

BDI，波动市场走向何方？

——航运业 9 月月报

运输 同步大市-A
上次评级 同步大市-A

报告日期 2011-09-16

报告关键点：

8月中旬以来，海岬型船运价涨势强劲，带动BDI指数强劲上涨。如果未来一段时间BDI指持能够续向上，并有效突破2000点左右的盈亏平衡点，A股干散货航运公司将存在交易性投资机会，但趋势性投资机会还需等待供需基本面的实质性好转。

报告摘要：

8月中旬以来，海岬型船运价涨势强劲，带动BDI指数强劲上涨。截至9月9日，BDI指数收于1838点，较8月初上涨46%。近期BDI上涨的主要因素：1）进口矿和国产矿价格出现倒挂，进口矿受钢厂追捧。此外，近期矿价上涨刺激贸易商囤货，北方钢厂也开始进入冬储季节；2）海岬型船运价在前期超跌之后的反弹。受北半球冬储煤的拉动，四季度是干散货运输市场的传统旺季，将对BDI指数形成一定支撑。

如果未来一段时间BDI指持能够续向上，并有效突破2000点左右的盈亏平衡点，A股主要干散货航运公司中国远洋、中海发展和招商轮船等将存在交易性投资机会，但趋势性投资机会还需等待供需基本面的实质性好转。

夏末用电翘尾+冬储煤来临，沿海煤炭运价有望继续上涨。在夏季用电高峰的驱动下，8月中下旬以来沿海煤炭运价指数持续回升。目前直供电厂煤炭库存量降至6000万吨附近，煤炭库存可用天数降至15天附近。在夏末用电翘尾+冬储煤来临+9月下旬大秦线开始检修等多重因素刺激下，预期9月份沿海煤炭运价指数有望延续上涨势头。

油轮运输市场：旺季来临，运价有望季节性回升。3月份以来，全球原油和成品油运价都呈现持续下跌走势。目前，主要航线上超大型原油油轮VLCC运价已经跌至船东变动成本以下，MR成品油轮运价也已经跌破船东的盈亏平衡点。由于全球炼油厂的例行检修将在九月份接近尾声，10月份开始随着北半球取暖用油需求的上升，全球油轮市场将进入传统旺季，油轮运价有望出现触底回升行情。

集装箱运输市场：需求低迷，旺季行情接近尾声。今年在全球经济低迷、主干航线运力过剩的双重压力下，集运市场呈现旺季不旺行情，旺季运价回升的幅度极其有限。截至9月9日，出口集装箱运价指数CCFI仅较8月初上涨2%。由于需求过于疲软，进入9月份以来部分船公司开始降价以维持箱量水平，欧美等主干航线运价已出现见顶回落态势。

年初以来，多用途船运价呈逐月回落态势，近两个月多用途船运价开始呈现企稳迹象：7、8月份1.7万载重吨MPP船（多用途船）一年期期租价格都维持在9300美元/TEU，但目前运价较年初下跌13%，较去年同期下跌11%。

估值处于底部，维持航运板块“同步大市-A”评级。目前A股航运板块PB降至1倍-1.5倍区间，已处于历史最低水平；航运板块PB/全部A股PB也降至0.6倍附近，航运板块相对A股的PB水平也已经处于历史最低水平。可以说是“最差的时候、最低的估值”，股价已经对行业基本面进行了充分反应。预期航运板块估值继续下降的空间已经不大，维持行业“同步大市-A”评级。但行业趋势性投资机会的来临还需要等待基本面的实质性好转。

风险提示：全球及中国经济衰退风险。

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
601919 中国远洋	10.00	中性-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

《集运市场旺季企稳回升，散货市场淡季低位徘徊——航运业 8 月报》

2011-08-09

《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. 干散货运输市场：旺季来临，对 BDI 指数形成支撑	4
1.1. 8 月份以来海岬船拉动 BDI 指数强劲反弹	4
1.2. 传统旺季临近，对 BDI 指数形成一定支撑	5
1.3. 干散货新船下水量仍处于历史高位	8
1.4. 近期全球干散货航运股强劲反弹，但 A 股反应平淡	9
2. 夏末用电翘尾+冬储煤来临，沿海煤炭运价有望继续上涨	10
3. 油轮运输市场：旺季来临，运价有望季节性回升	12
3.1. 传统旺季临近，油运运价有望触底回升	12
3.2. 全球原油及成品油需求增速小幅放缓	14
3.3. 油轮新船下水量也处于历史高位	17
4. 集装箱运输市场：需求低迷，旺季行情接近尾声	19
4.1. 旺季不旺，运价季节性回升空间有限	19
4.2. 受欧美经济疲软影响，主干航线箱量增长缓慢	20
4.3. 集装箱整体运力增速不高，但大船投放量偏大	23
5. 多用途船市场	25
5.1. 近两个月运价呈企稳迹象	25
5.2. 新船交付主要集中在下半年	25
6. 估值处于底部，维持航运板块“同步大市-A”评级	27

图表目录

表 1: 全球干散货海运需求预测.....	7
表 2: 全球干散货船队运力投放预测.....	9
表 3: 全球原油进口需求预测.....	16
表 4: 全球成品油进口需求预测.....	16
表 5: 全球原油及成品油轮需求预测.....	17
表 6: 全球油轮船队运力投放预测.....	19
表 7: 亚欧、美欧航线集装箱海运量增速.....	22
表 8: 全球集装箱海运量预测.....	22
表 9: 全球集装箱船队运力投放预测.....	24
表 10: 多用途船运力投放预测.....	27
表 11: 8 月份航运板块跑输市场.....	27
表 12: 主要航运股业绩预测与评级.....	28
图 1: 8 月份以来好望角船拉动 BDI 指数强劲反弹.....	4
图 2: 各船型散货船 1 年期期租走势, 8 月份以来好望角船期租涨势强劲.....	5
图 3: 国内外铁矿砂价格走势.....	5
图 4: 8 月份中国粗钢产量、铁矿石进口量维持高位.....	6
图 5: 3 月份中国煤炭进口量环比持续回升.....	6
图 6: 5 月份以来日本煤炭进口量环比持续回升.....	7
图 7: 全球干散货船新增订单情况.....	8
图 8: 全球干散货船运力投放、及拆解情况.....	8
图 9: 8 月中旬以来受 BDI 指数反弹驱动, 全球干散货股票价格指数上涨 20%左右.....	10
图 10: 8 月份以来中国沿海煤炭运价指数持续回升.....	10
图 11: 8 月份以来秦皇岛至华东、华南煤炭运价持续回升.....	11
图 12: 8 月份以来电厂存煤量出现下降.....	11
图 13: 8 月份以来秦皇岛港煤炭库存量持续下降.....	12
图 14: 波罗的海原油运价指数、成品油运价指数走势.....	13
图 15: VLCC 油轮等效期租 TCE 走势.....	13
图 16: 成品油轮等效期租 TCE 走势.....	14
图 17: 中国月度原油及成品油进口情况.....	15
图 18: 美欧日月度石油消费量情况.....	15
图 19: 全球油轮新增订单情况.....	18
图 20: 全球油轮船队运力投放、及拆解情况.....	18
图 21: 中国出口集装箱运价指数 CCFI 走势.....	20
图 22: 上海-欧洲航线运价走势 (美元/TEU).....	20
图 23: 上海-美西航线运价走势 (美元/FEU).....	20
图 24: 上海-美东航线运价走势 (美元/FEU).....	20
图 25: 7 月份以来美国和欧元区 PMI 指数持续回落.....	21
图 26: 7 月份以来美国和欧元区消费者信心指数持续回落.....	21
图 27: 美欧日 (季调) 失业率维持在高位.....	22
图 28: 全球集装箱船新增订单情况.....	23
图 29: 全球集装箱船运力投放、及拆解情况.....	24
图 30: 多用途船运价走势.....	25
图 31: 图 24: 全球多用途船新增订单情况.....	26
图 32: 全球多用途船运力投放、及拆解情况.....	26
图 33: 航运股 PB 处于历史低位.....	28

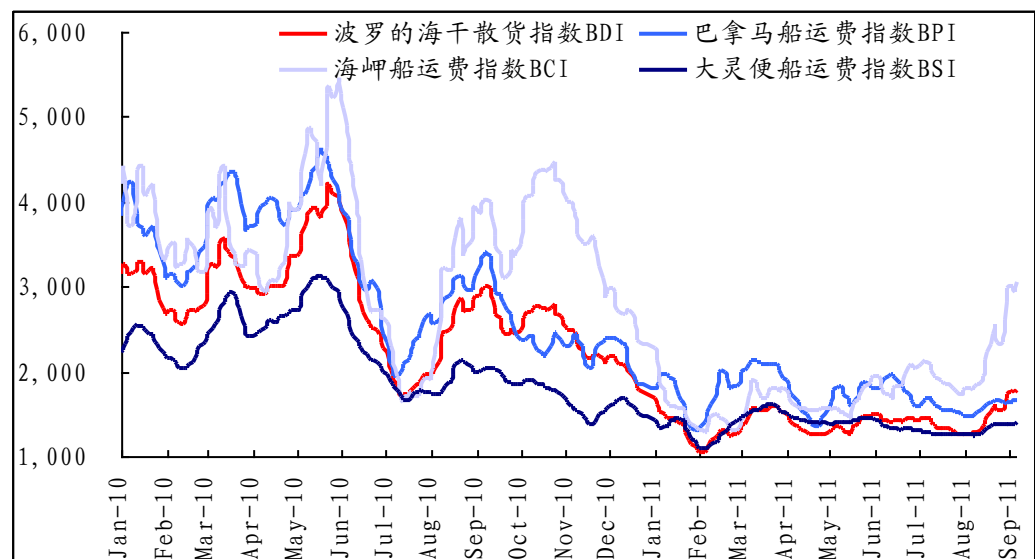
1. 干散货运输市场：旺季来临，对 BDI 指数形成支撑

1.1. 8 月份以来海岬船拉动 BDI 指数强劲反弹

8 月中旬以来，由于澳大利亚和巴西铁矿砂船运活动持续增加，海岬型船市场涨势强劲，并带动其余船型运价全线上涨。截至 9 月 9 日，BDI 指数收于 1838 点，创年内新高，较 8 月初上涨 46%；其中，海岬船涨幅最大，运价指数较 8 月初上涨 83%，是 BDI 上涨的主要驱动力量；巴拿马船、大灵便船、小灵便船运价指数涨幅分别为 12%、11% 和 2%。

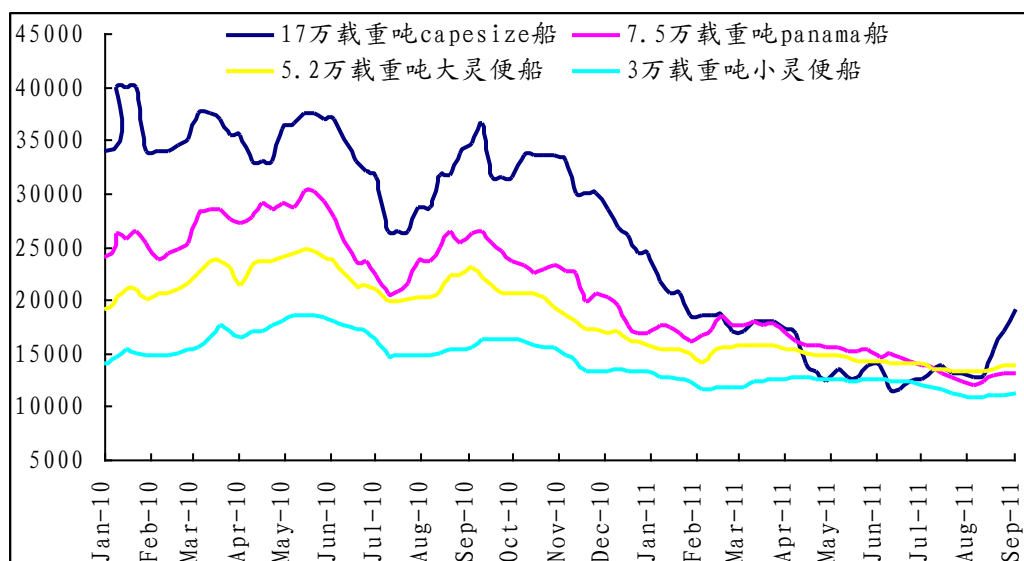
驱动近期 BDI 指数大幅上涨的主要因素：1) 国内铁矿石价格上涨，进口矿和国内矿价格出现倒挂，进口矿受到钢厂追捧，导致短期中国从巴西和澳大利亚铁矿砂进口需求增多，推动海岬船运价大幅上涨。2) 此外，矿价上涨刺激贸易商囤货，同时受北方冬季气候条件限制，每年入冬前后钢厂都会提前储备一部分铁矿石，也导致短期中国铁矿石进口需求上升。海关最新统计数据，8 月份中国进口铁矿石 5909 万吨，同比增长 32%，环比增长 8%，1-8 月累计进口铁矿砂 4.47 亿吨，累计增长 11%。3) 海岬型船运价在前期超跌之后的反弹，今年以来大小船运价倒挂现象严重，17 万载重吨的海岬船一年期期租价格连续几个月跌至 12000 万美金/天，已经低于 5 万载重吨的灵便船运价。

图 1：8 月份以来海岬船拉动 BDI 指数强劲反弹



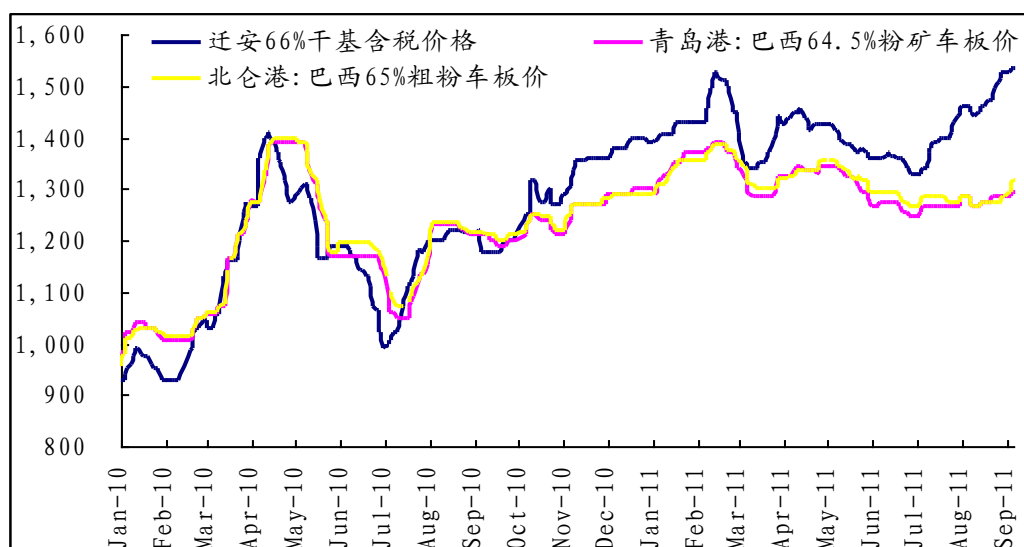
资料来源：BLOOMBERG

图 2: 各船型散货船 1 年期期租走势, 8 月份以来海岬船期租价格涨势强劲



资料来源: CLARKSONS

图 3: 国内外铁矿砂价格走势



资料来源: WIND 资讯

1.2. 传统旺季临近, 对 BDI 指数形成一定支撑

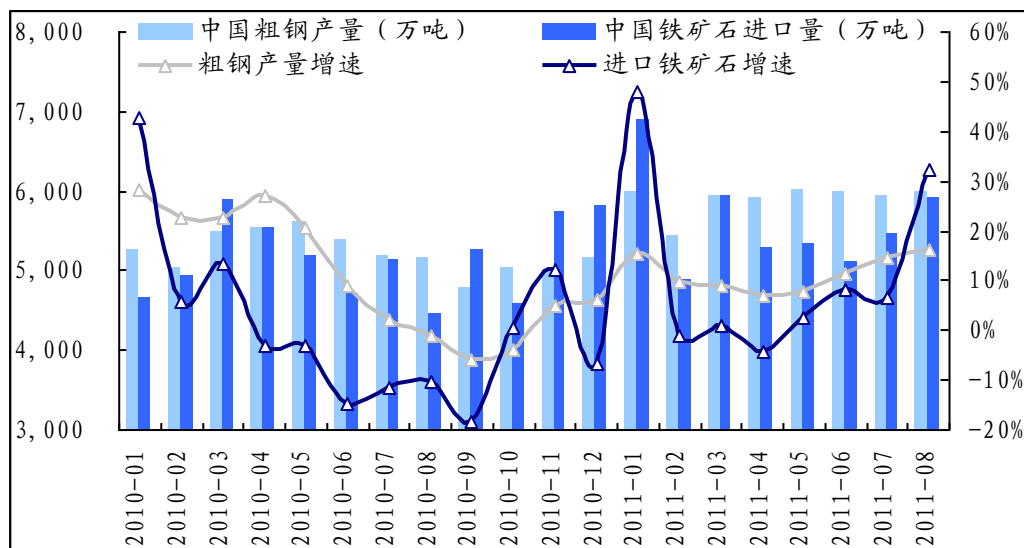
8 月份中国粗钢产量、铁矿石进口量维持高位: 8 月份中国粗钢产量 5999 万吨, 同比增长 16%, 环比增长 1%; 8 月份中国进口铁矿石 5909 万吨, 同比增长 32%, 环比增长 8%, 8 月单月铁矿石进口量显著攀升。钢铁行业目前已进入“金九银十”的传统旺季, 预期 9-10 月份国内粗钢产量和铁矿石进口量有望继续维持在高位。

7 月份中国和日本煤炭进口量环比继续上升: 中国进口需求是拉动全球煤炭海运贸易量增长的重要因素, 7 月份中国进口煤炭 1753 万吨, 同比增长 34%, 环比增长 28%, 随着国内外价差的收窄, 3 月份以来中国煤炭进口量呈现环比持续回升态势, 但 11 年受国际煤价偏高影响, 1-7 月中国煤炭进口量同比仍下降 5.3%; 日本是全球第一大

煤炭进口国，随着地震影响的逐步减弱，5 月份以来日本煤炭进口量环比持续回升，7 月份达到 1426 万吨，但同比仍较 10 年同期下降 14.6%。

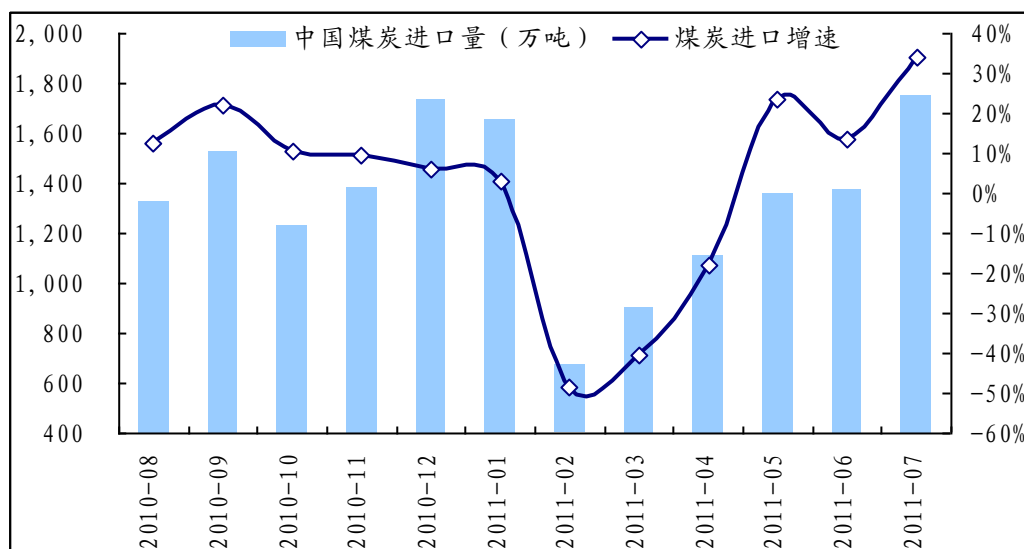
受北半球冬储煤的拉动，四季度是干散货运输市场的传统旺季，将对 BDI 指数形成支撑。但受中国国内政策紧缩和国际经济放缓影响，全球干散货海运量增速难以出现趋势性上升，同时由于新船下水量仍处于历史高位，预期 BDI 指数继续向上突破的空间和时间都相对有限。

图 4：8 月份中国粗钢产量、铁矿石进口量维持高位



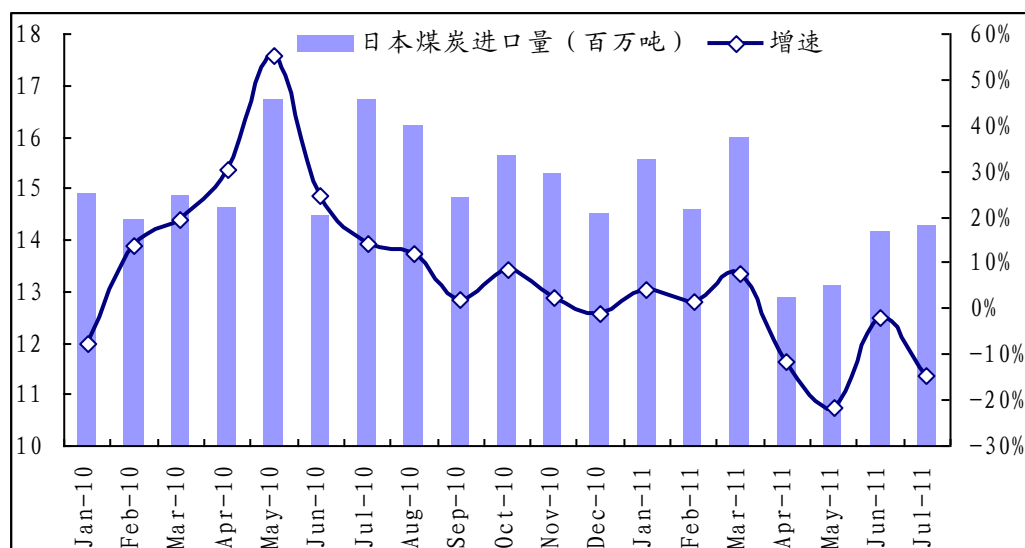
资料来源：WIND 资讯

图 5：3 月份以来中国煤炭进口量环比持续回升



资料来源：WIND 资讯

图 6：5 月份以来日本煤炭进口量环比持续回升



资料来源：WIND 资讯

表 1：全球干散货海运需求预测

	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

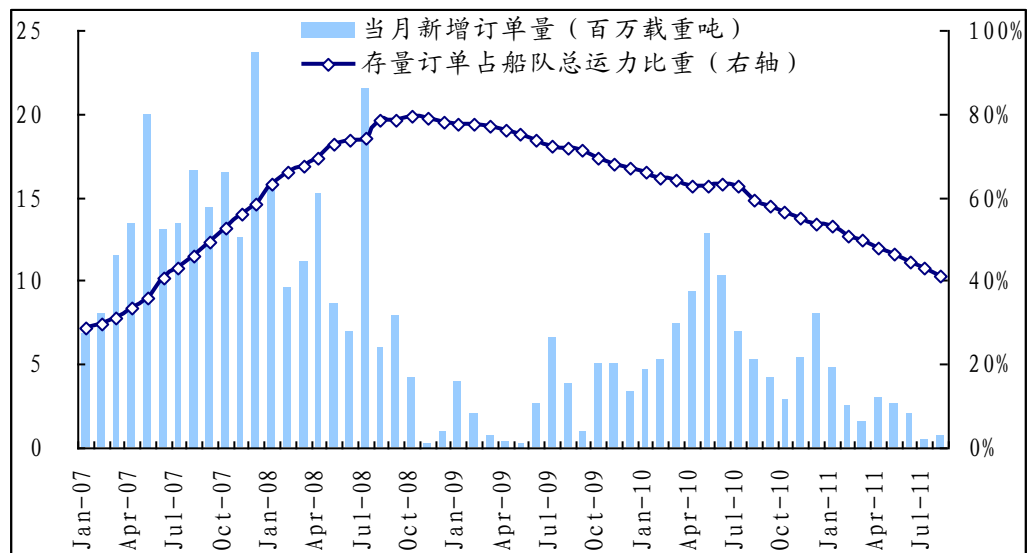
注 1：CLARKSONS 预计 2011 年中国铁矿石进口量将增长 8% 达到 6.52 亿吨，中国进口增量将贡献 2011 年全球铁矿石海运贸易增量的 110%

1.3. 干散货新船下水量处于历史高位

1-7 月干散货新船投放量合计为 5250 万载重吨，占全年计划投放量的 60%。截至 7 月底，全球干散货船队总运力达到 5.76 亿载重吨，较 2010 年底增长 7.4%，预计 8-12 月份还将有 3500 万载重吨的新船下水。受市场低迷影响，老旧船舶的拆解速度加快，1-7 月份干散货船累计拆解 1480 万载重吨，是 2010 年全年拆解量的 2.5 倍，预计 8-12 月还将有 1170 万载重吨的老船进行拆解。但由于新船下水量仍处于历史高位，预计 2011 年底全球干散货船队总运力将达到 6.03 亿载重吨，较 2010 年增长 12.5%，两倍于同期干散货海运量的增速。

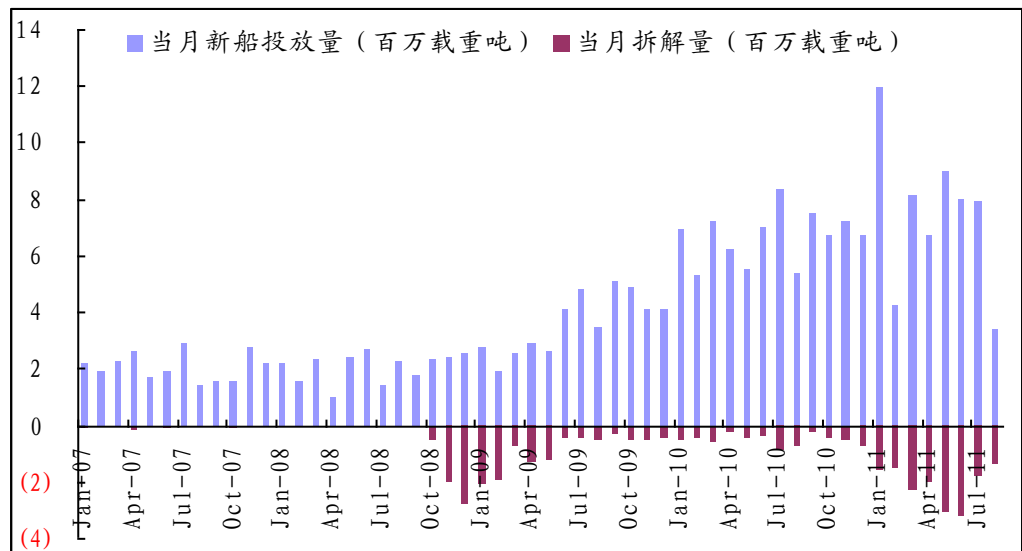
受市场低迷，船东现金流紧张影响，干散货新船订单量也出现显著回落，7 月新增订单量为 40 万载重吨，为近 4 年来的单月最低水平。但由于存量订单占现有船队运力的比重仍高达 41%，今明两年新船投放量仍将处于历史高位。

图 7：全球干散货船新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 8：全球干散货船运力投放、及拆解情况



资料来源：CLARKSONS

表 2：全球干散货船队运力投放预测

百万载重吨, end	2007	2008	2009	2010	Jul*	2011E	2012E
干散货船订单总量	246.7	323.8	303.2	283.7	241.0		
新增订单量	170.0	107.5	34.8	82.0	16.5		
新船投放量	24.7	24.5	43.0	79.9	52.5	87.5	82.9
拆解量	0.6	5.5	10.5	5.8	14.8	26.5	21.1
改造增加量	0.1	7.4	8.9	4.5	2.2	6.4	
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	536.4	576.2	603.6	665.4
增速	6.5%	6.5%	9.8%	17.0%	7.4%	12.5%	10.2%
Capesize 船 (>100,000)	131.6	143.5	170.0	209.3	227.7	240.2	261.0
增速	8.5%	9.0%	18.5%	23.1%	8.8%	14.8%	8.7%
Panamax 船 (60-100,000)	108.3	114.8	121.1	136.5	145.7	152.9	173.8
增速	6.4%	6.0%	5.5%	12.7%	6.7%	12.0%	13.7%
Handy 船 (40-60,000)	76.9	82.9	91.9	109.0	118.8	123.4	138.8
增速	7.4%	7.9%	10.8%	18.6%	9.0%	13.2%	12.5%
Handysize 船 (10-40,000)	75.0	76.2	75.5	81.6	84.1	87.1	91.7
增速	2.4%	1.6%	-1.0%	8.1%	3.0%	6.7%	5.2%

资料来源：CLARKSONS

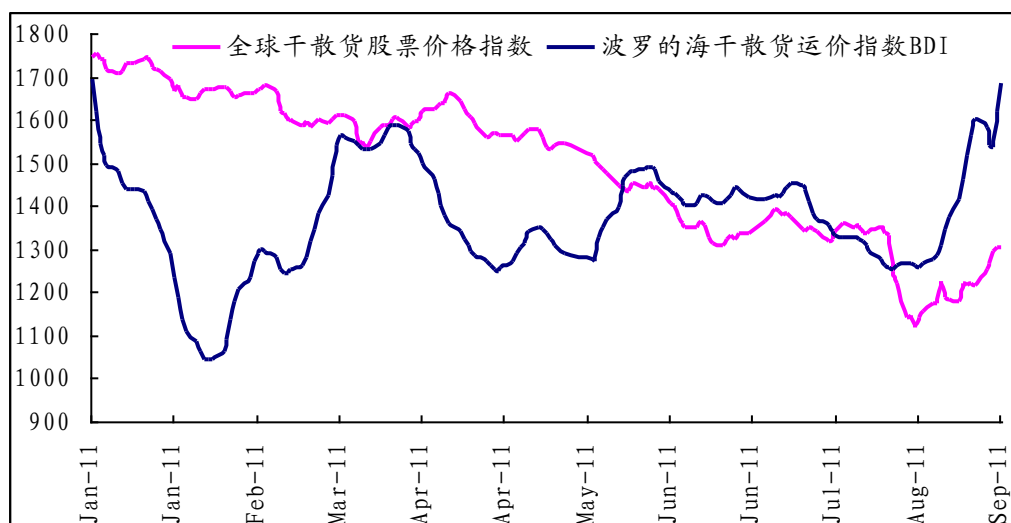
1.4. 近期全球干散货航运股强劲反弹，但 A 股反应平淡

8 月中旬以来受 BDI 指数强劲反弹驱动,全球干散货航运股票价格指数已经上涨了 20% 左右。但 A 股市场反应平淡,8 月中旬至今,A 股中国远洋下跌 4.89%,H 股中国远洋下跌 9.2%,而同期上证指数和恒生指数跌幅分别为 3.97%和 2.11%。

我们认为近期 A 股市场对于 BDI 上涨反应平淡的主要原因是:1) BDI 从 1200 点反弹至目前 1900 点左右,但仍低于干散货船东平均 2000 点左右的盈亏平衡点,目前点位船东仍处于亏损状态;2) 在全球经济低迷背景下,铁矿石、煤炭等大宗散杂货需求增速难以出现明显上升,同时今明两年干散货新船下水处于历史高位,供需基本面尚未出现实质性好转。

如果未来一段时间 BDI 指持能够续向上,并有效突破 2000 点左右的盈亏平衡点,A 股主要干散货航运公司中国远洋、中海发展和招商轮船等将存在交易性投资机会,但趋势性投资机会还需等待供需基本面的实质性好转。

图 9：8 月中旬以来受 BDI 指数反弹驱动，全球干散货股票价格指数上涨 20%左右



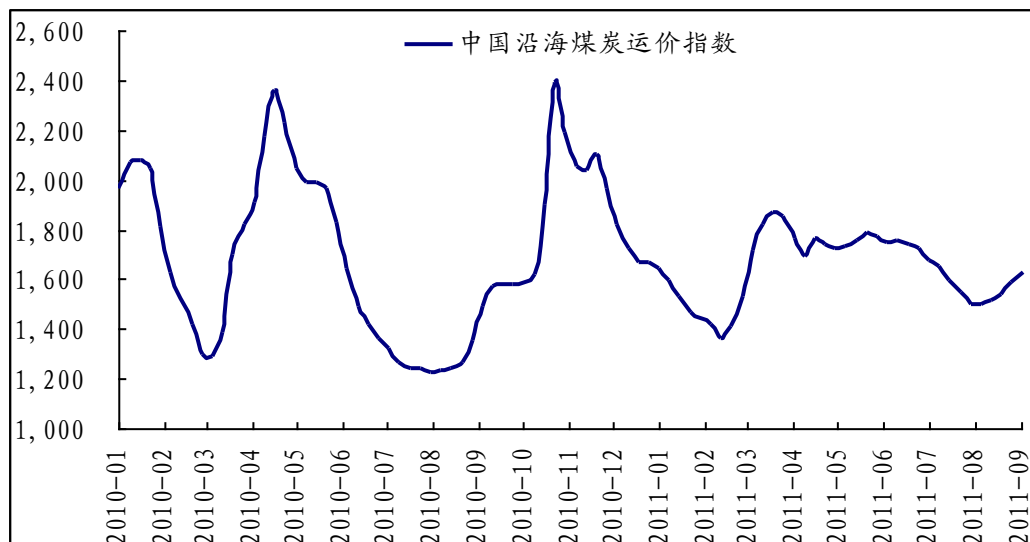
资料来源：BLOOMBERG

2. 夏末用电翘尾+冬储煤来临，沿海煤炭运价有望继续上涨

8 月份受全国各地进入高温期，用电负荷上升影响，电厂煤炭库存量显著下降。在夏季用电高峰的驱动下，8 月中下旬以来沿海煤炭运价指数持续回升。截至 9 月 7 日，沿海煤炭运价指数收于 1628 点，较 8 月初上涨 8%。其中，秦皇岛港至上海、至广州航线煤炭运价分别收于 47 元/吨和 58 元/吨，分别较 8 月份初上涨 18%和 16%。

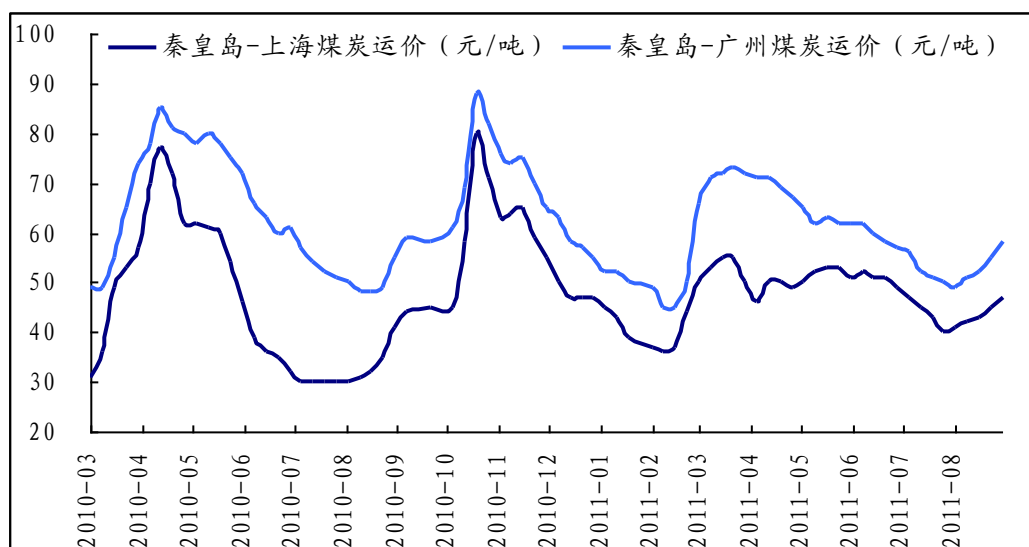
多重因素刺激下，预期 9 月份沿海煤炭运价指数有望延续上涨势头：1) 目前直供电厂煤炭库存量降至 6000 万吨附近，煤炭库存可用天数降至 15 天附近，电厂短期存在补库存的需求；2) 大秦铁路拟定于 9 月 20 日开始为期 15 天的检修，在大秦线开始检修之前，预期下游各消费企业将进行一轮集中采购；3) 今年入冬时间较往年提前，部分北方企业已开始启动冬储煤采购，而 9 月份南方部分地区气温仍较高，空调用电负荷仍处于较高水平，北方冬储煤采购与南方夏末用电的翘尾因素重叠，对沿海煤炭运输需求形成支撑。

图 10：8 月份以来中国沿海煤炭运价指数持续回升



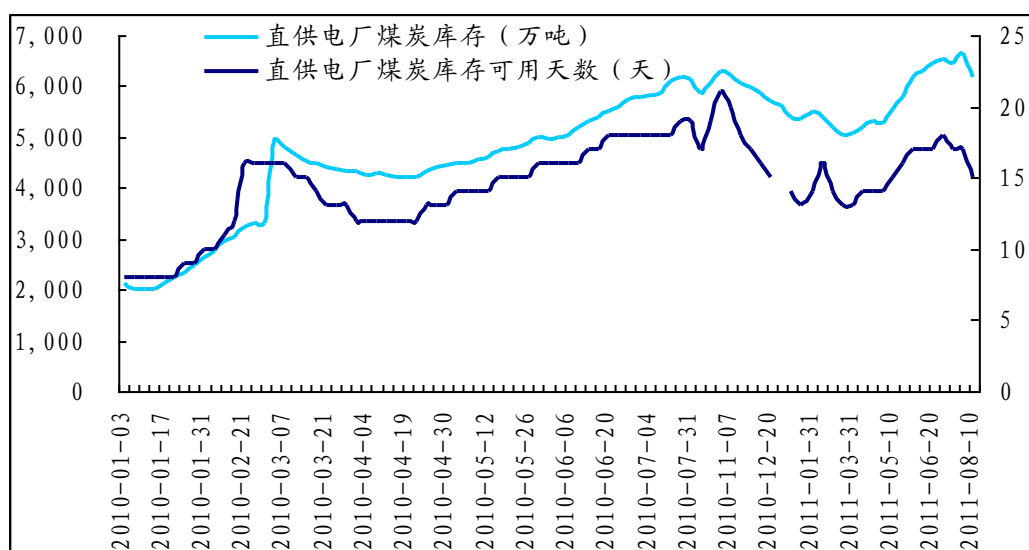
资料来源：WIND 资讯

图 11：8 月份以来秦皇岛至华东、华南煤炭运价持续回升



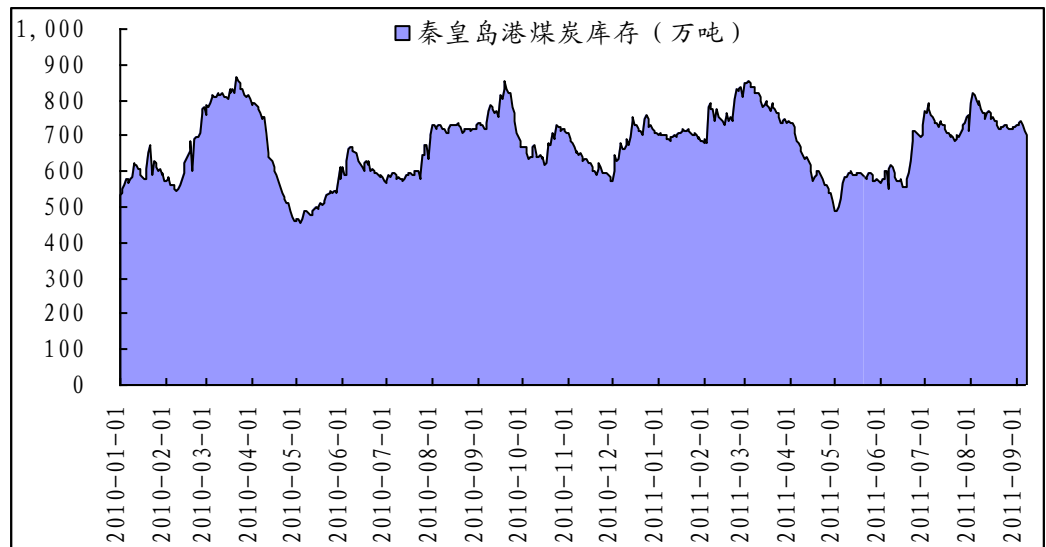
资料来源：WIND 资讯

图 12：8 月份以来电厂存煤量出现下降



资料来源：WIND 资讯

图 13: 8 月份以来秦皇岛港煤炭库存持续下降



资料来源: WIND 资讯

3. 油轮运输市场: 旺季来临, 运价有望季节性回升

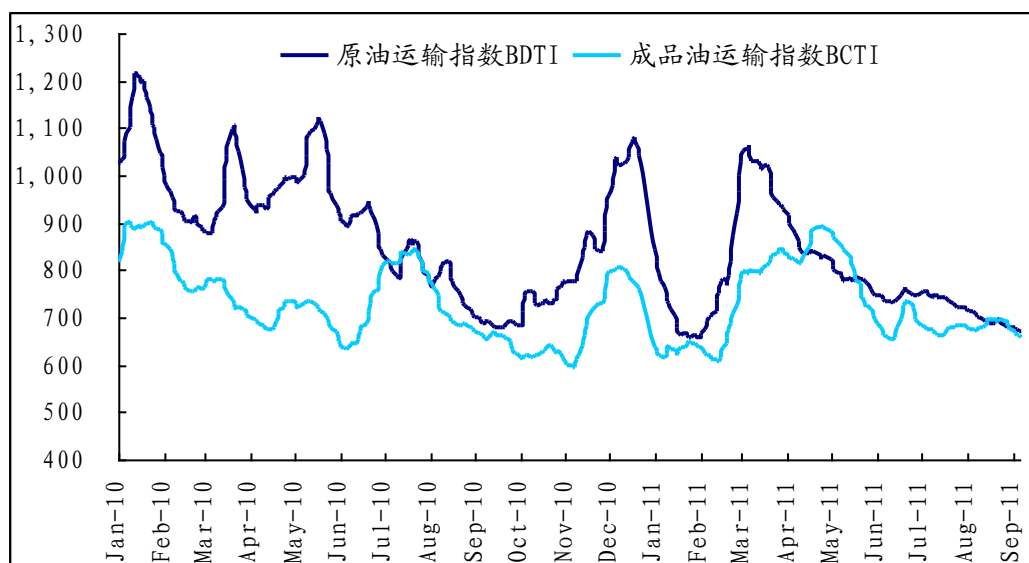
3.1. 传统旺季临近, 油运运价有望触底回升

3 月份以来, 全球原油和成品油运价都呈现持续下跌走势: 截至 9 月 9 日, 波罗的海原油运价指数 BDTI 收于 672 点, 较 8 月初下跌 7%, 成品油运价指数 BCTI 收于 659 点, 较 8 月初下跌 3%。

目前, 主要航线上超大型原油油轮 VLCC 运价已经跌至船东变动成本以下: 截至 9 月 9 日, VLCC 油轮 TD3 航线 (海湾-日本) 等效期租 TCE 已经跌至-2820 美元/天。MR 成品油油轮运价也已经跌破船东的盈亏平衡点: 截至 9 月 9 日, MR 成品油油轮平均等效期租 TCE 为 4854 美元/天, 也已经远低于船东平均 1 万美元/天的盈亏平衡点。

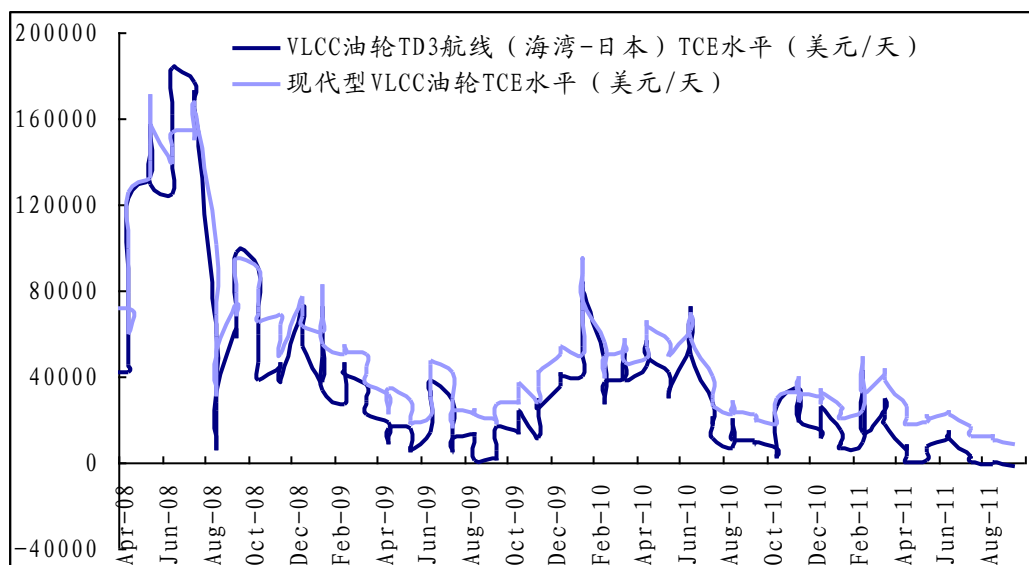
由于全球炼油厂的例行检修将在九月份接近尾声, 10 月份开始随着北半球取暖用油需求的上升, 全球油轮市场将进入传统旺季, 油轮运价有望出现触底回升行情。并且由于主要船型运价已经低于船东的营运成本, 船东已经开始考虑闲置部分运力和减速航行, 也有助于四季度运价的季节性回升。

图 14: 波罗的海原油运价指数、成品油运价指数走势



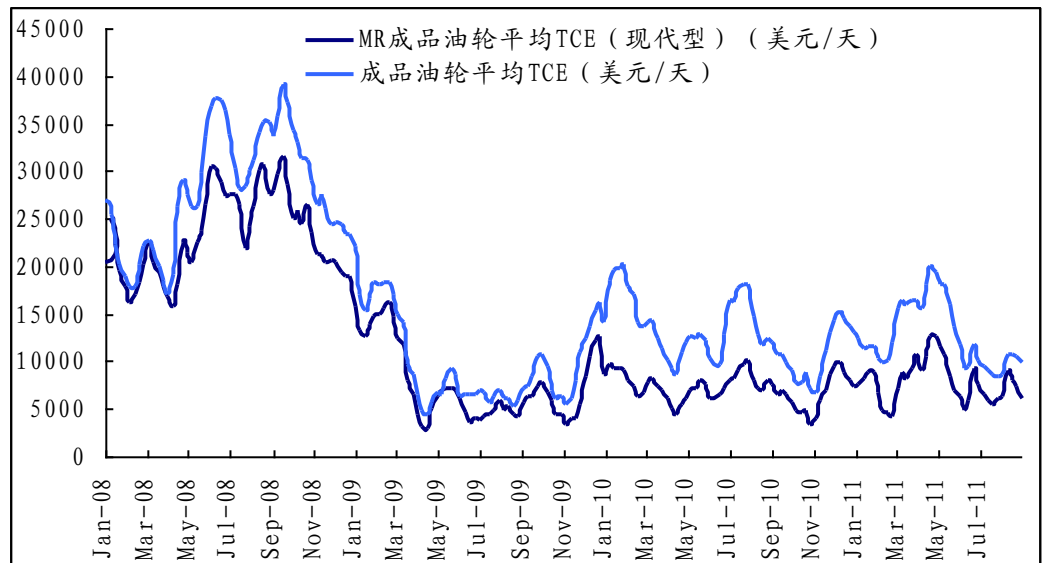
资料来源: WIND 资讯

图 15: VLCC 油轮等效期租 TCE 走势



资料来源: CLARKSONS

图 16: 成品油轮等效期租 TCE 走势



资料来源: CLARKSONS

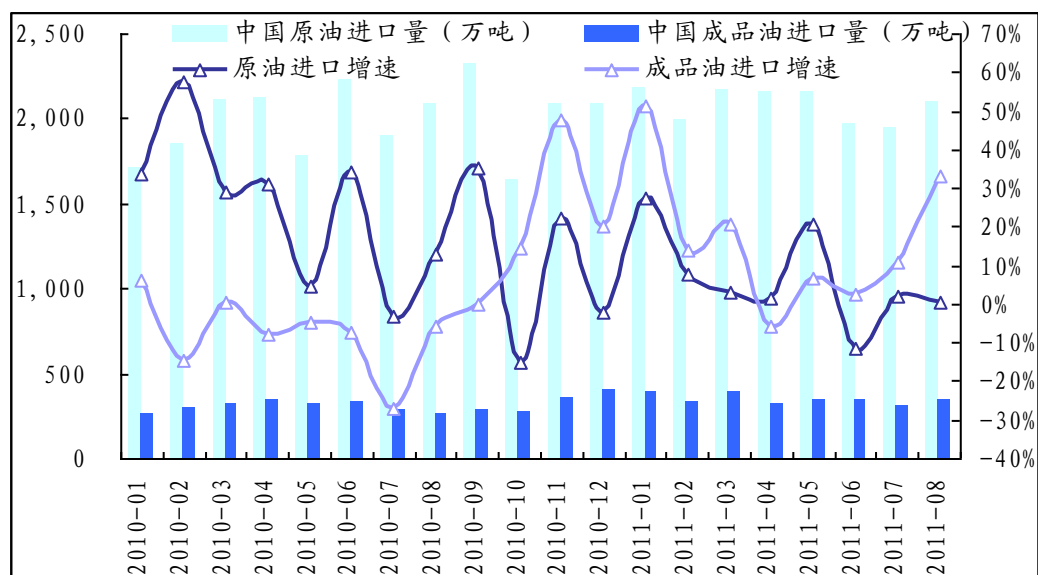
3.2. 全球原油及成品油需求增速小幅放缓

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。1-8 月中国累计进口原油 1.68 亿吨,同比增长 6.4%,预计全年原油进口增速在 7%左右;累计进口成品油 0.27 亿吨,同比增长 15.2%,预计全年成品油进口增速在 17%左右。

美欧日等发达经济体是全球主要的石油消费国和进口国,但受国内经济低迷影响,2011 年以来 OECD 国家日均石油消费量增速都有所下滑:其中,美国 1-4 月石油消费量微增 0.6%,欧洲和日本石油消费量则同比分别减少 0.8%和 1.2%。

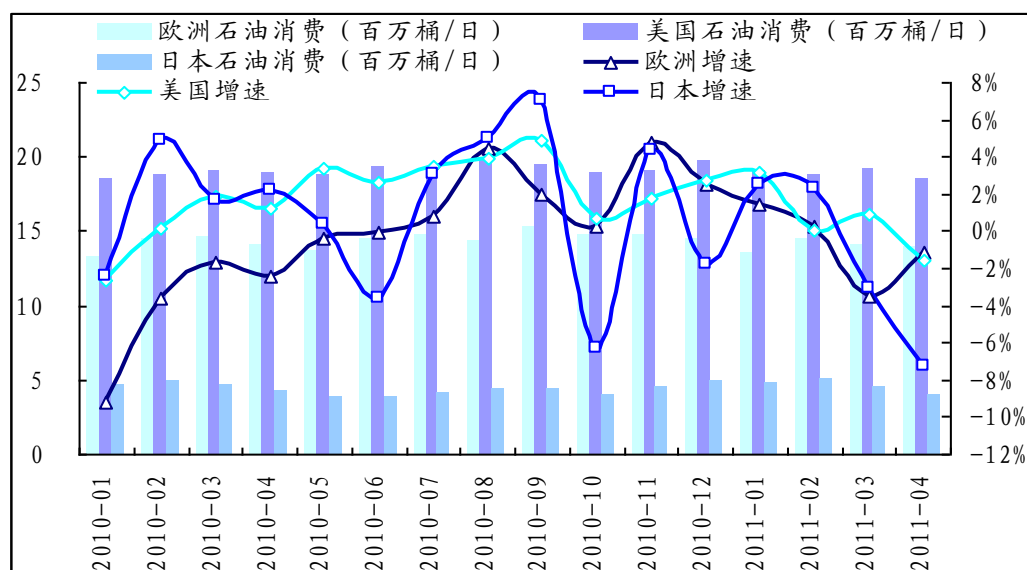
受主要发达经济体需求低迷影响,预计 2011 年全球原油贸易量增速将小幅放缓至 3%,达到 37.6 百万桶/天的水平;全球成品油贸易量增速则将小幅放缓至 4.1%,达到 17.6 百万桶/天的水平。而增量需求仍将主要来自中国、印度等发展中经济体。

图 17: 中国月度原油及成品油进口情况



资料来源: WIND 资讯

图 18: 美欧日月度石油消费量情况



资料来源: WIND 资讯

表 3: 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	7.2	6.9
增速		-6.6%	-7.1%	-8.9%	-4.2%
Imports to EU	9.5	9.7	8.8	8.7	8.9
增速		2.1%	-9.3%	-1.1%	2.3%
Imports to Asia	15.2	15.9	16.1	17.6	18.6
增速		4.6%	1.3%	9.3%	5.7%
China	3.0	3.3	3.7	4.4	4.8
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
Other Asia	3.2	3.4	3.5	4.0	4.3
Other Importers	2.9	2.6	2.4	3.0	3.2
增速		-10.3%	-7.7%	25.0%	6.7%
Global Imports	36.7	36.7	35.2	36.5	37.6
增速		0.0%	-4.1%	3.7%	3.0%

资料来源: CLARKSONS

表 4: 全球成品油进口需求预测

Million Bpd	2007	2008	2009	2010	2011E
Imports to N.America	3.1	2.8	2.3	2.2	2.3
增速		-9.7%	-17.9%	-4.3%	4.5%
Imports to EU	6.4	6.5	6.5	6.7	6.4
增速		1.6%	0.0%	3.1%	-4.5%
Imports to Asia	4.6	4.9	5.0	5.4	5.8
增速		6.5%	2.0%	8.0%	7.4%
China	0.7	0.8	0.7	0.7	0.9
Japan	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0
Korea	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
Australia	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Other Asia	2.2	2.3	2.5	2.8	3.0
Other Importers	2.1	2.4	2.2	2.6	3.1
增速		14.3%	-8.3%	18.2%	19.2%
Global Imports	16.2	16.6	16.0	16.9	17.6
增速		2.5%	-3.6%	5.6%	4.1%

资料来源: CLARKSONS

表 5：全球原油及成品油轮需求预测

Million Dwt	2007	2008	2009	2010	2011E
VL/ULCC	136.3	138.7	128.1	137.2	144.3
增速		1.8%	-7.6%	7.1%	5.2%
Suezmax	49.0	50.5	46.7	47.4	46.5
增速		3.1%	-7.5%	1.5%	-1.9%
Aframax	49.5	49.3	50.4	54.5	55.3
增速		-0.4%	2.2%	8.1%	1.5%
Panamax	7.6	7.5	7.1	7.2	6.8
增速		-1.3%	-5.3%	1.4%	-5.6%
Crude Tanker Demand	242.4	246.0	232.3	246.3	253.0
增速	0.2%	1.5%	-5.6%	6.0%	2.7%
10-60,000 Dwt	53.5	54.1	51.9	53.6	55.9
增速		1.1%	-4.1%	3.3%	4.3%
60-80,000 Dwt	11.9	12.4	11.8	11.3	11.5
增速		4.2%	-4.8%	-4.2%	1.8%
80-120,000 Dwt	30.8	29.8	27	28	28.9
增速		-3.2%	-9.4%	3.7%	3.2%
Product Tanker Demand	96.1	96.3	90.7	92.9	96.3
增速	1.6%	0.2%	-5.8%	2.4%	3.7%

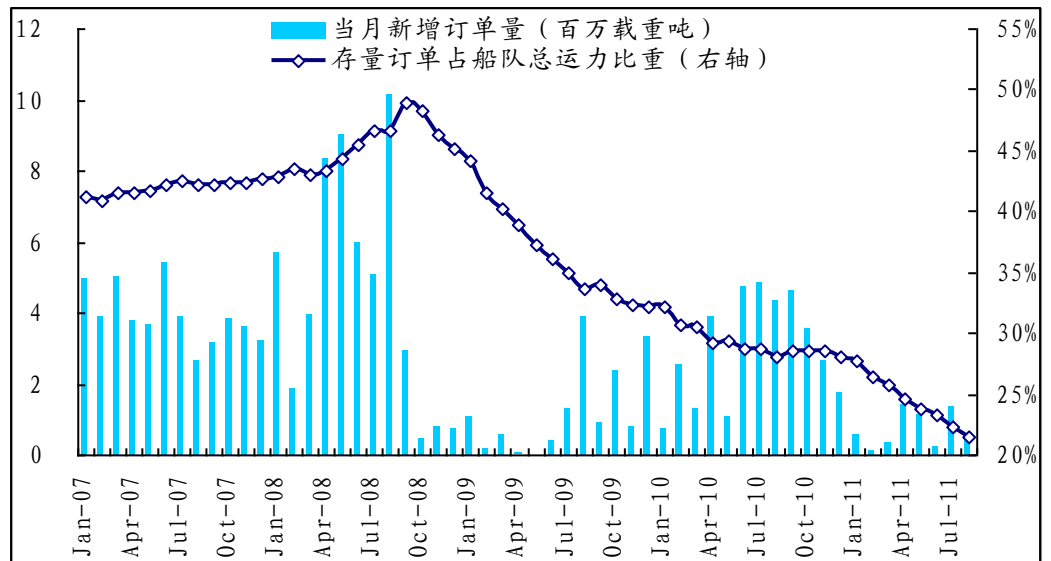
资料来源：CLARKSONS

3.3. 油轮新船下水量也处于历史高位

1-7 月油轮新船投放量合计为 22.9 百万载重吨，占全年计划投放量的 55%。截至 7 月底，全球油轮船队总运力达到 4.67 亿载重吨，较 2010 年底增长 3.6%，预计 8-12 月份还将有 18.8 百万载重吨的新船下水。受市场低迷影响，老旧船舶的拆解量也处于历史高位，1-7 月份油轮累计拆解 4.5 百万载重吨，预计 8-12 月还将有 4.7 百万载重吨的老旧船舶进行拆解。由于新船下水量处于历史高位，预计 2011 年底全球油轮船队总运力将达到 4.80 亿载重吨，较 2010 年增长 6.4%，也两倍于同期油品海运量的增速。

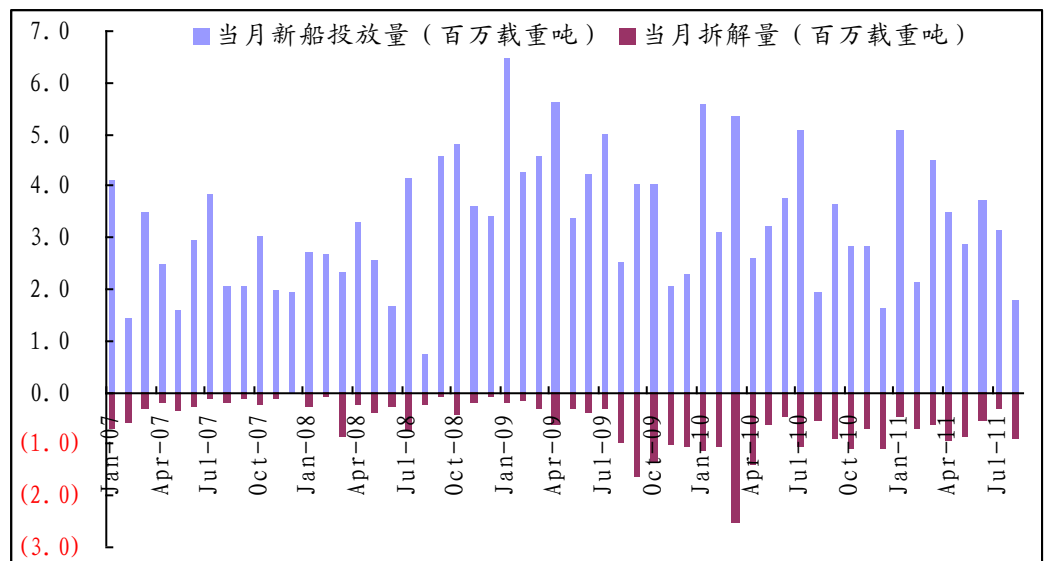
受市场低迷，船东现金流紧张影响，油轮新船订单量也出现显著回落：1-7 月份油轮新船订单量合计为 5.1 百万载重吨，不到 2010 年同期的 1/3。但由于存量订单量占现有船队运力的比重仍高达 21%，今明两年运力增速仍将处于历史高位。

图 19：全球油轮新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 20：全球油轮船运力投放、及拆解情况



资料来源：CLARKSONS

表 6：全球油轮船队运力投放预测

百万载重吨, end	2007	2008	2009	2010	Jul*	2011E	2012E
全球油轮订单总量	163.8	178.4	139.2	124.9	102.3		
新增订单量	47.0	55.3	14.9	35.7	5.1		
新船投放量	30.7	36.4	48.4	41.2	22.9	41.7	36.9
拆解量	3.4	4.1	8.5	12.7	4.5	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	11.7	11.1	10.3	2.6	3.8	
全球油轮船队运力	382.8	404.0	432.9	451.1	467.3	480.2	511.4
增速	5.9%	5.5%	7.2%	4.2%	3.6%	6.4%	6.5%
VLCC 油轮 (>20 万 DWT)	146.7	151.6	159.9	164.4	172.2	178.1	191.6
增速	3.9%	3.3%	5.4%	2.8%	4.7%	8.3%	7.6%
Suezmax 油轮 (12-20 万 DWT)	54.1	54.8	59.7	63.3	66.8	68.5	75.7
增速	4.3%	1.4%	8.8%	6.1%	5.5%	8.3%	10.4%
Aframax 油轮 (8-12 万 DW)	76.6	81.2	87.9	93.4	95.5	97.8	103.0
增速	7.0%	6.1%	8.3%	6.2%	2.2%	4.7%	5.3%
Panamax 油轮 (6-8 万 DW)	23.9	26.1	27.6	28.5	29.5	30.4	31.8
增速	12.1%	9.1%	5.8%	3.4%	3.5%	6.7%	4.6%
Handy 油轮 (1-6 万 DW)	81.5	90.3	97.8	101.6	103.4	105.3	109.3
增速	8.1%	10.8%	8.4%	3.8%	1.8%	3.7%	3.8%

资料来源：CLARKSONS

4. 集装箱运输市场：需求低迷，旺季行情接近尾声

4.1. 旺季不旺，运价季节性回升空间有限

三季度是全球集运市场的传统旺季，亚欧线三季度货量一般占全年的 26.7%，美西线则占 27.3% 左右。但今年在全球经济低迷、主干航线运力过剩的双重压力下，集运市场呈现旺季不旺行情，旺季运价回升的幅度极其有限：截至 9 月 9 日，中国出口集装箱运价指数 CCFI 收于 1001.46 点，较 8 月初上涨 2%。其中，上海-欧洲运价收于 821 美元/TEU，与 8 月份初基本持平；上海-美西、上海-美东航线运价分别收于 1675 和 3285 美元/FEU，均较 8 月初上涨 7%。

由于需求过于疲软，进入 9 月份以来部分船公司开始降价以维持箱量水平，欧美等主干航线运价已出现见顶回落态势。

图 21: 中国出口集装箱运价指数 CCFI 走势

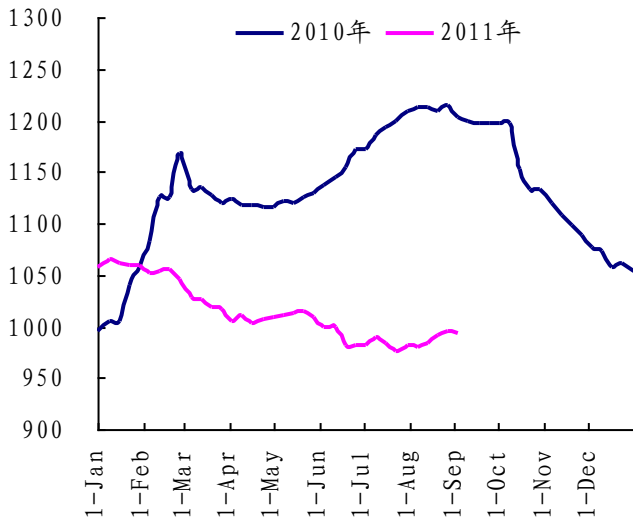
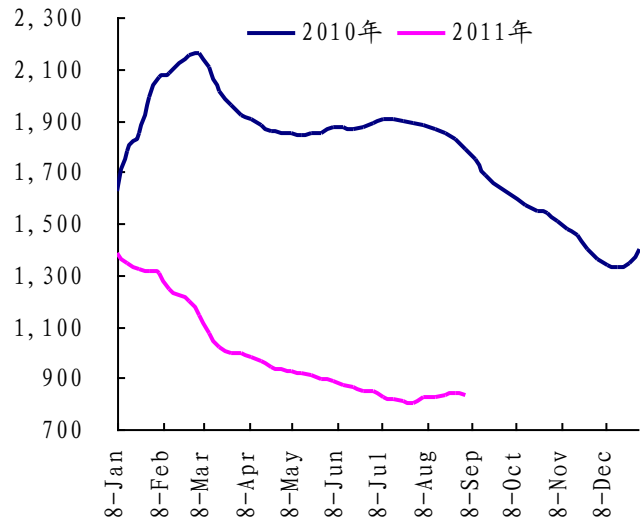


图 22: 上海-欧洲航线运价走势 (美元/TEU)



资料来源: WIND 资讯

图 23: 上海-美西航线运价走势 (美元/FEU)

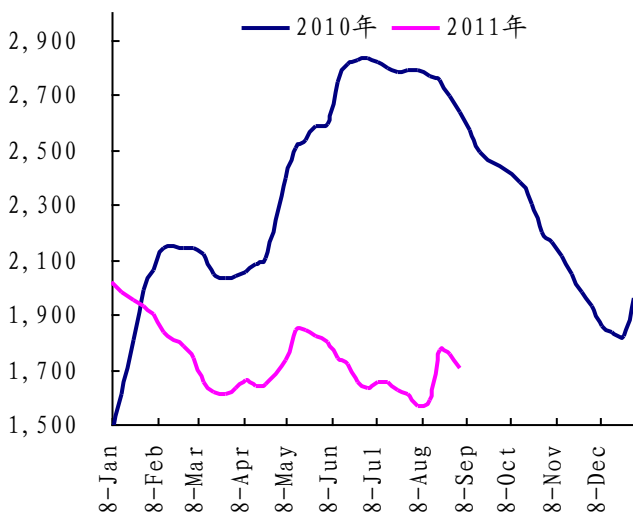
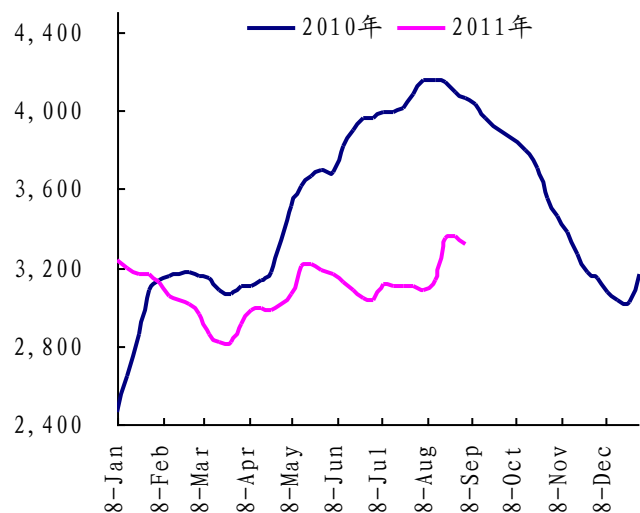


图 24: 上海-美东航线运价走势 (美元/FEU)



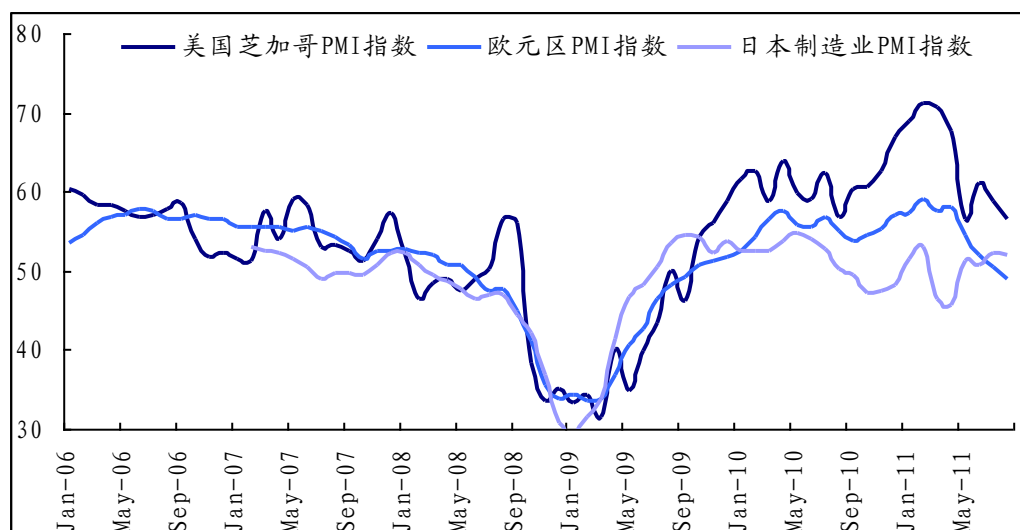
资料来源: WIND 资讯

4.2. 受欧美经济疲软影响，主干航线箱量增长缓慢

二季度以来，欧美等发达经济体增速呈现放缓迹象，PMI 指数、消费者信心指数等景气指标呈逐月下滑态势，而失业率则继续维持在高位。受欧美日等主要发达国家经济低迷影响，全球主要的集装箱贸易航线货量增长缓慢。CTS 的统计数据显示，7 月份亚洲-欧洲往返航线货量增长 7.4%，欧洲-北美往返航线货量增长 8.1%；1-7 月亚洲-欧洲往返航线货量累计增长 5.5%，欧洲-美洲往返航线货量累计增长 8.3%。

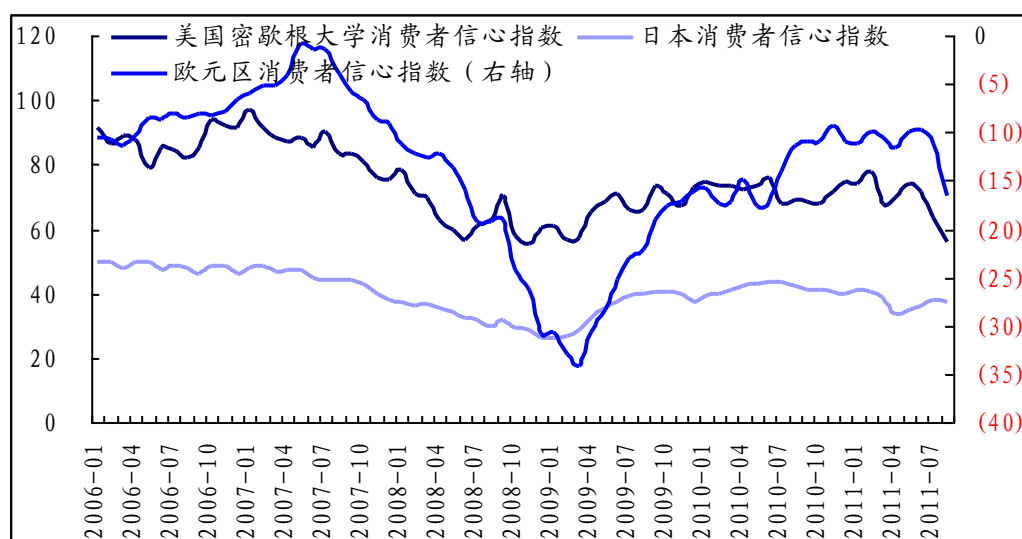
受全球经济增长疲软影响，CLARKSONS 在最新公布的 8 月集装箱月报中将 2011 年全球集装箱海运量增速从 9.0% 下调至 8.8%，这已是 CLARKSONS 连续第 3 个月下调 2011 年全球集装箱海运量预测。其中，2011 年跨太平洋航线和亚欧航线箱量增速预测分别被下调至 6.4% 和 5.3%；而受发展中国家经济增速相对强劲支持，预期东西非主干航线、及南北航线箱量增速将分别达到 10.5% 和 11.0%。

图 25：7 月份以来美国和欧元区 PMI 指数持续回落



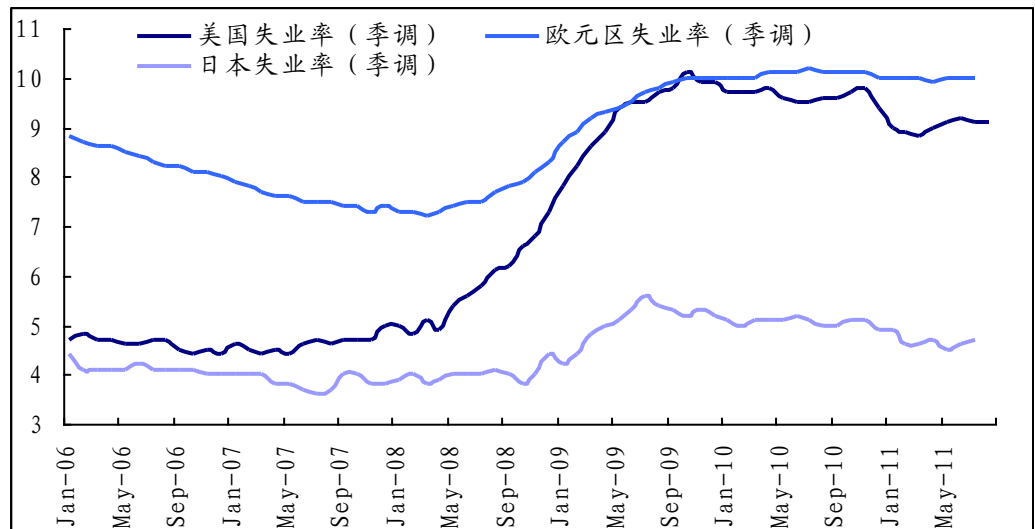
资料来源：WIND 资讯

图 26：7 月份以来美国和欧元区消费者信心指数持续回落



资料来源：WIND 资讯

图 27: 美欧日 (季调) 失业率维持在高位



资料来源: WIND 资讯

表 7: 亚欧、美欧航线集装箱海运量增速

	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	1-7 月累计
亚洲-欧洲	17.3%	-10.2%	8.6%	4.7%	6.1%	1.7%	7.6%	5.5%
欧洲-亚洲	10.8%	2.4%	8.4%	5.5%	2.0%	3.9%	6.7%	5.6%
亚欧线合计	15.5%	-6.2%	8.6%	5.0%	4.9%	2.4%	7.4%	5.5%
北美-欧洲	7.3%	5.5%	10.4%	14.3%	9.2%	-1.1%	6.4%	7.5%
欧洲-北美	17.5%	8.3%	12.0%	8.0%	8.7%	2.0%	9.4%	9.1%
美欧线合计	12.2%	7.0%	11.2%	11.0%	8.9%	0.5%	8.1%	8.3%

资料来源: CTS

表 8: 全球集装箱海运量预测

Container Volumes (m. teu)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Transpacific	21.1	20.5	18.4	20.3	21.6	23.2
增速	4.5%	-2.8%	-10.2%	10.3%	6.4%	7.4%
Far East-Europe	16.9	16.8	15.2	17.1	18.0	19.3
增速	16.6%	-0.6%	-9.5%	12.5%	5.3%	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	20.6
增速	8.5%	12.6%	0.7%	18.8%	10.5%	9.0%
North-South	20.9	22.0	20.6	23.7	26.3	28.8
增速	4.0%	5.3%	-6.4%	15.0%	11.0%	9.5%
Other	52.3	56.7	50.7	56.1	61.4	67.6
增速	16.5%	8.4%	-10.6%	10.7%	9.4%	10.1%
Total ContainerTrade	130.4	136.6	124.3	139.8	152.2	165.8
增速	11.0%	4.8%	-9.0%	12.6%	8.8%	8.8%

资料来源：CLARKSONS

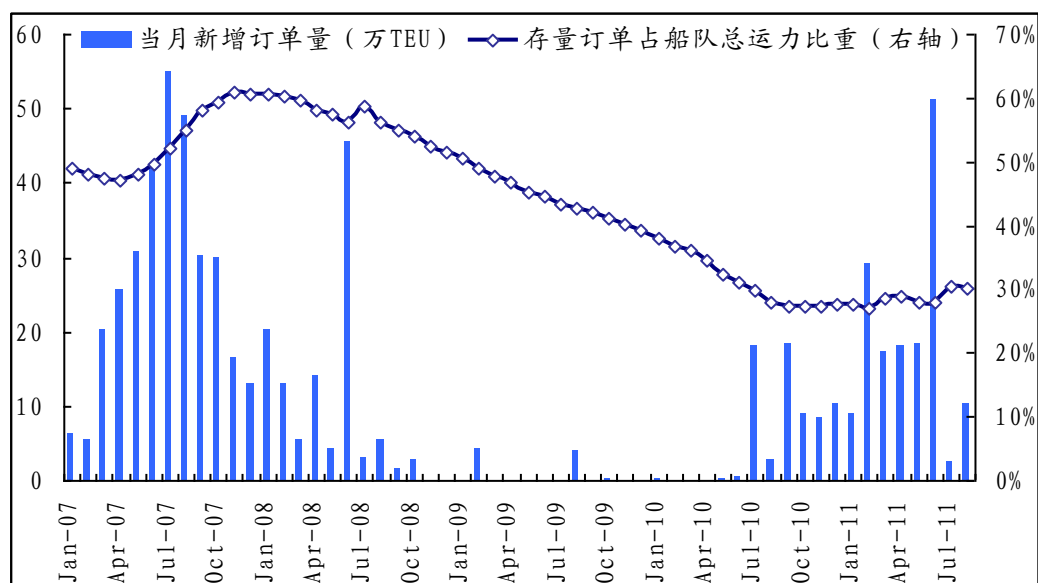
4.3. 集装箱船整体运力增速不高，但大船投放量偏大

受需求疲弱影响，集运市场船东闲置运力开始增多，截至8月底全球集装箱闲置运力突破100艘，达到21.1万TEU，约占全球集装箱船队规模的1.4%左右。同时，集装箱新船订单量也开始回落，10年下半年-11年上半年平均每月新增订单量为17.4万TEU，而7、8月份已经分别降至2.3万TEU和10.2万TEU。

1-7月份，集装箱新船投放量为80万TEU，占全年计划投放量的2/3左右，而余下几个月新船投放量将有所放缓。截至7月底，全球集装箱船队总运力达到1490万TEU，较2010年底增长5.4%，预计8-12月份还将有40万TEU的新船下水，到2011年底船队总运力将达到1540万TEU，较2011年增长7.8%。

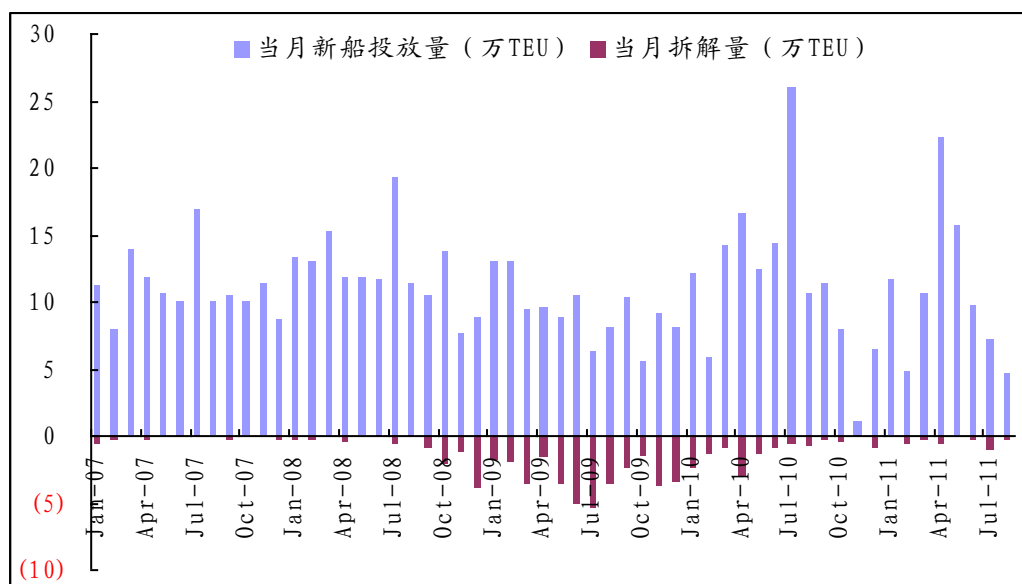
整体来看，目前全球集装箱船队运力增速处于历史较低水平，但今年以来亚欧航线、跨太平洋航线等主干航线运价较10年却出现了较大幅度的下跌，我们认为主要原因是：1) 欧洲、美国、日本等主要需求国经济疲软，导致东西主干航线箱量增速仅有6%左右；2) 目前新下水船型以8000TEU以上大船为主，预计11年8000TEU以上的大船增速在10%以上，而大船主要投放在亚欧和跨太平洋航线上，导致主干航线上运力相对过剩。

图 28：全球集装箱船新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 29：全球集装箱船运力投放、及拆解情况



资料来源：CLARKSONS

表 9：全球集装箱船队运力投放预测

m. TEU	2007	2008	2009	2010	Jul*	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	0.8	1.2	1.4
Sold for Scrap	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
Losses	5.1	0.7	0.6	1.3	0.0	0.0	
Miscellaneous Additions		1.0		0.6	0.0	0.0	
Miscellaneous Removals		5.9	2.4	7.7	0.0	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%	5.4%	7.8%	8.5%
Post-P' max (3,000 &+ teu)	3.8	4.5	5.0	5.9	6.6	6.9	8.1
% change	17.8%	18.2%	12.0%	17.6%	12.2%	16.9%	16.9%
Panamax (3,000 &+ teu)	3.0	3.4	3.6	3.9	4.0	4.0	4.1
% change	15.9%	13.2%	7.4%	8.9%	0.5%	1.6%	2.4%
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%	0.3%	0.7%	0.3%
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%	1.0%	1.6%	2.1%
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%	1.0%	-0.7%

资料来源：CLARKSONS

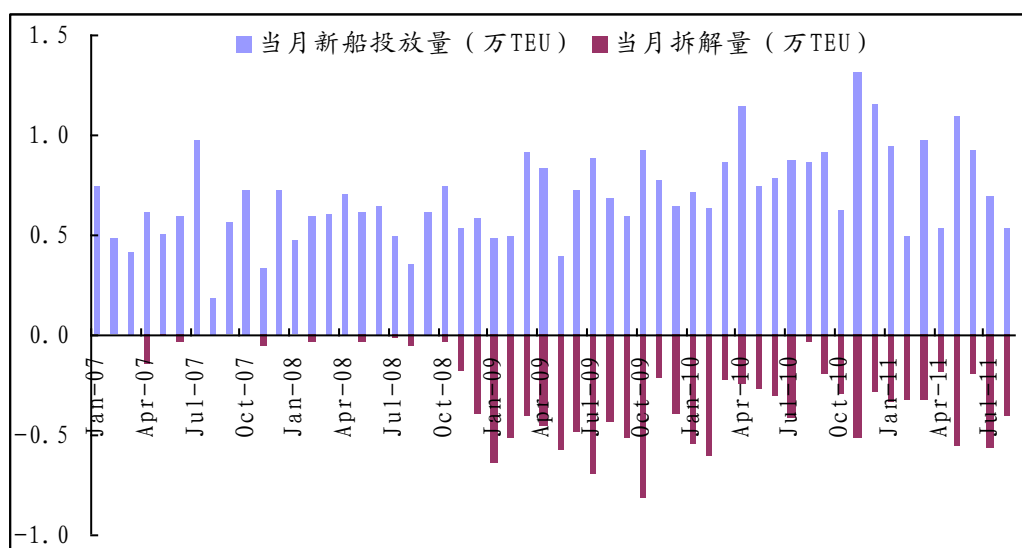
5. 多用途船市场

5.1. 近两个月运价呈企稳迹象

年初以来，多用途船运价呈逐月回落态势，近两个月多用途船运价呈现企稳迹象：7、8 月份 1.7 万载重吨 MPP 船（多用途船）一年期期租价格都维持在 9300 美元/TEU，但目前运价较年初下跌 13%，较去年同期下跌 11%。

年初以来导致多用途船运价回落的主要因素是：1）多用途船市场以运输大型机械设备为主，主要受全球基础设施建设拉动，受全球经济减速影响，货运量增速有所放缓；2）多用途船通常会配载一部分小宗散货，和小灵便船市场存在交叉，受干散货市场不景气影响，截至 8 月底，小灵便船一年期期租价格较年初下跌 27%。

图 30：多用途船运价走势



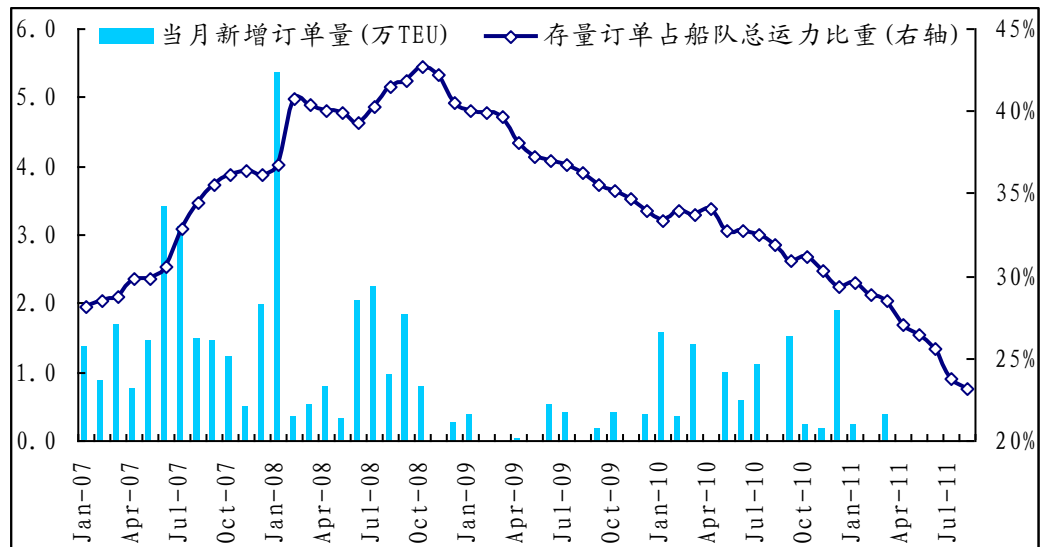
资料来源：CLARKSONS

5.2. 新船交付主要集中在下半年

1-7 月，全球多用途船新船投放量为 5.1 万 TEU，占全年计划投放量的 44%，预计 8-12 月投放量为 6.6 万 TEU，年内剩余几个月内新船下水速度将有所加快。截至 7 月底，全球多用途船队总运力为 133 万 TEU，较 2010 年底增长 2.1%，预计 2011 年底将达到 138 万 TEU，较 2010 年底增长 5.6%，2011 年运力增速将较 2010 年小幅加快 0.7 个百分点。

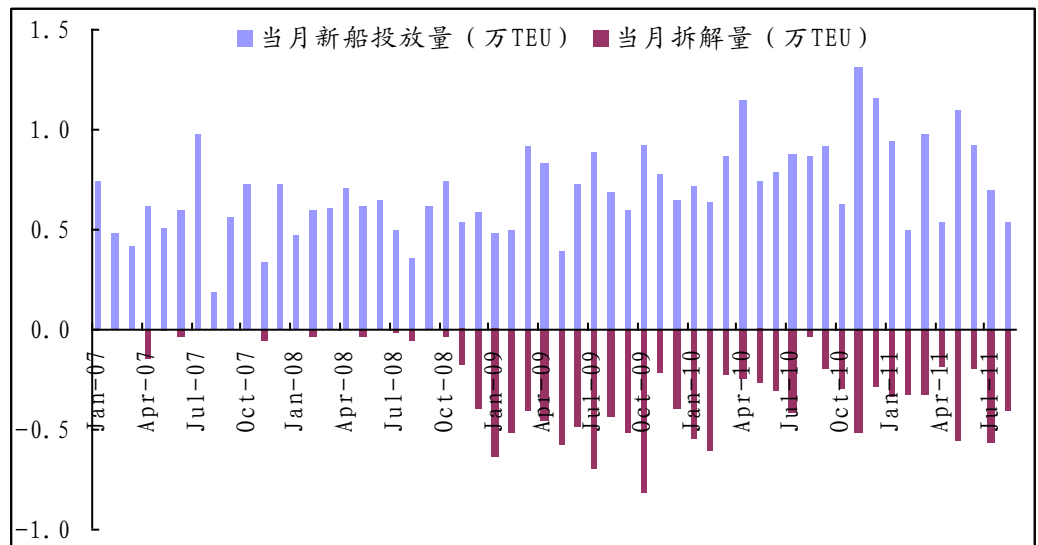
由于全球多用途船队船龄偏大，20 年以上船龄的老旧船舶占船队总运力的 25%，09 年以来多用船老船拆解量持续处于历史高位。1-7 月拆解量为 2.4 万 TEU，预计全年将达到 4.5 万 TEU 左右，略高于 2010 年。

图 31: 图 24: 全球多用途船新增订单情况



资料来源：CLARKSONS

图 32: 全球多用途船运力投放、及拆解情况



资料来源：CLARKSONS

表 10: 多用途船运力投放预测

万 Teu	2007	2008	2009	2010	Jul*	2011E	2012E
全球多用途船订单总量	41.5	48.7	41.0	37.0	31.9		
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	5.1	11.7	10.7
拆解量	0.3	0.8	6.2	3.9	2.5	4.5	1.5
多用途船 (MPP) 船队	116.6	122.9	124.6	130.7	133.1	137.9	147.1
增速	6.0%	5.4%	1.4%	4.9%	2.1%	5.6%	6.7%

资料来源: CLARKSONS

6. 估值处于底部, 维持航运板块“同步大市”评级

目前 A 股航运板块 PB 已经降至 1 倍-1.5 倍区间, 已经处于历史上最低水平; 航运板块 PB/全部 A 股 PB 也已经降至 0.6 附近, 航运板块相对 A 股的 PB 水平也已经处于历史最低水平。可以说是“最差的时候、最低的估值”, 股价已经对行业基本面进行了充分反应。我们认为, 航运板块估值继续下降的空间已经不大, 维持行业“同步大市-A”评级。但行业趋势性投资机会的来临还需要等待基本面的实质性好转。

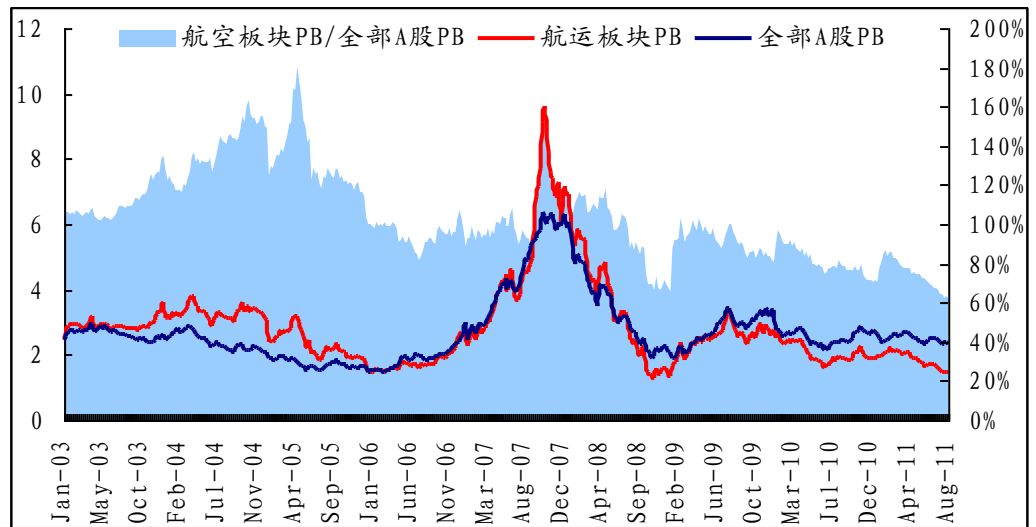
短期来看, 四季度是干散货和油轮运输市场的传统旺季, BDI 指数和油运指数存在上涨动力, 干散货航运股和油运股存在交易性投资机会, 可关注中国远洋、中海发展、招商轮船和长航油运。

表 11: 8 月份航运板块跑输市场

	8 月份涨幅	1-8 月涨幅
上证指数	-5.05%	-10.00%
航运板块	-7.53%	-23.43%
中海海盛	-5.83%	-15.63%
宁波海运	-7.08%	-2.91%
中海发展	-10.47%	-25.73%
招商轮船	-4.42%	-16.56%
中远航运	-8.50%	-22.01%
中国远洋	-9.83%	-26.58%
长航油运	-2.61%	-4.66%
中海集运	-5.99%	-30.99%

资料来源: WIND 资讯

图 33: 目前航运股 PB 处于历史最低水平



资料来源：WIND 资讯

表 12: 主要航运股业绩预测与评级

公司	9.15 股价	EPS			PE			PB	评级
		2010A	E2011	E2012	2010A	E2011	E2012		
中海集运	3.00	0.36	-0.10	0.10	8	-30	30	1.2	买入-A
中远航运	5.77	0.26	0.20	0.30	22	29	19	1.5	增持-A
中海发展	6.99	0.50	0.40	0.50	14	17	14	1.0	增持-A
招商轮船	3.47	0.18	0.12	0.15	19	29	23	1.2	中性-A
中国远洋	6.62	0.66	-0.50	0.10	10	-13	66	1.4	中性-A
长航油运	2.50	0.01	-0.20	0.05	250	-13	50	1.5	中性-A

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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@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