

贸易战是否影响了航运业复苏？ ——日美、中美贸易战对航运业影响的研究

2018年09月06日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	19E	20E	评级
中远海控	0.54	0.81	审慎增持
中远海特	0.17	0.23	审慎增持
中远海能	0.43	0.64	审慎增持
招商轮船	0.31	0.43	审慎增持

相关报告

《航运业月度跟踪(2018年7月):海控收购东方海外获重大进展,关注集运旺季表现》2018-09-05

《航运港口2018年中期投资策略:航运复苏与旺季共振,下半年运价有望迎来高弹性》2018-06-05

《航运业跟踪:四月底集运成功提价,运价明显恢复》2018-05-09

《航运业跟踪:2018年前3月VLCC拆船持续放量》2018-04-11

《航运业跟踪:3月干散货BDI指数有望迎来季节性反弹》2018-03-10

分析师:

吉理

jili@xyzq.com.cn

S0190516070003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

投资要点

- **日美贸易战并未对日美两国以及全球的贸易形势产生明显负面影响。**20世纪50年代至90年代,日美之间经历了几十年的贸易战,1985年以广场协定为标志贸易战全面升级。广场协定后1986-1995年间,以美元计价来看,日本出口金额年均增速为9.6%,仍保持较好增长;日本从美国进口金额平均增速11.3%,小幅高于从美国以外国家进口金额的平均增速9.6%;美国的进口金额年均增速为8.1%;全球出口金额年均增速10.1%,全球贸易形势整体良好;航运市场运价仅短暂下跌后就持续向上,未受到明显负面影响。
- **中美贸易战对航运需求直接影响有限。**1)目前贸易战涉及的商品对应全球海运量的比例很小。将潜在可能的也考虑在内,目前贸易战涉及的商品对应全球总海运量仅1.5%;2)贸易战涉及的商品主要是加征关税,理论上会带来这部分商品价格上升,从而导致对应的需求一定程度下降;3)参考日美贸易战的情况,并未对双方及全球贸易形势产生明显负面影响。不过如果贸易战继续恶化升级,对全球的经济增长产生一定的负面影响,那么可能会对航运需求产生间接的负面影响。
- **看好航运短中长期的回暖趋势。**长期,需求端贸易战或将加速中国产业转移,支撑航运中长期需求;供给端目前在手订单占运力比处于历史低位,国际环保政策加严,未来老旧船舶拆解有望加速,需求端及供给端都存在积极因素。中期,明后年航运业供给增速继续放缓;短期,三季度集运旺季表现良好,四季度油运及干散货将迎来旺季,今年旺季油运运价向上的弹性较大。
- **投资建议。**通过研究日美贸易战的历史、对中美贸易战的直接影响进行量化分析,我们认为中美贸易战对航运需求的直接影响有限,而换个角度思考或将加速中国制造业转移,支撑航运的中长期需求。**短期,我们认为航运股的股价表现已经反应或者至少部分反应了对中美贸易战的悲观预期,如果中美贸易战出现转机,航运股有望迎来估值修复;中长期,我们继续看好航运业复苏的大趋势,运价回暖有望带动航运公司盈利持续改善。目前航运股估值处在历史底部位置,具备配置价值,建议投资者择机布局航运股。**相关标的:中远海控(集运)、中远海特(特种运输,干散货相关)、中远海能(油运及LNG运输)、招商轮船(油运、散货及LNG运输)。

风险提示:中美贸易战影响超预期、全球经济及贸易形势恶化、航运需求上升低于预期、航运供给上升超出预期、海上安全事故、油价及汇率大幅波动、行业恶性竞争、政策性风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、日美贸易战时期进出口的变化	- 5 -
1.1 日美贸易战回顾	- 5 -
2.2 日本出口情况	- 7 -
2.3 日本进口情况	- 8 -
2.4 美国进口情况	- 9 -
2.5 全球贸易情况及航运市场表现	- 11 -
2、中美贸易战对航运需求的直接影响	- 12 -
3、对航运业短中长期的判断	- 16 -
3.1 长期：看好航运长周期向上	- 16 -
3.2 中期：2019-2020 年集运、干散货有望延续复苏，油运见底回暖	- 21 -
3.3 短期：三季度集运旺季表现良好，期待四季度油运、散货旺季表现	- 26 -
4、投资建议	- 30 -
5、风险提示	- 33 -
图表 1、上海出口集装运价指数（SCFI）分指数：美西航线（美元/FEU）	- 4 -
图表 2、波罗的海干散货运价指数（BDI，点）	- 4 -
图表 3、波罗的海原油运价指数（BDTI，点）	- 5 -
图表 4、日美贸易战主要历程	- 5 -
图表 5、1985 年广场协议后，日元大幅升值	- 6 -
图表 6、日本出口金额增速（CIF 价，美元及日元计）	- 7 -
图表 7、日本对美国及对美国以外国家出口金额增速（CIF 价，美元计）	- 7 -
图表 8、日本对美国出口金额占日本出口金额比例（美元计）	- 8 -
图表 9、日本从美国及美国以外国家进口金额增速（FOB 价，美元计）	- 8 -
图表 10、日本从美国进口金额占日本进口金额比例（美元计）	- 9 -
图表 11、美国进口金额增速（美元计）	- 9 -
图表 12、美国从日本进口金额增速及日本以外国家进口金额增速对比	- 10 -
图表 13、美国进口金额中不同经济体的占比	- 10 -
图表 14、美国贸易逆差中来自中国和日本的逆差占比（美元计）	- 11 -
图表 15、全球出口金额增速（美元计）	- 11 -
图表 16、BFI 指数走势（BDI 指数前身）	- 12 -
图表 17、中美贸易战主要进程梳理	- 12 -
图表 18、2018 年美国加征关税统计（截止 2018 年 9 月 5 日）	- 14 -
图表 19、2018 年美国挑起的贸易战涉及的海运量估算（基于 2017 年数据，百万吨，截止 2018 年 9 月 5 日）	- 14 -
图表 20、2018 年美国挑起的贸易战涉及的海运量占比估算（（基于 2017 年数据，截止 2018 年 9 月 5 日）	- 15 -
图表 21、美国进口金额中不同经济体的占比	- 17 -
图表 22、干散货、集运、油运运价历史走势	- 17 -
图表 23、不同船舶存量订单占当年运力比例	- 18 -
图表 24、集装箱船新造船订单（TEU）	- 19 -
图表 25、干散货船新造船订单（DWT）	- 19 -
图表 26、油轮 VLCC 新造船订单（DWT）	- 19 -
图表 27、集装箱船拆解量（TEU）	- 20 -
图表 28、干散货船拆解量（DWT）	- 20 -
图表 29、油轮 VLCC 拆解量（DWT）	- 21 -
图表 30、分船型不同船龄的运力占该船型总运力的比例	- 21 -
图表 31、全球集装箱船月度总运力（千 TEU）	- 22 -

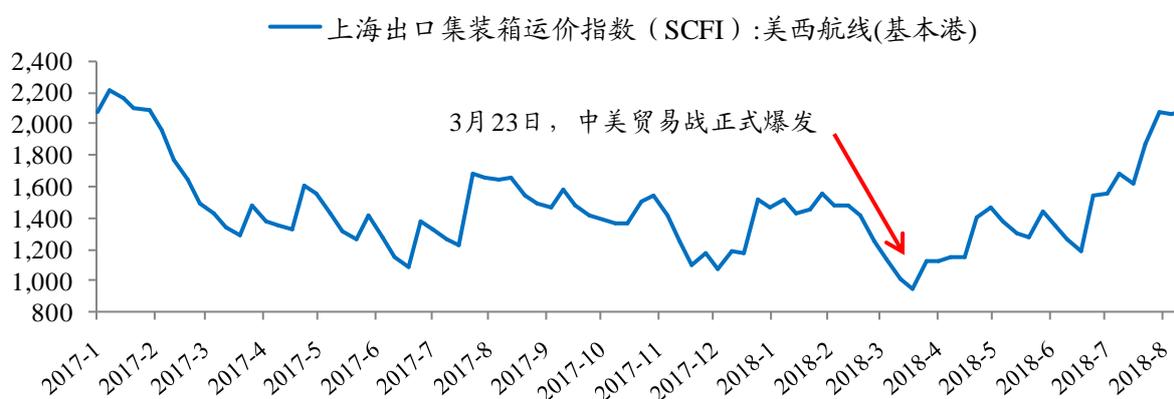
图表 32、全球集装箱船闲置率 (%)	- 22 -
图表 33、中国出口集装箱运价指数走势	- 23 -
图表 34、集运市场供求预测表	- 23 -
图表 35、干散货 BDI 指数走势	- 24 -
图表 36、干散货市场供求预测表	- 24 -
图表 37、全球油轮 VLCC 月度总运力 (百万 DWT)	- 25 -
图表 38、油运 VLCC 中东-日本航线日租金水平 (美元/天)	- 25 -
图表 39、油运 VLCC 市场供求预测表	- 26 -
图表 40、集运 SCFI 指数 2010-2017 年月度均值	- 26 -
图表 41、干散货 BDI 指数 2010-2017 年月度均值	- 27 -
图表 42、油运 VLCC 2010-2017 年日租金月度均值 (万美元/天)	- 27 -
图表 43、2018 年集运 SCFI 指数走势	- 28 -
图表 44、2018 年干散货 BDI 指数走势	- 28 -
图表 45、2018 年油运 VLCC 中东-日本航线日租金走势 (美元/天)	- 29 -
图表 46、伊朗海上原油出口量 (百万桶/天)	- 29 -
图表 47、中东海上原油进口量 (百万桶/天)	- 29 -
图表 48、2018.3.23 中美贸易战开始后主要航运股跌幅	- 30 -
图表 49、国内主要航运股 PB 估值水平 (以 2007 年 1 月 1 日至 2018 年 9 月 5 日的情况计算)	- 30 -
图表 50、中远海控历史 PB (A 股、H 股)	- 31 -
图表 51、中远海能历史 PB (A 股、H 股)	- 31 -
图表 52、招商轮船历史 PB (A 股)	- 31 -
图表 53、中远海特历史 PB (A 股)	- 32 -
图表 54、国内重点航运公司估值表 (2018.9.5)	- 33 -

报告正文

前言

2018年3月23日，美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，当场宣布将有可能对从中国进口的600亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购，中美贸易战正式爆发。从3月23日以后航运市场的运价走势来看，上海至美国西海岸的集装箱运价、国际干散货运价、国际原油运价暂时都未受到负面影响，反而都处在上升通道。目前贸易战仍在进行当中，后续会对航运市场产生怎样的影响？我们对上一轮日美贸易战以及此次中美贸易战的情况进行了研究。

图表 1、上海出口集装运价指数 (SCFI) 分指数: 美西航线 (美元/FEU)



数据来源: 上海航运交易所、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、波罗的海干散货运价指数 (BDI, 点)



数据来源: 波罗的海航交所、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、波罗的海原油运价指数 (BDTI, 点)



数据来源：波罗的海航交所、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1、日美贸易战时期进出口的变化

1.1 日美贸易战回顾

20 世纪 50 年代至 90 年代，日美之间经历了几十年的贸易战，50 年代至 80 年代初只涉及特定商品，1985 年以广场协定为标志贸易战全面升级，90 年代中期贸易战逐步消退。

图表 4、日美贸易战主要历程

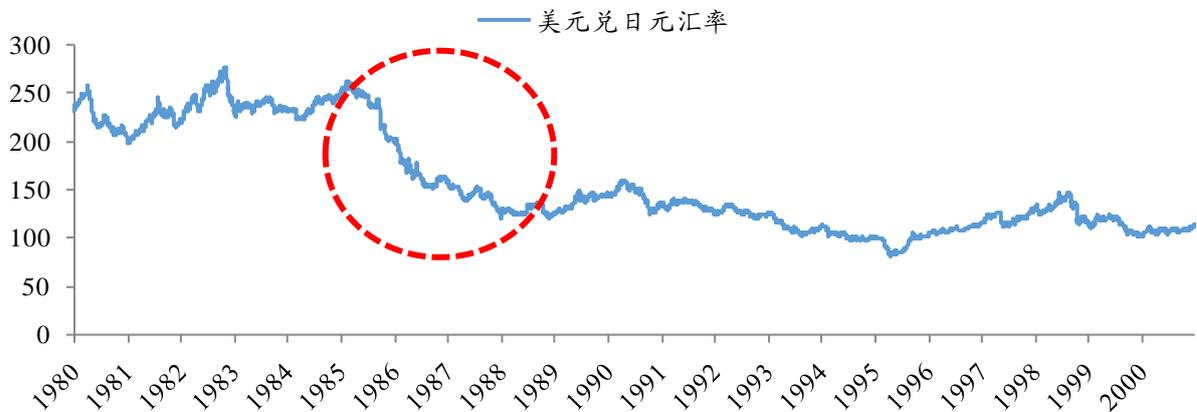
开始时间	内容	演变
20 世纪 50 年代	纺织品贸易战	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1955 年日美首次出现纺织品贸易纠纷; ✓ 1956 年 1 月日本开始对美棉制品出口实行自主限制; ✓ 1957 年双方签署《日美棉纺织品协定》; ✓ 1971 年，日美达成《日美纺织品》协定
20 世纪 60 年代	钢铁贸易战	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 20 世纪 60 年代开始，日美在钢铁领域频现纠纷; ✓ 1969 年 1 月，日本对美钢铁出口启动自主限制措施; ✓ 1985 年 2 月，日美之间达成协议，日本对美钢铁出口实行自主限制
20 世纪 70 年代	彩电贸易战	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自 1970 年 8 月，美国对日本制造的电视机及相关产品先后采取停止验关、认定倾销、要求自主限制出口、征收倾销税等措施，抵制来自日本的进口; ✓ 1977 年日美签订贸易协定，日本自愿限制出口
20 世纪 80 年代	汽车贸易战	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 80 年代，日本汽车接棒彩电，成为日美贸易战重心。1980 年 2 月，美国汽车劳动协会要求日本对汽车出口实行自主限制， ✓ 次年 5 月，日本决定将 1981、1983、1985 年对美汽车出口量分别控制在 168、185 和 230 万台; ✓ 除了自愿限制出口，日本还通过取消国内关税、汽车厂家赴美

		投资进行妥协。
20世纪80年代中期	日美贸易战全面升级	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1985年9月，美国召集西方五国财长和央行行长会议，达成“广场协议”，促使西方国家主要货币对美元升值，日本成为施压主要对象，日元大幅度升值，与1984年相比，1986年日元兑美元平均升值52.8%，1988年升幅90.4%。 ✓ 1988年美国出台新的有关贸易法，强化了《1974年贸易法》中的“301”条款，即启用所谓的“超级301”条款，根据该条款，美国有关部分可以对其认定的贸易对象国的不公正交易惯例等行为进行调查，并就取消该交易惯例等进行谈判，如果与已认定的有问题的国家的谈判在3年内没有结果，则可对该国采取报复性措施。日本成为美国实施“超级301”条款的主要对象，在对日钢铁、汽车、半导体等领域都曾动用过。 ✓ 这一时期，日美贸易战不仅涉及农产品、半导体、汽车零部件等制造业领域，也扩展到建筑、金融等服务业以及投资、企业系列制、商业惯例等方面，美国指责日本的经济结构、制度、商业习俗等阻碍了外国产品进入日本市场。
20世纪90年代中期	日美贸易战逐步消退	随着日本“泡沫经济”崩溃，中国等新兴市场对美出口日益扩大，美国对日贸易逆差逐渐收窄，日美贸易战逐步消退

资料来源：徐梅著《日美贸易摩擦再探讨》、兴业证券经济与金融研究院整理

1985年广场协议后，日元迅速大幅升值，与1984年相比，1986年日元兑美元平均升幅超过50%，1988年升幅达90%左右。日美贸易战全面升级，对日本经济产生了一系列的影响，我们主要研究1986-1995年间日美双方以及全球进出口的变化、航运市场的表现。

图表5、1985年广场协议后，日元大幅升值

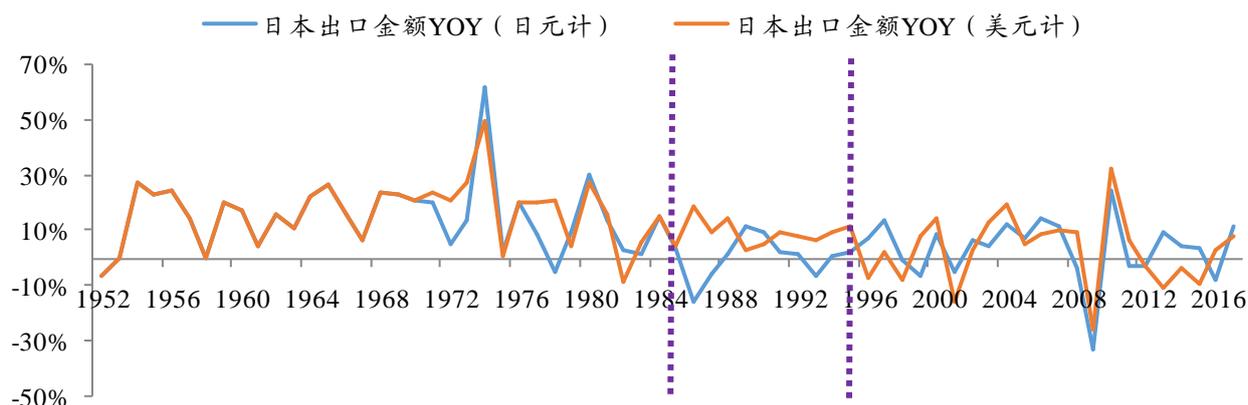


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 日本出口情况

从日本出口金额的增速来看，广场协定后 1986-1995 年间，以美元计价的日本出口金额年均增速为 9.6%，仍保持较好增长。其中前三年（1986-1988）出口增速反而有一波提升，分别为 19%、9.7%、14.6%。受日元大幅升值的影响，以日元计价的日本出口金额，1986 年下滑了 15.9%、1987 年下滑了 5.6%，1988 年开始恢复正增长，1986-1995 年间年均增速基本为零。

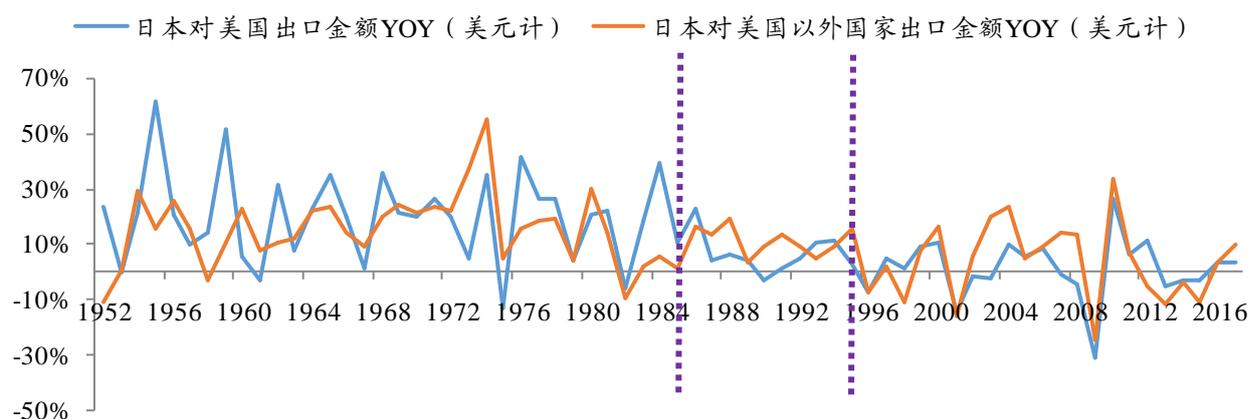
图表 6、日本出口金额增速（CIF 价，美元及日元计）



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

将以美元计价的日本对美国的出口金额增速及日本对美国以外国家的出口金额增速对比来看，1986-1995 年间，日本对美国的出口金额增速明显放缓，年均增速为 6.2%，前三年（1986-1988）为 23%、4%、6%。1986 年增速跳升，但随后明显放缓。对美国以外国家的出口金额增速有所提升，年均增速为 11.3%，前三年（1986-1988）为 17%、14%、19%，增速较快。

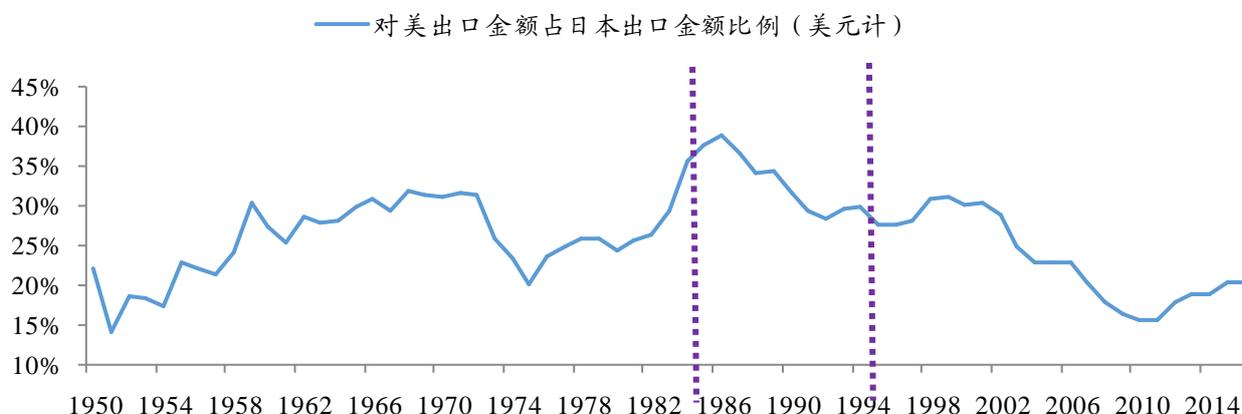
图表 7、日本对美国及对美国以外国家出口金额增速（CIF 价，美元计）



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

1986年日本对美国出口金额(美元计)占日本出口金额的比例达到历史最高39%，此后步入下行通道，1995年比例为28%，2005年为23%。

图表 8、日本对美国出口金额占日本出口金额比例(美元计)

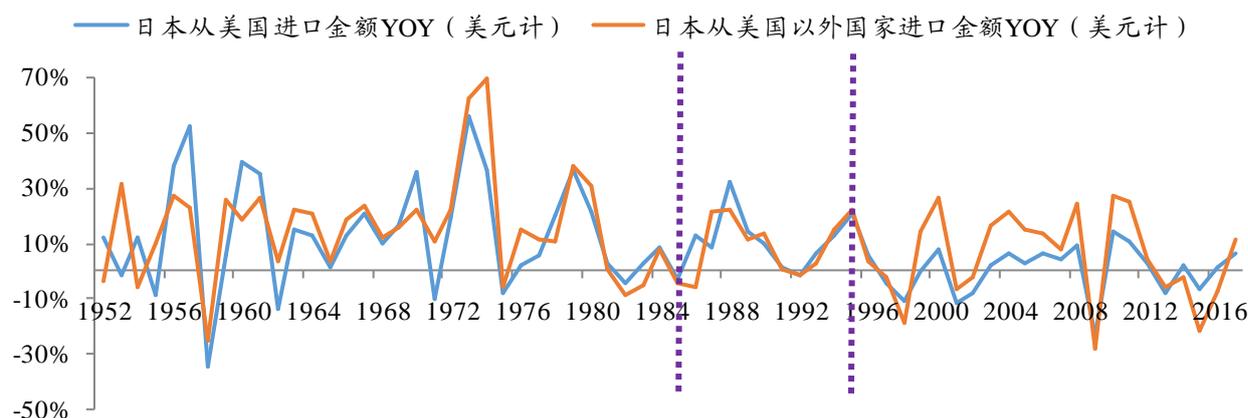


数据来源: IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 日本进口情况

将以美元计价的日本从美国进口金额增速及日本从美国以外国家的进口金额增速对比来看,前三年(1986-1988年),日本从美国进口金额增速13%、9%、32%,从美国以外国家进口金额增速-6%、21%、22%,而此后至1995年间,多数年份两者基本保持一致。1986-1995年间,日本从美国进口金额平均增速11.3%,小幅高于从美国以外国家进口金额的平均增速9.6%。

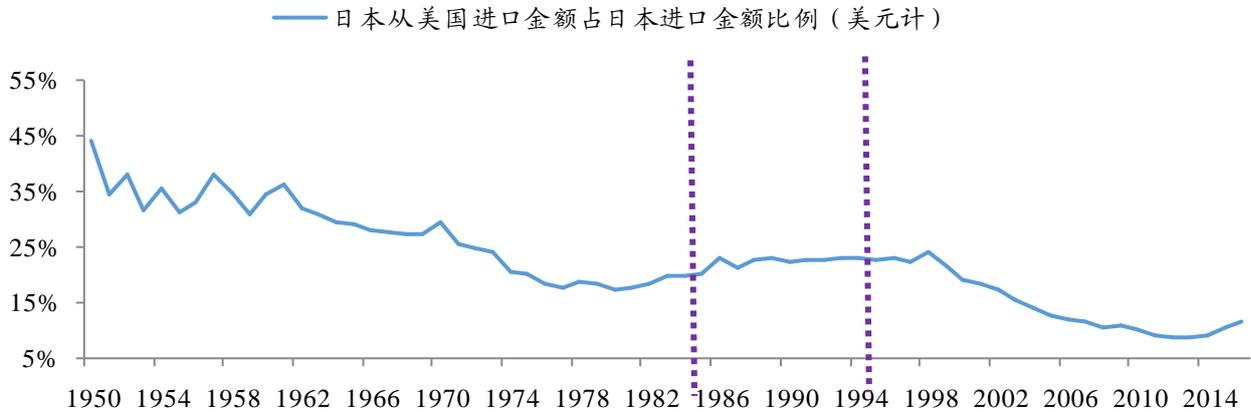
图表 9、日本从美国及美国以外国家进口金额增速(FOB价,美元计)



数据来源: IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

1986-1995 年间，日本从美国进口金额（美元计）的占日本进口金额的比例并没有显著的变化，多数年份保持在 22-23% 的水平。

图表 10、日本从美国进口金额占日本进口金额比例（美元计）

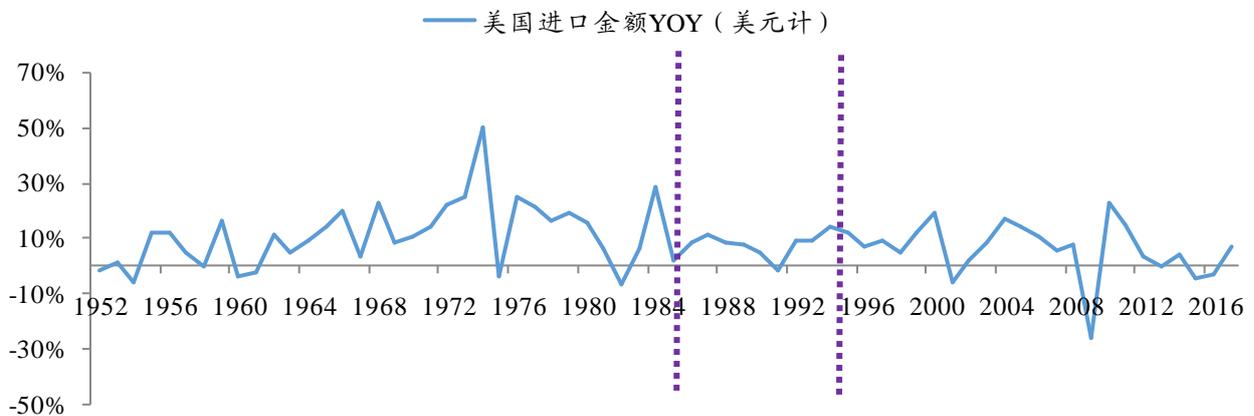


数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 美国进口情况

从美国进口金额增速来看，1986-1995 年间，美国的进口金额（美元计）年均增速为 8.1%，只有 1990-1992 这三年增速明显放缓，分别为 1.8%、4.9%、-1.7%。前三年（1986-1988）年美国进口金额增速为 8.5%、11%、8.3%。

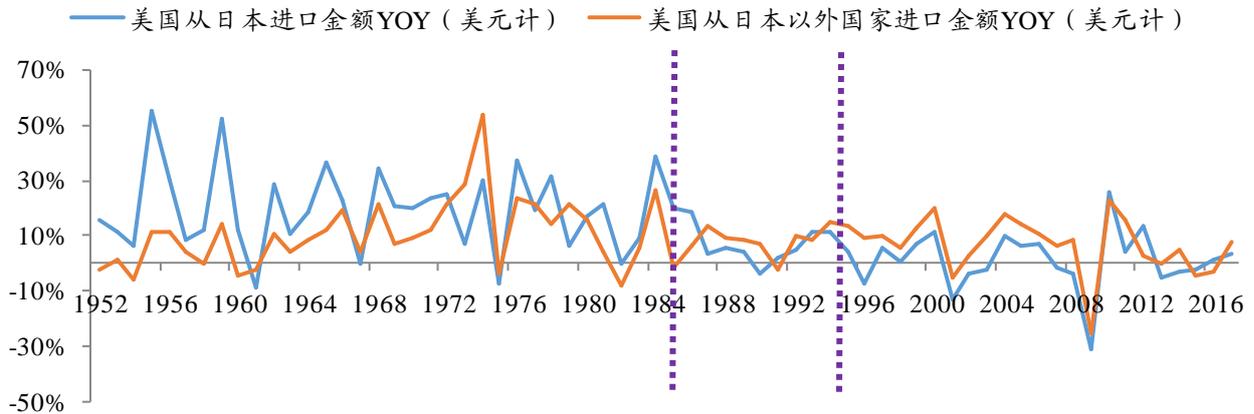
图表 11、美国进口金额增速（美元计）



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

将美国从日本进口金额增速及美国从日本以外国家进口金额增速对比来看 1985 年以后美国从日本进口金额增速迅速放缓，大多数年份中从其他国家进口金额的增速高于从日本进口金额的增速。1986-1995 年间美国从日本进口金额（美元计）年均增速 5.8%，从日本以外国家进口金额（美元计）年均增速 8.7%。前三年（1986-1988）美国从日本进口金额（美元计）增速为 18%、3%、6%，从日本以外国家进口金额（美元计）增速为 6%、13%、9%，第一年从日本进口金额增速有跳升，随后明显放缓。

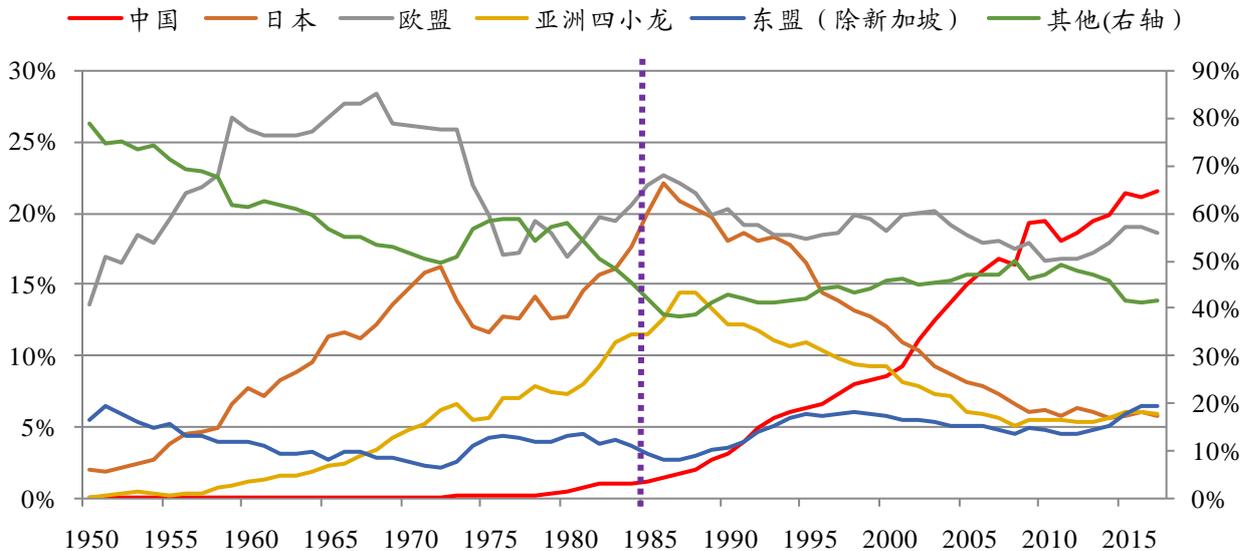
图表 12、美国从日本进口金额增速及日本以外国家进口金额增速对比



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

从 1985 年以后美国进口金额中不同经济体的占比变化来看，1986 年日本的占比达到历史最高的 22%，此后持续下行，亚洲四小龙的占比也呈现同样的趋势；中国的占比持续提升，东盟国家的占比在 1985-1995 年间出现小幅上升的趋势；欧盟以及其他经济体的占比相对稳定。

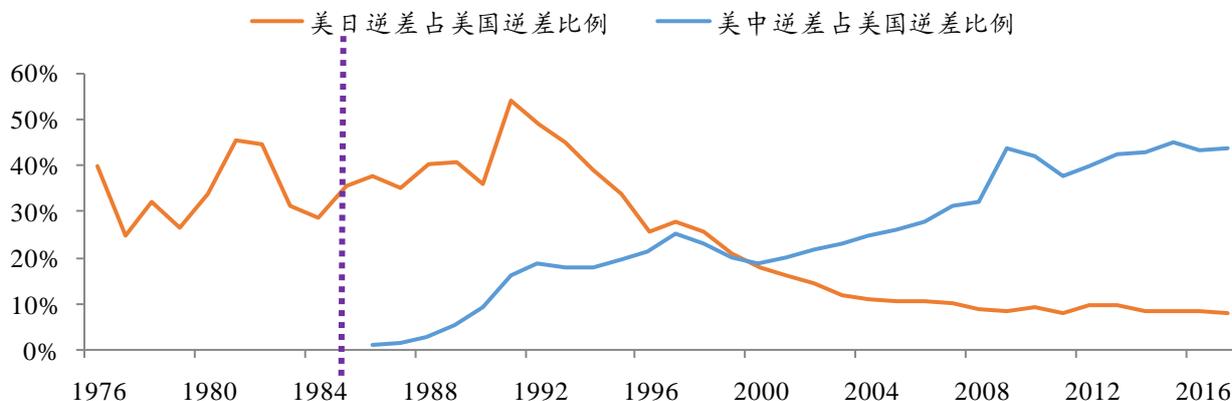
图表 13、美国进口金额中不同经济体的占比



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

1985 年广场协定后，日美逆差占美国逆差的比例并未立刻下降，直到 1991 年以后开始趋势性下降；1986 年美中逆差占美国逆差比例刚开始超过 1%，此后这一比例持续上升，2001 年后美中逆差占比超过美日逆差占比。

图表 14、美国贸易逆差中来自中国和日本的逆差占比（美元计）

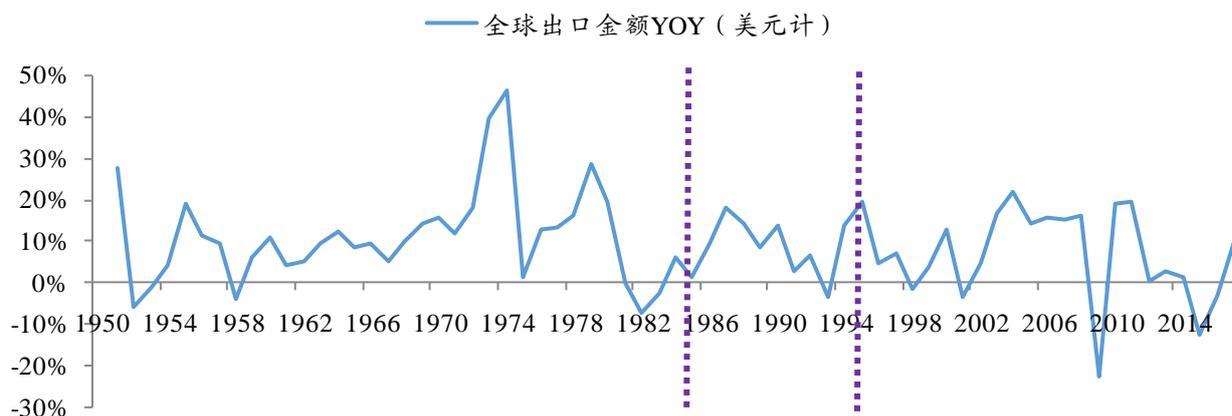


数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

2.5 全球贸易情况及航运市场表现

1986-1995 年间，全球出口金额年均增速 10.1%，全球贸易形势整体良好，仅有 1991-1993 这三年增速有所下滑，分别为 2.7%、6.5%、-3.5%。前三年（186-1988）全球出口金额增速分别为 9.5%、18%、14.4%，表现强劲，并未受到日美贸易战的负面影响。

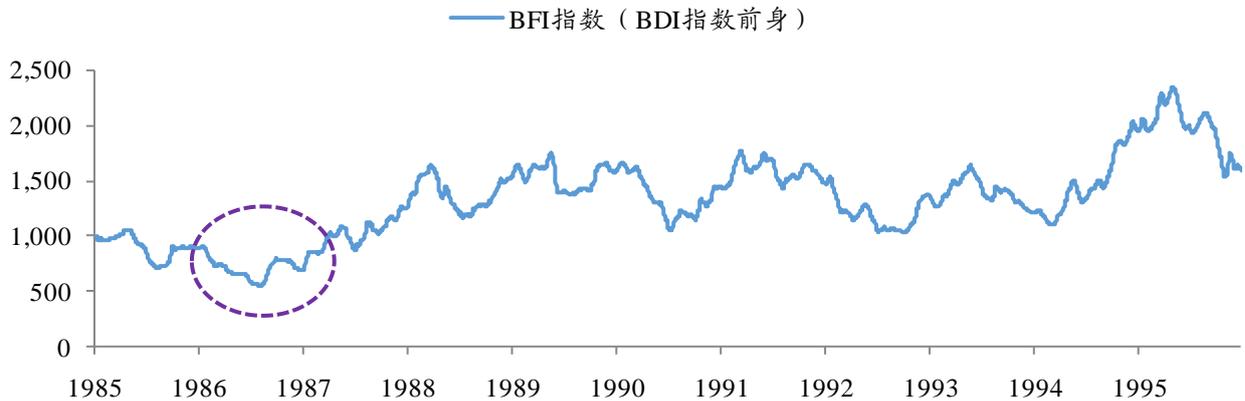
图表 15、全球出口金额增速（美元计）



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

从 1985-1995 年间 BFI 指数（BDI 指数前身）的走势来看，1986 年上半年干散货市场运价出现了明显下跌，BFI 指数从 1000 点跌至最低接近 500 点，创下这 11 年间的最低位，但到了下半年开始快速反弹 1988-1995 年间基本都在 1000 点以上运行。从这两组数据来看，日美贸易战并未对全球贸易及航运市场产生明显负面影响。

图表 16、BFI 指数走势（BDI 指数前身）



数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

2、中美贸易战对航运需求的直接影响

1985 年日美贸易战全面升级，30 多年之后，2018 年中美贸易战爆发。

图表 17、中美贸易战主要进程梳理

2018.1.23	美国总统特朗普批准对进口的太阳能电池板和洗衣机征收保护性关税，最高税率分别为 50% 和 30%，
2018.2.4,	2 月 4 日，中国商务部发布 2018 年第 12 号和第 13 号公告，决定即日起对原产于美国的进口高粱进行反倾销和反补贴立案调查。4 月 17 日宣布对美国进口高粱进口征收临时反倾销关税 178.6%，后于 5 月 18 日终止。
2018.3.8	美国总统特朗普 3 月 8 日签署公告，决定于 3 月 23 日起对进口钢铁产品征收 25% 的关税以及对进口铝产品征收 10% 的关税（即“232 措施”），涉及到中国出口的钢铝制品价值约 25.8 亿美元。
2018.3.23	美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，当场宣布将有可能对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购
2018.3.23	中国商务部 23 日发布针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单，拟对自美国部分产品加征关税。该清单暂定包含 7 类、128 个税项产品，按 2017 年统计，涉及对华约 30 亿美元出口
2018.4.4	美国发布对中国产品征收关税的清单建议，该清单涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业，包含大约 1300 个独立关税项目。美国贸易代表署建议对清单上中国产品征收额外 25% 的关税。2018 年，该清单中的中国商品向美国出口额大约为 500 亿美元
2018.4.4	中国商务部发布公告，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、玉米、小麦、牛肉、汽车、飞机和部分化学品等 14 类 106 项商品加征 25% 的关税。中国加征关税的商品金额约为 500 亿美元
2018.4.5	美国总统特朗普 5 日发表声明说，他已指示美国贸易代表办公室依据“301 调查”，考虑对从中国进口的额外 1000 亿美元商品加征关税是否合适。
2018.4.6	针对美方发布的或再对 1000 亿美元中国商品加征关税，商务部新闻发言人高峰 6 日发表

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	谈话指出，中方将不惜付出任何代价，必定予以坚决回击，必定采取新的综合应对措施，坚决捍卫国家和人民的利益。
2018.5.3/5.4	美国总统特使、财政部长姆努钦率领的美方代表团访问中国，中美经贸磋商就部分问题达成共识，双方同意建立工作机制保持密切沟通。
2018.5.17	美国总统特朗普在白宫会见刘鹤，特朗普表示，美中在经贸领域保持良好合作关系十分重要。美中应重点在能源、制造业领域加强贸易投资合作，扩大农产品贸易和市场准入，加强知识产权保护合作，为两国人民带来更多实际利益。
2018.5.18	商务部发布公告称，终止对原产于美国的进口高粱反倾销、反补贴调查；依据商务部 2018 年第 38 号公告征收的反倾销临时保证金如数退还。
2018.5.19	中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明。
2018.5.20/2018.6.02	中美启动第三轮磋商，美国商务部长罗斯和中国副总理刘鹤就贸易问题再度磋商，随后新华社报道磋商取得具体进展，同时也宣布如果美方出台贸易制裁措施达成协议将不会生效。
2018.6.15	白宫发布声明，将对自中国进口的 1102 种产品，总价值约 500 亿美元的商品征收 25% 的关税；第一组包含 340 亿美元的关税清单将于 7 月 6 日 12 时正式开征，第二组价值 160 亿美元的关税清单将进行评估。
2018.6.15	中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国 659 项约 500 亿美元的自美国进口商品加征 25% 关税，其中包含农产品，汽车等交通运输设备的 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日正式实施。其余价值约为 160 亿美元的美国商品加征关税时间另行通知。
2018.6.18	美国总统特朗普指示美国贸易代表确定总额约为 2000 亿美元中国商品的清单，声明如果中国采取报复性措施将对另外 2000 亿美元商品加征 10% 的关税
2018.7.6	美国正式对 340 亿美元的中国商品征收 25% 的关税，中国同时实施同等水平的关税措施。特朗普前往蒙大拿州出席集会时向随行记者表示，首先是 340 亿，两周后是 160 亿，然后有 2000 亿待关税，2000 亿之后还有 3000 亿待关税。
2018.7.10	美国总统特朗普授意下美国贸易代表办公室发布了对 2000 亿美元中国商品征收 10% 关税的计划。
2018.7.11	针对美国贸易代表办公室 7 月 10 日发表的《关于 301 调查的声明》中国商务部进行了驳斥，并指出这是对世界贸易体系的破坏。
2018.8.1	美贸易代表莱特希泽发表声明，拟将对 2000 亿美元中国商品的征税税率由 10% 提高至 25%。
2018.8.3	中国商务部宣布拟依法对自美国进口的约 600 亿美元产品按照四档不同税率 5%，10%，20%，25% 加征关税，若美国正式对中国出口 2000 亿商品征收 25% 关税，中方将即行实施上述加征关税措施
2018.8.8	美国公布第二批对价值 160 亿美元中国进口商品加征关税的清单，23 日起生效，中国宣布对美 160 亿商品实施同步加税。
2018.8.20	8 月 20 日起，美国贸易代表办公室(USTR)就总统特朗普计划对额外一系列总价值 2000 亿美元的中国进口产品加征关税一事，开始为期六天的公众听证会。

数据来源：新闻整理，兴业证券经济与金融研究院整理

我们主要研究贸易战对航运需求的直接影响，我们参考了 Clarksons 统计的 2018 年以来美国加征关税的情况以及对涉及的海运量的估算。

图表 18、2018 年美国加征关税统计（截止 2018 年 9 月 5 日）

	美国的行动	应对	对贸易战涉及海运量的估算
第一轮	美国对进口洗衣机及太阳能电池板加征关税（1 月开始执行）	中国对进口美国高粱征税（4-5 月执行，目前已经取消）	合计约 100 万吨（约 100 万吨集装箱货）
第二轮	美国对进口钢铝制品加征关税（3 月开始执行）	中国、欧盟、墨西哥、加拿大、土耳其加征报复性关税（已经执行），印度（已经提议，尚未落地）	合计约 3200 万吨（约 2200 万吨钢材、300 万吨集装箱货、500 万吨小宗散货、200 万吨煤炭、100 万吨粮食）
第三轮	美国对进口中国的 500 亿美元商品加征 25% 关税（7 月开始执行 340 亿，8 月开始执行剩下的 160 亿）	中国对进口美国的 500 亿美元商品加征 25% 关税（7 月开始执行 340 亿，8 月开始执行剩下的 160 亿）	合计约 7000 万吨（约 4000 万吨粮食、1000 万吨集装箱货、800 万吨原油、400 万吨小宗散货、300 万吨煤炭、300 万吨 LPG、100 万吨成品油、100 万吨化工品、40 万吨车辆）
第四轮	美国对进口中国的 2000 亿美元商品加征 25% 关税（已经提议，听证会结束，尚未落地）	中国计划反击（公布了拟对进口美国 600 亿美元商品加征关税）	约 3000 万吨（约 2400 万吨集装箱，400 万吨小宗散货，100 万吨成品油、50 万吨化工品）
第五轮	美国可能进一步对进口中国的 3000 亿美元商品加征关税（美国总统特朗普发表过相关言论，尚未正式提议）	中国可能反击，不过中国从美国进口金额有限	约 3300 万吨（尚未正式提议，只是存在可能，如果落地预计影响美国自中国进口剩余的集装箱货量）
第六轮	美国可能对汽车进口加征关税（尚未正式提议，只是存在可能）	欧盟正在准备加征报复性关税的清单，其他国家可能也会跟进	约 500 万吨（约 500 万吨汽车）

数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19、2018 年美国挑起的贸易战涉及的海运量估算（基于 2017 年数据，百万吨，截止 2018 年 9 月 5 日）

货种	贸易战涉及的海运量估算				
	已经执行的	已经提议的	存在可能的	合计	其中中美贸易战涉及的
干散货	63	10.8		73.8	51.6
其中粮食	40.8			40.8	39.9
其他干散货	22.2			33	11.7
集装箱货	10.5	27.7	33.3	71.5	69.7
油品		9.3		9.3	9.3
其中原油		7.7		7.7	7.7
成品油		1.6		1.6	1.6
其他货种（汽车、化工品、LPG 等）	7	4.8	5.5	17.3	5.7
合计	80.5	52.6	38.8	171.9	136.3

数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理 注：存在可能的是指美国总统特朗普发表过相关言论，但目前未正式提议

目前美国挑起的贸易战主要是针对中国，对其他国家加征关税的商品规模较小，参考 Clarksons 的估算，美国挑起的贸易战涉及的海运量中(包括已经执行、已经提议以及存在可能的)，约 80%是中美之间的。截止 2018 年 8 月 19 日，2018 年美国挑起的贸易战中：

- ✓ 已经执行加征关税的商品涉及的海运量，对应全球总海运量 0.7%。分货种看，对应全球干散货海运量 1.2%、全球集装箱海运量 0.6%。
- ✓ 已经提议加征关税，尚未落地的（主要是对中国 2000 亿美元商品加征关税），对应全球总海运量 0.5%。分货种看，对应全球干散货海运量 0.2%、全球集装箱海运量 1.5%、全球原油海运量 0.4%
- ✓ 存在加征关税可能的（主要是对剩余从中国进口的约 3000 亿美元商品加征关税），对应全球总海运量 0.3%。分货种看，对应全球集装箱海运量 1.8%。

图表 20、2018 年美国挑起的贸易战涉及的海运量占比估算（（基于 2017 年数据，截止 2018 年 9 月 5 日）

货种		贸易战涉及的海运量占比				其中中美贸易战涉及的
		已经执行的	已经提议的	存在可能的	合计	
干散货	对应全球干散货海运量	1.24%	0.21%		1.45%	1.02%
	对应全球总海运量	0.54%	0.09%		0.64%	0.45%
集装箱货	对应全球集装箱海运量	0.57%	1.51%	1.82%	3.90%	3.80%
	对应全球总海运量	0.09%	0.24%	0.29%	0.62%	0.60%
原油	对应全球原油海运量		0.38%		0.38%	0.38%
	对应全球总海运量		0.07%		0.07%	0.07%
其他货种（汽车、成品油等）	对应全球总海运量	0.06%	0.06%	0.05%	0.16%	0.06%
合计	对应全球总海运量占比	0.69%	0.45%	0.33%	1.48%	1.18%

数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理 注：存在可能的是指美国总统特朗普发表过相关言论，但目前未正式提议

我们认为目前贸易战对航运需求的直接影响有限：

- ✓ 目前贸易战涉及的商品对应全球海运量的比例很小。将潜在可能的也考虑在内，目前贸易战涉及的商品对应全球总海运量仅 1.5%。分货种来看，对应全球干散货海运量仅 1.5%、全球集装箱海运量仅 3.9%、全球原油海运量仅 0.4%，对应集装箱海运量的比例相对高于其他货种，因为中国主要向美国出口产成品，这是通过集装箱运输的。
- ✓ 贸易战涉及的商品主要是加征关税，理论上会带来这部分商品价格上升，从而导致对应的需求一定程度下降，但加征关税对需求的实际影响程度尚不确定。
 - 1) 据兴业证券宏观组研究，Aziz 和 LI 等文献估算得到中国出口价格弹性大致在 1.3-2.0%左右，取中值 1.65，加征 25%的关税会导致中国对美国的这部分商品出口下降约 40%，不过这仅是理论推算。
 - 2) 今年 4 月以来人民币对美元汇率经历了一波贬值，累计贬值的最大幅度达到 10%，一定程度上对冲了加征关税的影响。
 - 3) 贸易是全球化的，并不只是在中美之间展开，中美之间的贸易可能部分转移到其他国家。

- ✓ 参考日美贸易战的情况，日美贸易战全面升级的 1986-1995 年间，以美元计价的日本出口金额、美国进口金额以及全球出口金额并未受到重大冲击。 1986-1995 年间，以美元计价的日本出口金额年均增速为 9.6%，美国进口金额年均增速为 8.1%，全球出口金额年均增速 10.1%。
- 1) 从日本的情况来看，广场协定后，日本对美国的出口降速，但对其他国家的出口提速。 1986-1990 年间，日本对美国的出口金额（美元计价）年增速分别为 23%、4%、6%、4%、-3%，大幅升值的第一年，日本对美国的美元出口额出现跳升，随后增速迅速回落，但也仅到 1990 年才出现小幅负增长。而日本对美国以外国家的出口金额（美元计价）年增速分别为 17%、14%、19%、3%、9%，经历了连续三年的高速增长。
- 2) 从美国的情况来看，广场协定后美国从其他国家的进口提速。 1981-1985 年间，美国从日本以外国家的进口金额（美元计）增速为 4%、-8%、5%、26%、-2%，而 1986-1990 年间，这一增速为 6%、13%、9%、8%、7%。

我们认为贸易战对航运需求的直接影响有限，不过如果贸易战继续恶化升级，对全球的经济增长产生一定的负面影响，那么可能会对航运需求产生间接的负面影响。 从上一轮日美贸易战的情况来看，并未对全球贸易形势以及航运市场产生明显冲击。

3、对航运业短中长期的判断

3.1 长期：看好航运长周期向上

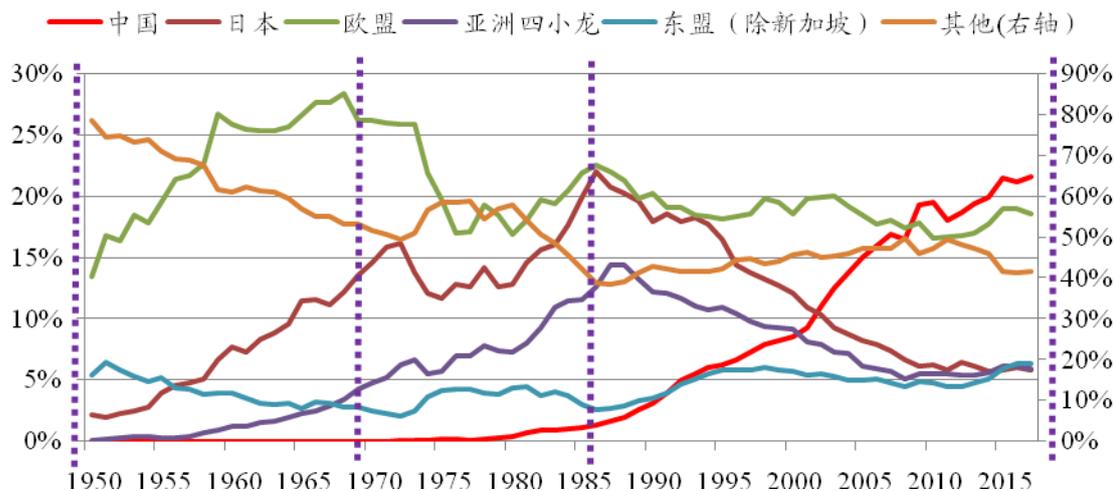
我们认为航运长周期拐点向上，主要取决于以下条件：

- (1) 需求端：生产制造端由高度集中走向进一步分工，即制造业在国别之间转移形成趋势，产业承接国出现贸易增长与基础设施再投资的正循环；
- (2) 供给端：航运供给端达成出清，运力交付压力释放

考虑到需求端及供给端存在一些积极因素，我们看好航运业长周期向上。

- 需求端，中国正在推动中低端制造业转移，中美贸易战或将加速这一趋势 过去 70 年间全球制造业发生了比较明显的转移。从美国进口结构的变化来看，二战过后的 50-60 年代，欧洲以及东亚的日本和亚洲四小龙（新加坡、香港、中国台湾、韩国）持续替代其他经济体对美国的出口；70-80 年代，日本以及亚洲四小龙继续崛起，制造业出现了明显的从欧洲往东亚地区的转移；90 年代开始，中国以及东盟国家（不含新加坡）开始承接产业转移，到 2001 年中国加入世贸组织后，中国制造业爆发，大规模替代了东亚其他国家对美国的出口。

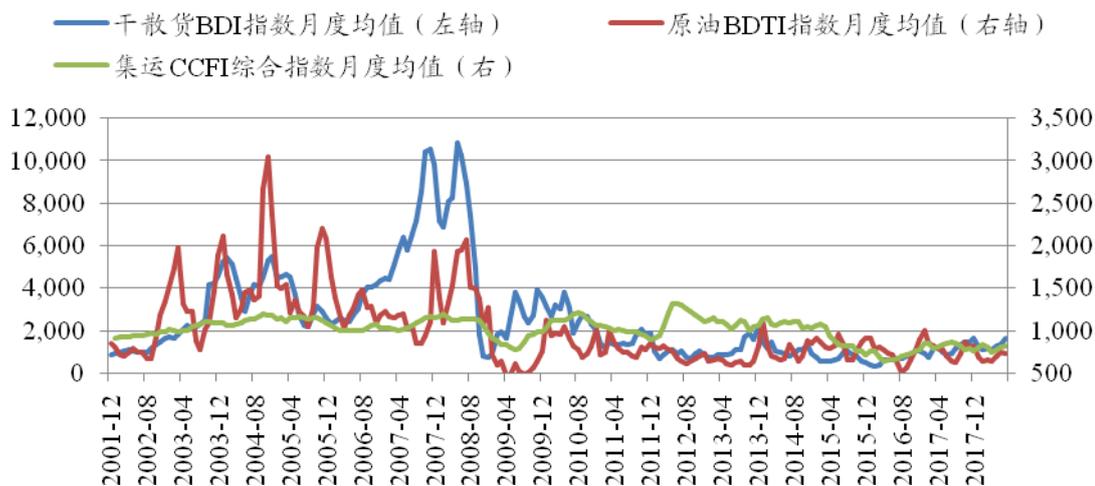
图表 21、美国进口金额中不同经济体的占比



数据来源：IMF、CEIC、兴业证券经济与金融研究院整理

东亚国家在以劳动力和土地成本优势承接产业转移同时，以积累的政府税收、企业利润进行了大规模基础设施投资和制造业资本开支，制造业条件的改善进一步吸引外资，以此带动了加工贸易和经济增长的正循环。东亚国家出口增长推动集装箱运输业的繁荣，同时基础设施投资和制造业资本开支带动了对铁矿石、煤炭、原油等基础原材料的需求，推动了干散货、油轮运输市场的繁荣。**东亚国家进出口增长的高度关联性，航运需求作为引致需求，表现为集运、干散货、油轮运输子行业大体上的同向波动。**上一轮制造业转移，中国对日本及亚洲四小龙的出口替代，带来了中国的崛起，也带来了上一轮航运的超级大周期。**从美国的进口结构来看，制造业从日本开始往中国转移的拐点出现在1986年附近，也就是日美贸易战全面升级后的第一年。**

图表 22、干散货、集运、油运运价历史走势

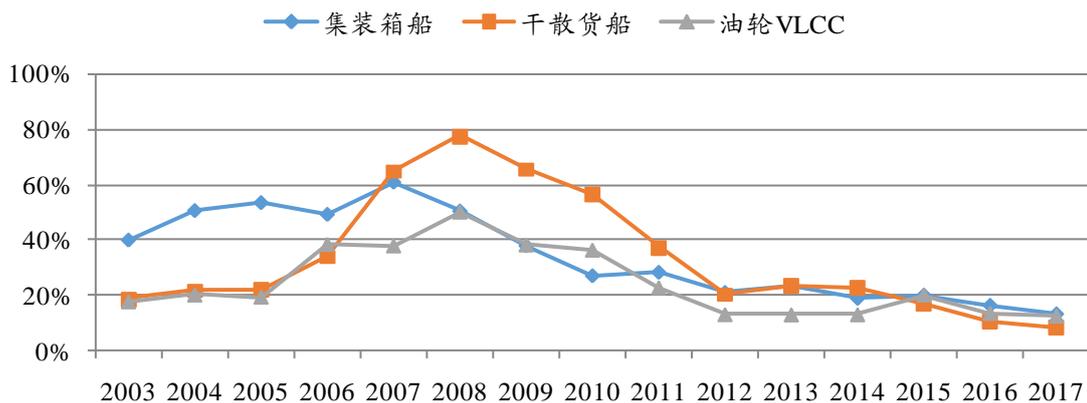


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1985年美国进口金额中日本的占比约为20%，2015年美国进口金额里中国的占比开始超过20%，2017年约为22%。1985年美日贸易逆差占美国贸易逆差的36%，2009年美中贸易逆差占美国贸易逆差的比例开始超过40%，2017年约为44%。1985年美日贸易战全面升级，30多年之后，2018年中美贸易摩擦全面升级为贸易战。我们认为贸易战对整体航运需求的直接影响有限，而近年来中国已经在致力于中低端制造业的转移以及制造业的转型升级，通过“一带一路”、“供给侧改革”等“战略，推动中低端产业往东南亚等地区转移，中美贸易战的爆发，或将加速中国的制造业转移，支撑航运的中长期需求。

● 供给端，在手订单占比处于历史低位，环保政策、贸易战或将推动运力退出经历了近十年的下行周期的消化，目前航运业的存量新船订单占运力比处于历史低位，意味着未来新增供给的压力处于历史低位。每一轮新船订单潮，都是建立在航运公司盈利丰厚、对市场前景非常乐观的基础上，目前尚不存在这样的基础。中美贸易战、环保政策（低硫排放公约）等都给航运公司的经营带来了一定的不确定性，预计将对新船订单形成一定抑制。

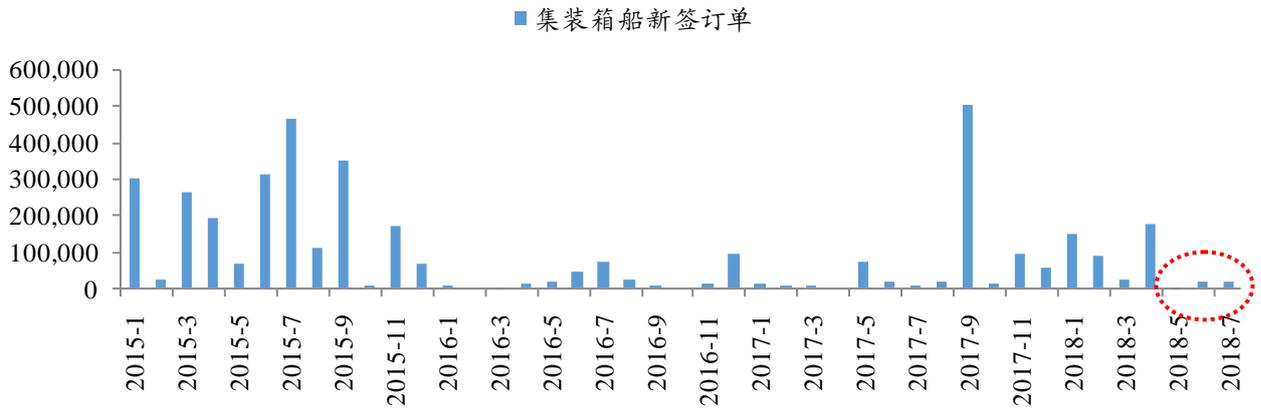
图表 23、不同船舶存量订单占当年运力比例



数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

集运市场受中美贸易战的直接影响相对高于干散货及油运市场，从集装箱船新签订造船订单来看，随着2017年集运市场回暖，2017年9月至2018年4月，出现了一些新签订单，不过订单量明显少于2015年。而2018年5-7月这连续三个月仅有微量新签订单，环比大幅下滑。

图表 24、集装箱船新签造船订单 (TEU)



数据来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

从干散货船的新签订单来看, 随着 2017 年市场回暖, 2017 年出现了一些新签订单, 到了 2018 年新签订单量明显下滑, 而 6-7 月新签订单量处于年内较低的水平。

图表 25、干散货船新签造船订单 (DWT)



数据来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

从油轮 VLCC 的新签订单来看, 2018 年 6-7 月没有新签订单。

图表 26、油轮 VLCC 新签造船订单 (DWT)



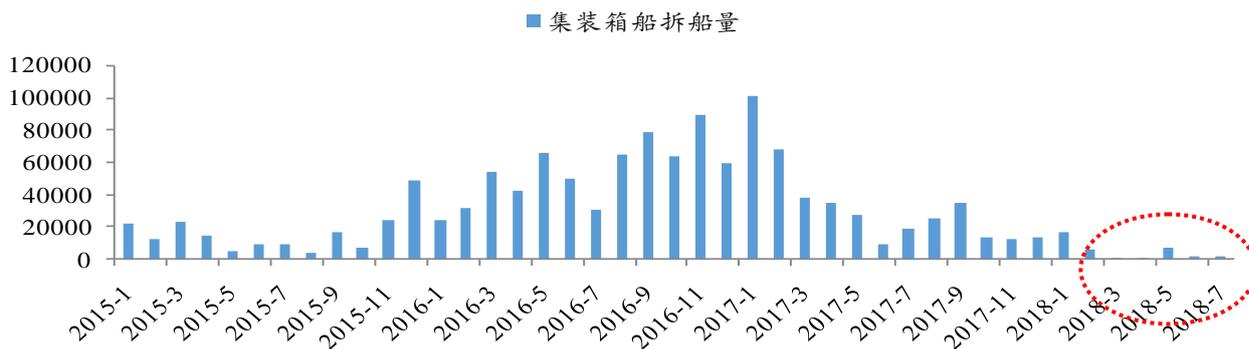
数据来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

国际环保政策加严，未来老旧船舶的经营成本将明显提升，未来老旧船舶拆解有望加速。

- ✓ 国际压载水公约已于 2017 年 9 月 8 日生效，根据公约的规定，最迟在 2019 年 9 月 8 日-2022 年 9 月 8 日期间（船舶进行五年一次的换证检验时），强制要求船舶安装压载水设备。一套压载水设备的价格一般在几十万美金。
- ✓ 根据《MARPOL 公约》，2020 年 1 月 1 日开始在全球海域实行船舶燃油硫含量不超过 0.5%，控制排放区不超过 0.1%，船东可以通过更换低硫油；使用 LNG 替代燃油；加装船舶废气脱硫装置等方式满足要求。从过去几年船用燃油的价格走势来看，低硫油的价格比目前普遍使用的船用重油高出 200 美元/吨以上；而使用 LNG 替代燃油，需要进行 LNG 动力改造；加装废气脱硫装置，每艘船需要数百万美金。

随着 2017 年集运市场及干散货市场明显回暖，2018 年集装箱船及干散货船拆船量明显回落，而对船舶经营成本影响较大的低硫排放的要求是 2020 年 1 月 1 月开始实行，有望推动 2019 年及以后的拆船量。

图表 27、集装箱船拆解量 (TEU)



数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

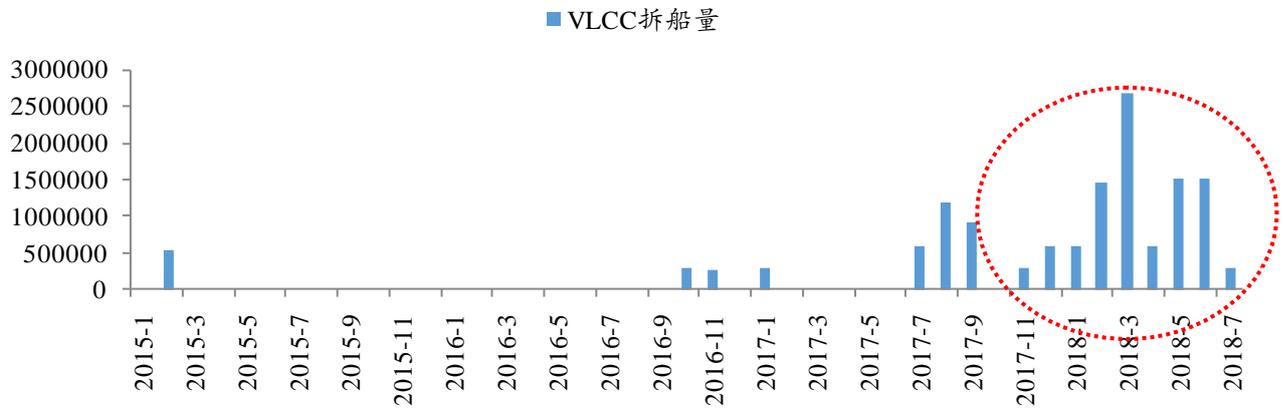
图表 28、干散货船拆解量 (DWT)



数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

2016 年以来油运 VLCC 市场运价步入下行通道，2017 年下半年市场开始出现拆船，2018 年以来拆船已经明显放量，预计这一趋势有望延续。

图表 29、油轮 VLCC 拆解量 (DWT)



数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

从船龄结构来看，目前集装箱船 15 年船龄以上老旧船运力占比 15%，其中 15-19 年船占比 10%，20 年及以上占比 5%；干散货船 15 年船龄以上老旧船运力占比 14%，其中 15-19 年占比 7%，20 年及以上占比 7%；油轮 VLCC 15 年船龄以上老旧船运力占比 20%，其中 15-19 年占比 17%，20 年及以上占比 3%。这些老旧船舶都是未来潜在的可拆解对象。

图表 30、分船型不同船龄的运力占该船型总运力的比例

	0-4 年	5-9 年	10-14 年	15-19 年	20+年	合计
集装箱船	31.3%	29.9%	24.0%	9.8%	5.0%	100.0%
干散货船	27.6%	45.1%	13.3%	7.2%	6.8%	100.0%
油轮 VLCC	24.0%	36.8%	19.5%	16.7%	3.0%	100.0%

数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

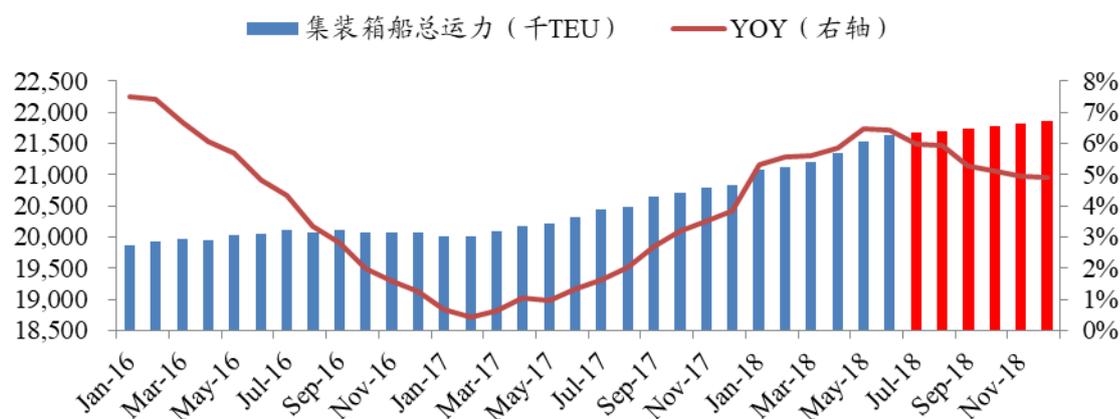
3.2 中期：2019-2020 年集运、干散货有望延续复苏，油运见底回暖

集运市场：

● 2018 年上半年集运市场运力供给压力较大。

✓ 一方面，2018 年上半年集装箱新船集中交付，累计交付了 83 万 TEU。我们预计 2018 全年交付 120 万 TEU，上半年的交付量占全年预计交付量三分之二，2018 年 6 月底，全年集装箱船总运力 2163 万 TEU，同比增长 6.4%。我们预计 2018 年运力增速 5.2%、2019 年运力增速 2.6%，预计下半年及明年运力同比增速会有所下降。

图表 31、全球集装箱船月度总运力（千 TEU）



数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ 另一方面，2018 年上半年市场月度平均闲置率 1.5%，较去年同期的 4.7% 同比下降了 3.2 个百分点，考虑到闲置率的变化，上半年实际运力增速约为 9-10%，实际的供给压力较大。不过目前市场闲置率为 0.9%，已经处于极低的水平，新船集中交付以后，下半年或者明年集运公司可能会有一些运力的退租，闲置率有提升空间。即使不考虑闲置率的提升，下半年及明年市场的实际运力同比增速也将明显回落。

图表 32、全球集装箱船闲置率 (%)



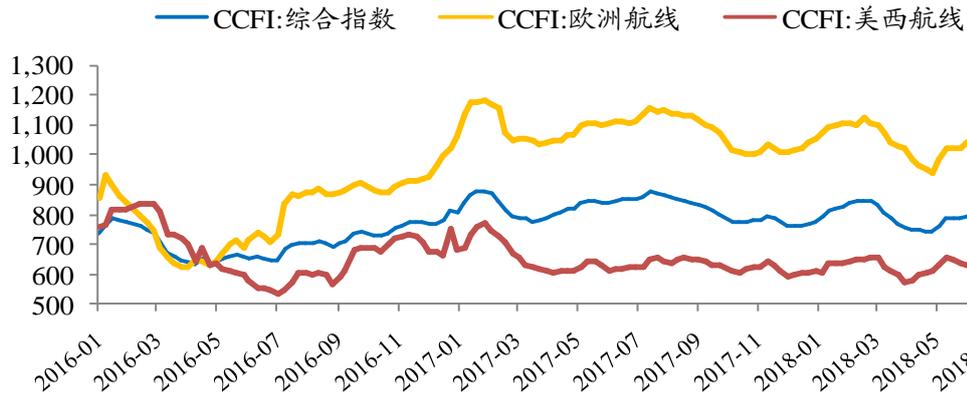
数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2018 年上半年集运市场需求增速略有回落。

从 Alphaliner 统计的远东-北美，远东-欧洲两大集运干线的运量来看，2018 年前 5 月远东-北美运量同比增长 5.6%，增速较去年同期提升 0.3 个百分点；远东-欧洲运量同比增长 1.5%，增速较去年同期下降 1.6 个百分点。市场需求增速略有回落。

- 受供给端影响，2018 年上半年集运市场运价同比小幅回落。
- ✓ 2017 年集运市场明显回暖，CCFI 综合指数均值 820 点，同比增长 15.4%。
- ✓ 2018 年上半年 CCFI 综合指数均值 797 点，同比下降 3.8%，市场运价小幅回调。其中欧线同比下降 4.5%，美西线同比下降 4.8%。
- ✓ **2018 年上半年实际运力增速约 9-10%，而市场运价仅小幅回落 3.8%，一定程度上体现了市场基本面依旧强劲。明后年实际运力增速将明显回落，运价向上的弹性较大。**

图表 33、中国出口集装箱运价指数走势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● **集运市场供求预测**

基于对交船和拆船的假设，我们预计 2018-2020 年集运市场运力增速为 5.2%、2.6%、1.2%，预计 2018-2020 年需求增速为 5%、5%、5%。**2017 年集运市场明显回暖后，2018 年受短期运力集中交付影响市场小幅调整，预计 2019-2020 年市场有望继续向上，延续复苏。**

图表 34、集运市场供求预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全球港口集装箱													
吞吐量(百万 TEU)	540	496	566	613	642	666	700	710	728	775	814	854	897
% Change	5.8%	-8.2%	14.2%	8.3%	4.7%	3.7%	5.1%	1.5%	2.5%	6.5%	5%	5%	5%
集装箱船队规模(年末, 万 TEU)	1233	1305	1428	1541	1633	1722	1835	1982	2006	2081	2189	2245	2272
% Change	13.0%	5.8%	9.4%	7.9%	5.9%	5.4%	6.6%	8.0%	1.2%	3.7%	5.2%	2.6%	1.2%
新船交付	152	110	138	122	126	135	151	166	91	115	124	86	76
占年初运力比	13.9%	8.9%	10.6%	8.6%	8.2%	8.2%	8.8%	9.0%	4.6%	5.7%	5.9%	3.9%	3.4%
拆解	10	38	13	8	33	44	37	19	65	40	15	30	50
占年初运力比	0.9%	3.1%	1.0%	0.5%	2.2%	2.7%	2.2%	1.1%	3.3%	2.0%	0.7%	1.4%	2.2%
新签订单	114	6	59	184	43	214	112	231	30	70			
占年初运力比	10.5%	0.5%	4.5%	12.9%	2.8%	13.1%	6.5%	12.6%	1.5%	3.5%			

数据来源：Clarksons、Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

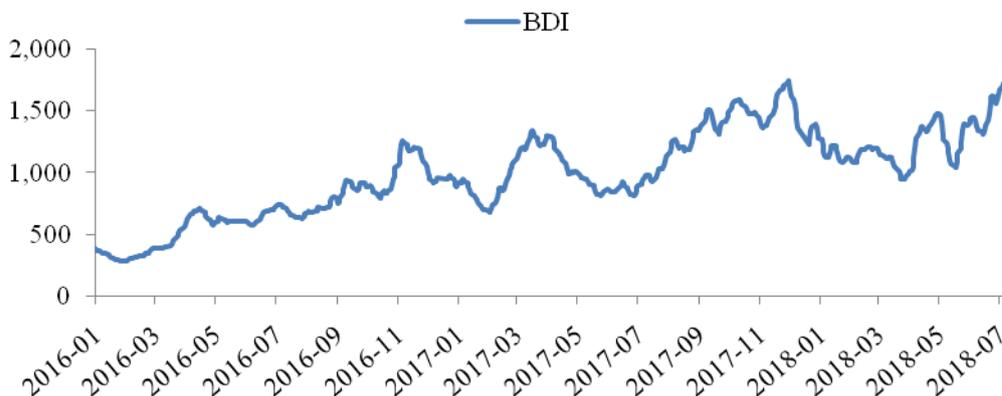
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

干散货市场:

● 2018 年上半年干散货市场延续复苏，运价同比继续回升

- ✓ 2017 年干散货市场明显回暖，BDI 指数均值 1145 点，同比增长 70%。
- ✓ 2018 年上半年 BDI 指数均值 1217 点，同比增长 25%，运价同比继续回升，市场延续复苏。

图表 35、干散货 BDI 指数走势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 干散货市场供求预测

基于对交船和拆船的假设，我们预计 2018-2020 年干散货市场运力增速为 2.9%、2.2%、1.7%，需求增速为 3%、3%、3%，预计 2018-2020 年干散货市场供求关系继续边际改善，市场延续复苏。

图表 36、干散货市场供求预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
干散货贸易量 (百万吨)	3555	3428	3843	4077	4341	4586	4834	4835	4903	5103	5256	5414	5576
% Change	1.8%	-3.6%	12.1%	6.1%	6.5%	5.6%	5.4%	0.0%	1.4%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
船队规模 (年末,百万吨)	420	463	541	622	688	727	759	777	794	817	841	859	873
% Change	6.8%	10.2%	17.0%	14.8%	10.6%	5.7%	4.4%	2.4%	2.2%	2.9%	2.9%	2.2%	1.7%
新船交付	25	45	81	100	100	63	48	49	47	38	28	28	24
占年初运力比	6.5%	10.7%	17.6%	18.5%	16.2%	9.2%	6.7%	6.5%	6.1%	4.8%	3.5%	3.4%	2.8%
拆解	6	11	7	23	33	23	16	31	29	15	5	10	10
占年初运力比	1.4%	2.5%	1.4%	4.3%	5.4%	3.4%	2.3%	4.0%	3.8%	1.8%	0.6%	1.2%	1.2%
新签订单	101	37	102	42	24	103	64	25	14	33			
占年初运力比	25.8%	8.8%	22.1%	7.7%	3.9%	15.0%	8.8%	3.3%	1.8%	4.1%			

数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理

油运 VLCC 市场:

● **2018 年上半年拆船大幅放量，运力同比持平**

2018 年上半年，VLCC 拆船大幅放量，累计拆解 861 万载重吨（占年初运力的 3.8%），同比增长接近 28 倍（去年同期基本没有拆船）。2018 年 6 月底，VLCC 船队规模 2.2 亿载重吨，同比持平，较年初下降 1.1%，运力增速明显下降。

图表 37、全球油轮 VLCC 月度总运力（百万 DWT）



数据来源：Clarksons，兴业证券经济与金融研究院整理

● **2018 年上半年油运 VLCC 市场运价有见底迹象**

- ✓ 2016 年以来，油运市场运价步入下行通道，从 VLCC 主力航线中东-日本航线日租金水平均值来看，2016 年 4.2 万美元/天，同比下降 38%；2017 年 2.3 万美元/天，同比下降 45%。
- ✓ 2018 年上半年，市场日租金水平均值 0.9 万美元/天，同比下降 37%。不过市场运价在最低跌破 0.4 万美元/天时迅速反弹，有见底迹象。

图表 38、油运 VLCC 中东-日本航线日租金水平（美元/天）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 油运 VLCC 市场供求预测

基于对交船和拆船的假设，我们预计 2018-2020 油运 VLCC 市场运力增速为-1%、2.1%、1.8%，预计 2018-2020 年海上原油周转量的增速为 4%，4%，4%。根据我们的预测，2018 年油运市场有望见底，迎来供求拐点，2019-2020 年迎来复苏。

图表 39、油运 VLCC 市场供求预测表

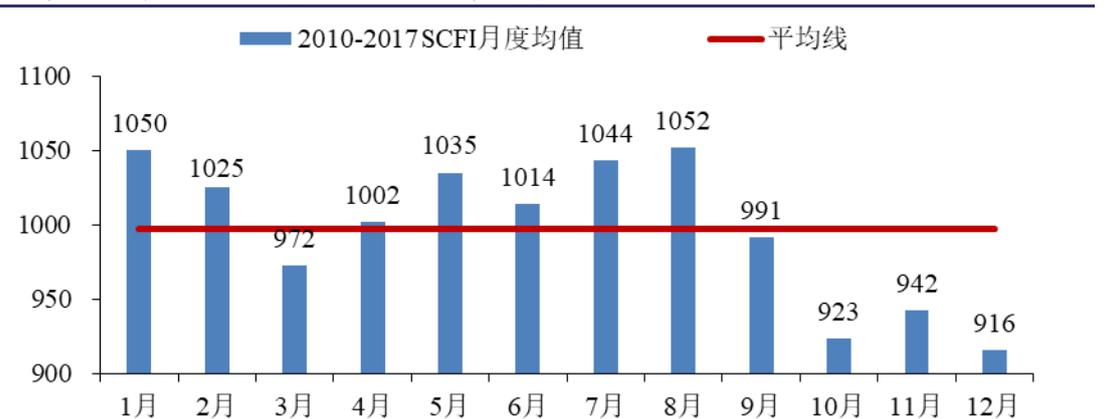
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
海上原油周转量 (十亿吨英里)	8860	8188	8666	8787	9183	8949	8931	9102	9632	10116	10521	10942	11380
% Change	1.7%	-7.6%	5.8%	1.4%	4.5%	-2.5%	-0.2%	1.9%	5.8%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%
VLCC 船队规模 (百万吨)	151	161	165	177	187	190	194	200	215	226	224	228	232
% Change	2.2%	6.3%	2.6%	7.4%	6.0%	1.6%	1.8%	3.1%	7.4%	5.3%	-1.0%	2.1%	1.8%
新船交付	13	16	17	19	15	9	8	6	14	15	13	15	9
占年初运力比	8.7%	10.9%	10.3%	11.6%	8.7%	5.1%	4.0%	3.2%	7.2%	7.1%	5.7%	6.5%	3.9%
拆解	0.8	2.4	3.5	3.3	2.7	5.0	2.4	0.5	0.6	3.9	15	10	5
占年初运力比	0.5%	1.6%	2.2%	2.0%	1.6%	2.7%	1.2%	0.3%	0.3%	1.8%	6.6%	4.5%	2.2%
新签订单	34	6	18	3	5	15	10	21	4	15			
占年初运力比	22.8%	4.2%	11.2%	1.7%	2.7%	7.8%	5.1%	10.9%	2.2%	7.0%			

数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 短期：三季度集运旺季表现良好，期待四季度油运、散货旺季表现

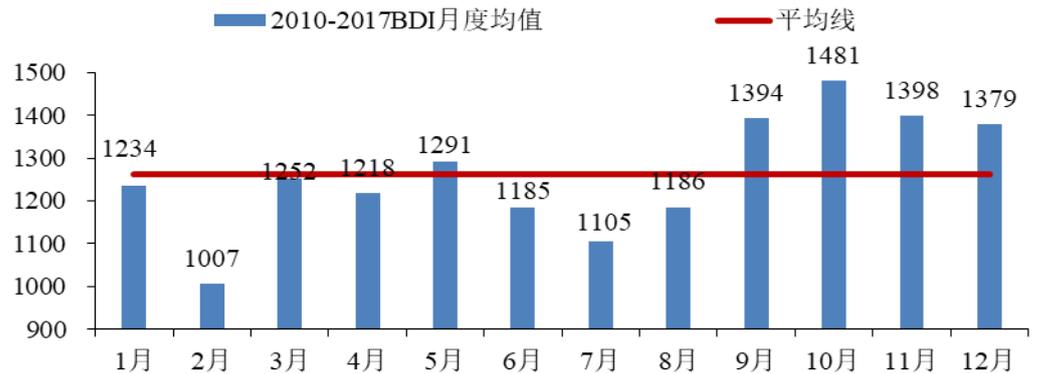
航运业的传统旺季主要在下半年，一般三季度是集运旺季，四季度是油运和干散货旺季。

图表 40、集运 SCFI 指数 2010-2017 年月度均值



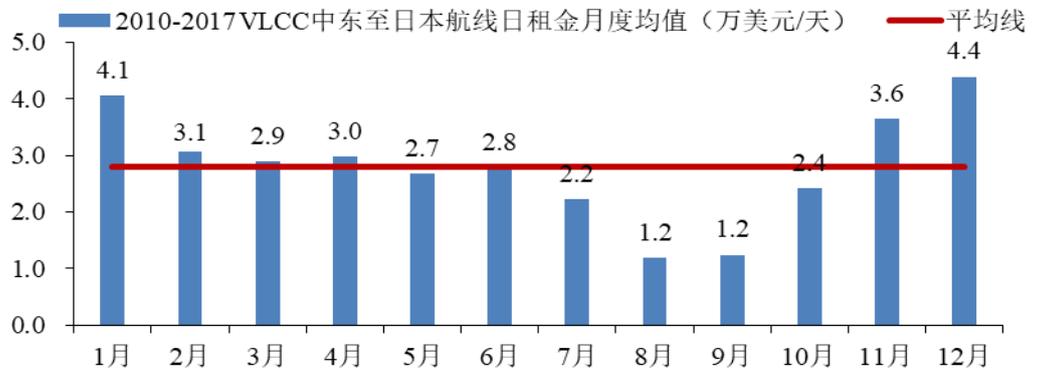
数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 41、干散货 BDI 指数 2010-2017 年月度均值



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42、油运 VLCC 2010-2017 年日租金月度均值（万美元/天）



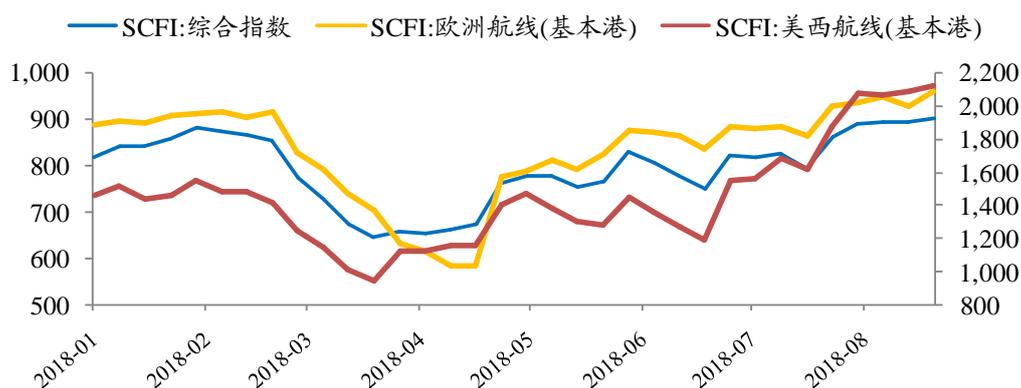
数据来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 集运市场，旺季表现良好，美线运价大幅攀升

- ✓ 从更能反应即期市场运价波动的 SCFI 指数走势来看，2018 年 7-8 月 SCFI 综合指数均值 860 点，环比 Q2 上升 14%。其中欧线均值 915 美元/TEU，环比 Q2 上升 17.8%；美西线均值 1886 美元/FEU，环比 Q2 上升 43.5%。旺季运价环比明显回升，其中美西线反弹力度最大。
- ✓ 同比来看，2018 年 7-8 月 SCFI 指数均值同比下降 1.3%。其中欧线同比下降 2.3%，而美西线运价同比上升 25.6%。
- ✓ 美线的运价表现亮眼，我们认为主要原因一方面是美国进口需求强劲，2018 年前 7 月，远东至北美集装箱运量同比增长 6.7%，较去年同期提升 2.2 个百分点。这得益于美国经济较好，也存在受中美贸易战影响，货主提前出货带来需求前置的可能，另一方面中美贸易战对美线的影响最直接，可能出于对贸易战的担忧，部分集运公司在旺季反而减少了美线的运力配置，三大航运联盟都分别撤销了一条美西航线，估计带来美西线运力减少 4-5% 左右。美线市场的表现，体现了集运市场集中度大幅提升后，集运公司对供给的控制力有所加强，即使未来中美贸易战确实对美线需求产生了冲击，集运公司也有能力通过调节供给一定程度上稳定运价，而撤下的运力可以投向其他市场，或者通过退租、拆解的形式退出。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 43、2018 年集运 SCFI 指数走势

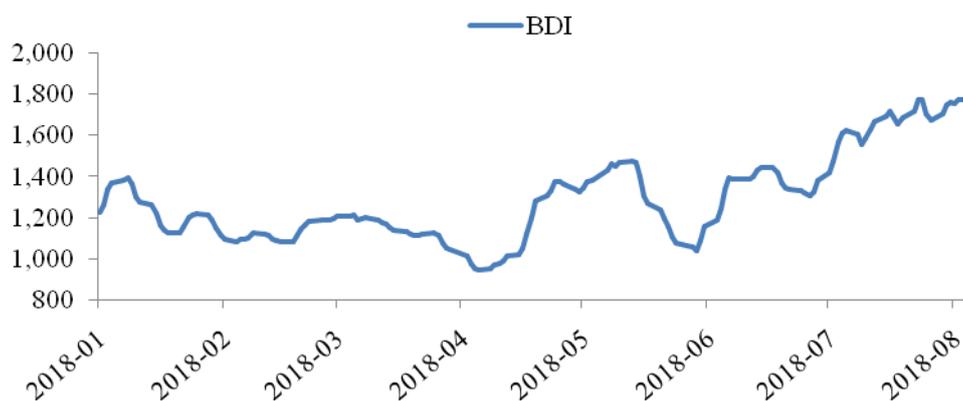


数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 干散货市场，Q3 运价继续攀升，市场继续趋势向上

2018 年 7-8 月，BDI 指数均值 1685 点，环比 Q2 上升 27%，同比上升 64%，市场继续趋势向上，期待 Q4 旺季表现。

图表 44、2018 年干散货 BDI 指数走势



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

- 油运 VLCC 市场，Q3 运价已经同比转正，美国制裁伊朗或将刺激旺季行情
- ✓ 2018 年 7-8 月，VLCC 中东-日本航线日租金均值 1.3 万美元/天，环比 Q2 上升 37%，同比上升 14%。从历史均值来看，一般 Q3 是淡季，运价明显低于 Q2，但今年 7-8 月运价环比上升，同比也开始转正，市场已经有见底回暖的迹象。

图表 45、2018 年油运 VLCC 中东-日本航线日租金走势 (美元/天)



数据来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

✓ 美国制裁伊朗或将刺激旺季行情

美国总统特朗普正式宣布单方面退出伊朗核协议，并重新对伊朗实施制裁，要求各国在 11 月 4 日以前将从伊朗的原油进口降至零。2012 年石油禁运导致当年伊朗原油出口量下滑约一半，但中东其他国家增加出口，中东出口量仅略有下滑。2012 年美国与欧盟实施的伊朗石油禁运对伊朗的石油出口及产生了重大影响，2012 年伊朗原油出口从 2011 年的 250 万桶/天下降至 130 万桶/天，2013-2015 每年维持在 110 万桶/天。2012 年尽管伊朗原油出口减少了 120 万桶/天，中东其他国家（沙特、伊拉克、阿联酋、科威特）都增加了原油出口，中东地区的原油出口仅下降了 50 万桶/天，为 1740 万桶/天。

图表 46、伊朗海上原油出口量 (百万桶/天)



数据来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47、中东海上原油进口量 (百万桶/天)



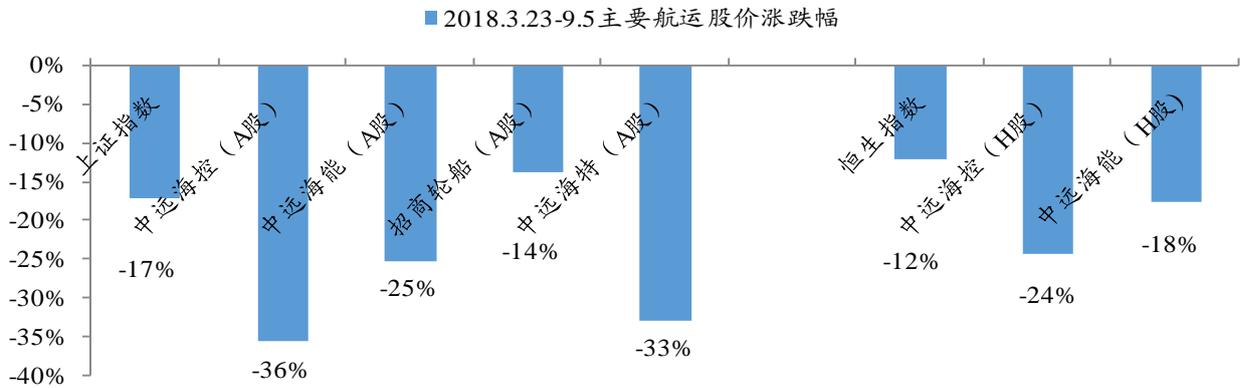
数据来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

伊朗的油轮主要由伊朗国家油运公司(NITC)经营，目前 NITC 拥有 38 艘 VLCC 及一些中小型油轮，合计运力超过 1300 万 DWT，是全球第五大油轮船东。单看 VLCC，NITC 的 VLCC 运力全球占比为 5%。2012 年禁运之后，伊朗原油出口大幅下滑，将 NITC 的部分运力用于海上浮舱进行储油，高峰期时有 20 艘左右 VLCC 储油，约占目前全球 VLCC 运力的 2.8%。如果 11 月 4 日美国对伊朗的制裁正式产生效果，同时其他产油国能够填补伊朗出口下滑的空缺，那么伊朗将有部分运力退出市场，推动今年油运的旺季行情。

4、投资建议

2018 年中美贸易战对航运市场的预期产生较大负面影响，主要航运股的股价都经历了较大调整。

图表 48、2018.3.23 中美贸易战开始后主要航运股跌幅



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

2008 年以来航运业处在下行周期，航运公司多数年份经营亏损或略有盈利，不适合参考历史 PE 走势。从 PB 估值角度来看，目前国内主要航运股估值处在 2007 年以来的相对底部位置。以 2007 年 1 月 1 日至 2018 年 9 月 5 日的 PB 估值计算，2018 年 9 月 5 日，中远海能（A 股及 H 股）以及中远海特（A 股）处在 10% 分位附近，招商轮船（A 股）处在 20% 分位附近，中远海控（A 股及 H 股）处在 40% 分位附近。中远海控虽然 PB 估值相对较高，但其经营杠杆较高，控制的总运力是自有运力 3 倍（考虑东方海外是 2.3 倍），2016 年资产重组剥离干散货业务也造成了净资产下降。目前国内主要航运公司的资产情况较历史水平有较大变化。2014 年招商轮船整合了原长航油运的 VLCC 资产；2016 年中远海控剥离了干散货业务，整合了原中海集运的集运业务，今年 8 月又完成收购香港集运公司东方海外；2016 年中远海能剥离了干散货业务，整合了原大连远洋的油运及 LNG 业务；中远海特虽未进行资产重组，但多年来持续对船队结构进行优化调整。我们认为现在中远海控、中远海能、招商轮船、中远海特的资产情况优于历史水平，而 PB 估值处在历史底部位置，具备配置价值。

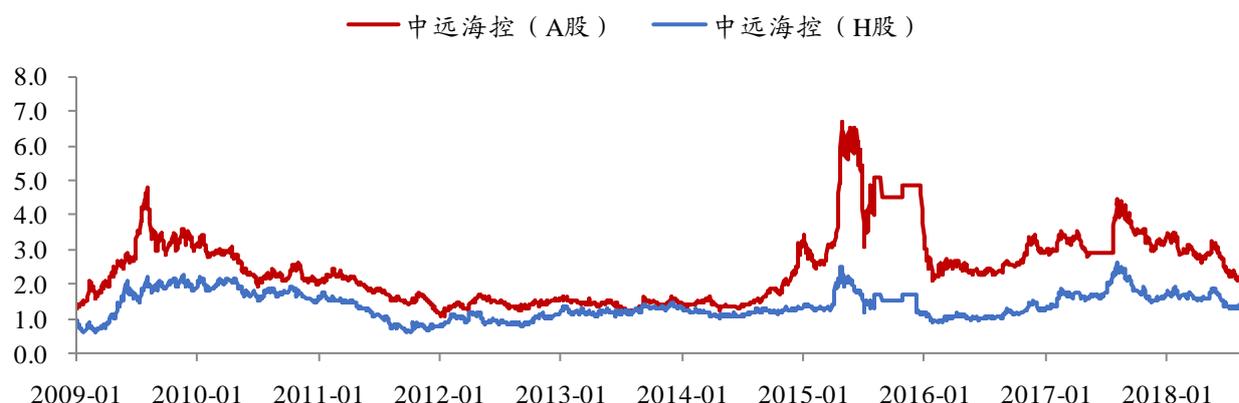
图表 49、国内主要航运股 PB 估值水平（以 2007 年 1 月 1 日至 2018 年 9 月 5 日的情况计算）

分位数	中远海控 (A 股)	中远海能 (A 股)	招商轮船 (A 股)	中远海特 (A 股)	中远海控 (H 股)	中远海能 (H 股)
最小	1.09	0.49	0.74	0.69	0.41	0.34
10%	1.42	0.65	0.96	0.87	0.89	0.48
20%	1.51	0.75	1.14	1.03	1.07	0.55
30%	1.70	0.91	1.35	1.30	1.18	0.57
40%	2.19	1.00	1.55	1.43	1.28	0.61
中位	2.45	1.10	1.70	1.67	1.43	0.69
最大	17.56	10.52	6.15	11.62	9.87	6.36
2018.8.24	1.95	0.60	1.09	0.77	1.31	0.43

数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

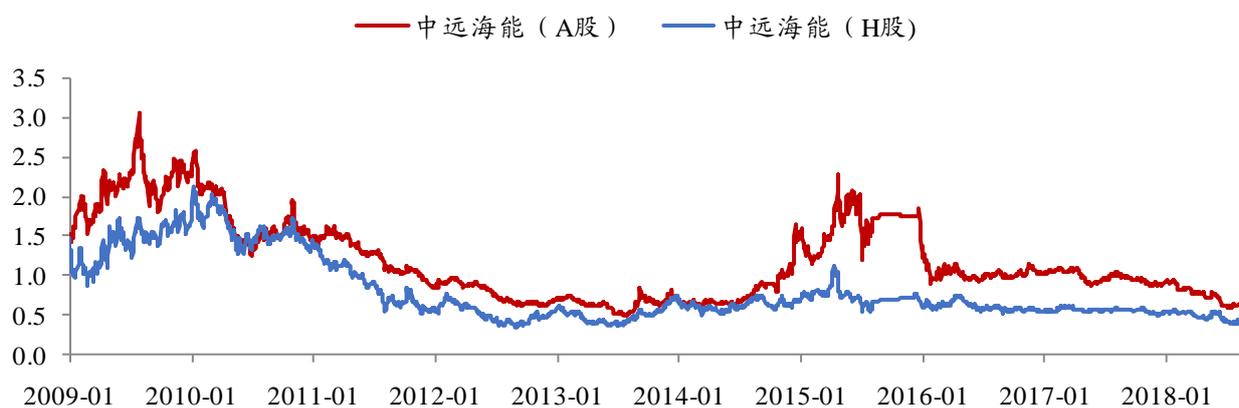
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 50、中远海控历史 PB (A 股、H 股)



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 51、中远海能历史 PB (A 股、H 股)



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 52、招商轮船历史 PB (A 股)



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 53、中远海特历史 PB (A 股)



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

通过研究日美贸易战的历史、对中美贸易战的直接影响进行量化分析，我们认为中美贸易战对航运需求的直接影响有限，而换个角度思考或将加速中国制造业转移，支撑航运的中长期需求。**短期，我们认为航运股的股价表现已经反应或者至少部分反应了对中美贸易战的悲观预期，如果中美贸易战出现转机，航运股有望迎来估值修复；中长期，我们继续看好航运业复苏的大趋势，运价回暖有望带动航运公司盈利持续改善，目前航运股估值处在历史底部位置，具备配置价值，建议投资者择机布局航运股。**

分子行业来看：

- ✓ 2017 年集运、干散货市场进入复苏通道，2018 年以来干散货市场延续复苏，集运市场受短期运力集中交付影响，小幅回调，我们认为集运、干散货行业已经出现长周期向上的拐点，继续看好 2019-2020 年行业复苏，**相关标的：中远海控（集运）、中远海特（特种运输，干散货相关）**。中远海控 2018 年 7 月份已经完成了对东方海外的收购，经营层面也开始相应调整，成立了新的经营管理团队，新增六位协同副总经理，三位来自原中远海控、三位来自东方海外。完成收购东方海外，（1）将直接带来公司业务规模的扩大及市场竞争力的提升（公司全球市场份额从 9.2% 提升至 12.3%），收入及盈利的规模上升（2）收购的协同效应有望带来单位成本的下降（3）东方海外历史经营表现优秀，有助于中远海控整体经营管理效率的进一步提升。**中远海控有望同时受益于行业复苏叠及自身的蜕变，中长期基本面向好。**
- ✓ 2016 年以来油运 VLCC 市场步入下行通道，2018 年以来市场经历了运价见底后小幅反弹，我们认为 2018 年油运市场有望见底，2019-2020 年迎来复苏。短期来看，四季度是传统油运旺季，目前油运市场已经出现见底回暖的迹象，同时美国对伊朗的制裁或在 11 月 4 日生效，届时伊朗可能会有部分运力退出市场，今年旺季运价有望迎来高弹性，**相关标的：中远海能（油运及 LNG 运输）、招商轮船（油运、散货及 LNG 运输）**。

图表 54、国内重点航运公司估值表 (2018.9.5)

代码	公司	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2018E
601919	中远海控	审慎增持	3.98	0.26	0.17	0.54	0.81	15.3	23.4	7.4	4.9	2.0
600428	中远海特	审慎增持	3.41	0.11	0.09	0.17	0.23	30.8	37.9	20.1	14.8	0.8
600026	中远海能	审慎增持	4.12	0.44	0.12	0.43	0.64	9.4	34.3	9.6	6.4	0.6
601872	招商轮船	审慎增持	3.38	0.10	0.16	0.31	0.43	33.4	21.1	10.9	7.9	1.0
1919.hk	中远海控	买入	3.17 港元	0.26	0.17	0.54	0.81	12.2	16.2	5.1	3.4	1.4
1138.hk	中远海能	审慎增持	3.46 港元	0.44	0.12	0.43	0.64	7.9	25.1	7.0	4.7	0.4

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注：按 1 港元=0.87 元人民币计算

5、风险提示

中美贸易战影响超预期
 全球经济及贸易形势恶化、
 航运需求上升低于预期、
 航运供给上升超出预期、
 海上安全事故、
 油价及汇率大幅波动、
 行业恶性竞争、
 政策性风险等

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyqz.com.cn	邮箱:research@xyqz.com.cn	邮箱:research@xyqz.com.cn