

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

日航班业务提高亚欧航线门槛，集运业面临洗牌

报告要点

■ 主要特点——高密度+更准点，首次引入延误赔偿

天天马士基航运（Daily Maersk）项目与现有亚欧航线班轮服务的主要区别在于：1）航线频率从每周一班提高到每日一班；2）准班率宣称可以达到 100%，大幅高于行业平均的 5 成和马士基目前的 75%；3）首次推出了班轮运输的延误赔偿概念。

■ 是否比以前更快速？

由于该项目要到 10 月底才正式推出，因而目前只能通过公司公布的材料大致推测。我们认为，新项目并不能明显使运输提速，但马士基可以增加亚欧线的运力投放，既避免了过多的延误赔偿也可以消化掉目前看来过剩的运力，给我们的感觉是公司愿意用暂时的盈利水平下降来换取更大的市场份额，尤其是在目前行业低谷时。

■ 为什么是马士基？

我们认为，马士基作为全球最大的集装箱船东，至少有两点无法媲美的优势，促使其率先推出亚欧航线的日航班服务：1）较低的单箱成本，这来自于马士基较多的万箱大船运力和订单；2）目前行业最高的准班率。

■ 对行业的影响：或将带来新一轮洗牌

航运公司的本质就是在市场好的时候尽量多的积累现金，以此来避免在市场低迷时需要通过低价出售船舶维持运营的窘境。因此，目前应该是 2008 年金融危机后又一个绝佳的行业洗牌机会。我们认为，在不提高运价的条件下推出“天天马士基航运”服务，就好比无形中提高了亚欧航线的准入门槛，那些在大船运力规模（或者说是单箱成本）和准班率方面无法与大型班轮公司竞争的中小船东，似乎会面临最大的资金压力。可能的结果将是，8000TEU 以下的船舶将因成本不具竞争力而从欧线被迫“挤出”到支线，继而带来各条航线运价的集体受压，直到有足够多的船东退出后亚欧航线成为“万箱船航线”，才可能期待下一波的欧线盛宴。

■ 国内船东的应对以及投资建议

各大船东目前都在对马士基的新业务进行评估，或许有一些船东会选择跟进。但考虑到目前尚没有船东的单箱运力和准班率可以与马士基匹敌，我们认为大部分船东会先静观其变（目前距离天天马士基），同时类似于美线上的船东联盟或者是 VSA（舱位共享计划）都可能成为备选的应对策略，但联盟成员之间的合作、船舶调度以及同型配载并非易事。

国内船东中国远洋和中海集运都有约 20-30% 的集运收入来自亚欧航线，考虑到短期内欧美经济需求前景偏弱和年内运力消化能力有限，同时马士基在行业困境期祭出侵略性的竞争计划，我们维持对中国远洋的“中性”评级和对中海集运的“谨慎推荐”评级。

集装箱运输业全球龙头马士基在亚欧航线上的全新尝试——天天马士基航运（Daily Maersk）项目，可能会颠覆集运业的运作模式。

主要特点——高密度+更准点，首次引入延误赔偿

天天马士基航运（Daily Maersk）项目与现有亚欧航线班轮服务的主要区别在于（更详细内容可参见报告最后部分附录）：

- 1) 航线频率从每周一班提高到每日一班；
- 2) 准班率宣称可以达到 100%，大幅高于行业平均的 5 成和马士基目前的 75%；
- 3) 首次推出了班轮运输的延误赔偿概念。

表 1：“天天马士基航运”项目所带来的变化

主要变化	“天天马士基航运”之前	“天天马士基航运”之后
航线频率	每周一次装货时间节点	每日一次装货时间节点
时间计算	Transit time, 离港时间至到港时间	Transportation time, 装船时间节点至到港后可取货时间点
准点率	大约每 2 艘有 1 艘按时到达	每艘都按时抵达
赔偿机制	无迟到赔偿	迟到 1-3 天赔偿 100 美元/箱，4 天及以上赔偿 300 美元/箱

资料来源：公司网站，长江证券研究部

是否比以前更快速？

由于该项目要到 10 月底才正式推出，因而目前只能通过公司公布的材料大致推测。我们认为，新项目并不能明显使运输提速，但马士基可以增加亚欧线的运力投放，既避免了过多的延误赔偿也可以消化掉目前看来过剩的运力，给我们的感觉是公司愿意用暂时的盈利水平下降来换取更大的市场份额，尤其是在目前行业低谷时。

马士基之前为客户提供的是 Transit time（暂译为航行时间），亚欧航线（以上海港-北欧为例）需要 28 天；而天天马士基航运项目提供的则是 Transportation time（暂译为运输时间），亚欧航线（以上海港-北欧为例）需要 34 天。但如果考虑码头至堆场以及装卸耗时、周航班模式下的无谓等待时间等，两者实际耗用的时间相差并不明显，因此在这种情况下大幅度提高准班率并不容易（况且其准班率已经是行业最高），但若维持目前的准班率延误赔偿可能会抵消很大一块的营业收入。考虑到其在今年初和年中分 2 次下的 10 艘 1.8 万 TEU 大船订单，我们认为公司可能会增加亚欧航线运力投放来获得更高的准班率，既避免了过多的延误赔偿也可以消化掉目前看来过剩的运力，唯一的担忧是装载率能否达到保本水平，但公司推出该项目更看重的似乎是市场占有率。

- 28 天的航行时间并不包括码头至堆场以及装卸耗时，一般来说这需要 3 天（装船前需要 2 天而到港后需要 1 天）；
- 每天定期航班与每周定期航班的区别在于，原先的运营模式下客户平均需要等待 3 天其货物才能进入装船启运的程序，而每日航班模式下无须隔夜等待；
- “天天马士基航运”项目（宣称的）的准班率是 100%，而之前行业平均水平大约在 50% 左右，即每 2 艘就有 1 艘会晚点，货主为了保持一定的库存充足率必须提前启运，这就又会导致货主增加备货时间。

为什么是马士基？

我们认为，马士基作为全球最大的集装箱船东，至少有两点无法媲美的优势，促使其率先推出亚欧航线的日航班服务：

- 1) 较低的单箱成本，这来自于马士基较多的万箱大船运力和订单；
- 2) 目前行业最高的准班率。

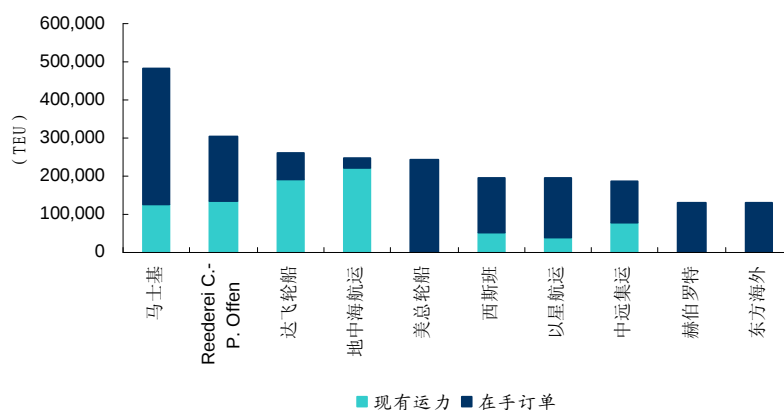
目前，马士基自有运力的平均单箱规模超过 5000TEU，在手订单平均单箱规模超过 10000TEU，前 20 大船东中同时达到以上条件的仅有马士基、东方海外、日本邮船和现代商船 4 家，而 2011 年上半年仅有的 3 家集运业务盈利船东分别是马士基、达飞轮船和东方海外，规模效应的优势或许正开始体现。而如果单纯从万箱大船来看，目前市场上 10000TEU 以上集装箱船的总运力加上总订单共有 351 万 TEU，其中占比最高的依然是马士基的 48 万 TEU（14% 的份额），其中现有运力为 8 艘 1.56 万 TEU，在手订单为 20 艘 1.8 万 TEU。

表 2：前 20 大船东平均单船规模

排名	船东	平均单船规模 (TEU)			
		总计运力	自有运力	租入运力	在手订单
1	马士基	3,790	5,411	2,996	10,081
2	地中海航运	4,302	4,764	3,932	10,595
3	达飞轮船	3,339	5,384	2,711	9,750
4	中远集运	4,398	3,629	5,816	7,630
5	赫伯罗特	4,382	4,772	4,130	13,100
6	长荣海运	3,643	3,752	3,523	8,800
7	美总轮船	4,019	3,768	4,130	10,375
8	中海集运	3,538	4,156	2,837	7,825
9	韩进海运	4,756	5,970	4,075	7,949
10	智利南美	4,235	4,563	4,200	9,000
11	商船三井	4,242	5,982	3,248	9,295
12	东方海外	4,753	6,118	3,221	11,048
13	汉堡航运	3,440	4,241	2,928	6,220
14	日本邮船	3,935	5,248	2,234	10,318
15	川崎汽船	4,285	5,651	2,918	9,040
16	阳明海运	4,102	4,263	3,884	6,375
17	以星航运	3,374	4,651	2,696	11,786
18	现代商船	4,871	5,920	4,466	10,405
19	太平船务	1,896	1,740	2,203	3,564
20	阿拉伯轮船	4,193	4,525	3,861	13,100

资料来源：Alphaliner，长江证券研究部

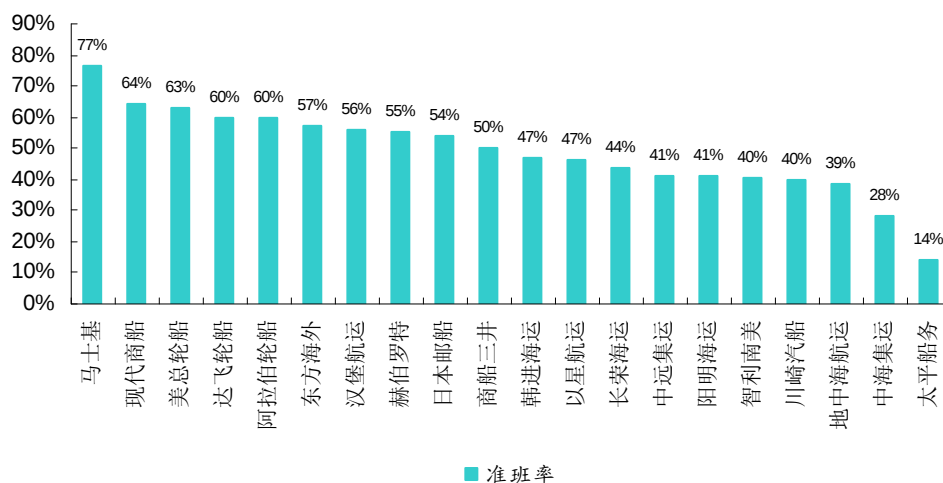
图 1：全球 10,000TEU 以上运力与订单合计数前 10 排名



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

同时，马士基还拥有前 20 大班轮公司中最高的准班率，以 2010 年 2 季度的数据为例，马士基的准班率在前 20 大班轮公司中排第一，高于第二名现代商船 13 个百分点。2011 年 2 季度，马士基航班准班率 75.9%，在前 20 大船东中排名保持第一，这一数字比行业平均水平高 20 个百分点，比前 20 大船东平均水平高 18 个百分点，如果剔除舱位共享协议和租入箱位的数据，马士基自有船只的准班率可以提高到 82.3%。唯一美中不足的是，马士基的亚欧航线准班率低于其整体航线水平，仅有 63%。

图 2：全球前 20 大集运公司准班率排名（2010 年 2 季度）



资料来源：Drewry，长江证券研究部

对行业的影响：或将带来新一轮洗牌

换一个角度来思考，马士基的万箱大船运力（目前只能投放欧线）业内第一，准班率在 20 大班轮公司中列第一，而市场在 2011 年又是如此的低迷。航运公司的本质就是在市场好的时候尽量多的积累现金，以此来避免在市场低迷时需要通过低价出售船舶维持运营的窘境。因此，目前应该是 2008 年金融危机后又一个绝佳的行业洗牌机会。

我们认为，在不提高运价的条件下推出“天天马士基航运”服务，就好比无形中提高了亚欧航线的准入门槛，那些在大船运力规模（或者说是单箱成本）和准班率方面无法与大型班轮公司竞争的中小船东，似乎会面临最大的资金压力。可能的结果将是，8000TEU 以下的船舶将因成本不具竞争力而从欧线被迫“挤出”到支线，继而带来各条航线运价的集体受压，直到有足够多的船东退出后亚欧航线成为“万箱船航线”，才可能期待下一波的欧线盛宴。

国内船东的应对以及投资建议

各大船东目前都在对马士基的新业务进行评估，或许有一些船东会选择跟进。但考虑到目前尚没有船东的单箱运力和准班率可以与马士基匹敌，我们认为大部分船东会先静观其变（目前距离天天马士基），同时类似于美线上的船东联盟或者是 VSA（舱位共享计划）都可能成为备选的策略，但联盟成员之间的合作、船舶调度以及同型配载并非易事。

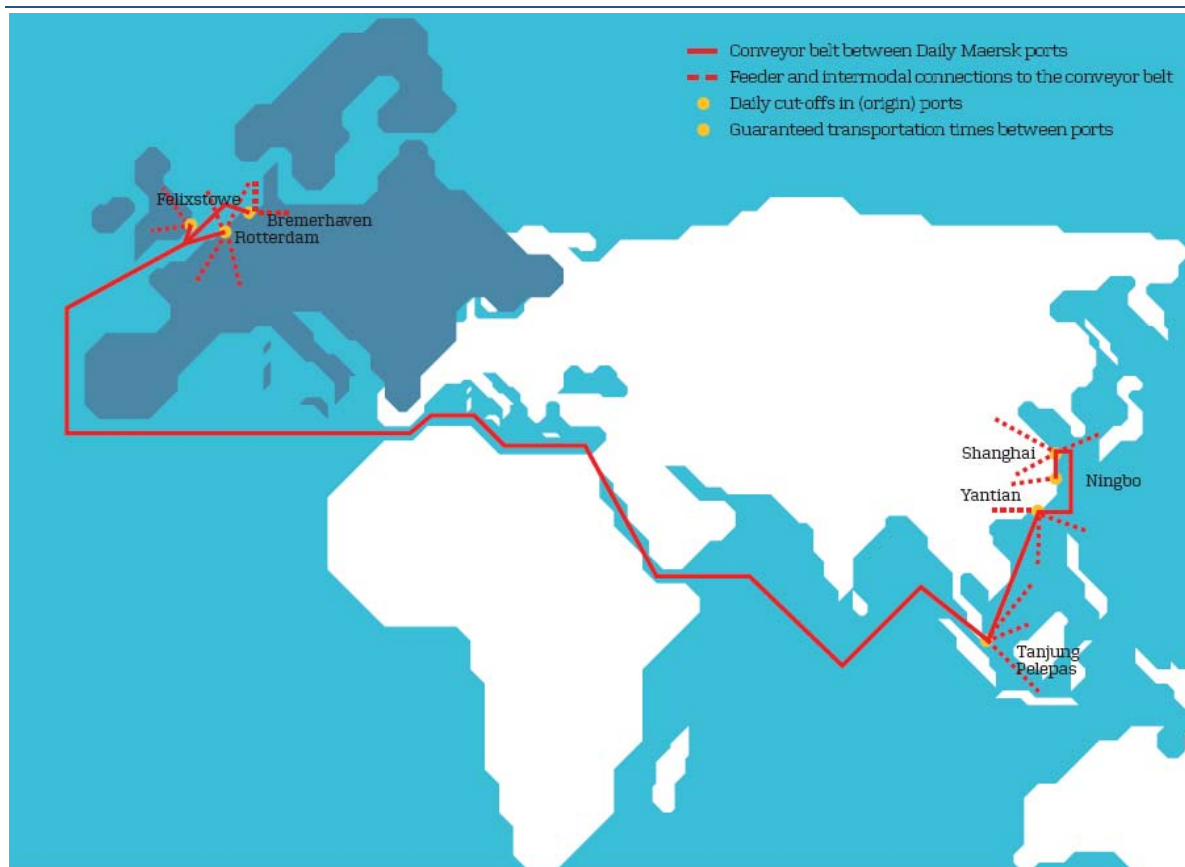
国内船东中国远洋和中海集运都有约 20-30% 的集运收入来自亚欧航线，考虑到短期内欧美经济需求前景偏弱和年内运力消化能力有限，同时马士基在行业困境期祭出侵略性的竞争计划，我们维持对中国远洋的“中性”评级和对中海集运的“谨慎推荐”评级。

附录：“天天马士基航运”项目简介

新的服务每周七天都设有同一装船时间节点（Daily cut-off）以及精确的运输时间（Transportation time）。适箱货物的运输会在一种前所未有的高频率和可靠性下完成。

将有 70 艘船用于提供天天马士基航运（Daily Maersk）服务，装卸港口包括 4 个亚洲港口（中国宁波港、上海港、盐田港和马来西亚丹戎港）和 3 个欧洲港口（英国菲利克斯托港、荷兰鹿特丹港和德国不来梅港）。不论货物从哪个港口装船，整个运输时间（从每日的装船时间节点至货物最终到港处于可提货状态）将被固定。设置每日的装船时间节点意味着货物可以在生产完成之后立刻启运，而不需要因等待每周一次的装船时间节点而被存储。

图 3：天天马士基航运（Daily Maersk）航线示意图



资料来源：公司网站，长江证券研究部

为了强调马士基对该业务的信心，公司承诺在货物未按时抵达后提供赔偿（迟到 1-3 天每个集装箱赔偿 100 美元，4 天及以上每个集装箱赔偿 300 美元），这一举措开创了行业先河。

一般来说，航运公司在亚欧航线上的准班率较低。具体来讲，44%的集装箱会迟到，11%迟到超过 2 天，甚至有超过 8%的集装箱迟到超过 8 天。

在推出天天马士基航运（Daily Maersk）之前，马士基在亚欧航线上的准点率已经达到了行业领先的 75%。但这一水平仍无法帮助其客户在最优情况下规划自己的供应链。

天天马士基航运（Daily Maersk）项目将于 2011 年 10 月 24 日正式启动。届时服务收费将采取市价，并不会收取附加费。

Transit time: 船舶离港和最终到港之间的时间。

Transportation time: 从集装箱堆场装船完成至最终到达目的港后客户可以提货之间的时间。

Cut-off time: 可以在码头进行装货的最晚时间。

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。