

2010-03-17

行业研究 / 深度研究

水上运输业

增持/ 维持评级

分析师

范倩蕾

fanql@lhqz.com

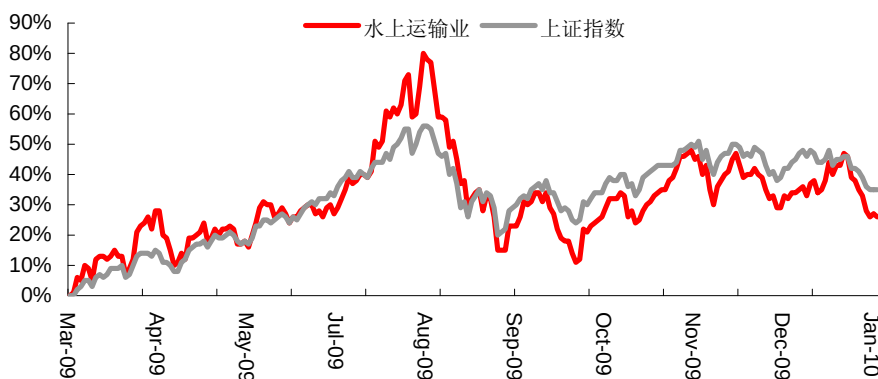
0755 8236 4417

集运行业的战略协作

—理解运力控制协作稳定性的一种思路

- 过去一个月市场对集运行业的价格上涨印象深刻。在总体运力仍过剩的背景下，企业间合作对运力的控制是此轮旺季运价上涨的重要因素之一。但市场更加关注的是，这种控制运力的合作稳固吗？如果不稳固，触发变化的因素何在？
- 我们认为理解战略协作的稳定性，应当先了解行业现阶段的竞争形态和战略协作的主要目的。在集装箱化完成之前，班轮行业的战略协作以班轮公会的形式存在，其目的在于通过控制运力稳定市场价格。但集装箱化的发生使得行业发生了剧变。物流链的扩展、大规模的固定资产投入、大幅的供过于求改变了行业的竞争形态，而法律环境的变迁加速了班轮公会的衰落。
- 集运联盟的兴起伴随着班轮公会的衰落这一过程。与班轮公会不同的是，集运联盟的组织更加松散，不以运价控制为主要目的。相反，其着眼于合作提升服务范围和质量，共享资源以降低成本，以及共同投资以分散风险。
- 我们对目前影响市场的两种合作控制供给的方式进行了分析。我们认为这两种策略的出发点都来自企业对成本控制的强烈需要。以闲置运力为主要方式的运力控制合作可能是不稳固的，企业将在收入足以覆盖服务的可变成本和航次成本时选择释放运力，这一时点在企业的盈亏平衡点到达之前；以减速航行为主要手段的运力控制合作可能相对更稳定，但不应忽略油价变化和船东满意度对其产生的潜在影响。
- 我们建议市场关注美线运价谈判，以及需求再度回暖之际运价的上涨。但我们认为在供需明确优化之前，对集运企业的利润率提升空间应相对谨慎。

最近 52 周股价表现



目 录

旺季落幕，何去何从	3
战略协作因何产生	4
两项重要的行业革新	4
行业集中度得以提高	4
协作战略确立的必要性	6
战略协作的组织形式	7
运价稳定组织	7
集运联盟	7
其他	7
战略协作的主要目标	8
规模效应的提升	8
垄断定价：风光不再	9
运力控制稳定与否	12
运力闲置	12
减速航行	12
主要结论	14

图表目录

图 1、 中国出口集装箱运指（欧洲线）	3
图 2、 中国出口集装箱运指（地中海线）	3
图 3、 中国出口集装箱运指（美西线）	3
图 4、 中国出口集装箱运指（美东线）	3
图 5、 集运前 20 大运营商控制的运力份额	5
图 6、 集运联盟与非联盟运力的船舶使用率	8
图 7、 马士基集运单箱成本结构（2008）	8
图 8、 中海集运集单箱成本结构（2008）	8
图 9、 太平洋航线集运市场份额	9
图 10、 亚欧航线集运市场份额	9
图 11、 加拿大集运市场班轮公会/非公会运力对比	10
图 12、 2009 Shippers' Survey：货主对船东延长航次和分享航线的反应	13
表 1、 全球前 20 大集运运营商控制运力（截至 2010 年 3 月 1 日）	5
表 2、 部分集运联盟，成员及其运力排名	7
表 3、 减速航行的定义	12
表 4、 目前各航线对 ESS 的使用	14

旺季落幕，何去何从

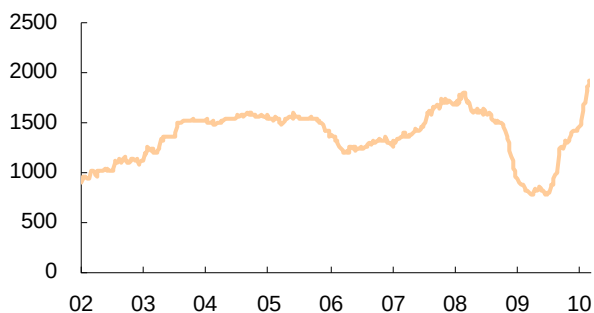
集运市场在过去的旺季提价令市场印象深刻。我们曾在 2009 年 8 月的报告中提及了集运市场联盟合作倾向的问题，并在 11 月发布的 2010 年年度策略中预测，集运市场的提价将因运营商的合作倾向而超越市场预期。

过去的一个月，集运市场的运价表现印证了我们的结论。而从运营商方面的了解亦证实，尽管供需面的情况不甚乐观，但此轮旺季涨价如此成功主要来自于运营商之间前所未见的团结一致控制运力。但市场的疑虑是，这种协作为何产生，是否稳固，它的可持续性如何？

3 月以来，由于需求的回落，国际集装箱运价有所松动。欧线船公司的涨价计划未能完全实施，美线亦因货量回落导致装载率有所下降。

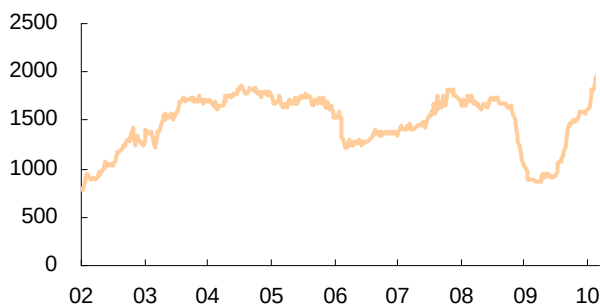
我们在报告中解读了集运企业之间的战略协作，以及对运力控制和减速航行策略的稳定性作出讨论。我们认为运力闲置策略的可靠性可疑，但企业在减速航行方面的合作具有更好的可操作性。

图1、中国出口集装箱运指（欧洲线）



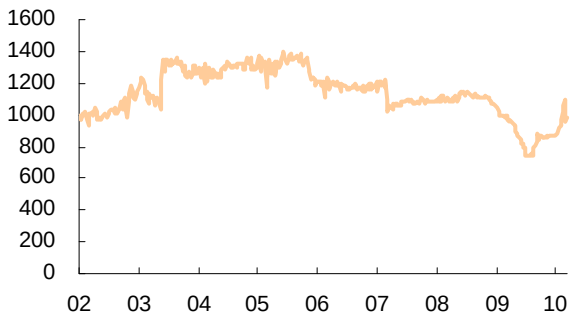
资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图2、中国出口集装箱运指（地中海线）



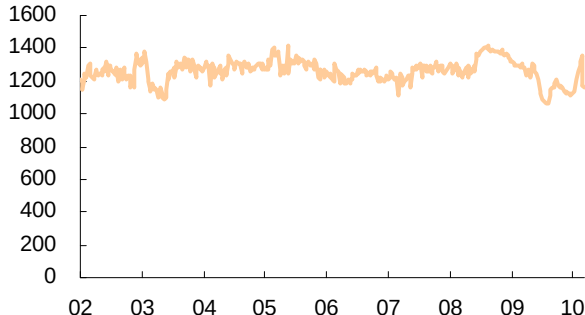
资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图3、中国出口集装箱运指（美西线）



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图4、中国出口集装箱运指（美东线）



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

战略协作因何产生

我们认为理解协作的稳定程度，了解行业的竞争形态以及协作的目的至关重要。企业间的战略协作是行业竞争形态的产物。

集装箱运输由于其服务的下游来自于商品贸易，稳定性、高效化是其根本的属性和发展的要求。班轮行业早期的战略合作以稳定运价为主要目的，以企业联合来对抗海运市场的波动性。集装箱化的完成使得企业间稳定运价的协作变得困难，同时行业竞争加剧，利润率急剧下降。后一阶段的企业协作以追求规模效应，降低成本，分散风险为主要目的。

两项重要的行业革新

集装箱班轮的产生是一种对海上运输的革新。这种革新来自对效率的追求，而主要手段是“标准化”。在应用领域，海上货物运输的标准化表现为班轮制度的产生和集装箱化的完成两个层面。如果说在集装箱化完成之前，班轮制度的产生仅是一种偶然，那么在集装箱化完成后，班轮与集装箱化的结合与发展，则是生产企业“流水线”这一革新在海上运输领域的扩展。

班轮制度始现于 19 世纪下旬，伴随着蒸汽船的应用和地区间贸易活动的兴盛展开。班轮运输最初只是海运方式的一种变化，是船运公司为客户提供的强化运输效率，淡化运输灵活性的一种选择。

但耗费大量的装卸和中转运输时间是商品运输发展难以逾越的桎梏。20 世纪下旬，随着贸易的进一步发展、资本、人力资源的上升，对运输效率的追求推动了集装箱化的进程。集装箱化的本质在于运输单位的标准化，是对运输效率追求的进一步延伸。除了在海运领域，公路和铁路运输领域也逐渐接受了这种“标准化单位”的货物运输方式。

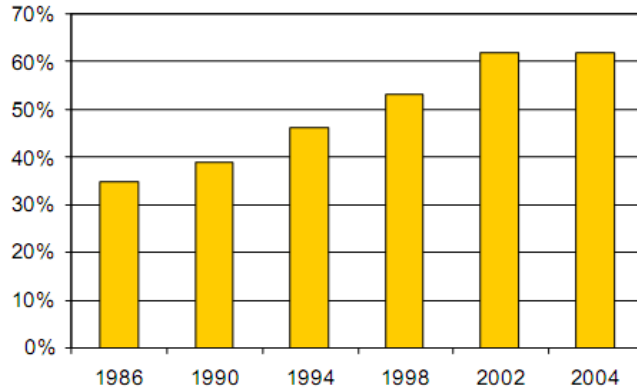
标准化的完成产生了两个直接影响。一是使得行业服务的同质性进一步变强，二是为商品运输船舶的大型化提供了契机。但集装箱的标准化作为一种技术革新也为行业带来了矛盾：一方面是大型化的集运运输，其与下游需求的集中度不足产生的矛盾。另一方面，稳定、高效的运输，与海运、乃至宏观周期的波动性相矛盾。这两个矛盾的存在，意味着集运公司在经营中将支付大量的交易成本。

行业集中度得以提高

集装箱化完成后行业发生了巨大的变化。行业服务的同质性使得行业的竞争愈发激烈，行业的利润率水平下降，兼并收购不断发生，行业的集中度得以提高。1986 年，前 20 大运营商控制的运力市场份额还在 40% 以下，而到 2004 年，其控制的运力已经占有市场份额超过 60%。我们参考了 Alphaliner 最新的对于前 20 大运营商运力数据的统计，截至 2010 年 3 月，前 20 大集运运营商通过自有和租入控制的市场运力比例达 84%。

图5、集运前 20 大运营商控制的运力份额

Figure 1 Twenty largest carriers' share of total liner shipping capacity.



资料来源: Productivity Commission, Achim I. Czerny, Kay Mitusch (2005), 华泰联合证券研究

表1、全球前 20 大集运运营商控制运力 (截至 2010 年 3 月 1 日)

排名	运营商	控制运力		自有		租入		租入占比
		TEU	No	TEU	No	TEU	No	
1	马士基航运	2,066,374	548	1,137,574	211	928,800	337	44.9%
2	地中海航运	1,542,403	399	834,845	201	707,558	198	45.9%
3	达飞轮船	1,043,092	359	354,924	87	688,168	272	66.0%
4	长荣海运	554,316	149	319,263	87	235,053	62	42.4%
5	美国总统轮船	548,788	140	165,939	44	382,849	96	69.8%
6	赫伯罗特	504,508	122	260,935	57	243,573	65	48.3%
7	中远集运	453,526	133	270,751	91	182,775	42	40.3%
8	中海集运	438,176	121	250,099	71	188,077	50	42.9%
9	韩进海运	427,878	96	95,488	18	332,390	78	77.7%
10	日本邮船	407,300	106	312,516	61	94,784	45	23.3%
11	南美轮船	351,218	99	34,821	7	316,397	92	90.1%
12	东方海外	342,512	73	241,803	41	100,709	32	29.4%
13	商船三井	336,971	89	144,526	26	192,445	63	57.1%
14	川崎汽船	323,793	86	192,573	35	131,220	51	40.5%
15	以星航运	310,568	95	155,730	35	154,838	60	49.9%
16	阳明海运	308,664	76	187,201	45	121,463	31	39.4%
17	汉堡南美	304,336	100	140,442	38	163,894	62	53.9%
18	现代商船	281,060	54	83,781	14	197,279	40	70.2%
19	阿拉伯轮船	202,099	51	113,596	27	88,503	24	43.8%
20	太平船务	189,281	108	128,748	79	60,533	29	32.0%
	合计	10,936,863	3,004	5,425,555	1,275	5,511,308	1,729	50.4%
	全球集运运力	13,058,950						
	占比	84%						

数据来源: Alphaliner, 华泰联合证券研究

一个衍生的问题是，而为什么在干散货运输和油运领域，运营商的服务亦看似同质，却没有发生大幅的行业利润率下降和大规模的集中度提升呢？我们认为，干散货和油运行业，船东对市场的判断和对运力的控制能力，或者说对航运市场波动性的驾驭能力，形成了其核心竞争力，使得其服务并没有完全同质化。优秀的船东懂得判断市场变化，并依据自身的判断对运力做出调度，和对有效运力做出调整。正因为这一点的差异，使得船东可以利用航运市场的波动性在周期低谷时自保，在周期高峰时获得更高的超额收益。而行业集中度仍保持较低的原因可能来自行业的进入壁垒较低。

但这种获取超额收益的方式在集运行业并不适用。正如我们在前文提到，集运行业对服务稳定性的要求与宏观经济和航运市场的周期性存在矛盾。这种矛盾的表现之一，就是运营商不能像散货运营商对其服务进行频繁的调整。调整过于频繁，意味着交易成本的提升。这种交易成本一方面在于与企业内部和外部（码头）方面沟通成本的上升，亦在于与代理商和客户沟通成本的上升。而如果不能提供稳定的服务，则违背了商品贸易对集运市场的根本要求，客户满意度的下降意味着在市场竞争中失利。

协作战略确立的必要性

早期的班轮行业协作的必要性在于，班轮运输的稳定属性与海运市场的周期性和波动性之间的矛盾需要解决。运力配额和运价控制作为主要手段因其可操作性较强因而得以盛行。

在集装箱化完成后，企业对协作战略的选择愈发显得必要。运价控制作为一种简单的行业协作已经难以稳定存在，而效率化提升之后竞争的同质性更强、交易成本上升、固定资产投资增加促进了企业对规模效应的追求。

战略协作的组织形式

运价稳定组织

运价稳定组织一度以班轮公会的形式存在。班轮公会(Liner Conferences)产生于19世纪末,是一种类卡特尔组织,以运价控制为主要目的。到20世纪70年代的鼎盛时期,班轮公会在主要贸易航线的市场占有率超过90%。但随着集装箱化的完成,班轮公会的控制力不断衰弱。

一般而言,班轮协会通过以下几种手段来控制行业内的竞争:1)货运配额(Cargo Quota):通过配额限制单个成员的可运输货物量;2)航行配额:限制成员在固定航线上的航行次数和港口停靠次数,本质上也是控制运力供给的手段;3)收入/利润分享(Revenue / Profit Pool):成员将全部收入,或扣除边际成本的收入部分放入一个Pool,分享利益所得。

随着集装箱化的完成,行业的竞争格局发生了改变。运价稳定组织至今虽仍存在,但其职能已经发生了转变。TSA(泛太平洋运价稳定协议)是众多运价稳定组织之一。其定义自身的主要工作为:

- 定期会面,交换市场信息,共同进行市场研究
- 代表运营商与政府及货主组织沟通
- 生成非强制性的价格规则
- 开展关于成员如何节约成本和提高效率的讨论
- 为行业拟定部分通用标准,非强制使用

关于运价稳定组织影响力的变迁,我们在下文中将加以分析。

集运联盟

集运联盟的兴起伴随着集装箱化的完成和班轮公会的衰落。与班轮公会不同的是,集运联盟更加松散,并且将着眼点从运价控制,转向通过资源共享、联合采购等手段降低成本,以及如何提供更优质高效的服务、分散投资风险等领域。

目前,全球影响力较大的集运联盟组织包括CKYH,伟大联盟和新世界联盟。

表2、 部分集运联盟,成员及其运力排名

联盟	联盟成员及排名
CKYH	中远集运(7),川崎(14),阳明(16),韩进(9)
伟大联盟	赫伯罗特(6),MISC(22),日本邮船(10),东方海外(12)
新世界联盟	美国总统轮船(5),现代商船(18),商船三井(13)

数据来源:华泰联合证券研究

其他

船东之间也通过非联盟的形式进行更松散的合作。一种常见的方式是合作舱位管理,通过舱位互换、舱位出售等手段提高运营效率,降低揽货成本。

战略协作的主要目标

规模效应的提升

营销网络协作

舱位管理是最常见的集运企业战略协作方式之一。通过共享营销网络，提高舱位的使用率，其实质是共享营销网络。我们在上文中提到，集装箱行业发展需要解决的固有矛盾之一，是船舶大型化和下游需求集中度不足之间的矛盾。这一矛盾的直接结果就是运营商揽货的交易成本（搜寻成本）上升。而运营商之间的舱位互换，舱位出售等举动，可以有效的提高船舶的装载率。

图6、集运联盟与非联盟运力的船舶使用率

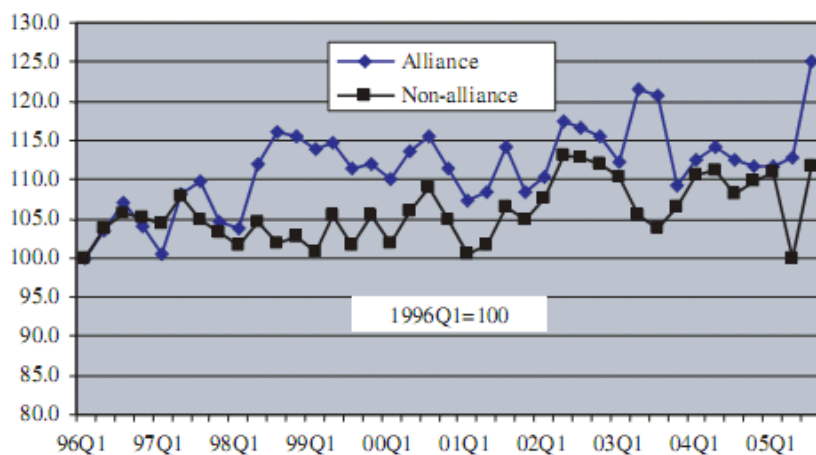
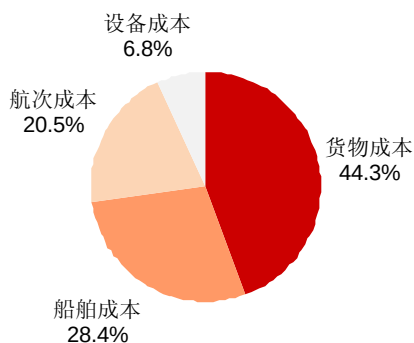


Figure 3. Index of capacity utilization alliance vs. non-alliance 1996Q1-2005Q3.

资料来源: Michael Fusillo (2006), 华泰联合证券研究

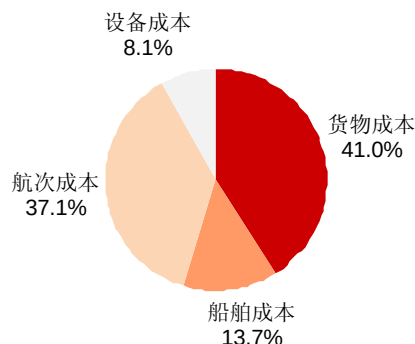
而装载率对集运公司之所以重要，是因为在班次服务确定后，航次成本也成为固定成本的一个部分，使得航线的固定成本比例提高，需要通过提高装载率来降低单位成本。在马士基和中海集运 2008 年披露的成本结构中，固定成本的占比超过 55%。

图7、马士基集运单箱成本结构 (2008)



资料来源: AP Moller, 华泰联合证券研究

图8、中海集运集单箱成本结构(2008)



资料来源: CSCL, 华泰联合证券研究

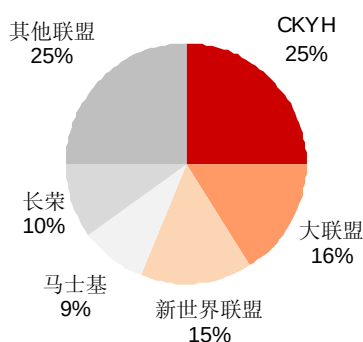
管理协作

管理协作的采用没有舱位管理协作使用来得普遍。集运企业之间的管理协作往往在集运联盟组织的框架下进行，通过共同管理运力和经营扩大市场份额、降低经营风险。集运联盟的成员通过分享信息，探讨市场情况及动向，共同作出经营决策。

采购协作

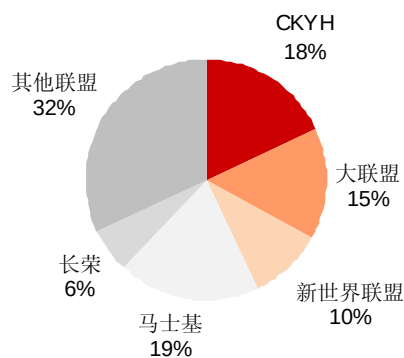
数据显示在太平洋航线和亚欧航线，集运联盟运力占有一定的市场份额。集运联盟的协作使得企业在与码头的合作中提高了话语权。对于码头而言，赢得集运联盟的航线挂靠则赢得了稳定的吞吐量和收入。

图9、太平洋航线集运市场份额



资料来源：中国远洋，华泰联合证券研究

图10、亚欧航线集运市场份额



资料来源：中国远洋，华泰联合证券研究

市场共享

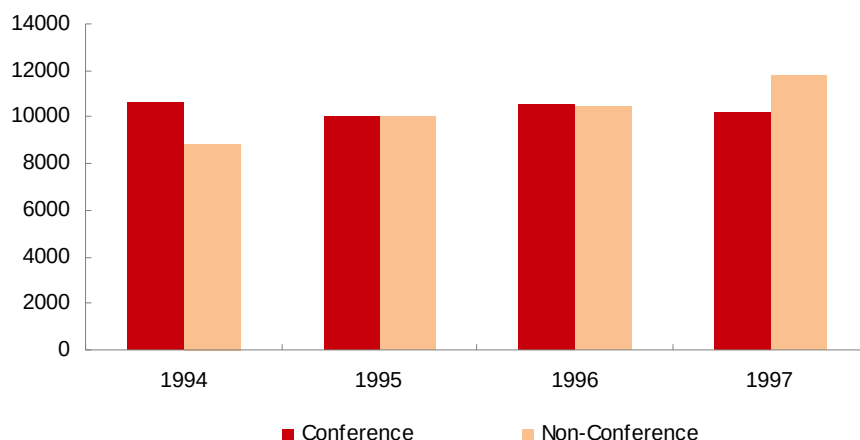
集运企业间的航线合作和市场开拓领域进行协作目的是共享市场，降低经营风险。集运公司的航线合并，意味着合作企业各提供部分运力，参与航线运营。集运企业也可以通过联盟合作扩展自己的业务范围：较大型的公司得以参与到支线的运营中，而规模较小的公司亦可以参与主干航线的竞争。在市场开拓领域，集运企业也往往以各提供部分运力的方式开辟新航线，以共同承担市场开拓的风险。

垄断定价：风光不再

在集装箱化完成之前，班轮行业的横向合作的主要方式来自班轮公会。但随着集装箱化的推进，更多的独立船东涌入市场参与竞争，班轮公会的垄断地位逐渐衰弱，难以成为行业高利润率的保证。

有研究指出，直到1990年，班轮公会仍控制了90%的澳大利亚集运市场。到了1994-95年，这一比例降低至62%，而到97-98年，班轮公会仅控制约56%的澳洲集运市场。而在加拿大，94年至97年间，尽管总运力规模保持增长，但班轮公会的运力规模却有所下降。

图11、加拿大集运市场班轮公会/非公会运力对比



资料来源: Lukas Messikommer (2001), 华泰联合证券研究

通过垄断定价参与市场经营的班轮公会制度伴随着集装箱化的完成逐渐走向衰弱, 我们认为这是基于以下原因:

监管愈发困难: 全产业链集装箱化的完成使得班轮运输的竞争由海上扩展至陆地运输部分, 班轮公司经营所涉及的产业链变长, 使得班轮公会对价格的监控能力弱化。这为公会内部成员的分化创造了机会。

运力大幅过剩: 集装箱化的完成使得海上货物运输的效率得到大幅提升。这意味着在需求保持平稳增长的背景下, 全球集运有效运力大幅过剩, 船舶装载率的迅速下降。有文献资料指出, 集装箱化使得澳洲到欧洲的货运航次时间从 146 天缩短到 63 天, 效率提升超过 130%。

经营杠杆提高: 集装箱化的进行直接导致了运输的可变成本 (员工、码头) 减少和固定成本增加: 集运公司除了购买船舶, 还必须为集装箱支付成本; 同时, 纵向整合的需求产生, 亦增加了固定资产投入。经营杠杆的迅速提高使得企业通过价格竞争实现高装载率的倾向强于以往。

外部竞争激烈: 公会面临的外部竞争愈发激烈。运价不变的情况下, 效率的提升意味着资产周转率的提升, 行业投资回报大幅上升, 使得新进入者大幅增加, 而价格竞争是他们迅速融入市场最直接的途径。同时, 日本等国在国际贸易中的份额不断提升, 政府倾向于打造自有船队, 加强对贸易运输的控制。这些新进竞争者由于获得了政府的财政和税收优惠, 在成本上存在优势, 其加入亦加剧了市场的竞争。

法律环境演变: 要求取消班轮公会反垄断豁免权的呼声高涨, 而欧盟于 2008 年 10 月起取消了对班轮公会的反垄断豁免。目前, 成员之间互相交流合同细节的行为普遍不被允许。TSA (泛太平洋运价稳定协议) 在其发展历史中提到, 其从运价协定组织逐渐演变为成员交换信息, 提供运价建议的机构。其强调, 成员运价的设定是自愿、非强制的。

我们判断，在行业集中度进一步大幅提升之前，通过运力和价格控制获取高行业回报的年代将盛筵难再。行业的技术进步使得行业的供需和竞争格局发生改变，从而造成行业利润率的下降。这样的改变并非行业内竞争策略的选择可以弥补，而企业的着眼点则从价格控制转向降低成本和差异化服务。

运力控制稳定与否

经营者将集运行业上一轮运价提价超预期归因于行业的运力控制与默契提价。而投资者关心的是 1) 闲置运力会不会重回市场, 如果会, 运力释放的触发因素何在。2) 船东的减速航行默契会不会被打破, 又在怎样的情况下会发生。

我们认为集运企业选择闲置运力和减速航行的初衷都在于成本控制。在固定成本无可回避, 货物成本必须支付的情况下, 两项策略都指向了航次成本。航次成本作为船队的可变成本, 班轮服务的固定成本, 其处理直接关系着公司的利润率水平。

运力闲置

企业在何时选择闲置运力? 我们与船公司的接触中感觉到, 这个决策的作出往往较少考虑行业内的合作。我们在分析班轮公会的衰落的部分也提到, 继续以旧有的运力闲置以控制运价的策略将难以复制其过往的经历。

如果从微观角度出发, 企业应在单位售价低于可变成本时应选择停产; 而在单位售价高于可变成本, 但低于平均成本时, 应选择继续生产。

对于单个公司而言, 其为市场价格的接收者。在静态的某一时点上, 只要单船收入能够覆盖货物成本和航次成本, 船公司就会选择让船进入市场而不是闲置。按照这样的逻辑, 由于船舶和设备成本占大约 20% 的单箱成本, **运力释放的时点一定是在船东的盈亏平衡点到达之前。**

如果假设目前行业的船舶闲置比例在 9% 左右, 其中一半来自非运营船东, 再扣除闲置运力中 1/4 载箱量较小的船舶, 闲置运力对市场的压力可能在 3% 左右。 **闲置运力与新船交付共同构成对市场运价达到盈亏平衡的压力。**

减速航行

不考虑行业的集体行为, 对单个企业而言, 在两个前提之下, 减速航行实质上是一种比运力闲置更理性的成本控制手段。这两个前提是 1) 船舶使用率较低, 减速航行不显著负向影响收入。2) 燃油价格较高, 减速航行可以提高燃油的使用效率。

以中海集运 2008 年的成本结构为例, 如果燃油成本占比约 30%, 降低航速 20% 能够节省 45% 的单一燃油用量, 再增加 20% 的运力以维持全年舱位供给, 则节约的成本约 10%。由于船舶和设备成本是船队的固定成本, 货物成本为随箱量增长的可变成本, 航次成本中燃油为主要部分, 因此改进燃油的使用效率将提高公司的利润水平。

表3、 减速航行的定义

减速阶段	船速
全速	24 节
减速	21 (±1) 节
额外减速(Extra Slow Steaming, ESS)	18 (±1) 节
超低速(Super Slow Steaming, SSS)	15 (±1) 节

数据来源: Alphaliner, 华泰联合证券研究

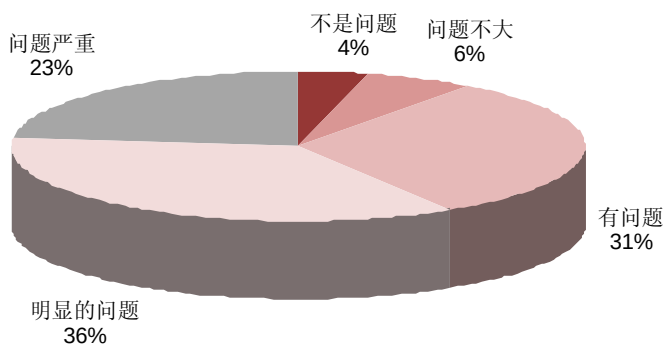
集运行业因存在一定的集中度和进入壁垒，决定了其存在一定的垄断定价的能力。但最主要的问题在于法律层面的限制，和博弈各方对竞争者策略的预判。

我们认为通过减速航行进行的运力控制更容易在经营者之间达成默契，原因在于：1）较闲置运力，减速航行同样意在控制航次成本，却可以提高燃料的使用效率，这意味着降低了单箱成本；2）有“绿色”掩护，减速航行比起共同运力闲置更容易斡旋于目前的法律环境中；3）减速航行的信息比运输价格和闲置运力信息更容易获得和监控。4）减速航行与否的调整交易成本更高。

但这种默契并非没有被打破的风险，我们认为这种风险主要来自于：

- 1) 需求持续回暖，通过加速可以显著获得收入提升。如前面提到的例子，如果船舶使用率较高，船公司将 20% 的降速取消只要可以获得超过 10% 的箱量收入，船公司就有动力取消减速航行政策。
- 2) 油价下跌，减速节油的成本缩减效用不再明显。
- 3) 客户满意度的影响：我们认为这可能是市场最容易忽略的风险。如果集运行业的技术革新是为了更高的效率，这意味着效率对客户而言不是一个次要因素。一方面货主担忧存货周期被拉长，另一方面船公司对船期的频繁变化也令货主感到不便，可能影响货主对经营者的选择。

图12、2009 Shippers' Survey: 货主对船东延长航次和分享航线的反应



资料来源：Containerisation International，华泰联合证券研究

表4、 目前各航线对 ESS 的使用

航线	采用 ESS 航线数量	所占比重
远东-欧洲	25	63%
远东-北美西海岸	9	19%
远东-北美东海岸	5	26%
远东-南美东海岸	4	57%
欧洲-中东	3	43%
远东-南美西海岸	2	25%
跨大西洋航线	2	8%
远东-中东	1	4%
美国-澳/新	1	25%
远东-南非	1	14%

资料来源：Alphaliner，华泰联合证券研究

主要结论

我们认为闲置运力和减速航行这两种运力控制的策略的出发点都是成本控制，是船公司在既定市场需求和运价情况下的成本节约手段。我们认为理解这两种策略作为行业协作推升运价的手段是否稳定，仍应该从企业自身决策的角度出发，同时考虑两种策略下企业合作的博弈中信息的透明程度——对其他竞争者的战略选择的预判决定了决策者的战略选择。

我们认为通过闲置运力控制供给的合作是不稳定的，企业将在其盈亏平衡点到来之前释放运力。但我们认为通过减速航行形成的运力控制比闲置运力的合作更加稳定的。我们认为企业关于放慢航速的默契在行业实现盈亏平衡前不会轻易打破，这有利于集运行业在下一个旺季到来之际将运价提至盈亏平衡——如果市场能够熬过新增运力和复活的闲置运力的冲击。

我们需要提示市场注意的风险是：

- 1) 目前集运行业的船舶利用率仍然不高，供给和需求的相对弹性强弱决定短期的运价走势。这意味着，如果需求仅是以温和的姿态复苏，运价的快速上涨可能仍难实现。
- 2) 长期而言，行业的利润率水平仍由供需比决定，而市场对 2010 年需求恢复的预测是同比增 6%，供给增 10% 左右。我们的分析无法得出集运企业的合作将协助行业维持较好的利润水平这一结论。这意味着，即便运价涨过盈亏平衡，我们仍不能期盼行业利润率的迅速提升。

我们建议关注集运市场美线运价谈判，以及年内旺季价格的上涨。但我们提示市场这可能仅是短期的机会，如果供需对比没有明显改善，集运业实现盈亏平衡后利润率的进一步提升存在阻力。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com