

2019-4-16

行业研究 | 深度报告

评级 看好 维持

海运行业

从集运看抢运： 山重水复在一时，柳暗花明终将现

报告要点

■ 引言：全球疲软拖累需求，抢运或放大今年降幅

集运需求与全球宏观经济形势密切相关，在欧美经济滑坡、新兴国家风险集聚背景下，IMF 等主要机构多次下调全球经济增长预期，经济景气滑坡势必施压集运需求。但经济下行期亦有 2012 年船商协同提价的案例，在需求承压阶段，或许班轮公司的团结与自律性将发挥更大的作用。目前看，2018 年抢运会透支 2019 年需求并产生基数效应，从而放大降幅，也是行业短期景气度不高的主因。

■ 抢运：少量出口贸易前移，透支已于 3 月消退

通过对比中国大陆、韩国、中国台湾的出口增速变化，以及关税协议相关货种的出货量，我们认为抢运是发生于 2018 年 4-11 月，针对于机电等消费类产品的出口量前移现象。我们采取多种方式试图测算抢运影响：1) 从关税清单相关大类货种测算抢运部分约占全年中国出口总额的 2.3%；2) 从经济比价指标汇率模拟推算抢运部分约占全年中国出口总额的 2.0%；3) 从美国库存的超额增长角度模拟推算抢运部分约占全年美国进口总额的 2.2%；4) 从美国铁路运输角度模拟推算抢运部分约占全年铁路运量的 4.0%；考虑到清单细项偏离、企业交易锁汇等误差，综合来看抢运约占全年出（进）口额的 2%，参考近期出口数据变动，我们认为抢运对于集运需求透支效应已于 3 月消退。

■ 竞争格局趋于稳态，供给端有望中期改善

竞争格局趋稳与低位订单比例将推动供给端中期改善。在需求中枢下移后，行业产能的无序扩张是造成行业供给承压的主因。在行业景气低点，头部公司并购带来竞争格局的优化，联盟均势与产业背景制约下，高集中度提升面临天花板，航商竞争格局趋于稳态，产能扩张换取市场份额的策略或将有所转变。结合目前处于历史低位的在手订单比例与有望逐步下行的交付比例，在航商逐步转变追求产能扩张的发展策略中，行业供给有望迎来改善，Alphaliner 和 Clarksons 给出的 2019 年运力增速分别为 3.1%和 2.8%。另一方面，考虑航速因素的实际产能利用率处于高位，当行业景气向上时将会释放一定的盈利弹性。

■ 2018 年航商盈利仍薄，行业共识有望逐步形成

从 2018 年看，头部班轮公司增收减利，盈利仍薄。在需求承压达成共识下，头部航商已开始进行产业链扩展与运力控制。从历史看，集运行业呈现较为明显的大小年走势，在行业面临需求具有不确定性、低硫油政策等共性问题时或在旺季展现已逐步形成的行业协同效应。建议关注 A 股集运标的中远海控。

风险提示： 1. 欧美经济大幅滑坡；2. 低硫油政策实行后班轮公司增收燃油附加费不成功；3. 欧盟反垄断豁免未获通过。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118745

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

分析师 于灯灯

☎ (8621) 61118710

✉ yudd@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060001

联系人 张宜泊

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyb1@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601919	中远海控	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《十问油运行业：化繁为简，见微知著》
2018-10-15

《油运专题报告：油运牛市是怎么炼成的？》
2018-9-13

《全球视野下的海运“中考”答卷：周期谷底，披沙拣金》
2018-9-3

目录

引言：全球疲软拖累需求，抢运或放大今年降幅.....	5
抢运：少量出口贸易前移，透支已于 3 月消退.....	7
定义抢运：发生于 4-11 月的贸易前移现象.....	7
多维测算：抢运影响几何？抢运何时结束？.....	9
竞争格局趋于稳态，供给端有望中期改善.....	14
目前的冗余运力积压源于前期的脱轨扩张.....	14
竞争格局阶段性趋于稳态，班轮公司战略已有调整.....	15
低船速造就高利用率与低闲置率.....	19
2018 年航商盈利仍薄，行业共识有望逐步形成.....	21

图表目录

图 1：集运行业依托于全球贸易.....	5
图 2：2018 年 4 月至今 IMF 连续下调 2019 年全球经济增长预期.....	5
图 3：IMF 最新全球增速预期为金融危机后的最低水平.....	5
图 4：经济疲软期全球集装箱周转量增速基本均处于低点.....	5
图 5：2012 年和 2015 年美线箱量增长仍保持相对稳健.....	6
图 6：2012 年和 2015 年运价表现相异.....	6
图 7：中国对美出口的抢运行为消退.....	6
图 8：抢运行为下，美国 Q3-Q4 库存环比增速及存销比走高.....	6
图 9：出口增速自 2018 年 4 月起走势异于此前三年.....	7
图 10：2018 年关税相关事件的时间轴.....	7
图 11：中国大陆对美出口增速与韩国对美增速基本一致（以金额计）.....	7
图 12：中国大陆对美出口增速与中国台湾对美同样拟合较好（以金额计）.....	7
图 13：2018 年中国大陆和韩国对美出口增速月度数据（以金额计）.....	8
图 14：2018 年中国大陆和中国台湾对美出口增速月度数据（以金额计）.....	8
图 15：美线集装箱需求以家具、机电、纺织品等消费类工业产成品为主.....	9
图 16：从主要需求看，2018 年下半年出口交货值增速陡升.....	9
图 17：中国对美国出口总金额商品结构（2019 年 1 月）.....	9
图 18：美国自中国大陆和韩国、中国台湾进口增速在抢运期间走扩.....	9
图 19：中国台湾的外销订单在 2018 年表现不佳.....	10
图 20：中国（大陆）在出口订单的增长也并未有明显的改善.....	10
图 21：2018 年下半年人民币汇率对出口由拖累转为支撑.....	10
图 22：在抢运影响下，出口曲线与汇率曲线凹凸性相异.....	10
图 23：由汇率单因素拟合的出口增速曲线与实际出口增速曲线.....	11
图 24：2018 年美国库存同比增速不断提升.....	11
图 25：从耐用品看，出货量和新订单均自 2018 年 4 月后下滑.....	11
图 26：美国制造业库存量与美国 GDP 相关性较高.....	12

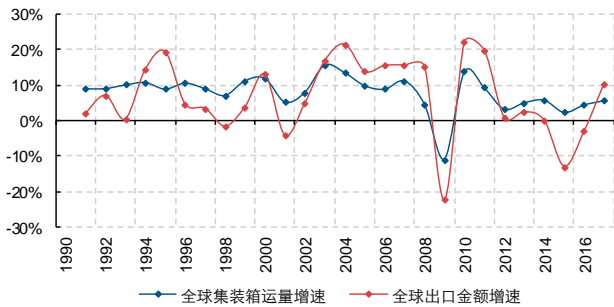
图 27: 美线箱量与库存增速出现显著背离.....	12
图 28: 美国铁路运输货运量与其宏观经济具有较强的相关性.....	12
图 29: 2018 年美国铁路集装箱运量增速保持较高水平.....	12
图 30: 2018 年 6 月起美国铁路运输业与制造业 PPI 增速差走扩.....	12
图 31: 美线箱量从 6 月开始走高.....	12
图 32: 2018 年下半年美线运价走高.....	13
图 33: 2018 年下半年产能利用率被推高.....	13
图 34: 在需求增速下台阶后, 行业供给增速仍处于相对高位.....	14
图 35: 2012-2016 年间的运价持续走低.....	14
图 36: 以单船规模提升为代表的产能更新是行业发展内在规律.....	14
图 37: 2012 年后 15,000+TEU 船型占交付量比例快速上升.....	14
图 38: 以马士基为例, 大船化对于单箱成本的降低有一定作用.....	15
图 39: 装载率下滑使得船均规模增长并不能带动单箱盈利的上升.....	15
图 40: 前 10 大集运船东订单的平均单船规模地中海和现代商船较高 (截至 2019 年 2 月 15 日).....	15
图 41: 2011 年至今集运行业集中度快速提升.....	16
图 42: 集运行业集中度显著高于油运和散运.....	16
图 43: 集运核心航线亚欧、亚美船型结构中大型化船舶占比较大.....	16
图 44: 受大船化影响, 主干航线船舶数量有所下降.....	16
图 45: 阶梯替换下, 拆解量有所下降.....	16
图 46: 分航线各联盟市占率已达到较高水平.....	16
图 47: 当前在手订单占有效运力比重处于历史低位.....	17
图 48: 盈利改善使得 2018 年新签订单明显增多.....	17
图 49: 2017 年行业盈利改善提升 2018 年交付比例.....	17
图 50: 交付比例上升带来的运力高增长或将逐步消退.....	17
图 51: 以达飞轮船为例, 大船化依靠新订单而非租赁.....	18
图 52: 以达飞轮船为例, 现金流量对于资本开支存在制约作用.....	18
图 53: 大型船舶新船造价的上涨将会带来收购压力.....	18
图 54: 大型船舶二手船价格仍处于低点.....	18
图 55: 名义与实际产能利用率走势分化 (以 2008 年产能利用率为 100%).....	19
图 56: 2010-2014 年为集运平均航速快速下降阶段.....	19
图 57: 2010-2014 年燃油价格快速上升.....	19
图 58: 2014-2016 年间供需增速差为此阶段内最大值.....	20
图 59: 以马士基为例, 2014-2015 年燃油成本占比下降明显.....	20
图 60: 航速对于产能的稀释作用可以用航速比来表征.....	20
图 61: 稀释作用边际变化随航速下降速率的趋缓而减小.....	20
图 62: 实际产能利用率已达到较高水平 (2018 年下半年受抢运影响).....	21
图 63: 当前集运运力闲置率并不高.....	21
图 64: 2018 年头部班轮公司基本增收减利.....	21
图 65: 亚美、亚欧线箱量压力或将于 2019 年承压.....	21
图 66: 主干航线运价 2018 年较 2017 年近似持平.....	22
图 67: 限硫令将带来燃油成本增高的问题.....	22
图 68: 2012 年协同提价的成功.....	22
图 69: 集运股指数展现出与集运行业表现相同的大小年趋势.....	22

表 1: 金融危机后分月度中国大陆与韩国、中国台湾对美出口增速差	8
表 2: 抢运效应测算结果汇总.....	13
表 3: 主要航运机构对于 2019 和 2020 年供给增速的预测（基于各机构 3 月月报）	18

引言：全球疲软拖累需求，抢运或放大今年降幅

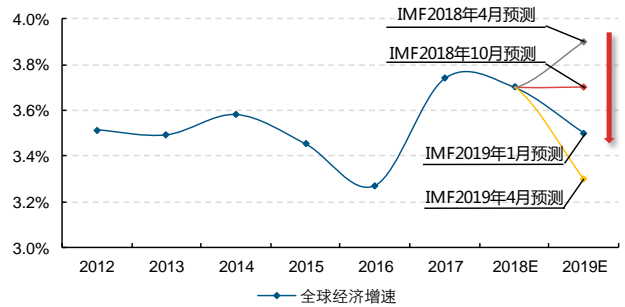
集运依托于全球贸易，与世界经济走势紧密相关。2019 年世界经济下滑预期较强，各大机构预测数据均呈向下趋势，其中 IMF 自 2018 年 4 月至今连续下调 2019 年全球经济增长预期，2019 年 4 月的增速预测为 3.3%，将为 2010 年至今的最低经济增速。从历史来看，经济增速下滑至较低点的年份中，当年集装箱周转量增速也基本会下降至阶段性低点。因此，2019 年集运需求端大概率将会面临全球经济下行带来的压力。

图 1：集运行业依托于全球贸易



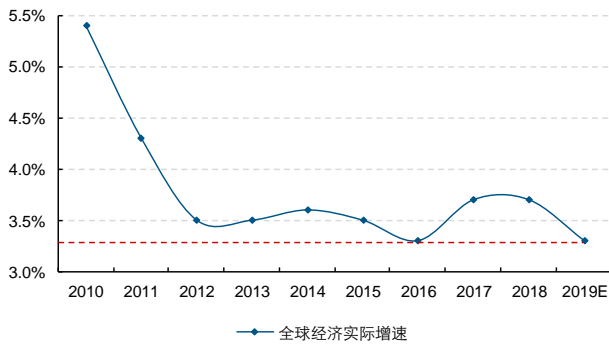
资料来源：Clarksons, Wind, 长江证券研究所

图 2：2018 年 4 月至今 IMF 连续下调 2019 年全球经济增长预期



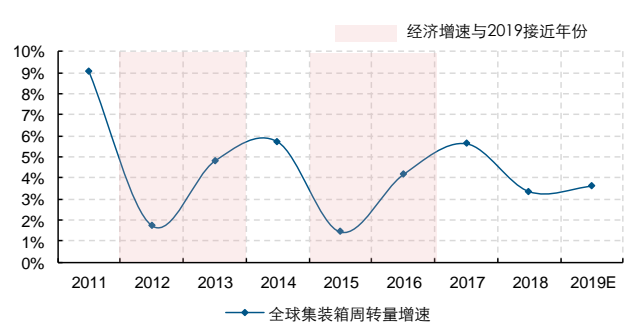
资料来源：IMF, Wind, 长江证券研究所

图 3：IMF 最新全球增速预期为金融危机后的最低水平



资料来源：IMF, 长江证券研究所 (注：2019 年采用 IMF2019 年 4 月预测值)

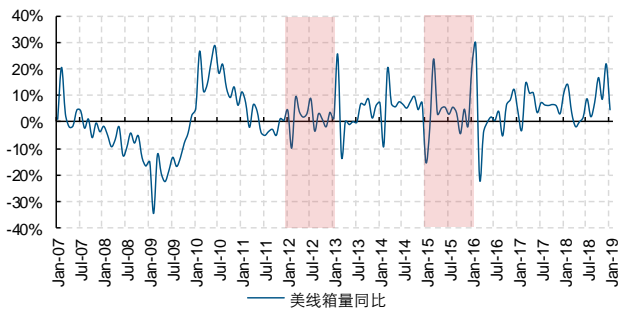
图 4：经济疲软期全球集装箱周转量增速基本均处于低点



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

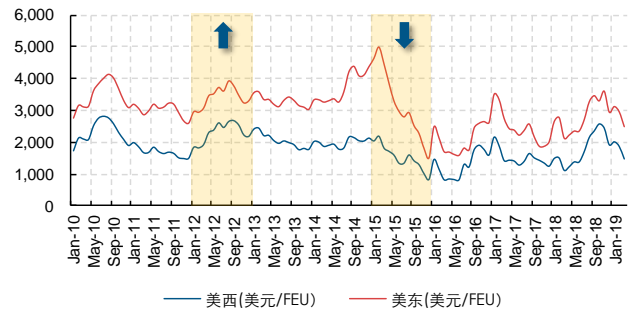
但若观察全球经济疲软的 2012 年和 2015 年，在消费数据支撑下美线箱量依旧保持稳健的增长，而在运价表现上，2012 年的价格上涨与 2015 年的价格下滑形成对比，船商的协同效应与无序竞争导致运力积压可能是造成表现相异的原因。在行业经历残酷竞争，进入高集中度阶段后，有序竞争才是船商共同发展的前提，这或许需要当下的联盟做出更多的努力。

图 5：2012 年和 2015 年美线箱量增长仍保持相对稳健



资料来源：PIERS，长江证券研究所

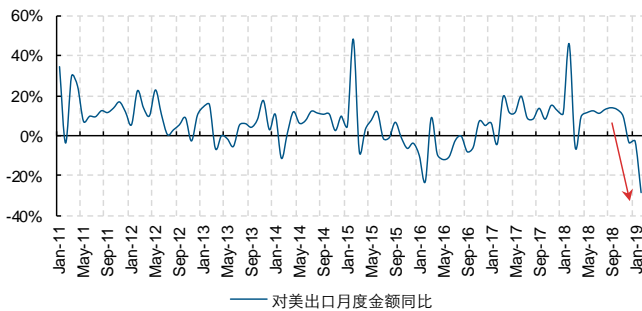
图 6：2012 年和 2015 年运价表现相异



资料来源：Wind，长江证券研究所

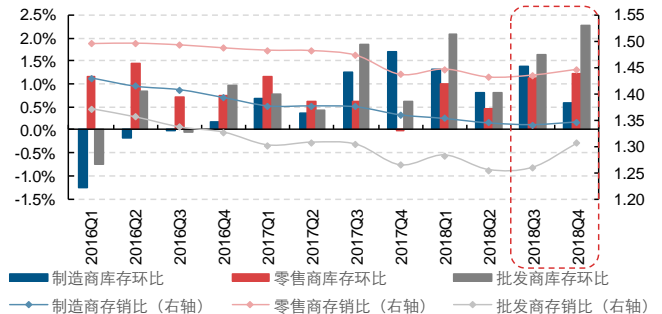
虽然消费作为经济后周期，在中期看仍具有韧性，但**短期内 2018 年中国对美出口的抢运将产生一定的边际消减影响，而 2019 年则将产生高基数的拖累效应，或将放大需求降幅**。抢运造成美国库存端的环比快速提升，而与之对应的销售数据并未明显上行，库存端积压对于美国进口形成负反馈，并已经在 2019 年 1-2 月我国出口数据中显现一定影响，因此抢运效应的量化以及抢运透支消退的时间均是行业当前较为关心的问题。

图 7：中国对美出口的抢运行为消退



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：抢运行为下，美国 Q3-Q4 库存环比增速及存销比走高



资料来源：Wind，长江证券研究所

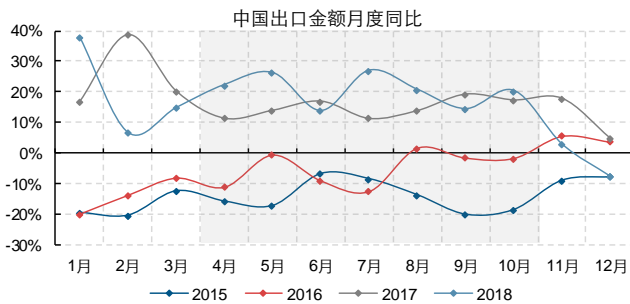
抢运：少量出口贸易前移，透支已于 3 月消退

我们通过跟踪相关的数据，给予抢运一个合理的定义：本次抢运是发生于 2018 年 4-11 月，针对于机电等消费类产品的出口量前移现象。通过模拟推演判断，占 2018 年中国出口贸易总额约 2% 的抢运效应或已于 2019 年 3 月消退。因此抢运对于需求端带来的影响实际偏小，全球经济下滑仍是集运需求最主要的不确定因素。

定义抢运：发生于 4-11 月的贸易前移现象

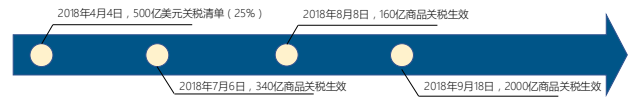
关于抢运开始的时点，从中国（若无特指，均代表大陆地区，下同）出口增速看，2018 年 4 月环比上升与此前三年的增速环比走势相异，贸易商提前交易的抢运行为较为清晰。结束时间点方面，2018 年 12 月初确认原定于 2019 年 1 月 1 日的关税税率上调后延 3 个月，造成抢运行为消退，当月出口增速转负。**因此，从出口数据与时间轴看抢运的时间大概率为 4 月-11 月。**

图 9：出口增速自 2018 年 4 月起走势异于此前三年



资料来源：Wind, 长江证券研究所

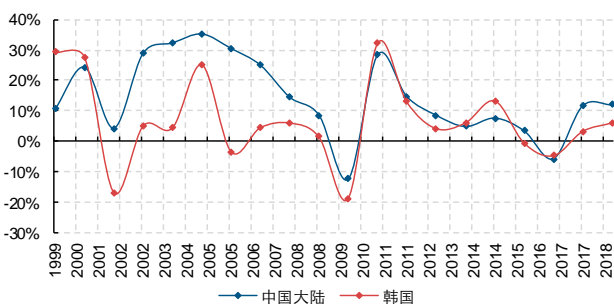
图 10：2018 年关税相关事件的时间轴



资料来源：新华社, 长江证券研究所

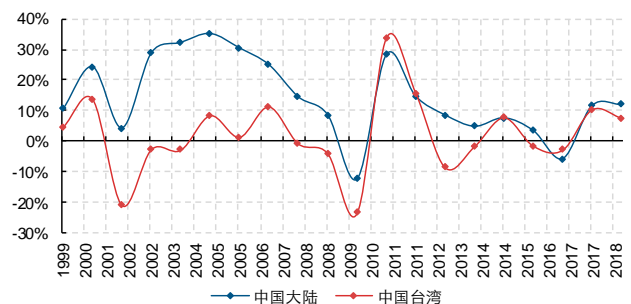
中国大陆对美出口年度增速与韩国和中国台湾对美出口增速在金融危机后有较强的相关性，主要由于全球贸易降速后中国大陆出口优势逐步边际弱化，而韩国和中国台湾作为与类似的外贸型经济国家或地区，其在电子等制造业出口上与中国大陆相仿，造成中国大陆、韩国、台湾地区三个国家或地区的出口增速曲线在金融危机后基本一致。

图 11：中国大陆对美出口增速与韩国对美增速基本一致（以金额计）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

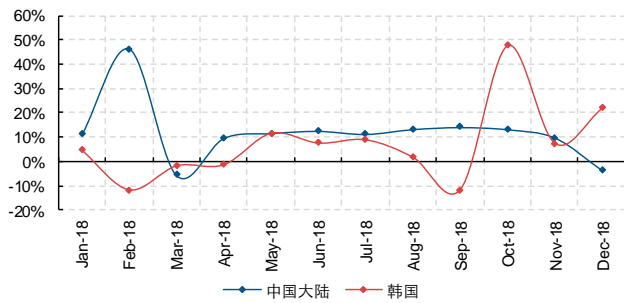
图 12：中国大陆对美出口增速与中国台湾对美同样拟合较好（以金额计）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

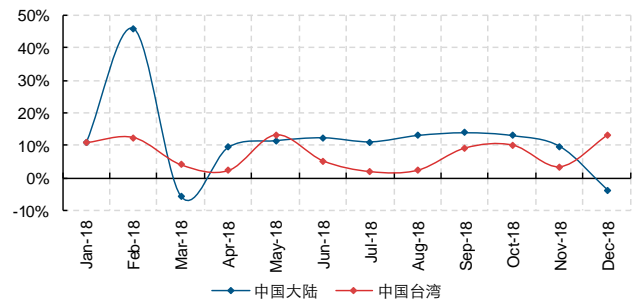
但从 2018 年月度出口增速看，中国大陆、韩国、中国台湾存在差别，主要由于中国受到关税清单的影响更加明显。从中国大陆、韩国、中国台湾的出口增速差月度均值来看，中国大陆与韩国、中国大陆与中国台湾 2018 年出口增速差在 2018 年表现出显著不同于此前平均增速的时间段集中于 4-11 月，而在 2018 年 12 月有所反转。因此从对比角度看，4-11 月较大可能为抢运的窗口期。

图 13: 2018 年中国大陆和韩国对美出口增速月度数据 (以金额计)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 2018 年中国大陆和中国台湾对美出口增速月度数据 (以金额计)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 1: 金融危机后分月度中国大陆与韩国、中国台湾对美出口增速差

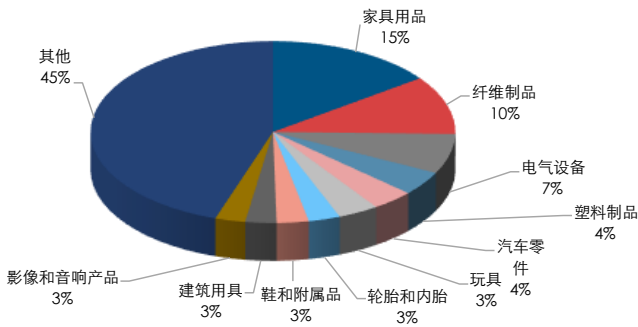
日期	2009-2017 年均值		2018 年	
	中国大陆-韩国	中国大陆-中国台湾	中国大陆-韩国	中国大陆-中国台湾
1月	2%	6%	7%	0%
2月	0%	4%	58%	34%
3月	0%	5%	-4%	-10%
4月	1%	3%	11%	7%
5月	2%	3%	0%	-2%
6月	3%	4%	5%	7%
7月	1%	2%	2%	9%
8月	0%	4%	12%	11%
9月	-1%	3%	26%	5%
10月	3%	3%	-34%	3%
11月	1%	4%	2%	6%
12月	4%	4%	-25%	-17%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

具体到集运行业，美线增速自 2018 年 6 月起趋势反转，中美集装箱运输中的核心货种为家具、纺织品以及电子设备等消费类工业产成品，2018 年下半年出口交货值增速明显被推高，而与基本面相左的出口交货值高增速侧面印证美线的抢运现象确实对集运行

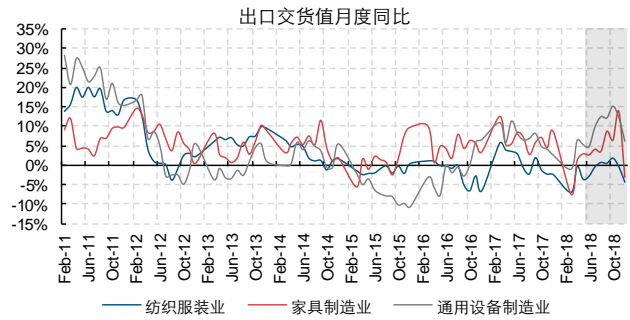
业有所干扰。因此，从关税清单、不同国家或地区出口增速以及美线变化等方面来看，抢运行为是发生于 2018 年 4-11 月的针对机电类等工业产成品的出口贸易前移行为。

图 15: 美线集装箱需求以家具、机电、纺织品等消费类工业产成品为主



资料来源: PIERS, 长江证券研究所

图 16: 从主要需求看, 2018 年下半年出口交货值增速陡升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

多维测算：抢运影响几何？抢运何时结束？

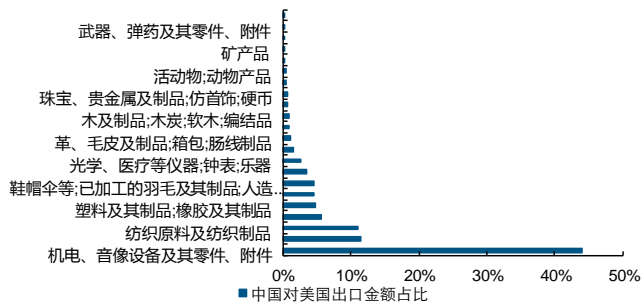
在明确抢运时间跨度下，我们试图从中国出口、美国商业运行以及运输角度等方面去模拟推演抢运的影响以及持续时间，在多种方式的推算下，大致可以认为抢运大约占全年中国出口美国（或美国自中国进口）金额的 2%，而这一影响已在 3 月的进出口数据中消退。

从关税清单货种简易分类看，抢跑部分约占全年的 2.3%

虽然关税协议是分批次生效，但所涉及商品重合度较高，因此抢运分货种的影响难以区分，但从中国对美出口结构看，工业产成品和机械设备占据较高比例。作为亚洲主要的出口型国家，中国大陆和韩国及中国台湾对美出口具有较高相关性，而从美国工业制成品和机械设备的进口增速来看，抢运期间中国大陆与中国台湾增速差走扩。

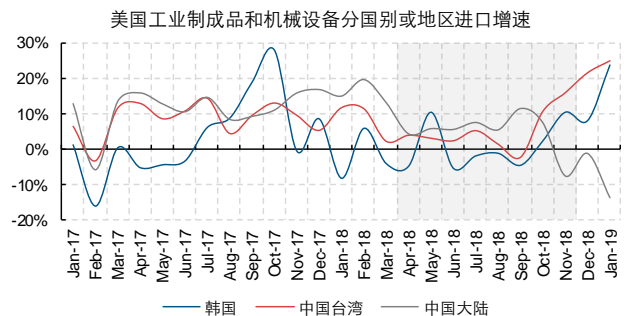
但从出口订单来看，中国台湾 2018 年表现不佳，而中国大陆在此方面也没有明显增长，在工业制成品和机械设备上的对美出口增速的差值较大可能源于抢运行为。以中国台湾对美出口增速曲线为基准，可以测得中国抢运部分占对美出口工业产成品和机械设备出口金额的 4.5%（抢运阶段）、2.3%（2018 年全年）。

图 17: 中国对美国出口总金额商品结构（2019 年 1 月）



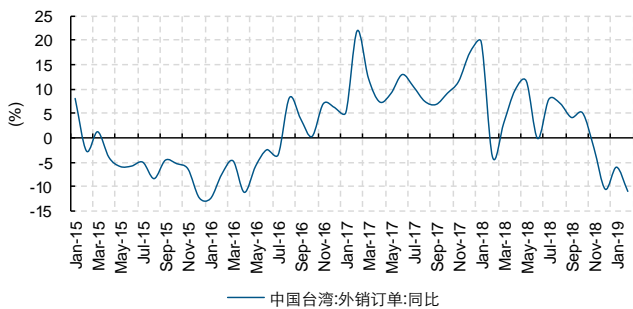
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 美国自中国大陆和韩国、中国台湾进口增速在抢运期间走扩



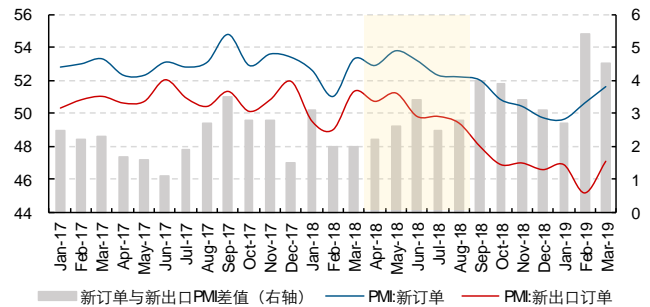
资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 19: 中国台湾的外销订单在 2018 年表现不佳



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 中国（大陆）在出口订单的增长也并未有明显的改善

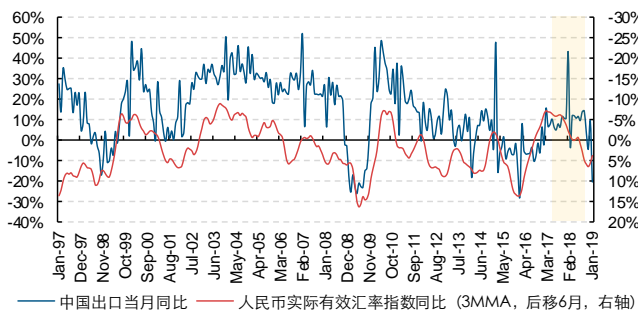


资料来源: Wind, 长江证券研究所

从中美汇率去看抢运：汇率作为经济比价与出口拟合较好

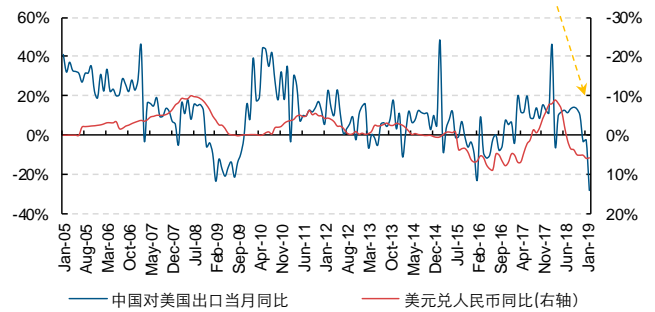
汇率作为货币比价指标乃至经济比价指标，涵盖宏观经济走势、购买力平价等与出口相关的要素，从企业角度看，汇率的变化必将对下期的出口行为有所修正，因此汇率对于出口具有较强的解释力度。数据表征上，人民币实际有效汇率指数同比变化与中国当月出口增速具有较强的领先滞后关系，约领先出口指标 6 个月。具体到美国，抢运影响下人民币与美元的汇率关系与中国对美出口有所背离，曲线凹凸性相异。

图 21: 2018 年下半年人民币汇率对出口由拖累转为支撑



资料来源: CEIC, 长江证券研究所 (注: 右轴汇率指数同比为逆序刻度)

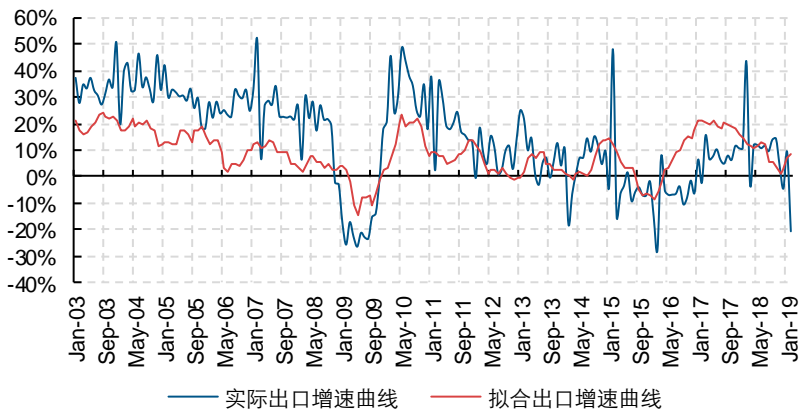
图 22: 在抢运影响下，出口曲线与汇率曲线凹凸性相异



资料来源: CEIC, 长江证券研究所 (注: 右轴汇率同比为逆序刻度)

通过汇率为单因素拟合不包含抢运因素的出口曲线，并以 2018 年实际曲线高出拟合部分计算，2018 年抢运部分占全年出口比例约为 2.0% (金额口径)。在抢运结束之后，自 2018 年 11 月起抢运背景下相对高位的出口增速开始回落，以此为时点计算抢运出口的消化部分，从 2 月出口数据看，抢运带来的需求透支影响已基本显现完毕，参考 3 月抢运影响已近结束。但未考虑到企业在此前汇率较大波动期或提前增大对冲手段的使用，所计算的抢运结果可能有所偏离。

图 23：由汇率单因素拟合的出口增速曲线与实际出口增速曲线

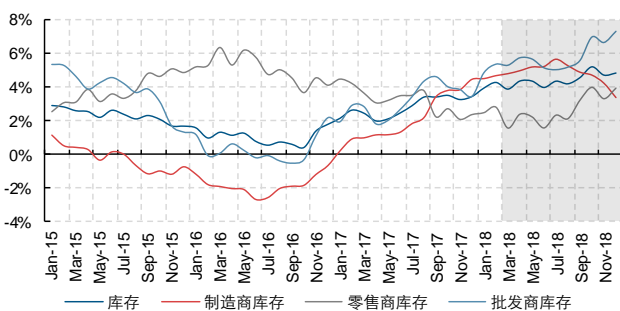


资料来源：Wind, CEIC, 长江证券研究所

从美国消费去看抢运：抢运推高库存，需求无法消化

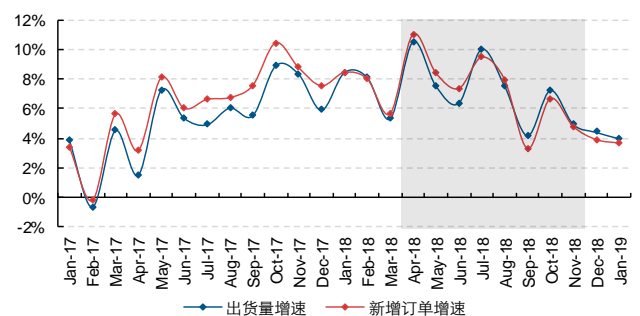
集运美线主要货种为家具、机电产品和纺织品，具有较显著的消费属性。抢运属于贸易提前，并未有需求提前，因此造成了美国本土供给和需求的差额，而在集运以产成品为主和陆地物流时间较短的背景下，库存是多余供给的唯一去处，同时高库存与相对较低的销售将共同反作用于生产端，2018 年 4 月后美国耐用用品的出货量和新增订单增速均出现较大幅度的下滑。

图 24：2018 年美国库存同比增速不断提升



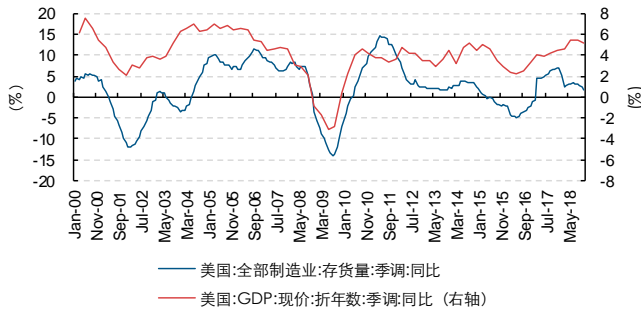
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 25：从耐用用品看，出货量和新增订单均自 2018 年 4 月后下滑

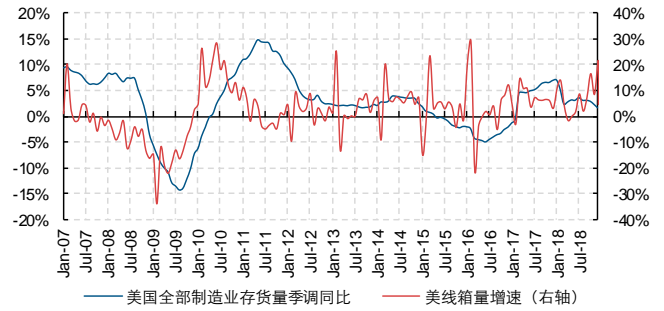


资料来源：Wind, 长江证券研究所

对于消费品而言，美国经济满足“生产+进口=库存+消费”的等式，美国库存周期与商业周期保持较强的一致性，库存数据表现与美国 GDP 较为吻合。因此我们用美国 GDP 去代替库存、以出货量增速表征生产端，以零售额作为消费端，去拟合美国自中国进口的增速曲线，**根据拟合曲线测算，抢运部分约占 2018 年美国自中国进口额的 2.2%。**

图 26：美国制造业库存量与美国 GDP 相关性较高


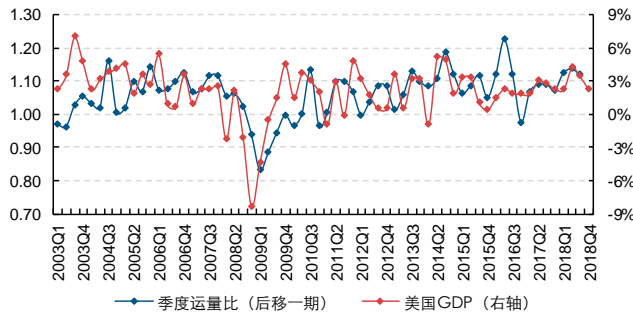
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 27：美线箱量与库存增速出现显著背离


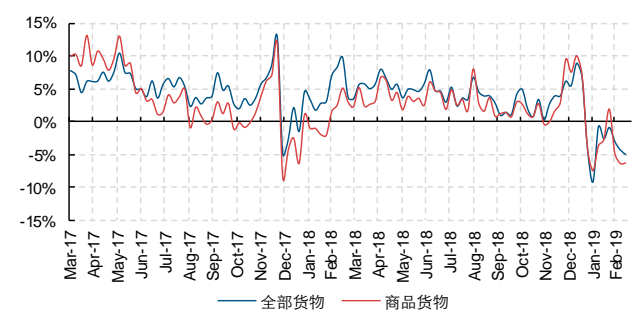
资料来源：Clarksons, Wind, 长江证券研究所

从陆地运输去看抢运：抢运带来铁路量价的反常表现

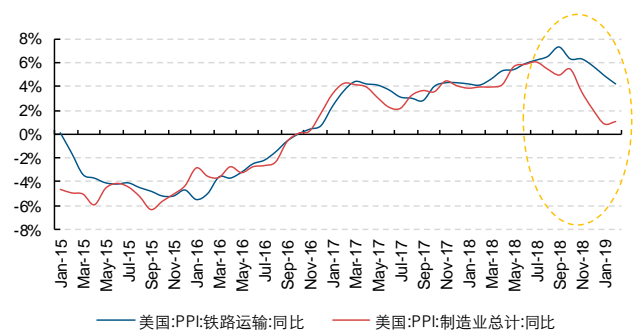
将视角放缩到中观层面，在美国发达的多式联运体系下，铁路运输为美国最主要的集装箱陆地运输方式，其与美国宏观经济具有较强的相关性。在抢运期间产生了美国库存快速提升的现象，商品的流转来看，自 6 月起美国铁路运输价格与制造业价格增速差开始走扩，对应着美线箱量增速的上升期，大概率由于抢运导致箱量提升而使得铁路运输量加大，供求短期失衡引致铁路运价的快速上涨。

图 28：美国铁路运输货运量与其宏观经济具有较强的相关性


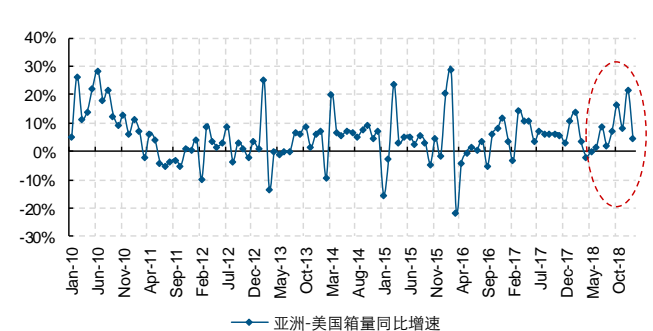
资料来源：北美铁路协会, Bloomberg, 长江证券研究所

图 29：2018 年美国铁路集装箱运量增速保持较高水平


资料来源：北美铁路协会, 长江证券研究所

图 30：2018 年 6 月起美国铁路运输业与制造业 PPI 增速差走扩


资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 31：美线箱量从 6 月开始走高


资料来源：PIERS, 长江证券研究所

考虑零售端对于运输端反馈作用，以美国 GDP 和家电、机械等主要适箱货种零售额对铁路运输量进行拟合，暂不考虑公路集装箱运输的分流影响，与铁路运价表现相同，明显的抢运现象始于 2018 年 6 月，抢运部分占美国 2018 年铁路运输总量比重为 4.0%，但不同于前几个视角，这里的抢运占比更偏向箱量。

抢运数量实际较小，实际高产能利用率推高 Q4 运价

综合前述测算结果，通过货种、汇率、库存等方面推演，从金额角度看抢运效应约占全年总量的 2.0% 左右（中美间进出口），而在 2019 年 2 月已经大幅消化抢运影响。另一方面，从铁路运输角度测算的抢运效应约为 4.0%，即抢运效应对于集装箱量的影响或在 4.0% 左右水平。根据上述几种测算的进一步模拟，参考 3 月份进出口数据，抢运带来的需求消减或已消逝，但由于抢运造成的高基数效应将自 4 月开始拖累出口增速。

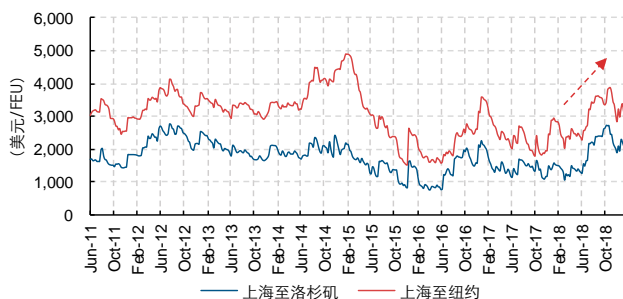
表 2：抢运效应测算结果汇总

视角	对应抢运口径	抢运效应（对应全年）
抢运货种	金额	2.30%
汇率影响	金额	2.02%
商业库存	金额	2.20%
铁路运输	箱量	4.05%

资料来源：长江证券研究所

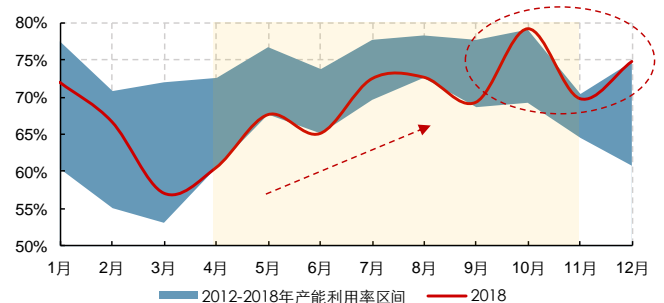
总结而言，抢运虽然在 2018 年下半年推高了集运运价，但体量占比较小，主要由于在 2018 年集运在需求仍存韧性以及班轮公司基于较为悲观的贸易预期有所控制运力的背景下，产能利用率被持续推高，美线运价持续提升，因此，考虑抢运透支与基数效应，行业在 2019 年需求或略有承压，将带动运价下滑。

图 32：2018 年下半年美线运价走高



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 33：2018 年下半年产能利用率被推高



资料来源：PIERS, 长江证券研究所

注：全球集运产能利用率使用美线箱量进行拟合，存在月度偏差

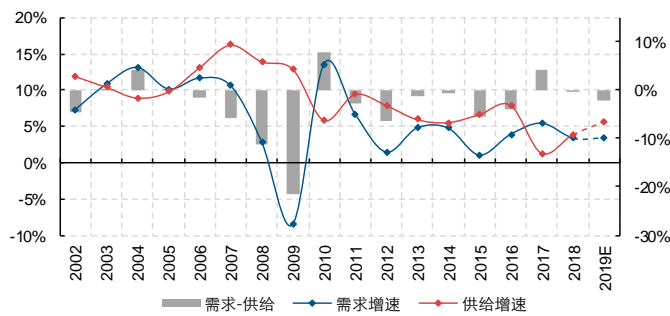
竞争格局趋于稳态，供给端有望中期改善

长期的需求端或许受到欧美经济的压制，但是消费端的数据回落往往需要在经济下滑尾端得以验证：欧洲经济消费稳定，美国经济中消费占比高达 68%，因此中短期内需求压力可能是缓慢增加，在竞争格局趋于稳态，在手订单处于历史低位的背景下，行业中期供给或将改善，预计景气度有望开启上行通道。同时考虑航速下，当前利用率实际处于高位，也降低了库存产能对于未来需求反弹的对冲。

目前的冗余运力积压源于前期的脱轨扩张

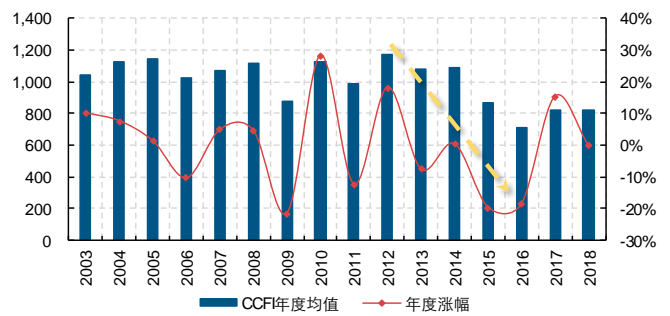
金融危机后随欧美经济大幅度滑坡、消费数据的走弱，集运需求增速中枢迅速下移，但航商仍保持扩产势头，造成了 2010-2016 年间行业景气度的不断下行。从历史看，航商的扩产行为是主动的，主要出发点是大船化以降低单箱成本，集运行业对上游（燃油、码头）和下游（客户）的长期低议价能力导致航商持续保持“低成本策略”。

图 34：在需求增速下台阶后，行业供给增速仍处于相对高位



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

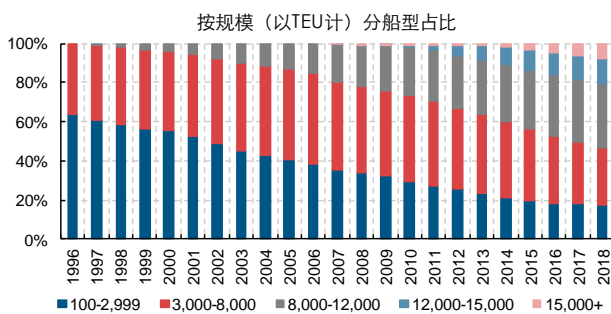
图 35：2012-2016 年间的运价持续走低



资料来源：Wind, 长江证券研究所（注：CCFI 以 1998 年 1 月 1 日为 1000）

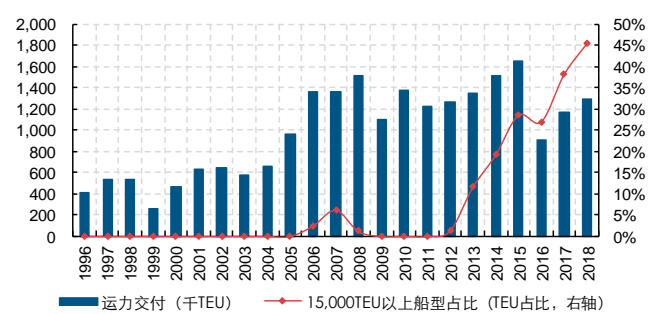
不可否认，单船规模提升为表征的产能更新一直是班轮公司秉持“低成本策略”的主要发展方向，但在需求中枢下移后由行业龙头马士基引入 3E 级（15,000TEU+）船只开启的“大船”军备竞赛，导致了在行业低增长时期运力的脱轨增长，直接引致目前的运力积压，导致行业长期处于下行区间。

图 36：以单船规模提升为代表的产能更新是行业发展内在规律



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

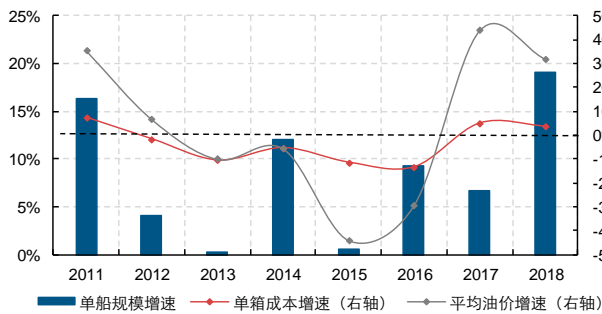
图 37：2012 年后 15,000+TEU 船型占交付量比例快速上升



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

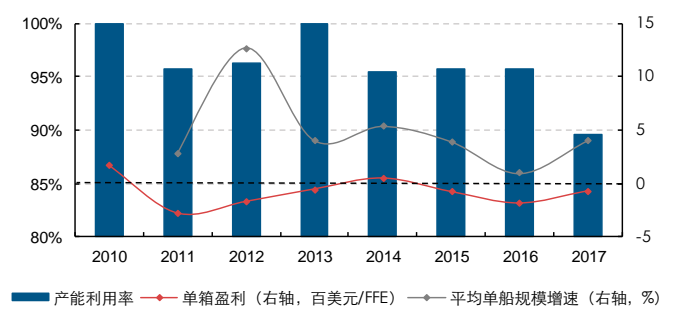
从行业竞争向企业盈利传导来看，新一轮的大型船舶化进程中，虽然如同此前产能更新一样，带来了单箱成本的降低，但并未直接带动单船盈利的上升，由于运力冗余，装载率即产能利用率的降低使得单船规模增长并不能带动单箱盈利的上升。从行业龙头马士基表现看，船舶规模扩大并不能改变单箱盈利增长乏力的困局，从 top10 的班轮公司在手订单（由于交付的时滞，在手订单代表过去的发展策略）看订单平均规模均大于自有，运力的过剩积压导致行业供给端压力逐步增大，从而面临景气向下的局面。

图 38：以马士基为例，大船化对于单箱成本的降低有一定作用



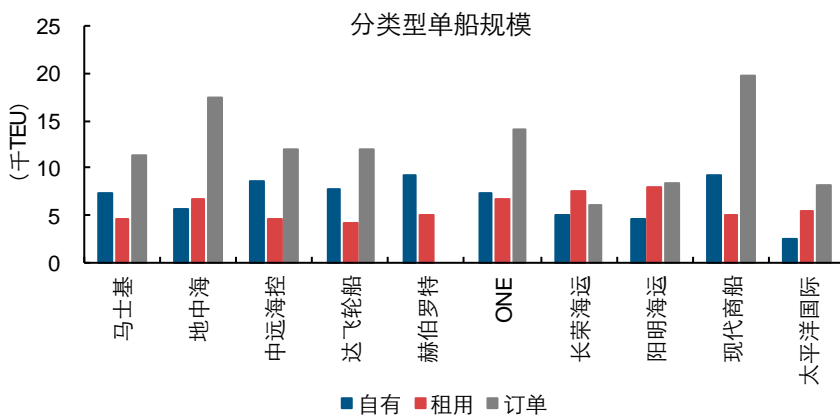
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：装载率下滑使得船均规模增长并不能带动单箱盈利的上升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

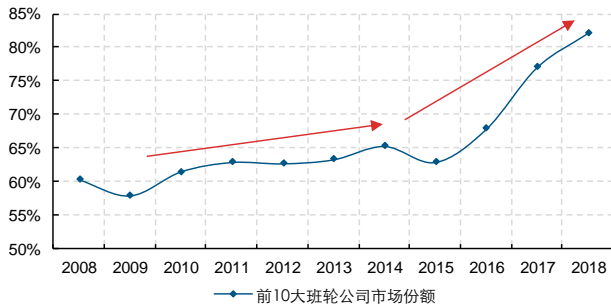
图 40：前 10 大集运船东订单的平均单船规模地中海和现代商船较高（截至 2019 年 2 月 15 日）



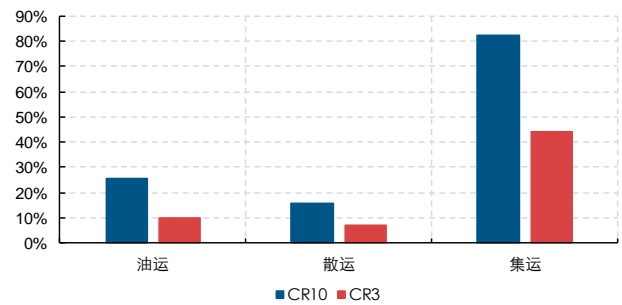
资料来源：Alphaliner，长江证券研究所

竞争格局阶段性趋于稳态，班轮公司战略已有调整

行业在经历了一个较长的低迷期，经历马士基收购汉堡南美、中远海控收购 OOCL 等洗牌后，龙头公司集中度进一步加强，以船队规模计，目前的集中度较 2015 年有较大幅度的提升。固然高于 1000 的 HHI 指数证明行业仍然保持较高的竞争性，但联盟的存在以及产业背景等因素形成了行业集中度进一步提高的天花板，行业竞争格局步入阶段性稳态，这也成为了班轮公司战略逐步调整以及行业产生协同效应的基础。

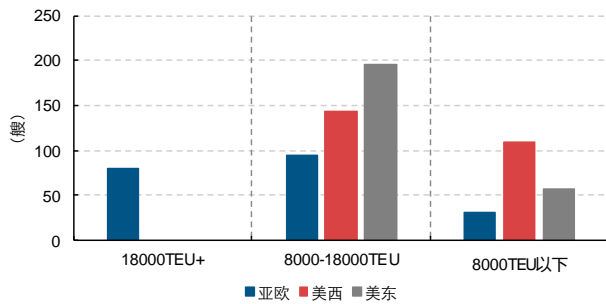
图 41：2011 年至今集运行业集中度快速提升


资料来源：Alphaliner, 长江证券研究所 (注：以年末运力计算市场份额)

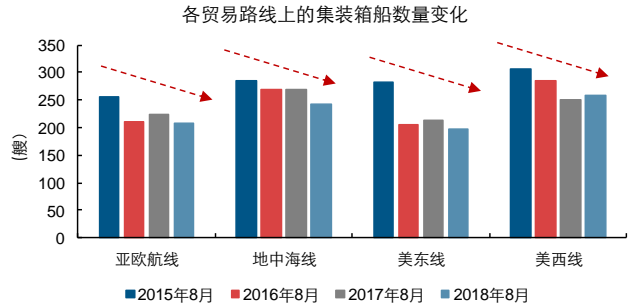
图 42：集运行业集中度显著高于油运和散运


资料来源：ALphaliner, Clarksons, 长江证券研究所

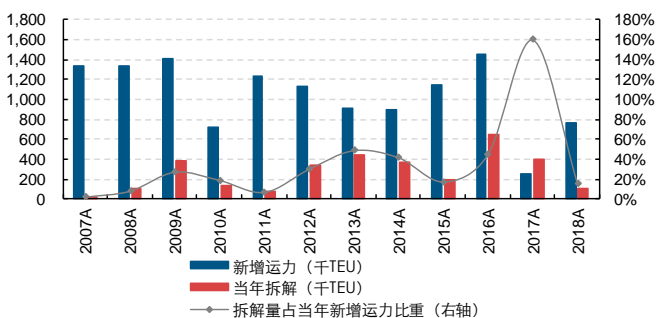
大型化船舶的产能更新进一步加剧了行业的竞争，并使得各主要航线运力已接近航线最大承载力。在产能更新后，航商普遍选择“阶梯替换”，拆船数量并未明显下降，并且使得主要航线单船规模均上升较快，同时使得在航线运量增速有限背景下航线可容纳船舶数量逐步递减，已基本接近航线的承载力。另一方面，联盟使得航商之间的实力得以均衡，头部公司的实力已基本一致，进一步争夺市场份额的难度加大。因此，整个竞争格局已逐步趋于稳态，此格局下航商逐步舍弃大船化策略，推动中期供给向好。

图 43：集运核心航线亚欧、亚美船型结构中大型化船舶占比较大


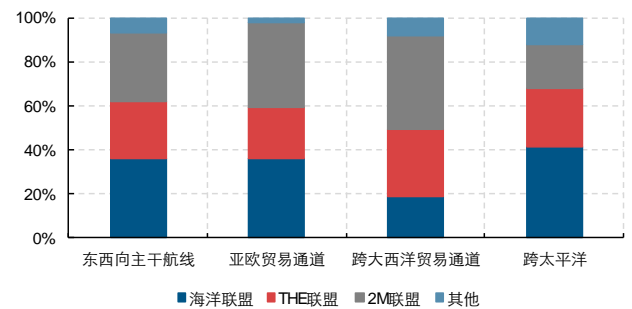
资料来源：BlueWater Reporting, 长江证券研究所

图 44：受大船化影响，主干航线船舶数量有所下降


资料来源：MDS, 长江证券研究所

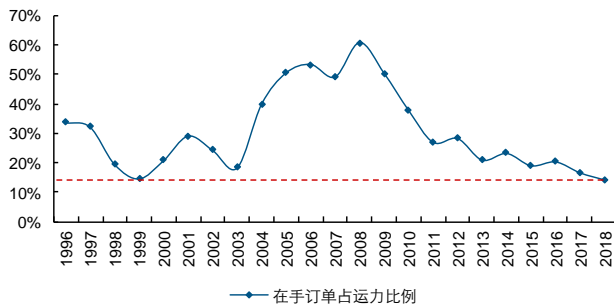
图 45：阶梯替换下，拆解量有所下降


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

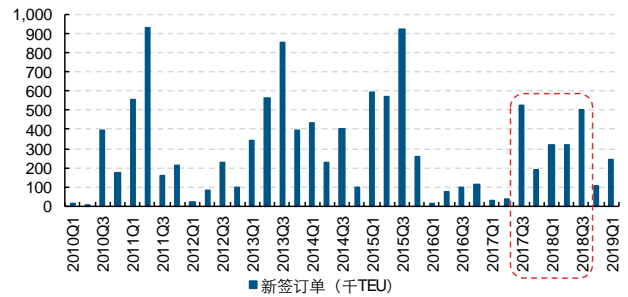
图 46：分航线各联盟市占率已达到较高水平


资料来源：MDS, 长江证券研究所

在 2017 年盈利改善后，2018 年新签订单增多，但是目前全市场的产能仍有待消化，在通过大船化争夺市场份额的难度增加后，消化存量运力或将成为班轮公司主要的策略方向。从在手订单看，其占有效运力比重已下降至历史低位，所代表的航商对于行业发展以及竞争格局的预测已逐步转变，发展策略也随之转变，利好行业供给向好。

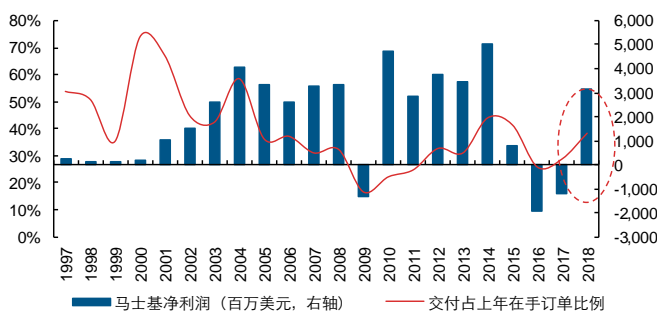
图 47：当前在手订单占有效运力比重处于历史低位


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

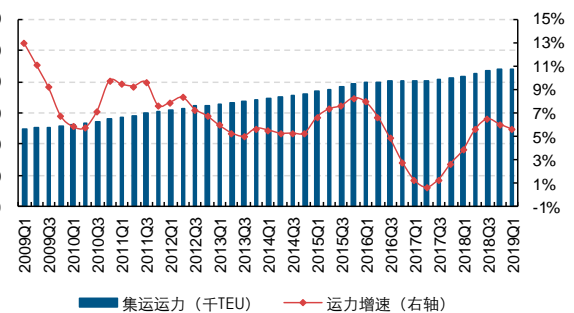
图 48：盈利改善使得 2018 年新签订单明显增多


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

以马士基利润情况作为行业盈利参考，受 2017 年盈利改善影响，班轮公司对于行业改善的信心增加，2017-2018 年运力交付比例明显恢复，与之对应的是 2017Q3 开始运力增速快速提升，而在班轮公司 2018 年盈利滑坡、发展策略变化的影响下，根据 Clarksons 预计，在 2019 年上半年前期订单部分集中交付，后续交付比例的下降将会助力运力增速逐步下台阶，缓解新增供给压力。

图 49：2017 年行业盈利改善提升 2018 年交付比例


资料来源：Bloomberg, Clarksons, 长江证券研究所 (注：集团口径追溯调整)

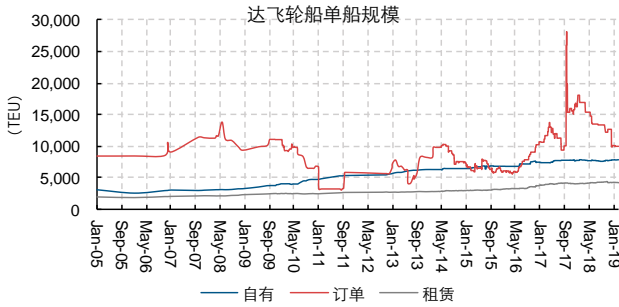
图 50：交付比例上升带来的运力高增长或将逐步消退


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

从班轮公司经营层面看，在行业经历长期熊市后公司现金流承压，大船化产能更新意愿受到一定抑制。较高的新船造价使得产能进一步更新受到制约，也并未通过租赁方式以增大单船规模，而二手船的低位价格也侧面印证旧船收购并非航商单船规模增大的选择，因此在全行业大船化进程停滞的阶段，此轮产能更新有望步入尾声，运力增速逐步

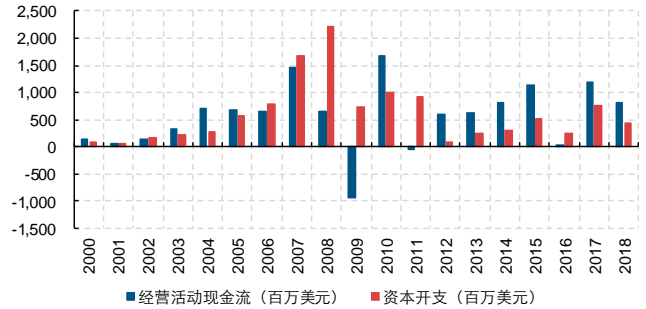
下台阶可能性增加。从马士基、达飞轮船近期对货代公司的收购行为看，也展现了头部班轮公司的发展策略由大船化已逐步转向了产业链扩展以提升话语权。

图 51：以达飞轮船为例，大船化依靠新订单而非租赁



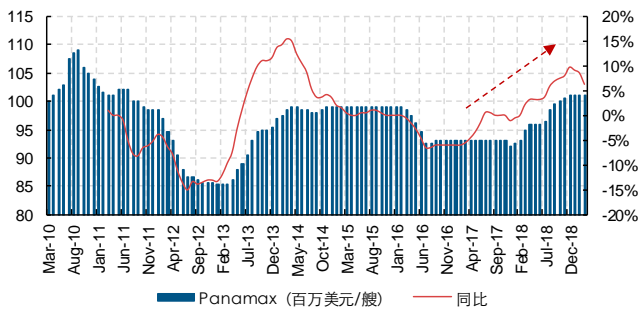
资料来源：Alphaliner, 长江证券研究所

图 52：以达飞轮船为例，现金流量对于资本开支存在制约作用



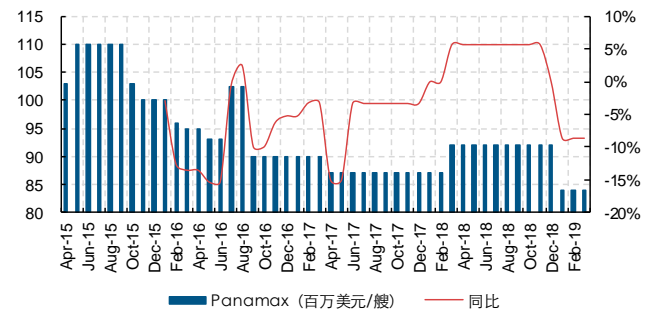
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 53：大型船舶新船造价的上涨将会带来收购压力



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 54：大型船舶二手船价格仍处于低点



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

综上，目前集运行业供给端压力随“大船化”为标志的产能更新进程暂缓将逐步缓解，同时低位的在手订单比例对于短期供给的改善有较强的支撑作用，**Clarksons（3月）、Alphaliner（3月）**给出的**2019-2020年**行业运力增速分别为**2.8%、3.2%和3.1%、3.6%**，预计集运行业中期供给改善确定性较强。

表 3：主要航运机构对于 2019 和 2020 年供给增速的预测（基于各机构 3 月月报）

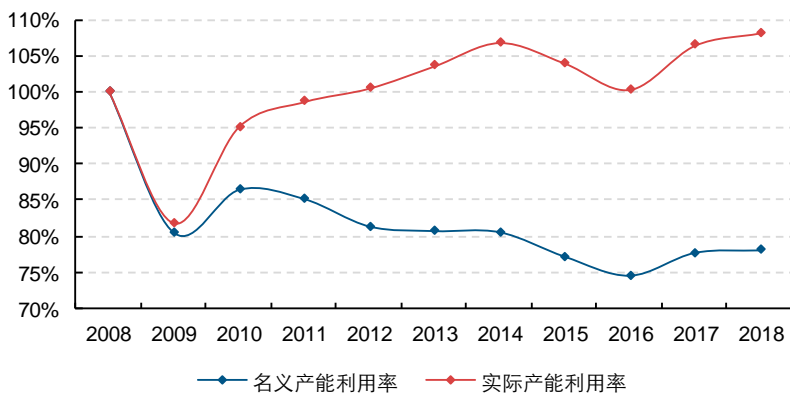
预测机构	2016	2017	2018	2019E	2020E
Alphaliner	1.8%	3.7%	5.8%	3.1%	3.6%
Clarksons	1.3%	3.8%	5.6%	2.8%	3.2%

资料来源：Alphaliner, Clarksons, 长江证券研究所

低船速造就高利用率与低闲置率

从制造业经验看，产能利用率是行业景气度的领先或同步指标。对于集运行业，以装载率作为产能利用率的参考指标，而名义产能利用率仅从定义出发考虑运量与运能，该项指标自 2010 年后下行明显。但航速对于运能影响是显然的，在主要贸易航线较为成熟下运距长期不变，航速直接影响实际产能（类似于工作小时数的影响），数据表征上，考虑航速因素后的实际产能利用率与名义产能利用率走势相异。

图 55：名义与实际产能利用率走势分化（以 2008 年产能利用率为 100%）

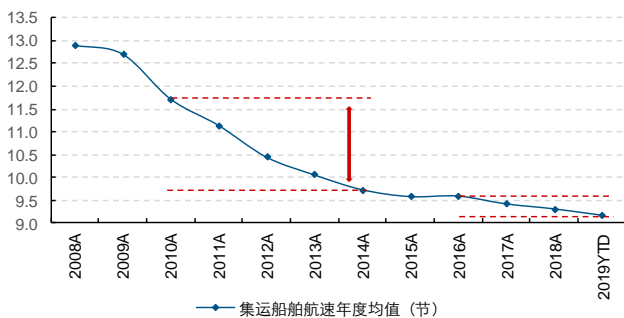


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所（注：实际产能利用率为名义产能利用率经航速调整后数值）

结合集运“低需求常态化（2010 年至今）”的区间表现来看，在此期间实际产能利用率有三个不同阶段的变化：

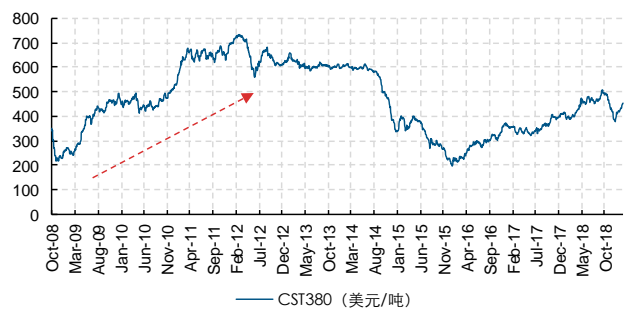
- 2010-2014 年，实际产能利用率与名义产能利用率差距不断增大，相对应的是平均航速的快速下降，体现了航速对于运力的稀释作用。由于船速降低 10%，可使燃油费用降低约 27%¹，因而此阶段对航速的驱动是高油价下燃油成本的制约，同时符合班轮公司“成本控制策略”的经营决策。

图 56：2010-2014 年为集运平均航速快速下降阶段



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 57：2010-2014 年燃油价格快速上升

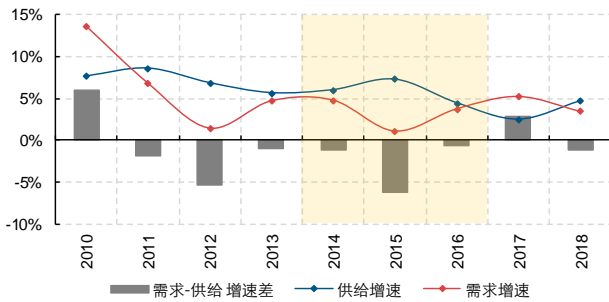


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

¹ 根据 $OC=kV^3$ ，燃油费用与航速的三次方成正比，k 为机能系数

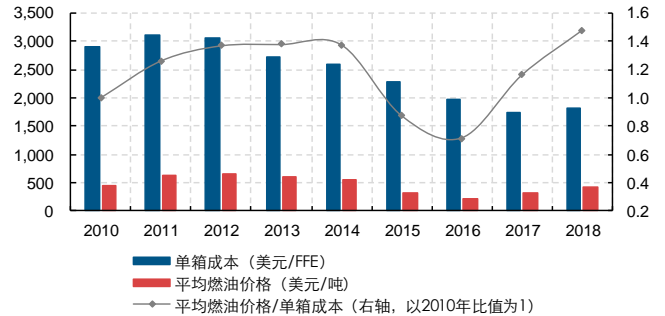
- 2014-2016 年，本阶段实际产能利用率与名义产能利用率同向走低，航速在此阶段基本持平，影响产能利用率的原因转为运力的大幅交付（以大型船舶为主）带来行业的供需失衡加大。而在油价走低的影响下，以燃油成本为主要考量之一的班轮公司保持住了现有航速，从而并未发挥出稀释运力的作用。

图 58：2014-2016 年间供需增速差为此阶段内最大值



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 59：以马士基为例，2014-2015 年燃油成本占比下降明显

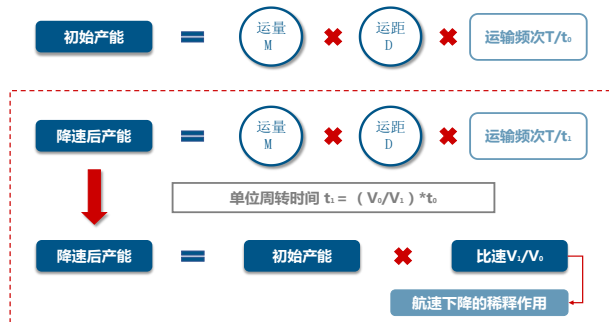


资料来源：公司公告, 长江证券研究所

- 2016-2018 年，实际-名义产能利用率差重回走扩趋势，随着燃油价格的逐步回升以及大型船舶交付的减少，航速下降空间较小，这也是实际与名义产能利用率走扩幅度不及 2010-2014 年区间的主要原因。

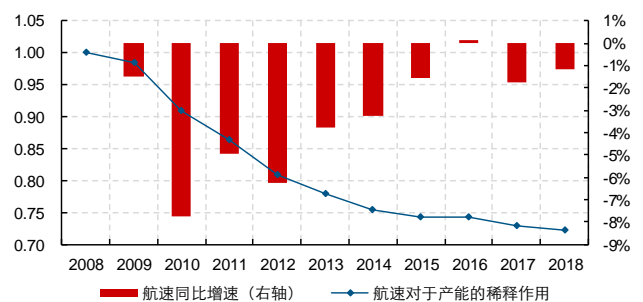
从历史变化看，航速对产能的稀释作用体现的较为明显，并且其变动跟随燃油成本。考虑 2020 年限硫令的影响，班轮公司燃油成本预计将进一步增大，行业供需结构仍将面临失衡状态下，航速对于运力的稀释以及燃油成本的节约可能依旧是班轮公司的主要选择。

图 60：航速对于产能的稀释作用可以用航速比来表征



资料来源：长江证券研究所

图 61：稀释作用边际变化随航速下降速率的趋缓而减小

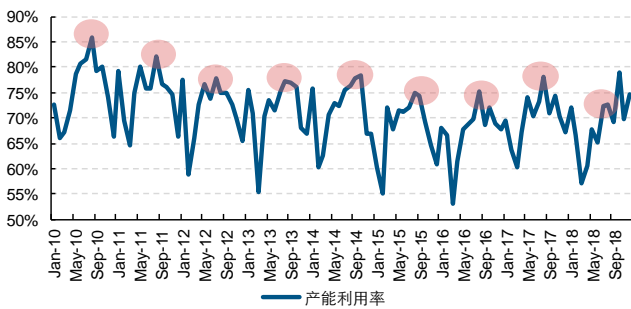


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

注：以 2008 年为参考，稀释作用 = 2008 年航速 / 当年航速

当前名义产能利用率较 2007 年高点有接近 25 个百分点的差距，而名义产能利用率忽略了航速的影响，近年来随大船化带来船舶经济航速的下降，考虑船速的差异当前的实际产能利用率处于较高水准，同时并不高的运力闲置率也是高产能利用率的另一侧面反映。高实际产能利用率降低了库存产能对于需求增长的缓冲，在行业景气反转期能够体现出更高的弹性。

图 62：实际产能利用率已达到较高水平（2018 年下半年受抢运影响）



资料来源：PIERS, 长江证券研究所

（注：月度需求以美线需求结合年度占比拟合）

图 63：当前集运力闲置率并不高



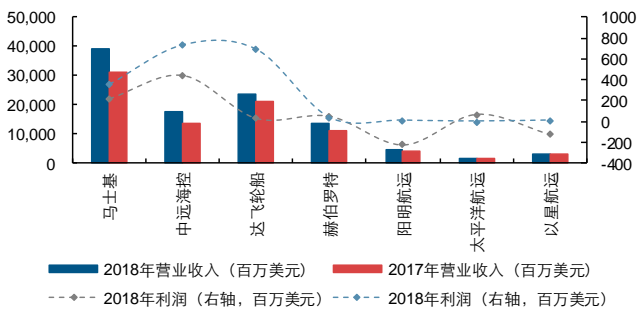
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

2018 年航商盈利仍薄，行业共识有望逐步形成

过去三年，行业经历了反复的变化，2012-2016 年间的长熊情绪在 2017 年得以反转，行业向上给予了船商更多的信心去完成此前的订单，但 2018 年在全球贸易环境与宏观经济面临一定的波动，需求增长不确定性增大，致使主干航线运价基本持平，在燃油成本压力增大下，头部班轮公司 2018 年增收减利现象较为普遍。

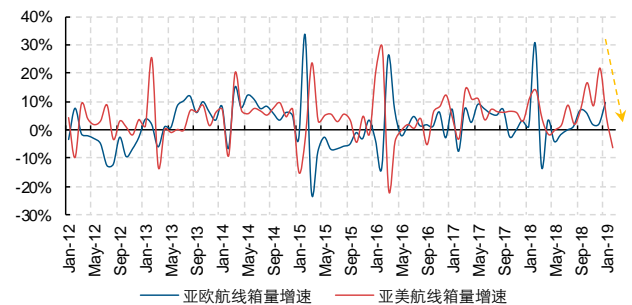
展望 2019 年，在需求端仍保持不确定性下，2019 年上半年运力集中交付与抢运削弱影响下，行业仍将承压，而 2020 年的低硫油政策对于行业成本端的压力临近，行业对于运力投放和价格制定的共识有望逐步形成。

图 64：2018 年头部班轮公司基本增收减利



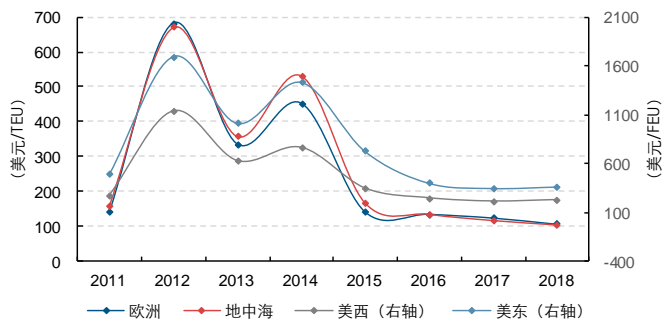
资料来源：公司公告，长江证券研究所（部分公司采用集运业务口径造成差别）

图 65：亚美、亚欧线箱量压力或将于 2019 年承压



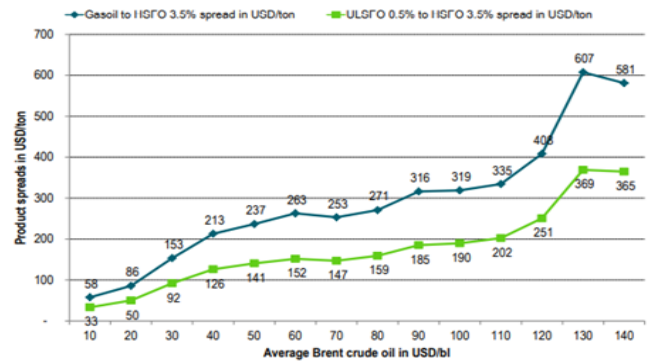
资料来源：CTS, PIERS, 长江证券研究所

图 66: 主干航线运价 2018 年较 2017 年近似持平



资料来源: Wind, 长江证券研究所

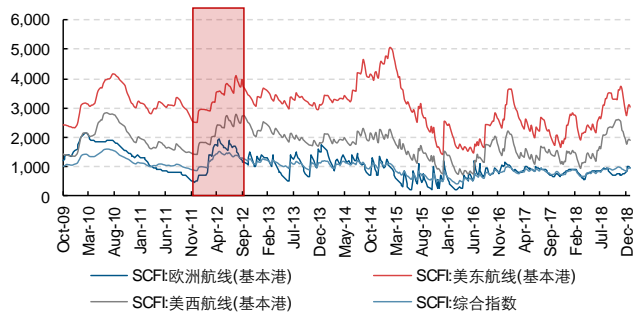
图 67: 限硫令将带来燃油成本增高的问题



资料来源: SEB, Bloomberg, 长江证券研究所

因此, 在行业经历了长期的熊市洗礼后, 班轮公司逐步达成一致, 产能扩张减速将对于供给产生积极影响并在价格竞争上将会有更强的协同性。行业虽然在短期仍将面临一定的需求压力, 但中期供给改善的期望正在逐步增加, 因此旺季航商提价成功可能性将有更大的提升。对于集运行业投资来说, 短期布局旺季提价期, 长期看好行业供需关系改善, 建议关注 A 股集运标的中远海控。

图 68: 2012 年协同提价的成功



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 69: 集运股指数展现出与集运行业表现相同的大小年趋势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

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: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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所, 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。