

2009 年 12 月 16 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	15.31
市场优化平均市盈率	29.70
国金水上运输指数	3111.19
沪深 300 指数	3583.34
上证指数	3274.46
深证成指	13825.84
中小板指数	5737.29



相关报告

李光华

 (8621)61038319
 ligh@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

水上运输行业研究报告

——集运：2010 年集运运价将超出市场预期

减持

持有

增持

投资要点

我们强烈建议投资者开始关注集运行业及公司，包括中海集运（A+H），中国远洋（A+H）。基于市场对闲置运力理解的偏差，我们预计 2010 年集运运价涨幅将超出市场预期，加上欧美需求的增加将带来班轮企业的量价齐升，预计班轮企业盈利水平将大幅上升，敬请关注我们随后发出的中海集运（A+H），中国远洋（A+H）的公司深度报告。

■ 2010 的运力投放仍将低于市场预期

- ◆ 2009 年的运力投放大幅少于年初预计，其主要原因是极低的投放比例和极高的拆解量；
- ◆ 我们认为 2010 年仍将维持这一态势，在闲置运力未被充分利用以前，船东仍将尽量推迟交付日期；

■ 需求复苏在路上，欧美补库拉动淡季需求

- ◆ 中国的出口复苏态势明显，10 月出口金额虽环比小幅下跌，但属季节性原因，跌幅与历史均值相符；
- ◆ 美国数据表现明显的复苏迹象，失业率下降，零售额上涨，房地产成交开始活跃，批发商库存已下降到 06 年的水平，我们认为在圣诞旺季过后美国有迫切的补库需要；

■ 有效的运力调控将是明年运价上涨的动力

- ◆ 我们认为 09 年下半年亚欧线运费大幅反弹的重要因素之一是高达 23% 的运力被撤出该条航线，航线上运载率大幅提升，支撑运价；
- ◆ 11.7% 的闲置运力中有 43% 的船舶属于非运营船东，班轮公司下半年闲置的运力低于上半年水平，能随时投放市场的船舶仅占运力的 6.7%；
- ◆ 班轮公司封存的运力在 10 月开始有所增加，减少圣诞过后的运价跌幅，保住胜利的果实；

■ 重点关注 3-4 月间的北美年度合同谈判

- ◆ 北美航线受一年一签的年度合同限制，09 年下半年运价涨幅低于亚欧航线；
- ◆ 年度合同将在每年 3-4 月开始谈判，谈判以前的需求状况和运价水平都将影响合同价格；
- ◆ 马士基重新加入 TSA（泛太平洋运价稳定协议），协议成员的议价能力大幅增强；
- ◆ TSA 建议其成员（占全球运力的 62%）在去年合同价的基础上向美西线涨价 800 美元/FEU，美东线涨价 1000 美元/FEU，涨幅分别为 60% 和 40%；

内容目录

我们认为 2010 年运力增速仍将低于预期.....	4
欧美补库存将拉动淡季需求	5
集运行业是特殊的，总体运力过剩的情况下仍可提升运价	12
运力调控是未来运价上涨的主要动力来源	15
班轮公司的闲置运力相比上半年“有所减少”	16
班轮公司加紧合作大幅增强对货主的议价能力	18
明年 3-4 月北美线年度合同的谈判有望帮助集运行业扭亏为盈	19

图表目录

图表 1：集装箱船舶拆解量远超历史水平	4
图表 2：新船投放量在逐步减少	4
图表 3：净投放量在减少（投放-拆解），运力同比增速急速下降	4
图表 4：小船型延期情况最严重（截至 10 月）	5
图表 5：仅 7% 的船舶船龄在 20 年以上，后继拆解有限.....	5
图表 6：集运供需预测.....	5
图表 7：出口恢复速度迅速，10 月录得 4.5% 环比跌幅	6
图表 8：...但 10 月环比跌幅与历史平均值相符	6
图表 9：中国新增出口订单持增速加快.....	6
图表 10：美国个人支出稳步提升，消费习惯将难改变，储蓄有望转为消费	7
图表 11：美国进口态势明显.....	7
图表 12：美国二手房销售量同比增长 23%	7
图表 13：圣诞旺季来临零售额还有上升空间.....	8
图表 14：零售额/库存比不断升高，补库存的需要加强	8
图表 15：主要依赖进口的产品的库存均已回到 2002 年的水平	8
图表 16：2000 年经济危机后美国的补库存拉动在 2001 年初淡季的进口量.....	8
图表 17：2000-2004 年中国出口集装箱综合指数.....	9
图表 18：预计明年一季的补库存有望拉动中国对美国出口	9
图表 19：失业率高企为投资者担心的因素之一	9
图表 20：...但首次申请失业金人数已在下降.....	9
图表 21：欧盟零售贸易库存指数	10
图表 22：欧元区消费者信心指数	10
图表 23：欧盟总体进口金额并未有明显起色.....	10
图表 24：...中国对欧盟出口量已有明显好转.....	10
图表 25：洛杉矶港口吞吐量.....	11
图表 26：长滩港口吞吐量	11
图表 27：新加坡港口吞吐量.....	11

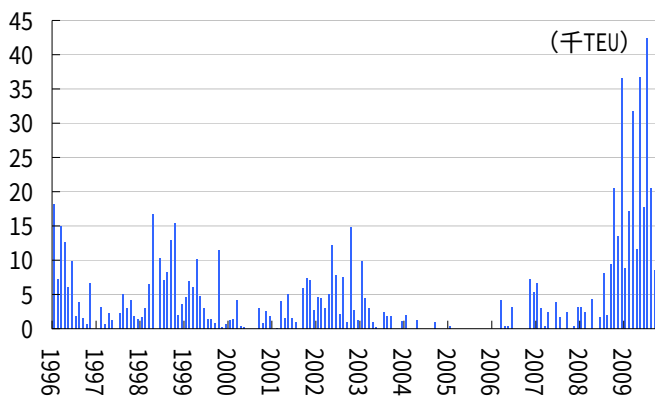
图表 28：香港港口吞吐量	11
图表 29：亚欧航线运价大幅度反弹	11
图表 30：北美受年度合同绑定，无法大幅度涨价	11
图表 31：澳新线运价已超过 07 年水平	12
图表 32：亚洲区内运价在缓慢复苏	12
图表 33：集运产业链图示	12
图表 34：全球前 15 大船东（包括非班轮公司）	12
图表 35：前十大班轮公司运力比较（截至 09 年 11 月）	13
图表 36：运营中的集装箱船舶同比增速	13
图表 37：若船速从 24.5 节减慢至 20.5 节，可节省高达 40% 的燃油	14
图表 38：巴拿马船型短期期租水平大幅度下降，租入成本下降	14
图表 39：巴拿马船型造价同比跌幅达 44%	15
图表 40：班轮公司短期运力调整影响运价水平	15
图表 41：远东-北美有效运力/运费指数	16
图表 42：远东-欧洲有效运力/运费指数	16
图表 43：目前约 6.7% 的闲置运力是属于班轮公司，运力封存仍在继续	17
图表 44：未来闲置运力中非运营船东占比将逐步上升	17
图表 45：近期公司密集宣布运力缩减计划	18
图表 46：船均容量在以约 4% 的年均增速增加，这一趋势仍将继续	18
图表 47：独营 vs. 联营	19
图表 48：目前全球主要联盟体	19
图表 49：TSA 协议成员掌握全球超过 60% 的运力	20

我们认为 2010 年运力增速仍将低于预期

集运行业在 2008 年下半年开始受到经济危机的严重打击，亚欧航线运价指数下跌超过 50%，北美线运价指数跌幅也超过 35%，全行业集体亏损。为了应付缩减的需求和提升运价水平，大量的船舶被班轮公司闲置和拆解以减少有效供给。

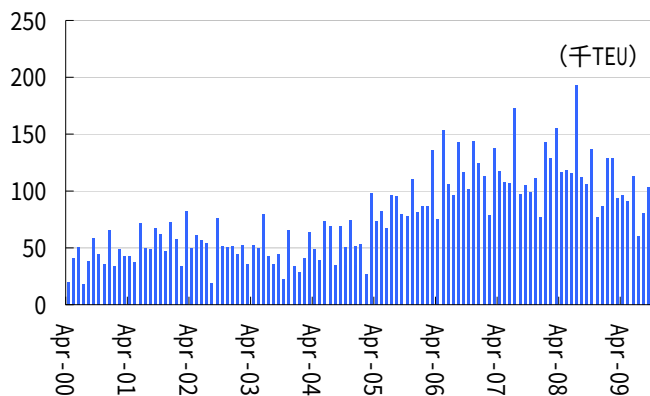
船舶拆解量已经大幅超过历史水平，并以较旧的中小船型为主。在集装箱船舶大量拆解的帮助下，运力增速已经从 09 年 1 月的 13% 下降到 10 月份的 6.2%，我们预计全年增速将在 6%-7% 的水平，大幅少于 Clarkson 年初预测的 12.5%。

图表1：集装箱船舶拆解量远超历史水平

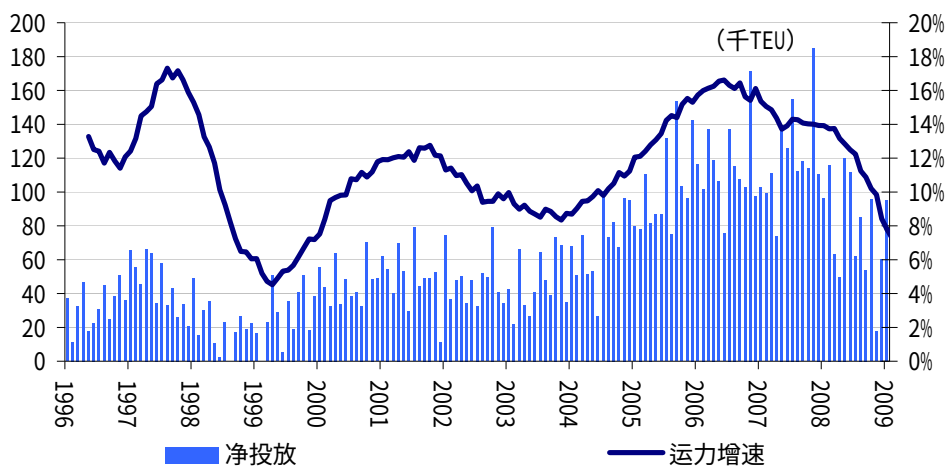


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表2：新船投放量在逐步减少



图表3：净投放量在减少（投放-拆解），运力同比增速急速下降



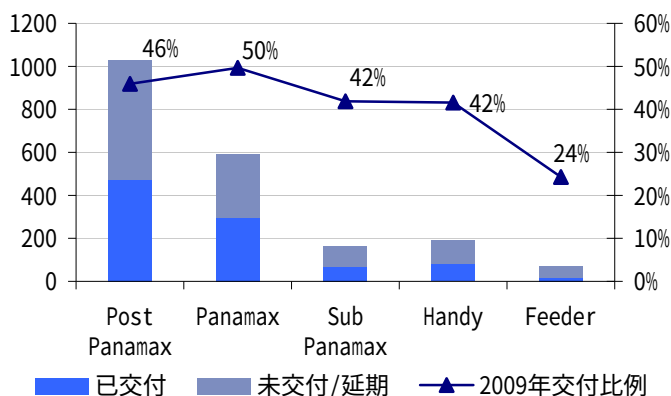
来源：国金证券研究所，Clarkson

我们认为，在闲置运力未被充分利用以前，船东将尽可能的减少新船的投放，以避免自身闲置运力的继续增加。而船厂也出于自身的利益和长久的策略考虑，接受船东的延期要求。

BIMCO (Baltic and International Maritime Council) 表示，10 月-12 月中有 20% 的集装箱船舶被要求延期交付。其中财务问题比较严重的 ZIM (以星航运)，将其 2007 年签订的一艘超大型集装箱船舶 (10070 TEU) 延期 6 年交付，至 2015 年。

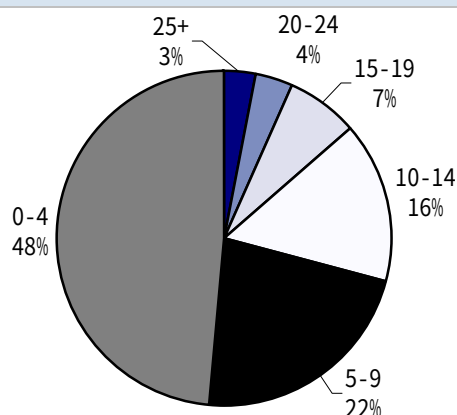
长时间延期交付的要求并不是不可行的。根据全球最大的上市非运营类船东 Seaspan 在投资者交流会上公布，目前集装箱船的建造周期已经大大缩短到 6-10 个月。已经开始建造的船舶一般情况下只能要求 1-3 个月的延期，然而未开始建造的船舶的交付时间则更容易与造船厂沟通，安排实际的投放日期。因此，建造周期短的小船型的延期/取消情况相比大船型严重很多。

图表4：小船型延期情况最严重（截至10月）



来源：国金证券研究所，Clarkson

图表5：仅7%的船舶船龄在20年以上，后继拆解有限



图表6：集运供需预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
全球GDP增速	4.9%	4.4%	5.1%	5.2%	3.2%	-1.1%	3.1%	4.3%
集装箱贸易增速	14.9%	10.0%	10.9%	12.4%	5.4%	-9.8%	5.9%	8.6%
集装箱贸易/GDP乘数	3.0	2.3	2.1	2.4	1.7	NA	1.9	2.0
供给（千TEU）								
年初运力	6576.5	7187.3	8126.4	9470.1	10768.6	12149.2	12971.2	13830.7
+在手订单					1486.4	2040.0	1753.0	1727.8
-延迟订单						918.0	613.6	570.2
拆解量					99.9	300.0	280.0	240.0
年底运力	7187.3	8126.4	9470.1	10768.6	12149.2	12971.2	13830.7	14748.3
实际运力增速	9.7%	13.1%	16.5%	13.7%	12.8%	6.8%	6.6%	6.6%
加权运力增速		11.5%	20.7%	15.0%	13.2%	9.6%	6.7%	6.6%
闲置					320.1	1149.0	1197.4	991.3
占运力比例					3.0%	9.0%	9.0%	7.0%
有效运力					11829.1	11822.2	12633.2	13757.0
有效运力增速						-0.1%	6.9%	8.9%

来源：国金证券研究所，Clarkson，Drewry，IMF

欧美补库存将拉动淡季需求

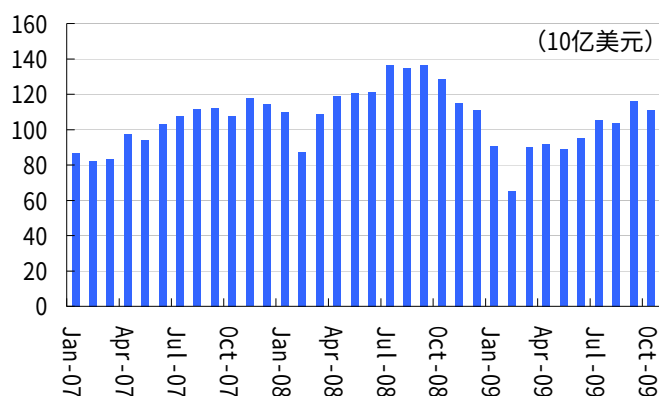
我们认为全球经济是在复苏的过程中，2010年的全球集装箱吞吐量在2009大幅下降近10%的基础上将有一定的增长(5.9%)，相对应集装箱贸易/GDP乘数为1.9，低于历史均值，贸易增速预测相对保守，仍有上调的空间。

目前从国内的出口量和新增出口订单PMI等宏观数据上来看均显示出口是在持续向好的。同时，我们认为美国在感恩节和圣诞节销售旺季过后，库存将可能进一步降低，补库存的需要逐渐增加。

如果补库存是发生在2010年年初，将有可能为班轮公司年初的提价计划带来支持，成功率将大大增加，为北美线5月份签订的全年运价合同奠定基础。

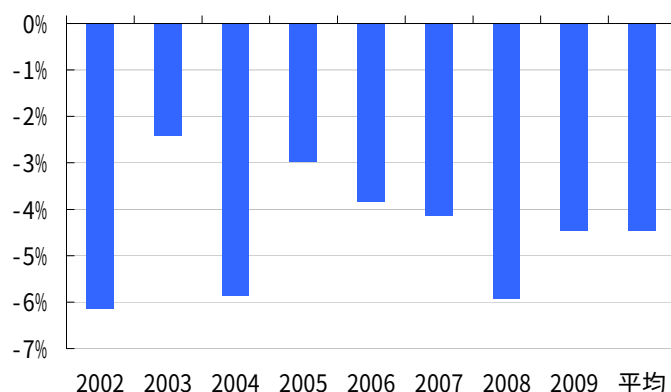
欧洲方面的数据虽然仍不能让人感到像美国般乐观，但消费者信心和中国对欧洲出口量的回升显示其对劳动力密集型产品的需求已经在好转。我们认为，总体来说需求还是在启动中的，并且有进一步加速的潜力。

图表7：出口恢复速度迅速，10月录得4.5%环比跌幅

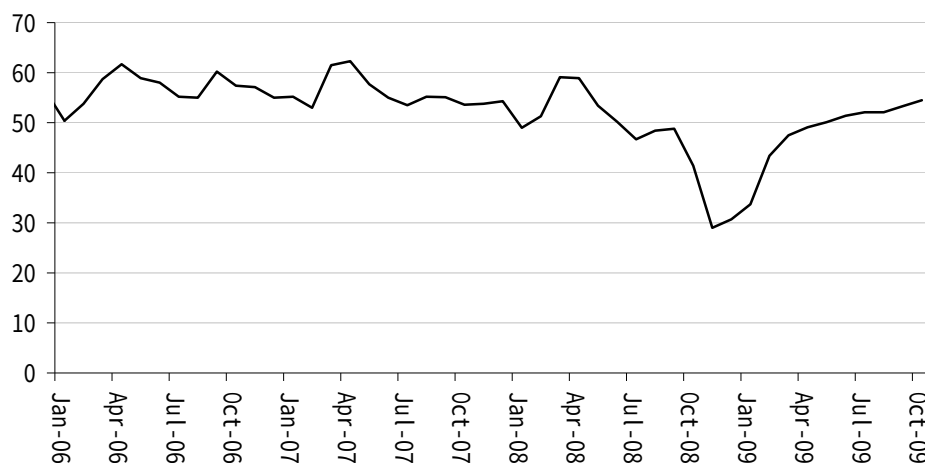


来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表8：...但10月环比跌幅与历史平均值相符



图表9：中国新增出口订单持增速加快



来源：国金证券研究所，Bloomberg

PMI 指数高于 50 表明出口订单有所增加。

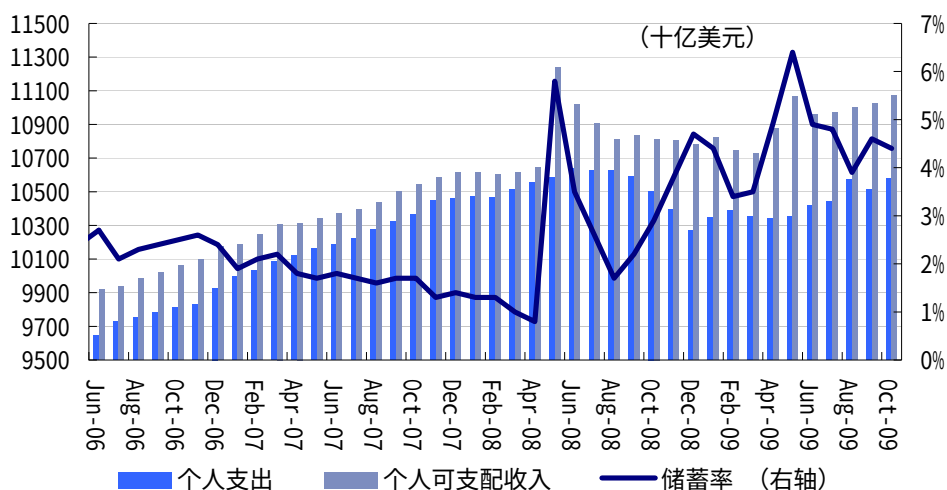
美国 - 补库存需求逐渐加强

从美国近期公布的各项宏观数据均显示，经济好转的迹象已经逐渐明朗，进口量也在稳步提升。

- 09 年 10 月美国个人可支配收入同比增长 2.4%，个人支出经历 11 个月负增长后首次转正，同比增长 0.7%，储蓄率为 4.4%，大幅高于历史 1-2% 的水平。我们认为美国长时间形成的而消费习惯将难以改变，储蓄率的升高为未来经济复苏明朗化后增加消费提供动力；
- 美国零售额（除汽车石油）连续录得三个月环比增速，触底回升态势明显。同时二手房销售量也开始增加并创出近两年新高，随着房地产市场的复苏，将进一步带动消费的增加。伴随 11 月感恩节和 12 月圣诞节销售旺季的来临，我们认为零售额将进一步回升；
- 目前美国批发商库存已经回落至 06 年的水平，并且仍然在下跌通道中。我们认为 4 季度销售旺季或将进一步减少库存。11 月销售额/批发商库存比为 0.92，相比过去 9 年的平均水平 0.93 仅一步之遥，补库的需要逐渐加强；
- 分产品看，家具，服装，电子产品，杂货等高度依赖进口的产品的库存在 09 年下半年均大幅下降，由于此类产品的价值往往较低，其消费的增加并不太能从总体销售额的增长看出。我们认为此类商品需求的复苏也许未能拉动美国进口金额的大幅上升，却能拉动更多对集装箱运输的需求；

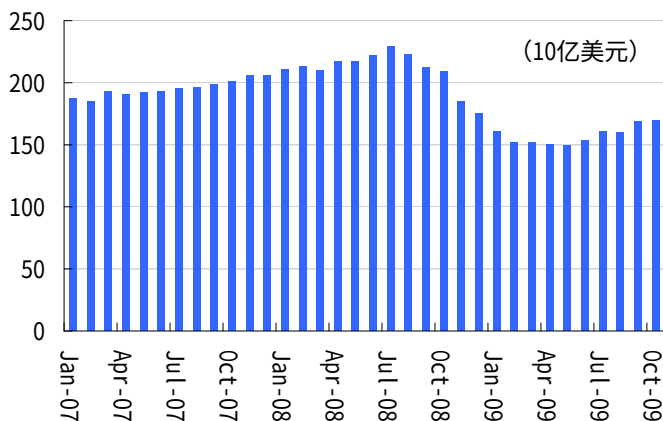
- 我们研究 2000 年经济危机中，美国经历了近一年的去库存期，期间进口量从 01 年一月的 1250 亿美元下降至 12 月的 1050 亿美元，跌幅为 16%；然而在补库存期，进口量并未受到淡季的影响，中国出口集装箱运价指数一路上涨至 03 年 9 月；
- 失业率高企是市场担心经济会否二次探底的主要原因之一。但我们认为，**失业率作为一个相对滞后的指标，若等到该指标明显好转或将错过买入股票的最好时机。**同时我们认为，从首次申请失业金的人数来看，就业情况已经在好转，而在 11 月美国失业率也录得小幅的下跌。

图表10：美国个人支出稳步提升，消费习惯将难改变，储蓄有望转为消费



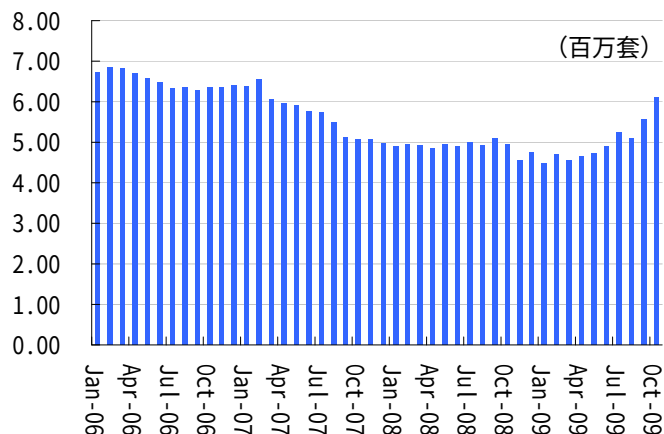
来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表11：美国进口态势明显

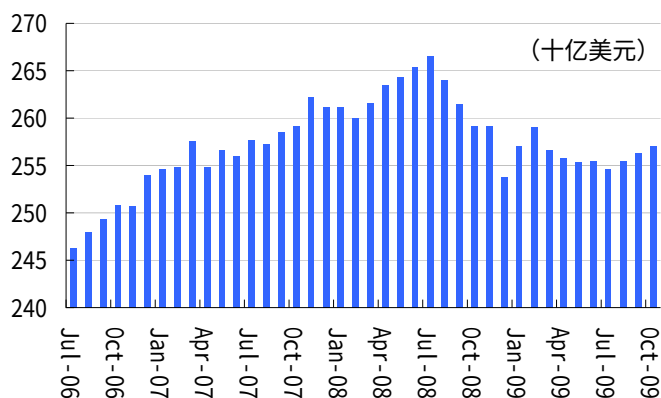


来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表12：美国二手房销售量同比增长23%

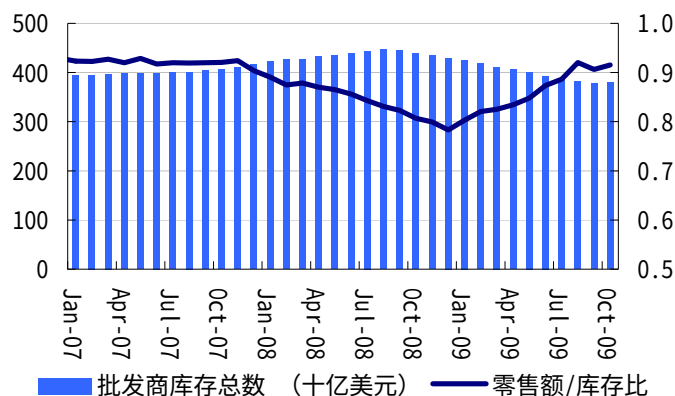


图表13：圣诞旺季来临零售额还有上升空间

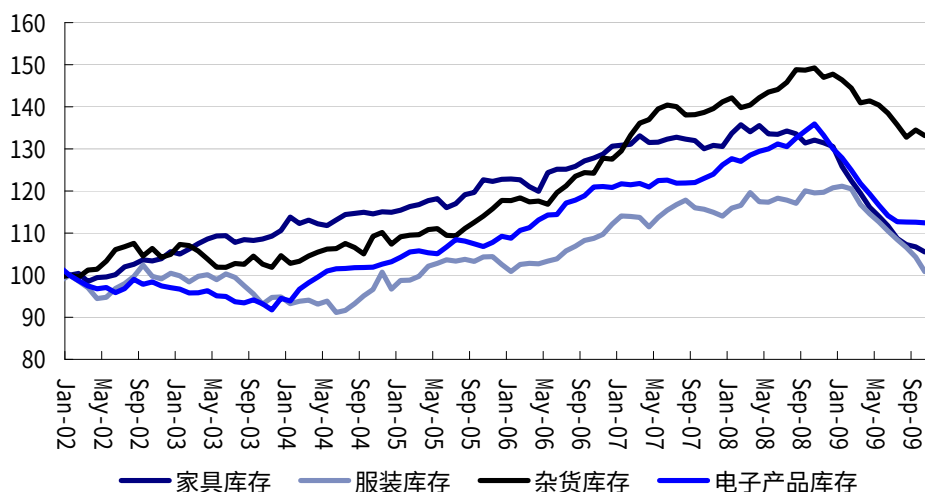


来源：国金证券研究所，Bloomberg，*零售额除汽车石油

图表14：零售额/库存比不断升高，补库存的需要加强

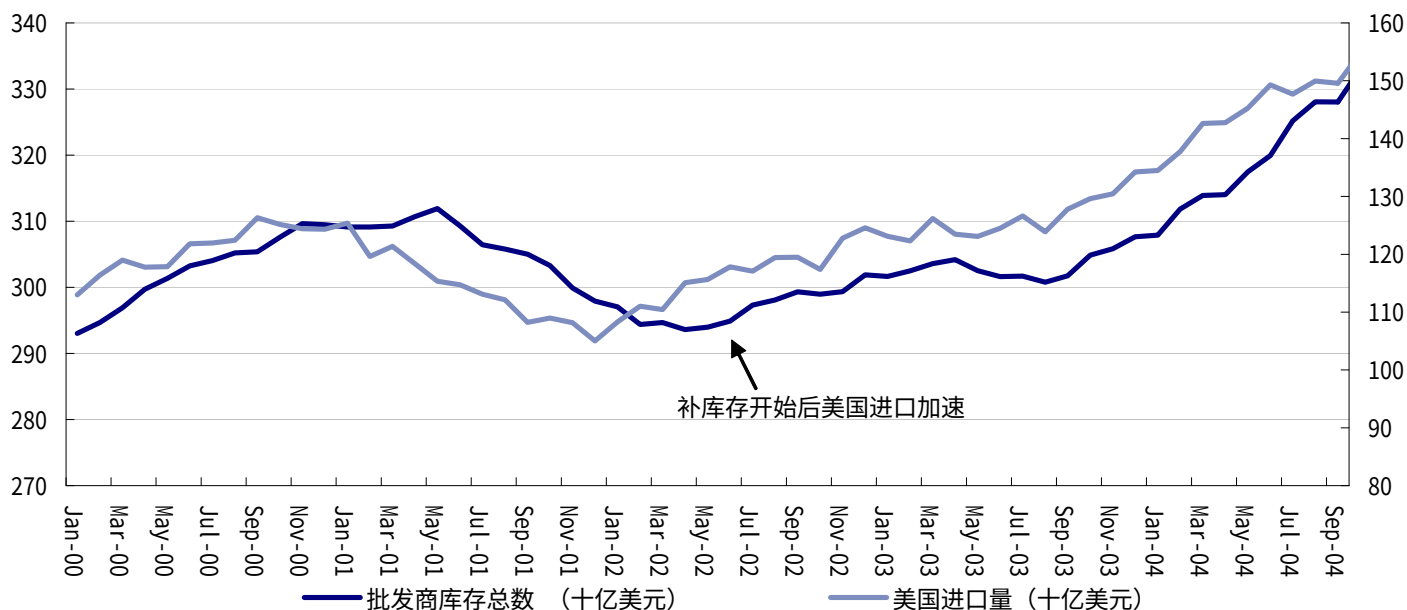


图表15：主要依赖进口的产品的库存均已回到2002年的水平



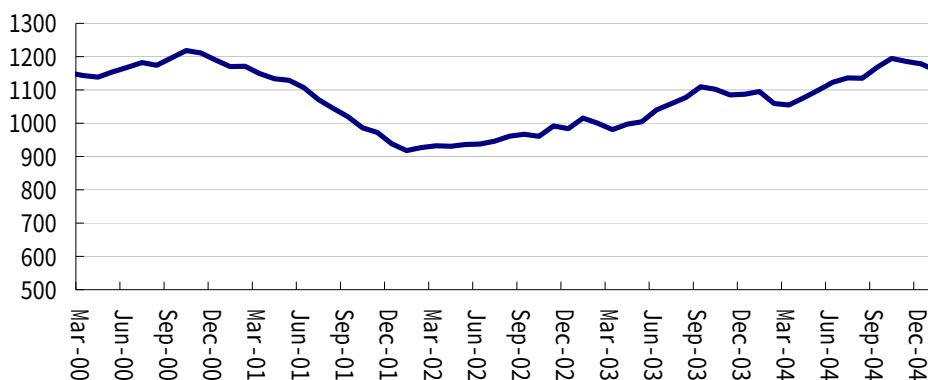
来源：国金证券研究所，Bloomberg，*2006年1月为100点

图表16：2000年经济危机后美国的补库存拉动在2001年初淡季的进口量



来源：国金证券研究所，Bloomberg

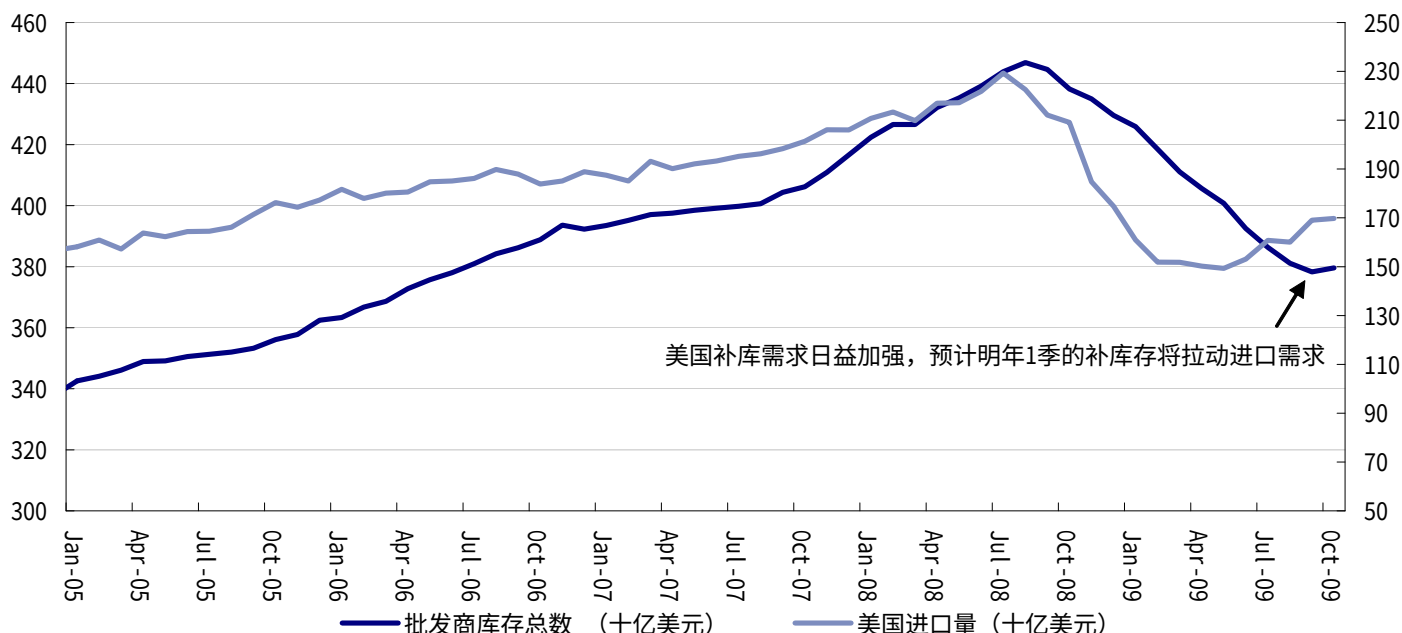
图表17：2000-2004 年中国出口集装箱综合指数



来源：国金证券研究所，上海航运交易所

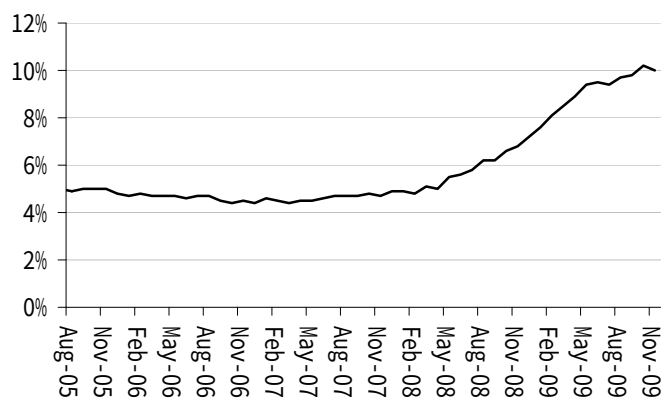
中国出口集装箱指数在美国补库存期间一路上涨。

图表18：预计明年一季的补库存有望拉动中国对美国出口



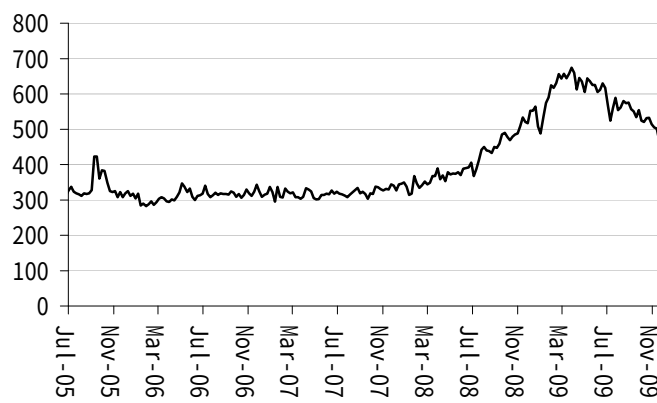
来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表19：失业率高企为投资者担心的因素之一



来源：国金证券研究所，Bloomberg

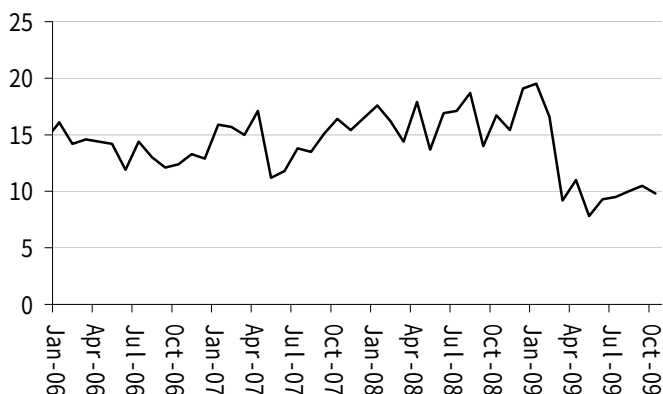
图表20：...但首次申请失业金人数已在下降



欧盟地区- 对低端产品需求优先复苏

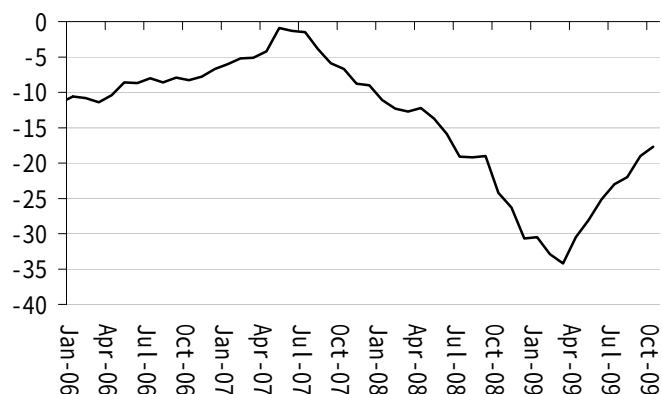
- 欧盟的复苏似乎来得要晚于美国。目前欧盟的库存指数已经企稳并大幅低于 2006 年水平，但消费者信心虽已好转但仍大幅度低于危机爆发以前的水平。
- 从进口欧盟总体的进口量上看，情况似乎仍未好转，进口金额仍然在低位徘徊。但是，中国进口对欧盟的出口量却已大幅好转。我们认为，欧盟进口量的持续低迷应该归咎于对高端产品需求复苏的缓慢。但是，欧盟对劳动力密集型消费品的需求已在持续回升。我们认为欧盟这部分产品需求的复苏将能更有效的带动对集装箱运输的需求。

图表21：欧盟零售贸易库存指数

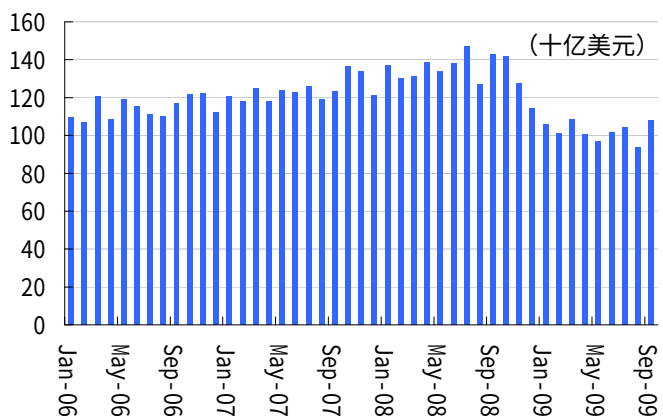


来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表22：欧元区消费者信心指数

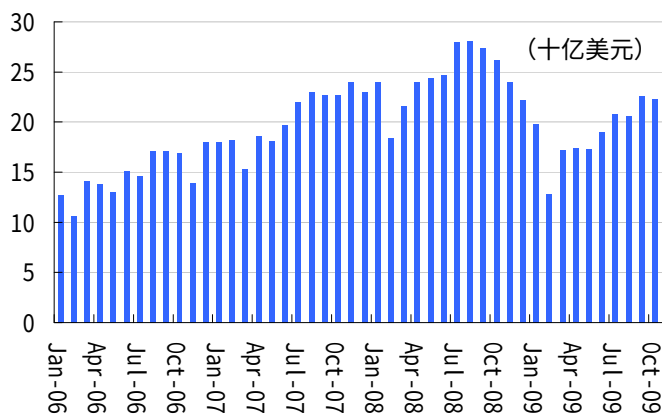


图表23：欧盟总体进口金额并未有明显起色



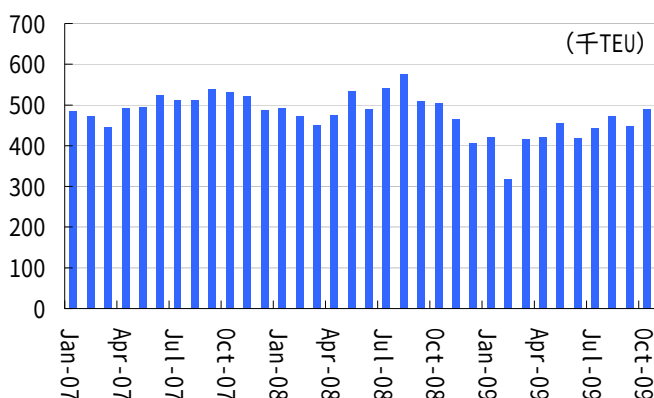
来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表24：... 中国对欧盟出口量已有明显好转



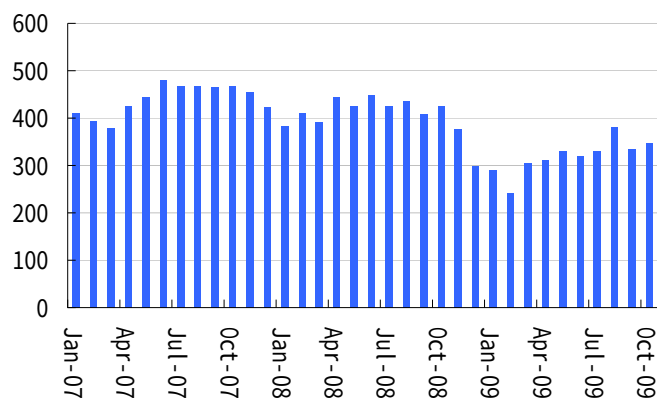
- 美西两个主要港口洛杉矶和长滩港的吞吐量正在缓慢恢复。在 4 季度运输旺季结束后吞吐量或会有所下降。但是我们依然将密切关注补库存的时间点，能否在明年年初淡季的时候带动需求；
- 亚洲主要港口香港和新加坡吞吐量均在稳步回升的过程中；

图表25：洛杉矶港口吞吐量

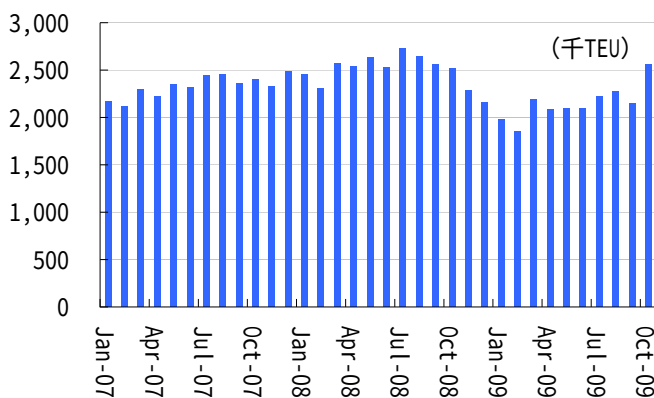


来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表26：长滩港口吞吐量

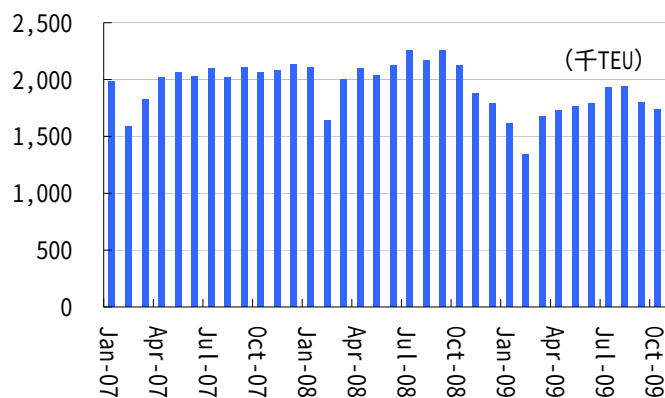


图表27：新加坡港口吞吐量



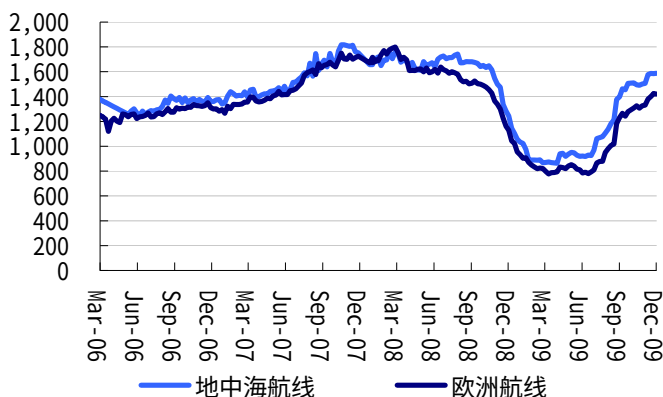
来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表28：香港港口吞吐量



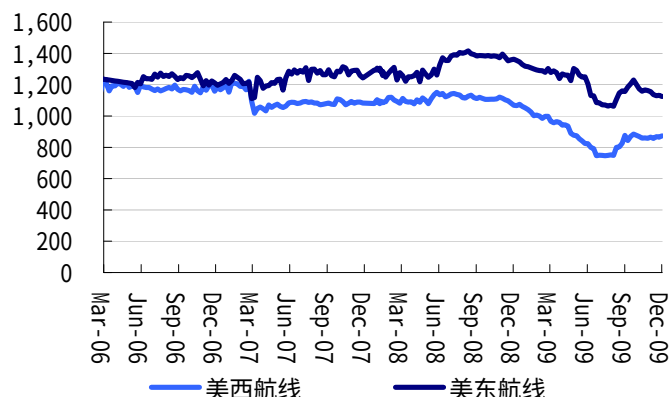
- 从分航线的运价指数来看，亚欧线从 09 年中的 800 点反弹至 1400 点附近，涨幅高达 75%；
- 北美航线有年度合同绑定，无法大幅度提价，但是我们预计明年 5 月开始执行的 2010 年年度合同相比目前价格至少会有 20%-30%的涨幅；
- 澳新线是涨幅最高的航线，由于航线上的班轮公会联合班轮公司集体提价，目前其运价指数距离 07 年的历史高点仅 30 点的距离；
- 其余亚洲区内的航线仍然在缓慢复苏阶段；

图表29：亚欧航线运价大幅度反弹

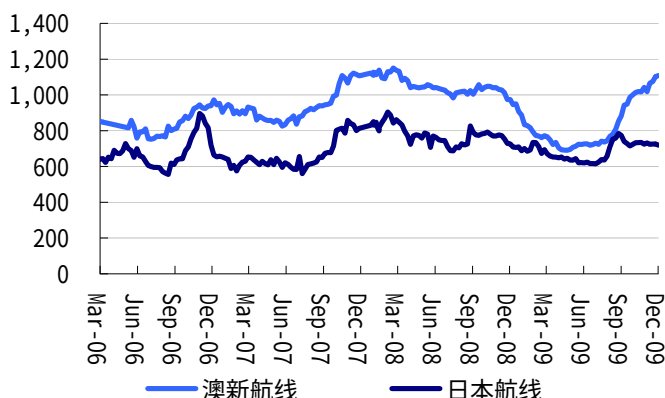


来源：国金证券研究所，CEIC

图表30：北美受年度合同绑定，无法大幅度涨价

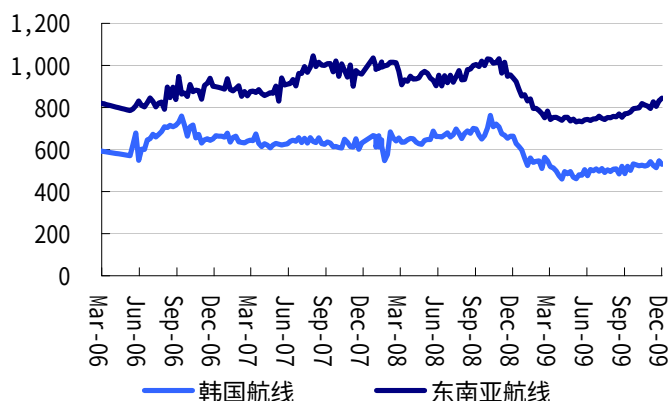


图表31：澳新线运价已超过 07 年水平



来源：国金证券研究所，CEIC

图表32：亚洲区内运价在缓慢复苏



集运行业是特殊的，总体运力过剩的情况下仍可提升运价

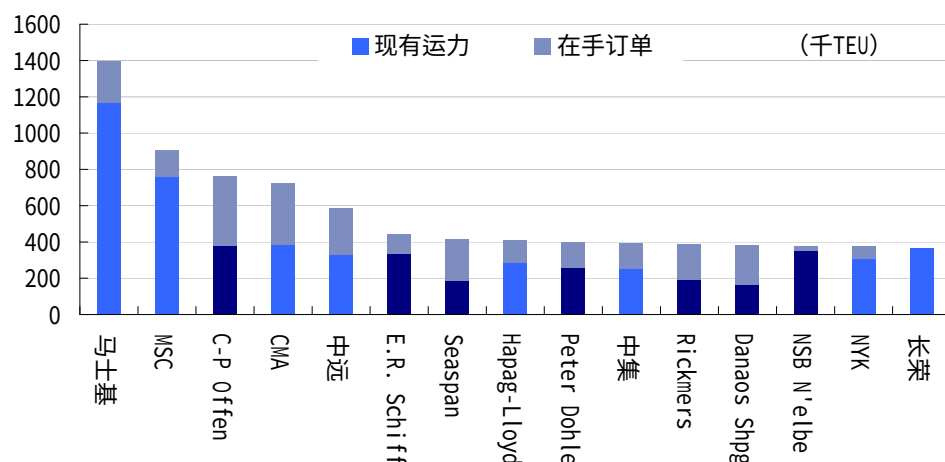
- 全球 20 大班轮公司掌握市场约 85%的运力，而货主却是高度分散的，因此我们认为班轮公司的议价能力是非常高的。班轮公司通过联盟或联营等方式合作，更进一步的扩大其市场影响力，享受规模经济效应带来成本下降的同时也掌握更多话语权。

图表33：集运产业链图示



来源：国金证券研究所

图表34：全球前 15 大船东（包括非班轮公司）

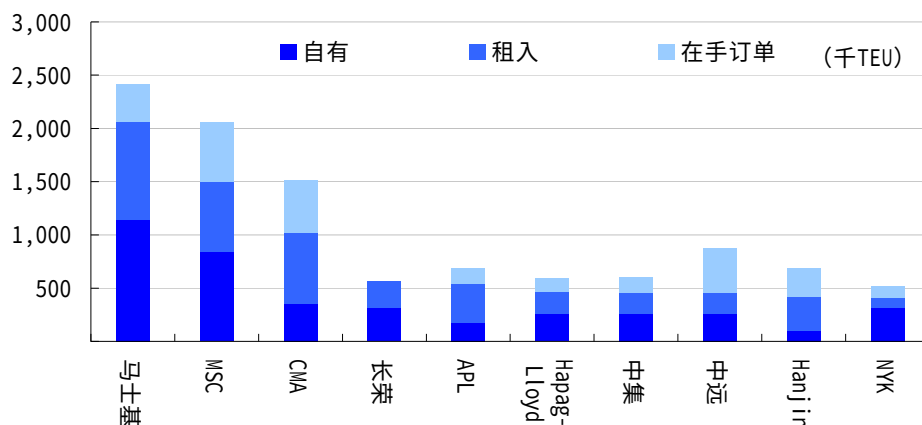


来源：国金证券研究所，Clarkson，*深颜色的为非运营类船东

前 15 大船东当中有 7 家是非运营船东，约占总运力的 25%。总体来说，非运营船东运力占比约为 50%。

长荣海运预测到行业低谷的到来，自 2006 年开始便没有新船订单。

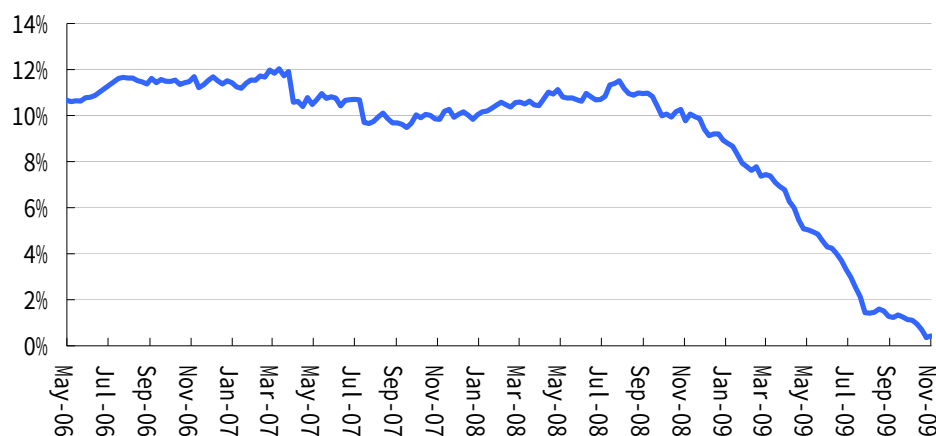
图表35：前十大班轮公司运力比较（截至09年11月）



来源：国金证券研究所，Alphaliner

- 班轮公司的运力是可调配的，可通过调整运力分布，以达到航线上的供需平衡。根据 Alphaliner 的统计，目前约有 11.7% 的运力被闲置，大幅高于 08 年底的 2.5%。同时，我们从 Bloomberg 统计的数据可以发现，运行中的集装箱船舶的同比增速已经从年初的超过 10% 下降至 0% 的水平。市场或担心运力在运价上涨至盈利水平后会被释放，我们认为这种担心是多余的。这种假设是建立在两个基础上的：1) 运费在盈利水平之上；2) 运力不满足当前需求。而在这种假设下，适当运力的投放只会增加班轮公司的收入，而不会对运价造成打压性效果。

图表36：运营中的集装箱船舶同比增速

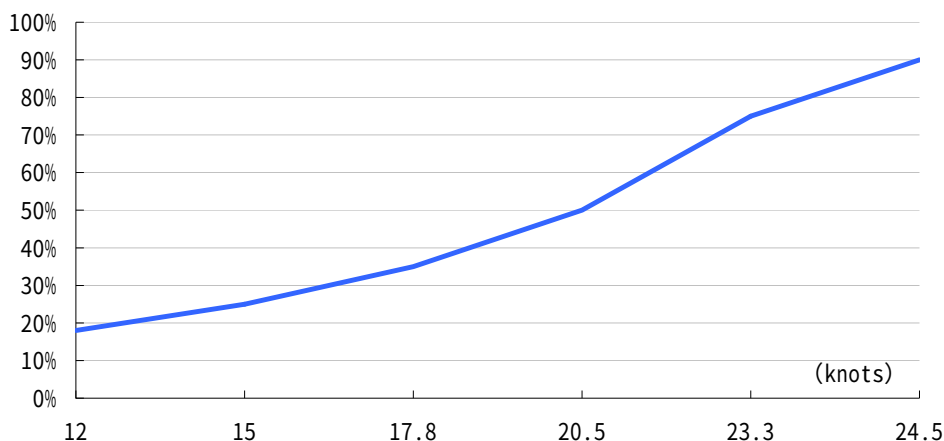


来源：国金证券研究所，Bloomberg

- 班轮公司可调控船舶运速来节省成本：

- ◆ 相比油轮和干散货，班轮公司是按每标准箱收费，而不是计算整船的租金。对运输时间要求较高的托运人往往会选择空运，因此集运航速的减慢造成运输时间增加对海运托运人来说影响并不大。
- ◆ 技术上来说，油耗是随着运速的提升成几何速度增长，据 Alphaliner 的统计，若船舶速度加快 10%，其油耗将增加 30%，而速度越高，油耗上涨增速越快。班轮公司已经在采用减速的策略来应付上升的燃油成本和过多的运力。
- ◆ 据 Alphaliner 统计，2007 年 9 月远东-欧洲航线的平均运行时间（一个来回）为 57.4 天，而截至 09 年 11 月，该数字已经升至 64.4，涨幅高达 12%。目前马士基、中远、中集、川崎汽船、日本邮船、商船三井等公司均在亚欧线上采取减速的策略，运速的下降也变相减少了有效运力供给。

图表37：若船速从 24.5 节减慢至 20.5 节，可节省高达 40% 的燃油

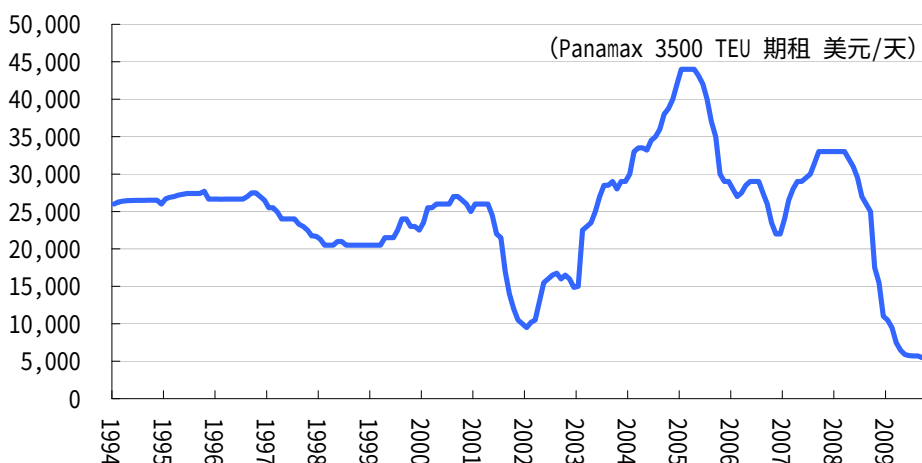


来源：国金证券研究所，Alphaliner

■ 超过 50% 的运力是掌握在非运营类船东的手里：

- ◆ 船东买入船舶并长期期租给班轮公司进行运营（通常 8-12 年）。我们可以把非运营类船东看作是班轮公司的上游，为班轮公司提供运力。当上游运力过剩的时候，将造成期租价格的下跌。也就是说，班轮公司租入船舶的成本在行业景气度持续不高的时候将会有所下降。
- ◆ 我们认为 2010-2012 年间大部分退租的船舶将不会被续租，因此有望减缓运力的增长。若按一般班轮公司租入船舶的期限为 10 年，50% 的新增运力为租入船来算，2000-2002 年期间约有 172 万 TEU 的新增运力，那么 2010-2012 年间将有 86 万 TEU 可能被退租，占目前运力比例约 7%，大幅减轻未来市场供给的压力。

图表38：巴拿马船型短期期租水平大幅度下降，租入成本下降

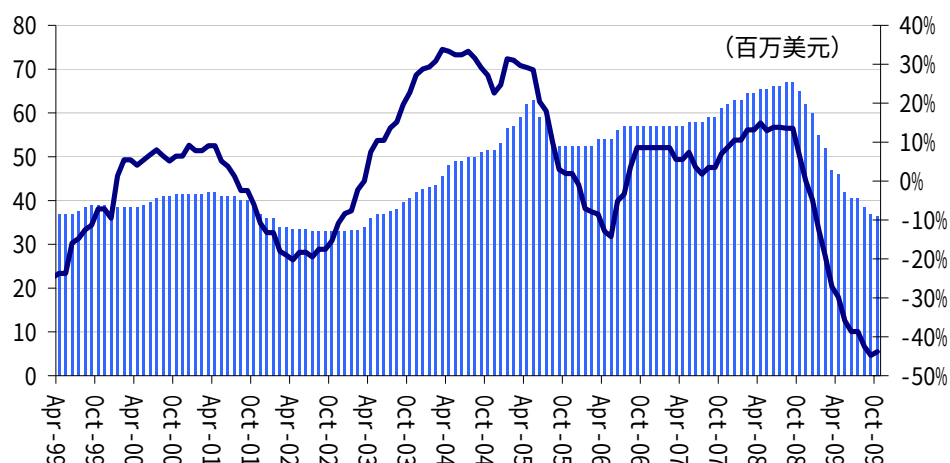


来源：国金证券研究所，Clarkson

超慢速行驶（Super-slow-steaming）是马士基在 08 年开发的技术，目前已经逐步应用到其自有船队上，其他班轮公司亦在小规模实验和应用。

这是班轮公司的成本，而不是其收入水平，租金的下降对班轮公司来说是好的。

图表39：巴拿马船型造价同比跌幅达44%



来源：国金证券研究所，Clarkson

船东一般以固定的年回报率计算船舶的长期期租价格，船价的下跌将直接导致期租价格的下跌。

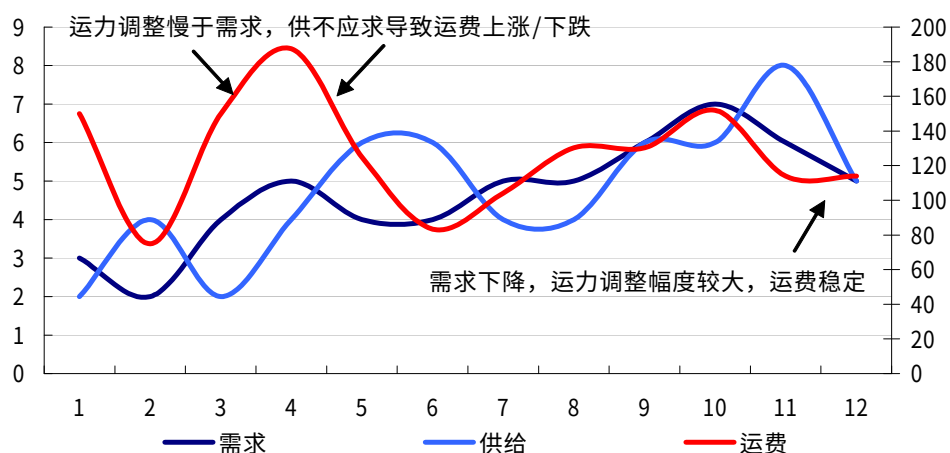
- 决定行业总体需求的并不是运价水平，而是宏观经济的变化导致投资，消费等活动的增加或减少，也就是买家对集装箱所装载的货品的购买意愿。换句话说，集运的总需求完全是由和价格没有关系的第三方因素决定的，运费的涨跌并不会明显增加或减少需求。我们认为，班轮公司在盈利水平以下开展的价格战和扩大市场份额增加收入的策略是没有效果的，因为这样只会扩大亏损，我们相信在 2009 年班轮公司已经深深地体会到这一点，转而缩减运力稳定价格。

运力调控是未来运价上涨的主要动力来源

我们认为，在运力严重过剩的情况下，现在和未来市场运价的变化并不完全依赖于整体运力的供需平衡，而是在班轮公司运力调配过程中需求与供给的错配。由于现在市场的需求相比经济危机前更难以预测，我们认为未来班轮公司对运力的调整是落后于市场的。

比如说，目前圣诞旺季已过，班轮公司继续增加运力的封存，以应付相应下跌的需求。假设美国在这个时间点需求复苏加速开始补库存，市场上的运力供给将没办法满足意料以外的需求增加，将导致运费的上涨。

图表40：班轮公司短期运力调整影响运价水平

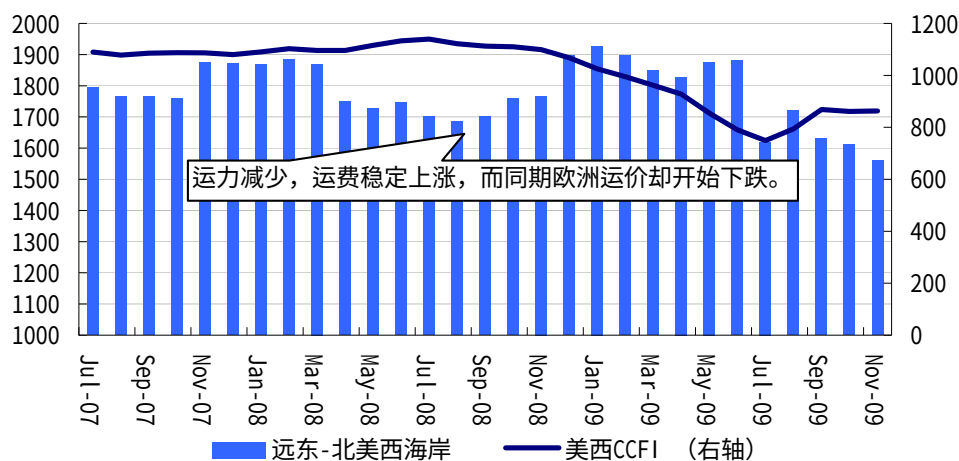


来源：国金证券研究所

我们在远东至北美和欧洲航线的运力投放上也看到类似的图型组合。在 08 年下半年远东-北美线运力有所缩减，在下半年需求减少的情况下，运价仍然保持相对稳定的水平。而远东-欧洲线上的运力却不断增加，最终在需求减少的时候导致运费的暴跌。

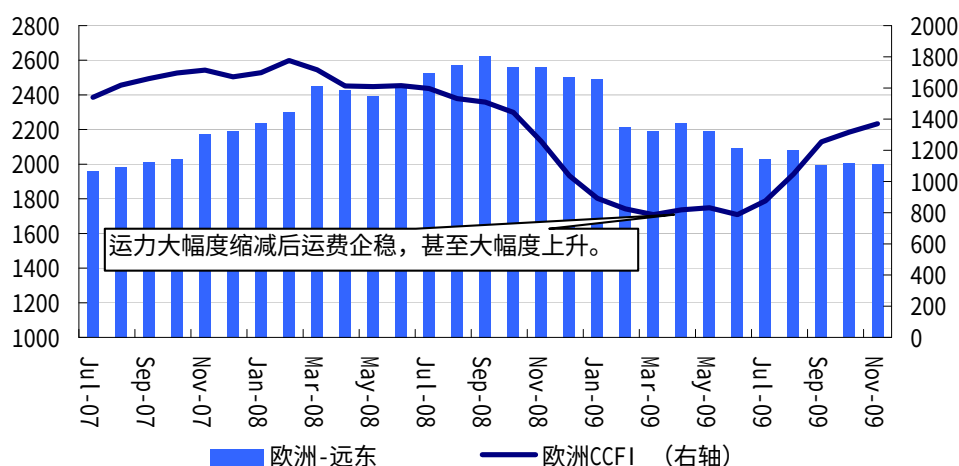
而在 09 年 7 月，到远东-欧洲和远东-美西航线上的有效运力均在有所减少。远东-美西航线上运力七月的单月减幅为 14%，而欧洲-远东航线上的运力比起其 08 年 9 月的高峰减少高达 23%。有效的运力调配让班轮公司在旺季来临时成功提价，爆仓的“繁荣”景象再现。欧洲和北美线运费指数从其最低点反弹了 15%和 75%。

图表41：远东-北美有效运力/运费指数



来源：国金证券研究所，CI-Online

图表42：远东-欧洲有效运力/运费指数



来源：国金证券研究所，CI-Online

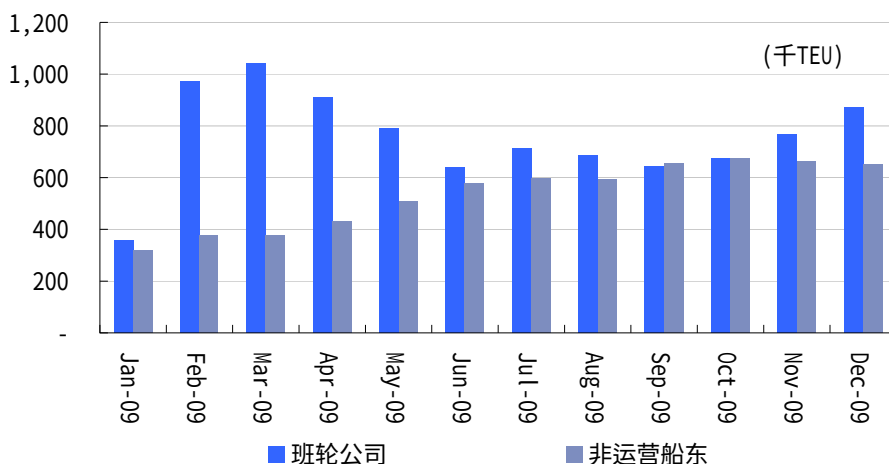
班轮公司的闲置运力相比上半年“有所减少”

目前不断增加的闲置运力成为了投资者另外一个隐忧，高达 11.7%的运力一旦投放市场，将对市场造成巨大的影响。但是我们认为投资者对闲置运力的情况反应过度了，实际情况并没有想象中的那么差。

- 有 43%的闲置运力是属于非运营船东的，也就是说，是被班轮公司退租而造成船舶的闲置，这部分船舶被重新投放到市场的概率不大。
- 根据 Alphaliner 的数据，下半年非运营船东的闲置运力显著增加，而班轮公司下半年闲置运力则低于上半年，船舶利用率有所提升；
- 随着部分船舶陆续退租，非运营类船东闲置的运力将继续增加，因此在看待闲置运力的同时，应当把这部分短期内不会投放到市场的运力的影响去除。
- 我们认为：若闲置运力增加，市场上有效供给的减少将支撑运价水平；若闲置运力减少，意味着需求的好转，有望实现量价齐升。集运的运力调整

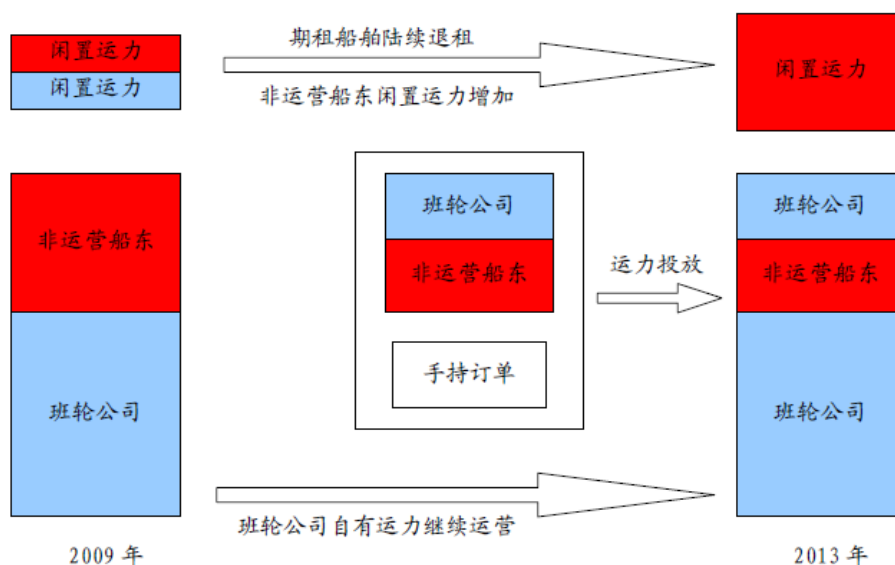
机制是行业特有的，是未来带领行业走出困境的一个关键，因此我们认为不必为闲置运力的增加而过于悲观。

图表43：目前约6.7%的闲置运力是属于班轮公司，运力封存仍在继续



来源：国金证券研究所，Alphaliner

图表44：未来闲置运力中非运营船东占比将逐步上升



来源：国金证券研究所

我们认为，在运价走势仍然低迷的情况下，集运公司面对的是需求的缓慢复苏，同行的竞争和燃油价格的上涨等多方面的压力，班轮公司对封存运力的重新投放抱有非常谨慎的态度，以免再度引发价格战和扩大亏损，这为班轮公司尽早恢复盈利创造了希望。

截至目前，我们仍看到班轮公司宣布缩减运力的消息，尝试稳定运输旺季以后的运费，保住提价胜利的果实。但运力过剩的压力将长期存在，至少在 2-3 年内无法完全解决。

班轮公司为应付淡季需求的减少主动撤出运力，支撑运价水平。

租入船的陆续退租有助减少有效供给，并提升班轮公司自有船的利用率。

图表45：近期公司密集宣布运力缩减计划

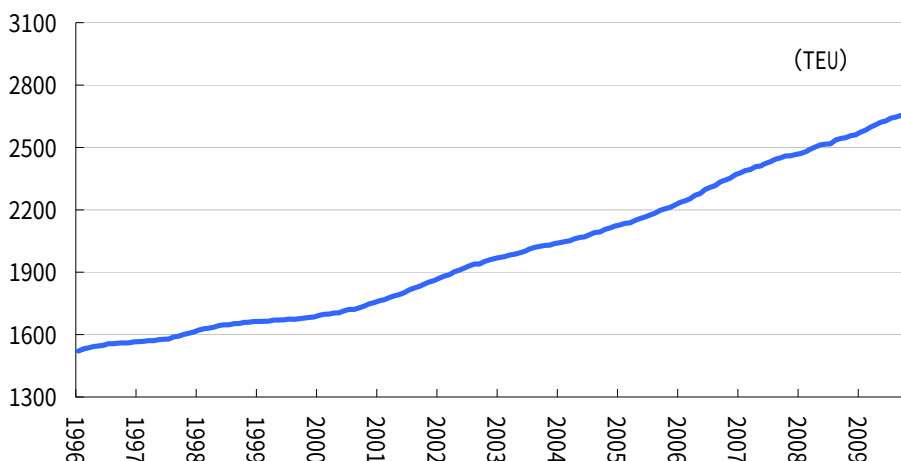
日期	事件	执行日期
2009年9月	CKYH联盟即宣布将在亚欧线上削减约20%的运力	10月
2009年10月	马士基班轮计划缩减地中海/北美航线的运力规模（约41%）	11月
2009年10月	新世界联盟/马士基削减大西洋航线1/3运力	11月
2009年11月	新世界联盟和大联盟将合作削减泛太航线约4000标箱运力	12月
2009年11月	CKYH联盟宣布减低泛太线运力一至二成	12月
2009年12月	达飞海运降低太平洋线航行速度延长航线周期	12月

来源：国金证券研究所

班轮公司加紧合作大幅增强对货主的议价能力

- 随着海上贸易的增加，对集装箱船舶的需求也大幅增长。由于船舶的大型化有助于达到经济规模的效应，集装箱船舶一直有在大型化的趋势。
- 经济危机带来需求的萎缩却让大型船舶成了班轮公司的负担。班轮公司为了保证较高的发船频率，牺牲的将是船舶的装载率。由于总需求是不受运价影响的，为了提高装载率，班轮公司尝试用更低的价格从竞争对手处吸引货源，而这样更可能的是引发价格战。

图表46：船均容量在以约4%的年均增速增加，这一趋势仍将继续



来源：国金证券研究所，Clarkson

- 集运船舶的大型化将促进班轮公司之间的合作。全球范围早已出现集运的联盟，意在统一航线的经营，仓位共享，并稳定运价。我们认为在目前的情况下，班轮公司为了稳定价格，提高装载率，保证发船频率，班轮公司之间的合作将会有所增加。我们在下图做了一个班轮公司独营某条行业与联营的区别：
 - ◆ 假设三家班轮公司独营的时候需要 6 艘 2000 TEU 船保证一定的运载能力和发船频率；
 - ◆ 但是如果联营，则可派出 3 艘 4000 TEU，与另外两家班轮公司进行仓位共享；
 - ◆ 结果是每家班轮公司每条船的可用仓位下降至 1333 TEU，然而联合可调用的船舶却增加至 9 条，航线上总运力仍然保持不变；
 - ◆ 联盟带来的好处是很明显的：1) 法律允许联盟占有 30% 的市场份额，因此联盟对买家的议价能力大幅提高；2) 使用更大，更新的船舶并节约成本；3) 信息共享更能了解市场的需求

图表47：独营 vs. 联营

	运力投放		可用运力	
	原来	联营	原来	联营
班轮公司1	6x2000 TEU	3x4000 TEU	6x2000 TEU	9x1333 TEU
班轮公司2	6x2000 TEU	3x4000 TEU	6x2000 TEU	9x1333 TEU
班轮公司3	6x2000 TEU	3x4000 TEU	6x2000 TEU	9x1333 TEU
合计	36000 TEU	36000 TEU	36000 TEU	36000 TEU

来源：国金证券研究所

图表48：目前全球主要联盟体

联盟	联盟会员	合并运力占比
Grand Alliance	NYK, Hapag-Lloyd, OOCL	9.5%
New World Alliance	APL, MOL, Hyundai	9.3%
CKHY	COSCO, K Line, Yang Ming Line, Hanjin	12.0%

来源：国金证券研究所

明年 3-4 月北美线年度合同的谈判有望帮助集运行业扭亏为盈

- 与其他主要航线不同，远东 – 北美航线运价为一年一签的合同，合同中约定了旺季附加费和燃油附加费等计算公式，因此北美航线运费波动相对较小。
- 北美线年度合同在每年 3-4 月份的时候统一签订，签订后一般情况下都按照合同上价格执行。
- TSA 建议其成员在远东-美西的航线上涨价 800 美元/FEU，远东-美东航线上涨 1000 美元/FEU。2009 年 TSA（泛太平洋运价稳定协议）对美西和美东的建议合同价分别是 1350 美元/FEU 和 2500 美元/FEU。
- 截至 12 月，远东至美西/美东的运费约为 1370 美元/FEU，和 2350 美元/FEU，但已包括旺季附加费在内，我们估计该 2009-10 年度实际签订的合同价约为 1200 美元/FEU 和 2300 美元/FEU 左右，比 TSA 建议价格低约 8-9%。
- 我们认为，在现在的经济环境下，货主接受班轮公司大幅度提价的可能性不大，若保守估计实际提价金额按建议的 50% 执行，那么预计明年美西和美东线运费则分别为 1750 美元/FEU 和 3000/FEU，相比 09 年分别上涨 30% 和 20%，但已接近 2007 年的水平。
- 全球最大的班轮公司马士基在 09 年 11 月宣布重新加入了阔别了 20 年的 TSA，我们认为 TSA 的议价能力将大大增强。现在判断明年的美西航线年度合同涨价幅度仍然是过早，因此明年 3-4 月份将是集运行业非常关键的时刻。

图表49：TSA 协议成员掌握全球超过 60% 的运力

TSA协议成员	运力占比
APL, Ltd.	4.3%
China Shipping Container Lines	3.6%
CMA-CGM	8.0%
COSCO Container Lines, Ltd.	3.5%
Evergreen Line	4.4%
Hanjin Shipping Co., Ltd.	3.3%
Hapag Lloyd AG	3.7%
Hyundai Merchant Marine Co., Ltd.	2.1%
Kawasaki Kisen Kaisha (K Line), Ltd.	2.7%
Maersk Line	16.1%
Nippon Yusen Kaisha (N.Y.K. Line), Ltd.	3.2%
Orient Overseas Container Line (OOCL), Inc.	2.6%
Yangming Marine Transport Corp.	2.5%
Zim Integrated Shipping Services	2.2%
合共运力占比	62.2%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。