速远高于 8.4% 的名义运力增速：2010 年全球集装箱船队平均闲置运力占总运力的比重在 5% 左右，但 2011 年初以来闲置运力占总运力的比重不到 1%，考虑大量闲置运力重回市场，预计 2011 年实际有效运力增速在 13% 附近，远高于 9.0% 左右的箱量增速。

在沉寂了将近两年之后，2010 年下半年以来全球集装箱新船订单量开始显著上升。虽然 2011 年运价已经较 2010 年下半年大幅下跌，但目前船东的造船步伐还未出现放缓迹象：2011 年上半年新增订单总量为 137.8 万 TEU，相当于 2010 年下半年的 2 倍左右。虽然 2010 年下半年以来新船订单量明显增多，但由于 2008 年下半年-2009 上半年

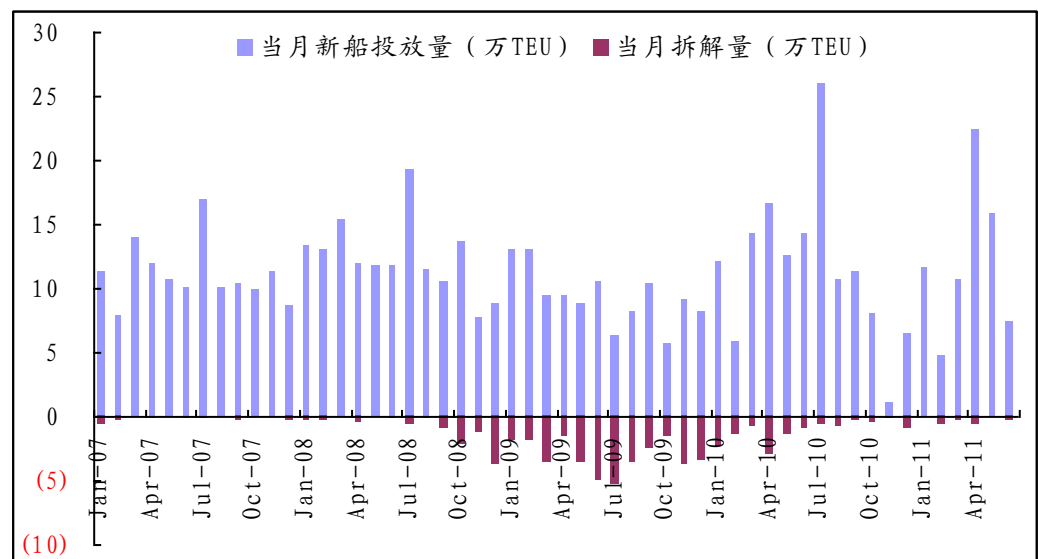
集装箱新船订单量几乎为零，目前集装箱船存量订单占船队总运力的比重仅为 28%，仍处于历史上非常低的水平，这就决定了未来两年全球集装箱船队运力投放速度仍将处于比较低的水平。

图 8：全球集装箱船新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 9：全球集装箱船运力投放、及拆解情况



资料来源：CLARKSONS

表 3: 全球集装箱船队运力投放预测

m. TEU	2007	2008	2009	2010	Jun*	2011E	2012E
Orderbook (end period)	6.5	6.2	4.9	3.9	4.5		
New Orders	3.2	1.2	0.1	0.7	1.4		
Newbuildings Delivered	1.3	1.5	1.1	1.4	0.7	1.2	1.4
Sold for Scrap	0	0.1	0.4	0.1	0	0	0
Losses	5.1	0.7	0.4	1.3	0	0	
Miscellaneous Additions		1		0.6			
Miscellaneous Removals		5.5	2.4	7.7	0	0	
Total Containership Fleet	10.8	12.2	12.9	14.2	14.9	15.4	16.7
% change	13.6%	12.7%	6.0%	9.6%	5.0%	8.4%	8.6%
Post-P' max (3,000 &+ teu)	3.8	4.5	5	5.9	6.6	7	8.2
% change	17.8%	18.2%	12.0%	17.6%	11.1%	18.2%	17.0%
Panamax (3,000 &+ teu)	3	3.4	3.6	3.9	4	4	4.1
% change	15.9%	13.2%	7.4%	8.9%	0.5%	1.8%	2.5%
Sub-P' max (2-2,999 teu)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
% change	6.8%	6.7%	-2.0%	0.6%	0.8%	0.9%	0.2%
Handy (1-1,999 teu)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
% change	10.8%	8.6%	-0.3%	1.8%	0.8%	1.7%	1.8%
Feeders (< 1,000 teu)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
% change	7.4%	5.1%	-1.5%	-0.4%	0.0%	0.7%	-0.8%

资料来源: CLARKSONS

2. 油轮运输市场: 需求疲软, 运力增长过快, 运价继续下跌

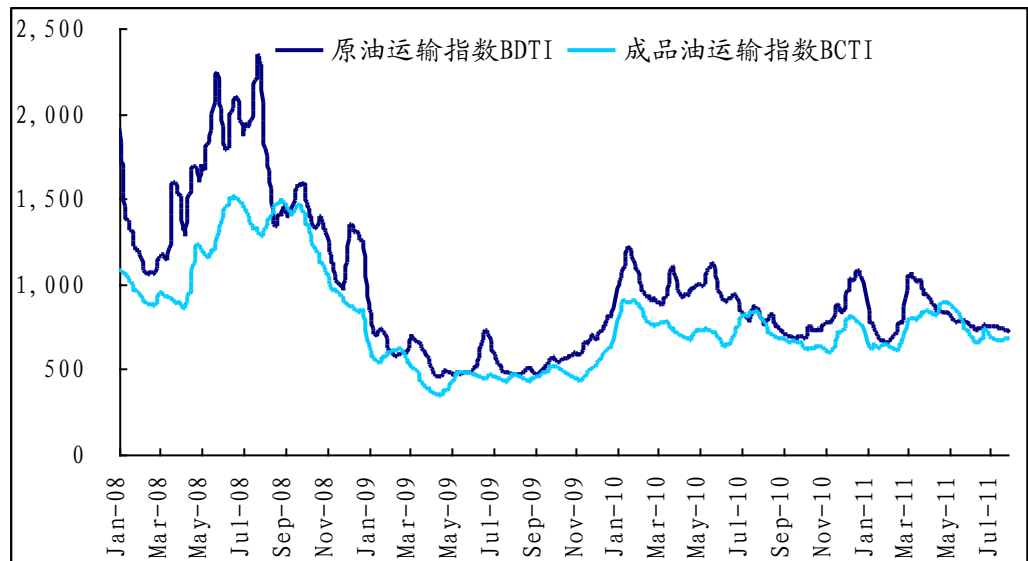
2.1. 七月原油及成品油轮运价继续下跌

7月超大型原油轮 VLCC 运价延续大幅回落态势: 现代型 VLCC 原油轮平均 TCE 为 15630 美元/天, 环比下跌 34%, 同比下跌 50%; VLCC 原油轮 TD3 航线 (中东-日本) 平均 TCE 水平为 2543 美元/天, 环比下跌 80%, 同比下跌 87%。目前 VLCC 原油轮等效期租 TCE 水平已经远低于船东平均 3 万美元/天的盈亏平衡点。2011 年 VLCC 原油轮运输市场供过于求的压力较大: CLARKSONS 预计 2011 年全球 VLCC 油轮需求将增长 3% 达到 1.29 亿载重吨, 而同期全球 VLCC 油轮有效运力将增长 9% 达到 1.75 亿载重吨, 远高于同期需求增速。

7月全球成品油轮运价也延续回落态势: 成品油轮 TCE 平均为 9327 美元/天, 环比下跌 12%, 同比下跌 46%; 其中 MR 型油轮 TCE 平均为 6382 美元/天, 环比下跌 3%, 同比下跌 31%, 也已经远低于船东平均 1 万美元/天的盈亏平衡点。2011 年全球成品油运输市场也面临供过于求的压力: CLARKSONS 预计 2011 年全球成品油轮需求将增长 4% 达到 0.96 亿载重吨, 而同期全球成品油轮有效运力将增长 7% 达到 1.13 亿载重吨。

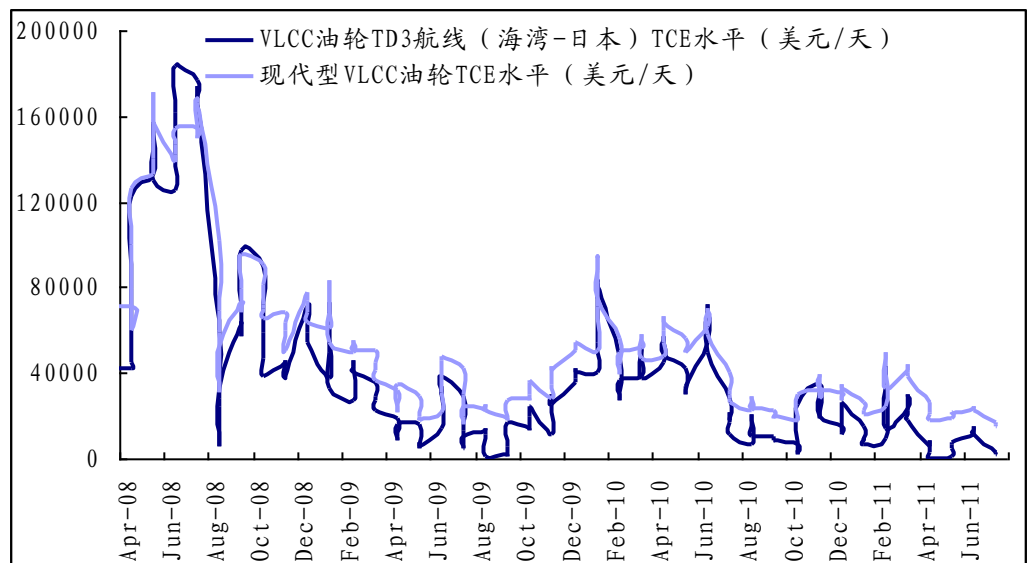
全球炼油厂通常在八、九月份进行维修, 加之新船不断交付, 预期未来两个月原油和成品油运输市场的行情都难有起色。

图 10: 波罗的海原油运价指数、成品油运价指数走势



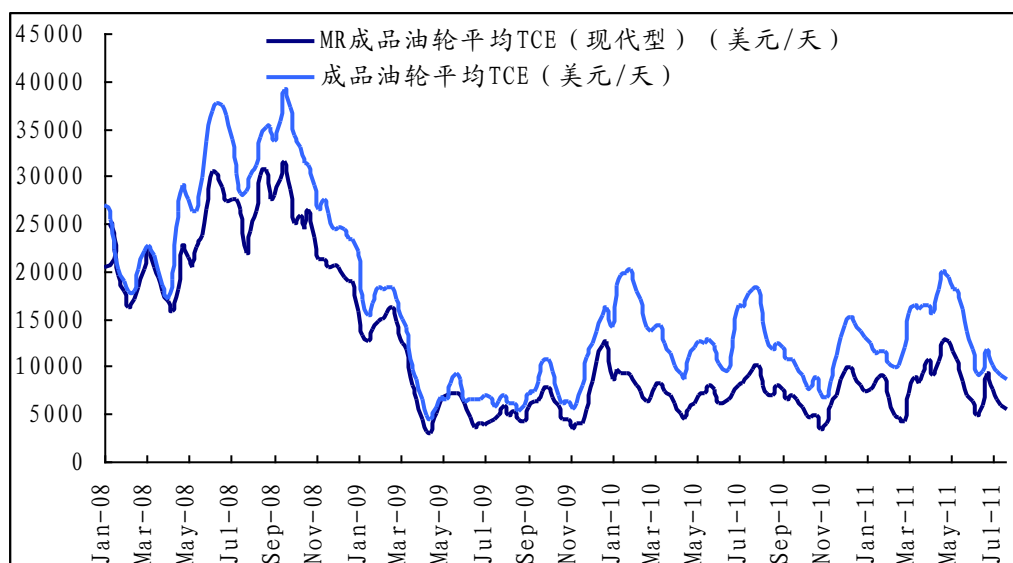
资料来源: BLOOMBERG

图 11: VLCC 油轮等效期租 TCE 走势



资料来源: CLARKSONS

图 12: 成品油轮等效期租 TCE 走势



资料来源: CLARKSONS

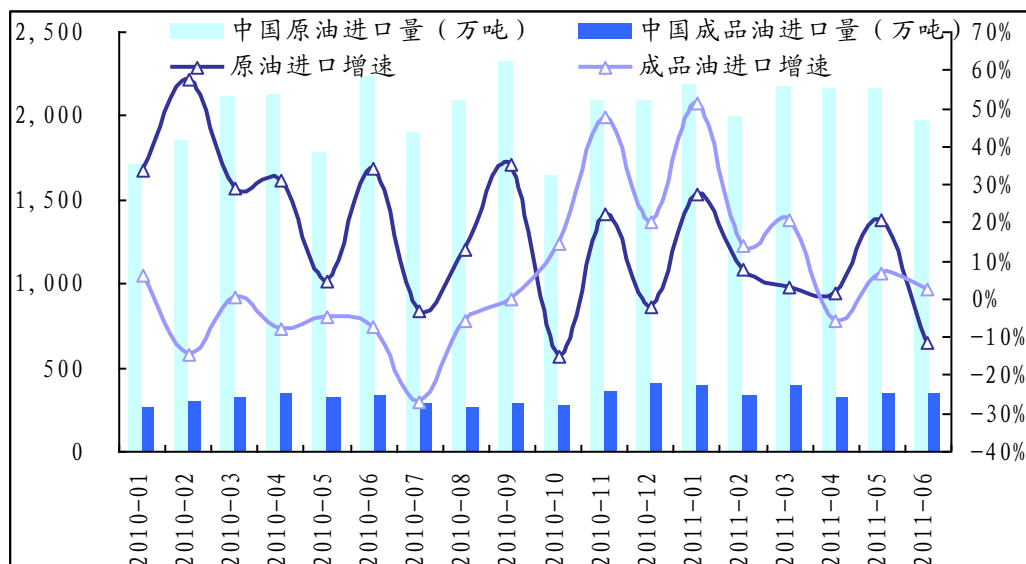
2.2. 中国油品进口需求快速增长，美欧日需求疲软

近年来，亚洲国家尤其是中国和印度是驱动全球油品需求、及油品贸易量增长的主要力量：2010 年中国和印度分别贡献了全球原油进口增量的 50%和 15%左右。2011 年上半年中国累计进口原油 1.26 亿吨，同比增长 7%；进口成品油 0.21 亿吨，同比增长 13.4%。预计 2011 年全年中国原油进口量将增长 11%，达到 2.65 亿吨左右。

而受油价高涨和经济疲软等因素的影响，美欧日等主要发达经济体油品消费需求增长缓慢：1 季度美国和日本日均原油消费量较 2010 年同期分别小幅增长 1.4%和 0.6%，而欧洲日均原油消费量则较 2010 年同期下降 0.7%。

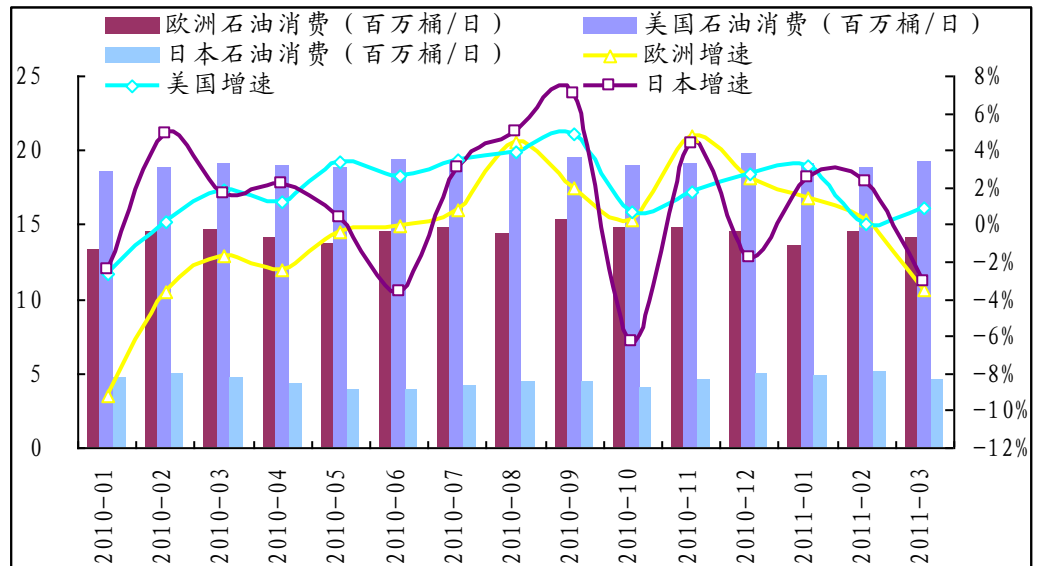
CLARKONS 预测，2011 年全球原油进口需求量将增长 3%达到 40.5 百万桶/日。其中，增量仍将主要来自中国、印度、韩国等亚洲国家，而美日欧进口量则基本维持零增长。

图 13: 中国月度原油及成品油进口情况



资料来源：WIND 资讯

图 14：美欧日月度石油消费量情况



资料来源：WIND 资讯

表 4：全球原油进口需求预测

Million Bpd	2007	2008	2009	2010	2011E
Imports to N. America	9.1	8.5	7.9	8.0	7.7
增速	1.3%	-6.6%	-7.1%	1.3%	-3.8%
Imports to EU	10.9	10.9	10.3	10.0	9.9
增速	1.9%	0.0%	-5.5%	-2.9%	-1.0%
Imports to Asia	15.2	15.9	16.1	17.8	18.8
增速	1.3%	4.6%	1.3%	10.6%	5.6%
China	3.0	3.3	3.7	4.4	4.9
India	2.4	2.6	2.9	3.1	3.3
Japan	4.2	4.2	3.7	3.7	3.7
Korea	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5
Singapore	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
Other Asia	2.1	2.4	2.5	3.4	3.5
Other Importers	4.6	4.2	3.8	3.6	4.0
增速	-16.4%	-8.7%	-9.5%	-5.3%	11.1%
Global Imports	39.8	39.5	38.0	39.4	40.5
增速	2.6%	-0.8%	-3.8%	3.7%	2.8%

资料来源：CLARKOSNS

表 5：全球原油及成品油轮需求预测

Million Dwt	2007	2008	2009	2010	2011E
VL/ULCC	127.8	127.8	121.1	125.9	129.4
Suezmax	50.4	50.7	48.9	50.6	52.1
Aframax	57.1	57.4	55.2	57.4	59.5
Panamax	7.4	7.2	7	7.1	7.3
Handysize	15.1	15	14.9	15.1	15.4
Crude Tanker Demand	257.8	258.2	247	256.1	263.6
增速	4.2%	0.2%	-4.3%	3.7%	2.9%
10-60,000 Dwt	54.8	55	52.9	55.7	57.9
60-80,000 Dwt	10.8	11.7	11.1	11.6	11.9
80-120,000 Dwt	23.2	24	23.3	24.8	25.8
Product Tanker Demand	88.8	90.7	87.3	92.1	95.7
增速	3.3%	2.1%	-3.8%	5.6%	3.9%

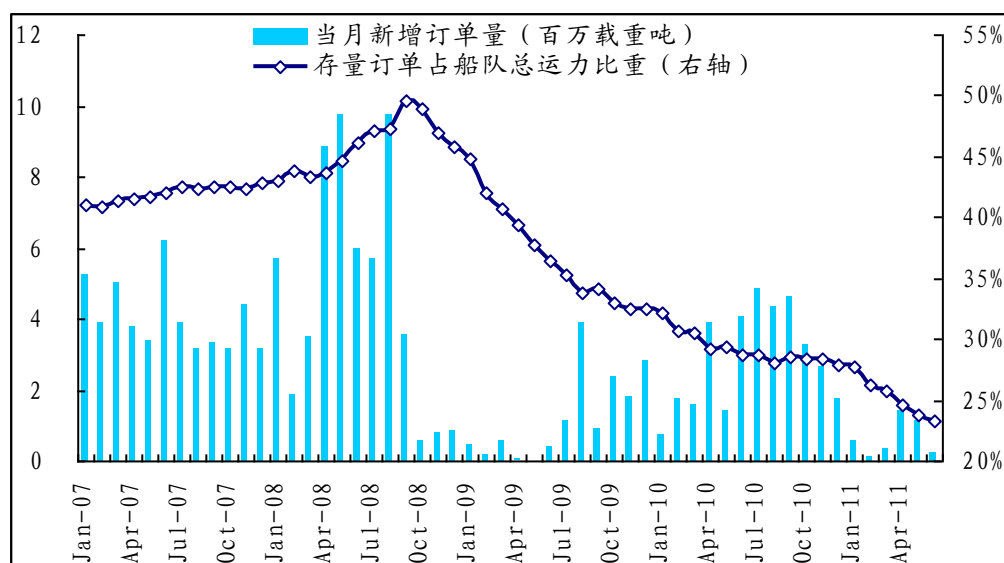
资料来源：CLARKSONS

2.3. 油轮新船下水速度仍处于历史高位

截至上半年,全球油轮新船投放量为 2080 万载重吨,船队总运力达到 4.65 亿载重吨,较 2010 年底增长 3.1%。上半年新船投放量占全年的 51%, 预计下半年还将投放 1960 万载重吨, 2011 年全年全球油轮船队运力增速将达到 5.9%, 将显著高于 3%左右的需求增速。CLARKSONS 预计 2011 年全球油轮船队供过于求量将达到 8080 万载重吨, 将达到近年来的最高水平。

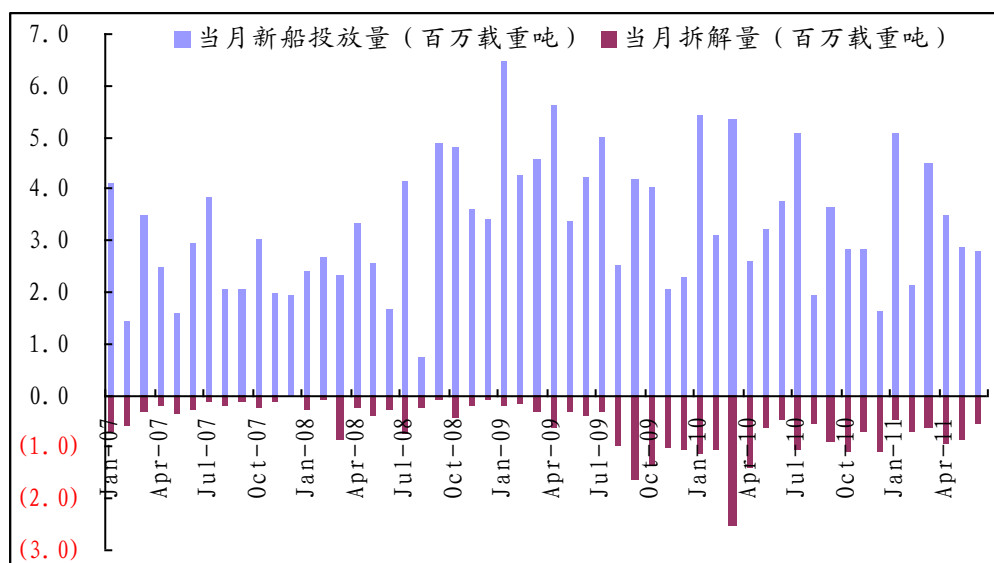
2010 年是全球单壳油轮的集中退出期, 全年油轮拆解量达到 1280 万载重吨; 2011 年上半年单壳油轮拆解量为 410 万载重吨, 为去年同期的 56%, 预计全年拆解量在 920 万载重吨左右。而受市场不景气影响, 2011 年全球油轮新船订单量出现显著回落, 上半年新增订单量为 375 万载重吨, 仅为 2010 年同期的 28%。

图 15：全球干散货船新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 16: 全球油轮船运力投放、及拆解情况



资料来源: CLARKONS

表 6: 全球油轮船队运力投放预测

m. DWT, end	2007	2008	2009	2010	Jun*	2011E	2012E
全球油轮订单总量	163.8	178.4	139.1	124.7	104.3		
新增订单量	47.0	55.3	14.7	35.7	3.7		
新船投放量	30.7	36.4	48.4	41.2	20.8	40.4	37.7
拆解量	3.4	4.1	8.5	12.8	4.1	9.2	5.6
改造增加量	0.9	0.7	0.2		0.3	0.3	
改造减少量	6.9	11.9	11.1	10.3	3.2	4.9	
全球油轮船队运力	382.9	404.0	432.9	451.1	464.8	477.8	509.8
增速	5.9%	5.5%	7.2%	4.2%	3.1%	5.9%	6.7%
VLCC 油轮 (>20 万 DWT)	146.7	151.6	159.9	164.4	170.9	176.7	191.0
增速	3.9%	3.3%	5.4%	2.8%	4.0%	7.5%	8.1%
Suezmax 油轮 (12-20 万 DWT)	54.2	54.8	59.7	63.3	66.1	68.1	75.3
增速	4.3%	1.1%	8.8%	6.1%	4.5%	7.7%	10.6%
Aframax 油轮 (8-12 万 DW)	76.6	81.2	87.9	93.4	95.1	97.6	102.7
增速	7.0%	6.1%	8.3%	6.2%	1.9%	4.5%	5.3%
Panamax 油轮 (6-8 万 DW)	23.9	26.1	27.6	28.5	29.4	30.3	31.7
增速	12.1%	9.1%	5.8%	3.4%	3.0%	6.1%	4.9%
Handy 油轮 (1-6 万 DW)	81.5	90.3	97.8	101.5	103.3	105.1	109.0
增速	8.1%	10.8%	8.4%	3.8%	1.7%	3.5%	3.8%

资料来源: CLARKONS

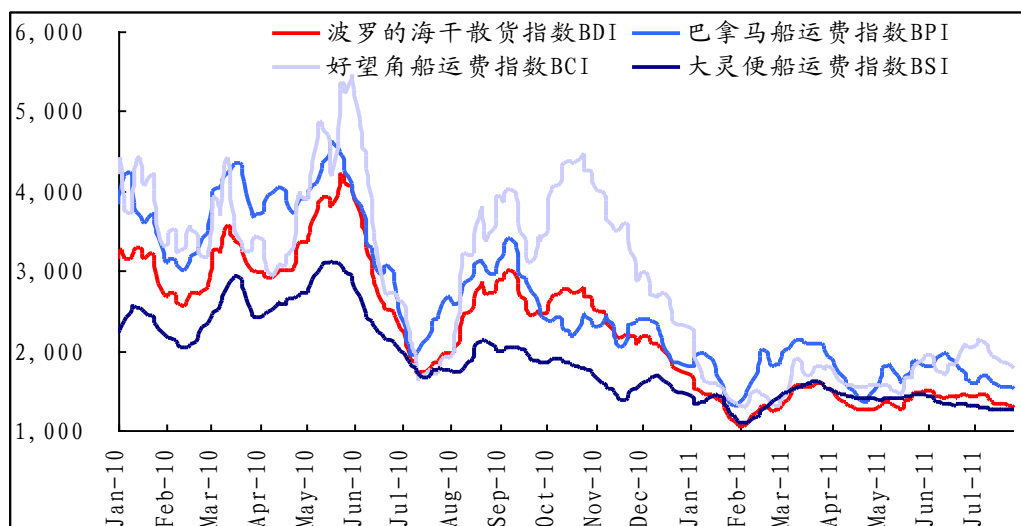
3. 干散货运输市场：钢材消费淡季来临，BDI 低位徘徊

3.1. BDI 指数延续二季度以来的下跌态势

7 月份国际干散货运输市场延续二季度以来的下跌走势，干散货运价指数 BDI 均值为 1371 点，环比下跌 4%，同比下跌 28%。7 月份各船型市场也都以下跌为主：17 万载重吨 capesize 船一年期租为 13138 美元/天，环比上涨 7%，同比下跌 53%；7.5 万载重吨 panama 船一年期租为 13300 美元/天，环比下跌 8%，同比下跌 39%；5.2 万载重吨大灵便船一年期租为 13562 美元/天，环比下跌 4%，同比下跌 3.3%。

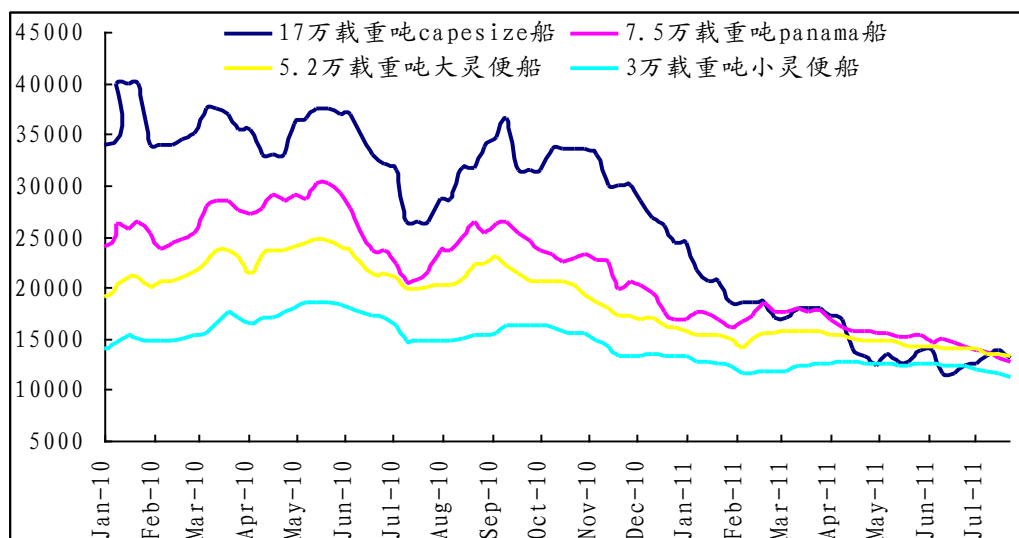
大部分干散货船东的盈亏平衡点在 BDI 指数 2000 点附近，2011 年以来运价持续在船东盈亏平衡点以下震荡，散货运输市场已经陷入全行业亏损的局面。由于全球干散货船队运力仍然在以 10% 以上的速度在增长，预计市场短期仍无法摆脱严重供过于求的态势，运价仍将延续低位震荡态势。

图 17：波罗的海干散货运价指数 BDI 走势



资料来源：BLOOMBERG

图 18：各船型散货船 1 年期期租走势



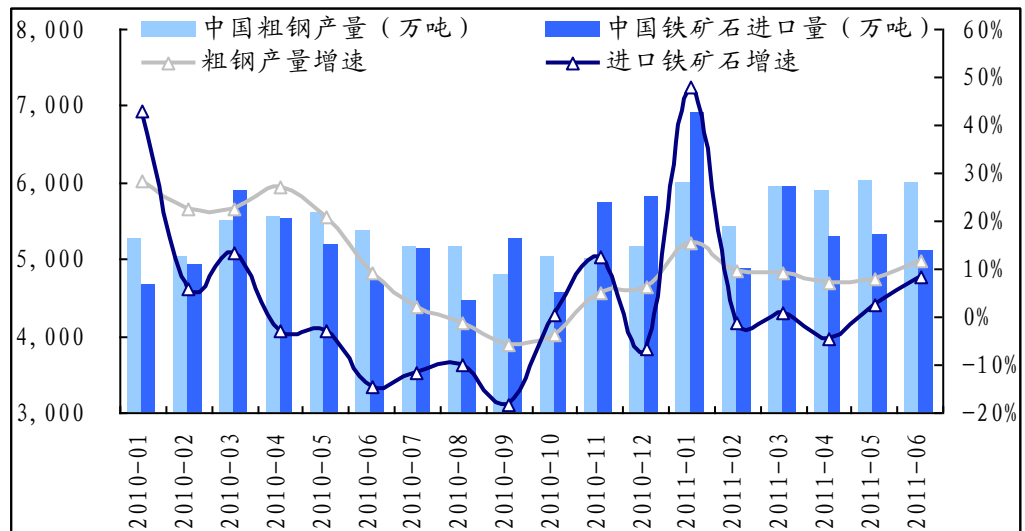
资料来源：BLOOMBERG

3.2. 钢铁消费淡季来临，中国铁矿石进口需求疲软

6 月份中国进口铁矿石 5109 万吨，比 10 年同期增长 8%，增速平稳。受国际铁矿石价格高企影响，上半年我国铁矿石对外依存度下降明显，铁矿石进口量增速显著低于粗钢产量增速：上半年中国粗钢产量 3.51 亿吨，累计增长 9.6%；上半年铁矿石进口量为 3.34 亿吨，累计增长 8.1%。3 季度进入钢铁消费淡季，短期中国铁矿石进口需求将有所减弱，受淡季进口疲软和港口矿石库存高企影响，7 月份以来 capesize 船运价呈低位震荡态势。

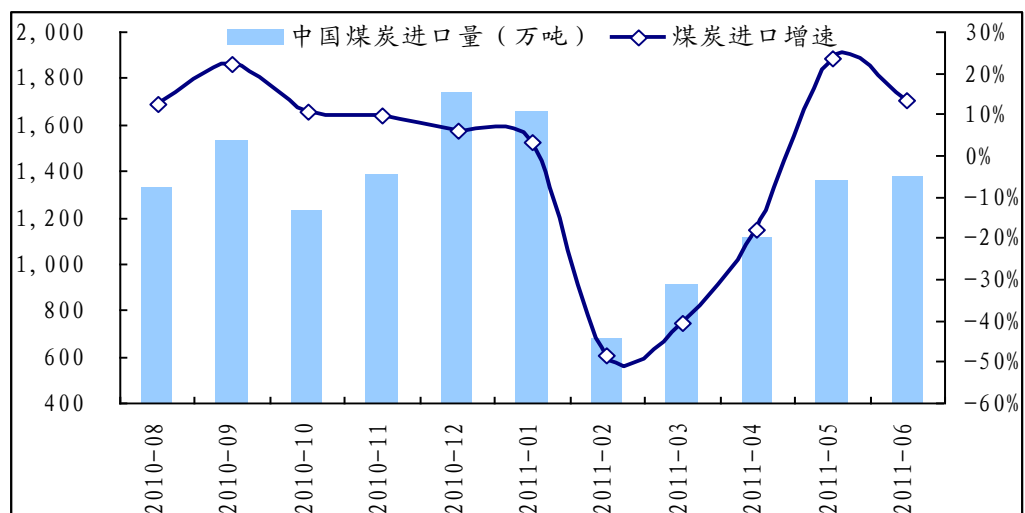
近年来，印度和中国成为驱动全球煤炭海运量增长的核心力量，2010 年印度和中国煤炭进口量分别贡献了全球煤炭海运贸易量的 1/3。2011 年以来受国际煤价高涨影响，进口煤价格持续高于国产煤价格，中国煤炭进口量下滑，上半年累计进口煤炭 7049 万吨，较去年同期减少 11.8%。5、6 月份以来随着国内外煤炭价差的收窄，近期中国煤炭进口量出现回升迹象。受中国煤炭进口量下降影响，CLARKSONS 预计 2011 年全球煤炭航运量增速将从 2010 年的 14% 下降至 3% 左右。

图 19：中国粗钢产量、及铁矿石进口量增长平稳



资料来源：WIND 资讯

图 20：11 年 1-4 月中国煤炭进口量较 10 年同期显著下降，5 月份以来开始回升



资料来源：WIND 资讯

表 7：全球干散货海运贸易量预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
铁矿石	593	660	720	783	843	901	991	1,038
增速	14%	11%	9%	9%	8%	7%	10%	5%
煤炭	660	684	724	765	786	793	905	930
增速	7%	4%	6%	6%	3%	1%	14%	3%
其中：热力煤	481	502	535	563	578	592	668	690
增速	10%	4%	7%	5%	3%	2%	13%	3%
焦煤	179	182	189	202	207	200	237	240
增速	1%	2%	4%	7%	2%	-3%	19%	1%
粮食	273	273	290	302	323	317	340	347
增速	3%	0%	6%	4%	7%	-2%	7%	2%
铝土	65	69	75	89	94	72	87	89
增速	8%	6%	9%	19%	6%	-23%	21%	2%
磷矿石	31	31	30	32	31	19	23	24
增速	7%	0%	-3%	7%	-3%	-39%	21%	4%
5 种大宗散货合计	1,621	1,716	1,840	1,972	2,077	2,101	2,345	2,427
增速	9%	6%	7%	7%	5%	1%	12%	3%
小宗散货	971	1,009	1,081	1,141	1,131	1,019	1,130	1,184
增速	7%	4%	7%	6%	-1%	-10%	11%	5%
干散货合计	2,592	2,725	2,921	3,113	3,208	3,120	3,475	3,612
增速	8%	5%	7%	7%	3%	-3%	11%	4%

资料来源：CLARKSONS

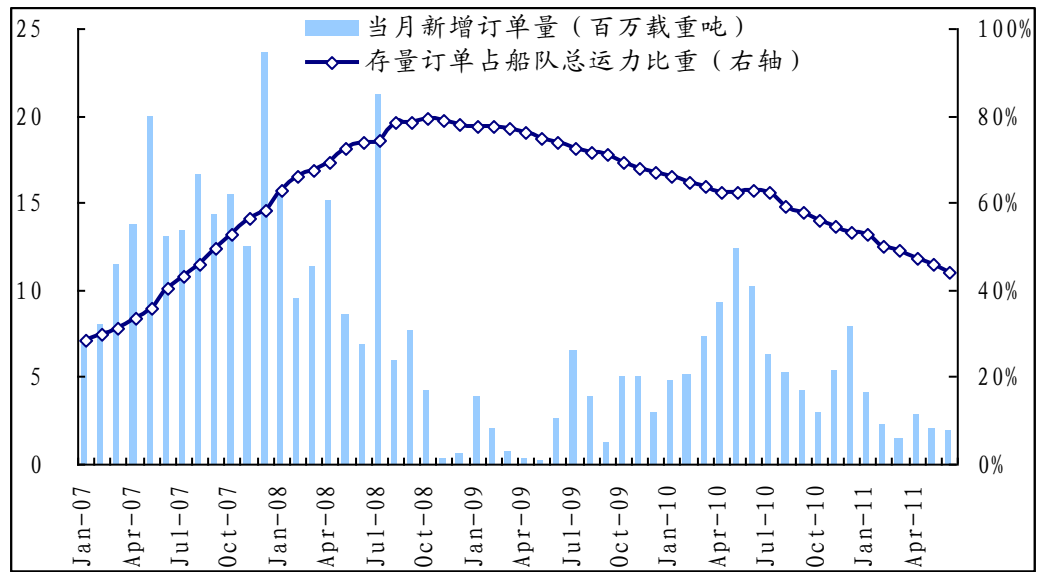
注 1：CLARKSONS 预计 2011 年中国铁矿石进口量将增长 8% 达到 6.52 亿吨，中国进口增量将贡献 2011 年全球铁矿石贸易增量的 110%

3.3. 运力投放速度仍处于历史高位

截至上半年，全球干散货船新船投放量为 4380 万载重吨，船队总运力达到 5.69 亿载重吨，较 2010 年底增加 6.0%。上半年新船投放量占全年的 51%，考虑延期交付的量，预期下半年还将投放 4140 万载重吨，2011 年全年干散货船队运力增速将达到 12.8%，将显著高于 4% 左右的海运量增速。

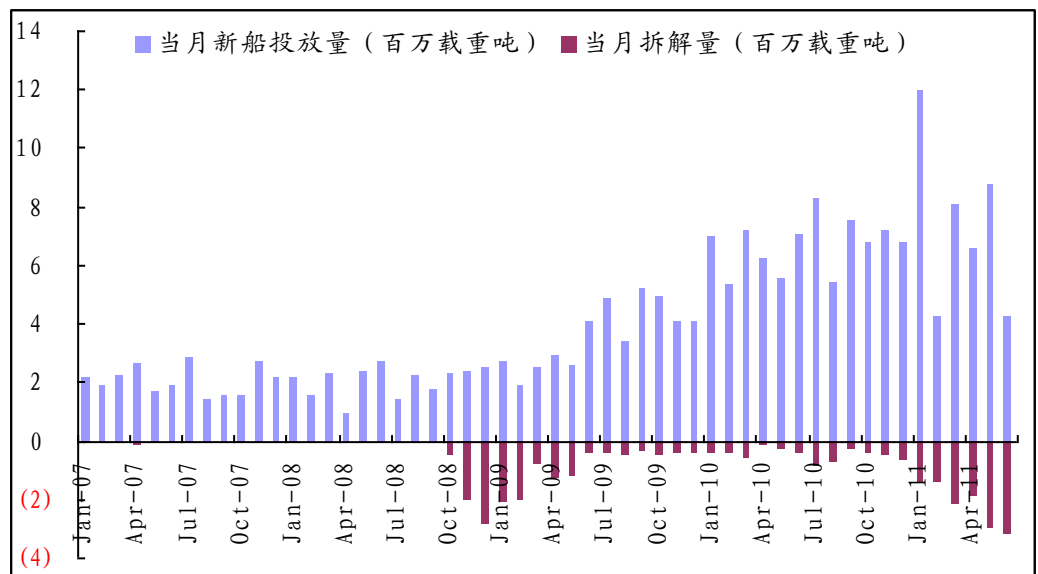
受市场不景气影响，2011 年新增干散货船订单量出现显著回落，上半年新订单量为 1490 万载重吨，仅为 2010 年同期的 30%。同时，老旧船舶拆解速度也有所加快，上半年干散货船拆解量为 1300 万载重吨，为 2010 年同期的 5.3 倍。

图 21: 全球干散货船新增订单情况



资料来源: CLARKSONS

图 22: 全球干散货船运力投放、及拆解情况



资料来源: CLARKSONS

表 8: 全球干散货船队运力投放预测

m. DWT, end	2007	2008	2009	2010	Jun*	2011E	2012E
干散货船订单总量	246.9	323.7	302.6	282.2	246.9		
新增订单量	170.2	107.2	34.3	81.2	14.9		
新船投放量	24.7	24.5	43.1	79.9	43.8	85.2	82.0
拆解量	0.6	5.5	10.6	5.8	13.0	23.2	16.9
改造增加量	0.1	7.4	8.9	4.5	1.7	6.7	
改造减少量	0.1	0.6	0.2	0.2	0.0	0.0	
全球干散货船队运力	391.8	417.4	458.4	536.3	568.7	604.7	669.8
增速	6.5%	6.5%	9.8%	17.0%	6.0%	12.8%	10.8%
Capesize 船 (>100,000)	131.6	143.4	169.9	209.3	224.1	241.6	264.6
增速	8.5%	9.0%	18.5%	23.1%	7.1%	15.4%	9.5%
Panamax 船 (60-100,000)	108.2	114.7	121.0	136.4	144.3	153.5	175.5
增速	6.4%	6.0%	5.4%	12.8%	5.8%	12.6%	14.3%
Handymax 船 (40-60,000)	76.9	82.9	92.0	109.0	116.7	122.6	138.1
增速	7.4%	7.9%	10.9%	18.5%	7.1%	12.4%	12.7%
Handysize 船 (10-40,000)	75.1	76.3	75.5	81.6	83.6	87.1	91.6
增速	2.4%	1.6%	-1.0%	8.1%	2.4%	6.6%	5.2%

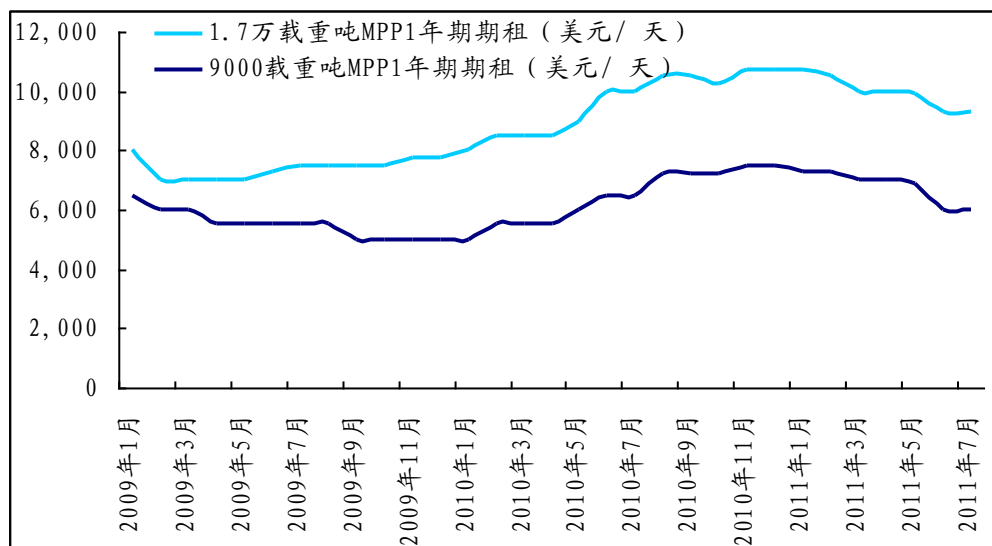
资料来源: CLARKSONS

4. 多用途船市场: 运价持续小幅回落

2010 年是全球多用途船市场从底部复苏的一年, 但 2011 年以来多用途船市场复苏的脚步有所放缓, 运价从年初以来呈现持续小幅回落态势: 7 月份 1.7 万载重吨 MPP 船一年期期租为 9300 美元/天, 与上月基本持平, 较年初下跌 13%。

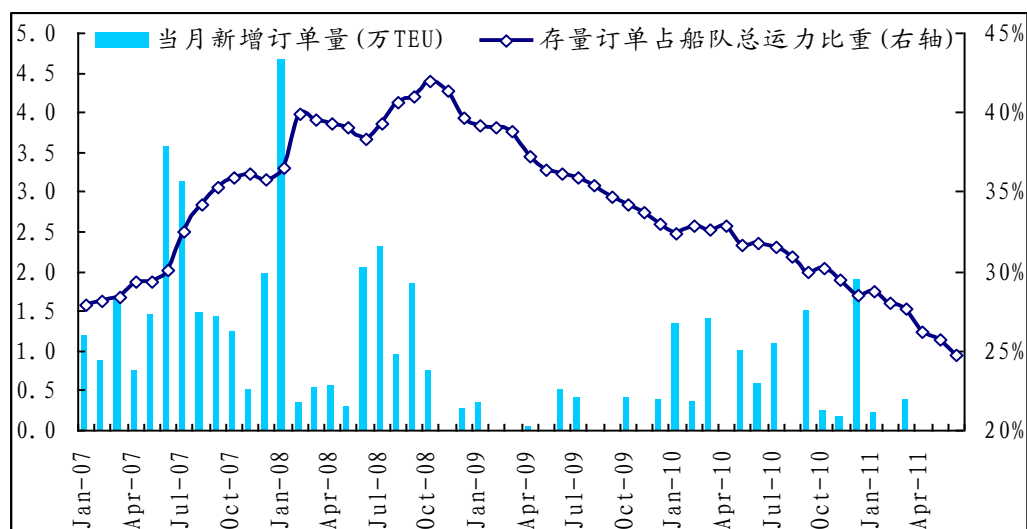
2011 年全球 MPP 船运力投放速度也较 2010 年有所加快: 1-6 月新船投放量为 4.6 万 TEU, 占全年计划投放量的 38%, 下半年还将投放 7.5 万 TEU, 预计 2011 年底全球 MPP 船队总运力将达到 139.5 万 TEU, 较 2010 年增长 6.7%, 运力投放速度比 2010 年高 1.8 个百分点。

图 23: 多用途船运价走势



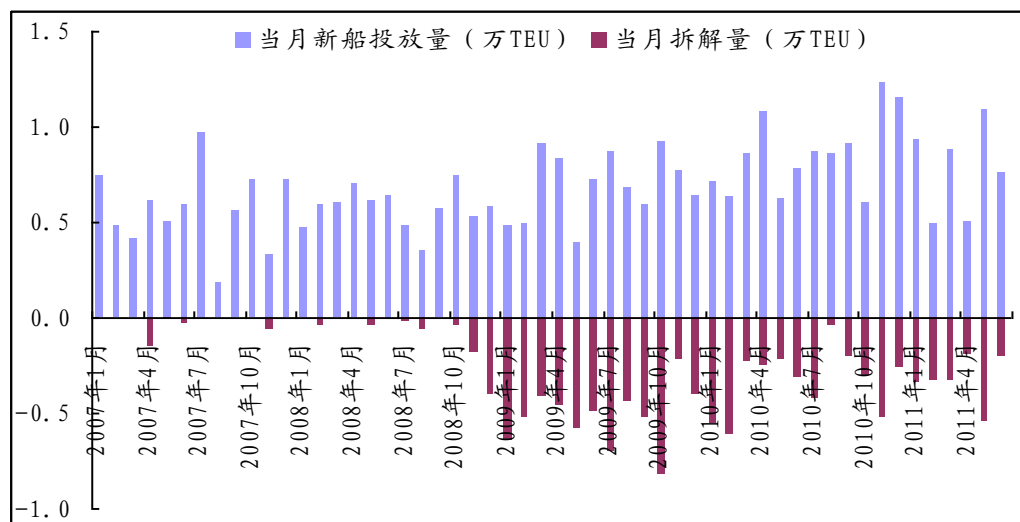
资料来源：CLARKSONS

图 24：全球多用途船新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 25：全球多用途船运力投放、及拆解情况



资料来源：CLARKSONS

表 9：多用途船运力投放预测

万 Teu	2007	2008	2009	2010	Jun*	2011E	2012E
全球多用途船订单总量	41.5	48.7	41.0	37.0	32.9		
新增订单量	19.2	14.6	2.1	9.6	0.6		
新船投放量	6.8	6.9	8.3	10.3	4.6	12.1	10.6
拆解量	0.3	0.8	6.2	3.9	1.9	3.3	1.5
多用途船（MPP）船队	116.6	122.9	124.6	130.7	133.4	139.5	148.6
增速	6.0%	5.4%	1.4%	4.9%	2.1%	6.7%	6.5%

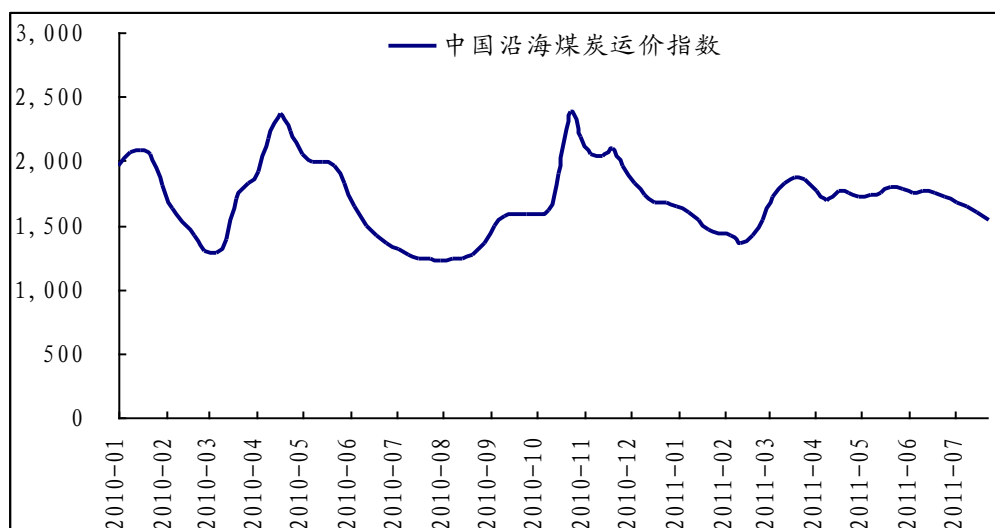
资料来源：CLARKOSNS

5. 沿海煤运市场：旺季不旺，需求疲软，运价下跌

受用电量上升驱动，夏季一般是沿海煤炭运输市场的传统旺季。但今年入夏以来沿海煤运市场呈现旺季不旺的特征，市场超乎预期地持续低迷，沿海煤炭运费自6月1日以来出现了连续十周下滑的现象，秦皇岛至上海航线2-3万吨船运费跌幅达25%。7月份沿海煤炭运价指数均值为1617点，环比上月下跌7%。其中，秦皇岛-上海航线平均运价为46元/吨，环比下跌11%；秦皇岛-广州航线平均运价为54元/吨，环比下跌11%。今年夏季降雨较往年偏多，水力发电量上升取代了部分火力发电，使得旺季国内电厂煤炭需求增幅不明显。

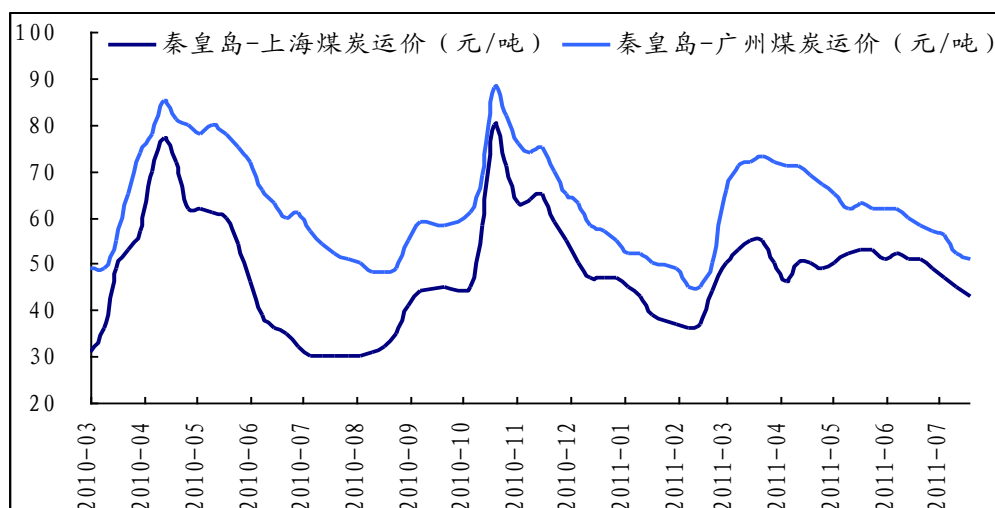
目前，电厂存煤量和港口煤炭库存都很充足：全国直供电厂煤炭库存量在17天左右，处于正常水平之上；7月29日秦皇岛港煤炭库存量进一步攀升至755万吨，也处于较高水平。预计短期电厂购煤积极性不高，沿海煤炭运价上涨的动力不足。

图 26：中国沿海煤炭运价指数走势



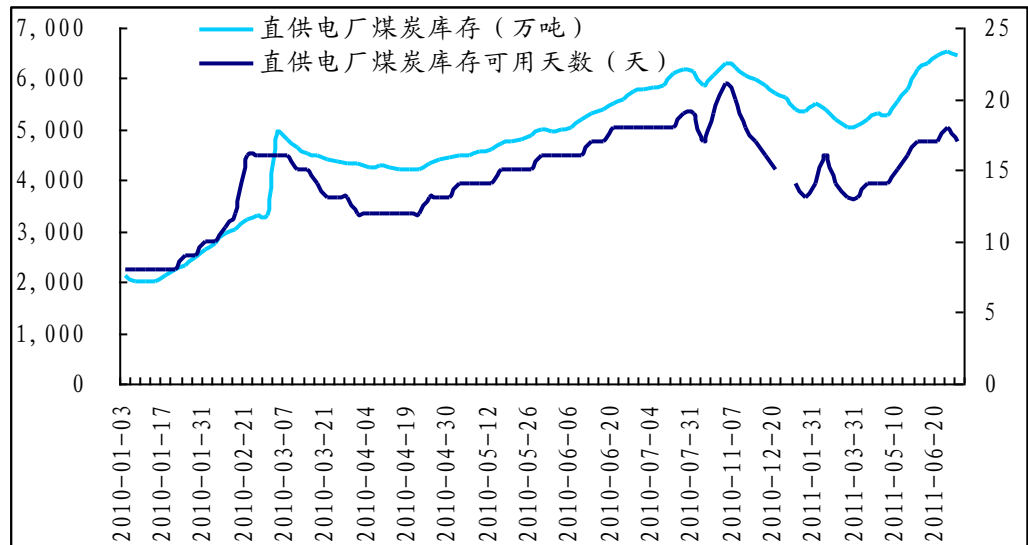
资料来源：WIND 资讯

图 27：秦皇岛-华东、华南煤炭运价走势



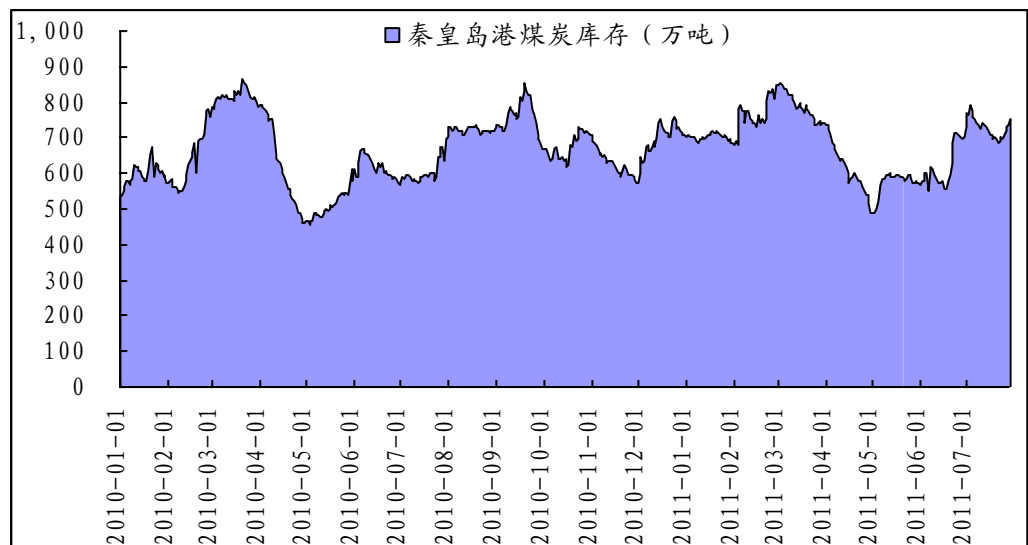
资料来源：WIND 资讯

图 28：目前电厂煤炭库存处于高位



资料来源：WIND 资讯

图 29：秦皇岛港煤炭库存情况



资料来源：WIND 资讯

6. 维持航运业“同步大市-A”评级

受运价下跌影响，7 月份 A 股航运板块下跌 5.3%，跑输上证指数 3.2 个百分点，全球主要市场航运股也呈单边下跌走势。

上半年集运市场和多用船市场运价走势低于市场预期，干散和油轮运输市场运价则持续低于船东盈亏平衡点。受行业不景气影响，预期航运公司中期业绩相比去年同期都将出现较大幅度下降。

3 季度是集运市场的传统旺季，目前欧地线运价出现企稳回升迹象，预计 10 月份旺季结束之前，集运运价有望延续季节性回升态势；3 季度是干散和油运市场的淡季，预计 BDI 指数和油运指数延续低位震荡态势的概率较大。维持航运业“同步大市—A”评级。在细分子市场中，我们相对看好集运市场和多用途船市场的长期走势，目前中海集运 PB 已降至 1.3 倍左右、中远航运 PB 已降至 1.6 倍左右，建议长期投资者可逢低战略性布局中海集运和中远航运。

表 10：7 月份 A 股航运板块跑输市场

	7 月份市场表现	1-7 月市场表现
上证指数	-2.1%	-5.3%
海运板块	-5.3%	-17.0%
中海海盛	5.9%	-8.3%
宁波海运	2.6%	2.3%
中海发展	-2.0%	-14.4%
招商轮船	-5.5%	-12.7%
中远航运	-6.4%	-14.5%
中国远洋	-6.4%	-18.7%
长航油运	-6.9%	-1.7%
中海集运	-8.8%	-27.3%

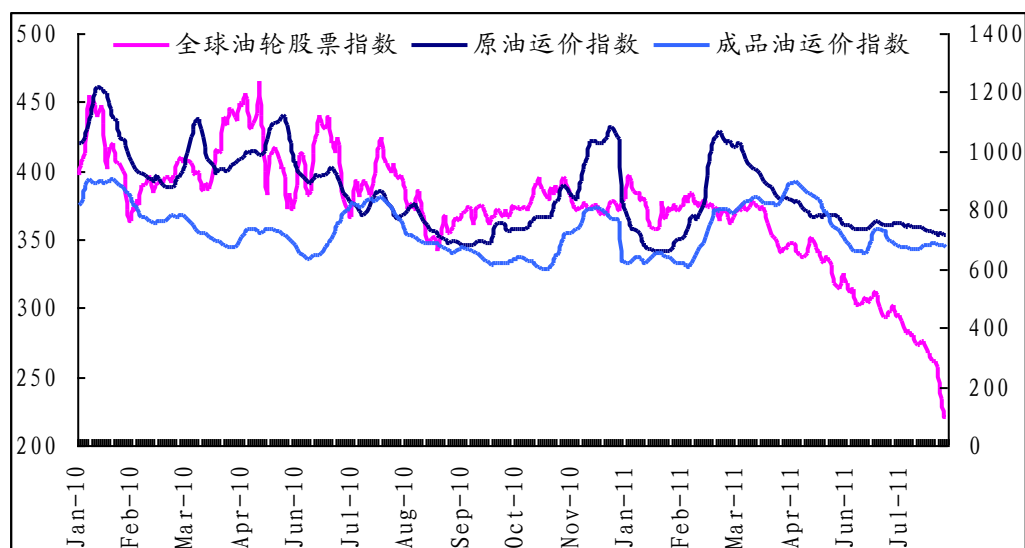
资料来源：WIND 资讯

图 30：全球干散货股价价格指数走势



资料来源：BLOOMBERG

图 31: 全球油轮股票价格指数



资料来源: BLOOMBERG

表 11: 主要航运业业绩预测与评级

公司	8.05 股价	EPS			PE			PB	评级	目标 价	投资要点
		2010A	E2011	E2012	E2010	E2011	E2012				
中海集运	3.12	0.36	0.05	0.30	9	62	10	1.3	买入-A	4.5	2012-2013 年集运行业新船投放量处于历史低位, 行业环比改善概率较大。
中远航运	6.34	0.26	0.20	0.35	24	32	18	1.6	增持-A	8.0	看好特种杂货市场长期发展趋势, 建议回调至合理价位后介入。
中海发展	7.60	0.50	0.50	0.65	15	15	12	1.1	增持-A	10.0	公司沿海及远洋干散货、油品运输业务由于有 COA 合同保障, 业绩相对稳定, 波动小
招商轮船	3.48	0.18	0.14	0.18	19	25	19	1.2	中性-A	5.0	油品、干散运输收入各占 75% 和 25%, 2012 年前油轮及干散货运输市场持续处于底部概率较大。
中国远洋	7.38	0.66	0.20	0.30	11	37	25	1.6	中性-A	10.0	12 年前干散运输市场持续处于周期底部的概率较大。
长航油运	2.55	0.01	0.01	0.05	255	255	51	1.5	中性-A	3.0	油品运输业务占 100%, 2012 年前油轮市场持续处于底部概率较大。

资料来源: WIND 资讯、安信证券研究中心

分析师简介

吴莉：5 年证券行业研究经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口铁路行业研究；2008 年加入国泰君安证券研究所从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）；2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034