

航运

证券研究报告
2019年11月22日

集运：三周期叠加向上，拥抱时间红利

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

高晟 联系人
gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《航运-行业投资策略:运价涨近10倍，高弹性油轮板块有望超预期！》2019-10-13
- 《航运-行业专题研究:止战之殇：贸易战停火风险偏好修复，航运板块反弹在即，反转尚需时日》2018-05-21
- 《航运-行业点评:从海控扭亏看集运：运力控制是不变旋律，2季度或将持续改善》2017-04-09

朱格拉周期主导行业长期运价方向：集运的主要货运品种包括电子产品、纺织服装、化工品、家具家电等工业原材料、产成品，可以看到行业的需求与全球工业的景气度、耐用品消费高度相关，而耐用品的消费指标究其根本也可以通过生产国的工业景气度来观测，因此全球工业的活跃度大体可以看作集运行业需求的核心指标。因此，集运的需求端与工业企业的产能具备较强相关性，每当工业企业利润率有所改善，工业企业整体进入扩产周期，集运的需求也会有所提升，从1980年起的4轮朱格拉周期当中，集运行业的需求端增速分别较周期开启前提升6%、5.8%、10%、17.3%，增速的提升较为可观。而集运的供给端为集装箱船，作为重工业品，从下订单至交付往往需要两年甚至更长的时间，因此**每一轮朱格拉周期均会为集运行业创造至少两年的供需缺口期，对应为行业的高景气度周期。**

库存周期主导行业的中期运价：由于大周期是由不同的小周期组成且股市投资的时间维度相对较短，仅关注为期十年左右的朱格拉周期显然无法对股市投资形成很好的建议性作用。因此，在关注朱格拉周期的基础上，全球补库存对集运的货量拉动所引发的行情也不容小觑。**我们发现SCFI运价指数的表现在耐用品新订单同比增加时出现拐点，在耐用品库存同比增长收窄的过程中才会达到顶峰。**2000年以来的6轮库存周期中，仅有一次失效（2009年受全球金融危机影响，但后续运价以更快更剧烈的波动向上），其余5次平均运价上涨223.7点，平均涨幅25.5%。

朱格拉周期带来供需错配：2016-2017年已基本确认了为周期的底部，目前正处于缓步抬升的过程当中，2016年以来国内的制造业企业毛利率的修复，而这一修复或将持续下去，这一趋势或将持续至利润率足够高，纷纷扩产为止；美国方面，固定资本消费及生产和进口税额减补贴占GDP的比重也在纷纷回升，中美两国进入朱格拉周期有望带来全球性的需求扩张。当前集运在手订单占运力比处于历史低位，船坞产能被加装脱硫塔需求占用有望带来交付率降低；随着集运大船化进程的推进，造船的资本开支较以往继续提升，而过去的运价表现不尽如人意导致集运企业财务状况一般，叠加经营租赁进表导致融资能力减弱，未来新订单增量或将有限，本轮供给周期有望超预期。朱格拉周期主导下的集运高景气窗口已经开启。

库存周期或已见底：当前美国耐用品库存处于高位水平，出货量已开始回落，库存延续上涨的空间有限，新订单的回升有望带来运价向上修复。

投资建议：当前时点集运行业有望迎来三周期叠加向上的高景气阶段，且本轮周期下一二线船公司的盈利能力已经形成了明显分化，一线航商的成本优势及在手运力优势显著，推荐稀缺性的远洋集运标的中远海控！

风险提示：经济超预期下滑，中美关系超预期恶化、安全事故、燃料价格超预期上行，行业供需格局超预期恶化等。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-11-21	评级	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601919.SH	中远海控	4.74	买入	0.10	0.24	0.27	0.48	48.00	19.56	17.75	9.90

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 集运行业研究的痛点和意义	5
2. 朱格拉周期主导运价的大方向	5
2.1. 集运的长期需求周期与朱格拉周期具备同步性	5
2.2. 集运的供给周期滞后于朱格拉周期	7
2.3. 朱格拉周期下运价的波动	8
3. 集运需求的中周期：工业库存周期	9
3.1. 库存周期对集运行业的中期需求波动产生影响	9
3.2. 库存周期下的运价波动	10
4. 根据我们的分析框架，我们现在处在什么位置？	12
4.1. 朱格拉周期刚刚抬头	12
4.2. 供给大周期已过，当前集运的供给侧压力较小	14
4.3. 美国耐用品库存已经见顶	16
5. 结合基本面，交叉印证本轮周期向上有望超预期	18
5.1. 美国经济短期存在压力，但不容易出现长期衰退的状况	18
5.1.1. 消费数据有望持续强劲，为美国经济提供支持	18
5.1.2. 投资及进出口贸易也具备潜在上升空间	19
5.2. 欧盟经济有望伴随中国经济企稳而复苏	21
5.3. 一带一路有望贡献贸易增量	22
6. 本轮集运周期下的核心变量	24
6.1. Marpol 环保公约执行在即	24
6.1.1. 当前的主流应对策略及影响	24
6.1.2. 环保公约的影响	25
6.2. 中美贸易摩擦	27
6.2.1. 中美贸易摩擦对集运行业的直接负面影响有限	28
6.2.2. 如出现长期僵化的局面，全球经济或将承压	29
6.3. 顶层立志打造国际航运中心，加大进口贡献增量收益	30
6.3.1. 上海航运中心及自贸区有望在推进速度、执行力度上超预期	30
6.3.2. 国际贸易仍为我国经济增长的支柱之一，集运的战略意义正在提升	31
6.4. 全球宏观经济与核心变量假设下的集运供需增速测算	32
6.4.1. 乐观预期	33
6.4.2. 中性假设	33
6.4.3. 悲观假设	34
7. 我们为何在当前时点看好中远海控	34
7.1. 三周期叠加向上，预期差机会明显	34
7.2. 本轮上行周期一线龙头更为受益	35
7.3. 复盘历史，当前集运股仍具备向上空间	36
8. 投资建议	38
9. 风险提示	38

图表目录

图 1: 中国进出口金额季度数据与朱格拉周期具备同步性.....	6
图 2: 全球贸易货量同比增长率.....	7
图 3: 全球集装箱船运力增长率 (%).....	8
图 4: CCFI 运价指数在供需错配下表现强势.....	8
图 5: CCFI 运价指数除供需错配期以外还有多次大幅上行.....	9
图 6: PPI 决定了中国出口金额增速.....	10
图 7: 中国出口与美国耐用品数据相关.....	10
图 8: 美国除国防外的耐用品库存.....	10
图 9: 美国耐用品库存下降时集运运价表现更为强势.....	11
图 10: 美国耐用品新订单强劲时集运运价出现拐点.....	11
图 11: 国内工业企业利润有所改善.....	13
图 12: 中国工业企业的供需格局改善有望带来盈利状况改善.....	13
图 13: 美国进入朱格拉周期.....	13
图 14: 中美两国对世界增长贡献率.....	13
图 15: 集运行业大船化进程持续推进.....	15
图 16: 在手订单占运力比持续下降.....	15
图 17: 行业在手订单占运力比持续下降.....	15
图 18: 2010 年起新交付订单中大船的比例高企.....	16
图 19: 仅前七大班轮公司拥有 15200TEU 级别以上的运力.....	16
图 20: 美国库存指标已经见顶.....	17
图 21: 美国 GDP 增速拆解.....	18
图 22: 美国消费增速拆解.....	19
图 23: 美国新屋销售随利率下降而回升.....	19
图 24: 美国耐用品消费中家具家电表现强劲.....	19
图 25: 美国非耐用品中拖累项为服装及能源产品.....	19
图 26: 美国服务消费中与地产相关的项目也表现强劲.....	19
图 27: 密歇根大学消费者信心指数.....	19
图 28: 美国 PMI 指数.....	20
图 29: 美国制造业整体产能利用率.....	20
图 30: 美国制造业及进出口贸易仍存上升空间.....	20
图 31: 欧盟债务国 GDP 增速均较 09-12 年有所改善.....	21
图 32: 欧盟核心成员国经济增长缓慢,德国下滑明显.....	21
图 33: 欧盟各行业增加值同比增长率.....	21
图 34: 生产法下德国增加值增速下滑的行业一览.....	22
图 35: 出口对欧盟尤其是德国经济的意义重大.....	22
图 36: 18 年欧盟对美日出口提速而中俄表现不佳.....	22
图 37: 加大对一带一路成员国的进口有望利好集运货运量的增长.....	23
图 38: 全球集装箱船船龄结构 (截止至 2019 年 10 月).....	26
图 39: 集装箱船拆解量 (截止至 2019 年 10 月).....	26

图 40: 全球集运产能闲置率.....	26
图 41: 年初至今 SCFI、CCFI 运价同比.....	26
图 42: 中国对美国出口结构.....	29
图 43: 中美贸易差额.....	29
图 44: 中美制造业从业人员薪资对比.....	29
图 45: 中国持有的美债占美债外债比例仍在较高位置.....	30
图 46: 美元兑人民币近期有所升值.....	30
图 47: 近期上海航运中心相关政策密度提升.....	31
图 48: 我国进、出口金额占 GDP 的比重.....	32
图 49: 进出口对我国经济增长的影响.....	32
图 50: 2000 年以来中国对各大洲进出口增速一览.....	33
图 51: 前十大班轮公司运力构成.....	36
图 52: A 股集运企业历史 PB.....	36
图 53: A 股主要指数 PE 估值 (截至 2019.11.17).....	37
图 54: A 股主要指数 PB 估值 (截至 2019.11.17).....	37
图 55: 2010 年以来集运股的历史股价表现.....	38
表 1: 库存周期下 CCFI 运价指数的变动情况.....	12
表 2: 主流 IMO 环保公约应对策略详解.....	25
表 3: 中美贸易摩擦时间线梳理.....	27
表 4: 2018 年中国对各大洲进出口金额占比及增速.....	32
表 5: 集运行业供需预测表 (中性假设下).....	35

1. 集运行业研究的痛点和意义

集装箱运输行业收入端的决定因素无非货运量和运价，根据 WTO 统计的数据，自 2012 年起，全球贸易货量的增长率已经基本稳定，这意味着全球贸易结构已经稳定下来，集运行业市场规模已经从高增长步入了稳定增长阶段。因此过去几年中，代表集运行业整体盈利能力的指标中，量的作用有所弱化，运价成为行业盈利能力的主导因素。

集运行业研究的痛点在于短期运价在绝大多数的时间里都是随机波动的，中期趋势受到季节性因素以及风险事件的干扰，只有运价的长期趋势可以较为准确地预测，对应股市的机会应当更加重视长期持有带来的价值体现。过去的几年中，集运的运价表现均较为一般，每当运价有所回升，市场往往难以分辨到底是运价真的到达了长期底部，还是仅仅只是因为种种原因形成反弹，且投资者往往只有在运价开始反弹时才予以关注，最终或因缺乏估值标杆而错失机会，或因难以辨识真伪而承受股价的下跌。为更准确地抓取集运行业可以把握的行情，其研究框架或许应当更加偏重行业与经济周期波动的关联性。

与绝大多数的行业一样，集运的行情主要来源于供需的错配，作为典型的周期性行业，其供给和需求分别具备自身的周期性，由于船舶的交付时间往往滞后订单时间两年左右，导致供给滞后于需求周期 1-2 年，时间上的错配带来运价的波动，集运企业的收入能力也随运价的周期而波动。从收入端出发，集运周期研究的意义在于选择行业供过于求的景气度低点即运价、估值的低点买入，在供求失衡、运力稀缺的高景气度时间点卖出，坐享周期红利同时谋求回报利益最大化。

2. 朱格拉周期主导运价的大方向

2.1. 集运的长期需求周期与朱格拉周期具备同步性

集运的主要货运品种包括电子产品、纺织服装、化工品、家具家电等工业原材料、产成品，可以看到行业的需求与全球工业的景气度、耐用品消费高度相关，而耐用品的消费指标究其根本也可以通过生产国的工业景气度来观测，因此全球工业的活跃度大体可以看作集运行业需求的核心指标。但是由于代表工业景气度的指标如 PMI、PPI 等具备一定的滞后性、且此类指标大都仅针对地区存在片面性，在研究的过程当中想掌握全球工业的活跃程度无异于盲人摸象。我们认为，在当前主要经济体的工业增加值趋于稳定的背景下，中国作为主要的增量贡献国之一，其工业及进出口数据对集运行业的景气度具备一定的指导性，从历史经验来看，集运的景气程度也与朱格拉（工业产能）周期息息相关，其底层逻辑在于经济的繁荣会拉动消费，促进工业企业资本开支的同时拉动集运进口航线需求；而工业的繁荣会提升企业增加出口以消耗产能的意愿，进而拉动集运出口航线的需求。

为什么工业的产能对集运行业意义重大？集运的主要成本项包含船舶折旧、燃油、员工薪酬、装卸费等。不难发现，集运行业的成本项相对刚性，其中折旧、燃油以及员工薪酬均为必要支出且难以规避，这就造就了集运行业的高弹性，在达到盈亏平衡点后，营业收入向净利润的转化效率大幅提升，而货量的充足是运价维持高位的基础，也就与代表工业产能的周期——朱格拉周期息息相关。

朱格拉周期是什么？朱格拉周期是 1860 年法国经济学家朱格拉提出的一种为期 10 年左右的经济周期。朱格拉认为，社会经济运动的三个阶段,即繁荣、危机和萧条的反复出现就形成了周期现象，在某种程度内这种周期波动是可以被预见或采取某种措施缓和的，但并非可以完全抑制的，是经济自动发生的现象。

如何观测朱格拉周期？朱格拉周期本质上是微观经济体创富能力上下波动后向均衡位置的回归的过程，由于资本逐利性的客观事实，当工业企业的盈利能力提升，企业才更有动力投资扩产，因此朱格拉周期可以通过制造业设备投资额（扩产能）来观测。如果将所有的工业企业看作一个整体，该经济体扩产的动力应当来自于 ROE 的提升，如果进一步加以拆解，则观测指标可以具体细化至工业企业利润率、工业企业产能利用率以及工业企业资产负债率三个指标，分别对应杜邦三因子中的企业净利率、资产周转率、杠杆率三大指标，其中净利率为主要因素。

图 1：中国进出口金额季度数据与朱格拉周期具备同步性

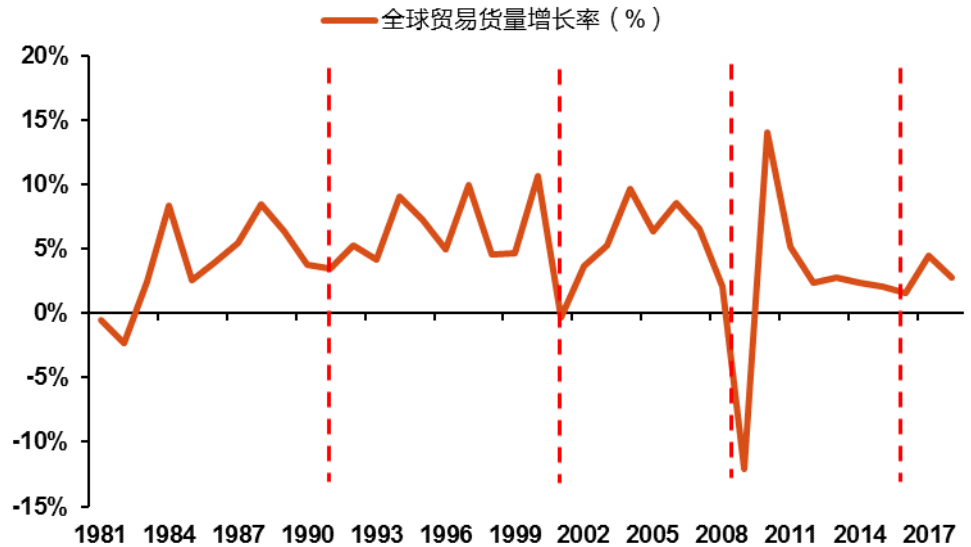


资料来源：WIND，天风证券研究所

注：决定集运供需格局最准确的数据应当为贸易量，但是 WTO 口径中国贸易量数据从 2005 年才开始有准确统计、我国公布的贸易量数据存在单位不一难以测算的问题，故在贸易量数据难以取得的情况下本文使用走势较为一致的贸易金额数据代替，后同

21 世纪以来，全球经济大致度过 2001-2008、2009-2016 两轮朱格拉周期。从历轮周期上升期来看：2001-2008 年周期的顶部至 2006 年底；2009-2016 年周期的顶部至 2011 年；包括再往前追溯 1993-2001 年周期（1997 年触顶）、1982-1993（1988 年触顶）年周期，每轮上升期短也有三年左右，大部分周期中会更长。对货量的拉动来看，1982-1993 周期中，货量增速从 2.5% 上升至高点 8.5%；1993-2001 周期中货量增速从 4.2% 上升至高点 10%；2001-2008 周期中，货量增速从 -0.3% 上升至 9.7%；2009-2016 周期中货量增速从 -12.1% 上升至 5.2%（2010 年数据为 14.1%，系低基数扰动，故剔除），从货量增速的提升幅度来看，过去 4 轮周期中最弱的一次增量也高达 5.8%，较为可观。

图 2：全球贸易货量同比增长率



资料来源：WTO，天风证券研究所

2.2. 集运的供给周期滞后于朱格拉周期

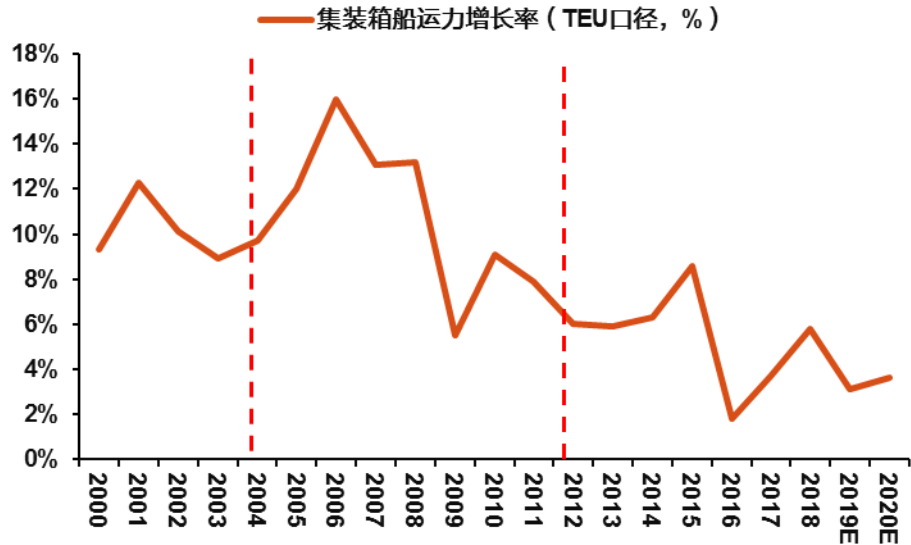
船舶作为重工业的产品，当朱格拉周期开启，理论上供给也会迅速开启上升的趋势，但是根据经验观测，集运行业的供给周期往往是需求周期的追随者，两者之间存在较为明显的时间差，从而造就了集运行业的供需错配，其主要的原因如下：

船舶作为重工业品，其制造工艺较为复杂、工程量较大，根据订单与交付的时间差推算，一艘集运船的制造周期约为 2 年。造现代造船以统筹优化理论为指导，应用成组技术原理，以中间产品为导向，按区域组织生产，壳、舾、涂作业在空间上分道、时间上有序，实现设计、生产、管理一体化，均衡、连续地总装造船。但是即使如此，其 3 道设计工序（初步设计、详细设计、生产设计）、3 道制造工序（船体建造、舾装、涂装）相对固定无法减免，复杂程度较高。此外，造船计划的执行中会出现不可控的不确定性因素，如劳动力、天气、事故、设备等，进一步拉长交付时间。

当前全球的集运供给趋向于大船化，订购新船的资本开支较过去进一步提升，而航运业的盈利能力较为一般，整体来看行业仅在高度景气的环境下才具备加大供给的意愿和能力。在 2001-2008 的朱格拉周期当中，上升周期长达近 6 年，对应集运行业运力高增长也从 2003 年起持续至 2008 年共 6 年；而在 2009-2016 周期当中，上升周期仅为 3 年，对应运力高增长的时间段也仅为 2013-2015 年共 3 年，可见行业仅在高景气周期下具备扩产的意愿和能力。

全球船坞产能有限，无法同时开工所有订单，向后延期为造船业的普遍现象。受制于航运业的强周期性，船坞的生意也具备明显的周期波动，而扩容至足以容纳航运牛市时新船订单的产能水平或将导致绝大多数时间的产能空置，显然不是船坞运营者的最优选择。因此在船坞产能相对固定的格局下，航运牛市中的新船订购只能按次序递延，这也是航运牛市时同级别的二手船售价远高于新造船的原因。

图 3：全球集装箱船运力增长率（%）



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

2.3. 朱格拉周期下运价的波动

由朱格拉周期为主导的集运供需决定了运价的波动方向。根据上文的分析，2000 年以来，朱格拉周期的上升阶段共有两段，分别为 2001 年-2006 年底以及 2009 年-2011 年底；供给的上升阶段为 2004 年起至 2009 年以及 2013 年至 2018 年。其中供需形成错配的年代分别为 2001 年至 2003 年、2009-2011 年。期间，CCFI 指数分别从 901 点上升至 1120 点、784 点上升至 1213 点，涨幅高达 24.3%、54.7%（CCFI 指数自 2002 年才开始对外公布，因此第一段错配周期中的运价表现存在不完整性）。

图 4：CCFI 运价指数在供需错配下表现强势



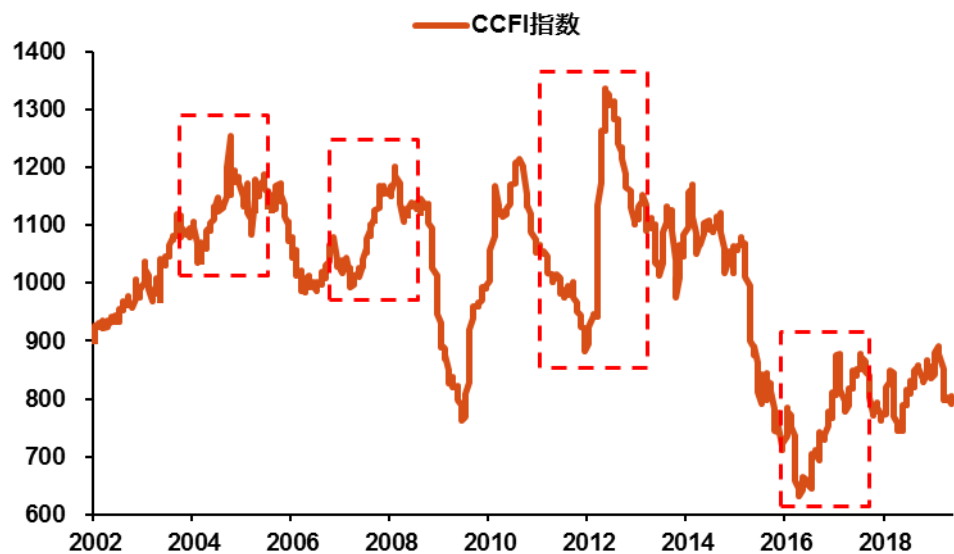
资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 集运需求的中周期：工业库存周期

3.1. 库存周期对集运行业的中期需求波动产生影响

朱格拉周期的供需错配解释了部分时间段运价的走势，但是 CCFI 在历史上还有多次较为显著的上升趋势，因此我们将朱格拉周期的长周期向中周期分解，我们发现库存周期对 CCFI 也具备较强的指导意义。朱格拉周期决定了集运行业的大周期趋势，但是由于大周期是由不同的小周期组成且股市投资的时间维度相对较短，仅关注为期十年左右的朱格拉周期显然无法对股市投资形成很好的建议性作用。因此，在关注朱格拉周期的基础上，全球补库存对集运的货量拉动所引发的行情也不容小觑。

图 5：CCFI 运价指数除供需错配期以外还有多次大幅上行

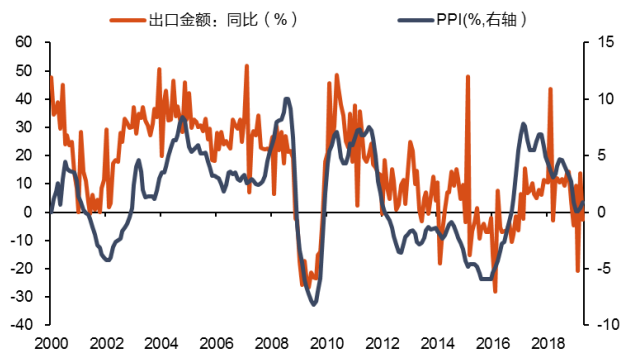


资料来源：WIND，天风证券研究所

对于强周期性行业而言，其产能具有连续生产的特点，且产能增减耗时较长，而需求具有季节性、间歇性、滞后性、惯性等波动性的特点，库存形成的连续性和稳定性与需求波动性之间存在矛盾，因此其生产者库存会呈现高低波动循环的特征，一个完整的循环就称为一个库存周期。根据英国经济学家基钦的观察，库存周期往往在 40 个月左右。

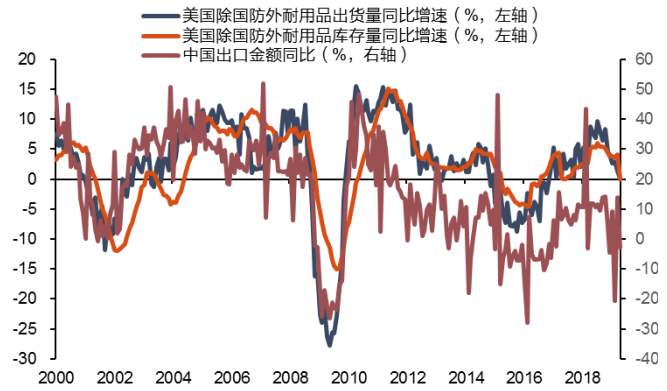
库存周期对集运股有所指导的经济学原理与朱格拉周期类似，当企业原材料库存较低，未来的生产将会受到影响，如需维持原有的生产力水平或扩产，就需要补充库存，进而拉动世界贸易及集运的需求。显然我们对于全球工业原材料库存水平难以把握，为较好地观测这一指标，我们从全球最大生产国中国与全球最大消费国美国的经济数据出发，对库存周期的观测便可以顺势拆分为国内企业的主观出口意愿以及消费国对原材料进口的诉求。出口本身是一个含价指标，出口金额的上升往往与工业企业出厂价格，即中国 PPI 有所相关；而美国方面的主观进口意愿则主要可以借助于美国耐用品库存数据、耐用品订单增速等数据来观测。可以看到两者的历史数据均与中国的进出口数据相匹配，但是由于美国耐用品库存仅受到工业生产以及消费两个主要因素影响，而中国 PPI 在此基础上还受到政策、税率等因素的扰动，我们在分析时更倾向于使用后者。

图 6：PPI 决定了中国出口金额增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

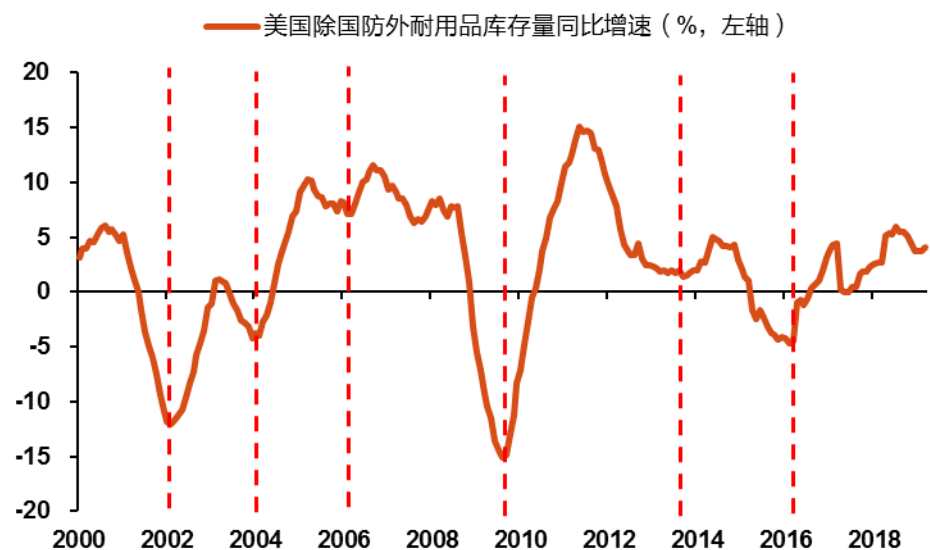
图 7：中国出口与美国耐用品数据相关



资料来源：WIND，天风证券研究所

2000 年以来，全球经济共经历了 5 轮完整的库存周期，分别为 2002 年-2004 年（耐用品库存上升 12 个月，下降 10 个月）、2004 年-2006 年（耐用品库存上升 17 个月，下降 11 个月）、2006 年-2009 年（耐用品库存上升 29 个月，下降 13 个月）、2010 年-2013 年（上升 21 个月，下降 24 个月）、2014 年-2016 年（上升 17 个月，下降 15 个月）。我们认为耐用品成品库存的下降表明商品的供不应求，会带来工业企业补库存的需求，从历史经验来看，补库存的周期最短有 10 个月。

图 8：美国除国防外的耐用品库存



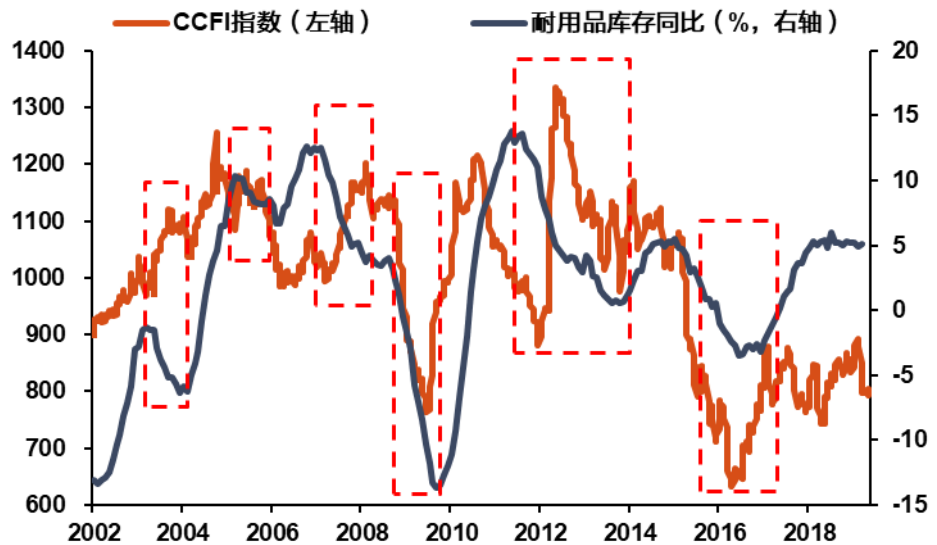
资料来源：WIND，天风证券研究所

3.2. 库存周期下的运价波动

通过数据拟合我们发现，在库存周期当中，美国耐用品库存同比向下时运价的表现更为优秀，而拐点往往出现于新订单回升之时。由于工业企业的生产需要大量的原料，而中国是全球中端制造的最大强国，过去我们往往认为在工业企业库存增加时将拉动大量的中国向发达经济体的集装箱运输需求，因而运价与全球工业企业的库存水平呈现正相关的关系。但是经过数据的验证，我们发现事实与我们的认知有所不同，CCFI 运价指数的表现在工业企业库存同比增加时出现拐点，但是要在库存同比增长收窄的过程中才会达到顶峰。我们

认为，其背后的原因在于耐用品库存同比数据的下降意味着消费市场的强劲，生产企业的盈利能力在这一阶段中也将有所提升，带来更强的补库存意愿，进而拉动集运运价的提升。

图 9：美国耐用品库存下降时集运运价表现更为强势



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：美国耐用品新订单强劲时集运运价出现拐点



资料来源：WIND，天风证券研究所

在 2000 年起的 6 轮完整库存周期中，仅有一轮，即 2009-2010 周期，当中运价未随着耐用品库存下降而上升，其余的 5 轮周期当中，CCFI 运价平均上升 223.72 点，涨幅高达 25.53%。即便是 2009-2010 年当中，一方面是因为库存周期刚好遇到朱格拉周期的供需周期转换窗口，符合小周期服从大周期的共识，另一方面当时刚好是全球金融危机的时间点，全球经济超预期下滑导致了需求暂时被压制、运价短期超跌的情况。

表 1: 库存周期下 CCFI 运价指数的变动情况

库存下降区间	CCFI 低点	CCFI 高点	上涨点数	涨幅 (%)	附注
2002-2004	958.9	1118.4	159.5	16.63%	
2005-2006	1083	1188.6	105.6	9.75%	
2007-2008	993.7	1210.8	217.1	21.85%	
2009-2010					全球金融危机、小周期让步于大周期
2011-2013	896	1331.4	435.4	48.59%	一线航商联合提价, 周期加剧、缩短
2015-2016	652.2	853.2	201	30.82%	
除 09-10 以外的五轮周期中的平均涨跌			223.72	25.53%	

资料来源: WIND, Alphaliner, 天风证券研究所

4. 根据我们的分析框架, 我们现在处在什么位置?

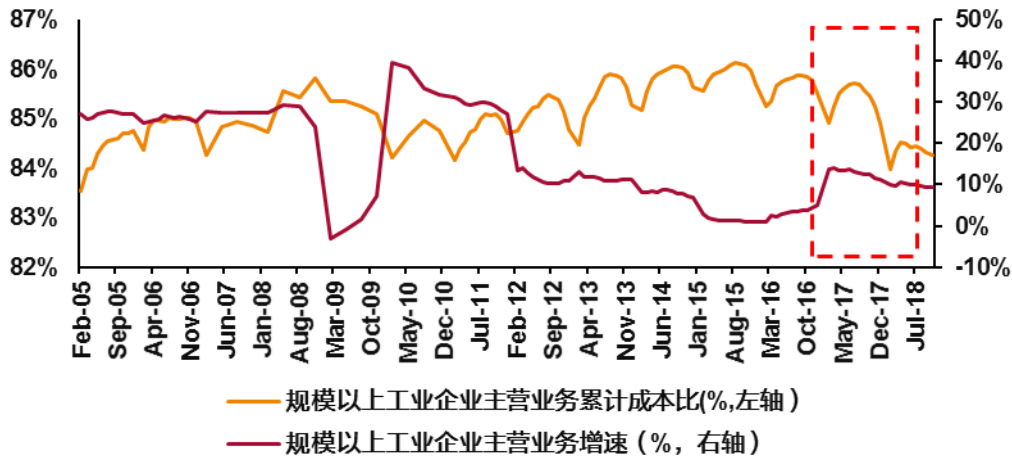
4.1. 朱格拉周期刚刚抬头

从朱格拉周期来看, 2016-2017 年已基本确认了为周期的底部, 目前虽然受到中美贸易战等因素的短期扰动, 但是仍处于上行的大趋势之中, 全球贸易和集运行业亦处于逐步修复阶段。根据上文中的论述, 贸易周期大致同步于经济周期, 从 WTO 口径的全球贸易数据来看, 2015-2016 年处于一轮底部区域, 2017 年属于复苏元年。从我国的进出口情况来看, 2017 年、2018 年出口金额同比分别为 7.90%、9.87%, 也验证了我们朱格拉周期已经缓步抬头的判断。

引用天风证券研究所策略组在《五年指数展望: 利润表的牛市》中的观点, 2016 年以来国内的制造业企业经历了营收与利润的背离——营收依然出现环比负增长, 而净利润还在稳步扩张, 其背后的原因是供需格局的改善驱动了企业毛利率的修复, 而这一修复或将持续下去, 直到需求足够好, 企业利润率足够高, 纷纷扩产为止, 以上观点恰好印证了朱格拉周期刚刚开启的观点; 美国方面, 固定资本消费及生产和进口税额减补贴占 GDP 的比重也在纷纷回升。中美是全球经济的两大引擎, 2018 年对全球经济增长的贡献率分别为 25.14%和 15.14% (IMF 口径, PPP 加权), 中美经济进入朱格拉周期预示着全球需求在未来几年内的扩张。

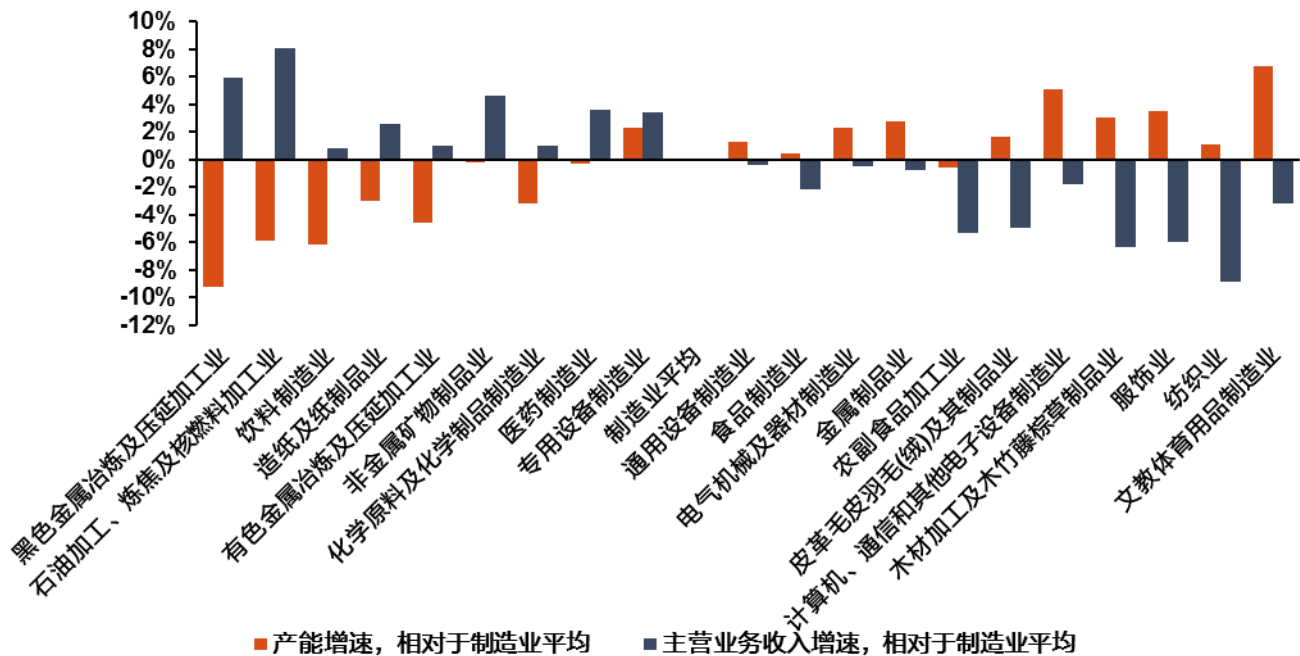
回溯朱格拉周期对全球贸易的拉动效应, 1982-1993 周期中, 货量增速从 2.5%上升至高点 8.5%; 1993-2001 周期中, 货量增速从 4.2%上升至高点 10%; 2001-2008 周期中, 货量增速从 -0.3%上升至 9.7%; 2009-2016 周期中, 货量增速从 -12.1%上升至 5.2% (2010 年数据为 14.1%, 系低基数扰动, 故剔除), 过去 4 轮周期的增速变动量最小值为 5.8%, 最大值为 17.3%, 平均数 9.8%。17 年为本轮朱格拉周期的起点, 取 2016 年全球贸易量增长率 1.6%为基数, 如本轮周期的拉动效应达到过去四轮周期的平均水准, 全球贸易货量同比增长率的峰值有望达到 11.4%, 按过去四轮周期中的最差情况来看, 增速高点也有望达到 7.4%。

图 11: 国内工业企业利润有所改善



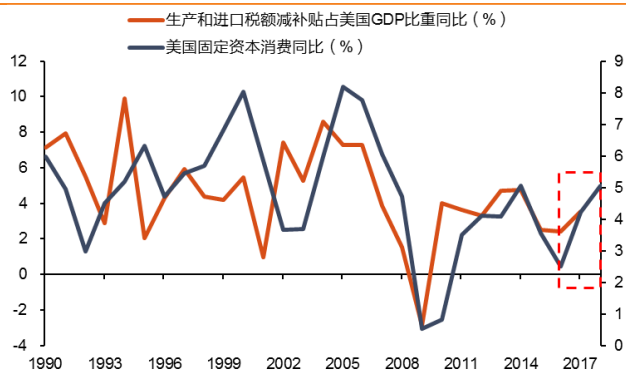
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 12: 中国工业企业的供需格局改善有望带来盈利状况改善



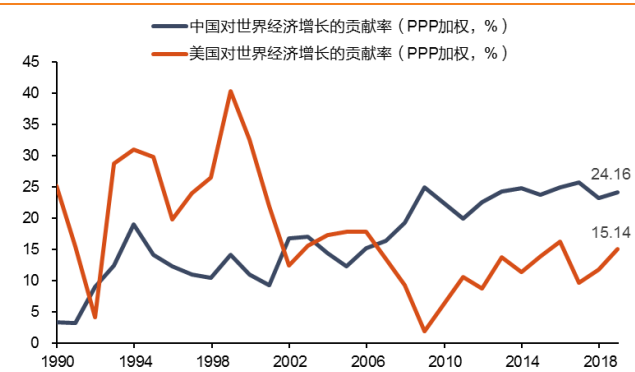
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 13: 美国进入朱格拉周期



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 14: 中美两国对世界增长贡献率



资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 数据剔除了 08 年全球金融危机造成的异常值

4.2. 供给大周期已过，当前集运的供给侧压力较小

当前集运在手订单占运力比处于较低的水平，即使现在开始增加订船，供给提升也要延迟到 2021 年之后，逐步改善的供需格局有望削弱以往供给端对行业估值的压制。Clarksons 的数据显示，2019 年集运行业预计运力增速为 2.9%，略低于其对行业需求侧 3.4% 的增长率。Alphaliner 的数据显示，截止至 10 月，当前在手订单约为 246.3 万 TEU，占总体运力比约为 10.7%，处于历史低位。2020 年、2021 年集运航运行业的供给侧压力有望减弱，结合上文对需求侧改善的判断，供需格局有望逐步改善。

2019-2020 年船坞产能或被安装脱硫塔的需求所占用，造成新订单延迟交付。 Marpol 环保公约要求自 2020 年起实施 0.5% 的全球硫限制，要求在硫排放控制区（ECA）以外航行的所有船舶使用硫含量不高于 0.5% 的燃油。当前低硫油的供应仍存在不确定性，可能存在低硫油供应不足导致成本飙升的状况，因此在 19 年淡季给部分船舶安装脱硫塔或为船东相对稳妥的抉择。从当前的发展局势来看，新增的加装脱硫塔需求较年初有所提升，相对应的，船坞越来越多的产能将会因此被延迟，有望造成全球航运企业新订单交付率低于预期。

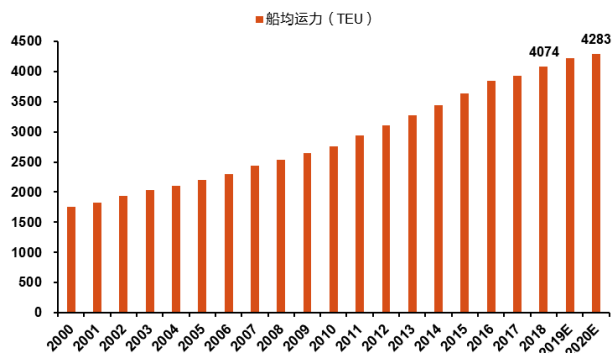
当前全球的集运供给趋向于大船化，订购新船的资本开支较过去进一步提升，高昂的成本已经迫使二线龙头退出扩产竞争，运力增长有望维持低位，本轮行业供给大周期或已接近尾声。超大型集装箱船的优势非常明显，每一个航次的集装箱运量更高，干线式的运营模式也使得其挂靠港口次数减少，对运营效率的提升有所帮助，且从成本端来说，规模效益及造船技术的进步带来更低的单位标箱油耗，更为环保的同时为集运企业带来了更高的收益。但是其劣势也会随之而来，即更大的船型对应更长的建造时间及更高的资本开支。船东每新订购一艘船便意味着将在 2 年后运营该资产长达 20 年的时间，而 2 年及更之后的国际航运形势与行情均难以预测，即便在行情好转时，大船化对航运企业新订船的意愿也将形成压制作用。

此外，根据 alphaliner 的数据，2010 年以来 10000TEU 以上级别的新船交付占据新交付总运力的 30% 以上，2018 年这一数字更是达到了近 85% 的水平；15200TEU 级别以上的新船交付自 2015 年起占新交付总运力的比例分别为 31%、27%、38%、45%。大船的单箱油耗、成本优势显著，但对应的便是更高的资本开支，加上智能化、环保需求的不断提升，新船订购的资本开支也在不断提升。反观当前班轮公司的运力结构，只有前 7 大班轮公司拥有 15200TEU 以上级别的船舶，基于大船的成本优势、环保优势可以推测昂贵的订单已经迫使不具备强大经济实力的二线集运公司暂缓扩张，在大船化的进程中有心无力。

经营租赁进表导致资本负债率提升，融资能力减弱或将延缓新订单增长。 购买一艘 13500TEU 级别的大船价格超过 1 亿美金，20000TEU 级别的价格更是逼近 1.4 亿美金（参考 2017 年中远海控新船订单价格），如果全部采用自购的方式，涉及金额将远超经营性现金流，对财务造成巨大压力，因此大型班轮公司一般采用自购+租赁的方式来获取运力。

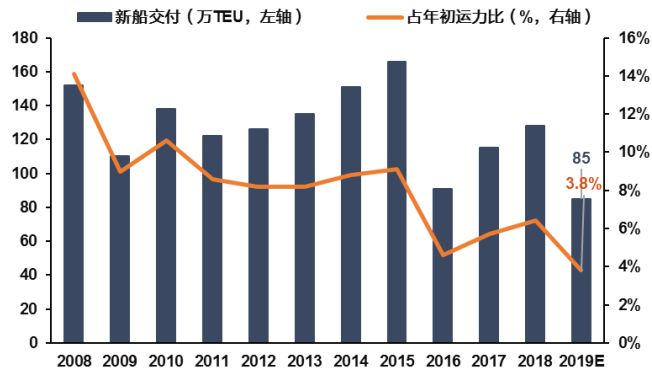
2016 年 12 月 31 日，国际会计准则理事会发布了《国际财务报告准则第 16 号——租赁》，IFRS16 将于 2019 年 1 月 1 日起开始实施。2018 年 12 月 7 日，我国财政部发布财会〔2018〕35 号文——关于修订印发《企业会计准则第 21 号——租赁》的通知，明确在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业，自 2019 年 1 月 1 日起施行；其他执行企业会计准则的企业自 2021 年 1 月 1 日起施行。经营租赁的进表直接造成了资产负债率的提升，对集运企业的融资能力造成一定的压力。

图 15：集运行业大船化进程持续推进



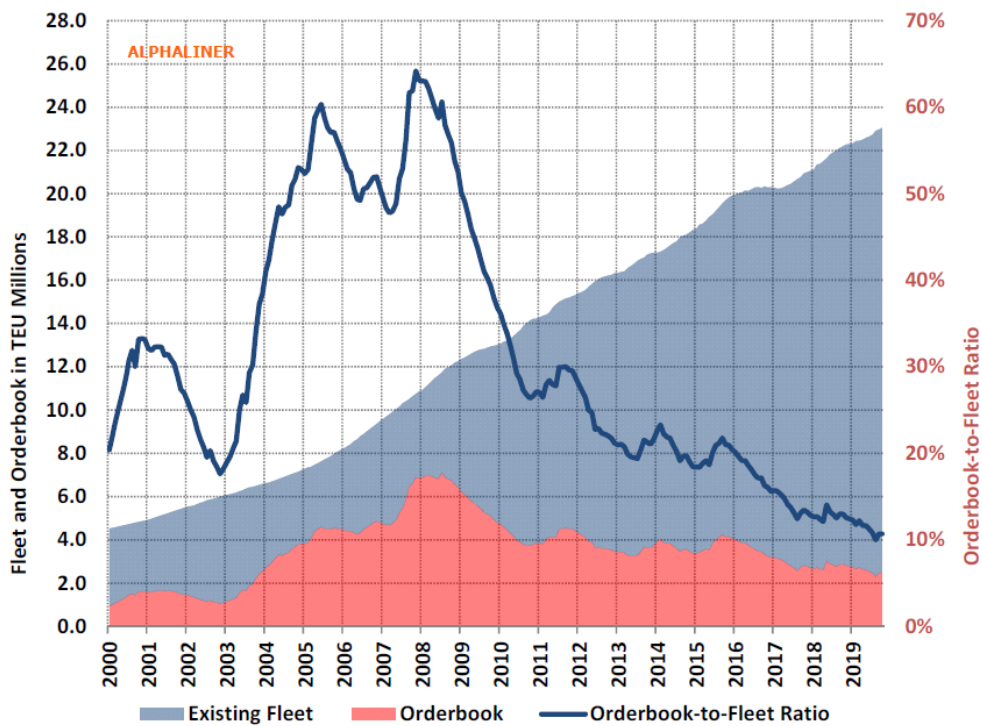
资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 16：在手订单占运力比持续下降



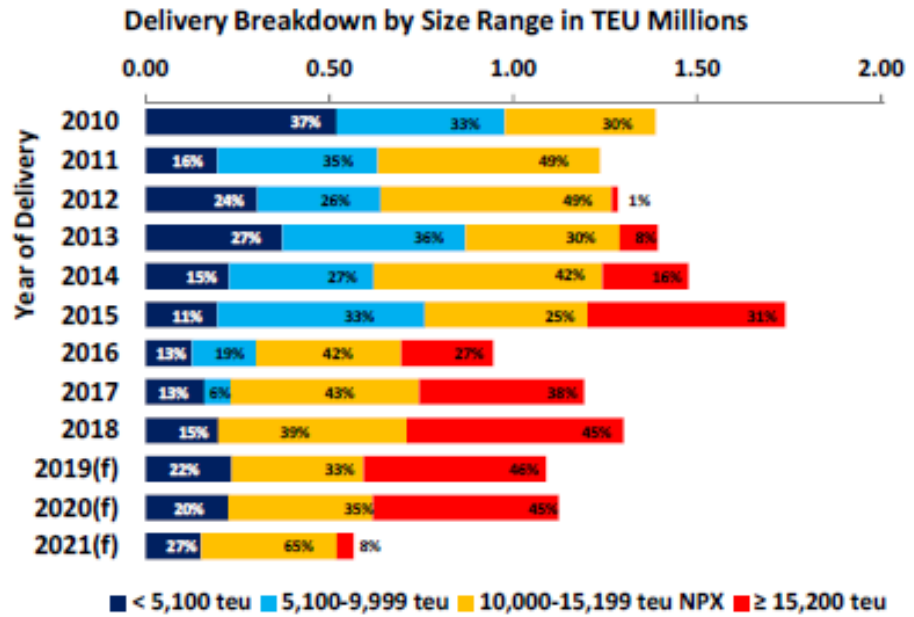
资料来源：Clarksons，天风证券研究所

图 17：行业在手订单占运力比持续下降



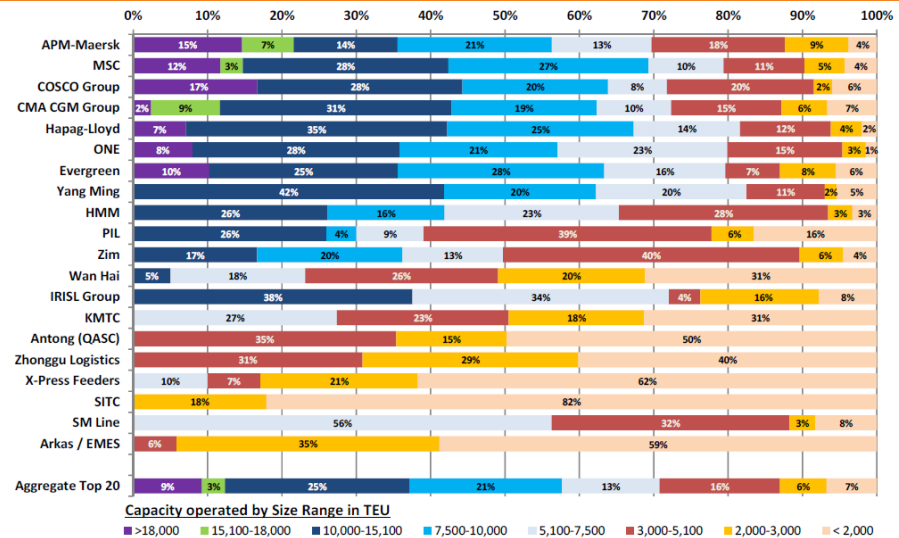
资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 18：2010 年起新交付订单中大船的比例高企



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 19：仅前七大班轮公司拥有 15200TEU 级别以上的运力

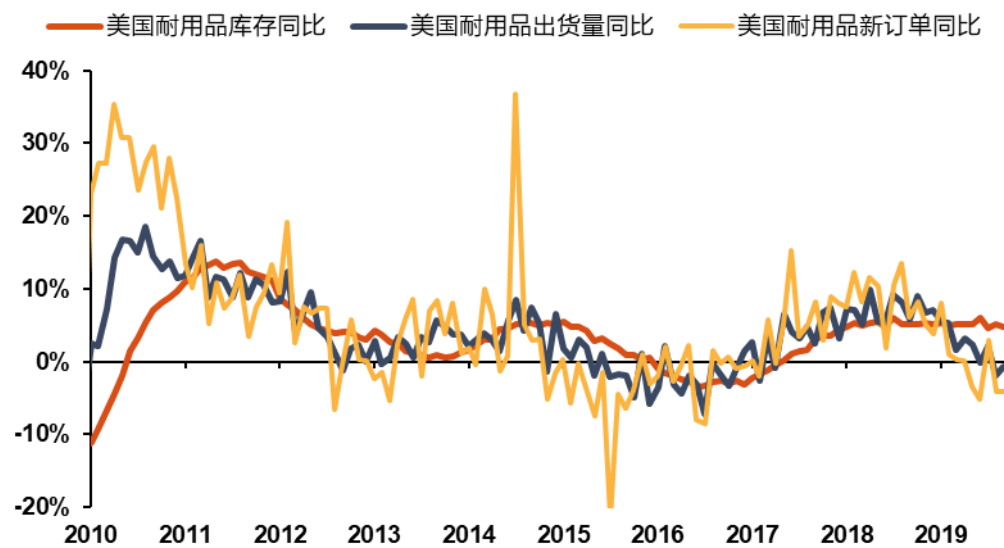


资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

4.3. 美国耐用品库存已经见顶

美国库存见顶已经基本确认，在朱格拉周期引导的新一轮供需错配下，集运行业本轮提价有望超预期。18 年下半年美国方面宣称将于 19 年起加征 10% 的关税。为避免增量成本，中美工业企业共同发力，引发了较为显著的抢运行情，两国之间的贸易额激增，美国耐用品订单及库存都发生了快速上扬的状况，也就造成了本轮库存周期有望较以往更早见顶。从当前的耐用品订单以及库存数据来看，新订单量已经开始企稳回升，而库存水平维持高位。我们认为本轮库存周期已经见底并有望迎来拐点，叠加上述供需周期的错配，行业有望迎来运价的持续上涨。

图 20: 美国库存指标已经见顶



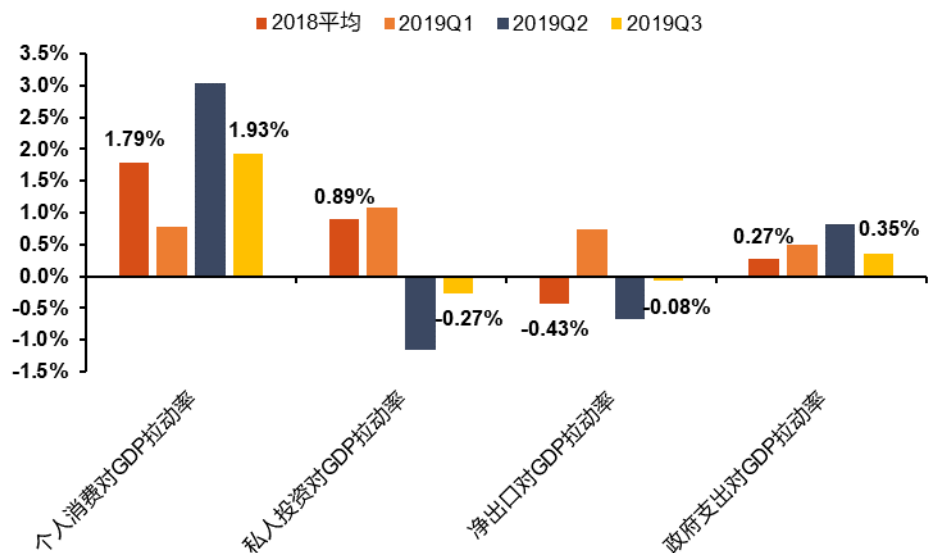
资料来源: WIND, 天风证券研究所

5. 结合基本面，交叉印证本轮周期向上有望超预期

5.1. 美国经济短期存在压力，但不容易出现长期衰退的状况

当前市场对美国宏观经济情况的担忧或来自于美国消费数据的韧性及投资数据能否重新由负转正。拆解美国 GDP 数据，消费和投资对 GDP 的拉动效应较进出口、政府支出对 GDP 的拉动效应显然更为重要，而在消费和投资当中又以消费数据占据主导地位。对比 2018 年及 2019Q1-Q3 的消费、投资数据不难看出，当前美国个人消费数据在 Q2 反弹后下降较为迅速；投资数据 Q2、Q3 虽降幅正在收窄，但是对 GDP 的拉动效应为负。此外，从 19Q3 单季度来看，美国 GDP 的支撑项仅为个人消费，剩余 3 项对 GDP 增速的总贡献率趋近于 0，因而引发市场对美国经济的预期从过去的消费、投资“两条腿走路”转变为未来仅剩消费“独木难支”。

图 21：美国 GDP 增速拆解

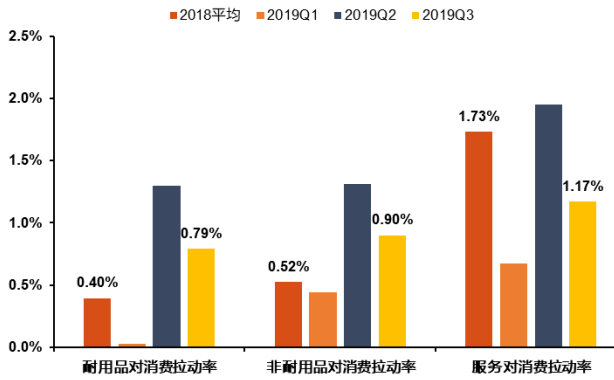


资料来源：WIND，天风证券研究所

5.1.1. 消费数据有望持续强劲，为美国经济提供支持

美国地产为轴的产业链在低利率下有望超预期，对美国经济形成支撑，长期陷入衰退的概率较低。我们进而对美国消费数据进行拆解，2019 年以来表现较弱的是耐用品消费及服务消费。耐用品当中的拖累项主要为汽车，但是家具、家电以及服务项当中的家庭服务、家庭经营等地产产业链相关项目在抵押贷款利率下行、新屋销售回升的背景下表现较为强势，我们认为在全球重回降息通道的当下，美国地产相关消费项有望维持高度景气以对冲汽车产业的下滑，且如果中美贸易摩擦顺利和谈，Q1、Q3 中对非耐用品消费拖累明显的服装消费也有望迅速回升，对美国经济增长形成支撑。此外，股市作为国家经济的晴雨表，道指近日仍表现强劲，甚至创出新高，也验证了我们美国经济具备较强韧性的观点。

图 22：美国消费增速拆解



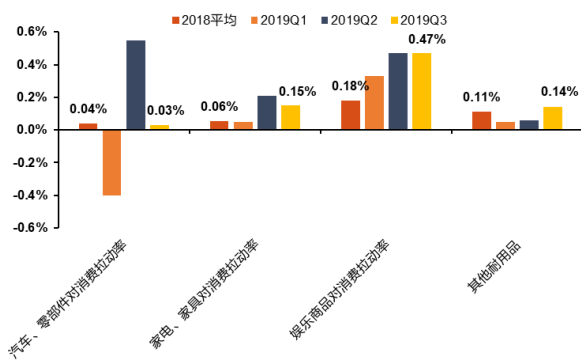
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 23：美国新屋销售随利率下降而回升



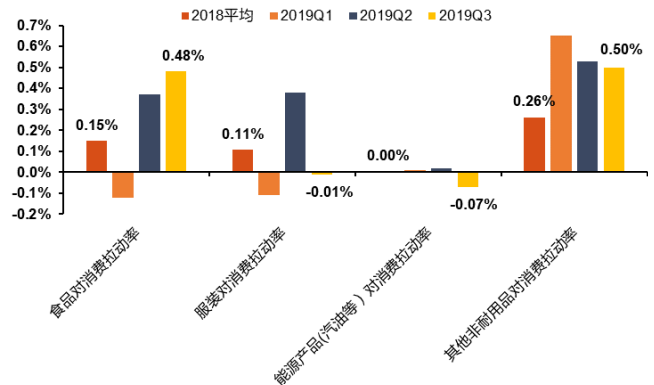
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 24：美国耐用消费品中家具家电表现强劲



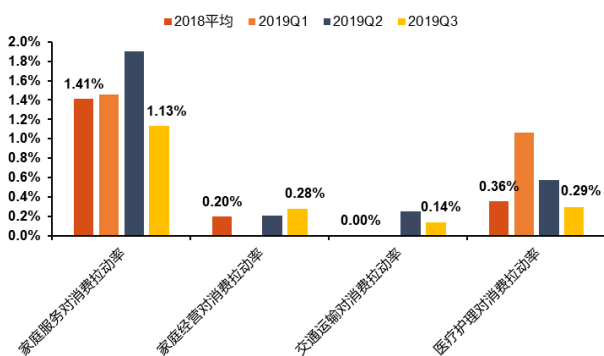
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 25：美国非耐用消费品中拖累项为服装及能源产品



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 26：美国服务消费中与地产相关的项目也表现强劲



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：服务项中还包括金融服务等，但影响较小故未列示

图 27：密歇根大学消费者信心指数



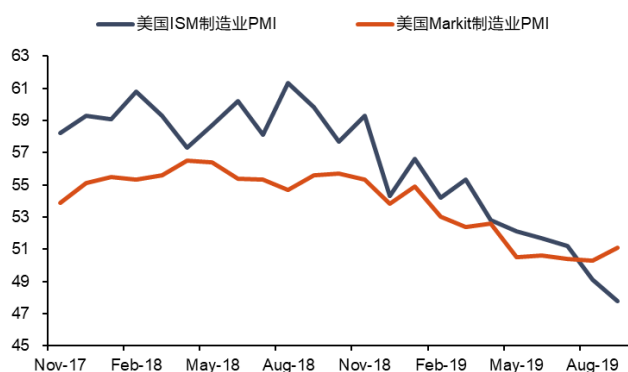
资料来源：WIND，天风证券研究所

5.1.2. 投资及进出口贸易也具备潜在上升空间

美国的进出口贸易及制造业仍具备潜在上升空间。在过去的 10 年中，中美贸易差额从 -2000 亿美元扩大至 2018 年的 -4191.62 亿美元，呈现稳步上升的态势，也就是说中国正

从美国身上赚走越来越多的钱，这也是中美贸易战的成因之一。具体拆分来看，服务贸易是美国的优势项目，在历史上尚未出现过中国对美国的服务贸易顺差，且美国对中国的服务贸易顺差也在逐步扩大。综上所述，中美贸易的差额主要来源于货物贸易，而中国对美国出口的货物当中主要为电子产品（中低端电子产品、电子产品元件）及纺织服装，分别占比约 45%、10%。美国对中国的进口显然偏刚性，美国想减少对中国的进口难度较高、空间较小，在不牵扯其余国家的情况下，要扭转当前逆差不断扩大的局势唯有加大出口。受制于活禽的低货值、能源类产业输出路径尚未放量，美国加大出口仍需加大对中国的高货值产品即高端制造业产品的出口，当前全美制造业产能利用率约为 78%，具备比较大的提升空间。

图 28：美国 PMI 指数



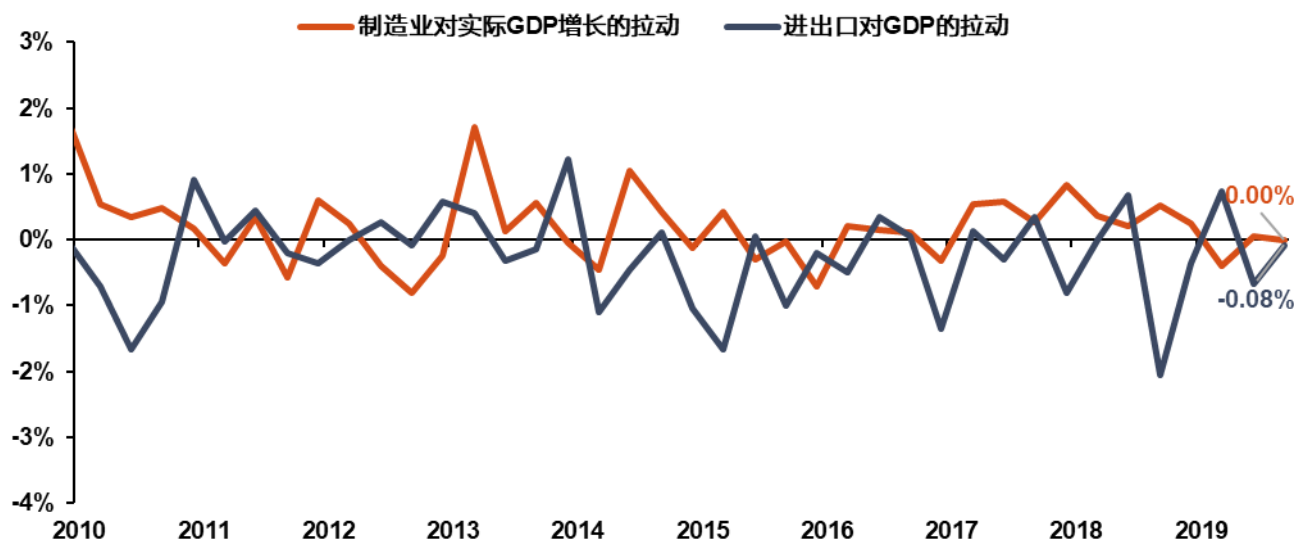
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 29：美国制造业整体产能利用率



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 30：美国制造业及进出口贸易仍存上升空间



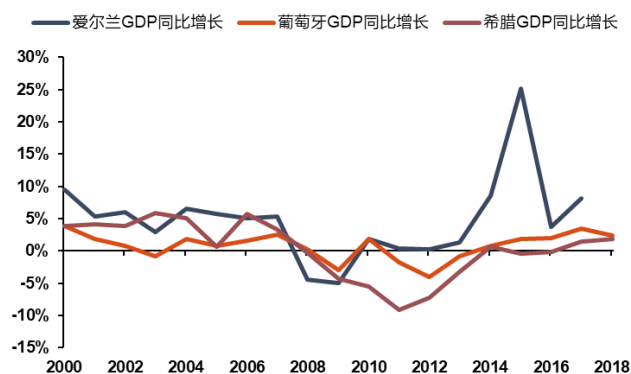
资料来源：WIND，天风证券研究所

5.2. 欧盟经济有望伴随中国经济企稳而复苏

欧洲的经济正在复苏，下半年有望达到较为正常的水平，为集运的向上弹性保驾护航。由于美国海运市场更为集中，美国的货代对船东具有非常强的议价能力，合同锁价的现象非常普遍。而欧洲则较为不同，虽然欧盟理论上是一致行动人，但是各国之间仍存在边界的概念，也就导致货代的话语权明显不如美国货代，合同锁仓的能力也比较薄弱，因此欧线往往在运价上涨时为集运企业贡献更多的利润。但是欧洲经济的持续低迷对集运行业的货量、估值有所压制，经过我们的拆解，我们认为市场无需对欧洲经济过分担忧。

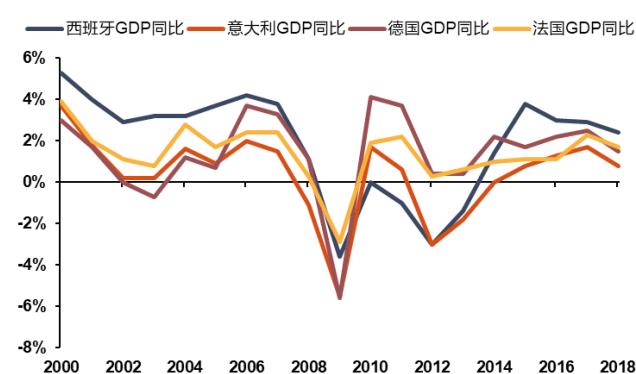
如果仔细拆分欧元区成员国的 GDP 增长数据，我们会发现欧洲本轮经济下行的主要原因较以往有所不同，是核心成员国的经济下滑造成的。截至 2018 年，欧盟当中德国、法国、意大利和西班牙经济总量占欧元区名义 GDP 总量的比重分别为 29.2%、20.3%、15.2%及 10.4%，其余各成员国占比均低于 10%。对比债务国以及核心成员国的 GDP 数据后我们发现，与 2009-2012 年欧债危机阶段希腊、葡萄牙、爱尔兰等债务国拖累欧洲经济不同，本次欧元区经济下行更像是由德法意西等核心成员国经济放缓所致。债务国的经济增长较 2009-2012 年均出现了较为明显的提升，而核心成员国则出现了停滞，德国甚至明显下滑。

图 31：欧盟债务国 GDP 增速均较 09-12 年有所改善



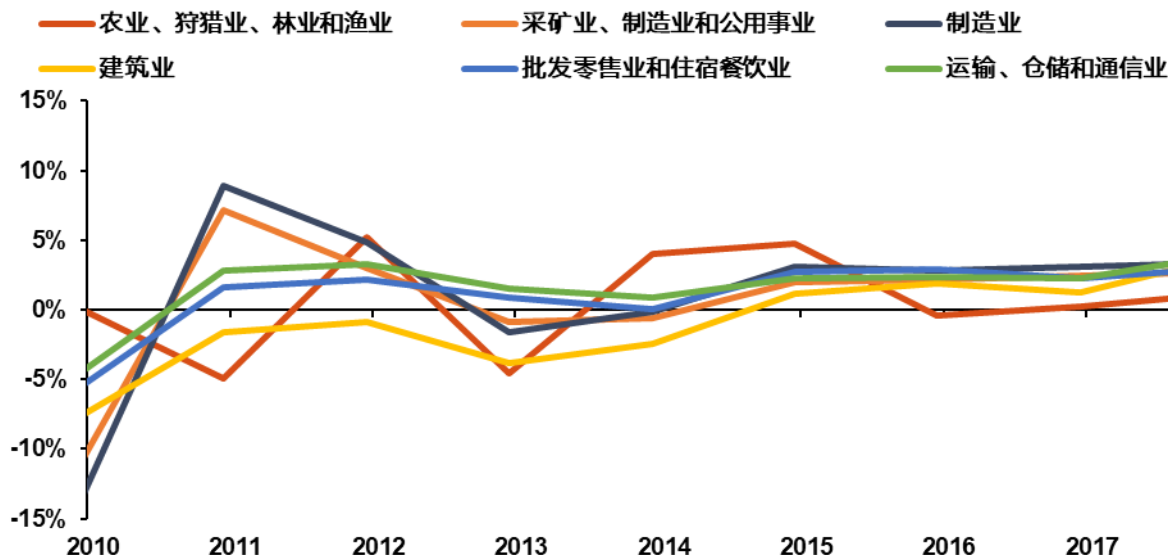
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 32：欧盟核心成员国经济增长缓慢，德国下滑明显



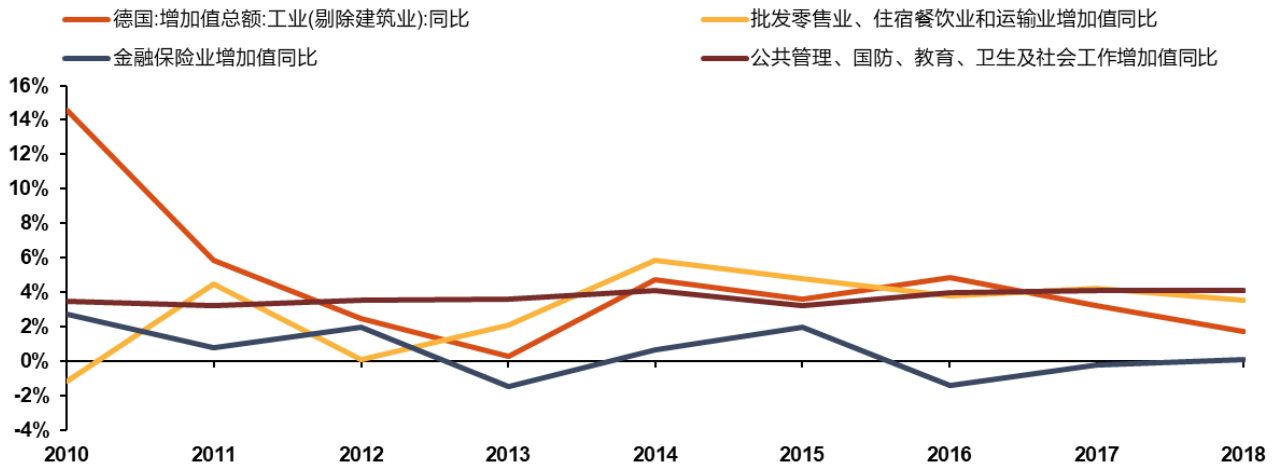
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 33：欧盟各行业增加值同比增长率



资料来源: WIND, 天风证券研究所

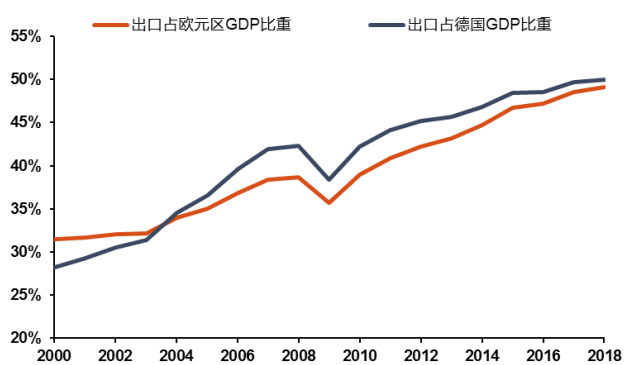
图 34: 生产法下德国增加值增速下滑的行业一览



资料来源: WIND, 天风证券研究所

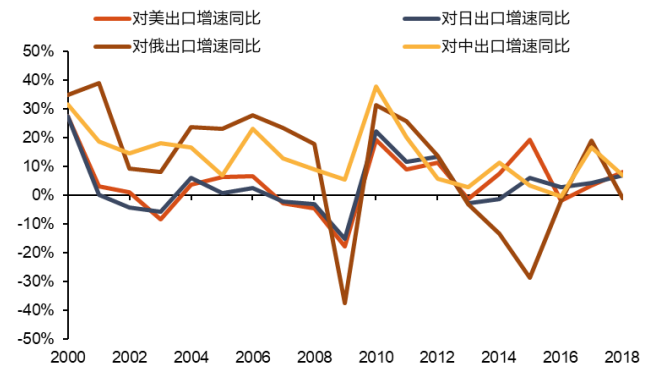
中国经济增速放缓导致欧盟出口增速下滑是 2018 年欧盟工业部门疲软、经济走低的主因之一，中国经济的回升有望带来欧洲经济的企稳。2011 年以来出口金额占欧盟名义 GDP 比重始终在 40%以上，经济火车头德国的对外依赖度更高。而 2018 年中美日俄对欧元区的商品贸易出口总金额贡献为 33.6%，其中中美两国对欧元区的商品贸易出口总金额贡献度为 27.1%。与 2017 年相比，2018 年欧元区对美日出口增速回升、但对中俄出口增速放缓。尽管 2018 年欧元区对美国新增出口金额较 2017 年上升 179.9 亿欧元，但其对中国新增出口金额较 2017 年则下降了 157.1 亿欧元。换言之，虽然美国经济增长强劲，中国经济增长放缓对欧元区出口影响也不小，基本抹平了欧盟的出口增长。随着下半年中国经济触底，欧盟经济有望迎来回升，就欧央行官方的态度来看，虽然加息的进程或将暂缓，但是鸽声已经收敛，奥地利央行行长兼欧央行管理委员会成员 Ewald Nowotny 已公开表示欧洲有望于 2019 年下半年逐步企稳。

图 35: 出口对欧盟尤其是德国经济的意义重大



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 36: 18 年欧盟对美日出口提速而中俄表现不佳



资料来源: WIND, 天风证券研究所

5.3. 一带一路有望贡献贸易增量

18 年 11 月的首届中国国际进博会在上海举行，向全球释放了一个强烈信号，就是加大进

口将成为中国的一项长期国策。其必要性有三：其一，加大进口对其他国家的经济形成支撑，将绑定其他国家与中国的利益，对中国的国际声望有所帮助；其二，加大进口将有助于国内的供给侧改革，由粗放式的高速发展向更高质量地发展转变，有效改善国内的经济结构；其三，中国加大进口不仅是中外各取所需，也是各国经由利益共同体打造责任共同体、携手形成命运共同体的一条路。中国进口的增加将使自己与外国更加“你中有我，我中有你”，相互利益绑定也会让大家共同对彼此负责，命运更加联系在一起。在全球经济承压、中美关系紧张的当下，相关政策的执行或将超预期。

就当前中国的贸易流向来看，集运行业以出口为主，加大进口的国策有效弥补了进口货量的短缺，为集运行业提供增量收益。中国是全球最大的进出口贸易国家之一，是全球最大的贸易顺差国，而我国的服务贸易往往处于逆差的状态，因此我们推断，我国的进口货物量与出口货物量相比要小得多。换言之，集运行业往往在出口的时候货量较为充足，而返程的时候货量较小。加大进口作为本次国际航运中心建设的主要目的之一，将有望大幅拉动进口航线的货量，为集运行业解决过去无法解决的空载困扰，提供增量收益。

进口货量有望促进别国经济增长，反哺远东出口货量。商务部前副部长、中国国际经济交流中心副理事长魏建国在进博会举办期间表示，中国正在通过一带一路加大对外投资，但投资主要是实现“造血”，加大进口则会对别国经济形成“输血”的作用，中国加大进口不仅能帮助其他国家、尤其是发展中国家解决出口问题，而且它们获得了收入后可以直接壮大自身经济力量，有助于其发展潜力的释放，在一些发达国家，这些收入也能够带动市场气氛的活跃。在此背景下，受惠于中国进口的国家由于利益绑定，有望在经济复苏下增加对中国的进口，利好集运行业的远东出口货量。此外，加大对欧盟核心成员国的进口将为欧洲经济的复苏添砖加瓦，利好欧线货量。

图 37：加大对一带一路成员国的进口有望利好集运货运量的增长



资料来源：一带一路网，天风证券研究所

6. 本轮集运周期下的核心变量

主题事件如同悬在周期头顶上的达摩克里斯之剑，由于他们的存在，周期的波动变得更为复杂，也对船东、投资者和分析师造成了相当的困扰。究其根本，问题在于主题事件的存在对全球供需格局的冲击力度难以预测，这在投研的过程中为我们造就了许多“意外”，在虚拟经济中意外更容易转化为过度反应的下行风险，使得周期的可信度受到质疑。我们于集运行业周期开启之际，就当前可见的核心变量作一些粗浅的分析。

6.1. Marpol 环保公约执行在即

国际海事组织（IMO）强制规定，2020年1月1日起实施对全球范围内船舶燃料含硫量从3.5%下降至0.5%。要求在限制排放区（ECA）以外的行业的所有船舶也使用含硫量不高于0.5%的燃料。

6.1.1. 当前的主流应对策略及影响

1. 轻质柴油（MGO）

MGO 是一种清洁且硫含量较低的中质馏分油，其优点非常突出，即方便且维护成本不会大幅提升，如切换至 MGO 无需对现有船舶进行大的改动，大多目前使用高硫油的船舶都可以直接切换至 MGO；但是其缺点更为明显，首先 MGO 的售价相对高硫油更高，其次，受制于其高价及低黏度、密度，使用 MGO 的船舶航速将会有所下降。这一方案目前在航商中的接受度较低。

2. 低硫燃油（LSFO）

超低硫燃油目前是接受度较高的方案之一，市占率第一的马士基将主要使用该方案。类似于换用 MGO，低硫油方案同样无需对船舶进行改造，且更少的杂质和更高的燃油品质有望降低发动机的故障率。但是目前业界对于低硫油也存在较多争议，其量和价都可能成为其制约因素。如果高低流油之间没有价差，炼厂将缺乏动力从生产高硫油转为生产低硫油，这样一来将会形成合规船用油短缺，甚至需要暂停运营以避免罚款的状况，即便由此造成运价的高企，集运企业也难以从中获利；反之，较高的价差将会造成集运企业的成本提升，而当前集运企业运力相对充足，可能会造成燃油附加费难以传导至客户的情况，对集运企业的利益有所蚕食。

3. 安装脱硫塔（Scrubber）

脱硫塔又称尾气处理器，其原理是在尾气排放至大气层之前，利用碱性的海水对废气进行中和，将硫过滤至水中。目前脱硫塔被分为开式、闭式及混合式，顾名思义，开式脱硫塔将用来过滤废气的海水直接排放至海中，闭式脱硫塔将使用过的海水储存在船当中，而混合式则为可以自由切换为开式或闭式的综合体。

使用脱硫塔的优势在于，第一，在日后无需担心高低流油的价差、或者低硫油短缺的情况；第二，其资本开支相对较小，安装一套脱硫塔的价格在百万级，且后期维护成本不高。但是其争议主要有三点，1. IMO 并未对脱硫塔的详细分类作出明确规定，尤其是开式脱硫塔或许在不久的将来将被禁止，造成船公司无故的损失；2. 由于脱硫塔的技术目前尚未经过实测，许多船东对其环保效果有所质疑；3. 安装脱硫塔为不可逆行为，将会永久性地占用集运船的部分舱位，造成单船的收入水平有所下降。

4. 液化天然气（LNG）

LNG 是目前最为清洁的能源之一，作为完全不含硫和粉尘的气态燃料，其硫化物排放量几乎为零，此外其燃烧温度较低，在奥托循环主机中燃烧后产生的氮氧化物也较船用燃油减少 80%。但是由于其物理性质与传统燃料油存在显著差异，如现有船舶要改用 LNG，需要对整套动力系统进行改造，花费约为 2000 万美元。在现有船舶上进行改造的成本过高，适用性较低。

表 2：主流 IMO 环保公约应对策略详解

应对方案	使用 MGO	使用低硫油	加装脱硫塔	LNG 动力系统
一次性资本开支(万美元)	0	0	约 500	约 2000-2500
后期成本	较高的燃料价格	较高的低硫油运营	脱硫塔维护成本	未知
进坞维护时间(天)	0	0	30	未知
不良影响	长期运输成本抬升、 能量密度不足不适航	长期运输成本抬升	占用小部分舱位、IMO 或就 脱硫塔种类作出进一步要求	资本开支过高、 安全性未知

资料来源：航运界，天风证券研究所

6.1.2. 环保公约的影响

无论选择哪种方式来应对环保公约的要求，均会增加船运公司的成本。由于 MGO 的不适航性以及 LNG 动力系统改造过于昂贵，船东目前普遍选择安装脱硫塔或使用低硫油的方式作为应对策略。假设高低流油的差价很大，则脱硫塔的性价比更高；假设高低流油的价差很小甚至出现倒挂的情况，则选择低硫油策略的航运企业更为收益。高低流油的价差不确定性甚至可能造成集运行业的大洗牌，增加的成本可能会造成部分盈利能力较弱的企业在 2020 年面临大幅亏损，最终导致倒闭或者被收购的情形。

为保证企业的正常运转，为部分运力加装脱硫塔或为最稳妥的策略。正如前文所述，目前加装脱硫塔虽然将造成一次性的资本开支，且将会造成暂时的运力无法全部投放，但是能杜绝因低硫油产量不足或高低流油价差过大造成成本激增的情况，对于具备经济实力的集运企业来说，为部分运力加装脱硫塔的战略作用类似于为企业购买了一份保险，在面对 MARPOL 环保公约造成的冲击时提供了相对有效的保护垫。在航运行业的收入周期向上的时间点，预先保证运力的投放能力或为企业盈利水平的改善保驾护航。

由于部分运力暂时退出以抢装脱硫塔，淡季的运价弹性有望优于往年，且选择低硫油为主要应对策略的集运企业或将更为受益，行业预期差较为明显！我们在 2018 年度策略报告《逐日寒冬尽，踏雪迎春归》中对于集运行业的判断，由于低硫油的价格和产量的不确定性，会有许多航运企业希望在 2019 年内完成脱硫塔的安装，而集运的周期性造成在不同的季节船舶创造财富的效率差别较为明显，因此在淡季抢装脱硫塔将是航运企业的最优策略，并且主流机构均预测 2019 年全球宏观的形势不容乐观，更将促进航商暂停投放运力去加装脱硫塔的行为。这样一来，淡季的运力将会出现暂时的短缺，运价的向上弹性也将优于往年，选择低硫油策略的航商如中远海控有望充分享受淡季的运价向上。

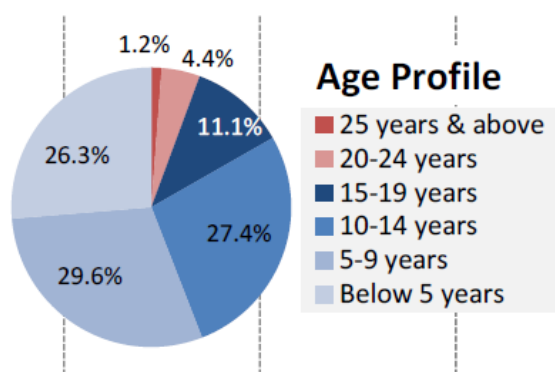
旺季能否如淡季一样超预期存在变量，但大概率不会弱于往年平均水平。虽然当前的集运行业存在较为显著的预期差，但是全球经济下行压力以及行业内的运力过剩情况均客观存在，如果旺季顺利涨价，集运企业对市场的预期也可能发生根本性的改变，或将出现过度关注眼前利益，暂停脱硫塔安装的情况，过剩运力的回归将会削弱运价在旺季的向上弹性。但是也无须过分悲观，因为从当前的脱硫塔订单状况来看，已经形成了脱硫塔安装数量大

幅上升的趋势，MSC 预计将为旗下超过 200 艘集运船安装脱硫塔，马士基预计洗涤塔安装数将达船队总数的 10%，达飞可能为 80 艘集装箱船安装脱硫塔，大概率将会有企业主动或被动地无视旺季的眼前诱惑去安装脱硫塔，因此旺季即使不如淡季这般乐观，也不会弱于往年的平均水平。

集运行业的产能有望在环保公约后加速去化。根据 Alphaliner 的数据，集运行业目前 20 岁及以上的老旧船约占全行业运力的 5.6%，其中 25 岁及以上的老旧船约占 1.2%，且全部为 5100TEU 以下的中小型船。在此类船上安装脱硫塔显然不是理性的选择，因此留给这些船舶的选择仅剩使用低硫油，而老旧船型的性能及节能性大都不如新船，除非未来低硫油的价格低于当前的高硫油价，环保公约的执行大概率将会削弱这类船的盈利能力，促使船东加速其拆解，当前被抑制的拆解量也有望向均值回归。2019 年以来，集运行业已经对老旧运力的拆解进行加速，我们认为拆解量有望在 2020 及之后的几年中维持高位。

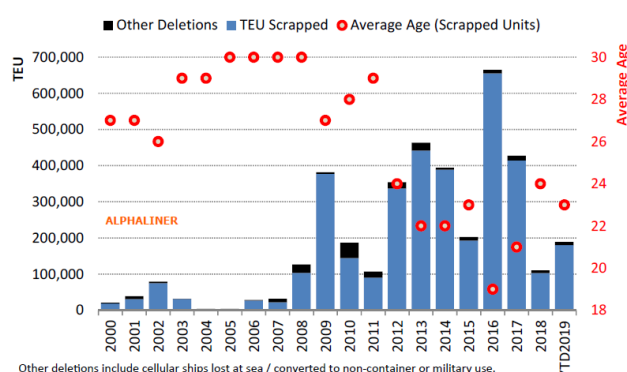
高低硫油的价差将会成为增量成本，对部分集运企业的财务形成较大压力，加速行业的洗牌。马士基北美贸易主管拉斯米卡尔詹森在 JOC 举办的会议上说，基于当前假设，就整个行业而言，成本端将增加 100-150 亿美元，这对于过去盈利能力较弱的集运企业来说可能会变得非常糟糕。如果巨大的财务压力导致部分较小的集运企业身上发生类似于韩进破产的事件，集运行业巨头有望低价购得这些资产，行业集中度将会继续提升。且这类事件有望对该企业的在手订单交付率造成影响，延缓行业运力交付压力。

图 38：全球集装箱船船龄结构（截止至 2019 年 10 月）



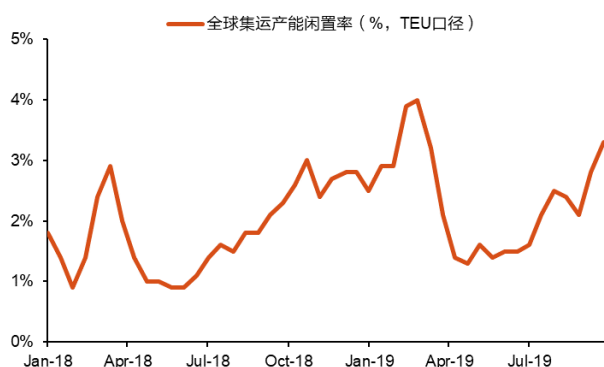
资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 39：集装箱船拆解量（截止至 2019 年 10 月）



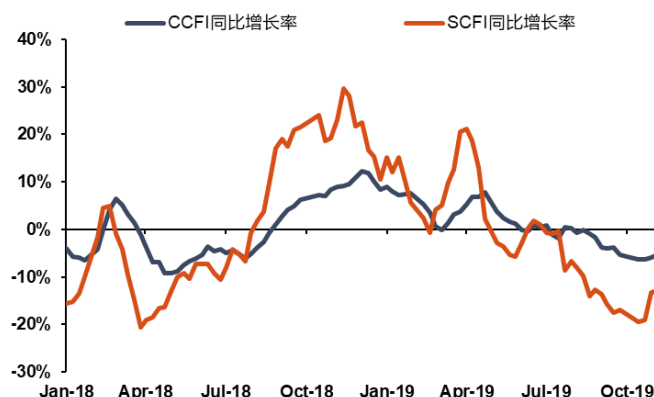
资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 40：全球集运产能闲置率



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 41：年初至今 SCFI、CCFI 运价同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

6.2. 中美贸易摩擦

中美贸易摩擦是当前全球贸易格局乃至经济格局的最大变量之一，可能是全球需要面对的“最紧迫的风险”，由于与贸易直接相关，市场对中美关系紧张的担忧对集运行业的前景预期也有所压制。从 2017 年 8 月 18 日的“301 调查”起至今，中美双方已前后共进行了 11 次磋商，其中的过程也一波三折。

5 月 11 日，中美第十一轮贸易谈判未能达成协议，就最新情况来看，双方已经从停战协商进入到边打边谈的状态，贸易摩擦的核心问题难以达成共识，中美贸易关系紧张或将长期化。刘鹤副总理首度披露了中美双方的三大主要分歧：一是取消全部加征关税；二是贸易采购数字要符合实际；三是改善文本平衡性。我们估计，关税方面，美方可能不愿意一次性取消（而是视中国执行协议状况取消）最初 500 亿中国高科技产品的关税，而中方则认为这是对于中国发展空间的公然限制。

表 3：中美贸易摩擦时间线梳理

时间	事件
2017-08-18	美国对中国开启 301 调查
2018-03-22	美国贸易代表办公室公布对华 301 调查的报告
2018-04-03	美国贸易代表办公室依据“301 调查”结果公布拟加征 25% 关税、价值约 500 亿美元的中国商品清单
2018-05-04	5 月 3 日—5 月 4 日，中美第一轮贸易谈判
2018-05-17	5 月 17 日—5 月 18 日，中美第二轮贸易谈判。由习近平主席特使、国务院副总理刘鹤率领的中方代表团和包括财政部长姆努钦、商务部长罗斯和贸易代表莱特希泽等成员的美方代表团就贸易问题进行了建设性磋商。
2018-05-20	中美双方发表联合声明。声明称采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差，中方将大量增加自美购买商品和服务，增加美国农产品和能源出口，中方将推进包括《专利法》在内的相关法律法规修订工作。同时双方同意鼓励双向投资。
2018-05-29	白宫发布针对中国的知识产权保护举措声明，将在 6 月 30 日前宣布投资限制和出口管制措施；并表示将于 6 月 15 日公布被征收 25% 关税的 500 亿美元中国产品最终名单。
2018-06-02	6 月 2 日—4 日中美第三轮贸易谈判
2018-06-15	中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 关税。
2018-06-18	美白宫发表声明，特朗普指示 USTR 以 10% 的比率确定再对价值 2000 亿美元的中国商品征收额外的关税。
2018-08-01	美国贸易代表办公室正式发布声明，考虑对 2000 亿美元中国商品征税的税率从 10% 提升至 25%。
2018-08-03	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 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。
2018-09-17	美国贸易代表办公室正式发布声明：自 9 月 24 日起对价值 2000 亿美元的中国进口商品征收 10% 关税。自 19 年 1 月 1 日起税率将提升至 25%。
2018-11-01	习近平总书记同美国总统特朗普通电话
2018-12-01	“习特会”：当地时间 12 月 1 日晚 5 时 30 分，国家主席习近平应邀同美国总统特朗普在阿根廷布宜诺斯艾利斯共进晚餐，举行会晤，双方达成重要共识，不再对其他新的产品加征新的关税，原定对 2000 亿美元产品的加征关税税率在 2019 年 1 月 1 日从 10% 上调至 25% 也将延期 90 天。
2019-01-07	中美贸易谈判在北京举行（19-01-07~01-09）
2019-02-13	美国总统特朗普表示：若中美接近达成协议，则愿意放宽一点期限，允许更多的时间进行谈判。即延长中美贸易谈判最后期限。
2019-02-25	新华社快讯：美国总统特朗普 24 日在其推特账户上宣布，他将推迟 3 月 1 日上调中国输美商品关税的计划。
2019-05-01	4 月 30 日至 5 月 1 日，在北京举行第十轮中美经贸高级别磋商。双方按照既定安排，将于下周在华盛顿举行第十一轮中美经贸高级别磋商。

2019-05-05	美国时间 2019 年 5 月 5 日（周日）下午 12 点，美国总统 Trump 在 Twitter 发表两条短讯，表示可能对来自中国的进口产品进一步加征关税。将 2000 亿美元产品的加征关税税率上调至 25%，而剩下的 3250 亿产品也可能在未来较短的时间内加征关税至 25%。
2019-05-10	FederalRegisterEST 时间 5 月 9 日公布文件，宣布 USTR 将于 5 月 10 日起对中国 2000 亿商品的加征关税税率上调至 25%
2019-05-10	美国华盛顿时间 5 月 9 日周四，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤抵达华盛顿，与美方举行第 11 轮中美经贸磋商。
2019-05-10	2019/5/10 12:00:00，美国方面设定的 5 月 10 日 0 点（ET）截止时间到，中美双方尚未达成协议，2000 亿产品加征关税税率上调至 25%。双方磋商将于第二天继续。
2019-05-11	2019/5/11 06:17:04 新华国际时评：第十一轮中美经贸高级别磋商结束，“目前双方在取消全部加征关税、贸易采购数字应当符合实际以及文本平衡性三个中方核心关切的问题上仍存在分歧。”
2019-05-11	USTR 于当地时间 2019 年 5 月 10 日发布消息，将对 3000 亿美元的中国产品加征关税 细节将于周一公布
2019-05-14	中国出台反制清单，就美国进口商品实行 25%、20%、10%、5%四档关税

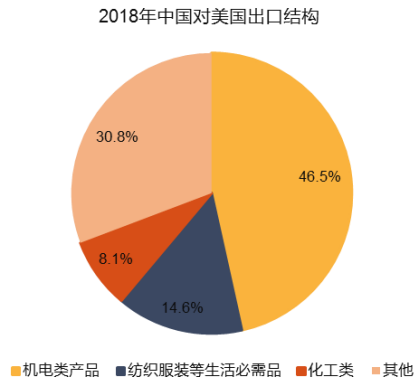
资料来源：新华网、人民网、中国政府网等，天风证券研究所

6.2.1. 中美贸易摩擦对集运行业的直接负面影响有限

拆解中美贸易结构，美国减少货物进口的空间较小，难度较高。在过去的 10 年中，中美贸易差额从-2000 亿美元扩大至 2018 年的-4191.62 亿美元，呈现稳步上升的态势，也就是说中国正从美国身上赚走越来越多的钱，这也是中美贸易战的成因之一。具体拆分来看，服务贸易是美国的优势项目，在历史上尚未出现过中国对美国的服务贸易顺差，且美国对中国的服务贸易顺差也在逐步扩大。综上所述，中美贸易的差额主要来源于货物贸易，而中国对美出口的货物当中主要为电子产品（中低端电子产品、电子产品元件）及纺织服装，分别占比约 46%、15%。不难发现，这一部分的进口需求偏刚性，但是中美贸易差额的根本矛盾又急待解决，我们认为两国贸易格局有望向两个方向发展：

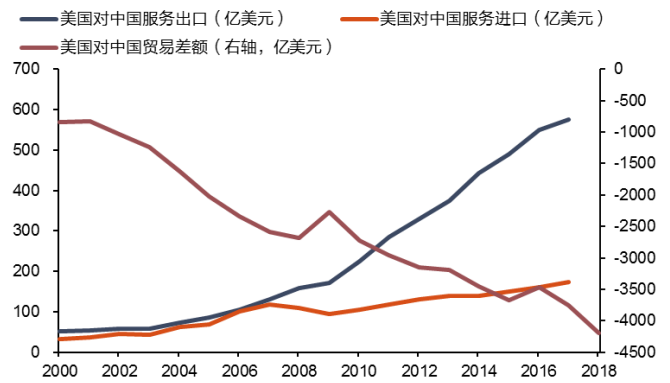
- 1) 从中国的出口项出发：减少从中国的货物进口，转而向其他东南亚国家进口。全球劳动密集型工业的产能集中在亚洲，具体来说目前主要的世界工厂大部分坐落于中国、印度、泰国等亚洲国家内。但是随着中美贸易摩擦以及以上国家的人工成本逐渐提高，许多工业企业正将企业产能向越南、菲律宾等地区迁移，以维持成本优势。**这一方案虽然能解决当前的主要矛盾，但是或将为其他发展中国家的超速发展埋下伏笔，对于美国进出口数据的改善也相对有限，可能并非中美两国希望看到的结果；即便最终真的以此种方式结尾，由于美国对此类货物的进口需求客观存在，贸易格局的改变或将类似于“乾坤大挪移”，对集运行业的货量、运距的影响微乎其微。**
- 2) 从中国的进口项出发：维持或略微减少（转移至其他国家）从中国的货物进口额，大量增加向中国的出口。从当前的谈判要点来看，中美双方基本正围绕此方案进行谈判。此方案下，亚洲出发向北美出口的货量同样不会大幅减少，而北美向中国的出口货量甚至有望提升。进一步详细拆分，从美国向中国出口的货物结构来看，以大豆为代表的干散货受制于国内需求相对饱和以及低货值的原因并非双方的最优选择，原油为代表的能源类产品受到基础设施暂未完成建设的限制而无法充分放量，大概率中国将加大对美国高科技产品如资本密集型的电机、电气、音像设备或工业设备产品如机械器具，亦或是国内目前产能不足的基础类冷冻猪肉等集运货物的进口量，对集运的影响或将偏正面。

图 42：中国对美国出口结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

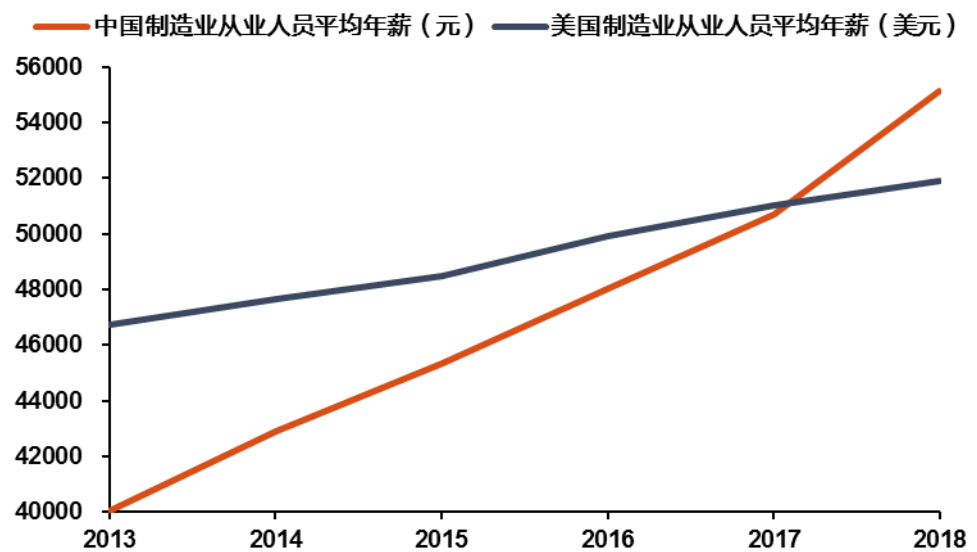
图 43：中美贸易差额



资料来源：WIND，天风证券研究所

全球产业链格局已经成型，美国制造业回流的可行性较低，以消费换工业的做法或并不理智，美线货量失速下滑的概率不高。当前亚洲出口的中低端制造业以劳动密集型产业为主，其成本优势主要来自于人工成本的相对低廉以及全面完整的产业链及配套金融服务链压低了集中采购成本。如工业企业迁移至美国，人工成本的大幅提升将直接在最终产成品当中体现，对消费或将有所抑制，从而导致出现拆东墙补西墙的效果。如成本控制不得当，不排除加征关税后的中国产品价格仍低于美国产品的可能性。

图 44：中美制造业从业人员薪资对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

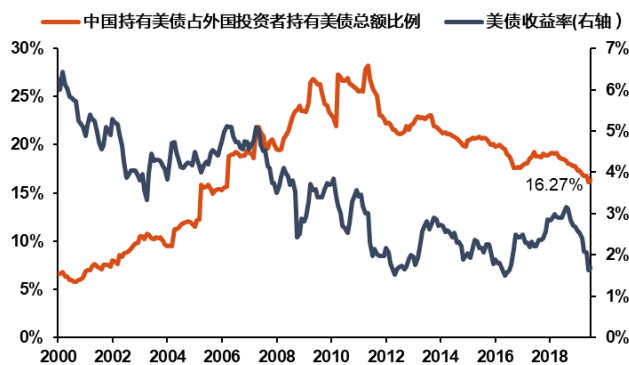
6.2.2. 如出现长期僵化的局面，全球经济或将承压

中美关系摩擦类似于一招七伤拳，但最受伤的或将是欧盟。据 IMF 预测，如果对中美之间所有贸易征收 25% 关税，将导致美国 GDP 下降 0.3%-0.6%，中国 GDP 下降 0.5%-1.5%。在上文欧盟宏观情况分析中，我们提到，欧盟本轮宏观经济的下行的主要原因之一来自于外需的不足，如中美的经济增长失速，将进一步压制中美两大主要经济体对德国、法国等核心成员国的进口需求，欧盟的经济复苏进程也可能因此受到拖累，最终或将导致欧盟的进口需求跟随出口需求疲软，影响欧线的集运货量。

人民币的大幅贬值或将对资源导向性国家的经济造成一定压力，形成集运行业潜在下行风险。主动/被动的人民币贬值是中国用以反制美国贸易关税的主要手段之一，通过人民币的贬值可以有效对冲关税的影响，维持美国对中国出口的需求量不变。但是过度的贬值将会对中国其他贸易合作伙伴造成较为明显的伤害。中国是铜、煤、铝、铁矿石等主要大宗商品的全球最大消费国之一，如果人民币贬值 10%-20%，那几乎可以肯定会出现全球贸易萎缩、届时依赖中国需求的国家，例如欧盟、巴西、澳洲，均将受到显著冲击，而经济的下行又将进一步进入利空消费——拖累进出口——集运盈利减弱的死循环。

贬值+抛售美债的组合拳或将对美国造成重大资金压力，极端情况下或将动摇全球经济增长的根基。除去贬值对美国形成的资金伤害，我国尚留有一张反制底牌——美国国债。截止至今年 9 月，外国投资人持有的美国国债规模约为 67768 亿美元，其中中国持有 11024 亿美元，约占总外债的 16.3%，为全球最大持有国之一。如果中国报复性地在国际市场上进行抛售且美国有意维护美债收益率的稳定，将逼迫美国内部的银行进行大量的收购，造成资金的紧张；如美国决定对美债收益率不管不顾，美债的属性将在短期内转变为风险资产，有一定的概率将引发全球范围内的美债抛售潮，对美国的经济造成压力的同时或将对全球的经济增长有所拖累。

图 45：中国持有的美债占美债外债比例仍在较高位置



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 46：美元兑人民币近期有所升值



资料来源：WIND，天风证券研究所

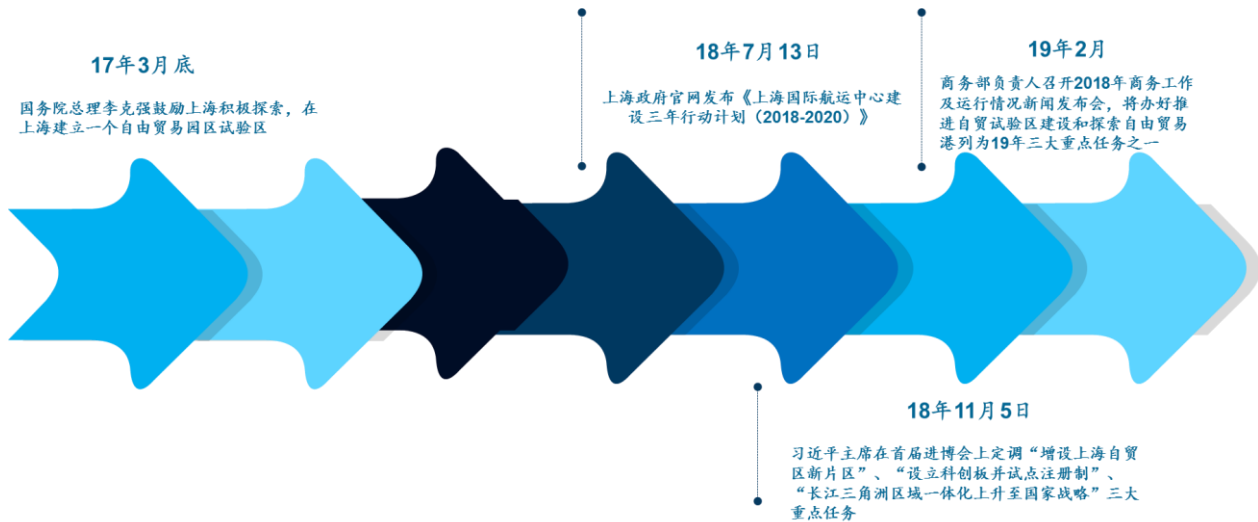
6.3. 顶层立志打造国际航运中心，加大进口贡献增量收益

6.3.1. 上海航运中心及自贸区有望在推进速度、执行力度上超预期

建立上海国际航运中心、自贸区升级刻不容缓，政策密度已经大幅提升。上海自贸区改革方案始于 2017 年 3 月底，国务院印发《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》。近一年内，有关提升上海地区航运中心地位的政策密度提升。18 年 7 月 13 日，上海政府官网发布《上海国际航运中心建设三年行动计划（2018-2020）》，紧接着，11 月 5 日习近平主席在首届进博会上定调“增设上海自贸区新片区”、“设立科创板并试点注册制”、“长江三角洲区域一体化上升至国家战略”三大重点任务；根据中国政府网，19 年 2 月 12 日商务部负责人召开 2018 年商务工作及运行情况新闻发布会，将办好推进自贸试验区建设和探索自由贸易港列为 19 年三大重点任务之一；根据新华社，19 年政府工作报告明确指出，加快构建高标准自贸区网络，同时赋予自贸试验区更大改革创新自主权；

根据新华网，习近平主席在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上强调“将新布局一批自由贸易试验区，加快探索建设自由贸易港”。我们认为，自贸区改革驶入深水区，自上而下政策推动力不断增强，自贸区改革经验有望加速推广，存量试点有望突破升级，自贸区改革将沿着广度与深度双主线纵深发展。基于近期政策密度的迅速提升，我们有理由相信国际航运中心在未来推行的力度上有望超预期。

图 47：近期上海航运中心相关政策密度提升



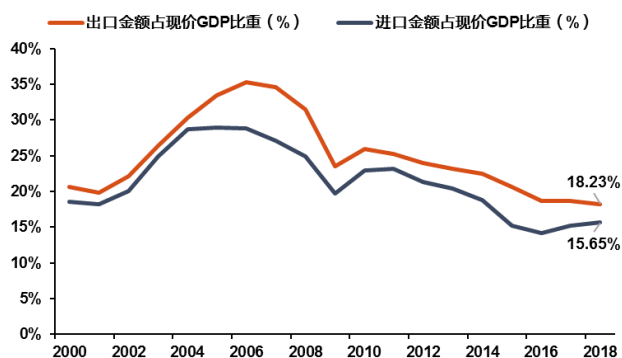
资料来源：新华网、国务院官网、上海政府网等，天风证券研究所

6.3.2. 国际贸易仍为我国经济增长的支柱之一，集运的战略意义正在提升

贸易对我国经济增长的贡献度仍非常显著，是我国经济增长的支柱之一。作为贸易大国，我国18年进口金额、出口金额占GDP的比重16%、18%，看似净出口对我国经济的影响已经不大，但是进出口的下行将导致工业部门的停滞，2018年规模以上工业企业的出口交货值占GDP现值的比重约为12%，对GDP的增长率影响约为10.7%，对GDP的贡献率存在杠杆效应和溢出效应，且由于分子端的数据统计口径为规模以上工业企业，仅占全部工业企业当中的一部分，实际上的影响应当更为显著。

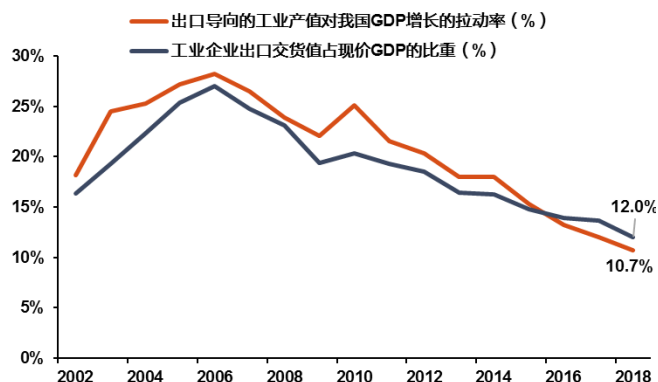
该政策与一带一路相互呼应，表明了我国对贸易以及航运安全的重视程度有所提升，集运行业的战略意义有所提升。在过去全球化的浪潮当中，经济体之间建立了相互依存、分工合作的长期关系，但是随着中美关系的紧张，全球暂时稳固的产业链分工格局出现了一些变量。本次贸易摩擦让我们意识到在长期的合作下必然会出现分歧，当关系恶化时维持经济体平滑运转是一国重要的战略储备，自主可控的重要性提升至21世纪以来前所未有的高度。航运作为进出口贸易的主要途径之一，其战略意义较过去也有所提升，有望取得更高级别的扶持和保护。

图 48：我国进、出口金额占 GDP 的比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 49：进出口对我国经济增长的影响



资料来源：WIND，天风证券研究所

6.4. 全球宏观经济与核心变量假设下的集运供需增速测算

如前文所述，集运行业的供给取决于集装箱船的增速，而船舶的制造周期难以缩短，未来两年的供给增速主要取决于当前的在手订单，上行空间较为有限，核心机构如 Clarksons、Alphaliner 的预测数据均具备较为准确。因此收入预测的核心主要是需求端的预测。

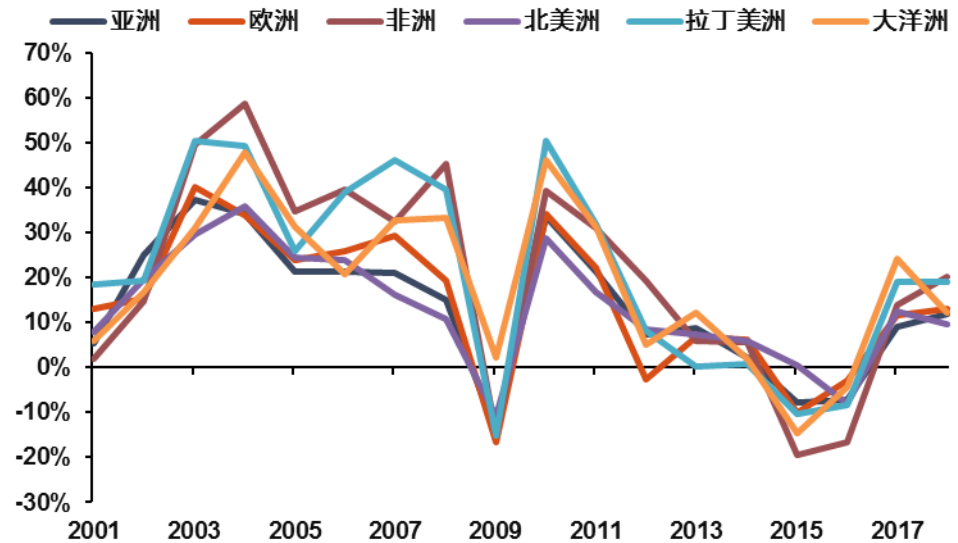
根据中国的进出口金额分析，当前集运行业的主要货物集中于亚洲地区（51.5%）、欧洲地区（18.5%）、北美地区（15.1%），而大洋州、南美和非洲虽然占比较低，但是增速较快。我们认为在国家集中推动一带一路、南美新兴经济体高速发展的当下，亚洲内部以及远东至欧洲、非洲、南美航线有望延续高增长，航线需求的核心变量在于美国。

表 4：2018 年中国对各大洲进出口金额占比及增速

地区	金额占比	增速
亚洲	51.51%	12.01%
欧洲	18.48%	13.00%
北美洲	15.09%	9.71%
拉丁美洲	6.65%	19.22%
非洲	4.42%	20.11%
大洋洲	3.86%	12.19%
其他	0.01%	0.56%

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 50：2000 年以来中国对各大洲进出口增速一览



资料来源：WIND，天风证券研究所

6.4.1. 乐观预期

在乐观假设下，中美贸易的摩擦将会有所缓解，主要通过我国的加大进口以平息干戈，美国经济将在短暂的下滑后于 2020 年开始迅速回暖，在该假设下，远东——美西的出口货量有望维持当前的增速，回程货量将会迎来高增长。

美国：2010 年以来中国出口到美国的货量与进口的货量的比例约为 7:3，从增速上来看，出口的平均增速为 7.0%，进口的平均增速为 5.9%，在上述假设下，出口增速有望维持均值，而进口增速有望较均值翻倍，达到 12% 以上的增速。

非美地区：2020 年欧洲经济将回归正轨，亚洲内部及非洲的一带一路国家将受益于我加大进口的政策维持高增速，对应欧线、亚洲内部线的增速将会回归 2000-2010 年的高增长状态，相对保守地取 2000-2018 年的增速均值，亚、欧、非、南美地区航线的货量增速有望达到 13.5%、14.3%、19.7%、19.3%。澳洲地区也有望延续 2018 年 12.2% 的增速（2000-2010 期间平均增速为 18.8%）。

如此假设下，设 2019 年贸易总量为 X，可以计算出出货量的总量为：

$$51.5\%X \times 1.135 + 18.5\%X \times 1.143 + 0.7 \times 15.1\%X \times 1.07 + 0.3 \times 15.1\%X \times 1.12 + 6.7\%X \times 1.193 + 4.4\%X \times 1.197 + 3.9\%X \times 1.122, \text{ 约为 } 1.1362X, \text{ 全球贸易增速将达到 } 13.62\%。$$

6.4.2. 中性假设

中性假设下，中美两国将延续当前边打边谈的状态，在此假设下中美之间进出口的货量将被抑制，但是如上文所述，中美之间贸易的货品大多较为刚性，下降幅度有限，向下的放缓空间也将相对有限。在此基础上，我们下调当前的对美进出口增速至 3%。

在此假设下，中国经济将会有所放缓，欧洲经济复苏或将有所后延，一带一路的施行也将受阻，或将略微低于 2000-2018 年的平均增速，我们将亚、欧、非的增速下调至 2000-2018 年平均增速以下 3%。大洋洲的经济也将有所受损，且没有一带一路的支撑，增速下滑将较一带一路国的下滑更为明显，或将达到 5%的水平。

由以上信息，可得计算公式如下（设 2019 年贸易总量为 X）：

$51.5\%X \times 1.105 + 18.5\%X \times 1.113 + 15.1\%X \times 1.03 + 6.7\%X \times 1.143 + 4.4\%X \times 1.167 + 3.9\%X \times 1.072$ ，约为 1.0749X，全球贸易增速将达到 7.49%。

6.4.3. 悲观假设

悲观假设下，中美贸易摩擦或将进一步恶化，中方如使用较为极端的对抗手段，或将引发全球性的金融危机，全球贸易格局有一定概率将会像 2009 年一样出现大幅度的下滑。但是由于 2001-2008 年期间全球经济处于高增长的阶段且全球分工的产业链格局尚未完全成型，而 2010-2018 年的发展相对较为缓慢，我们认为如果出现贸易失速下滑的状况，情况相比 2009 年会略好一些，全球的贸易增速或将由负转正，失速下滑 20%（09 年主要经济体的贸易增速中枢由 15% 下滑至 -30%）。即便出现如此的情况，也无须过分悲观，由于全球当前处于朱格拉周期中的扩产能阶段，当经济回暖，有望重现 2010-2011 年运价和运量同步大幅度反弹的情况。

本轮中美贸易摩擦为美国打压全球第二经济体的一个缩影，主要的自变量掌握在美国的手中，我们倾向于认为美国不会为了打压中国而对自身造成过大的伤害，因此悲观假设下的情况发生的概率较小。在中性和乐观的假设下，全球的贸易量均将出现较为明显的改善，与周期框架下得出的结论较为一致。

7. 我们为何在当前时点看好中远海控

7.1. 三周期叠加向上，预期差机会明显

根据我们在第四章当中的分析，当前时点为 2000 年以来第三次朱格拉周期主导下的供需错配。2000 年以来集运行业大周期上供需形成错配的年份分别为 2001 年至 2003 年、2009-2011 年。期间，CCFI 指数分别从 901 点上升至 1120 点、784 点上升至 1213 点，涨幅高达 24.3%、54.7%（CCFI 指数自 2002 年才开始对外公布，因此第一段错配周期中的运价表现存在不完整性）。但是我们认为周期只会受到事件的影响而有所提前或延后，却无法对周期作出任何改变，在市场尚未认知到周期开启的时间点提前布局或为较为理性的选择。

大船化对行业的新订单及交付增速或有抑制作用，本轮供给周期有望超预期。根据 Alphaliner 的统计和预测，18-21 年集装箱船交付分别为 130.1、109.8、111.3、75.7 万 TEU，为 2010 年以来较低的水平，大船化的高昂资本开支已经迫使二线龙头退出了运力增长竞争，2021 年底前行业的供给侧压力较小；航商对市场尚不明朗的观望情绪在未来有望抑制

新船订单量的增长，2021年后供给的增长情况也有望超预期。

环保公约的执行或将倒逼 2020 年成为中小落后产能集中拆解的年份，进一步延缓供给增长率。由于环保公约将于 2020 年 1 月 1 日开始执行，老旧船的船东普遍呈现观望的态势，集运行业的拆解量自 2016 年起逐年下滑，16-18 年的拆解量分别为 65、40、11 万 TEU，2019 年预计拆解量仍处于较低水平。反观当前的运力结构，20 岁以上（或将无法在改换低硫油后继续盈利的）的集装箱船运力占全部运力的 5.6%，刚性拆解需求或将在 2020 年集中体现。且在接下去的 9 年当中，达到 20 岁的集装箱船运力呈现逐年增加的态势，拆解量大幅增长的趋势有望得以延续。

进一步细化至库存周期，本轮美国耐用品库存已经基本见顶，根据历史经验，运价有望延续向上趋势。2000 年以来，6 轮库存周期当中有 5 轮出现了 CCFI 在美国耐用品库存同比下降时上升的情况，仅有 2009 年时因全球金融危机运价被暂时压制，但是随后便迎来了波动更大的运价上涨。当前美国耐用品新订单和生产的增速都在下降，库存见顶的信号明显，我们相信运价有望迎来上涨。

综上所述，从长周期的角度来看，随着朱格拉周期的缓步抬升，集运行业的需求有望大幅上行，而大船化和 IMO 环保公约的执行有望压制本轮供给周期，长周期的供需的错配有望带来运价的中期上涨。进一步观测库存中周期，当前或已到达运价向上修复的时间点，即便如 2009 年一样全球经济暂时压制运价的上涨，也将在全球经济企稳后加剧反弹，是航运板块当中值得关注的机会之一。

表 5：集运行业供需预测表（中性假设下）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
全球港口集装箱吞吐量 (百万 TEU)	540	496	566	613	642	666	700	710	729	778	813	847	911
同比变化 (%)	5.8%	-8.2%	14.2%	8.3%	4.7%	3.7%	5.1%	1.5%	2.5%	6.7%	4.6%	4.2%	7.5%
年末集装箱船队规模 (万 TEU)	1226	1330	1423	1534	1632	1724	1824	1977	2008	2079	2196	2265.9	2329
同比变化 (%)	13.2%	8.5%	7.0%	7.8%	6.4%	5.6%	5.8%	8.4%	1.6%	3.5%	3.6%	3.2%	2.8%
新船交付量 (万 TEU)	152	110	138	122	126	135	151	166	91	115	128	85	112
占年初运力比 (%)	14.1%	9.0%	10.4%	8.6%	8.2%	8.3%	8.8%	9.1%	4.6%	5.7%	6.2%	3.9%	4.9%
拆解量 (万 TEU)	10	38	13	8	33	44	37	19	65	40	11	15	50
占年初运力比 (%)	0.9%	3.1%	1.0%	0.6%	2.2%	2.7%	2.1%	1.0%	3.3%	2.0%	0.5%	0.7%	2.2%
新签订单 (万 TEU)	114	6	59	184	43	213	112	231	30	81	122		
占年初运力比 (%)	10.6%	0.5%	4.4%	12.9%	2.8%	13.1%	6.5%	12.7%	1.5%	4.0%	5.9%		

资料来源：Clarksons, Alphaliner, 天风证券研究所

7.2. 本轮上行周期一线龙头更为受益

虽然集运的市场集中度较高，但是前十大龙头公司中也已经出现了较为明显的分化。从航商 18 年的年报情况来看，一二线集运企业已经出现了较为明显的分化，市占率约 2% 的现代商船作为二线集运企业的代表在 18 年亏损高达 5 亿美元，核心问题在于利润率的低下。反观中远海控为代表的一线龙头，在行业最困难的时间点收购东方海外，并在造船市场底

部抓紧扩张，2018Q4 以来，东方海外已开始对海控贡献正利润，有望在 19 年持续发力。

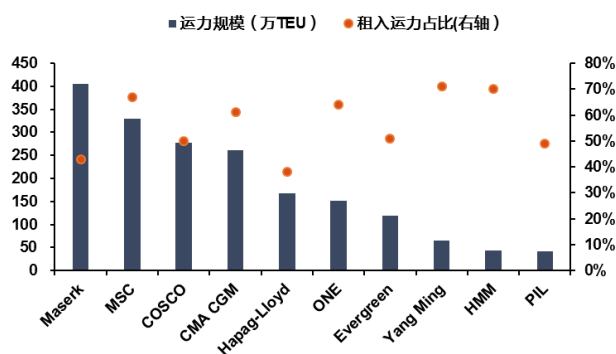
一线龙头集运企业对于燃料油企业的议价能力、为现有运力加装脱硫塔能力和意愿更强，受环保公约的冲击相对有限。2020 年起，环保公约或为影响集运企业生死存亡的关键因素，而对集运企业的盈利能力带来直接冲击的便是高低硫油的价差。一线航商的综合实力更强、运力规模更大，相对应的便拥有更强的议价能力，目前中远、马士基等企业已经就低硫油同燃料油供应商签订部分协议，这一风险对其来说相对可控，环保公约执行后的不确定性被大幅削减。根据中远海控在 2019 年中期业绩发布会上披露的信息，东方海外已经锁定了今年四季度及明年一季度约 80% 的低硫油供应，海控方面已经为 3 艘船舶安装了脱硫塔，并有望在 45 艘船舶上安装脱硫塔，对限硫令的准备较为充分。

在手运力贡献更高弹性，规模效应造就成本优势。国际集运市场周期偏长，因此在牛市当中取得更高的盈利对集运公司来说异常重要，而盈利的关键因素之一就在于仓位的合理运用，运力规模更高的集运企业将更加受益于提升的运价。此外，一线龙头企业的大船运力占比更高，也就意味着单箱成本更低、更为环保，在成本端也更具优势。2019 以来，中远海控优秀的经营能力以及较低的成本已经在财务数据上开始体现，我们有理由相信这一趋势有望在未来延续。

7.3. 复盘历史，当前集运股仍具备向上空间

集运股的 PB 绝对值不低，主要来自于集运公司的自有集装箱船运力占比较低，但是复盘历史，当前集运的 PB 仍存在较大的上升空间，且需求周期向上时 PB 均会出现较为显著的修复。根据 Alphaliner 的月度数据，中远海控的自有运力占比为 47%，同样为集运巨头的马士基、地中海、达飞、赫伯罗特的自有运力占比分别为 57%、33%、39%、62%，可见租船运营为行业的普遍做法，这也导致上市公司的 Book Value 较其完全控制的资产占比偏低，比较好地解释了集运上市公司的高 PB。

图 51：前十大班轮公司运力构成



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

图 52：A 股集运企业历史 PB



资料来源：WIND，天风证券研究所

当前 A 股整体估值处于历史较低位置，如果出现较为显著的向上行情，集运的高 β 属性有望贡献超额收益。航运的高 β 一方面来源于牛市往往伴随周期高点出现而出现，另一方面来源于投资者的估值体系：在熊市中给予周期性风险很高的折价，而在牛市中给予周期性风险很高的溢价，并对周期的下行风险有所淡化。根据天风金工团队在《天风金工量化择时周报-20191117》中的测算，当前 A 股的估值处于历史较低位置，除创业板外指数整体

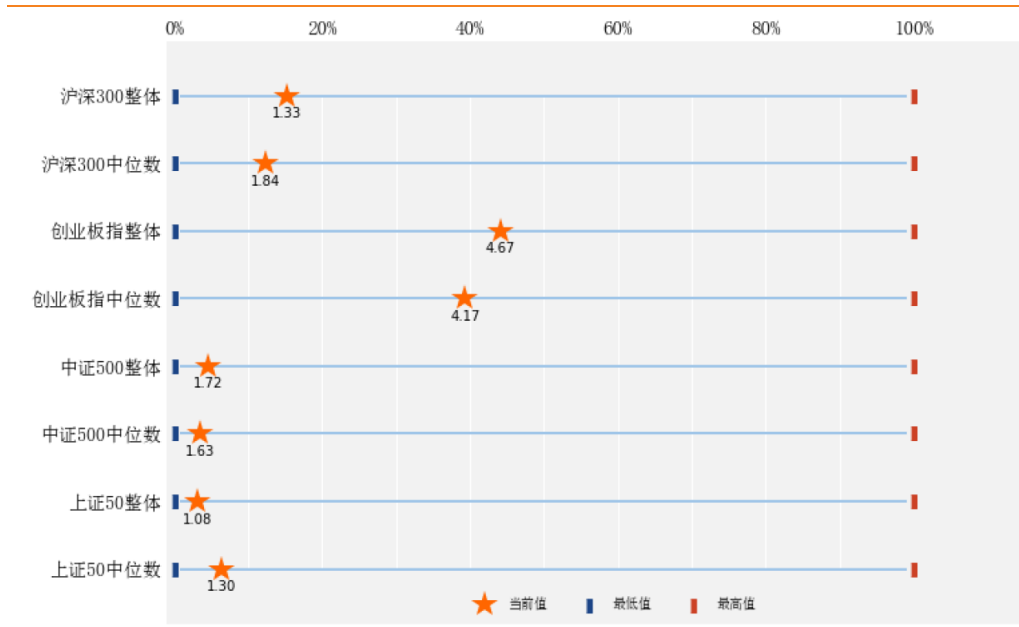
均未超过自身历史估值的 50 分位，呈现底部特征。如下半年国内经济企稳，A 股整体估值有望向上修复，考虑当前行业周期向上，如出现较为显著的向上行情，我们预计集运股有望迎来戴维斯双击。

图 53：A 股主要指数 PE 估值（截至 2019.11.17）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 54：A 股主要指数 PB 估值（截至 2019.11.17）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 55：2010 年以来集运股的历史股价表现



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：数据为可比口径

8. 投资建议

- 1.有别于市场的认知，集运作为国际化的行业，实际货量受到中美关系紧张的影响较小，叠加 MARPOL 环保公约执行造成的运力供需偏紧，运价的向上弹性或较以往有所提升，短期的运价回落更多来自于市场的悲观情绪，2020 淡季运价抬升有望超预期。
- 2.当前时点下，集运有望迎来朱格拉周期和库存周期向上、供给大幅回落的三周期叠加向上，是航运股中为数不多可以把握的周期红利机会，本轮周期中一线航商的成本优势显著，较二线航商更为受益。
- 3.A 股整体目前处于历史低位，结合当前盈利有望改善及集运的高 β 属性，集运有望迎来戴维斯双击。

基于以上原因，我们认为集运行业的一线龙头有望充分受益，继续看好 A 股唯一的远洋集运标的中远海控，维持买入评级！

9. 风险提示

经济超预期下滑，中美关系超预期恶化、安全事故、燃料价格超预期上行，行业供需格局超预期恶化等

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com