

中报风险释放，趋势性机会需等待

报告要点

■ 中报小结：海运各指标垫底，港口中规中矩

2011 年上半年，海运行业的 3 大传统子板块同时陷入运价回落的泥潭，BDI 指数、BDTI 指数和 CCFI 指数的均值同比分别下降 56.7%、18% 和 7.8%，航运板块整体收入同比下降 7%，营业利润和净利润同比分别下降 106% 和 143%，各指标交运板块中垫底。

港口板块上半年收入同比增速修正后为 17%，与公路板块相当，略高于上半年全国货物吞吐量 13.2% 的同比增速，考虑到部分散货、集装箱港口年初实施提价，这一增速基本反映了行业基本面走势。营业利润和净利润增速分别为 17% 和 8%，与机场板块基本相当。

■ 主要集运公司中报汇总：规模效应，还是专注于市场

我们整理了已经公布中报的主要班轮公司业绩数据，典型的情况是量增不抵价跌，最终收入下降且成本上升过快，所有公司的利润均同比下降。值得一提的是，前 20 大班轮公司中，仅有的实现盈利的 3 家公司，两家是行业排名前 3 的龙头马士基和达飞轮船，另一家是以经营亚洲区内和澳亚航线为主的东方海外。或许对班轮公司而言，如果无法成为大而强的行业龙头，则只有那些专注经营高增速非主干航线的公司才有希望抵御这一次的寒冬。

■ 行业观点：中报风险释放，继续下跌带来配置机会

集运中报风险释放，趋势性机会待来年：中海集运和中国远洋上半年班轮业务同时陷入亏损，目前主干航线运价仍低于保本点，我们认为公司 3 季度在行业环境没有明显好转的情况下取得盈利的难度较大，而 4 季度也是相对淡季。下半年集运的投资机会主要来自 2 方面，一是旺季末期运价超预期提升带来的交易性机会，二是市场持续低迷，股价继续下跌带来的长期投资机会。

散货运输短期升温，需求改善前维持谨慎：近期 BCI 迅速上涨推动 BDI 指数，主要是巴西和澳洲矿商打折销售，需求端尚无明显超预期因素，因此在供需结构未改变前我们依然对散货持谨慎态度

多用途船 4 季度交付压力渐增，股价回落带来配置机会：4 季度新交付运力增多对市场运价反弹不利，但是从长期来看利比亚局势已经逐步缓和并将步入正轨，依然看好该行业未来 2-3 年的向上周期，如果中远航运股价进一步下跌，则提供了战略性配置机会。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
600428	中远航运	推荐
600018	上港集团	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

中远航运	10A	11E	12E
PE	28.99	30.74	15.14
PB	1.69	1.11	1.02
EV/EBITDA	19.82	15.90	8.52
上港集团			
PE	13.86	11.94	10.91
PB	1.96	1.49	1.39
EV/EBITDA	8.90	6.29	5.32

相关研究

《产业转移背景下的交通运输》2011-6-20

分析师：

吴云英

(8621)68751160

wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120001

联系人：

韩轶超

(8621) 68751781

hanyc@cjsc.com.cn

正文目录

2011 年海运港口行业中报小结	6
整体：海运各指标垫底，港口中规中矩	6
海运公司分析：集运低于预期，散货、油运继续去产能化	6
主要集运公司中报汇总：规模效应，还是专注子市场	8
港口公司分析：整体增速平稳，非主业成为超预期来源	10
集装箱市场：旺季不旺，前景不明	11
8 月指数：运价提升有限，成本依然高位	11
运力预测：新订单增加，下一轮供给压力在 2013 年	14
船队：交付量明显回落	15
密切关注行业龙头扩张动向	16
需求：经济先行指标下行，外需增长前景不明	18
干散货市场：市场回暖，BDI 指数强势反弹	19
8 月指数：价格倒挂拉动中国进口需求，BCI 主导反弹	19
需求指标：进口需求旺盛	21
船队：运力增速连续 6 月回落，但依然高位	23
运力预测：供给过剩短期难以扭转	24
油轮市场：过剩运力压制原油运价，市场表现低迷	26
8 月指数：原油运价持续下跌，成品油运价涨跌互现	26
需求指标：油价月初下跌后有所回升，总体有所下降	28
船队：订单消化中	30
运力预测：2011 年依旧供大于求	30
多用途市场：运价下跌，短期压力犹在	33
8 月指数：运价处于低位	33
船队：交付量回落，订单压力仍在	34
运力预测：2011 年运力高增长，短期压力犹存	34
市场表现	37

图表目录

图 1: 2011 年上半年海运上市公司收入增速.....	7
图 2: 2011 年上半年港口公司收入增速.....	10
图 3: 全国港口货物吞吐量	10
图 4: 全国港口集装箱吞吐量.....	10
图 5: 中国出口集装箱运价指数（综合指数）	12
图 6: 中国出口集装箱运价指数（欧洲、地中海航线）	12
图 7: 中国出口集装箱运价指数（美西、美东航线）	12
图 8: 上海出口集装箱运价指数（综合指数）	12
图 9: 上海出口集装箱运价指数（欧洲、地中海基本港）	13
图 10: 上海出口集装箱运价指数（美西、美东基本港）	13
图 11: 国际集装箱租船指数（HRCI）	13
图 12: 汉堡 ConTex 集装箱期租运费综合指数.....	13
图 13: Clarksons 集装箱船租金指数.....	14
图 14: 全球集装箱船队规模.....	15
图 15: 集装箱船船队交付量（同比）	16
图 16: 集装箱船船队交付量（占现有运力比例）	16
图 17: 集装箱船队在手订单量（同比）	16
图 18: 集装箱船队在手订单量（占现有运力比例）	16
图 19: 集装箱船队新订单量（同比）	17
图 20: 集装箱船队新订单量（占现有运力比例）	17
图 21: 集装箱船队拆解量（同比）	17
图 22: 集装箱船队拆解量（占现有运力比例）	17
图 23: 集装箱船新船造价	17
图 24: 集装箱船二手船价格	17
图 25: 主要国家 PMI 指数.....	18
图 26: 主要国家失业率.....	18
图 27: 主要国家消费者信心指数.....	18
图 28: 主要国家消费品零售额同比	18
图 29: 美国新房开工总数.....	19
图 30: 美国新房平均售价	19
图 31: BDI 指数.....	20
图 32: BCI 指数.....	20
图 33: BPI 指数.....	20
图 34: BSI 指数.....	20
图 35: 海岬型船运价（图巴郎-北仑）	20
图 36: 海岬型船运价（澳西-北仑）	20
图 37: 海岬型船 4 航次期租航线日租金平均值	21
图 38: 中国铁矿石进口量与产量	22
图 39: 矿石价格指数	22
图 40: 我国粗钢产量	22

图 41: 国内钢材价格	22
图 42: 国际钢材价格	22
图 43: 我国沿海港口铁矿石库存	22
图 44: 环渤海四港煤炭库存	23
图 45: BJ 煤现货价格	23
图 46: 国内外煤炭价格价差	23
图 47: 三大港口动力煤价格指数	23
图 48: 全球干散货船队规模	24
图 49: 干散货船队交付量 (同比)	25
图 50: 干散货船队交付量 (占现有运力比例)	25
图 51: 干散货船队在手订单量 (同比)	25
图 52: 干散货船队在手订单量 (占现有运力比例)	25
图 53: 干散货船队新订单量 (同比)	25
图 54: 干散货船队新订单量 (占现有运力比例)	25
图 55: 干散货船队拆解量 (同比)	26
图 56: 干散货船队拆解量 (占现有运力比例)	26
图 57: 干散货船新船造价	26
图 58: 干散货船二手船价格	26
图 59: BDTI 和 BCTI 指数	27
图 60: 中东-日本 26 万吨级 VLCC 原油运价指数(WS)	27
图 61: 新加坡-日本 3 万吨级成品油运费指数(WS)	27
图 62: 中东-日本 26 万吨级 VLCC TCE(美元/天)	28
图 63: 新加坡-日本 3 万吨级油轮 TCE(美元/天)	28
图 64: 美国原油库存	28
图 65: 美国原油进口量	28
图 66: 美国原油产量	29
图 67: 美国炼油厂开工率	29
图 68: CST180 和 CST380 油品价格	29
图 69: WTI 油价	29
图 70: 中国原油产量	29
图 71: 俄罗斯原油产量	29
图 72: 中国原油进口量	30
图 73: 日本原油进口量	30
图 74: 全球油轮船队规模	31
图 75: 油轮船队交付量 (同比)	32
图 76: 油轮船队交付量 (占现有运力比例)	32
图 77: 油轮船队在手订单量 (同比)	32
图 78: 油轮船队在手订单量 (占现有运力比例)	32
图 79: 油轮船队新订单量 (同比)	32
图 80: 油轮船队新订单量 (占现有运力比例)	32
图 81: 油轮船队拆解量 (同比)	33
图 82: 油轮船队拆解量 (占现有运力比例)	33
图 83: 油轮新船造价	33

图 84: 油轮二手船价格.....	33
图 85: 9000 载重吨多用途船租金水平	34
图 86: 1.7 万载重吨多用途船租金水平.....	34
图 87: 全球多用途船队规模.....	35
图 88: 多用途船队交付量（同比）	36
图 89: 多用途船队交付量（占现有运力比例）	36
图 90: 多用途船队在手订单量（同比）	36
图 91: 多用途船队在手订单量（占现有运力比例）	36
图 92: 多用途船队新订单量（同比）	36
图 93: 多用途船队新订单量（占现有运力比例）	36
图 94: 多用途船队拆解量（同比）	37
图 95: 多用途船队拆解量（占现有运力比例）	37
图 96: 全球海运股股价指数	37
表 1: 2011 年上半年交运各子行业收入、利润增速.....	6
表 2: 2011 年上半年海运公司收入增长量价分析	7
表 3: 2011 年上半年海运公司盈利情况.....	8
表 4: 2011 年上半年主要集运公司业绩表现.....	9
表 5: 2011 年上半年主要集运公司亚欧与泛太航线业务量对比.....	9
表 6: 2011 年上半年港口公司盈利情况.....	11
表 7: 集装箱运价指数月度变化情况.....	12
表 8: 集装箱船运力预测假设条件	14
表 9: 集装箱船运力预测.....	14
表 10: 干散货运价指数（8 月）	19
表 11: 干散货船运力预测假设条件	24
表 12: 干散货船运力测算.....	24
表 13: 油轮市场平均运价表现（8 月）	27
表 14: 双壳油轮运力预测假设条件	30
表 15: 单壳油轮运力预测假设条件（年拆解量/2010 年底运力比例）	31
表 16: 油轮运力测算	31
表 17: 多用途船运力预测假设条件	34
表 18: 多用途船运力测算.....	35
表 19: 主要覆盖公司盈利预测与评级.....	38

2011 年海运港口行业中报小结

整体：海运各指标垫底，港口中规中矩

2011 年上半年，海运行业的 3 大传统子板块（散货、油品和集装箱运输）同时陷入运价回落的泥潭，BDI 指数、BDTI 指数和 CCFI 指数的均值同比分别下降 56.7%、18%和 7.8%，收入同比增长的公司主要依靠运力扩张来弥补单价下跌，其余的公司则是量价齐跌，航运板块整体收入同比下降 7%，不仅低于沪深 300 平均水平，且在交运板块中也是最低的。同时上半年油价飙升，布伦特和 380 号船用燃油均价同比分别上升 42%和 35%，导致海运行业营业利润和净利润同比分别下降 106%和 143%，亦在交运板块中垫底。

港口板块上半年整体收入同比增长 68%，领跑交运各子行业，但如果剔除因注矿而收入大幅提升的芜湖港，则行业收入同比增速修正为 17%，与公路板块相当，略高于上半年全国货物吞吐量 13.2%的同比增速，考虑到部分散货、集装箱港口年初实施提价，这一增速基本反映了行业基本面走势。营业利润和净利润增速分别为 17%和 8%，与机场板块基本相当。

表 1：2011 年上半年交运各子行业收入、利润增速

板块名称	营业收入增速 (%)	营业利润增速 (%)	归属母公司股东的净利润增速 (%)
SW 港口 II	68	17	8
SW 物流 II	42	23	34
SW 铁路运输 II	38	32	32
沪深 300	28	26	23
SW 航空运输 II	22	11	6
SW 交通运输	21	-8	-16
SW 高速公路 II	17	2	-1
SW 机场 II	13	17	17
SW 公交 II	8	-15	9
SW 航运 II	-7	-106	-143

资料来源：Wind，长江证券研究部

海运公司分析：集运低于预期，散货、油运继续去产能化

航运板块受到去产能化和经济二次探底带来后需求放缓的双重打击，除了经营特种船的中远航运收入上升 21%，其余传统航运公司收入增速都在 10%以内，运量增长基本依靠运力投放的拉动，而运价则有不同程度下跌。成本端又受制于油价、人力成本的挤压，在买方市场的环境下这些窜升的支出无法有效向下游传递，导致行业盈利大幅下降，散货（中国远洋）、油品（长航油运）和集装箱运输（中海集运）行业的代表性公司均在上半年陷入亏损。

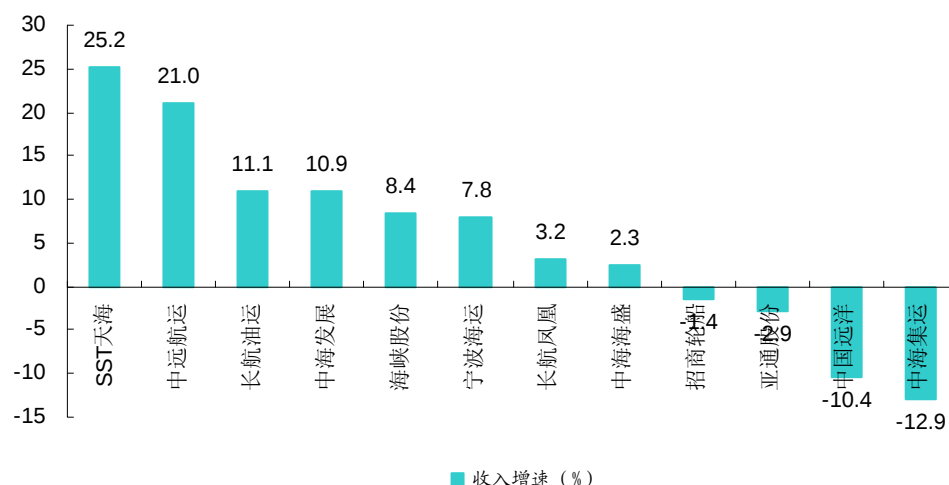
我们认为，散货和油品运输行业的亏损在预期之内，漫长的去产能化过程还将继续；而集运行业则是一路走低，低于我们年初的预期，尽管供需面要优于散货和油品运输，但行业内部竞争的激烈程度显然超预期，船东利用去年的盈利现金进行新一轮的“军备竞赛”，大船投入过多、闲置运力不断回归市场使欧线运价基本归零（剔除燃油附加费和港口费）。总体而言，航运公司的经营环境可谓荆棘丛生。

1) 集运类公司包括中海集运和中国远洋（集运收入约占一半），集运业务收入分别下降 13% 和 5%，其中单位运价下降是主要原因。上半年 CCFI 指数均值同比下降 7.8%，同期中海集运和中国远洋集装箱单箱收入分别下降了 10% 和 13%，其中欧线运价受大船投放影响最为显著，中海集运和中国远洋亚欧航线单箱收入同比分别下降了 26% 和 28%。

2) 干散货类公司中，中国远洋、招商轮船和中海发展的干散货收入同比分别变动-27%、2% 和 15%，不过收入增长的公司基本都是运力推动型的，3 家公司干散货运力同比分别增长了 -3%、82% 和 28%，散货周转量同比变动 0%、53% 和 48%，实际单位收入同比分别变动-27%、-33% 和 -23%，上半年 BDI 指数均值同比下降 56.7%。

3) 油品运输类公司中，长航油运、招商轮船和中海发展的油品运输收入分别增长了 12%、-2% 和 8%，3 家公司油轮运力同比分别增长 47%、19% 和 20%，油品周转量增速分别为 33%、21% 和 18%，实际的单位收入同比分别变动-16%、-19% 和 -9%。上半年 BDTI 指数均值同比下降 18%。

图 1：2011 年上半年海运上市公司收入增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：2011 年上半年海运公司收入增长量价分析

证券简称	海运收入 增长 (%)	业务量名称	业务量增 长 (%)	运力同 比 (%)	单位价格	单价增长 (%)	备注
中远航运	20.38	货物周转量	4.84	5.70	元/千吨海里	14.78	多用途、重吊和半潜船期租水平变化-14%、11%和-5%
长航油运	12.03	货物周转量	33.00	47.31	元/千吨公里	-15.77	VLCC 运价持续低位，MR 运价略低于保本点
中海发展	22.47	货物周转量	29.60	23.38	元/千吨海里	-5.51	运价内稳外跌，VLOC 投运后矿石运输放量
宁波海运	5.45	货物周转量	-6.06	N.A	元/千吨公里	12.25	坚持大客户战略，量价波动较小
长航凤凰	4.63	货物周转量	33.60	N.A	元/千吨公里	-21.68	远洋与运河收入增幅较快，长江与沿海基本同比持平

中海海盛	10.18	货物周转量	8.82	N.A	元/千吨海里	1.24	海运业务增收主要来自新运力带来的量增
招商轮船	-1.32	货物周转量 (油轮、散货)	20.6、52.9	14.48、82.03	元/千吨海里	-19.14、-33.32	单位收入下降较快,但优于市场平均水平
中国远洋	-14.92	箱运量(集运)、营运天 (千散)	9.81、-0.1	6.3、-2.7	元/TEU、美元/天	-12.75、-38.7	散货租金仍处地位,集运量增不抵价跌
中海集运	-13.12	箱运量	-3.28	10.56	元/TEU	-10.17	欧美航线量价快速回落,内贸航线缓冲业绩

资料来源: Wind, 公司年报, 长江证券研究部

而从盈利情况来看, 2011 年上半年净利润增速较快的公司都是非大型传统航运类公司, 比如: 宁波海运、中海海盛、亚通股份等, 净利润增速都在 50%以上, 而老牌的国有航运公司中, 除了中远航运净利润同比持平, 其余同比回落幅度都在 30%-376%之间。这与期间的基本面情况基本相符, 海运公司在收支两面受制的环境下, 只能依靠锁定运价、锁定燃油等手段苦苦支撑, 比如中远航运(行业额壁垒高)、招商轮船和中海发展(COA 合同占比高)上半年保持了正收益, 而有远见的公司则利用盈利周期中积攒下的大量现金, 果断低价购置运力, 为洗牌之后新一轮的向上周期做好准备。

表 3: 2011 年上半年海运公司盈利情况

证券简称	净利润增速 (%)	毛利率 (%)		净利率 (%)		ROE (%)	
		2010.1H	2011.1H	2010.1H	2011.1H	2010.1H	2011.1H
宁波海运	109	30.63	28.58	2.82	9.31	1.65	3.37
中海海盛	66	13.64	9.74	5.19	5.28	0.54	1.12
亚通股份	56	-56.81	14.83	-41.37	-15.51	-9.22	-4.55
SST 天海	29	-27.49	-8.55	-94.55	-53.80	0.00	0.00
海峡股份	12	54.45	52.46	36.10	37.40	6.92	7.28
中远航运	0	15.92	10.53	7.07	6.23	3.39	3.18
中海发展	-30	23.98	15.20	17.38	11.30	4.51	2.99
招商轮船	-55	32.70	16.46	33.01	14.91	4.58	2.05
中海集运	-154	10.33	-1.99	7.39	-4.37	4.54	-2.19
中国远洋	-177	18.93	2.76	10.45	-5.09	8.07	-5.89
长航油运	-376	16.75	1.13	5.36	-13.25	2.63	-6.53
长航凤凰	-3,109	13.73	-6.17	-0.59	-24.46	-0.91	-34.15

资料来源: Wind, 公司年报, 长江证券研究部

主要集运公司中报汇总: 规模效应, 还是专注于市场

我们整理了已经公布中报的主要班轮公司业绩数据, 发现最典型的情况是: 运力同比增长 10%左右, 但完成箱量增速仅个位数, 实际运价下跌 5%以内, 最终营业收入增长低于 10%, 而由于燃油等成本的大幅上升, 所有公司的利润均同比下降, 只有马士基、达飞轮船和东方海外实现了净盈利, 其余公司不但亏损且利润同比降幅都在 100%以上。从这些数据我们判断, 因去年的订单延至今年交付, 上半年前 20 大班轮公司基本都处在运力扩张阶段, 对市场份额的抢占再次压倒运价, 在需求没有超预期的情况下, 运价下跌使各公司的收入增长无法抵消燃油、人工等成本的快速上升, 亏损在所难免。值得一提的是, 唯一实现盈利的 3 家

公司，两家是行业排名前3的龙头马士基和达飞轮船，另一家是以经营亚洲区内和澳亚航线为主的东方海外。对班轮公司而言，如果无法成为大而强的行业龙头，则只有那些专注经营高增速非主干航线的公司才有希望抵御这一次的寒冬。

表 4: 2011 年上半年主要集运公司业绩表现

运力排名	公司简称	运力同比	箱量同比	运价同比	收入同比	利润同比
1	马士基航运	14.6%	5.6%	-2.9%	5.3%	-67.9%
3	达飞轮船	16.8%	9.1%	-1.0%	8.0%	-72.1%
4	中远集运	6.3%	9.8%	-13.5%	-4.1%	-89.1%
5	赫伯罗特	14.0%	3.3%	4.4%	2.7%	-118.7%
7	美国总统	0.0%	8.1%	-2.8%	7.1%	-535.7%
8	中海集运	10.6%	-3.3%	-10.0%	-12.9%	-153.8%
9	韩进海运	11.2%	8.2%	-1.5%	6.6%	-255.4%
10	智利南美	8.0%	39.8%	-14.2%	20.0%	-24329.7%
11	商船三井	12.9%	7.7%	0.2%	0.0%	-100.0%
12	东方海外	16.1%	9.4%	-0.8%	8.5%	-39.0%
14	日本邮船	9.1%	-2.3%	-4.6%	-6.8%	-425.7%
15	川崎汽船	3.3%	-2.1%	0.7%	-1.6%	-324.4%
18	现代商船	12.8%	9.2%	-0.3%	8.9%	N.A

资料来源：各公司网站，Alphaliner，长江证券研究部

分航线来看的话，1 万 TEU 以上的大船上半年集中投入，以及前 20 大班轮公司纷纷选择步入万箱俱乐部，因此有大船运力投放计划的公司基本都在欧线获得了 10%-20%的箱量同比增长，与之形成鲜明对比的是，欧线的运价大幅下降，SCFI 欧洲基本港运价同比下降 45%，而下表中班轮公司的欧线运价平均下降幅度则是 17.9%；美线相对而言更为平稳，但也受到需求增速放缓，以及被欧线大船挤出的运力所冲击，量价滞涨，同时今年美线年度谈判结果低于船东预期，预示着接下来 8 个月美线的基本运价可能还会受此影响。

表 5: 2011 年上半年主要集运公司亚欧与泛太航线业务量对比

运力排名	公司简称	亚欧航线			泛太航线		
		箱量同比	运价同比	箱量占比	箱量同比	运价同比	箱量占比
1	马士基航运	9.0%	-12.0%	40.0%	-6.0%	6.0%	11.0%
4	中远集运	21.9%	-28.2%	22.1%	-0.1%	-4.0%	23.1%
5	赫伯罗特	-2.5%	-7.7%	21.7%	8.1%	4.6%	22.1%
7	美国总统	17.3%	-12.2%	16.8%	-3.9%	8.0%	28.8%
8	中海集运	-11.0%	-26.0%	15.5%	-9.9%	-11.1%	17.4%
9	韩进海运	24.3%	-22.4%	34.1%	-1.4%	4.7%	42.6%
10	智利南美	44.4%	N.A	26.2%	n.m	N.A	8.7%
11	商船三井	18.2%	N.A	N.A	0.2%	N.A	N.A
12	东方海外	13.3%	-17.8%	17.2%	2.5%	4.3%	24.5%
14	日本邮船	-4.1%	-12.0%	N.A	-0.8%	16.3%	N.A
15	川崎汽船	6.7%	-22.3%	26.3%	-5.9%	10.5%	32.9%
18	现代商船	22.6%	N.A	25.4%	-2.2%	N.A	42.4%

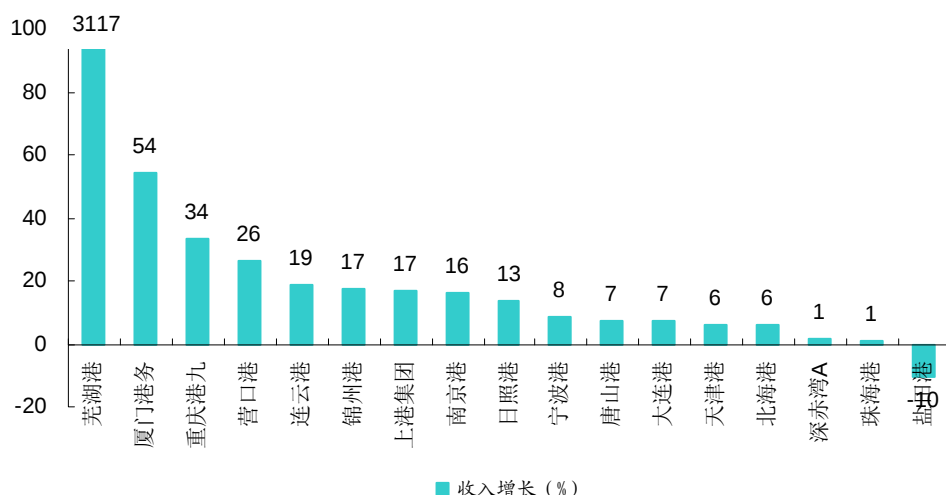
资料来源：各公司网站，Alphaliner，长江证券研究部

港口公司分析：整体增速平稳，非主业成为超预期来源

港口板块中，主要公司的收入增长差异不大，整体都是依靠吞吐量的自然增长和部分港区的提价来实现，全国港口货物和集装箱吞吐量分别增长 13.2%和 12.9%，而小港口、以二线城市为腹地的港口收入增速更高。

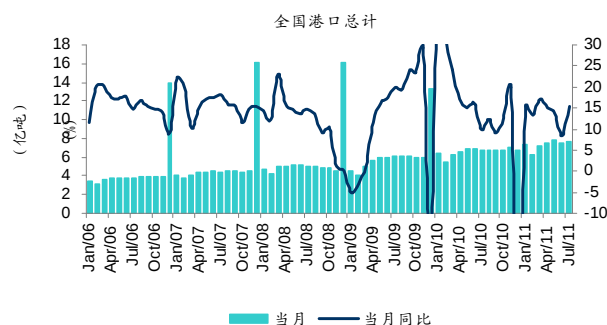
由于出口增速恢复自然增长率，非港口主业贡献收入超预期的公司就在收入与利润方面的数据更靠前，比如收益资产注入的芜湖港、贸易收入翻倍的厦门港务、客货运输业务快速增长的重庆港九等。

图 2：2011 年上半年港口公司收入增速



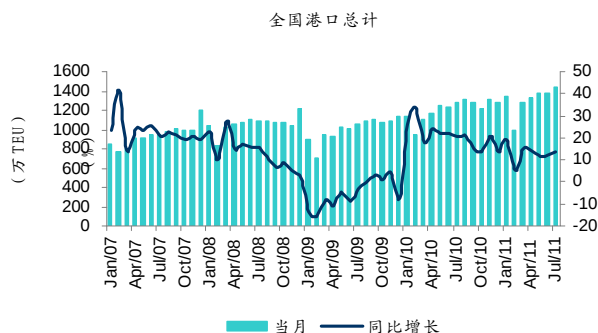
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：全国港口货物吞吐量



资料来源：中贸物流，长江证券研究部

图 4：全国港口集装箱吞吐量



资料来源：中贸物流，长江证券研究部

而从盈利情况来看，同样是非港口主业超预期的公司排在前列（珠海港依靠 PTA 投资收益录得 146%的净利润增长），传统港口公司净利润增速基本在-10%-10%之间，集装箱装卸业务为主的港口毛利率相对较高。

表 6：2011 年上半年港口公司盈利情况

证券简称	净利润增速 (%)	毛利率 (%)		净利率 (%)		ROE (%)	
		2010.1H	2011.1H	2010.1H	2011.1H	2010.1H	2011.1H
芜湖港	28,100	32.78	4.55	-0.86	1.30	-0.15	6.40
珠海港	146	22.77	17.96	60.35	110.51	5.91	13.83
厦门港务	79	21.48	17.77	8.29	9.22	2.73	5.16
南京港	63	45.32	49.98	19.58	27.86	2.41	3.78
重庆港九	41	34.66	31.09	9.10	9.66	3.09	3.90
唐山港	41	32.84	36.57	15.10	19.78	10.72	7.32
连云港	28	29.42	29.99	9.72	10.48	3.32	3.53
天津港	16	23.41	24.45	10.55	11.86	4.43	4.84
盐田港	14	64.77	63.52	116.80	143.11	4.88	5.34
日照港	13	31.05	31.40	16.69	15.98	5.42	4.89
宁波港	12	46.58	50.16	36.07	37.80	7.54	5.28
北海港	10	28.52	33.00	12.24	12.72	7.19	6.83
锦州港	7	59.53	55.75	32.23	29.56	4.23	4.27
营口港	-1	39.38	34.52	12.77	10.96	3.94	3.70
上港集团	-5	50.50	47.62	35.63	29.37	7.89	6.42
大连港	-13	49.88	38.09	34.31	21.70	4.36	2.73
深赤湾 A	-16	59.59	57.42	51.28	39.82	10.27	7.78

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究部

集装箱市场：旺季不旺，前景不明

8月，尽管集装箱运输市场整体需求有所回升，但运价提升不畅，集运公司宣布的提价额度基本都以全额的 50%-70%比例执行，实际运价均在保本点之下运行，旺季不旺已成定局。7月，欧洲往来亚洲的海运航线集装箱运输费已接近于零（扣除燃油费、装卸费等），创下 50 年新低，作为目前全球第二繁忙的海运航线欧亚运输线今年第二季度业务量同比仅增长 4.2%，创下 2009 年以来最低。欧美债务危机、经济前景不明、失业率增加等因素正在使零售商更趋向谨慎，经济增速放缓将使集装箱运输需求的增长受制。

8 月指数：运价提升有限，成本依然高位

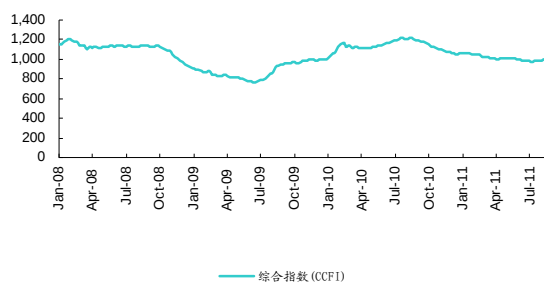
8月，集运进入传统旺季，但运价的表现则是旺季不旺，上海集装箱出口运价指数 SCFI 较 7 月底上升 5.05%，而中国出口集装箱运价指数（融合了即期运价和合同运价）CCFI 指数则依旧小幅上升 1.44%。

分航线看，今年大量新船涌入欧洲航线，尤其是万箱大船，虽然欧洲航线货量较去年同期有所上升，但新增运力投放的速度明显快于货量的增幅，运力的供大于求在欧线表现的最为明显。地中海航线需求更为强劲，在运力也不如欧线泛滥的情况下，8月的运价增长幅度是主干航线中最大的。欧洲和地中海航线基本港的8月运价环比分别上升了4.09%和16.67%，800-1100美元/TEU的运价在扣除燃油附加费、港口费以后基本为零，使船东在保本点附近挣扎；相比较而言北美航线的运力扩张略微缓和一些，因此运价在7月已经显示出上涨的迹象，美西和美东航线基本港的8月运价环比分别上升10.54%和8.60%。

表 7：集装箱运价指数月度变化情况

指数类型	航线	2011/7/29	2011/8/26	变动幅度
CCFI	综合指数	980.78	994.88	1.44%
	欧洲航线	1097.19	1107.15	0.91%
	地中海航线	1243.52	1324.73	6.53%
	美西航线	927.79	929.11	0.14%
	美东航线	1190.25	1234.02	3.68%
SCFI	综合指数	1013	1064	5.05%
	欧洲（基本港）	806	839	4.09%
	地中海（基本港）	936	1092	16.67%
	美西(基本港)	1585	1752	10.54%
	美东(基本港)	3093	3359	8.60%

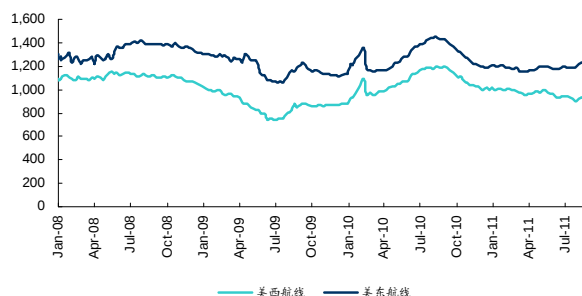
资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

图 5：中国出口集装箱运价指数（综合指数）


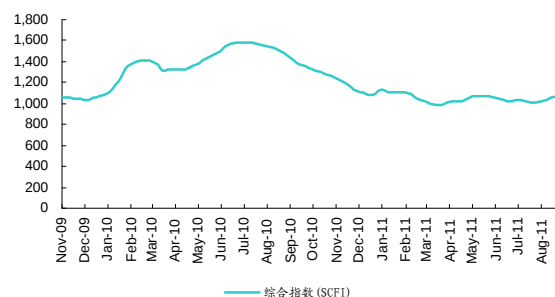
资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

图 6：中国出口集装箱运价指数（欧洲、地中海航线）


资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

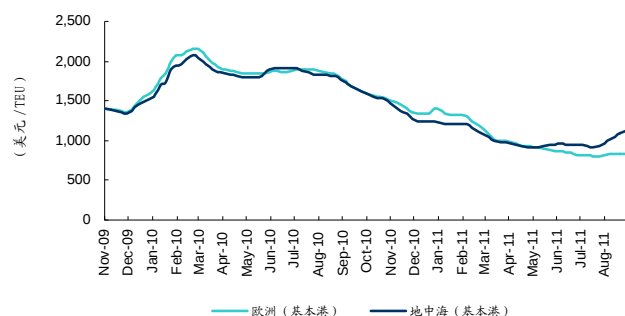
图 7：中国出口集装箱运价指数（美西、美东航线）


资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

图 8：上海出口集装箱运价指数（综合指数）


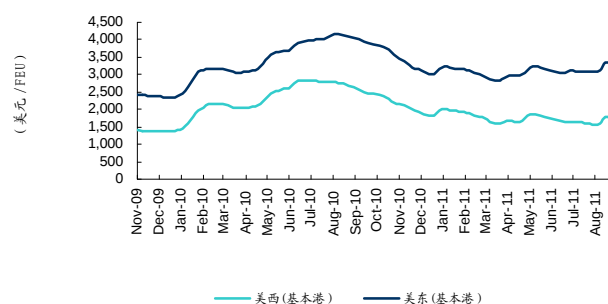
资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

图 9：上海出口集装箱运价指数（欧洲、地中海基本港）



资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

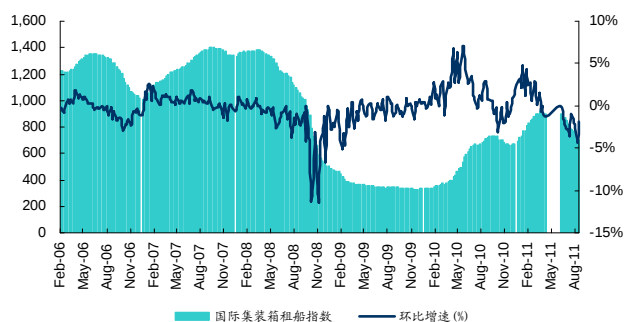
图 10：上海出口集装箱运价指数（美西、美东基本港）



资料来源：上海航运交易所，长江证券研究部

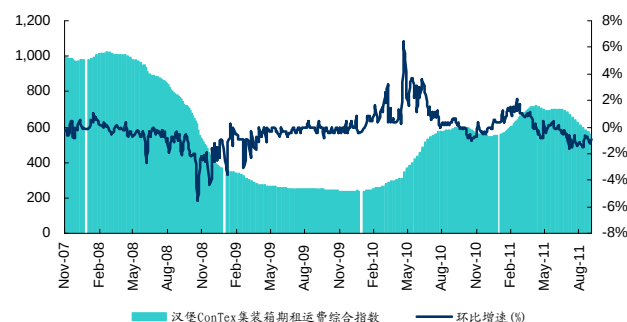
8 月，国际集装箱租船指数（HRCI）较 7 月下降 10.86%，汉堡 ConTex 集装箱期租运费综合指数较 7 月下降 9.22%，Clarksons 集装箱船租金指数环比 7 月维持，三大指数在 8 月底同时延续了回落态势，现货市场的激烈竞争使租船市场继续降温。

图 11：国际集装箱租船指数（HRCI）

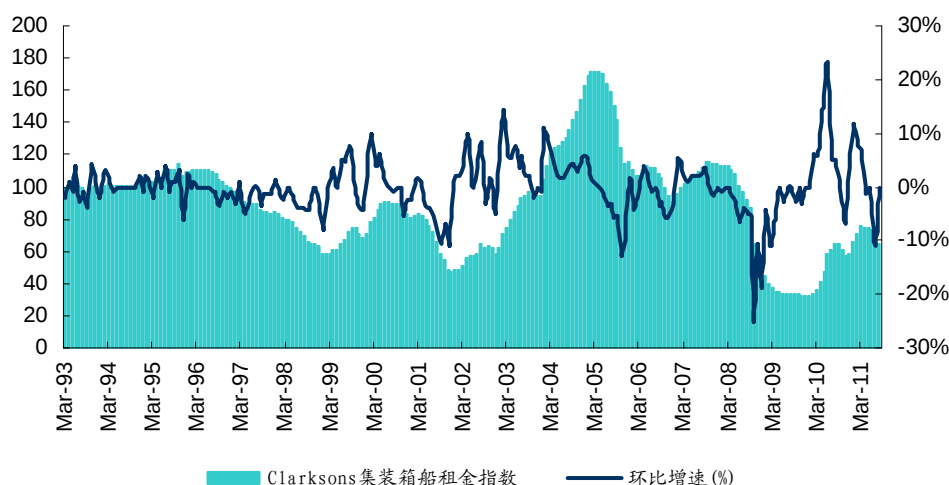


资料来源：凤凰网财经网，长江证券研究部

图 12：汉堡 ConTex 集装箱期租运费综合指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 13: Clarksons 集装箱船租金指数


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

运力预测: 新订单增加, 下一轮供给压力在 2013 年

假设集装箱新订单中 5% 最终取消, 另有 20% 推迟到下一年交付;

表 8: 集装箱船运力预测假设条件

船型	取消 (%)	延迟 (%)	拆解 (%)
Post-Panamax(>8K)	5.00%	20.00%	0.00%
Post-Panamax(3-8K)	5.00%	20.00%	0.20%
Panamax	5.00%	20.00%	1.50%
Sub-Panamax	5.00%	20.00%	2.00%
Handy	5.00%	20.00%	2.00%
Feeder/Feedermax	5.00%	20.00%	3.00%

资料来源: 长江证券研究部

根据以上假设, 预测 2011-2013 年全球集装箱船运力增速分别为 8.43%、7.20% 和 8.08%。增速最快的主要是 Post-Panamax(>8K) 型船, 2011-2012 年运力增幅都在 20% 以上, 这些大船主要投放到欧洲主干航线, 这是使得我们对 2011 年及这一轮周期欧洲航线运价保持谨慎的一个原因。另外, 因今年以来新订单快速增长, 我们已将 2013 年的行业运力增速预测上调至 8.08%, 如果年底之前还有新订单涌现, 则还有上调可能。

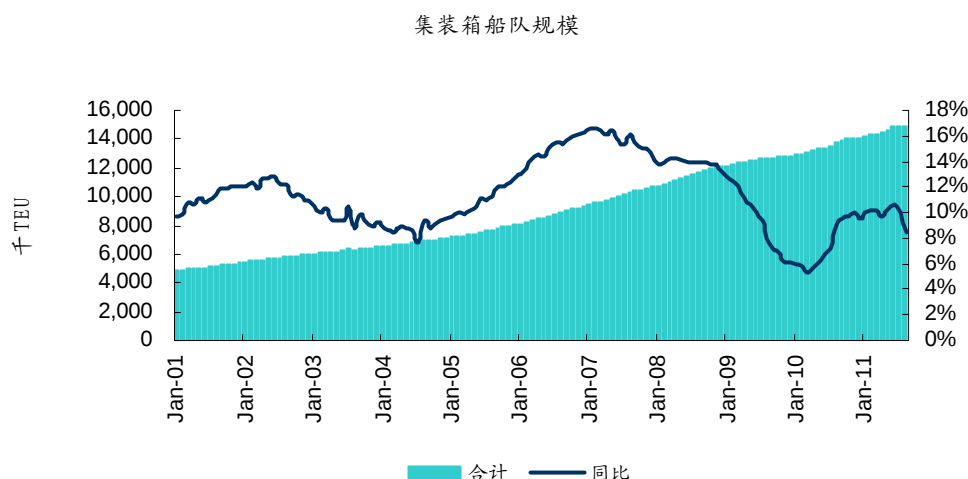
表 9: 集装箱船运力预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱船	9,474	10,782	12,154	12,885	14,122	15,312	16,413	17,739
YoY		13.81%	12.73%	6.01%	9.60%	8.43%	7.20%	8.08%
Post-Panamax(>8K)	949	1,362	1,781	2,115	2,782	3,803	4,582	5,553
YoY		43.56%	30.73%	18.76%	31.58%	36.69%	20.47%	21.20%
Post-Panamax(3-8K)	2,245	2,414	2,683	2,884	3,092	3,200	3,500	3,866

YoY		7.53%	11.14%	7.51%	7.19%	3.51%	9.37%	10.45%
Panamax	2,539	2,946	3,338	3,588	3,911	3,952	3,998	4,003
YoY		16.04%	13.29%	7.50%	9.02%	1.05%	1.16%	0.12%
Sub-Panamax	1,595	1,706	1,821	1,784	1,792	1,806	1,791	1,789
YoY		6.99%	6.75%	-2.05%	0.44%	0.81%	-0.83%	-0.12%
Handy	1,482	1,639	1,779	1,773	1,806	1,816	1,824	1,831
YoY		10.60%	8.58%	-0.33%	1.87%	0.53%	0.42%	0.39%
Feeder/Feedermax	666	716	753	741	738	734	719	698
YoY		7.50%	5.24%	-1.55%	-0.39%	-0.57%	-2.05%	-2.91%

资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 14：全球集装箱船队规模



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

船队：交付量明显回落

截止 8 月，全球集装箱船队规模为 1495 万 TEU，同比和环比分别增长 8.51%和 0.40%，其中超巴拿马型和巴拿马型船分别占总运力规模的 44.5%和 26.5%。8 月新船交付量为 4.7 万 TEU，同比下降 55.82%，环比下降 34.55%，因船东的交船时间一般都是安排在每年的旺季之前，因此近期新船交付压力明显下降，较今年 4 月和 5 月的 22 万 TEU 和 16 万 TEU 明显回落。

8 月在手订单为 448 万 TEU，同比上升 14.18%，环比下降 0.52%，占现有运力的 29.97%。其中超巴拿马型船新订单占比 88.7%。8 月的拆解量为 0.25 万 TEU，占现有运力的 0.02%。

8 月集装箱新船平均造价在 1.99 万美元/TEU，环比维持，其中，超巴拿马型新船造价环比上升 1.43%至 7100 万美元/艘，巴拿马型新船造价环比维持不变，为 6555 万美元/艘；二手船均价环比维持在 1.2 万美元/TEU，其中超巴拿马型二手船价格维持在 4350 万美元/艘。

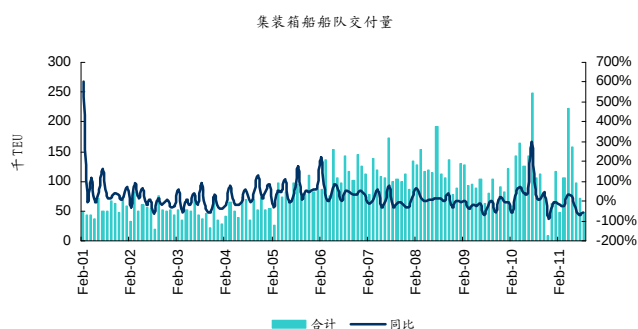
密切关注行业龙头扩张动向

我们从历史数据来比较，目前在手新订单占现有运力比重为 29.97%，在 2007 年这个比例是 60%。表明经过几年的运力消化，今、明 2 年运力增速将是处于一个相对历史的低水平上。

再从新订单数量看，自 2011 年上半年以来新订单数量明显增加，且多为 8000TEU 以上大船，8 月新船订单再次超过 10 万 TEU。按照造船进度，这些新订单交付时间将主要在 2013 年及以后。一方面，2013 年之后实际运力交付数量很少，大型班轮公司纷纷考虑加入万箱俱乐部，市场争夺战在今年又起；另一方面，个别船东在前几年无新订单，去年行业意外收获盈利以后，重新考虑新订单。我们认为，需要特别关注马士基等行业龙头的扩张行为，该公司集运业务今年上半年依然盈利，说明其规模效应已经达到业内领先的水平，一旦马士基的扩张计划有所变动，行业的风向也将随之改变。我们需要密切后续新订单规模，以有助于我们对行业周期大趋势的研判。

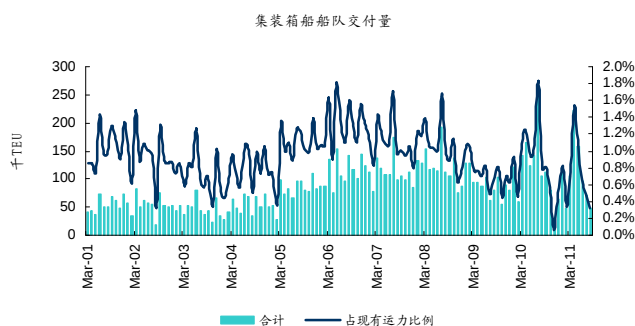
最后从船队拆解量看，在 2011 年上半年拆解量始终保持在较低位置。随着 8 月运输旺季的来临，拆解量下降至 0.25 万 TEU。

图 15: 集装箱船队交付量（同比）



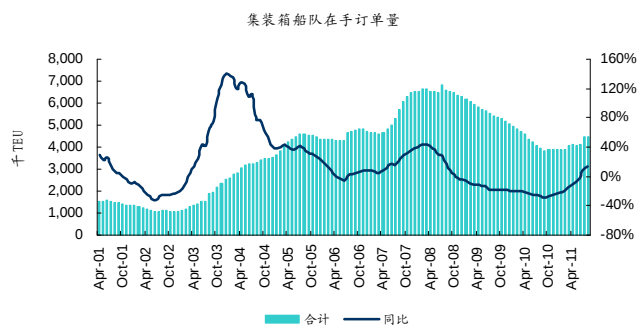
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 16: 集装箱船队交付量（占现有运力比例）



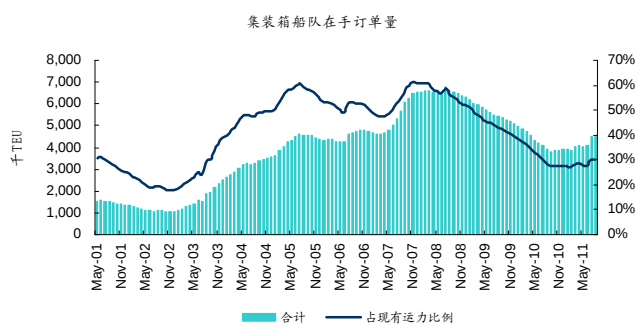
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 17: 集装箱船队在手订单量（同比）



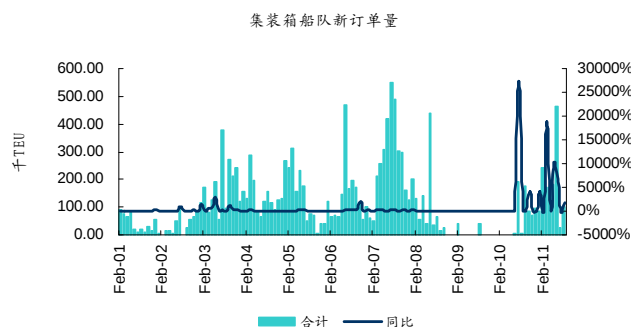
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 18: 集装箱船队在手订单量（占现有运力比例）



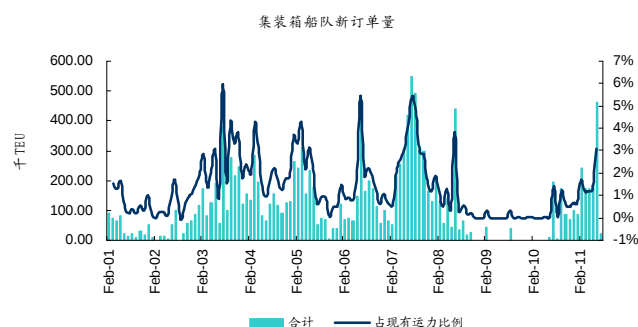
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 19: 集装箱船队新订单量（同比）



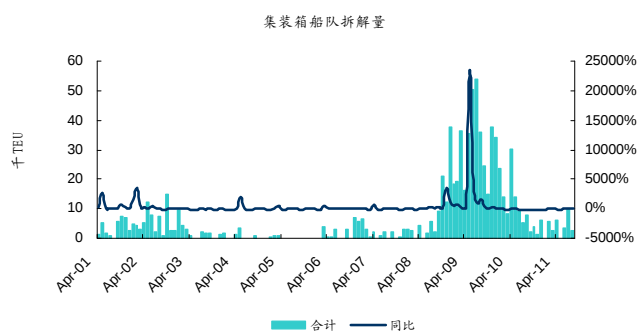
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 20: 集装箱船队新订单量（占现有运力比例）



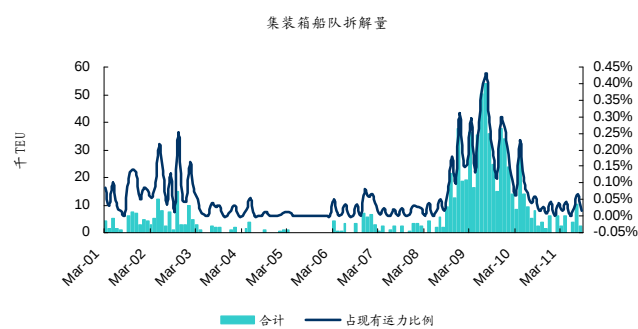
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 21: 集装箱船队拆解量（同比）



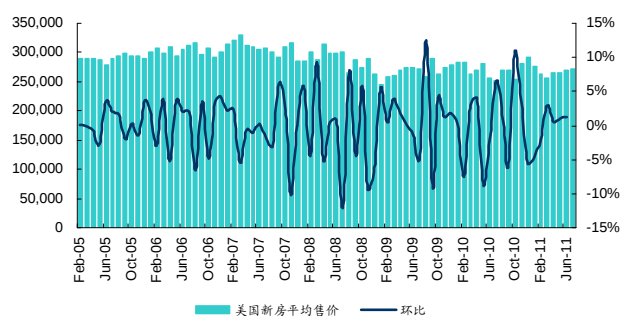
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 22: 集装箱船队拆解量（占现有运力比例）



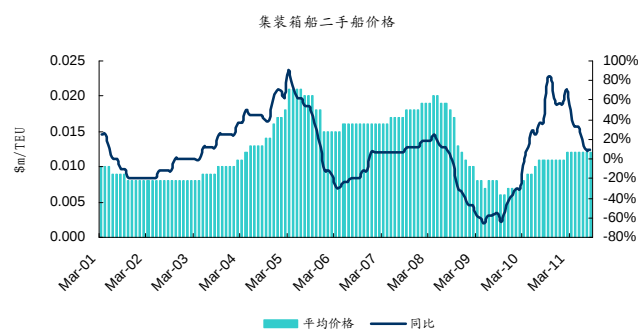
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 23: 集装箱船新船造价



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 24: 集装箱船二手船价格



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

需求：经济先行指标下行，外需增长前景不明

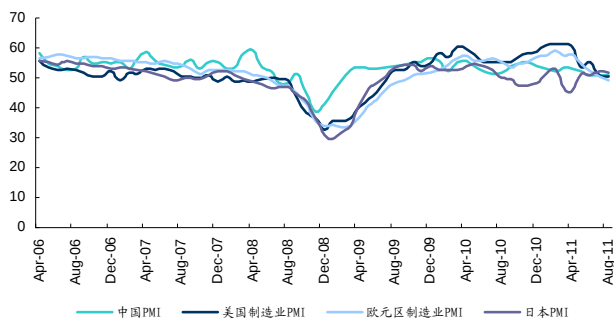
从历史经验看，全球贸易量对全球 GDP 的弹性系数均值为 2.5 左右。我们认为房地产开工率的回升对全球贸易量对 GDP 的弹性具有增强效应。一方面是带来直接的家具等生活消费品需求的上升；另一方面，促进就业率的上升，从而推动消费需求回升。

各国 PMI 指数都接近 50% 的荣枯分界线，补库存意愿短期受制。美国制造业公布的 8 月 PMI 指数环比下降 0.3 至 50.6，欧洲制造业 PMI 指数较上月下降 1.4 至 49.0，而日本 PMI 指数回落 0.2 至 51.9。中国方面，整体 PMI 本月环比上升 0.2 至 50.9，PMI 分项指标中与外需最相关的新出口订单指标较上月回落 2.1 至 48.3%。

8 月，美国消费者信心指数环比下跌 8.0 至 55.7，欧元区消费者信心指标环比下降 5.3 至 -16.5，而美国 8 月的失业率与上月相比维持不变，保持在 9.1%。

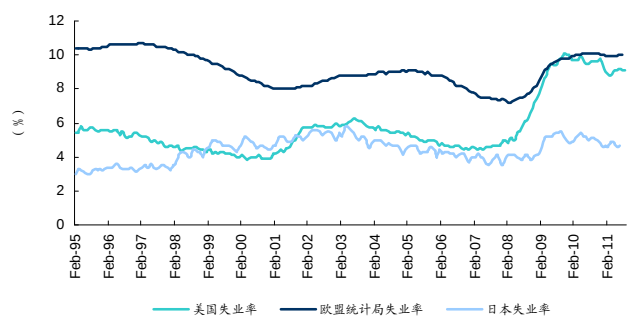
7 月美国新房开工数 60.4 万套，同比上升 9.82%，环比下降 3.97%，2005-2007 年月均为 174.2 万套。目前新房开工数还是处于历史低位；而集装箱出口增长跟该指标关系密切，一旦新房开工数出现明显上升，则是集装箱货量快速增长的时期。

图 25：主要国家 PMI 指数



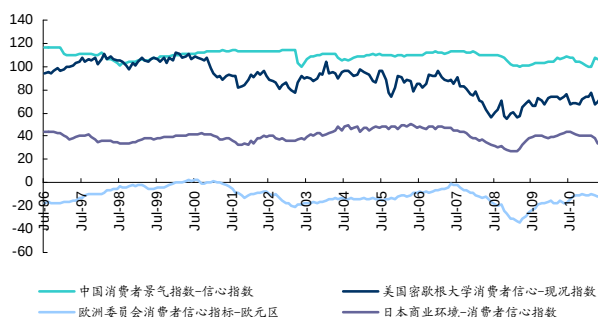
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 26：主要国家失业率



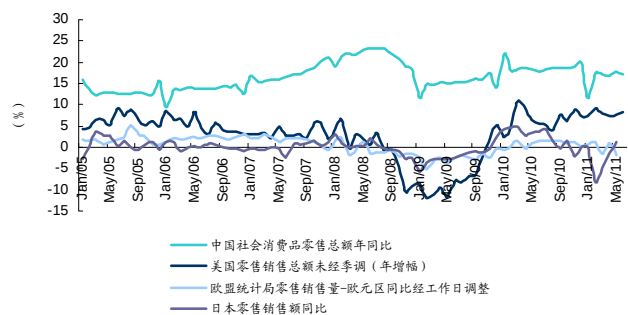
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 27：主要国家消费者信心指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 28：主要国家消费品零售额同比



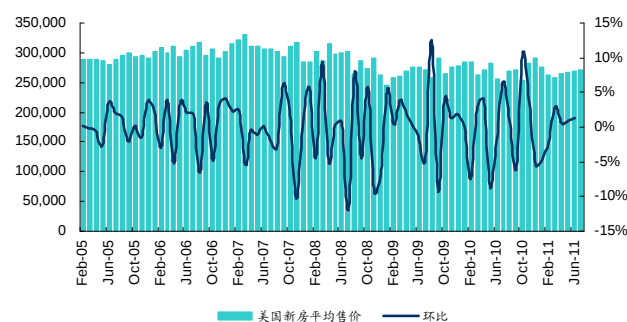
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 29：美国新房开工总数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 30：美国新房平均售价



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

干散货市场：市场回暖，BDI 指数强势反弹

8 月指数：价格倒挂拉动中国进口需求，BCI 主导反弹

8 月，国外矿商打折销售，进口矿和国产矿价格的“倒挂”使进口矿更具吸引力，促使铁矿石进口需求趋旺，海岬型船市场货运量增加，原本预期中属于淡季的 8 月成交量意外放大。此外，台湾能源公司在煤炭市场表现活跃，连续两周租用 12 艘船舶运输从印尼进口的动力煤，拉动了太平洋市场相关航线日租金。BCI 也因此强势上涨。

8 月 BDI 环比上升 28.09%，其中海岬型船市场是上升的主因。

表 10：干散货运价指数（8 月）

	11/7/29	11/8/31	变动幅度
BDI	1264	1619	28.09%
BCI	1749	2598	48.54%
BPI	1511	1628	7.74%
BSI	1259	1382	9.77%
BHSI	676	672	-0.59%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 31: BDI 指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 32: BCI 指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 33: BPI 指数



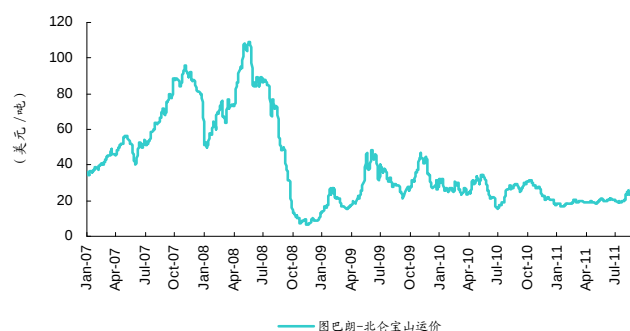
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 34: BSI 指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 35: 海岬型船运价 (图巴郎-北仑)



资料来源: 中贸物流, 长江证券研究部

图 36: 海岬型船运价 (澳西-北仑)



资料来源: 中贸物流, 长江证券研究部

图 37：海岬型船 4 航次期租航线日租金平均值



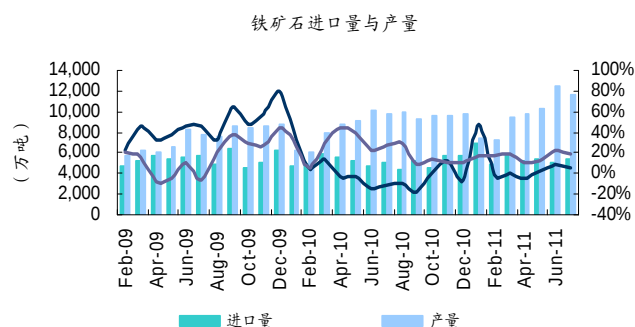
资料来源：中贸物流，长江证券研究部

需求指标：进口需求旺盛

7 月我国铁矿石进口量 5455 万吨，同比上升 6.38%，环比上升 6.77%。7 月我国粗钢产量 5929.7 万吨，同比上升 14.6%，环比下降 1.05%。8 月，进口铁矿石与国内铁矿石价格出现倒挂，致使铁矿石进口需求旺盛，拉动 BCI 指数一路攀升。近期太平洋市场船运需求突增，前往大西洋市场较少运力，因此大西洋地区可用运力紧张，船东乘机抬高运价，大西洋市场运价 8 月持续处于高位。早先市场预期海岬型船市场升势有望延续至 9 月份，但目前远期合约市场表现仍较平缓，因此部分经纪人对市场仍持谨慎态度。

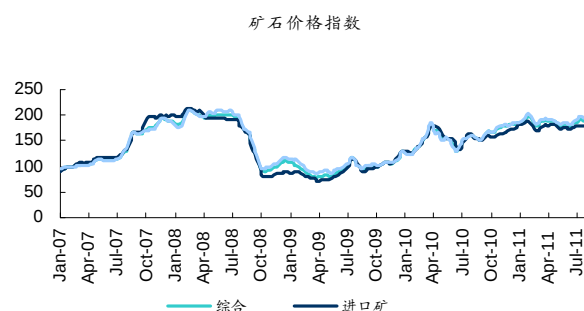
8 月，国内煤炭需求进入旺季，正值传统用煤高峰翘尾之际，煤炭价格却逆市连续整月下滑。主要原因在于 5 月电荒之后，煤炭进口量增长势头强劲，据海关统计，7 月中国煤炭进口高达 1753 万吨，创月度进口新高，降低了消费地区对国内煤炭需求的依赖程度；加之几个月来电厂的运行情况基本稳定，煤炭库存维持在较为合理的水平。在煤炭供给与库存的双重影响下，煤炭价格持续走跌。但市场普遍预期煤价下跌空间有限。买家也纷纷意识到煤炭价格的逆转可能很快会出现，开始出手进货；下游电厂采购积极性较高，需求有望在 9 月增多。

图 38: 中国铁矿石进口量与产量



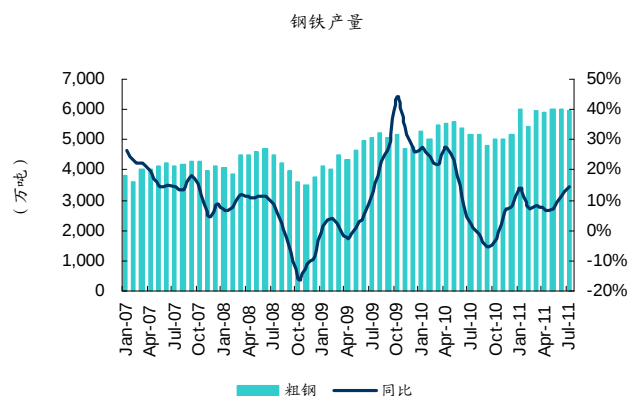
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 39: 矿石价格指数



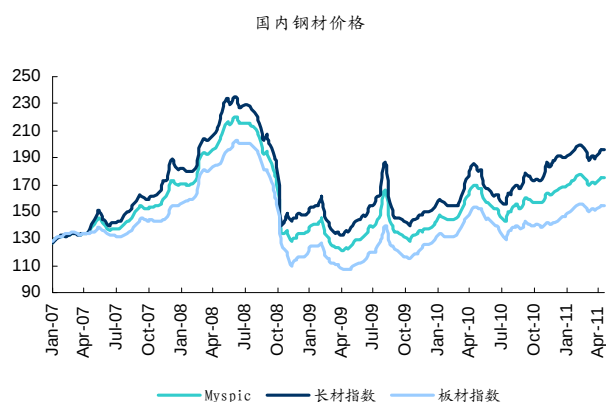
资料来源: 我的钢铁, 长江证券研究部

图 40: 我国粗钢产量



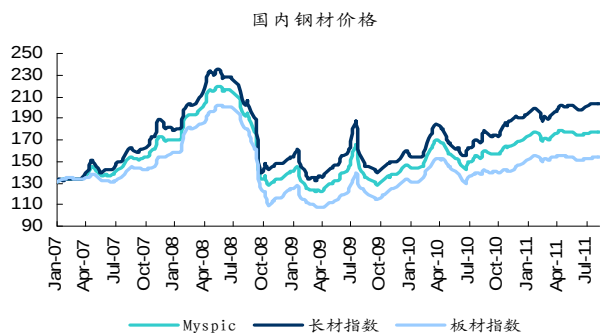
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 41: 国内钢材价格



资料来源: 我的钢铁, 长江证券研究部

图 42: 国际钢材价格



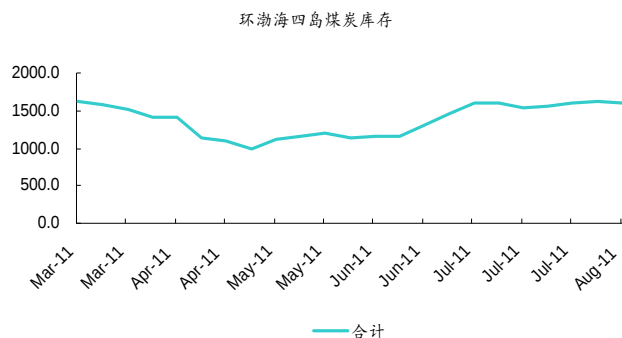
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 43: 我国沿海港口铁矿石库存



资料来源: 煤炭资源网, 长江证券研究部

图 44：环渤海四港煤炭库存



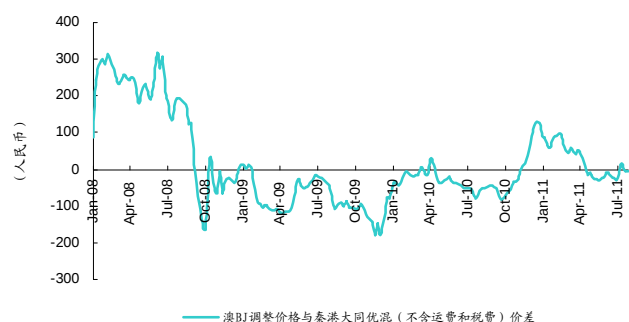
资料来源：煤炭资源网，长江证券研究部

图 45：BJ 煤现货价格



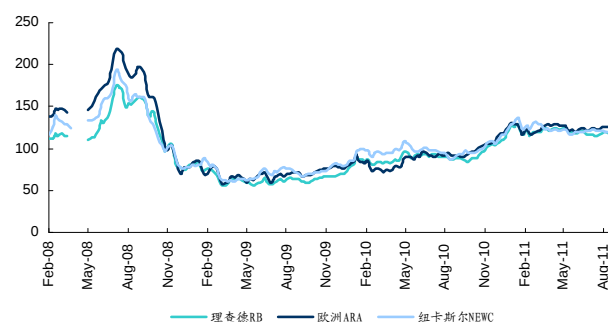
资料来源：煤炭资源网，长江证券研究部

图 46：国内外煤炭价格价差



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 47：三大港口动力煤价格指数



资料来源：煤炭资源网，长江证券研究部

船队：运力增速连续 6 月回落，但依然高位

8 月，全球干散货船队规模为 5.76 亿 DWT，同比增长 14.29%，同比增速已从 18% 的高位连续回落 6 个月，但依然是两位数的增长；其中海岬型船和巴拿马型船运力分别占比 39.5% 和 25.3%。8 月交付量为 338 万 DWT，同比下降 36.7%，环比下降 33.46%，占现有运力的 0.59%。

8 月在手订单为 2.41 亿 DWT，同比下降 18.27%，环比下降 2.11%，其中海岬型船和巴拿马型船新订单分别占比 43.7% 和 29.11%；8 月的拆解量为 141 万 DWT，占现有运力的 0.24%。值得关注的是，截止至 8 月，2011 年的干散货船拆解量已经超过去年全年的 3 倍，这说明目前海运行业去产能化的脚步不断加快。

8 月，干散货新船平均造价在 545.83 美元/DWT，同比下降 6.89%，环比维持不变%，其中海岬型新船造价环比维持在 5200 万美元/艘，巴拿马型新船造价环比维持在 3150 万美元/艘；二手船均价为 481.35 美元/DWT，同比下降 17.46%，环比下降 0.96%，其中 5 年的海岬型船价格环比维持在 3900 万美元/艘，5 年的巴拿马型船价格环比维持在 3000 万美元/艘。

运力预测：供给过剩短期难以扭转

- 假设年度预计剩余交付量的 10% 最终取消，另有 30% 推迟到下一年交付；
- 假设上年年底运力的 1.5% 在当年将被拆解；

表 11：干散货船运力预测假设条件

船型	取消 (%)	延迟 (%)	拆解 (%)
Capesize	10.00%	30.00%	1.50%
Panamax	10.00%	30.00%	2.00%
Handymax	10.00%	30.00%	5.00%
Handysize	10.00%	30.00%	5.00%

资料来源：长江证券研究部

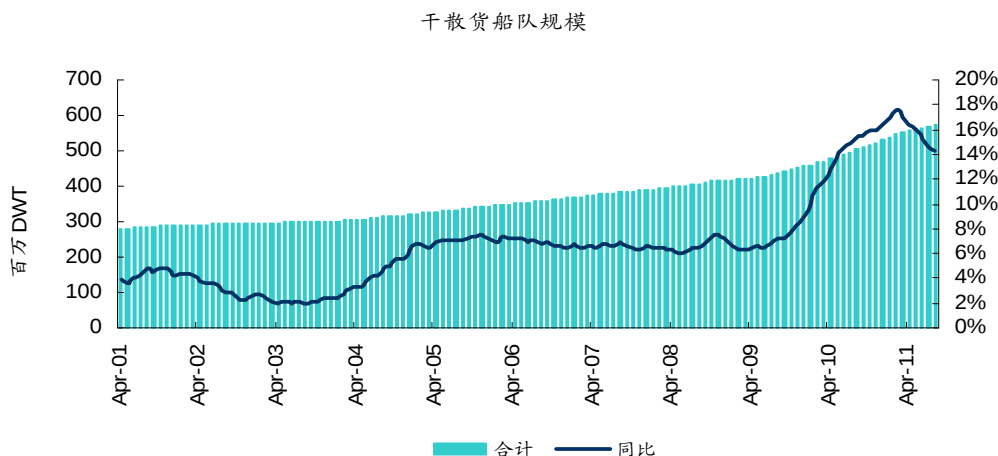
根据以上假设依据，预测 2011-2013 年全球散货船运力增速分别为 16.73%、11.18% 和 5.85%。历史经验数据，干散货贸易的需求增速一般为 GDP 增速的 1-1.5 倍。2011-2012 散货市场供大于求成定局，运价上涨希望渺茫。

表 12：干散货船运力测算

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
干散货船	368.2	392.0	417.9	459.3	535.1	624.6	694.5	735.1
YoY		6.46%	6.61%	9.91%	16.50%	16.73%	11.18%	5.85%
Capesize	121.3	131.6	143.4	170.1	208.2	254.3	287.8	309.6
YoY		8.49%	8.97%	18.62%	22.40%	22.16%	13.17%	7.57%
Panamax	101.7	108.2	114.8	121.0	135.9	159.1	181.9	196.7
YoY		6.39%	6.10%	5.40%	12.31%	17.05%	14.35%	8.16%
Handymax	71.6	76.8	82.9	92.0	108.9	123.6	132.8	136.9
YoY		7.26%	7.94%	10.98%	18.37%	13.47%	7.50%	3.04%
Handysize	73.6	75.4	76.8	76.2	82.1	87.7	91.9	91.9
YoY		2.45%	1.86%	-0.78%	7.74%	6.77%	4.82%	0.00%

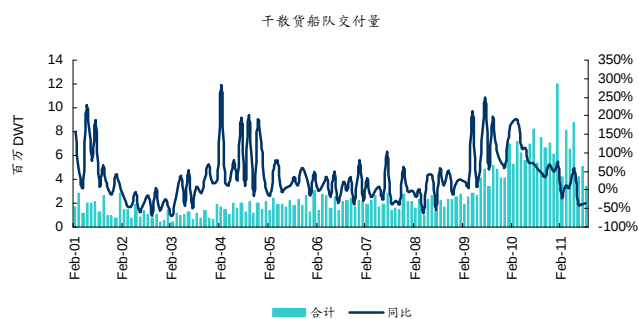
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 48：全球干散货船队规模



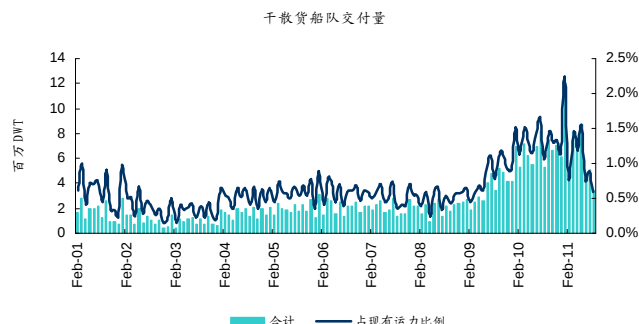
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 49：干散货船船队交付量（同比）



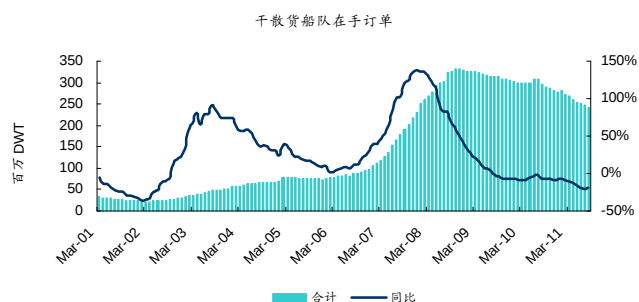
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 50：干散货船船队交付量（占现有运力比例）



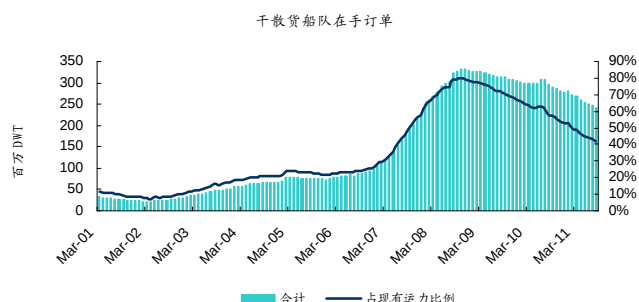
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 51：干散货船队在手订单量（同比）



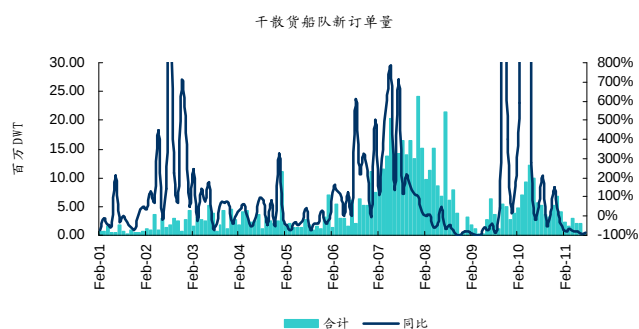
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 52：干散货船队在手订单量（占现有运力比例）



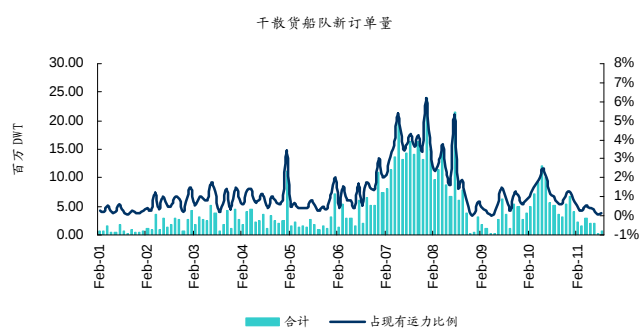
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 53：干散货船队新订单量（同比）

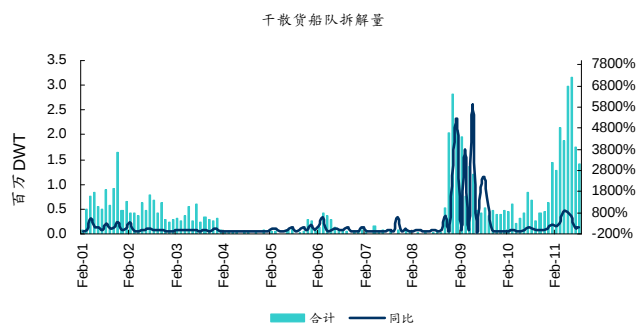


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

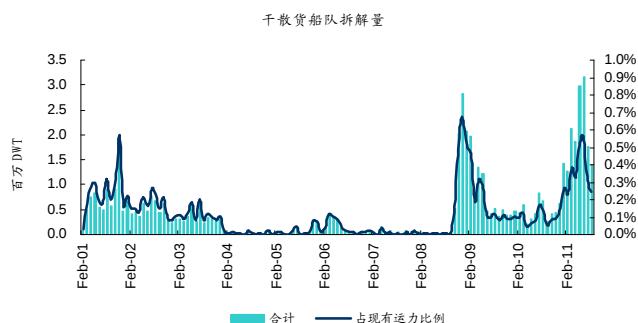
图 54：干散货船队新订单量（占现有运力比例）



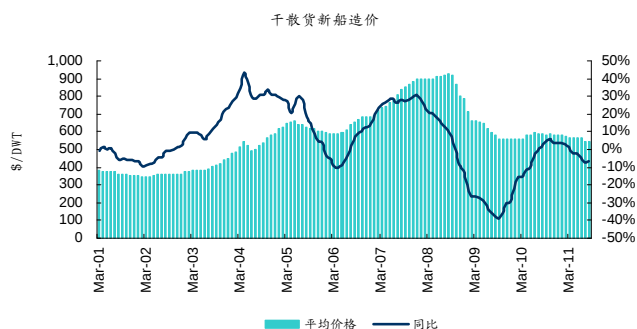
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 55: 干散货船队拆解量 (同比)


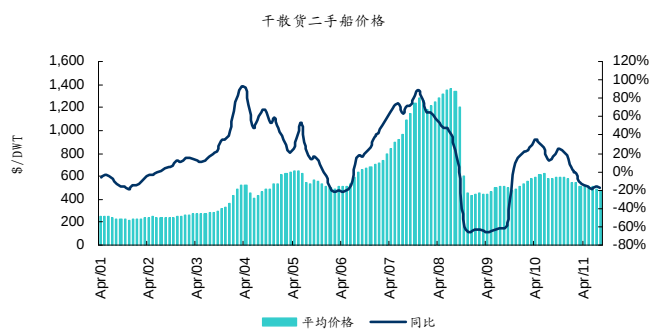
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 56: 干散货船队拆解量 (占现有运力比例)


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 57: 干散货船新船造价


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 58: 干散货船二手船价格


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

油轮市场：过剩运力压制原油运价，市场表现低迷

8 月指数：原油运价持续下跌，成品油运价涨跌互现

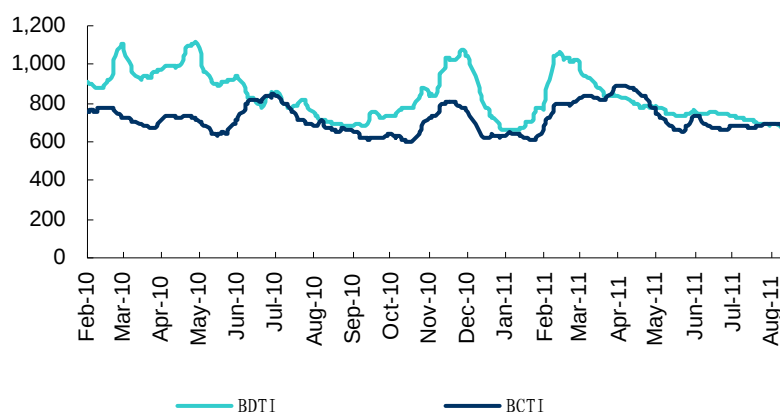
8 月份油运市场分品种、分航线运价各有涨跌，总体而言，在过剩运力的压制下，整个 8 月份原油市场运价以跌为主。其中中东-日本航线租金水平月底跌至-150 美元/天，环比下降 166.37%。成品油市场运价则涨跌互现，基本持平。

表 13: 油轮市场平均运价表现（8 月）

	7 月底	8 月底	变动幅度
BDTI	721	679	-5.83%
BCTI	684	688	0.58%
TD3 (WS)	50	45	-10.00%
TC4 (WS)	152	157.5	3.62%
TD3 VLCC TCE	226	-150	-166.37%
TC4 TCE	1145	2220	93.89%

资料来源: Bloomberg, Clarksons, 长江证券研究部

图 59: BDTI 和 BCTI 指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 60: 中东-日本 26 万吨级 VLCC 原油运价指数(WS)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

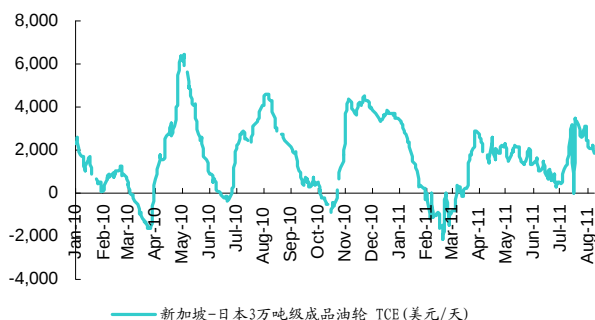
图 61: 新加坡-日本 3 万吨级成品油运费指数(WS)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 62: 中东-日本 26 万吨级 VLCC TCE(美元/天)


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

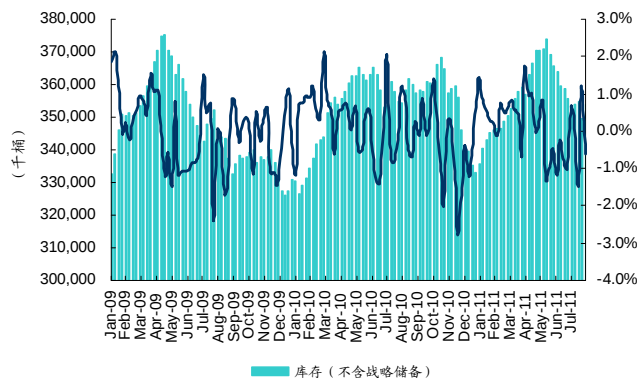
图 63: 新加坡-日本 3 万吨级油轮 TCE(美元/天)


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

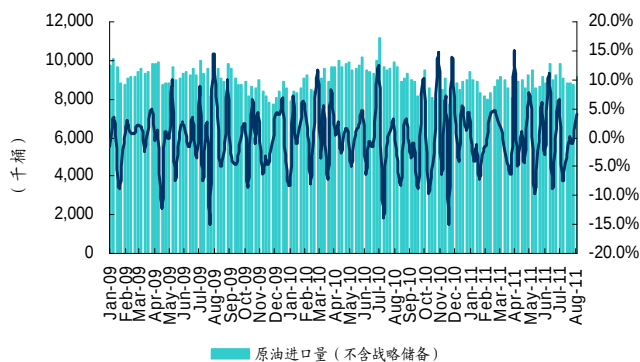
需求指标: 油价月初下跌后有所回升, 总体有所下降

8 月份, 主要油品价格总体有所下降。WTI 油价下降 7.2% 至 114 美元/桶, 布伦特油价月初大跌后逐步回升, 总体下降 0.21% 至 116.81 美元/桶。

目前, 美国原油库存 (不包含战略库存) 为 3.57 亿桶, 较 7 月份小幅上升 0.6%, 比去年同期下降 1.27%, 而 2000 年以来的平均水平是 3.17 亿桶, 目前较该水平高 12.8%。最新的炼油厂开工率为 89.2%, 较 7 月份下降 0.1 个百分点, 比去年同期上升 2.2 个百分点, 2000 年以来的均值为 88.92%, 目前较该水平高 0.28 个百分点。

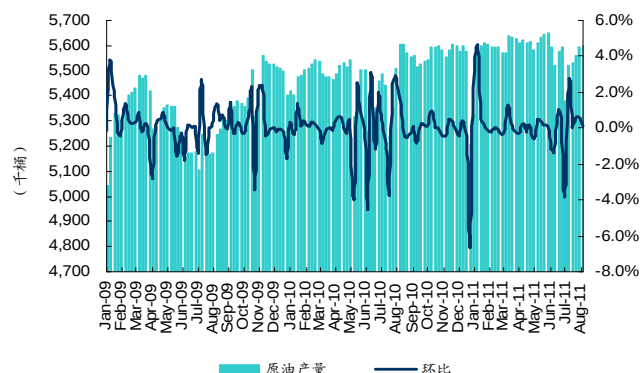
图 64: 美国原油库存


资料来源: EIA, 长江证券研究部

图 65: 美国原油进口量


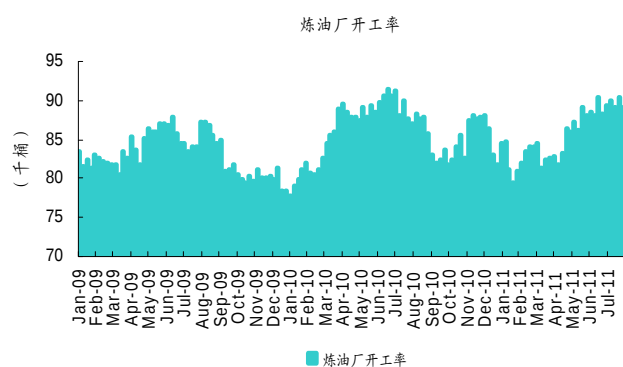
资料来源: EIA, 长江证券研究部

图 66: 美国原油产量



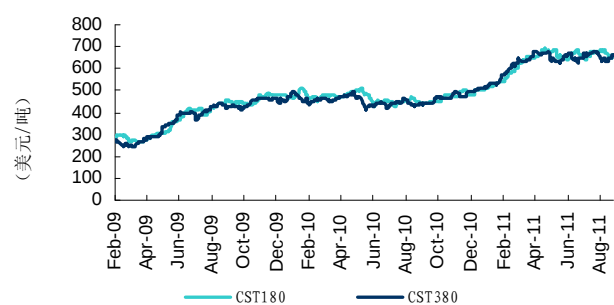
资料来源: EIA, 长江证券研究部

图 67: 美国炼油厂开工率



资料来源: EIA, 长江证券研究部

图 68: CST180 和 CST380 油品价格



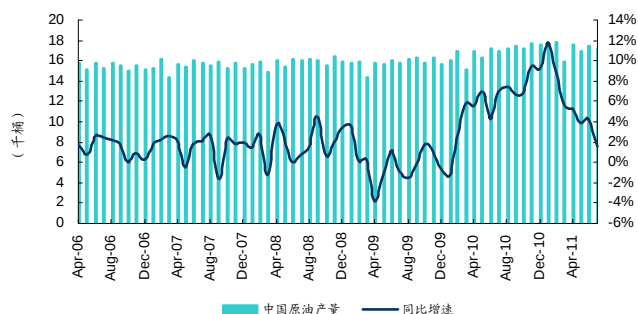
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 69: WTI 油价



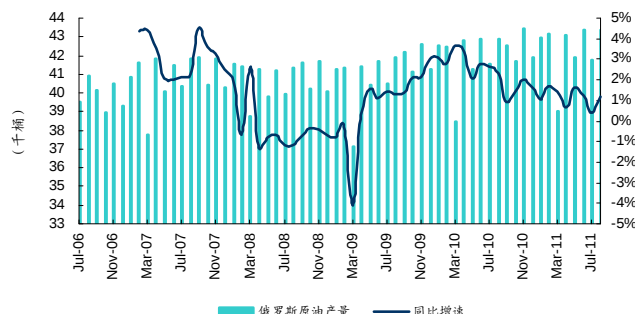
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 70: 中国原油产量

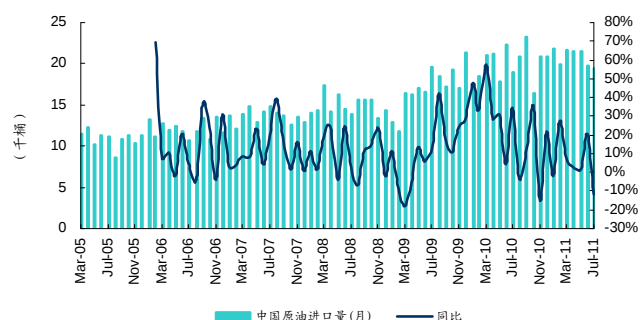


资料来源: Wind, 长江证券研究部

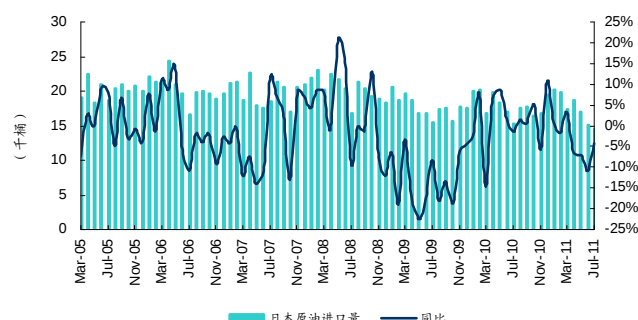
图 71: 俄罗斯原油产量



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 72: 中国原油进口量


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 73: 日本原油进口量


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

船队: 订单消化中

8 月, 全球油轮船队规模为 4.67 亿 DWT, 同比增长 4.58%, 环比上升 0.53%, 其中 VLCC 和 Suezmax 运力分别占 36.84% 和 14.29%。8 月的交付量为 175 万 DWT, 同比下降 9.79%, 环比上升 35.66%, 占现有运力的 0.37%。

8 月的在手订单为 1.02 亿 DWT, 同比下降 18.03%, 环比下降 1.3%, 其中 VLCC 和 Suezmax 分别占比 10.67% 和 4.31%; 8 月的拆解量为 89 万 DWT, 占现有运力的 0.19%。

8 月, 油轮新船平均造价在 503.22 美元/DWT, 环比持平, 其中 VLCC 新船造价环比持平, 为 1.02 亿美元/艘, Suezmax 新船造价环比持平, 为 6400 万美元/艘; 二手船均价环比下降 1.36%, 为 448.8 美元/DWT, 其中 5 年的 VLCC 价格环比下降 3.61%, 为 8000 万美元/艘, 5 年的 Suezmax 价格持平, 为 5300 万美元/艘。

运力预测: 2011 年依旧供大于求

- 假设 7% 订单最终取消, 另有 30% 推迟到下一年交付;
- 假设单壳油轮在未来 3 年的拆解量分别占 2010 年底运力的 20%、40% 和 40%;

表 14: 双壳油轮运力预测假设条件

	取消 (%)	延迟 (%)	拆解 (%)
VLCC	7.00%	30.00%	0.00%
Suezmax	7.00%	30.00%	0.00%
Aframax	7.00%	30.00%	0.00%
Panamax	7.00%	30.00%	0.00%
Handysize	7.00%	30.00%	0.00%

资料来源: 长江证券研究部

表 15: 单壳油轮运力预测假设条件（年拆解量/2010 年底运力比例）

	2011	2012	2013
VLCC	20.00%	40.00%	40.00%
Suezmax	40.00%	30.00%	30.00%
Aframax	30.00%	30.00%	40.00%
Panamax	50.00%	30.00%	20.00%
Handysize	30.00%	30.00%	40.00%

资料来源：长江证券研究部

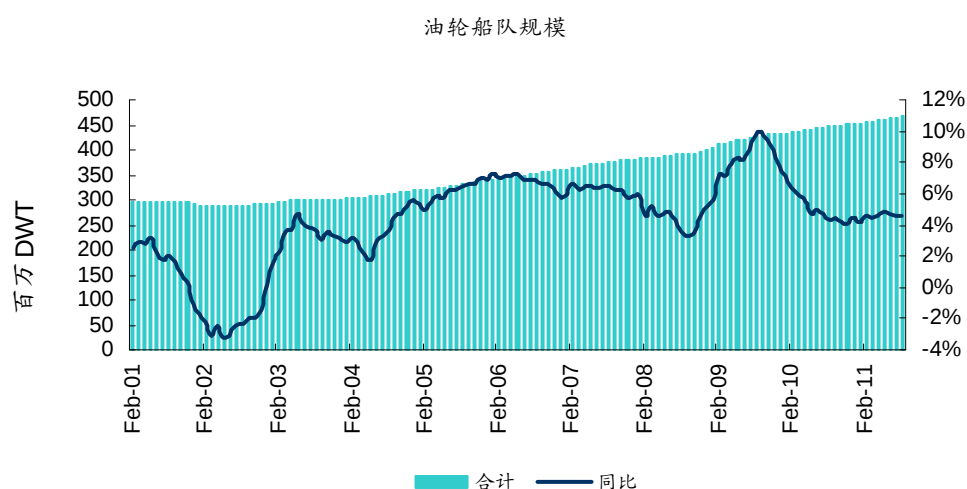
根据以上假设，预测 2011-2013 年全球油轮运力增速分别为 6.30%、5.09%和 3.61%。历史经验数据，油品贸易的需求增速一般为 GDP 增速的 1 倍左右。2011 年供大于需状况不能得以改变，运价上涨希望不大。

表 16: 油轮运力测算

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
油轮	384.0	405.5	434.0	452.3	480.8	505.2	523.5
YoY		5.60%	7.03%	4.22%	6.30%	5.09%	3.61%
VLCC	147.6	152.8	160.8	165.8	179.8	190.3	200.6
YoY		3.52%	5.24%	3.11%	8.47%	5.84%	5.38%
Suezmax	54.7	55.3	60.1	63.3	67.9	74.2	80.5
YoY		1.10%	8.68%	5.32%	7.24%	9.30%	8.56%
Aframax	76.4	81.1	87.7	93.3	97.4	100.8	101.9
YoY		6.15%	8.14%	6.39%	4.38%	3.50%	1.10%
Panamax	23.9	26.1	27.6	28.5	30.4	31.5	32.6
YoY		9.21%	5.75%	3.26%	6.53%	3.78%	3.53%
Handysize	81.4	90.2	97.8	101.4	105.3	108.4	107.8
YoY		10.81%	8.43%	3.68%	3.86%	2.91%	-0.52%

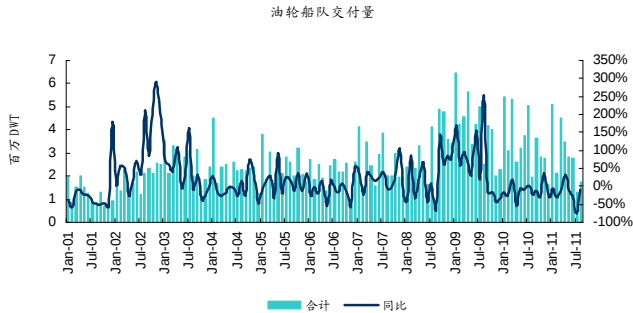
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 74: 全球油轮船队规模



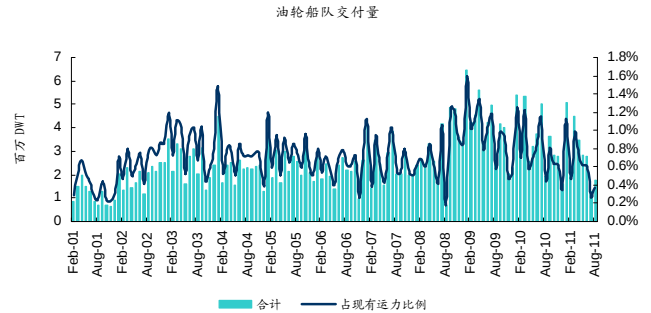
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 75: 油轮船队交付量 (同比)



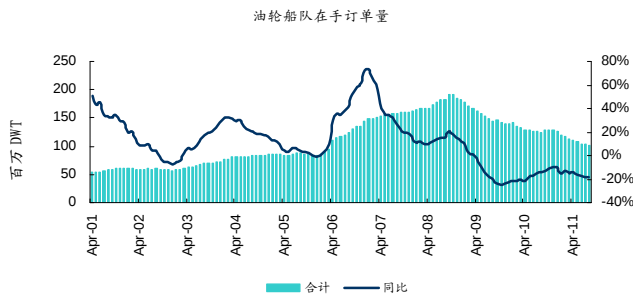
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 76: 油轮船队交付量 (占现有运力比例)



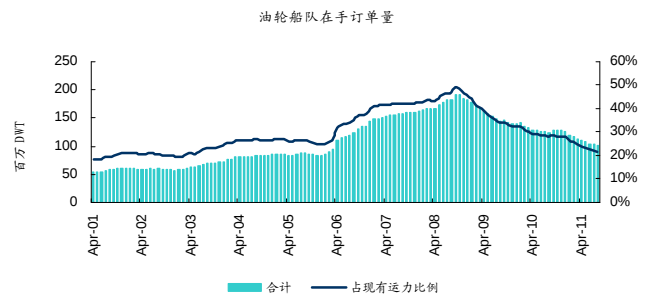
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 77: 油轮船队在手订单量 (同比)



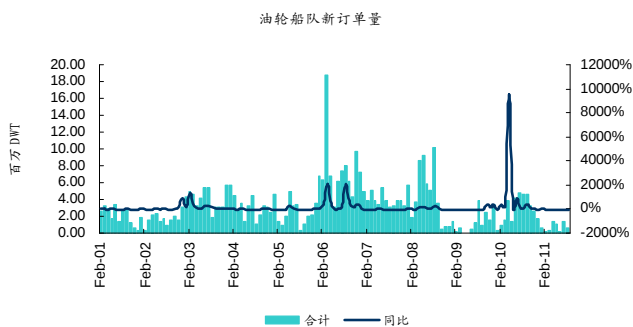
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 78: 油轮船队在手订单量 (占现有运力比例)



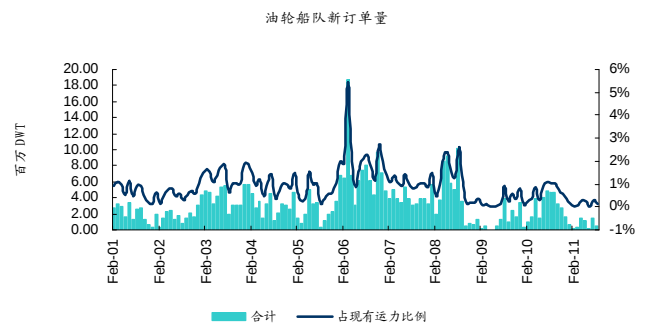
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 79: 油轮船队新订单量 (同比)



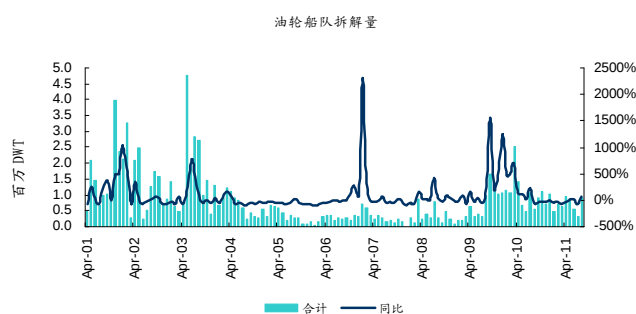
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 80: 油轮船队新订单量 (占现有运力比例)



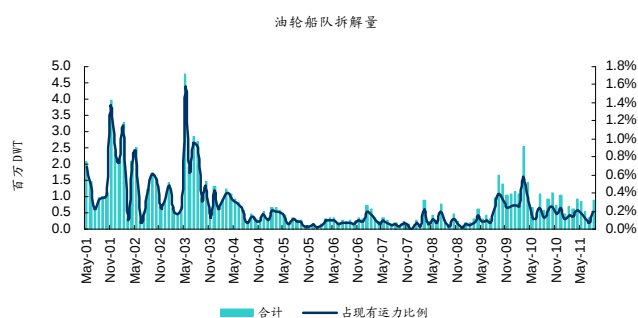
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 81: 油轮船队拆解量（同比）



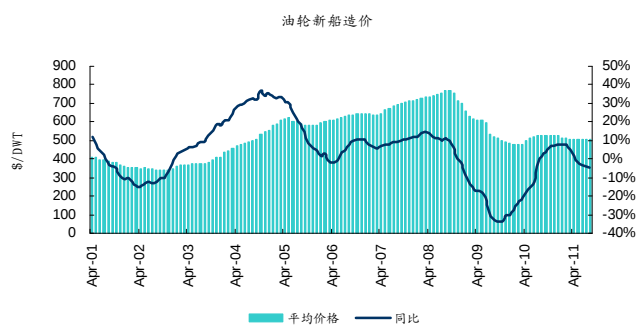
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 82: 油轮船队拆解量（占现有运力比例）



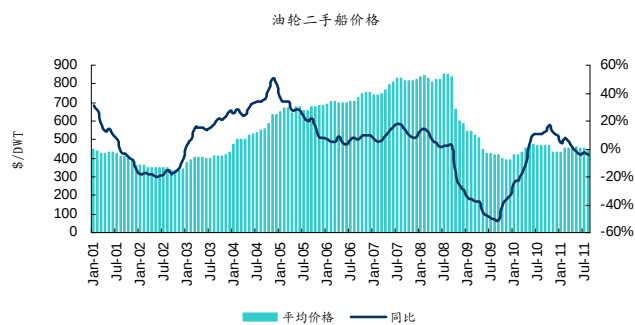
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 83: 油轮新船造价



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 84: 油轮二手船价格

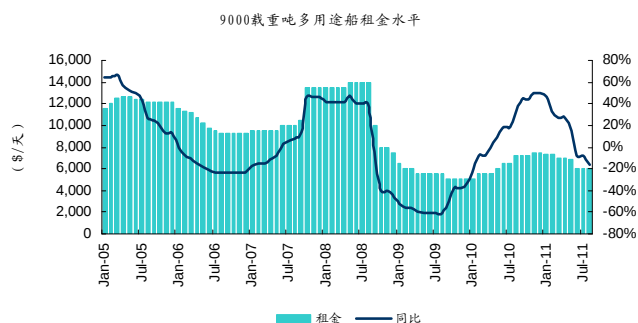


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

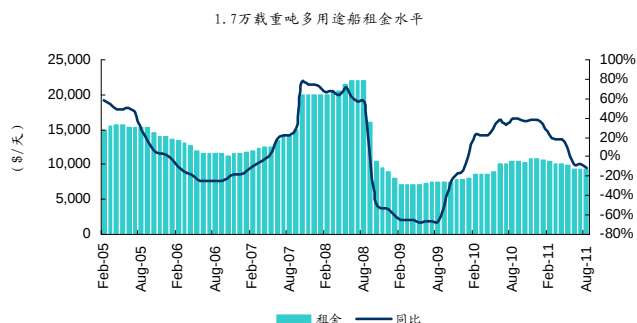
多用途市场：运价下跌，短期压力犹在

8 月指数：运价处于低位

8 月多用途船的运价同比出现下跌，环比持平。9000 载重吨多用途船租金为 6000 美元/天，同比下降 16.67%，环比持平；1.7 万载重吨多用途船租金为 9300 美元/天，同比下降 11.43%，环比持平。

图 85: 9000 载重吨多用途船租金水平


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 86: 1.7 万载重吨多用途船租金水平


资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

船队：交付量回落，订单压力仍在

8 月，全球多用途船船队规模为 133 万 TEU，同比增长 4.82%，环比下降 0.24%；8 月交付量为 0.53 万 TEU，同比下降 35.71%，环比上升 65.42%，占现有运力的 0.13%。

8 月在手订单为 31.03 万 TEU，同比下降 23.27%，环比下降 1.02%，占现有运力的 23.31%；8 月的拆解量为 0.41 万 TEU，占现有运力的 0.31%。

8 月，1.5 万吨多用途新船造价维持在 2175 万美元/艘，2.2 万吨多用途新船造价维持在 2550 万美元/艘。

运力预测：2011 年运力高增长，短期压力犹存

- 假设年度预计剩余交付量的 10% 最终取消，另有 35% 推迟到下一年交付
- 假设上年年底运力的 3% 在当年将被拆解；

表 17: 多用途船运力预测假设条件

船型	取消 (%)	延迟 (%)	拆解 (%)
1000+TEU	10.00%	35.00%	3.00%
750-999TEU	10.00%	35.00%	3.00%
500-749TEU	10.00%	25.00%	3.50%
350-499TEU	10.00%	25.00%	6.00%
200-349TEU	10.00%	25.00%	2.00%
100-199TEU	10.00%	25.00%	1.50%

资料来源: 长江证券研究部

根据以上假设，预测 2011-2013 年全球多用途船运力增速分别为 8.55%、4.44% 和 1.12%。2011 运力投放尚大，但 2012 年之后供给增速回落。需要注意的是，2011 年 1-8 月交付的新运力为 6.2 万 TEU，而根据 Clarksons 的数据，今年剩余 4 个月待交付运力则高达 14 万

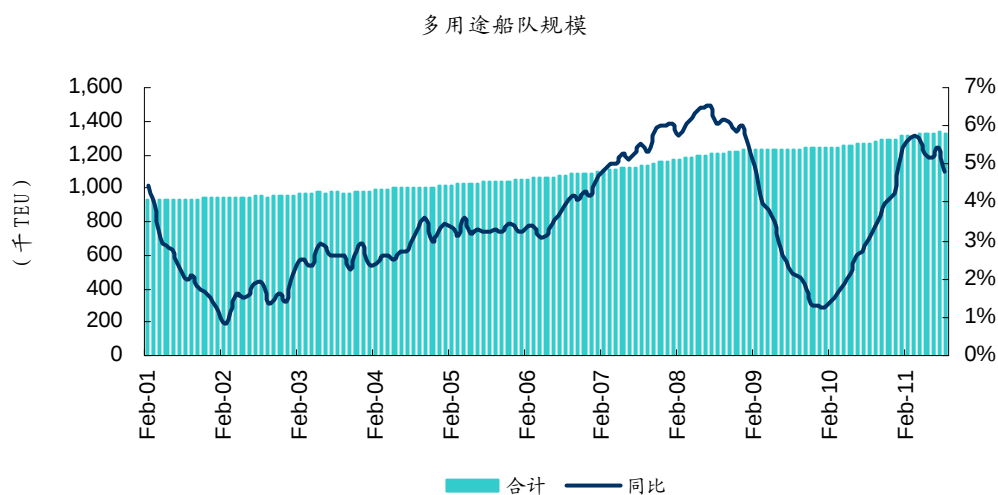
TEU，即使假设 60% 不到的交付比例，实际交付量也将达到 8.3 万 TEU，这对今年一路回落的运价而言可谓雪上加霜。

表 18: 多用途船运力测算

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
多用途船	1,096	1,163	1,226	1,242	1,304	1,415	1,478	1,495
YoY		6.11%	5.49%	1.24%	5.03%	8.55%	4.44%	1.12%
1000+TEU	184	185	188	207	246	303	348	381
YoY		0.76%	1.30%	10.51%	18.92%	23.06%	14.92%	9.38%
750-999TEU	115	127	137	138	150	170	186	192
YoY		10.48%	8.06%	1.17%	8.32%	13.31%	9.51%	3.48%
500-749TEU	326	356	391	385	399	413	413	403
YoY		9.18%	10.01%	-1.74%	3.82%	3.58%	-0.11%	-2.37%
350-499TEU	188	196	197	193	188	187	182	173
YoY		4.20%	0.77%	-2.23%	-2.64%	-0.59%	-2.41%	-5.13%
200-349TEU	183	195	203	205	206	223	227	224
YoY		6.17%	4.47%	0.74%	0.44%	8.58%	1.73%	-1.27%
100-199TEU	101	105	110	114	115	119	122	121
YoY		4.38%	5.15%	3.26%	1.05%	3.41%	2.16%	-0.43%

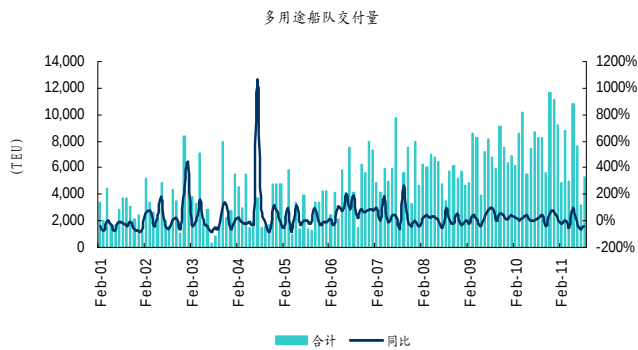
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 87: 全球多用途船队规模



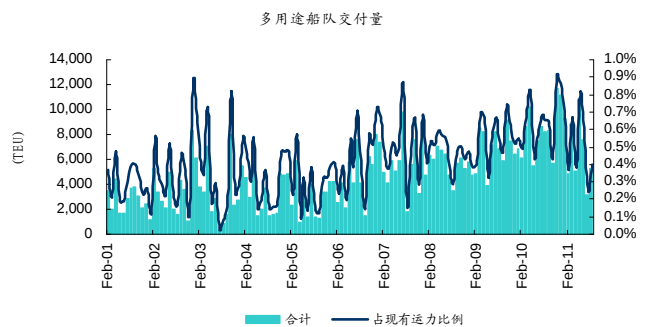
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 88: 多用途船船队交付量 (同比)



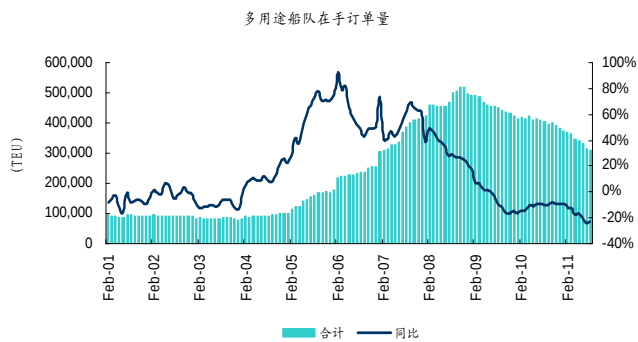
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 89: 多用途船船队交付量 (占现有运力比例)



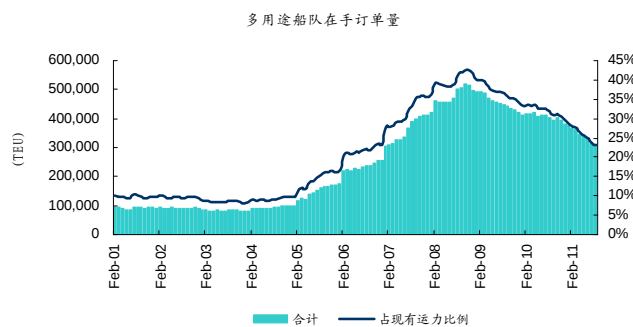
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 90: 多用途船船队在手订单量 (同比)



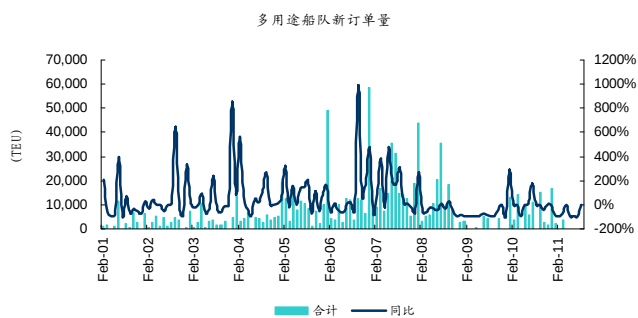
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 91: 多用途船船队在手订单量 (占现有运力比例)



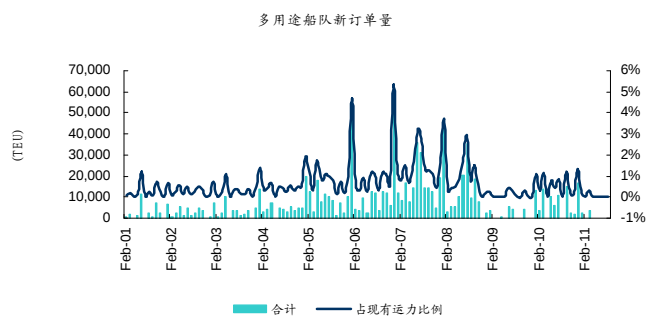
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 92: 多用途船船队新订单量 (同比)



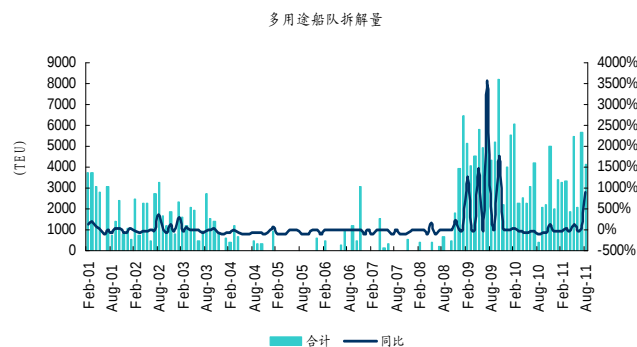
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 93: 多用途船船队新订单量 (占现有运力比例)



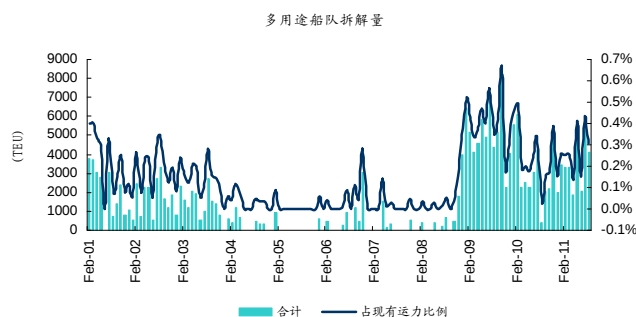
资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 94：多用途船队拆解量（同比）



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 95：多用途船队拆解量（占现有运力比例）

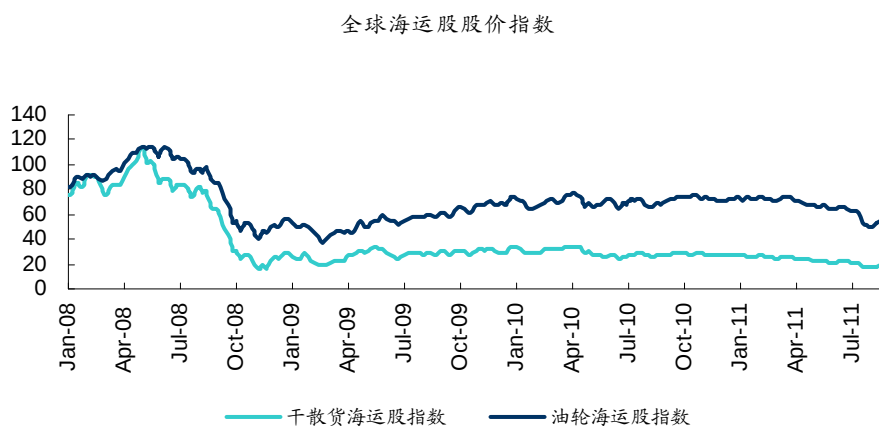


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

市场表现

8月，受到欧美债务危机、外围经济指标回落的拖累，全球贸易需求受到打击，全球干散货海运股指数报收 18.44，环比上月底下降 11.43%；全球油轮海运股指数报收 55.09，环比上月底下降 13.43%。

图 96：全球海运股股价指数



资料来源：loomberg，长江证券研究部

表 19：主要覆盖公司盈利预测与评级

公司名称	评级	股价	EPS			PE			PB MRQ
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
中远航运	推荐	5.83	0.20	0.19	0.39	29.15	30.68	14.95	1.50
中海集运	谨慎推荐	3.02	0.36	-0.10	0.22	8.39	n.m	13.92	1.24
中国远洋	中性	6.55	0.66	-0.59	0.11	9.92	n.m	62.38	1.54
中海发展	中性	6.87	0.50	0.41	0.61	13.63	16.76	11.26	1.04
长航油运	中性	2.45	0.01	0.05	0.10	445.45	49.00	24.50	1.52
长航凤凰	中性	3.88	0.02	-0.80	-0.45	236.59	n.m	n.m	3.60
招商轮船	中性	3.36	0.18	0.14	0.14	18.67	24.00	24.00	1.20
上港集团	推荐	3.30	0.26	0.28	0.30	12.69	11.79	11.00	1.74
珠海港	推荐	11.57	0.60	0.96	1.08	19.28	12.05	10.71	2.50
日照港	谨慎推荐	3.40	0.19	0.22	0.25	17.89	15.45	13.60	1.44
连云港	谨慎推荐	8.12	0.21	0.23	0.33	38.67	35.30	24.61	2.15
深赤湾 A	中性	11.78	0.93	0.81	0.86	12.67	14.54	13.78	2.36

资料来源：Wind，长江证券研究部

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。