

证券研究报告—深度报告

航运

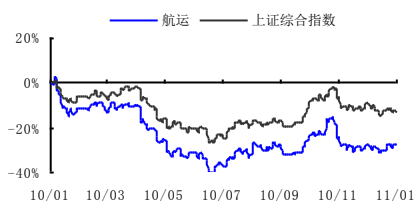
集运业专题研究系列之三

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 1 月 17 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《航运行业 2011 年投资策略: “新常态”下的结构变化与局部机会》——2010-12-23

《集运专题报告之二: 减速或将成为远洋航线常态》——2010-10-19

《集运业专题研究系列之一: 欧线中期前景无忧, 旺季或提前结束》——2010-8-16

证券分析师: 岳鑫

电话: 0755-82133766-1330

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120015

证券分析师: 郑武

电话: 0755-82130422-1337

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120022

行业专题报告

2011 年欧美航线供给增速略超全行业

● 远洋航线大船订单压力凸显, 船舶大型化加速

未来两年, 远洋航线市场 8000 箱以上的大船订单压力凸显。值得庆幸的是, 目前远洋航线尚有 8% 的船舶是 4000 箱以下的小船。大船的单箱成本优势, 将驱动远洋航线上大船对小船的替代。2011 年远洋航线运力增长, 将主要来源于船舶大型化所导致的有效舱位增加。

● 订单延期——2011 年大船订单延期弹性降低

相对于过去两年集装箱船舶订单的高延期比例, 我们认为 2011 年大船订单延期弹性降低。一方面, 20% 的大船订单前期已做过延期调整, 未来再次延期的可能性较低。另一方面, 未经调整的大船订单中 75% 是租船船东的订单, 延期动力相对较低。我们对 2011 年大船订单交付比例的中性假设为 73%。

● 减速行驶——继续消化远洋航线潜在运力

我们认为未来 1-2 年, 减速将可能成为远洋航线的常态。未来减速行驶的效用将主要体现于, 对新增船舶有效运力的消化。

● 集装箱瓶颈仅是旺季自我加强的短期因素

“减速”+“去库存”使集装箱市场 2010 年初出现 9% 的供给缺口, 但从成因来看具有明显的一次性特征。2011 年集装箱需求将回归集运贸易增长驱动模式, 集装箱将不会再成为突出瓶颈, 更可能成为旺季自我加强的短期因素。

● 2011 年全行业有效运力增长 8.6%, 欧美航线增长 12.8%-16.4%

根据我们的测算, 2011 年全行业有效运力增长 8.6%, 其中亚洲-欧美航线运力增长 12.8%-16.4%, 欧线运力增长将可能高于美线。基于我们对未来集运需求稳步增长的判断, 我们认为 2011 年集运运价均值将较 2010 年走平。

亚洲-欧美航线载运率的提升, 触发 1 月初集运市场的超预期淡季提价。由于部分集运公司仍持观望态度, 我们判断 1 月份亚洲-欧美航线运价将较为反复。2 月份的春节因素, 将使运价经历正常的淡季回落, 3 月份上行。

我们认为 1 季度集运公司业绩低于市场预期的概率较大; 但市场对于出口的关注度, 正在提升集运业的估值水平。维持中海集运与中国远洋“谨慎推荐”评级, 集运的下一个买入机会也许在二季度出现。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元) 2011-1-14	EPS		PE 2011E	投资评级
				2010E	2011E		
600019	中国远洋	100,835	9.87	0.65	0.53	18.62	谨慎推荐
601866	中海集运	53,976	4.62	0.34	0.31	14.90	谨慎推荐

资料来源: 公司资料 and 国信证券预测

内容目录

投资策略——集运的下一个买入机会也许在二季度.....	4
一、远洋航线大船订单压力凸显，船舶大型化加速	7
1.1 集装箱船全球运力配置——大船集中投放远洋航线.....	7
1.2 远洋航线大船订单压力凸显	8
1.3 远洋航线尚有小船可被大船替代挤出.....	9
二、订单延期——2011 年大船订单延期弹性降低.....	10
2.1 过去两年高延期弹性源于高行业集中度.....	10
2.2 2011 年 20%的大船订单前期已延期调整.....	11
2.3 租船船东订单延期弹性较低	12
2.4 2011 年大船订单交付比例中性假设 73%.....	13
三、减速行驶——继续消化远洋航线潜在运力	14
3.1 闲置运力已有效消化，未来对市场冲击有限.....	15
3.2 减速将消化新增大船 10%-20%的有效运力	15
四、集装箱瓶颈仅是旺季自我加强的短期因素	16
4.1 “减速”+“去库存”使集装箱市场现 9%的缺口	16
4.2 2011 年集装箱不会再成为突出瓶颈.....	16
五、2011 年欧美航线供给增速略超全行业	17
5.1 2011 年全行业有效运力增长 8.6%.....	17
5.2 2011 年亚洲-欧美航线运力增长 12.8%-16.4%.....	17

图表目录

图表 1: 亚洲至欧洲航线去程集运货量 (2008-2010)	4
图表 2: 亚洲至北美航线去程集运货量 (2008-2010)	4
图表 3: 2011 年集装箱船订单交付计划	5
图表 4: 59%的 8000 箱以上大船计划于 3 月-7 月集中投放	5
图表 5: 亚洲至欧美航线上运营船舶数量全球占比 18%	7
图表 6: 亚洲至欧美航线上投放舱位数量全球占比 44%	7
图表 7: 98%的大船投放于亚洲至欧美航线上运营	8
图表 8: 亚洲至欧美航线上 7500 箱以上大船占比 34%	8
图表 9: 集装箱船在手订单占现有运力 27.5%	8
图表 10: 8000 箱以上大船订单压力凸显	8
图表 11: 大船单箱航次成本较小船低 27%	9
图表 12: 大船的单箱航次成本优势随着载运率的上升越发凸显	9
图表 13: 远洋航线大船替代挤出小船	10
图表 14: 三大船型订单交付比例 (2010 年 1-7 月)	11
图表 15: 三大船型 2010 年下半年订单结构 (二季度末)	11
图表 16: 集运船东集中度较高	11
图表 17: 集运船厂集中度较高	11
图表 18: 8000 箱以上大船订单——集中延期至 2012 年	12
图表 19: 8000 箱以下小船订单——延期比例较低	12
图表 20: 2011 年 8000 箱以上大船订单分船东延期调整情况	12
图表 21: 2011 年 8000 箱以上大船订单延期结构	13
图表 22: 租船船东延期谈判较集运公司更为复杂	13
图表 23: 2011 年大船订单交付测算 (中性假设)	14
图表 24: 2011 年大船订单交付比例敏感性测算	14
图表 25: 集运闲置运力中 5000 箱以上的大船已基本复航	15
图表 26: 集运公司自有闲置运力已大幅降低	15
图表 27: 集装箱紧缺导致箱价创新高 (2001-2010)	16
图表 28: 2011 全行业有效运力增长 8.6%	17
图表 29: 2011 年 5000 箱以上新船投放假设	17

投资策略——集运的下一个买入机会也许在二季度

我们预测中海集运一季度EPS 0.03-0.05元，低于市场0.10元的预测。对于集运股全年走势，我们维持2011年国信航运策略报告的判断——“预计集运盈利增幅不大，但随着中长期前景的改善，估值有望上行。”

对于“新常态”的航运股而言，战略性趋势性机会尚未来临，“积小胜而至大胜”也许是现实的策略。逢低吸纳，中线持有，但不追高。

鉴于我们对季节性走势的判断，集运股的下一个买入机会也许在二季度。

➤ 集运短期需求：一季度货量增速高，二季度能否延续仍需观察

2010年亚洲-欧美航线的集运货量已恢复至2008年水平，市场为近期集运货量和提价感到欣喜，更憧憬美国2011年经济复苏带来的新增货量。

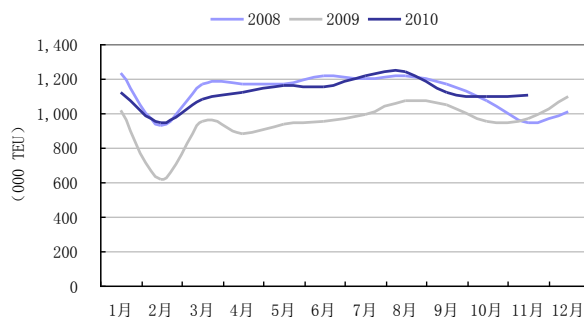
我们8月份的专题报告《欧线中期前景无忧，旺季或提前结束》曾提出——“8-9月份旺季货量低于预期，四季度淡季却不太淡。”过去半年，集运运价先是在9月份出现反季节的下跌，然后在12月下旬开始走稳，1月份实现运价提升。

近期亚洲-欧美航线的货量小幅超预期，除了欧美消费复苏之外，还有两方面原因：（1）拉闸限电，将部分出货量推迟至12月末以后；（2）春节前传统的出货小高峰。随着春节的临近，预计亚洲-欧美航线货量将缓慢下降，并于正月十五后开始回升。

由于2010年的低基数效应，亚洲-欧美航线货量一季度同比增速将可能较高，但二季度货量增速能否延续将由欧美经济复苏趋势决定。我们判断，二季度欧线运量稳定，但运价很可能低于2010年同期。

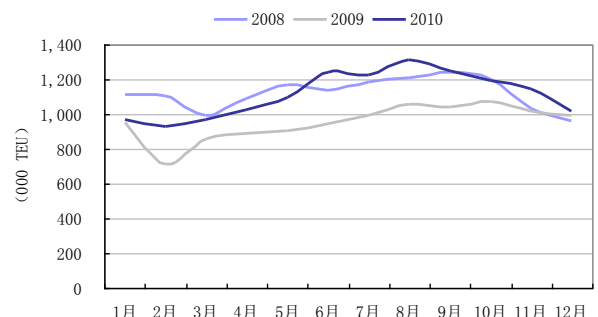
去年8月集运投资者最关心欧债危机，现在最关心今年下半年美国经济复苏对集运市场的影响。对于美线货量中期增长潜力，我们将在“国信集运专题报告四”中讨论，本报告主要阐述对集运供给的结构性分析。

图表 1：亚洲至欧洲航线去程集运货量（2008-2010）



资料来源：ELAA，国信证券经济研究所

图表 2：亚洲至北美航线去程集运货量（2008-2010）

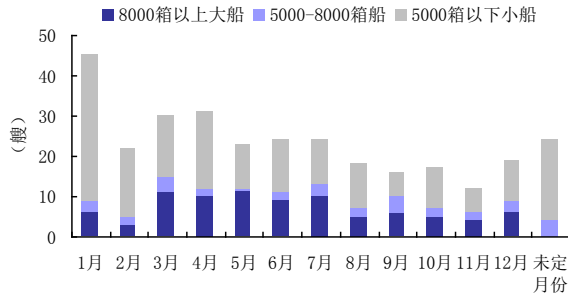


资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

➤ 运力短期供给：大船运力计划于旺季前集中交付

从目前的 2011 年订单交付计划来看，59% 的 8000 箱以上大船将集中于 3 月-7 月投放，符合集运公司在旺季来临前集中投放运力的传统。

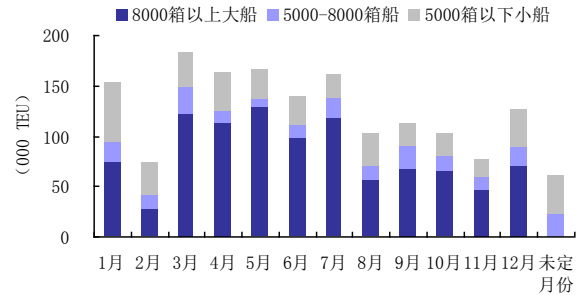
图表 3：2011 年集装箱船订单交付计划



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：订单运力按照船舶数量统计。数据统计日期为 2011 年 1 月。

图表 4：59% 的 8000 箱以上大船计划于 3 月-7 月集中投放



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：订单运力按照船舶舱位统计。数据统计日期为 2011 年 1 月。

➤ 集运短期运价：2 月运价将经历正常的淡季回落，3 月份上行

亚洲-欧美航线载运率的提升，触发 1 月初集运市场的超预期淡季提价。（1）货量小幅超预期；（2）集运公司调减淡季运力投放；（3）提价前运价处于盈亏平衡附近。

由于部分集运公司仍持观望态度，我们判断 1 月份亚洲-欧美航线运价将较为反复。2 月份的春节因素，将使运价经历正常的淡季回落。正月后的美线运价的恢复，将是其年度合同运价谈判的关键。

欧线较美线运价波动幅度更大，随着大船的交付，欧线的旺季提价幅度将可能受到一定抑制。

➤ 对 2011 年全年集运运力供给的结构性判断

1. 全行业的供给增速背后可能隐藏区域集运市场的供给压力

虽然理论上，集运公司可以全球调配运力，但受制于船型经济性及运河通行能力，全球集运市场其实被分割成若干个区域性的集运子市场。集运市场的区域性特征，隐含着区域集运市场的供给压力。

未来两年，远洋航线市场 8000 箱以上的大船订单压力凸显。集运行业最大的风险正来源于，**船舶订单结构与区域市场需求的匹配问题**。

值得庆幸的是，目前远洋航线市场尚有部分小船可被替代挤出。我们认为 **2011 年远洋航线的大船订单压力可以通过船舶大型化被部分消化**。

随着 5000 箱以下的小船从远洋航线上的挤出，区域市场的供给压力可以被逐波传递至全球其他集运市场。我们假设 2011 年亚洲-欧美的航线数量稳定，运力增长主要来源于船舶大型化所导致的有效舱位增加，由此产生欧线舱位利用率下滑的风险。

2. 历史的订单延期比例不能说明未来的延期比例

得益于集运行业船东及船厂的高集中度，过去两年，集装箱船舶订单持续延期调整，集运市场供给压力得到一定缓解。

但过去的高延期比例，反而可能意味着未来延期难度的增大。

我们认为未来两年大船订单的延期弹性将降低。

一方面，未来两年计划交付的 8000 箱以上大船订单中，有相当一部分的订单前期已做过延期调整。该部分大船订单再次延期的可能性较低。

另一方面，前期未经延期调整的订单主要是租船船东的订单。由于谈判更为复杂，且延期动力相对较低，租船船东的订单延期弹性相对较低。

基于以上两点考虑，我们重新调整了集运供给预测模型。根据我们的测算，2011 年全行业有效运力增长 8.6%，其中亚洲-欧美航线运力增长 12.8%-16.4%。

一、远洋航线大船订单压力凸显，船舶大型化加速

集运市场的潜在运力，主要包括：（1）集装箱船订单；（2）闲置运力。

目前，集运市场的闲置运力已通过“加船减速”得到有效消化，集运市场潜在运力压力主要集中于新船订单。

虽然集运公司可以全球调配运力，但受制于船型经济性及运河通行能力，全球集运市场其实被分割成若干个区域性的子市场。而未来两年行业最大的风险正来源于，船舶订单结构与区域市场需求的匹配问题。

未来两年，远洋航线市场 8000 箱以上的大船订单压力凸显。值得庆幸的是，目前远洋航线市场尚有 8% 的船舶是 4000 箱以下的小船。大船的单箱成本优势，将驱动远洋航线上大船对小船的替代。

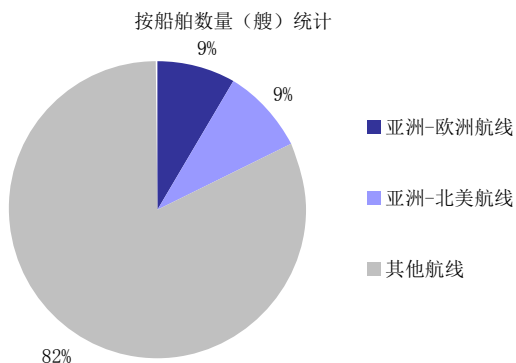
我们认为 2011 年远洋航线的大船订单压力可以通过船舶大型化被部分消化；随着 4000 箱以下的小船从远洋航线上挤出，区域市场的供给压力可以被逐波传递至全球其他集运市场。

2011 年远洋航线运力增长，将主要来源于船舶大型化所导致的有效舱位增加。

1.1 集装箱船全球运力配置——大船集中投放远洋航线

从集装箱船全球的运力配置来看，亚洲至欧美的远洋航线上运营的船舶数量仅占比 18%，但其舱位数量全球占比 44%。

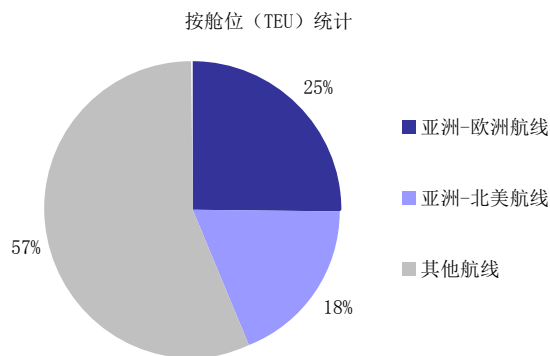
图表 5：亚洲至欧美航线上运营船舶数量全球占比 18%



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

备注：数据统计日期为 2010 年 10 月 1 日。

图表 6：亚洲至欧美航线上投放舱位数量全球占比 44%



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

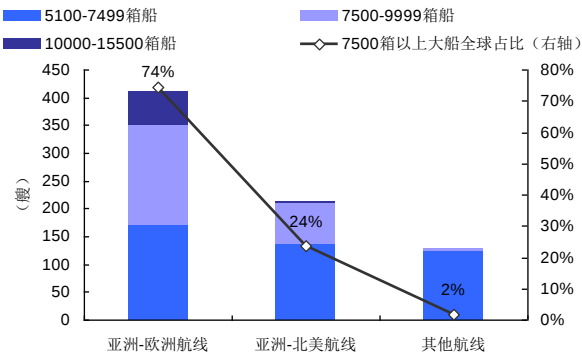
备注：数据统计日期为 2010 年 10 月 1 日。

高密度货流使大船集中投放远洋航线。目前，98% 的 7500 箱以上大船投放于亚洲至欧美航线上运营。2009 年，亚洲至欧美航线完成的集装箱货量，在全球集运贸易量中占比高达 31%。

其中，亚洲-欧洲航线以 5000-10000 箱大船为主力船型（占比 76%），亚洲至北美航线以 4000-7500 箱船型为主力船型（占比 69%）。

美线较欧线船舶较小的原因在于，美国港口的作业模式导致其对大船的接纳能力略弱于欧洲港口。

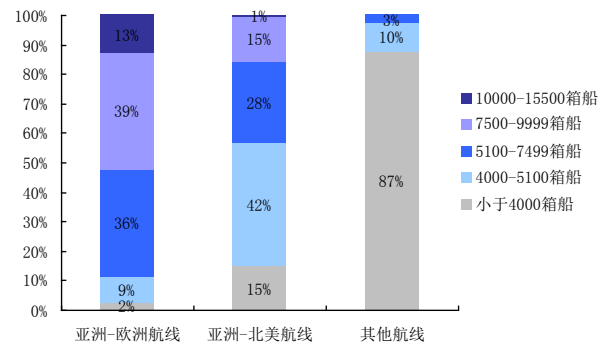
图表 7：98%的大船投放于亚洲至欧美航线上运营



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

备注：数据统计日期为 2010 年 10 月 1 日。

图表 8：亚洲至欧美航线上 7500 箱以上大船占比 34%



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

备注：数据统计日期为 2010 年 10 月 1 日；运力按照船舶数量统计。

1.2 远洋航线大船订单压力凸显

未来两年，远洋航线市场的大船订单压力凸显。计划交付的 8000 箱以上大船，将对亚洲至欧美的远洋集运市场造成较大的供给压力。

➤ 大船只能投放至远洋航线上运营

大型集装箱船舶并不适合短航线的运营，只能投放至远洋航线。

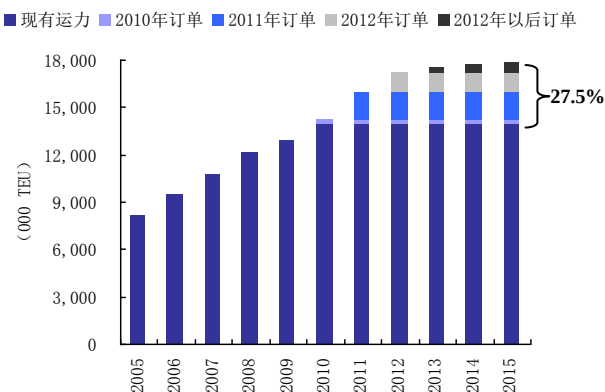
原因在于，短航线货流密度有限。集运公司的班轮运输模式，将可能导致大船在运营短航线时载运率下降，单箱成本优势丧失。

➤ 远洋航线大船订单压力凸显

截止 10 月，集装箱船在手订单中，8000 箱以上的大船订单运力占比 67%，是现有大船运力的 96%。其中，2011 年计划交付的大船订单运力是现有大船运力的 42%。

未来两年计划交付的大船，将对亚欧航线、地中海航线及美西航线等远洋集运市场造成较大的供给压力。

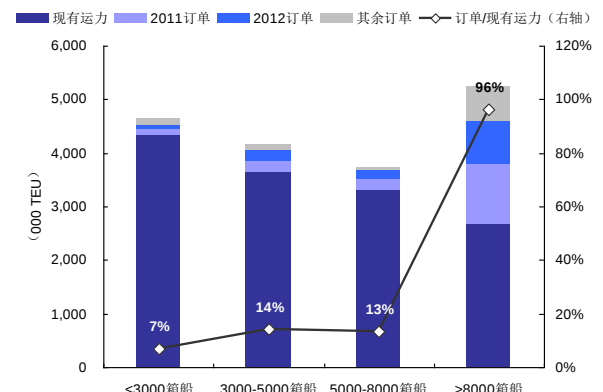
图表 9：集装箱船在手订单占现有运力 27.5%



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：根据 Clarkson 2010 年 10 月集装箱船舶现有运力及订单统计。

图表 10：8000 箱以上大船订单压力凸显



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

1.3 远洋航线尚有小船可被大船替代挤出

目前，远洋航线市场尚有部分小船运力。大船的单箱成本优势，将驱动远洋航线上大船对小船的逐级替代。

我们认为 2011 年远洋航线市场的大船订单压力，可以通过大船对小船的替代挤出，被逐波传递至全球其他集运市场。

2011 年远洋航线运力增长，将主要来源于船舶大型化所导致的有效舱位增加。

➤ 大船具有明显的单箱成本优势

规模效应使大船在远洋航线上具有明显的单箱成本优势。

根据我们的测算，满载时，8000 以上大船的单箱航次成本较 4000 箱以下小船低 27%。正因为如此，集运公司纷纷主动或被动地订造大船，以追求其在远洋航线上的成本优势。

图表 11：大船单箱航次成本较小船低 27%

船舶载运量 (TEU)	3,700	8,402
航速 (节)	18	18
燃油消耗 (吨/日)	69	100
船舶成本 (长期期租, 美元/日)	18,250	48,500
单箱航次成本 (美元/TEU·航次)	1,140	835

资料来源：Clarkson, Drewry, 国信证券经济研究所

备注：表中测算航线选用亚洲-欧洲航线；已考虑船舶减速因素；假设载运率为 100%。

值得注意的是，大船的单箱成本优势与其载运率高度相关。当大船的载运率降至 73% 以下，大船的单箱成本优势将可能丧失。

基于我们对远洋航线供需增速的预测，2011 年远洋航线的平均载运率高于 73%，将是大概率事件。这也意味着，远洋航线上大船相对于小船的单箱成本优势将持续显现。

图表 12：大船的单箱航次成本优势随着载运率的上升越发凸显

航次货量 (TEU)	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000
8402 箱大船载运							
率	36%	48%	60%	71%	83%	95%	100%
3700 箱小船载运							
率	81%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
大船单箱成本优势	66%	54%	23%	3%	-12%	-23%	-27%

资料来源：Clarkson, Drewry, 国信证券经济研究所

备注：大船单箱成本优势=大船单箱航次成本/小船单箱航次成本-1。表中测算航线选用亚洲-欧洲航线；已考虑船舶减速因素。

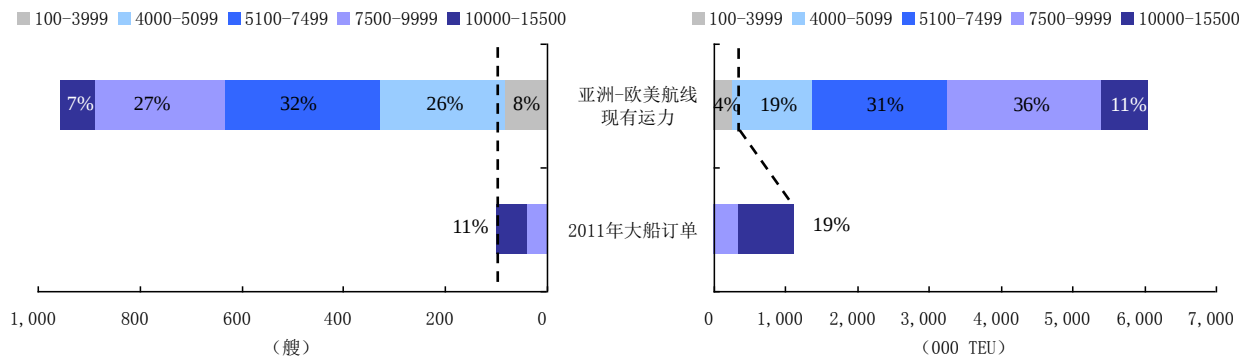
➤ 远洋航线尚有 8% 的小船可被大船替代挤出

未来两年，远洋航线市场大船订单压力凸显。2011 年计划交付的大船订单，是亚洲至欧美远洋航线现有船舶数量的 11%，现有舱位的 19%。

值得庆幸的是，目前亚洲至欧美的远洋航线市场中尚有 8% 的船舶为 4000 箱以下的集装箱小船。大船的单箱成本优势，将驱动远洋航线上大船对小船的逐级替代。

未来两年，远洋航线的船舶大型化将明显加速，特别是亚洲-欧洲航线。2011 年远洋航线运力增长，将主要来源于船舶大型化所导致的有效舱位增加。

图表 13：远洋航线大船替代挤出小船



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

备注：现有运力数据统计日期为 2010 年 10 月 1 日。2011 大船订单是指 2011 年计划交付 7500 箱以上集装箱大船订单，该部分运力将被集中投放于亚洲-欧美航线上运营。

二、订单延期——2011 年大船订单延期弹性降低

集运市场对于潜在运力的消化，主要通过两种方式：（1）订单延期；（2）减速行驶。

得益于集运行业船东及船厂的高集中度，过去两年，集装箱船舶订单持续延期调整，集运市场供给压力得到一定缓解。但历史的高延期比例并不能说明未来的延期比例，反而可能意味着延期难度的增大。

我们认为 2011 年大船订单延期弹性将可能降低。

一方面，2011 年计划交付的 8000 箱以上大船订单中，20% 的订单在过去两年已做过延期调整。该部分大船订单再次延期的可能性较低。

另一方面，2011 年未经延期调整的大船订单中 75% 是租船船东的订单。由于谈判更为复杂，且延期动力相对较低，租船船东的订单延期弹性相对较低。

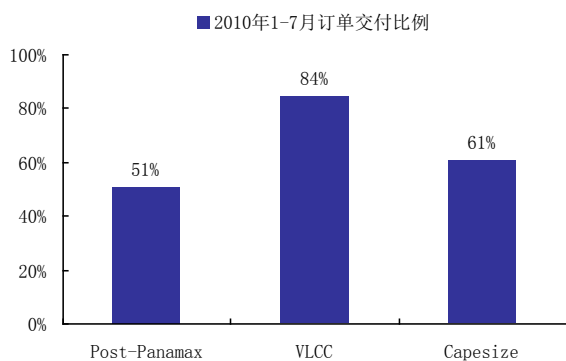
我们对 2011 年大船订单交付比例的中性假设为 73%。

2.1 过去两年高延期弹性源于高行业集中度

从 2010 年 1-7 月的订单交付情况来看，集装箱船的订单交付比例明显低于油轮与干散货船。

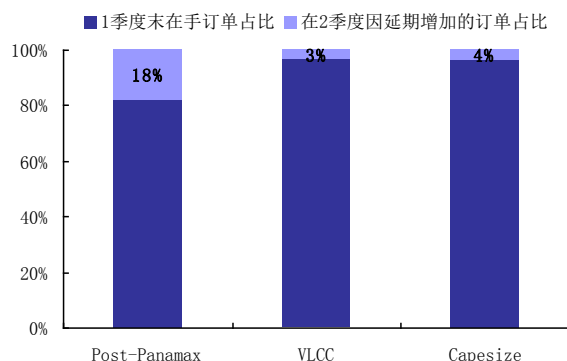
集装箱船较低的订单交付比例，主要得益于持续的订单延期。根据我们自 2010 年初对三大船型订单的持续跟踪，Capesize 与 VLCC 订单的延期调整均在一季度集中完成，只有 Post-Panamax 订单二季度仍在进行大比例延期调整。

图表 14：三大船型订单交付比例（2010 年 1-7 月）



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

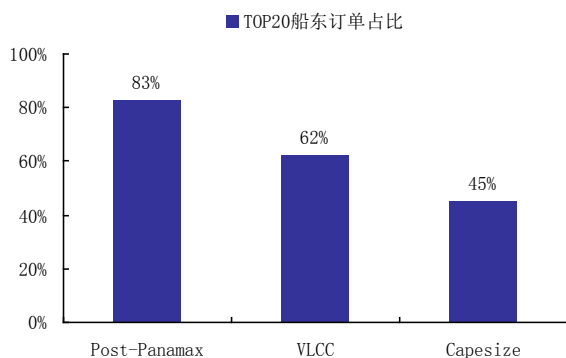
图表 15：三大船型 2010 年下半年订单结构（二季度末）



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

集装箱船订单交付计划更具弹性，我们认为主要原因在于，集运行业船东及船厂的集中度均较高，二者的谈判协商更为通畅。

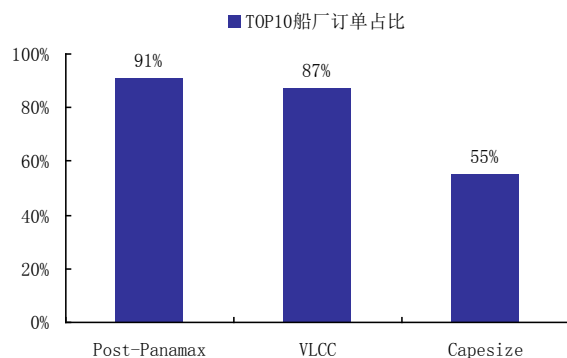
图表 16：集运船东集中度较高



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：根据 Clarkson 2009 年 12 月 31 日三大船型订单统计。

图表 17：集运船厂集中度较高



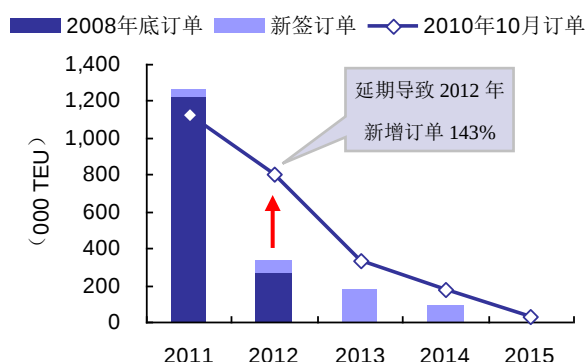
资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

2.2 2011 年 20%的大船订单前期已延期调整

与 8000 箱以下的小船相比，8000 箱以上大船 2010 年后的订单较两年前有较大幅度的增加，即过去两年中有更多的大船进行了延期调整。这也意味着部分大船订单再次延期的难度较大。

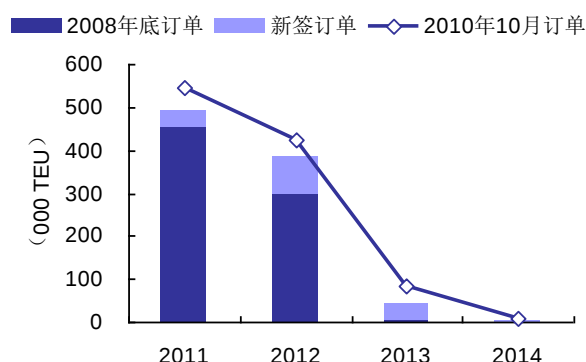
根据我们的测算，2011 年计划交付的 8000 箱以上大船订单中，前期已做过延期调整的订单占比 20%。而对于 2012 年的大船订单，这一数字将达到 60%以上。

图表 18: 8000 箱以上大船订单——集中延期至 2012 年



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

图表 19: 8000 箱以下小船订单——延期比例较低



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

2.3 租船船东订单延期弹性较低

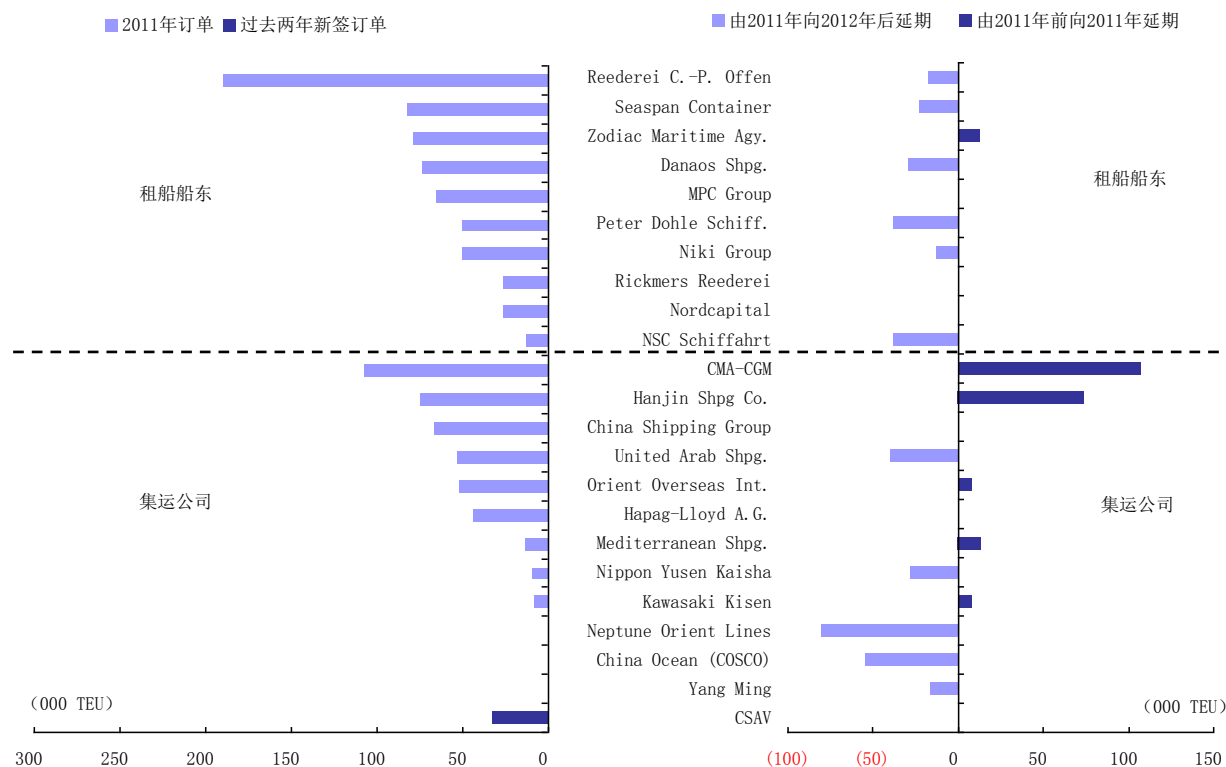
虽然 2011 年计划交付的 8000 箱以上大船订单较两年前几乎没有变化,但事实上,其内部结构已发生较大变化。

一方面,过去两年部分大船订单延期至 2011 年交付。

另一方面,原计划 2011 年交付的订单被延期至 2012 年后交付。

从船东对订单的延期调整幅度来看,过去两年中,租船船东的大船订单延期比例明显低于集运公司。

图表 20: 2011 年 8000 箱以上大船订单分船东延期调整情况



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

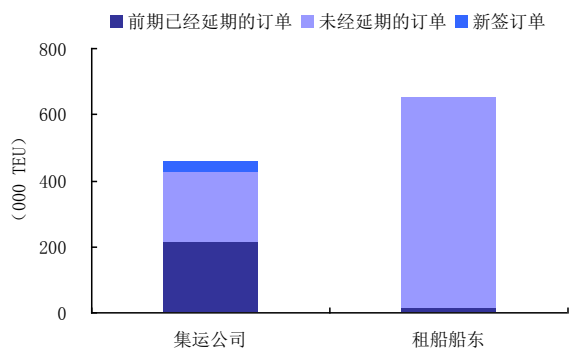
租船船东的大船订单延期弹性较低的原因在于：

1. 租船船东的订单延期谈判更为复杂。租船船东订单延期谈判对象，不仅仅包括船厂，更包括船舶融资银行以及承租订单船舶的集运公司等。
2. 租船船东的大部分订单在下单前均已与集运公司签订长期承租合同，具有法律效力的合同约束条款使租船船东延期动力低于集运公司。

2011 年未经延期调整的大船订单中 75% 是租船船东的订单。

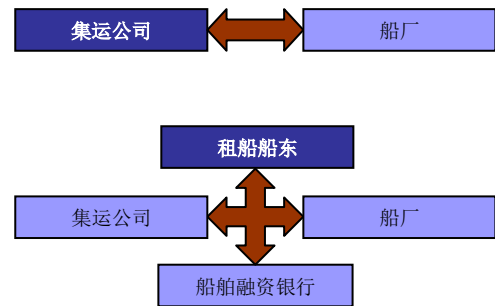
考虑到集运市场已度过寒冬，船东的延期谈判动力较 09 年将有所下降，我们认为租船船东 2011 年的订单延期弹性较低。

图表 21：2011 年 8000 箱以上大船订单延期结构



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

图表 22：租船船东延期谈判较集运公司更为复杂



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

2.4 2011 年大船订单交付比例中性假设 73%

我们对 2011 年 8000 箱以上大船订单交付比例的中性假设为 73%。

主要假设：

1. 8000 箱以上的大船订单仅会被延期交付，订单不会被取消；
2. 前期已经延期的大船订单，2011 年不会再次进行延期调整；
3. 过去两年新签订的大船订单，2011 年会按期交付；
4. 未经延期的大船订单，将有部分订单会进行延期调整，且集运公司延期比例高于租船船东。其中，集运公司的延期比例中性假设为 50%，租船船东的延期比例中性假设为 30%。

图表 23：2011 年大船订单交付测算（中性假设）

2011 年 8000 箱以上大船订单（000 TEU）				
	前期已经延期的订单	未经延期的订单	过去两年新签订单	合计
集运公司	212	215	32	1, 112
租船船东	13	640	—	
2011 年大船订单延期比例假设（中性假设）				
	前期已经延期的订单	未经延期的订单	过去两年新签订单	
集运公司	0%	50%	0%	
租船船东	0%	30%	0%	
2011 年大船运力交付预测（000 TEU）				
	前期已经延期的订单	未经延期的订单	过去两年新签订单	合计
集运公司	212	107	32	813
租船船东	13	448	—	
2011 年大船订单交付比例（中性假设）			73%	

资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

图表 24：2011 年大船订单交付比例敏感性测算

		集运公司未经延期订单的延期比例假设									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
租船船东未经延期订单比例假设	10%	92%	90%	88%	87%	85%	83%	81%	79%	77%	75%
	20%	87%	85%	83%	81%	79%	77%	75%	73%	71%	69%
	30%	81%	79%	77%	75%	73%	71%	69%	67%	65%	63%
	40%	75%	73%	71%	69%	67%	65%	63%	62%	60%	58%
	50%	69%	67%	65%	63%	62%	60%	58%	56%	54%	52%
	60%	64%	62%	60%	58%	56%	54%	52%	50%	48%	46%
	70%	58%	56%	54%	52%	50%	48%	46%	44%	42%	40%
	80%	52%	50%	48%	46%	44%	42%	40%	38%	37%	35%
	90%	46%	44%	42%	40%	39%	37%	35%	33%	31%	29%
	100%	41%	39%	37%	35%	33%	31%	29%	27%	25%	23%

资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：表中百分比表示集运公司与租船船东不同的大船订单延期比例，所对应的 2011 年大船订单交付比例。

三、减速行驶——继续消化远洋航线潜在运力

2010 年集运市场的超预期行情，很大程度上应归功于“减速”在上半年的有效推广。远洋航线的“加船减速”，使集运市场在不增加有效运力供给的情况下有效消化闲置运力，并令集运行业较我们年初预期更早地显现价格弹性。

我们认为未来 1-2 年，远洋航线减速动力仍会延续，减速将可能成为远洋航线的常态。（具体讨论详见我们 10 月 19 日的集运业专题研究系列之二《减速或将成

为远洋航线常态》)

“减速”对集运市场潜在运力的消化有两个阶段:

1. 对闲置运力的消化——于 2010 年上半年基本完成

2010 年上半年,“加船减速”在远洋航线上得到了广泛的推广,并有效的消化了闲置运力。从目前减速的推广程度来看,我们认为存量班轮航线进一步“加船减速”的贡献将较为有限。

2. 对新增大船有效运力的消化——将于 2011-2012 年持续作用

未来减速行驶的效果将主要体现于,对新增船舶有效运力的消化。根据我们的测算,减速行驶可以消化新增 8000 箱以上大船 10%-20%的有效运力。

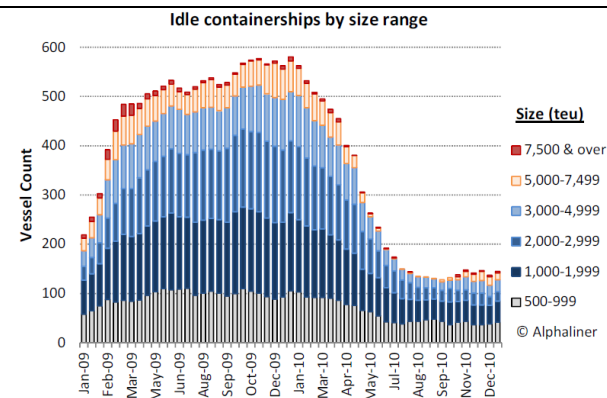
3.1 闲置运力已有效消化,未来对市场冲击有限

2010 年上半年,集运公司的“加船减速”策略在远洋航线上得到了有效推广,并吸收消化了大量的闲置大船运力。

未来闲置运力对集运市场的冲击将较为有限,原因在于:

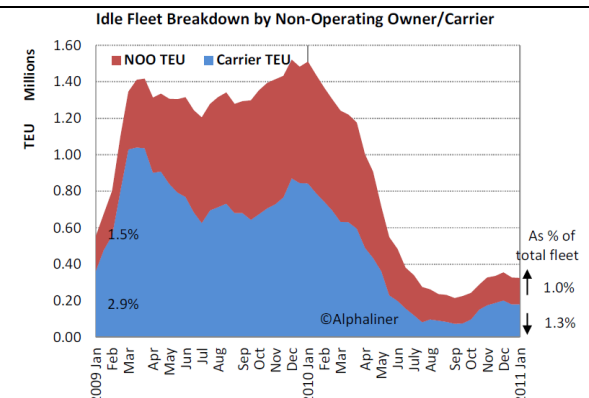
1. 闲置运力中 5000 箱以上的大船已基本复航,闲置的中小型船对主要长航线的冲击非常有限。
2. 集运公司自有闲置运力已大幅降低。在加船减速的过程中,集运公司优先将自有闲置运力重新投入运营;租船公司的闲置运力对于集运市场具有较强的可选性。

图表 25: 集运闲置运力中 5000 箱以上的大船已基本复航



资料来源: Alphaliner, 国信证券经济研究所

图表 26: 集运公司自有闲置运力已大幅降低



资料来源: Alphaliner, 国信证券经济研究所

3.2 减速将消化新增大船 10%-20%的有效运力

从目前集运公司的“减速”推广程度来看,我们认为存量班轮航线进一步“加船减速”的贡献将较为有限。未来减速行驶的效果将主要体现于,对新增船舶有效运力的消化。

根据我们的了解,目前集运公司新开通的班轮远洋航线均严格执行减速策略,甚至为船舶配备了功率更小的主机。现在有些新下水的 13000TEU 集装箱船上安装的是第一代 8000TEU 集装箱船所使用的主机,平均航速从 26 节降至 20 节。

根据测算,减速行驶可以消化新增 8000 箱以上大船 10%-20%的有效运力。

四、集装箱瓶颈仅是旺季自我加强的短期因素

集运市场 2010 年的集装箱紧缺问题，是由于 2009 年集装箱“去库存”与 2010 年“减速行驶”叠加，使集装箱市场出现 9% 的供需缺口，且具有明显的一次性特征。

2011 年集装箱需求将回归集运贸易增长驱动模式，集装箱将不会再成为集运市场的突出瓶颈，更可能成为旺季自我加强的短期因素。

4.1 “减速”+“去库存”使集装箱市场现 9% 的缺口

2010 年旺季的集装箱瓶颈，主要源于供需两方面原因，且具有明显的一次性特征。

1. 需求方面——“减速”降低了集装箱的周转率

集运公司自 2010 年在远洋航线上加强推行“加船减速”，大幅降低了集装箱的周转率，叠加旺季集运需求的恢复，使集装箱的需求量大幅增加。

根据我们的静态匡算，远洋航线加船减速导致集装箱需求量一次性增长约 5%。

2. 供给方面——09 年集装箱市场“去库存”

集装箱制造业 09 年全行业停产；与此同时，集运公司与租箱公司也在 09 年加速淘汰旧箱。在我们看来，集装箱市场 09 年经历了一整年的“去库存”过程。

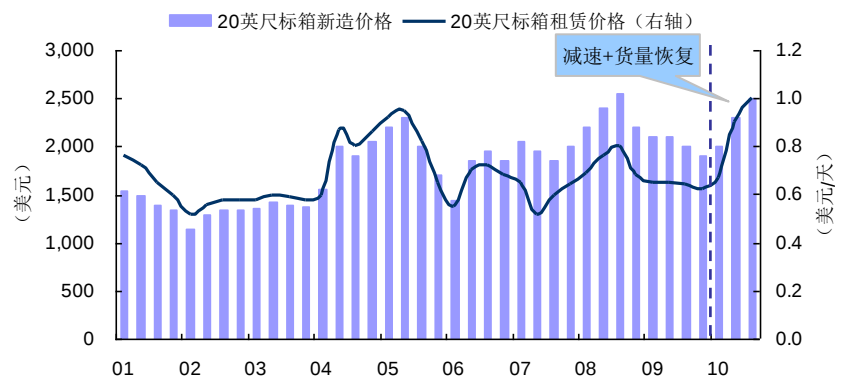
09 年底集装箱保有量较危机前下降 4% 左右。

4.2 2011 年集装箱不会再成为突出瓶颈

目前集装箱制造业的产能已基本恢复，2010 年内应可完成此轮集装箱“补库存”生产，2011 年集装箱需求将回归集运贸易增长驱动模式。

考虑到集装箱制造商提升产能周期较短，我们认为在未来集运贸易增长驱动模式下，集装箱应不会再成为集运市场的突出瓶颈，更可能成为旺季自我加强的短期因素。

图表 27：集装箱紧缺导致箱价创新高（2001-2010）



资料来源：CI，国信证券经济研究所

五、2011 年欧美航线供给增速略超全行业

根据我们的测算，2011 年全行业有效运力增长 8.6%，其中亚洲-欧美航线运力增长 12.8%-16.4%，略超全行业整体运力增长水平。

5.1 2011 年全行业有效运力增长 8.6%

我们假设未来两年订单延期弹性逐年降低；随着集运市场的回暖，运力拆解速度有所下降。

根据我们的测算，2011-2012 年全行业有效运力增长为 8.6%与 8.0%。

图表 28：2011 全行业有效运力增长 8.6%

	2009	2010	2011E	2012E
年初计划交付订单（000 TEU）	1,854	2,236	1,620	1,579
实际交付比例	61%	60%	75%	85%
运力拆解（000 TEU）	376	126	100	100
年底运力（000 TEU）	12,896	14,117	15,232	16,474
年底运力增速	6.1%	9.5%	7.9%	8.2%
有效运力增速	9.2%	7.8%	8.6%	8.0%

资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：有效运力=期初运力+当期新增运力/2。由于远洋航线的加船减速，2010 年的有效运力增速将低于表中测算值，对 2011 年影响甚微。

5.2 2011 年亚洲-欧美航线运力增长 12.8%-16.4%

我们假设 2011 年亚洲-欧美的航线数量稳定，运力增长主要来源于船舶大型化，即新交付大船逐级替代挤出小船，所导致的有效舱位增加。根据我们的测算，2011 年亚洲-欧美航线的有效运力增速为 13.2%。

考虑到远洋市场实际情况将可能影响船舶替代挤出速度，如果 2011 年仅有 70% 的新交付大船可以替代挤出小船，即亚洲-欧美航线新增 4 条航线，则 2011 年亚洲-欧美航线的有效运力增速将达到 16.8%。

因此，我们预测 2011 年亚洲-欧美航线的有效运力增速为 12.8%-16.4%。由于欧美港口对大船的接纳能力差异，欧线运力增长将可能高于美线。

图表 29：2011 年 5000 箱以上新船投放假设

	目前船舶配置		2011 年新船投放假设	
	7500 箱以上大船	5100-7499 箱船	8000 箱以上大船	5000-8000 箱船
亚洲-欧洲市场	74%	39%	75%	30%
亚洲-北美市场	24%	32%	22%	30%
其他航线市场	2%	29%	3%	40%

资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价		EPS		P/E		P/B	评级
		2011-1-14	2009	2010E	2011E	2010E	2011E		
中国远洋	600019	9.87	-0.74	0.65	0.53	16.18	18.62	2.15	谨慎推荐
中海集运	601866	4.62	-0.56	0.34	0.31	13.59	14.90	1.90	谨慎推荐

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
吴土金	0755-82130833-1332	刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
余爱斌	0755-82133400	李 君	021-60933156	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646	左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147
吴美玉	010-66026319	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
		黄 磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				李遵庆	0755-82133055
新兴产业		研究支持		指数与产品设计	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁 剑	0755-82139918	阳 瑾	0755-82133538
		余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓 岳	0755- 82150533
投资基金		量化投资		交易策略	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李 腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑 云	021-60875163		
		毛 甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	