

旺季运价提升在即，行业机会显现

—— 集运行业深度研究报告之一



研究结论

短期内，班轮公司7月份的集体提价将提振大家信心。马士基、达飞、中远、中海、以星等诸多班轮公司陆续表示要在7月初进行幅度不等的运价提升。目前，欧线运价在850美元/TEU上下，低于1200美元/TEU的成本。

- 供给端看，下半年“大船”运力投放趋缓，根据 Alphaliner 的统计，今年前5月VLCS交付量为45万TEU，占全年的54%，而7月份开始月度平均交付量仅在5万TEU，运力交付趋缓。
- 撤销航线缩减运力重启。上半年，欧线主动撤销的有，PIL与万海一条合作航线、CKYH的一条航线，这两条航线有效运力占欧线整体运力的3%。从船东在欧线撤销航线的动作显示出，欧线市场从价格战或从追求市场份额的开始逐渐转向盈利为目标。
- 旺季来临，货量将出现季节性回升，提升整体装载率。据德鲁里统计，与上半年集装箱需求相比，历史上三季度旺季货量将出现环比10%左右的增量。而今年旺季运力环比增量不大，整体装载率将有效提升。

中长期，能够有效降低成本并且切实提高客户满意度，是集运行业未来真正的赢家。船舶大型化之后，单箱成本有效降低，而行业所能提供的产品差异化并不大，虽然在部分航线中均存在垄断现象，但竞争依然还是主流。以马士基为首的大型班轮公司，2013年在建的超大型集装箱船交付后，为争夺货源而的价格方面竞争难以避免，成本较高的中小班轮公司将越发难以在亚欧等主干航线中继续生存。

相关公司：关注中海集运（未评级）。旺季开始，预期集运运价将很可能在一段时间内均处于上行区间，中海集运现在估值水平较低，建议关注。

风险：运价提升并未能有效实施、全球经济下滑



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A股

行业

交通运输

报告日期

2011年6月27日

行业表现



评价周期

1个月

3个月

12个月

绝对表现

-8.6

-26.5

-5.6

相对表现

-7.8

-16.8

-12.8

资料来源：WIND

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

集运行业简要介绍	5
垄断竞争的市场竞争格局	5
产业链长	6
供给：下半年大船运力投放趋缓	7
下半场“大船”投放开始趋缓	8
欧线/美线运力增速判断	10
经济航速（ESS）依然会保持	14
闲置运力有望低位反弹	16
船舶拆解	17
需求、装载率与运价	18
需求：并不那么差	18
装载率：下半年上升是大概率事件	21
运价：装载率提升下运价提升周期开启	22
相关公司	错误！未定义书签。

图表目录

图 1 集运行业集中度高，前 20 市场占有率 83%（今年 6 月数据，控制运力口径）	5
图 2 亚洲-欧洲/地中海航线各公司和联盟市占率（2011 年 6 月数据，有效仓位口径）	6
图 3 亚洲-美洲航线各公司和联盟市占率（2011 年 6 月数据，有效仓位口径）	6
图 4 过去 10 年集运船队单船有效舱位大幅提升	7
图 5 超 7500TEU 的超大型集装箱船（VLCS）占整体运力之比接近 1/4	7
图 6 超 7500TEU 的 VLCS 在不同航线的分布情况	8
图 7 2011 年 VLCS 月度运力投放量	9
图 8 11-13 年的运力交付依然严峻	9
图 9 预测大船投放结构	10
图 10 欧线与地中海线的运力配置结构	10
图 11 欧线各航线每周名义有效仓位	11
图 12 欧地线整体运力投放预测表	12
图 13 远东-欧洲/地中海航线每周运力投放	12
图 14 美线运力配置（TEU）	13
图 15 各预期下的美线现有运力（TEU）	13
图 16 远东-美东/美西航线每周运力投放	14
图 17 远东-北欧航线中采用 ESS 的比例	14
图 18 欧线主流航线航行时间占比	15
图 19 ESS 经济性测算（欧线 ESS 有必要，美东长航线适合 ESS）	16
图 20 当前闲置运力占比约为 1.9%	16
图 21 当前闲置运力占比约为 1.9%	17
图 22 美线集装箱出口拆分	18
图 23 欧美信心指数	19
图 24 欧美工业与消费	20
图 25 中国进出口总额及其增速	20
图 26 中国分货类进口增速	21
图 27 欧线与美线月度货量	21
图 28 各季度集装箱需求占比	22
图 29 欧线/美线集装箱运输需求与测算装载率	22
图 30 历史经验表明，从第 26 周开始，出口集装箱运价指数加速上升。	23
图 31 旺季运价指数变化的历史经验	23
图 32 上海出口集装箱运价指数	24
图 33 上海出口集装箱运价指数：欧地线与美线	24
图 34 上海出口集装箱运价指数：亚洲线	25

表 1 集运供给层面整体判断	17
表 2 6 月份 IMF 对于世界宏观经济的判断	18
表 3 中海集运盈利预测一致预期	25

集运行业简要介绍

我们特别关注垄断与庞大的产业链格局，主要是在于其能够在行业供需层面之外，对运价产生非常深远和严重的影响，如 2010 年集体运力控制、2010 年下半年的集装箱缺少等多重问题。这些问题在干散货和油运业中，是截然不同的。

垄断竞争的市场竞争格局

集运业是寡头垄断，运力排名前 20 的企业，市场占有率高达 83%。

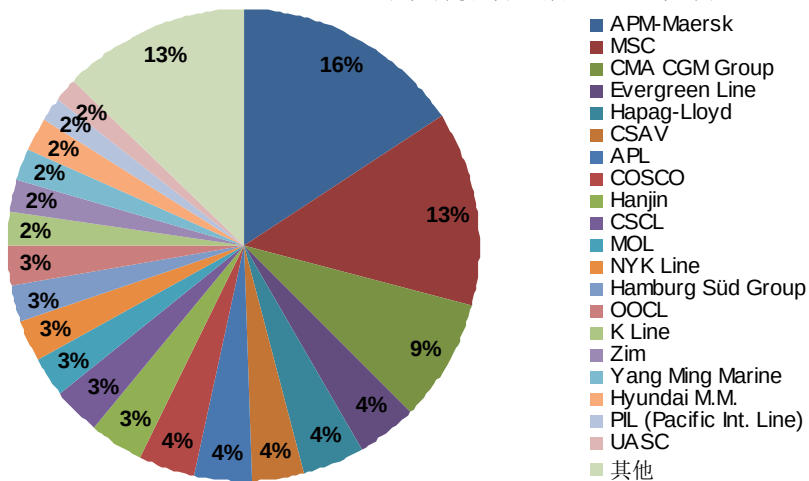
截止 2011 年 6 月份，包括自有与租入运力在内，排名前 20 的班轮公司市场占有率超过 83.1%，与 2009 年在 79% 左右相比，又上升 4 个百分点。

其中，欧系班轮公司的市场份额较大，丹麦马士基、地中海航运 (MSC)、法国达飞轮船 (CMA CGM) 三家合计市场占有率超过 35%，若再加上两家德国的赫罗伯特 (Hapag-Lloyd) 与汉堡南方 (Hamburg Sud)，整个欧系班轮公司的市场占有率为 44%。

在欧系三大班轮公司之外，集运业内还形成了以亚太大型班轮公司为主三大联盟，分别是 **CKYH**、**伟大联盟**和**新世纪联盟**。其中，CKYH 包括中远集运 (Cosco)、日本川崎汽船 (K-Line)、中国台湾阳明海运 (Yang Ming)、韩国韩进海运 (Hanjin)、伟大联盟包括赫伯罗特 (Hapag-Lloyd)、日本邮船 (NYK)、香港东方海外 (OOCL)；新世纪联盟则包括：韩国现代商船 (HyundaiMM)、商船三井 (MOL)、总统轮船 (APL)。其他如中海集运、台湾长荣海运均为独立集运公司。

图 1 集运行业集中度高，前 20 市场占有率 83%（今年 6 月数据，控制运力口径）

主流船公司市场份额（截止2011年6月）



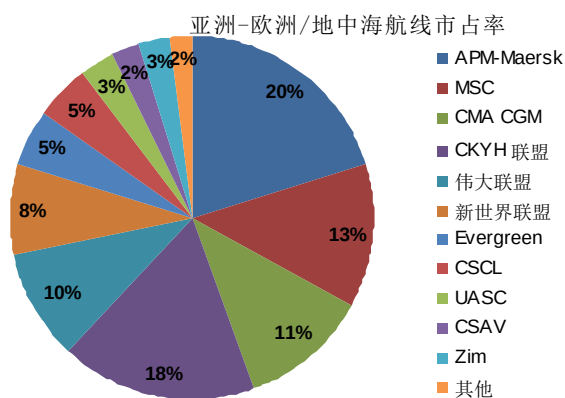
欧系三大班轮公司加上三大联盟，整体市场占有率高达 68%。

资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

具体航线中，寡头垄断局面更为明显

分航线看，在远东-欧洲/地中海航线，欧洲三强（马士基、地中海、达飞）的整体市场占有率为 46%，三大联盟合计为 35%，其他班轮则为 19%。

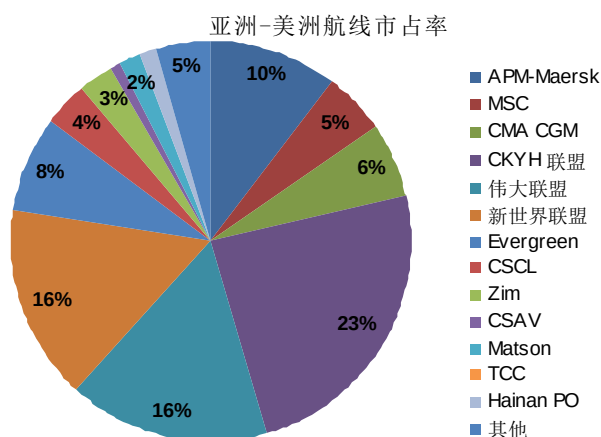
图 2 亚洲-欧洲/地中海航线各公司和联盟市占率（2011 年 6 月数据，有效仓位口径）



资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

另一条核心航线亚洲-北美航线中，欧洲三大班轮公司的市场占有率 21%，三大联盟的整体市场占有率则高达 54%，剩余如长荣、中海集运等的市场占有率为 26%。

图 3 亚洲-美洲航线各公司和联盟市占率（2011 年 6 月数据，有效仓位口径）



资料来源：东方证券研究所整理

产业链长

集运拥有负责和相对较长的产业链，具体涉及到船舶制造、集装箱船舶租赁企业、航运金融企业、班轮、货代等出口服务企业、集装箱港口、**集装箱制造、集装箱租赁**等。其中的每个环节均存在复杂的供需和限制因素等。

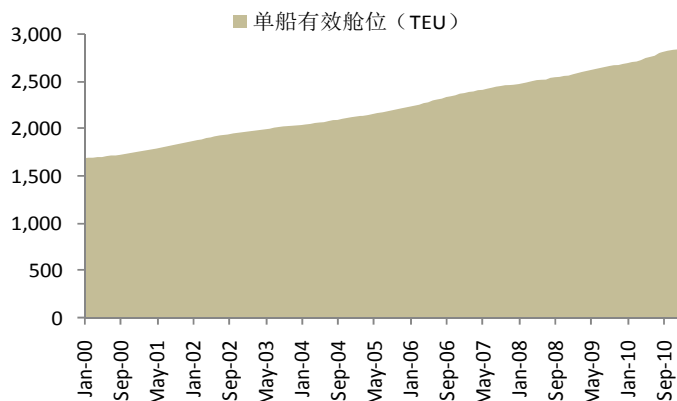
本次报告我们重点关注集运供给端的变化，以及对今明两年运价的判断，而其他诸如长期需求、集装箱供给等环节，我们将会在今后的系列报告中逐一进行深度解析。

供给：下半年大船运力投放趋缓

VLCS (Very Large Container Ship) 指有效仓位超过 7,500TEU 的超巴拿马型集装箱船。

“船舶大型化”是集运行业 10 年来非常重要且确定的大趋势。过去 10 年，亚欧/泛太平洋等干线集装箱货量增长超过 1.5 倍，各集装箱港口接卸靠泊能力提升、大型船舶建造技术等多重推动下，集运船队开始走向大型化。根据 Clarkson 的统计，2000 年初，世界集装箱船队的平均单船舱位仅为 1700TEU，到 2010 年底，已经大幅增长到 2830TEU，提升了近 60%。

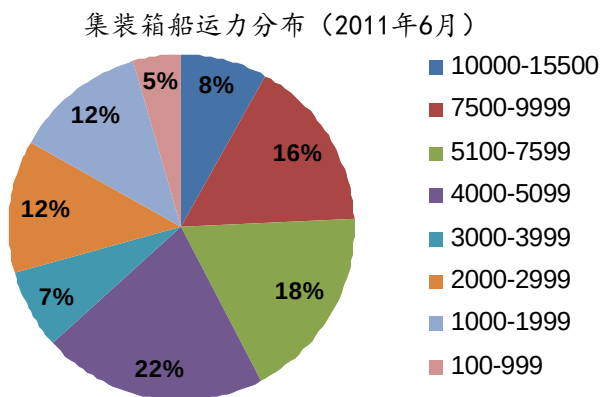
图 4 过去 10 年集运船队单船有效舱位大幅提升



资料来源：Clarkson、东方证券研究所整理

目前，超 7500TEU 的超大型集装箱船 (VLCS) 占全球运力之比接近 1/4。根据 Alphaliner 的数据，在所有的现役集装箱船，超 10000TEU 型船占有运力的 8%、7500~9999TEU 级的占 16%、5100~7599TEU 级的占 18%、4000~5099TEU 级占 22%，小于 4000TEU 的支线集装箱船占 36%。

图 5 超 7500TEU 的超大型集装箱船 (VLCS) 占整体运力之比接近 1/4



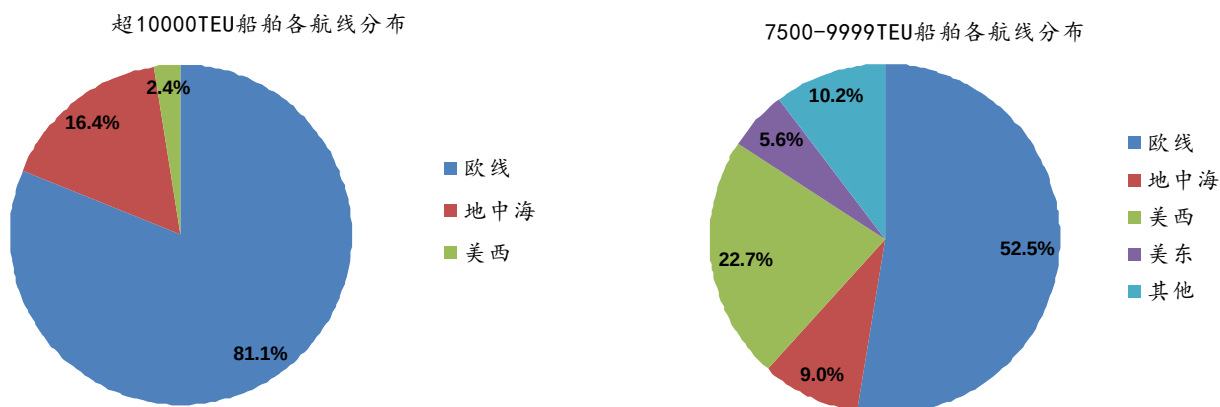
资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

VLCS 主要投放在远东-欧洲 (欧线)、远东-地中海 (地线)、远东-美东 (美东)、远东-美西 (美西)、远东-中东 (中东线) 等航线，主要是因为干线货量充足，大型集装箱船体现较好的经济性。

根据 Alphaliner 6 月初的数据，在超 10000TEU 集装箱船中，**共有 80 条总计 99.7 万 TEU** 分布在欧线，其整个船队的 81.1%、分布在地中海航线有 15 条，合计运力 20.2 万 TEU，占比为 16.4%、分布在泛太平洋航线仅 3 条（钟摆航线拆分所得），合计运力为 3 万 TEU，占比 2.4%。

在 7500~9999TEU 级别的集装箱船队中，欧线依然占据大部分运力，共有 144 条总计 126.5 万 TEU，占整体船队的 52.5%、分布在地中海航线有 25 条，合计运力 21.6 万 TEU，占比为 9%；美西与美东航线的占比分别为 22.7% 与 5.6%、其他包括远东-中东/红海、以及南美相关的航线占比为 10.7%。

图 6 超 7500TEU 的 VLCS 在不同航线的分布情况

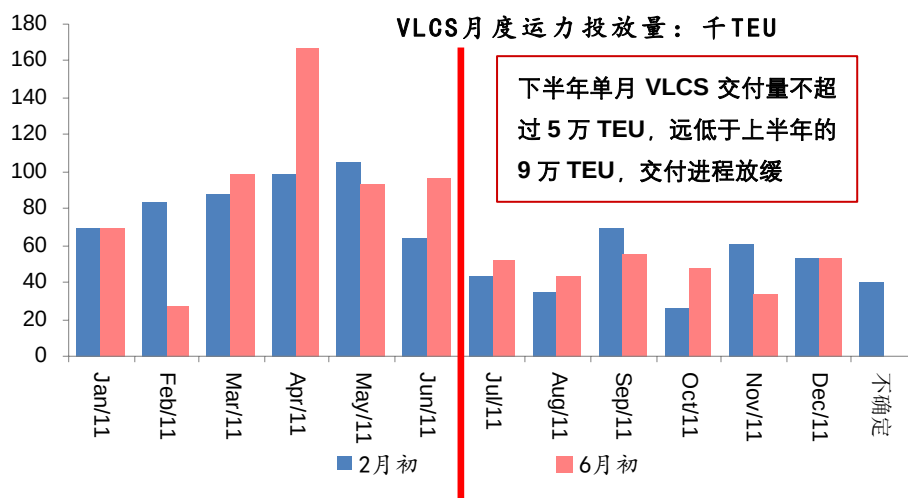


资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

下半场“大船”投放开始趋缓

2011 年开始，供给端整体出现的巨大变化就是不断有超过 7500TEU 的 VLCS 投放到市场中，无论是 09 年前的订单还是 09 年新签的订单。

前 5 月,VLCS 整体交付符合年初预期,7 月开始交付量逐步减少。根据 Alphaliner 的月度统计的运力实际交付和交付计划，前 5 个月 VLCS 共交付 41 条，合计运力 45.52 万 TEU，占全年整体预测交付运力的 54%。其中 4 月单月交付 16.7 万 TEU，主要由于 2 月与 3 月订单小幅延迟所导致。今年 7 月份到年底，单月 VLCS 交付量不超过 5 万 TEU，远低于上半年的 9 万 TEU，交付进程放缓。

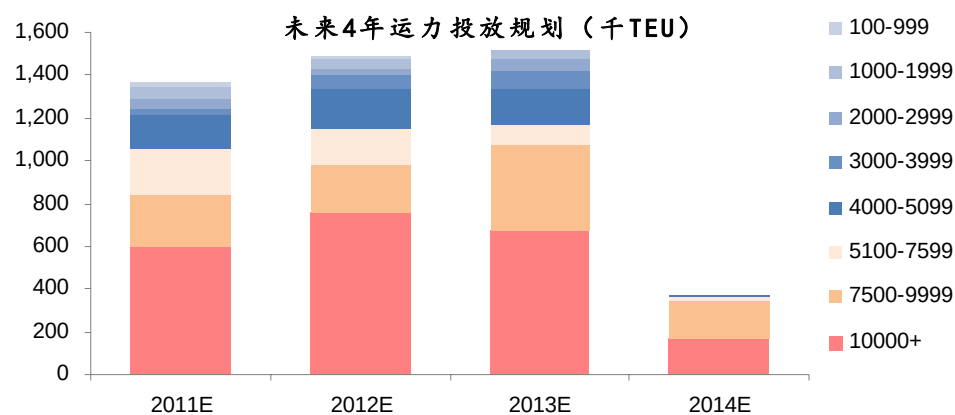
图 7 2011 年 VLCS 月度运力投放量


资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

未来三年运力交付

根据 Alphaliner 的统计，从 2011 年到 2014 年，集装箱船订单总交付量预计为 473.9 万 TEU，占 2011 年年初运力的 33%。其中，2011 年交付量 136 万 TEU，占 11 年初运力的 9.5%，2012 年交付量在 148 万 TEU 左右，**约占 2011 年末运力的 9.5%**。按照现有订单计算（暂不考虑最近大幅出现的新增订单），2013 年交付量在 150 万 TEU 左右，**占 2012 年末运力的 8.9%**。在整体的集装箱船舶订单中，VLCS 占比超过 65%。

未来三年，集装箱船的整体订单交付量将达 136、149、150 万 TEU，占当年初运力的 9.5%、9.5%、8.9%。

图 8 11-13 年的运力交付依然严峻


资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

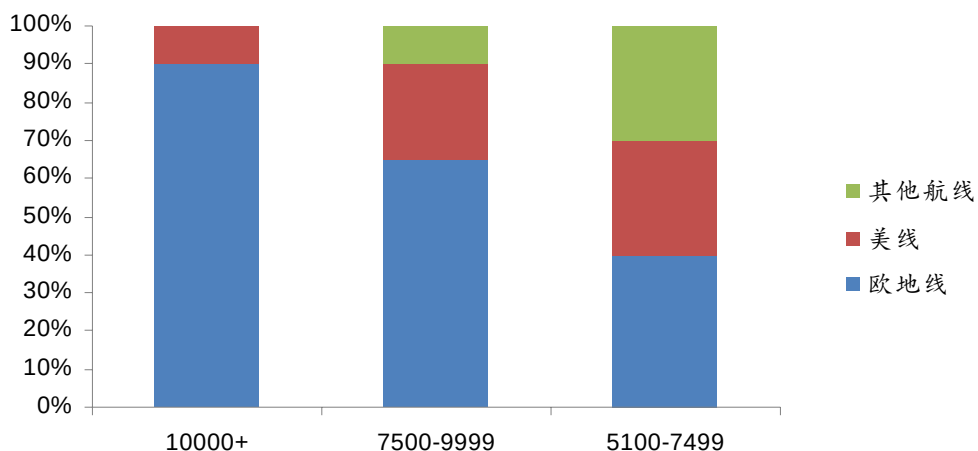
大幅改善的经营环境并不支持船东大规模推迟和取消订单。2009 年出现的订单延迟交付和部分订单的取消，是在班轮公司和船东盈利和财务能力大幅恶化的背景下，而从 2010 年集运行业超预期大幅复苏，运价达到历史高点，各班轮公司均获得了非常好的盈利，其财务状况大幅改善。因此，班轮公司并不太可能延迟交付或者取消在过去几年中已经延迟交付过的订单；另一方面，现有订单

中，约 20% 是班轮公司和 NOO 在 2009 年之后下的，整体延迟交付概率并不高。因此，我们合理假设现有订单交付率为 90%。

欧线/美线运力增速判断

根据现有船舶以及订单结构，假设超 10000TEU 集装箱船 90% 投放在欧地线，10% 投放在美西钟摆航线；7500-9999TEU 船舶中 65% 将投放到欧线，25% 投放到美线，剩余 10% 投放到其他航线；5100~7499TEU 船舶中预计 40% 投放到欧地线，30% 投放到美线，剩余 30% 投放到其他航线中。

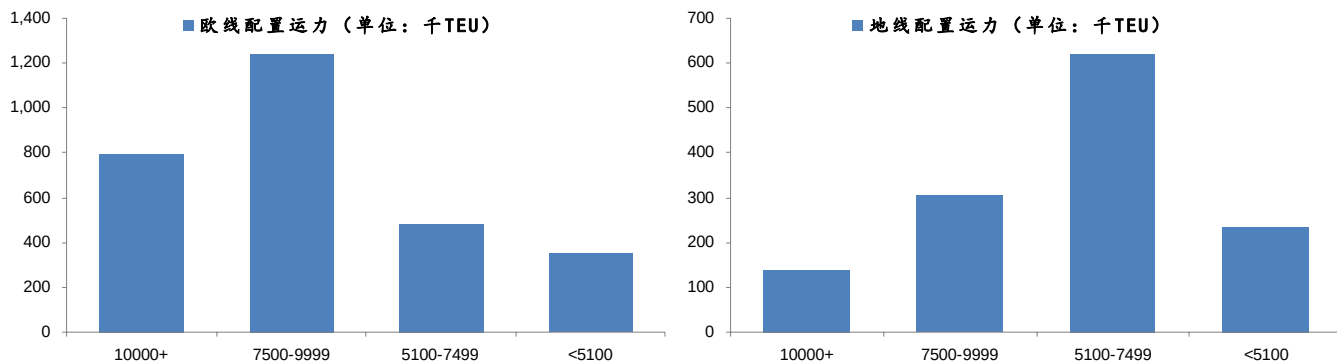
图 9 预测大船投放结构



资料来源：东方证券研究所整理

根据我们对各航线船舶现有运力的统计，欧线主要以超 7500TEU 的 VLCS 船为主，占所运力之比超过 70%；地线中则以 5100~9999TEU 的船舶为主。

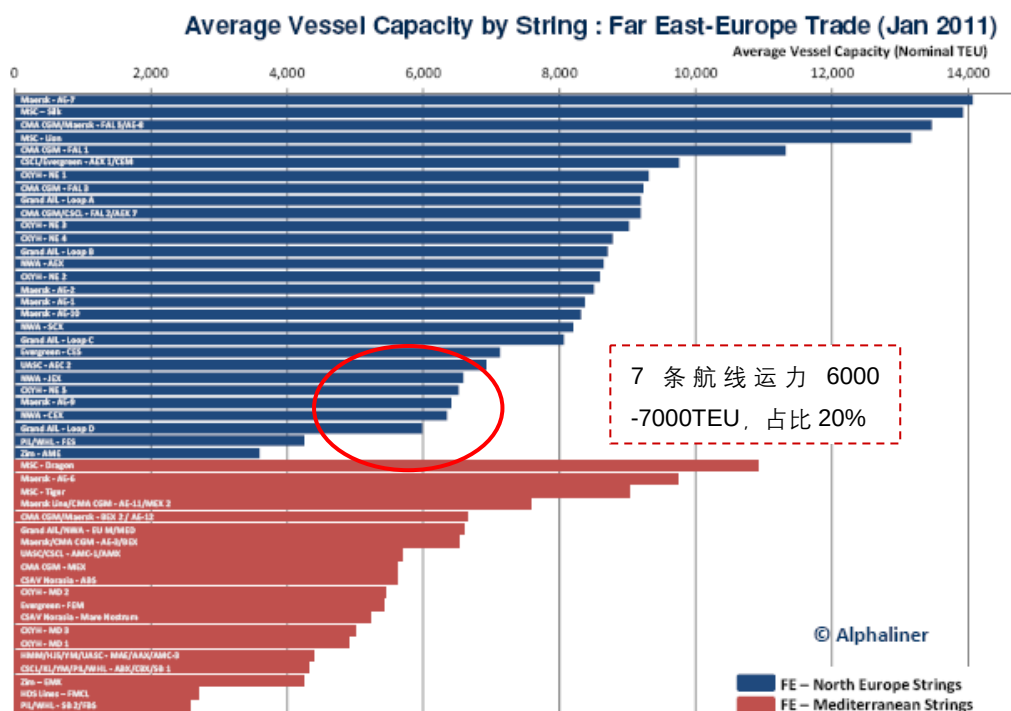
图 10 欧线与地中海线的运力配置结构



资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

大船“逐阶迭代替换”小船。在 10000+TEU 的 VLCS 投放后，班轮公司将原有航线进行升级，用“大船”替换“小船”；替换下来的小船则投放到其他周舱位更小的航线中替换更小的船舶，以此类推。

图 11 欧线各航线每周名义有效仓位

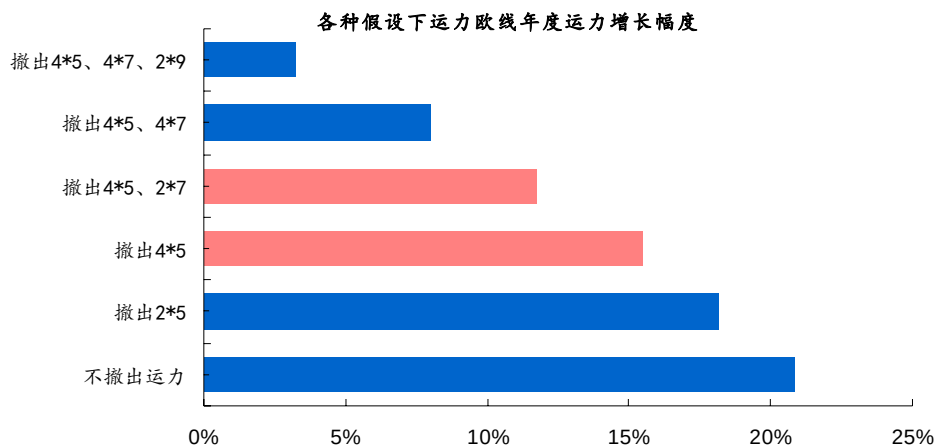


资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

按照我们之前对各船型的运力投放计划，假设航速保持现在水平，以及船舶净增量为 76 条船舶，总计增加 8 条新航线左右，周舱位投放量 11 年相比年初将新增 8.86 万 TEU。

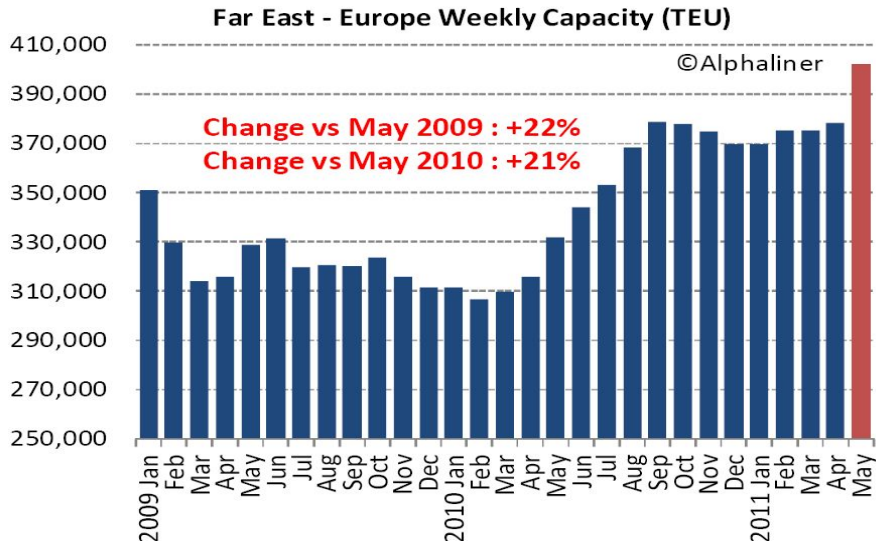
- **悲观预期下**，欧洲/地中海线不撤出小船，**航线将净增长 8 条**，周舱位投放量按增长 23%。若欧/地线撤出 2 条 5000TEU 的航线，则周投放舱位增长 20.5%；若撤出 4 个 5000TEU 的航线，则周运力投放增长 17.9%；
- **中性预期下**，若欧/地线在撤出 4 条 5000TEU 航线的基础上、再撤 2 条 7000TEU 航线，则周舱位投放按年计算净增长 14.1%；若再撤出 2 条 7000TEU 的航线，则周舱位投放量仅增长 10%。
- **乐观预期下**，欧地线撤出 10 条航线，周舱位投放量将增加 6.4%左右。

我们预计，2011 年欧地线运力增长约在 10%~14%左右。

图 12 欧地线整体运力投放预测表


资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

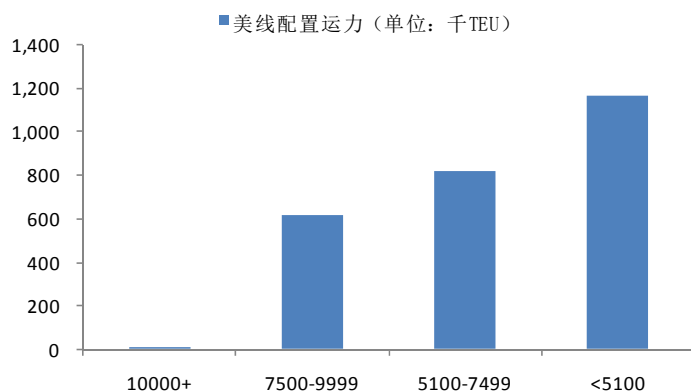
根据 Alphaliner 公布的月度有效运力看，5 月份同比去年同期增长了 21%，如果与年初相比，则增加了 11% 左右。

图 13 远东-欧洲/地中海航线每周运力投放


资料来源：Alphaliner，东方证券研究所整理

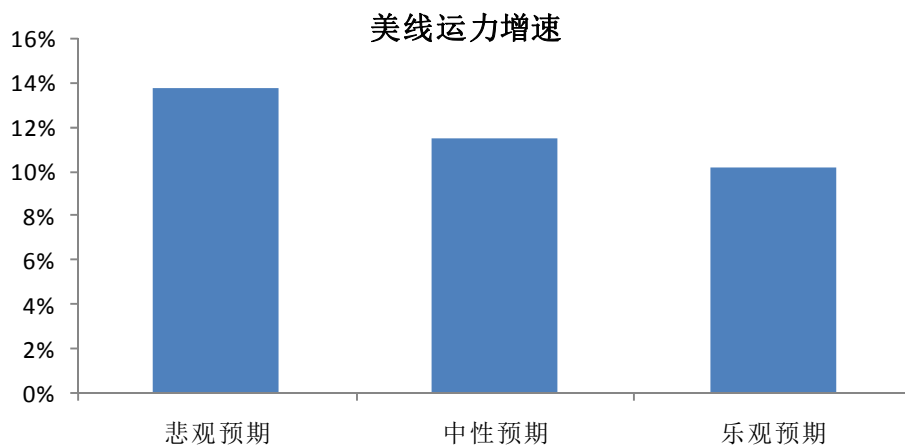
泛太平洋航线主要包括美西和美东航线，其中，美西航线为跨太平洋，而美东则有两种航行方式，5000TEU 以下的船舶，东行过巴拿马运河（最大通行 5100TEU 的船舶），然后到达美东港口；5000TEU 以上的船舶，则西行绕过好望角或者穿过苏伊士运河抵达美东，两者航行距离相差不多。

在现有美线中，超过 5000TEU 的船舶主要分布在美西、以及走苏伊士运河的美东航线，小于 5000TEU 的小船则分布于美东（巴拿马运河）、和美西快线上。

图 14 美线运力配置 (TEU)


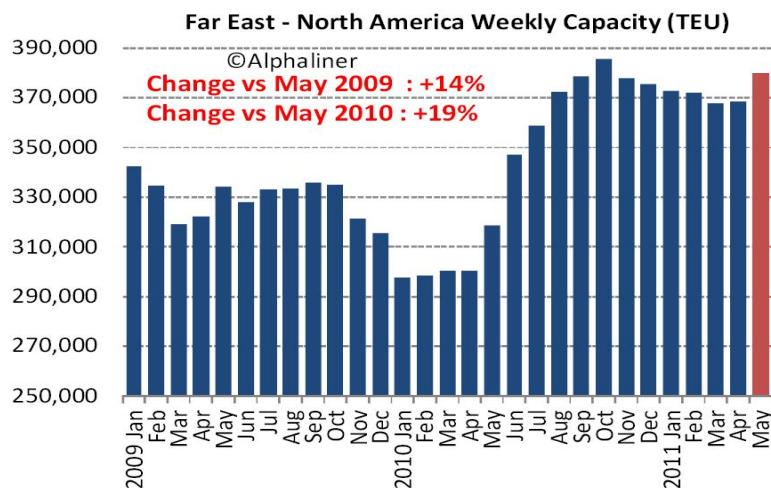
资料来源: Alphaliner、东方证券研究所整理

根据之前分析逻辑，在中性假设下，欧洲/地中海线撤出 4 条 5000TEU 的运力，其中 70%投放到美线，再加上 11 年新交付订单的预计，我们预计美东、美西航线运力增长将会在 11%左右，与欧线相比，运力投放相对温和。

图 15 各预期下的美线现有运力 (TEU)


资料来源: Alphaliner、东方证券研究所整理

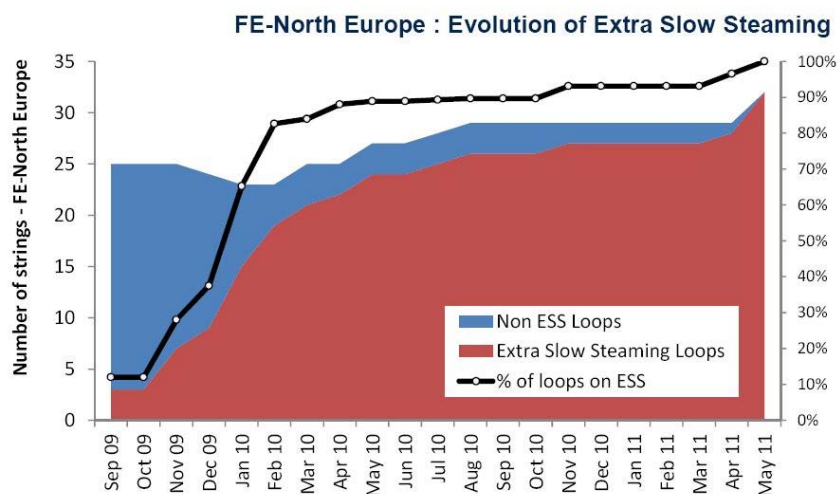
根据 Alphaliner 公布的月度有效运力看，5 月份同比去年同期增长了 19%，如果与年初相比，则增加了 2%左右。

图 16 远东-美东/美西航线每周运力投放


资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

经济航速（ESS）依然会保持

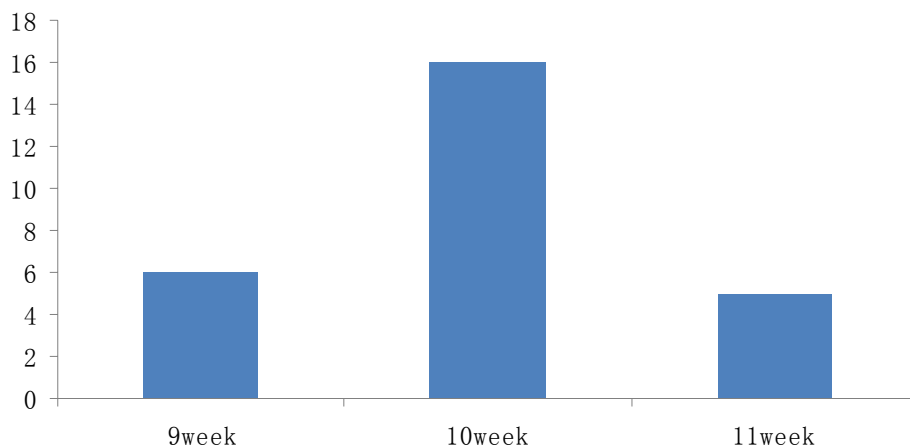
经济航速已经普及。远东-欧洲航线中已超过 95%采用经济航速；远东-地中海航线也超过了 70%；鉴于美西航线行距上面的原因，远东-美西航线采用经济航速仅为 50%，而运距稍远的美东航线采用 ESS 的比例为 70%。

图 17 远东-北欧航线中采用 ESS 的比例


资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

10 周成为主流。现有亚太-欧洲/地中海方向的主流航线中，超过 60% 以上的航线运行时间为 10 周，而 11 周的占比仅为 10%，

图 18 欧线主流航线航行时间占比



资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

我们认为，经济航速在未来几年中都将保持。

ESS 是班轮公司为了应对供给过剩与需求不足而采用的，经过一年左右的大规模实施，其吸收运力提升运价和降低成本的效果非常明显，班轮公司得益较多，未来执行的意愿较大。马士基的高管在前期表示，班轮公司采取 ESS 是三赢（Win-Win-Win）的局面。

除非未来集运需求非常良好，减船加速所带来的收益能够完全 Cover 增加的燃油成本，对于班轮公司而言，才是真正有意义的。考虑到现在燃油价格高企，以及 11-12 年间大船运力投放，班轮公司实施减船加速的可能性很小的

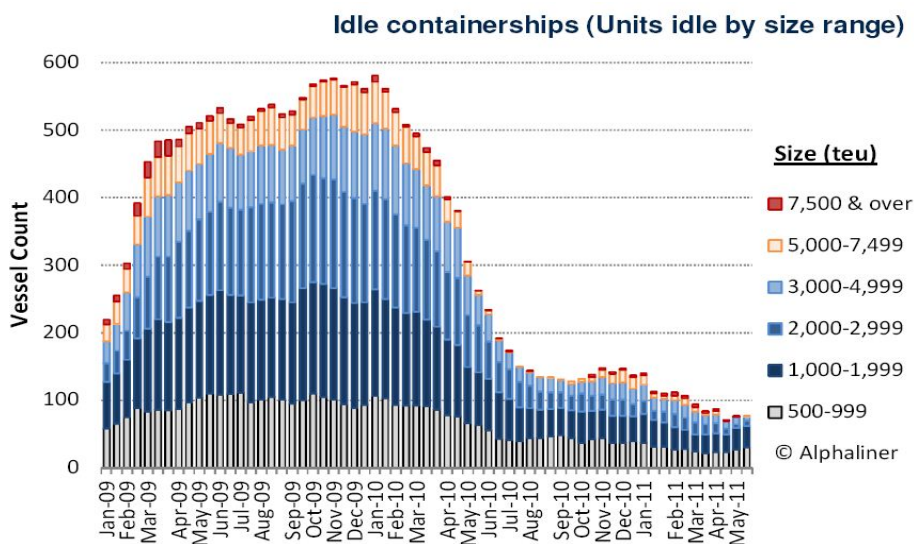
图 19 ESS 经济性测算（欧线 ESS 有必要，美东长航线适合 ESS）

参数				
单航次船舶数量（条）	8	9	10	A
航程（英里）	19,000	19,000	19,000	
航速（节）	23.3	19.3	16.5	
海运时间（天）	34	41	48	B
港口与运河时间（天）	22	22	22	C
总时间（天）	56	63	70	D =B+C
名义仓位	10,000	10,000	10,000	
燃料消耗（tpd）	202	115	72	E
船舶成本（美元/天）	53000	53000	53000	F
燃料成本（美元/吨）	542	542	542	G
估算航次成本				
燃料	3.72	2.56	1.87	=B*E*G
船舶成本	2.97	3.34	3.71	=D*F
运河与运费	1.9	1.9	1.9	
整体成本	8.59	7.80	7.48	

资料来源：东方证券研究所整理

闲置运力有望低位反弹

截止 5 月底，目前闲置运力为 11.1 万 TEU，占现有运力的 0.7%，其中 VLCS 已经全部投入运营，运力在 5000~7499 的有 1 条，其余均为 5000TEU 以下的船舶。随着 6 月份，PIL 与万海合作的一条航线停运、CKYH 一条 6000TEU 的航线停运，这些船舶将可能出现闲置。

图 20 当前闲置运力占比约为 1.9%


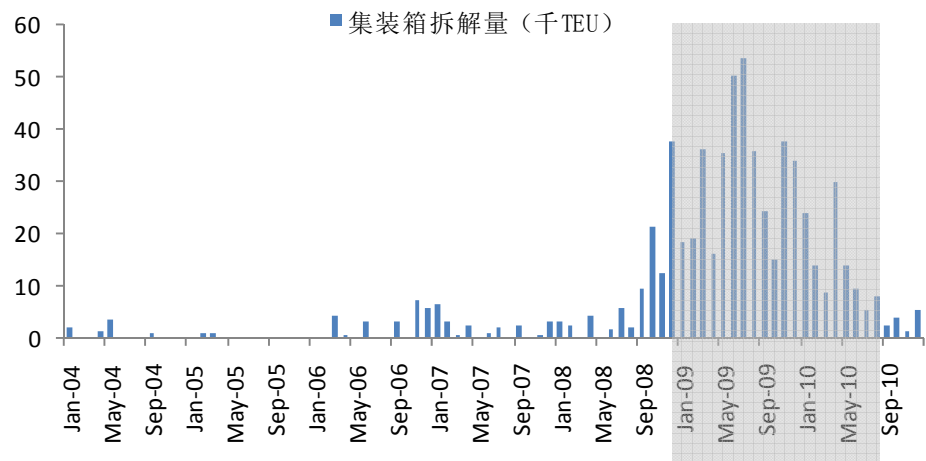
资料来源：Alphaliner、东方证券研究所整理

船舶拆解

根据 Clarkson 的统计，2009 年老旧集装箱船共拆解 37.7 万 TEU，占当时运力的 3%左右。随着 10 年集运市场回暖，拆解量也出现大幅萎缩到 12.6 万 TEU，占运力 1%左右。

我们认为，考虑到 11~12 年集运市场依然将保持较高景气，老旧船舶的拆解会维持在 10 万 TEU 以下的较低水平。

图 21 当前闲置运力占比约为 1.9%



资料来源：Clarkson、东方证券研究所整理

根据我们之前的判断，整体行业供给增速在 11 年月 8.5%、12 年也维持在 8.5%左右的水平上，到 13 年，供给压力有所缓解到 8%。

表 1 集运供给层面整体判断

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力	10,805	12,099	12,709	13,892	15,069	16,356
订单交付计划	1,505	1,400	1,240	1,363	1,486	1,513
实际交付	1,380	961	1,314	1,227	1,337	1,361
订单交付率	92%	69%	106%	90%	90%	90%
运力拆解	86	351	131	50	50	50
年底运力	12099	12709	13892	15,069	16,356	17,667
增速	12.0%	5.0%	9.3%	8.5%	8.5%	8.0%

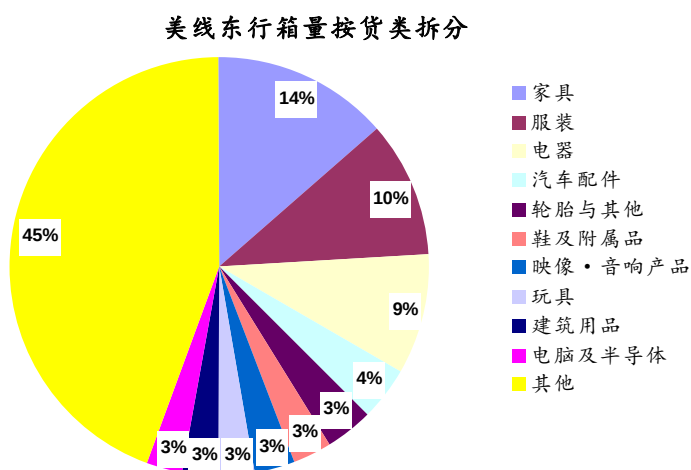
资料来源：东方证券研究所整理

需求、装载率与运价

需求：并不那么差

在远东出口到美国的集装箱中，前 10 大品类货物占比 55%，其中 14% 为家具、10% 为服装、9% 为电器，其余货品占比均在 5% 以下。

图 22 美线集装箱出口拆分



资料来源：东方证券研究所整理

IMF 的预测并没有那么差：经济调低、贸易调高

根据世界货币基金组织 6 月份公布的最新预测，调低了 2011 年全球 GDP 增速 0.1% 至 4.3%，维持 2012 年 4.5% 增速，发达国家整体下调 0.2%，美国下调 0.3%、欧元区上调 0.4%，发展中经济体则整体上调了 0.1%。对全球贸易量的判断，IMF 提高了 0.8%，主要是对新兴经济体国家贸易量出现较大增长。

表 2 6 月份 IMF 对于世界宏观经济的判断

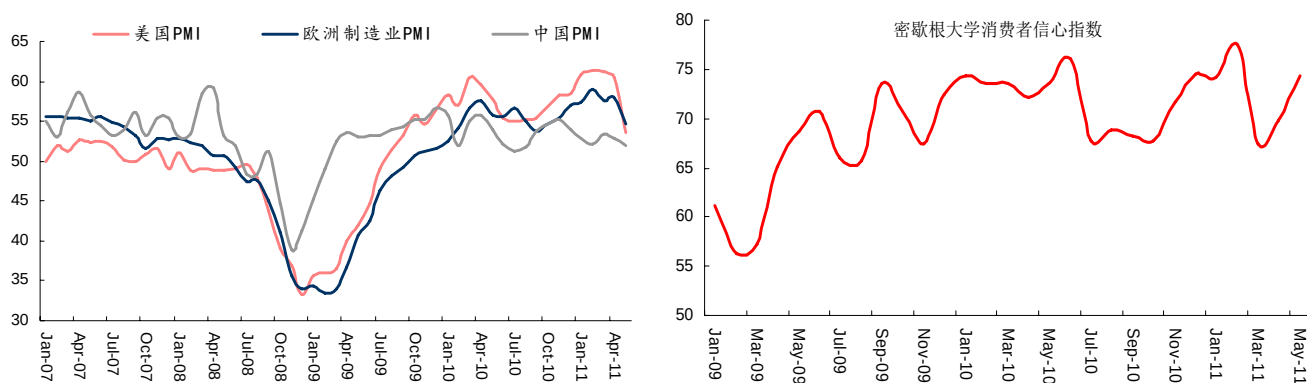
GDP	实际增速		预测增速		与上次不同	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012
全球	-0.5	5.1	4.3	4.5	-0.1	0.0
发达国家	-3.4	3.0	2.2	2.6	-0.2	0.0
美国	-2.6	2.9	2.5	2.7	-0.3	-0.2
欧元区	-4.1	1.8	2.0	1.7	0.4	-0.1
日本	-6.3	4.0	-0.7	2.9	-2.1	0.8
英国	-4.9	1.3	1.5	2.3	-0.2	0.0
亚洲新兴工业国家	-0.7	8.4	5.1	4.5	0.2	0.0
发展中经济体	2.8	7.4	6.6	6.4	0.1	-0.1
中国	9.2	10.3	9.6	9.5	0.0	0.0

印度	6.8	10.4	8.2	7.8	0.0	0.0
巴西	-0.6	7.5	4.1	3.6	-0.4	-0.5
世界贸易量增速	-10.8	12.4	8.2	6.7	0.8	-0.2
Imports						
发达国家	-12.5	11.6	6.0	5.1	0.2	-0.4
发展中国家	-7.9	13.7	12.1	9.0	1.9	-0.4
Exports						
发达国家	-12.0	12.3	6.8	6.1	0.0	0.2
发展中国家	-7.9	12.8	11.2	8.3	2.4	-0.4

资料来源：IMF、东方证券研究所整理

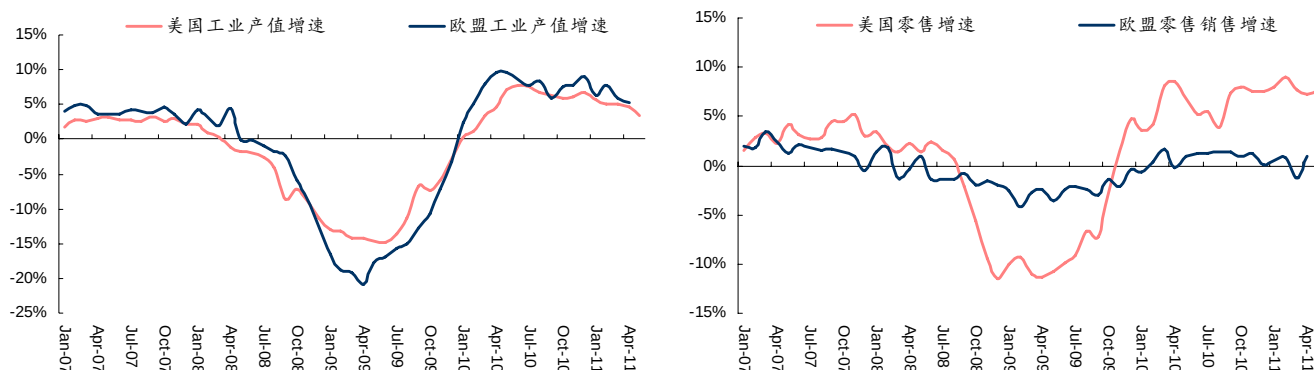
从欧美以及国内各类先行的信心指数看，欧美地区 PMI 在 5 月份出现一定下滑，但依然还在 50 以上，而密歇根消费者信心指数则上涨到了 74%，显示出美国消费依然强劲。

图 23 欧美信心指数



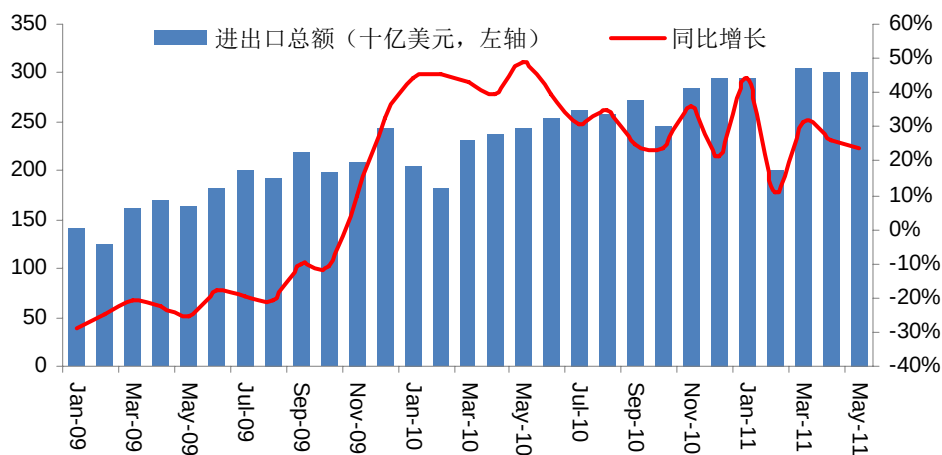
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所整理

工业与消费也并没有出现下滑。从两个非常关键的数据看，欧美地区的工业产值增速均在 5% 左右，虽然增速有所下滑，但是整体依然保持稳定，显示出整个工业依然处于扩张阶段；另一组零售数据同样比较理想，美国公布的消费零售，5 月份为 3871 亿美元，同比增长维持在 7% 以上。

图 24 欧美工业与消费


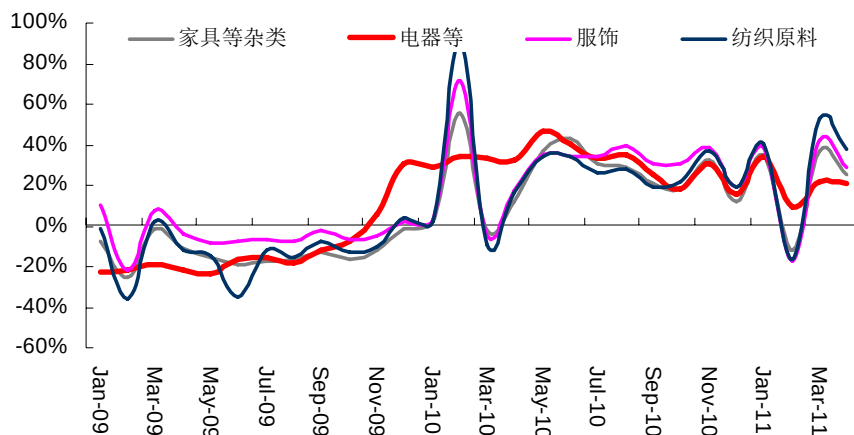
资料来源：Wind、东方证券研究所整理

从国内进出口的数据看，情况依然不坏。5 月份，国内进出口总额为 3013 亿美元，同比增长 23%，其中进口为 1441 亿美元，同比增长 28%，出口为 1572 亿美元，同比增长 19%，依然保持较高增速。

图 25 中国进出口总额及其增速


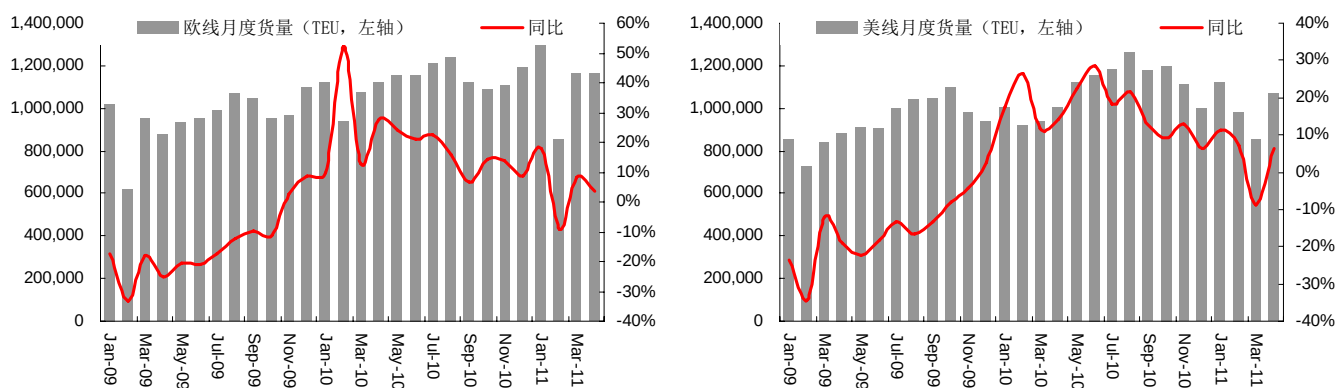
资料来源：Wind、东方证券研究所整理

按照货物看，占比较高的家具和杂物、电器、服装鞋帽、纺织品以及原料的出口增速均在 20%左右。

图 26 中国分货类进口增速


资料来源：Wind、东方证券研究所整理

从月度货量看，虽然增速并不高，但是维持在 8%-10% 的增长还是稳定的。美线 4 月份货量为 107 万 TEU，同比增长 6.4%，欧线 4 月份货量为 116.3 万 TEU，同比增长 4%。

图 27 欧线与美国线月度货量


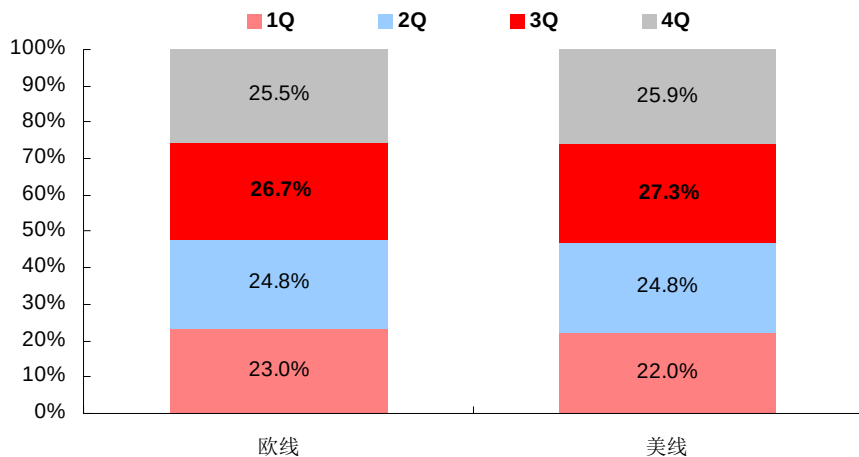
资料来源：东方证券研究所整理

装载率：下半年上升是大概率事件

按照季节性计算，第三季度货量与前两个季度相比。第三季度货量占比看，第三季度货量占全年之比，欧线为 26.7%，美线为 27.3%。而第一季度货量占比仅为 23% 与 22%。因此，从历史上看，欧线美线第三季度货量与第一季度相比，均出现环比 10% 左右的增长。

图 28 各季度集装箱需求占比

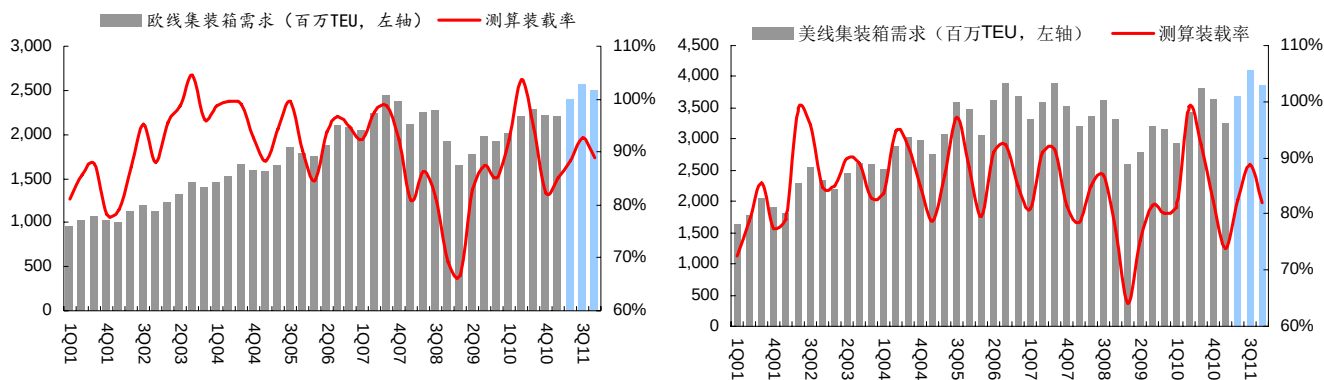
第三季度集运需求将比前两季有 10% 左右的季节性增长



资料来源：Drewry、东方证券研究所整理

而在下半年，根据图 7 中所示，大船在下半年运力投放量将要小于上半年，再考虑到 CKYH 的运力缩减，三季度运力增长将仅在 2%~3% 左右。随着旺季来临货量逐步提升，装载率将可能出现上升。按照德鲁里估计的一季度装载率以及供需情况计算，我们预计三季度装载率欧线整体将可能上升到 91%、美线则能达到 89%。

图 29 欧线/美线集装箱运输需求与测算装载率



资料来源：Drewry、东方证券研究所整理

运价：装载率提升下运价提升周期开启

往年的季节性规律看，旺季中的运价是存在明显的上升趋势的。我们对中国集装箱出口运价指数进行研究，在从 2002 年到 2009 年平均运价中，从 6 月份开始，运价将进入一个加速上升的周期。

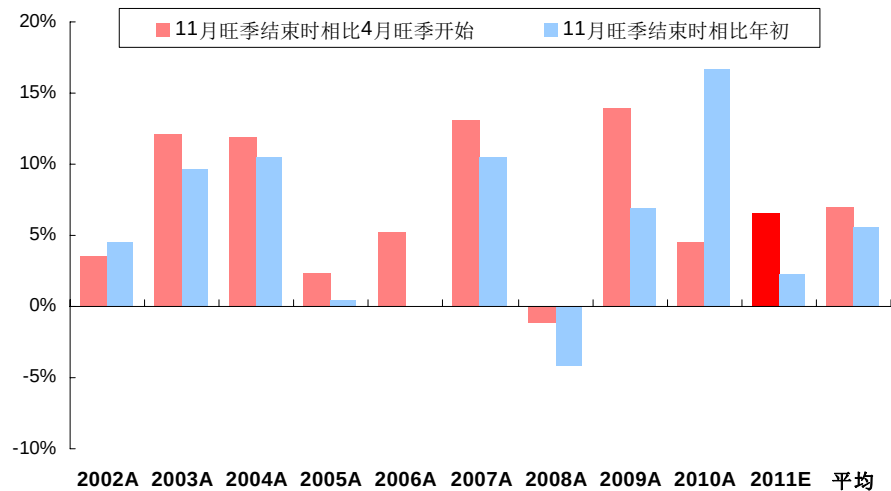
图 30 历史经验表明，从第 26 周开始，出口集装箱运价指数加速上升。



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

我们对每年旺季中，中国出口集装箱运价指数的波动进行分析，如下图所示，在旺季结束时，与 4 月份相比，除了 2008 年金融危机以外，运价指数均实现了上升。平均上升幅度在 8% 左右，需求较好年份运价指数上升幅度超过 10%，而需求稍弱的年份运价指数提升也在 5% 左右。

图 31 旺季运价指数变化的历史经验



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

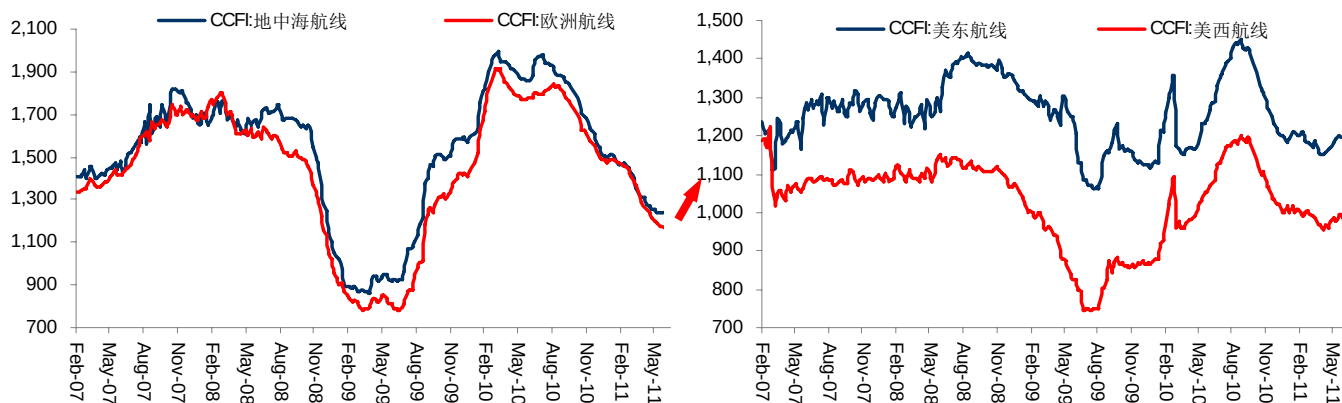
集运旺季来临，装载率未来提升将有效提升运价水平，我们预计运价将会出现上升。

图 32 上海出口集装箱运价指数

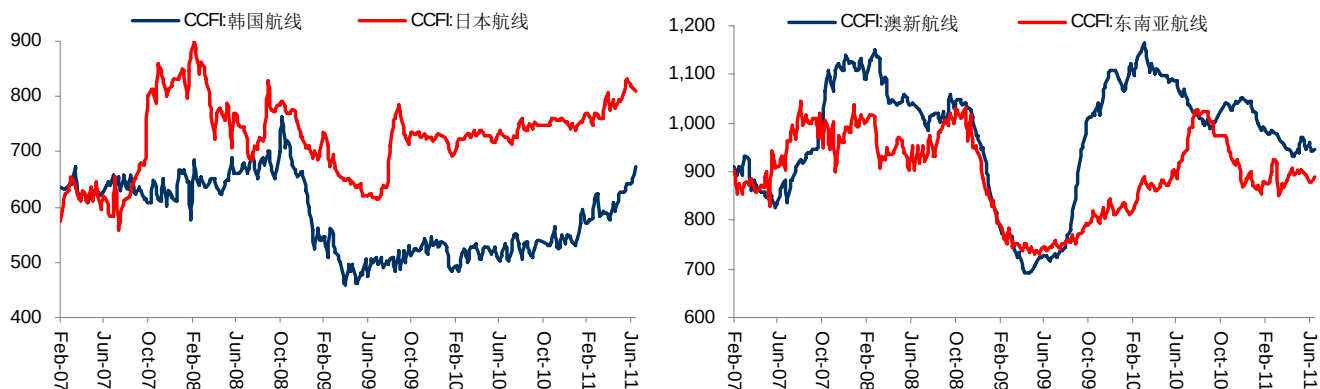


资料来源：Wind、东方证券研究所整理

图 33 上海出口集装箱运价指数：欧地线与美线



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

图 34 上海出口集装箱运价指数：亚洲线


资料来源：Wind、东方证券研究所整理

相关公司

我们预期，就短期而言，运价的提升对于整体行业以及中海集运都会形成向上的提振，从长期来看，船舶大型化依然会在供给端压制运价的大幅提升。我们维持行业“看好”评级，中长期而言相对谨慎。

对于中海集运（未评级）而言，预期旺季开始的运价提升，再加上现在较低的价格与估值水平（调整后 PE 一致预期在 18.8 倍，PB 在 1.28 倍），未来继续向下的动力与空间并不足，建议关注。

表 3 中海集运盈利预测一致预期

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润(百万元)	-6,489	4,203	2,095	3,216	4,780
净利同比			-50.2%	53.6%	48.6%
EPS	-0.56	0.36	0.18	0.28	0.41
EPS 同比			-48.6%	53.1%	43.4%
PE	n.v.	9.7	18.88	12.33	8.6
PE/G	0.5	-0.77			
PB			1.28	1.17	1.08
ROE	-25.7%	14.4%	6.8%	9.5%	12.5%

资料来源：朝阳永续

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn