

油运市场短期剧烈波动，关注中期供给端优化

推荐 (维持)

2020年05月29日

重点公司

重点公司	20E	21E	评级
中远海能	1.22	0.78	审慎增持
招商轮船	0.94	0.62	审慎增持
中远海控	0.07	0.10	审慎增持

相关报告

《油轮高运价的背后还需要关注什么》2020-03-18

《油轮历史周期回顾及此轮周期展望》2019-11-10

《航运业 2019 年中期投资策略：贸易摩擦短期扰动，行业有望波动向上》2019-05-22

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

- **油运市场：市场短期剧烈波动，关注中期供给端优化。**2020 年前 5 月（截至 5 月 20 日），VLCC 中东-中国航线日租金均值 9.4 万美元/天，同比上升 332%。分月度来看，1-5 月的日租金均值分别为 7.1、2、12.9、17.6、5.7 万美元/天，其中 3-4 月的租金水平达到历史高位。2020 年前 5 月运价呈现剧烈波动的走势，一方面受到季节性因素影响，另一方面受到美国对大连油运制裁的变化、OPEC 产量政策的变化、油价波动等多因素影响。预计 2020-2022 年 VLCC 运力增速为 3.8%、1.3%、-0.3%，海上原油周转量增速为 -3.8%、2.9%、0%。
- **集运市场：需求端受到下行冲击，集运公司严控运力保障运价。**2020 年前 5 月（截至 5 月 22 日），CCFI 指数均值 895 点，同比上升 7.5%，其中欧线均值 1057 点，同比上升 1.0%；美西线均值 721 点，同比上升 5.0%；美东线均值 934 点，同比上升 6.7%。受全球公共卫生事件冲击，集运需求出现下滑，应对需求端的下行冲击，集运公司并没有通过价格战来争夺市场份额，而是主动削减了航线的运力投放，通过严控运力保障运价，市场运价反而同比增长。预计 2020-2022 年集装箱船运力增速为 2.4%、2.1%、-0.2%，集运需求增速为 -8.8%、6.8%、2.0%。
- **投资建议：**
 - ✓ **油运：短期看**，5 月份 OPEC+ 执行减产带来原油运输需求下降，油价反弹导致远期升水缩小，储油需求减少，VLCC 运价高位回落。今年下半年，如果未出现油价再次暴跌等突发因素，随着前期储油的运力陆续回归市场，运价或继续承压。**中期看**，油运供给端优化空间较大，油轮新船交付压力处于历史低位，同时潜在可拆解的老旧船舶较多，预计明后年运力增速将明显放缓，若明后年运输需求回暖，市场重新上行的概率较大，投资者可关注中远海能、招商轮船的中期投资机会。
 - ✓ **集运：短期看**，2020 年前 5 月，集运需求受到负面冲击，集运公司通过严控运力保障了运价，对冲货量的损失，今年下半年市场走势取决于全球经济恢复情况及集运公司运力控制的力度和持续性。**中期看**，2015-2016 年行业兼并潮后，市场集中度提升带来了供给端优化，市场底部明显抬升，同时预计 2020-2022 年运力增速也将明显放缓，若明后年需求回暖，集运公司的盈利有望回升，投资者可关注中远海控的中期投资机会。

风险提示：全球经济及贸易形势恶化、航运需求低于预期、航运供给超出预期、油价及汇率大幅波动、海上安全事故、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

报告正文	- 4 -
1、油运行业：市场短期剧烈波动，关注中期供给端优化	- 4 -
1.1、运价走势	- 4 -
1.2、需求端回顾	- 4 -
1.3、供给端回顾	- 7 -
1.4、油运市场供求预测及展望	- 9 -
2、集运市场：需求端受到下行冲击，集运公司严控运力保障运价	- 11 -
2.1、运价走势	- 11 -
2.2、需求端回顾	- 12 -
2.3、供给端回顾	- 15 -
2.4、集运市场供需预测及展望	- 18 -
3、投资建议	- 19 -
4、风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1、VLCC 中东-中国航线日租金走势（美元/天）	- 4 -
图表 2、VLCC 中东-中国航线日租金月度均值（美元/天）	- 4 -
图表 3、OPEC 原油产量（千桶/天）	- 5 -
图表 4、美国原油出口量（千桶/天）	- 5 -
图表 5、2020 年以来 ICE 布油期货合约收盘价走势（美元/桶）	- 6 -
图表 6、2010 年以来 ICE 布油 6 个月升水幅度（美元/桶）	- 6 -
图表 7、2020 年以来布油 6 个月升水对应的套利储油可接受的最高 VLCC 日租金水平（万美元/天）	- 7 -
图表 8、VLCC 交船量及拆解量（万 DWT）	- 7 -
图表 9、VLCC 新签订单及存量订单占运力比例（万 DWT）	- 8 -
图表 10、Clarksons VLCC 新船二手船价格（百万美元）	- 8 -
图表 11、Clarksons VLCC 期租租金(美元/天)	- 8 -
图表 12、全球 VLCC 行业前十大公司自有 VLCC 运力情况（2020.5）	- 9 -
图表 13、油运 VLCC 市场供求预测表（2020.5）	- 10 -
图表 14、CCFI 综合指数走势（点）	- 11 -
图表 15、CCFI 欧美线运价指数走势	- 11 -
图表 16、CCFI 综合指数月度均值（点）	- 11 -
图表 17、CCFI 欧线运价指数月度均值（点）	- 11 -
图表 18、CCFI 美西线运价指数月度均值（美元/FEU）	- 12 -
图表 19、CCFI 美东线运价指数月度均值（美元/FEU）	- 12 -
图表 20、美国 ISM 制造业 PMI（点）	- 12 -
图表 21、美国密西根大学消费者信心指数（点）	- 12 -
图表 22、欧元区制造业 PMI（点）	- 13 -
图表 23、欧盟消费者信心指数（点）	- 13 -
图表 24、中国外贸出口额及增速(亿美元)	- 13 -
图表 25、韩国外贸出口额及增速（亿美元）	- 13 -
图表 26、中国台湾外贸出口额及增速(亿美元)	- 14 -
图表 27、日本外贸出口额及增速(亿美元)	- 14 -
图表 28、远东至欧洲航线运量及增速（万 TEU）	- 14 -
图表 29、远东至北美航线运量及增速（万 TEU）	- 14 -

图表 30、集装箱船分船型船队规模（万 TEU）	15 -
图表 31、集装箱船闲置率（%）	15 -
图表 32、集装箱船交船量及拆解量（万 TEU）	16 -
图表 33、集装箱船新签订单及存量订单占运力比例（万 TEU）	16 -
图表 34、Clarksons 集装箱新船、二手船造价指数（点）	17 -
图表 35、Clarksons 集装箱船期租租金指数（点）	17 -
图表 36、全球集运行业前十大公司运力情况（2020.4）	17 -
图表 37、集运市场供求预测表（2020.5）	18 -
图表 38、重点公司估值表（2019.5.26）	19 -

报告正文

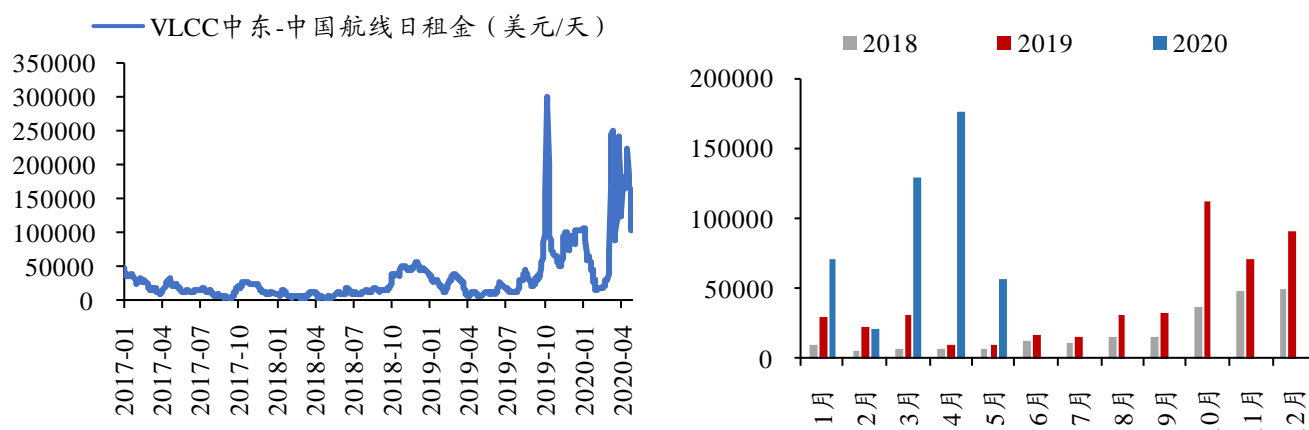
1、油运行业：市场短期剧烈波动，关注中期供给端优化

1.1、运价走势

2020 年前 5 月（截至 5 月 20 日），VLCC 中东-中国航线日租金均值 9.4 万美元/天，同比上升 332%。分月度来看，1-5 月的日租金均值分别为 7.1、2、12.9、17.6、5.7 万美元/天，其中 3-4 月的租金水平达到历史高位。

2020 年前 5 月运价呈现剧烈波动的走势，一方面受到季节性因素影响，另一方面先后受到美国制裁大连油运，导致其运力退出市场；制裁解除，运力回归；沙特大幅增产挑起原油价格战，刺激运输需求；全球卫生事件冲击导致油价呈现远期大幅升水结构，刺激储油需求；OPEC+达成减产协议，导致运输需求下降；欧美解封，油价回升，远期升水大幅缩窄，储油需求减弱等多因素的影响，我们在下文的需求端回顾及供给端回顾中具体分析。

图表 1、VLCC 中东-中国航线日租金走势（美元/天） 图表 2、VLCC 中东-中国航线日租金月度均值（美元/天）



资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、需求端回顾

油轮的需求主要有运输需求及储油需求两种。一般情况下，油轮的需求主要是运输需求，但由于油轮同时具备储油功能，在极少数特殊情况下，比如原油出现远期大幅升水情况的时候，储油需求会对油轮市场产生重大影响，2020 年 3-4 月，VLCC 租金处在历史高位，一个重要因素就是储油需求大幅提升。

● 运输需求

油轮的运输需求主要受中东、西非、美洲等主要石油生产国（也是主要石油出口国）的出口量（主要跟产量相关）影响，其中 OPEC 国家海上石油出口量约占全球一半左右的水平。过去 OPEC 产量变化对油轮运输需求的影响较大，近年

来美国原油出口量高速增长，同时美国有一部分是往亚洲出口，海上运距是中东至亚洲的 2-3 倍，美国原油出口对油轮运输需求的影响在逐步提升。

将 OPEC 的月度产量数据简单平均，2020 年前 4 月 OPEC 产量均值 2880 万桶/天，同比下降 5.2%。不过分月度看，1-4 月的产量分别为 2836、2781、2861、3041 万桶/天，分别同比变化-7.9%、-9.0%、-4.8%、+1.0%，环比变化-3.6%、-1.9%、+2.9%、+6.3%。

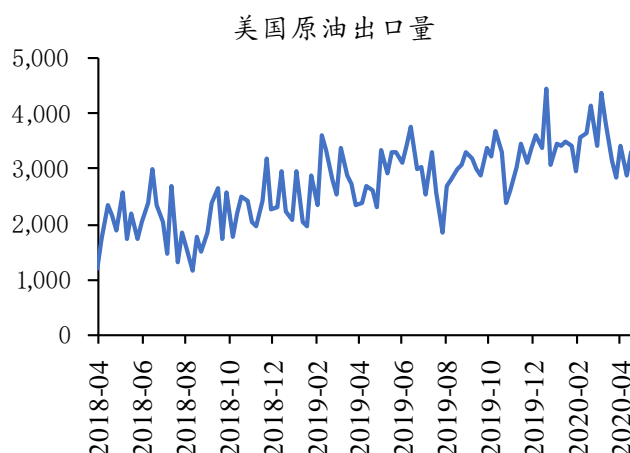
2020 年 3 月沙特宣布大幅增产，挑起国际原油价格战，可以看到 2020 年 3-4 月 OPEC 的产量明显拐头向上，这直接带来油轮的运输需求增长。不过 4 月份 OPEC+ 达成新一轮减产协议，减产协议将从今年 5 月开始实施，为期两年，减产分为三个阶段，2020 年 5 月至 6 月将减少原油日产量 970 万桶，2020 年 7 月至 12 月日产量减少 800 万桶，2021 年 1 月至 2022 年 4 月日产量减少 600 万桶。其中，沙特和俄罗斯两国的减产以每日 1100 万桶为基准，其他国家则以 2018 年 10 月的产量为基准。2020 年 5 月开始执行减产，油轮的运输需求出现下降。

图表 3、OPEC 原油产量（千桶/天）



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、美国原油出口量（千桶/天）



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 储油需求

油轮的储油需求主要分为中长期的正常储油需求及短期的套利性储油需求。

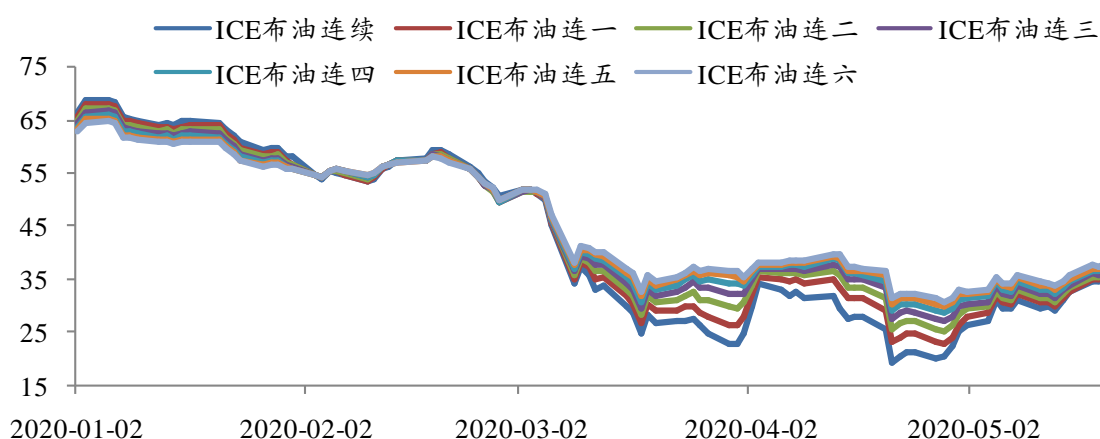
正常储油需求：一些 20 年以上的老旧油轮，由于难以在运输市场揽货，会低价出租用作正常储油；伊朗受到美国制裁后，本国的油轮无法在运输市场正常经营，大部分也用于储油。

套利性储油需求：与油价远期升水幅度及油轮租金水平相关。理论上如果原油出现远期升水的情况，只要储油相关成本低于升水幅度，就可以通过抛售期货的同时买入现货，到期进行交割来实现套利，升水幅度高出储油相关成本的部分就是套利的利润。举例说明，一艘 VLCC 可以装在 200 万桶原油，每 1 万美元/天的租金对应 1 个月的储油成本约为 0.15 美元/桶，假设如果以 5 万美元/天的租金租船储油 6 个月，则 6 个月的储油成本为 $0.15 \times 5 \times 6 = 4.5$ 美元/桶，只要 6 个月的

远期升水高于 4.5 美元/桶就有套利空间。

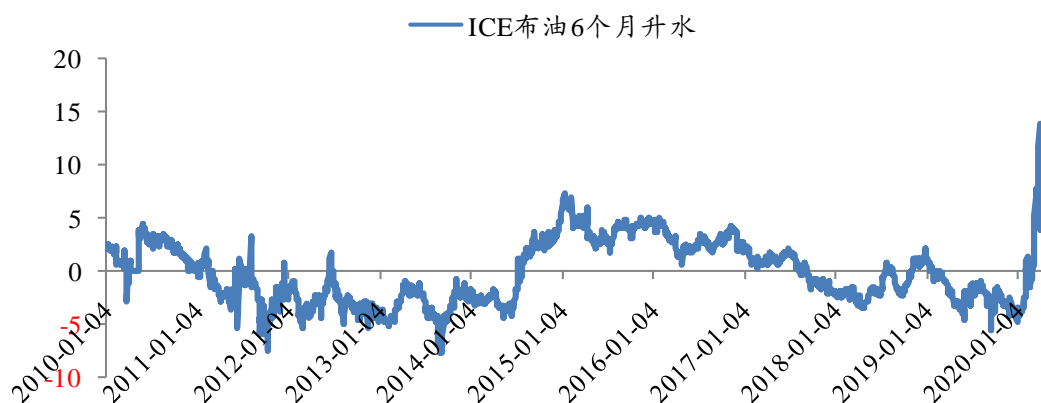
从 2020 年 3-4 月，先后受沙特大幅增产及全球公共卫生事件冲击影响，油价大幅下跌，远期升水幅度创下历史高位，ICE 布油 6 个月的升水幅度平均为 7.7 美元/桶，最高接近美元 14/桶，刺激储油需求大幅提升，同时对 VLCC 租金水平形成强力支撑（理论上，如果要储油套利，6 个月 7.7 美元/桶的升水对应最高可接受的 VLCC 租金水平为 8.6 万美元/天，14 美元/桶则对应 15.6 万美元/天）。不过到了 5 月，随着欧美解封，OPEC+ 开始执行减产，油价回升，远期升水大幅缩窄，5 月 20 日 ICE 布油 6 个月的升水回落到 2.5 美元/桶，储油需求大幅回落。

图表 5、2020 年以来 ICE 布油期货合约收盘价走势（美元/桶）



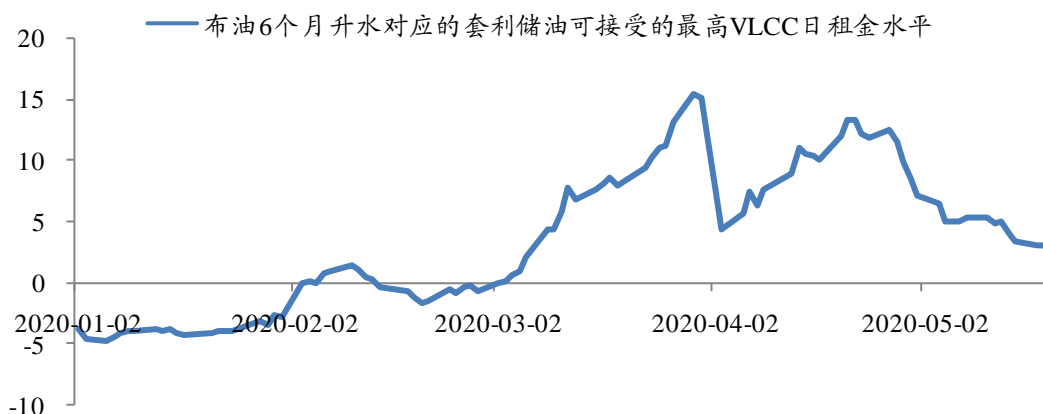
资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、2010 年以来 ICE 布油 6 个月升水幅度（美元/桶）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、2020 年以来布油 6 个月升水对应的套利储油可接受的最高 VLCC 日租金水平 (万美元/天)



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、供给端回顾

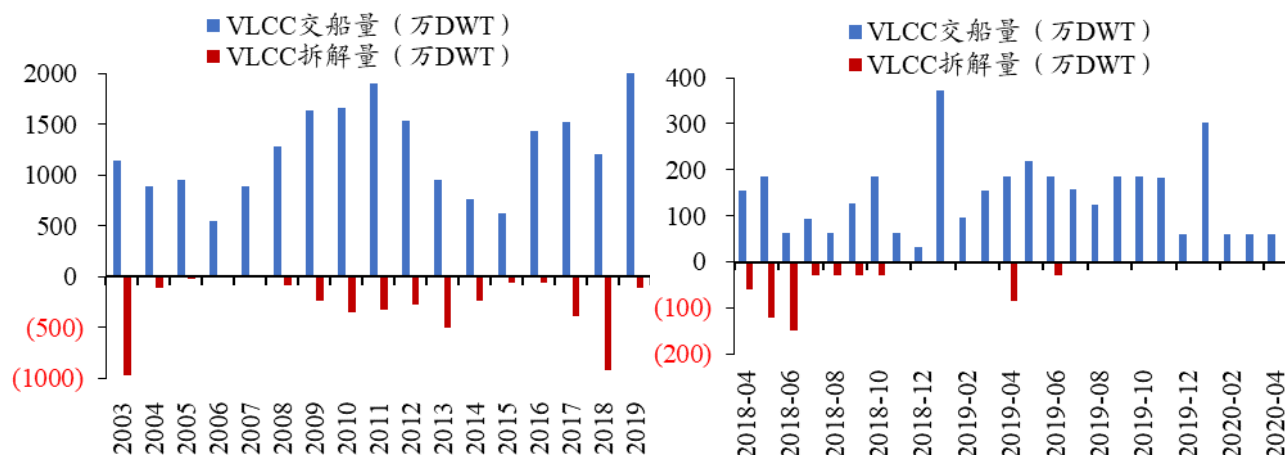
● 船队规模及储油运力情况

截止 2020 年 4 月底，VLCC 船队总规模为 2.52 亿 DWT (818 艘)，同比上升 6.9%。根据 Clarksons 数据，2020 年 3 月 9 日（此轮油价刚开始暴跌，油轮运价暴涨前夕），全球 815 艘 VLCC 中有 56 艘处于储油状态；4 月 29 日，全球 818 艘 VLCC 中有 101 艘处于储油状态，占比为 12.3%，3-4 月份新增了 45 艘 VLCC 用作储油，约占全球 VLCC 数量的 5.5%。5 月 22 日，全球 819 艘 VLCC 中油 91 艘处于储油状态，占比为 11.1%，5 月份用作储油的 VLCC 减少了 10 艘，约占全球 VLCC 数量的 1.2%

● 交船、拆解等情况

2020 年前 4 月，VLCC 新船累计交付 487 万 DWT（16 艘，占年初运力的 2.0%），同比下降 39.8%；没有拆船。

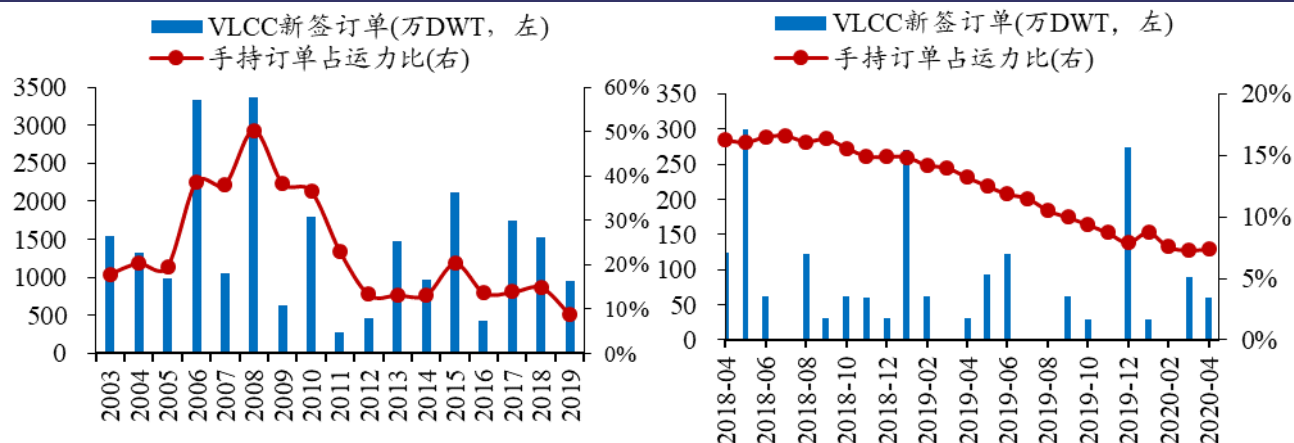
图表 8、VLCC 交船量及拆解量 (万 DWT)



资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年前 4 月 VLCC 累计新签订单 180 万 DWT (6 艘, 占年初运力的 0.7%), 同比下降 50.6%。截止 2020 年 4 月底, VLCC 存量订单 1868 万 DWT (61 艘, 占同期运力 7.4%)。

图表 9、VLCC 新签订单及存量订单占运力比例 (万 DWT)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

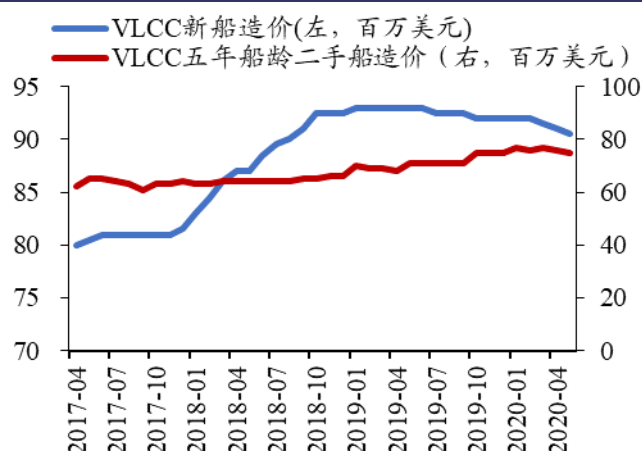
● 船价及租金变化

4 月, VLCC 新船造价 9100 万美元, 同比下降 2.2%; VLCC 五年船龄二手船价格 7600 万美元, 同比上升 11.8%。

4 月, VLCC 一年期租金 69375 美元/天, 同比上升 127.9%; VLCC 三年期租金 36250 美元/天, 环比上升 8.6%, 同比上升 40.8%。

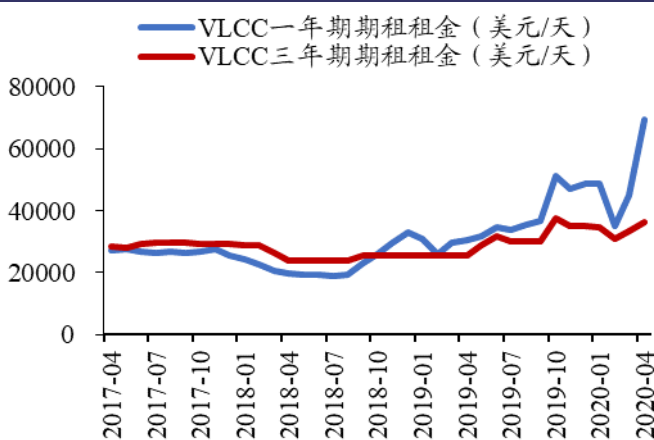
随着即期市场租金回落, 5 月中旬 VLCC 一年期租金回到 52250 万美元/天, 但 VLCC 三年期租金上涨至 4 万美元/天。

图表 10、Clarksons VLCC 新船二手船价格 (百万美元)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、Clarksons VLCC 期租租金 (美元/天)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 全球 VLCC 前十大公司自有运力情况

图表 12、全球 VLCC 行业前十大公司自有 VLCC 运力情况 (2020.5)

排名	公司	合计运力 份额	自有 船数	新船 订单数	合计船数	合计运力 (万 DWT)	平均船龄
1	招商轮船	7.00%	51	4	55	1,694	6.39
2	中远海能	6.40%	43	6	49	1,500	8.22
3	Euronav NV	6.00%	44	0	44	1,372	7.90
4	Bahri	6.00%	41	1	42	1,311	10.09
5	Angelico Group	5.40%	39	2	41	1,298	9.01
6	Nat Iranian Tanker	5.00%	38	0	38	1,176	13.28
7	Mitsui OSK Lines	4.20%	27	1	28	862	10.76
8	DHT Holdings	3.60%	27	0	27	837	8.45
9	Nippon Yusen Kaisha	2.60%	20	0	20	609	11.12
10	SK Shipping	2.40%	20	0	20	628	9.23

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、油运市场供求预测及展望

● 供给预测

根据 Clarksons 2020 年 5 月初的存量订单数据来看，交付日期为 2020-2022 的订单运力为 830、828、331 万 DWT，我们假设 2019-2021 每年订单按期交付率为 80%，当年未交的延期到下一年，考虑到 1-5 月份已经交付了 487 万 DWT，预计 2020-2022 年新船交付 1151、828、431 万 DWT。目前 VLCC 老旧船舶占比较大，20 年及以上船龄的占比达到 7.6%，潜在可拆解运力较多，假设 2020-2022 年拆船 200、500、500 万 DWT，则预计 2020-2022 年运力增速为 3.8%、1.3%、-0.3%。

● 需求预测

油轮的运输需求受到主要产油国产量决策的影响，存在一定不确定性。今年 3 月份之前，我们及市场普遍看好美国原油出口增长趋势，而美国至运距较长，通过拉长运距有望带动原油运输周转量的增长。不过随着油价暴跌，EIA 下调了 2020-2021 美油产量预测，在其 5 月的短期能源展望中预测，2020 年美国原油日均产量为 1170 万桶，2021 年为 1090 万桶，较 2019 年的 1220 万桶将分别减少 50 万桶和 130 万桶；而在今年 1 月份时，EIA 曾预测 2020-2021 的产量为 1330、1370 万桶/天。若美国原油出口下滑，长运距需求增长的逻辑将发生变化。同时 OPEC+ 执行减产计划，2020 年减产力度最大，2021 年力度有所减弱，意味着 2021 年产量将较 2020 年有所回升。

我们参考航运咨询公司 Clarksons 对 2020-2021 年海上原油周转量的最新预测，预计 2020-2021 年海上原油周转量增速为-3.8%、2.9%，暂假设 2022 年增速为 0%，则预计 2020-2022 年全球海上原油周转量增速-3.8%、2.9%、0%。

● 市场展望

短期看，5 月份 OPEC+执行减产带来原油运输需求下降，油价反弹导致远期升水缩小，储油需求减少，VLCC 运价高位回落。今年下半年，如果油价没有再次暴跌，随着前期储油的运力陆续回归市场，运价或继续承压。

中期看，油运供给端优化空间较大，油轮新船交付压力处于历史低位，同时潜在可拆解的老旧船舶较多，预计明后年运力增速将明显放缓，若明后年运输需求回暖，市场重新上行的概率较大。

图表 13、油运 VLCC 市场供求预测表（2020.5）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
海上原油周转量 (十亿吨英里)	8774	9139	8910	8837	9005	9620	10180	10481	10539	10141	10436	10436
YOY (需求增速)	0.8%	4.2%	-2.5%	-0.8%	1.9%	6.8%	5.8%	3.0%	0.5%	-3.8%	2.9%	0.0%
VLCC 船队规模 (年末, 百万吨)	177	188	190	194	200	215	226	228	248	257	260	260
YOY (供给增速)	7.3%	6.2%	1.1%	2.1%	3.1%	7.5%	5.1%	0.9%	8.6%	3.8%	1.3%	-0.3%
新船交付(百万吨)	19	15	9	8	6	14	15	12	21	12	8	4
占年初运力比	11.5%	8.5%	4.8%	4.2%	3.1%	7.0%	7.0%	5.3%	9.2%	4.6%	3.2%	1.7%
船舶拆解(百万吨)	3.3	2.7	5	2.4	0.5	0.6	3.9	9.2	1.1	2	5	5
占年初运力比	2.0%	1.5%	2.7%	1.3%	0.3%	0.3%	1.8%	4.1%	0.5%	0.8%	1.9%	1.9%
新签订单(百万吨)	3	5	15	10	21	4	17	15	9			
占年初运力比	1.8%	2.8%	8.0%	5.3%	10.8%	2.0%	7.9%	6.6%	4.1%			

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

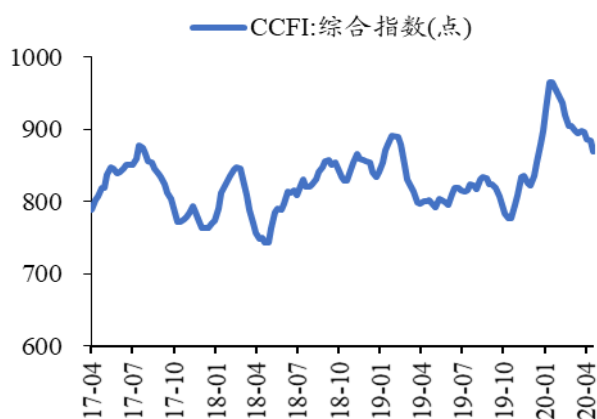
2、集运市场：需求端受到下行冲击，集运公司严控运力保障运价

2.1、运价走势

2020 年前 5 月（截至 5 月 22 日），CCFI 指数均值 895 点，同比上升 7.5%，其中欧线均值 1057 点，同比上升 1.0%；美西线均值 721 点，同比上升 5.0%；美东线均值 934 点，同比上升 6.7%。

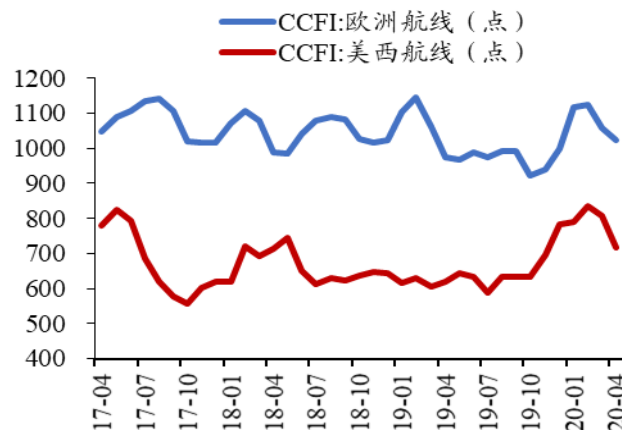
受全球公共卫生事件冲击，集运需求出现下滑，应对需求端的下行冲击，集运公司并没有通过价格战来争夺市场份额，而是主动削减了航线的运力投放，通过严控运力保障运价，市场运价反而同比增长。

图表 14、CCFI 综合指数走势（点）



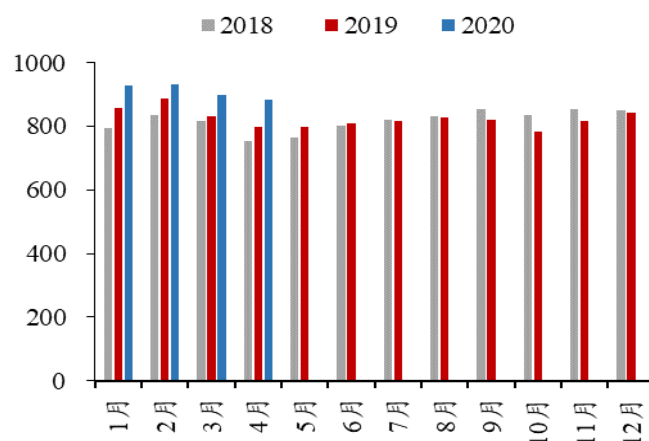
资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、CCFI 欧美线运价指数走势



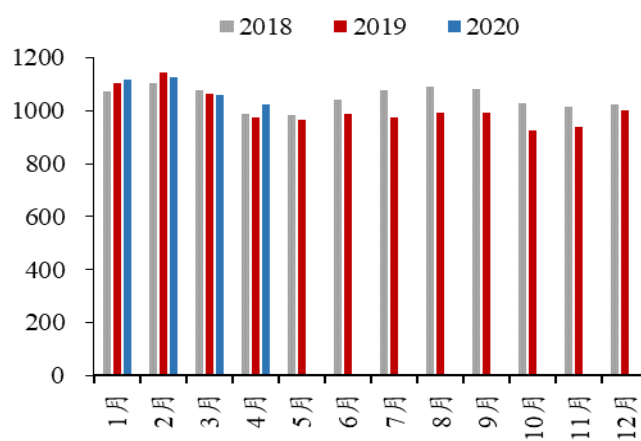
资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、CCFI 综合指数月度均值（点）

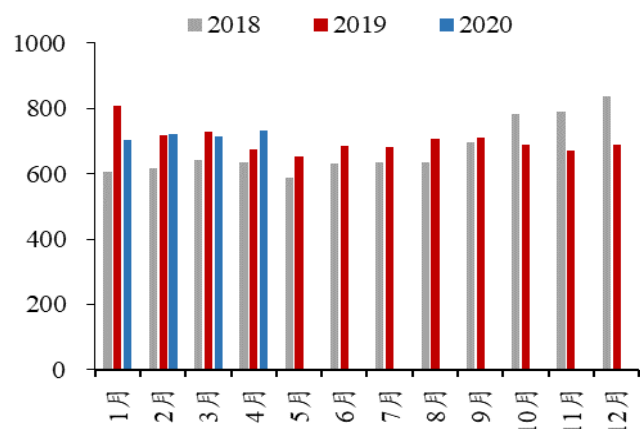


资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

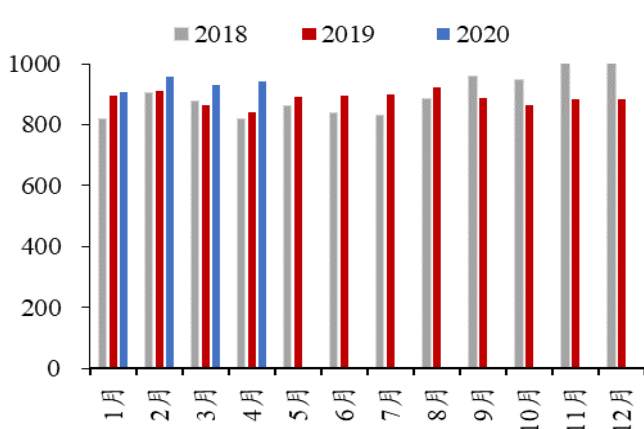
图表 17、CCFI 欧线运价指数月度均值（点）



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18、CCFI 美西线运价指数月度均值(美元/FEU) **图表 19、CCFI 美东线运价指数月度均值(美元/FEU)**


资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

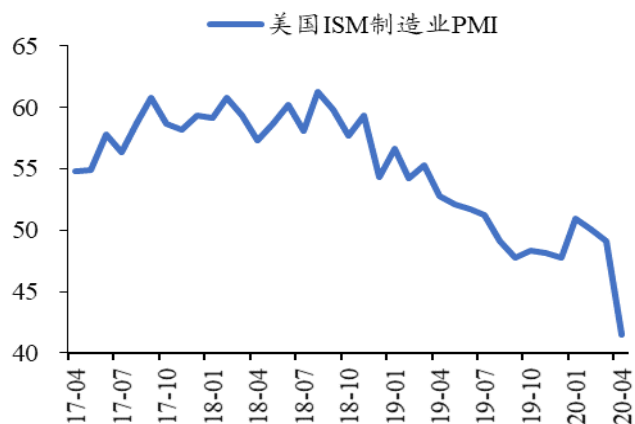


资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

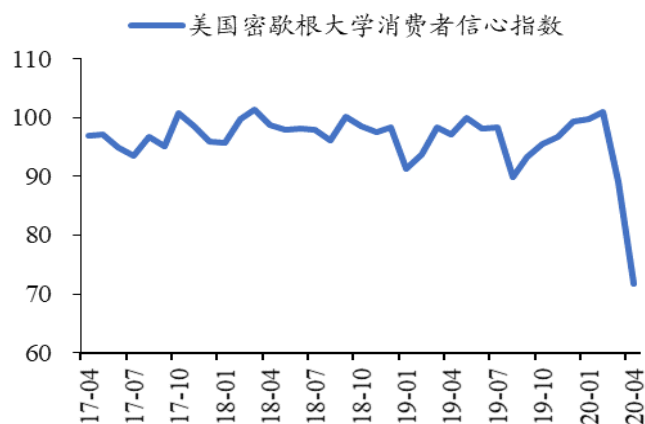
2.2、需求端回顾

● 欧美经济

从制造业 PMI 走势来看, 受到全球公共卫生事件冲击, 2020 年前 4 月美国、欧洲经济下行趋势明显。

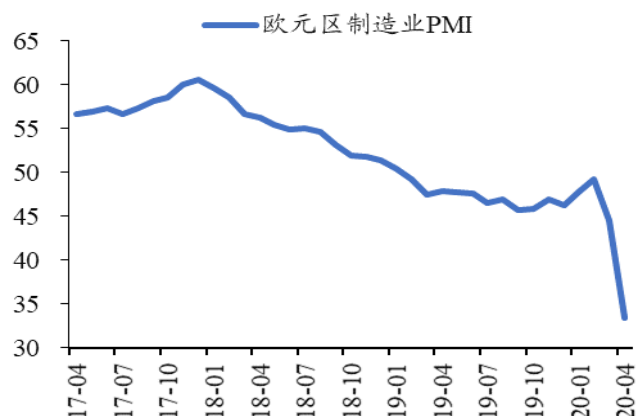
图表 20、美国 ISM 制造业 PMI (点)


资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 21、美国密西根大学消费者信心指数 (点)


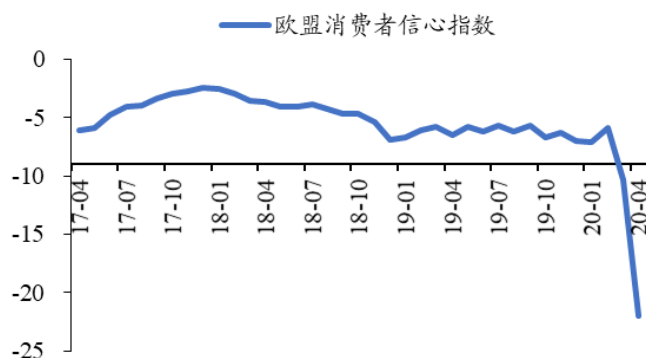
资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、欧元区制造业 PMI (点)



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、欧盟消费者信心指数 (点)



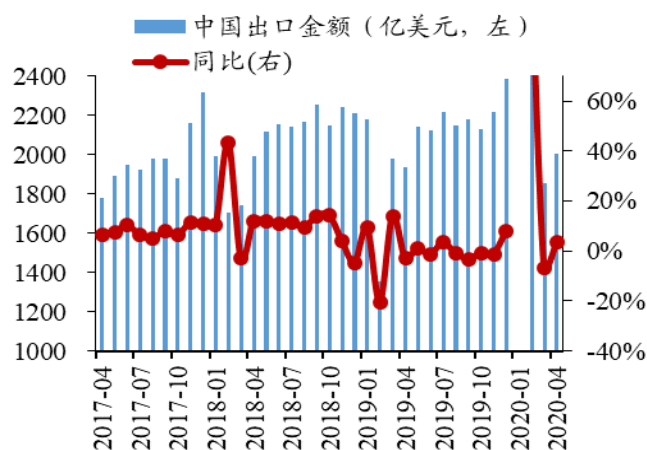
资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 亚洲出口情况

2020 年前 4 月，中国大陆、韩国、日本出口形势都出现不同程度下行：

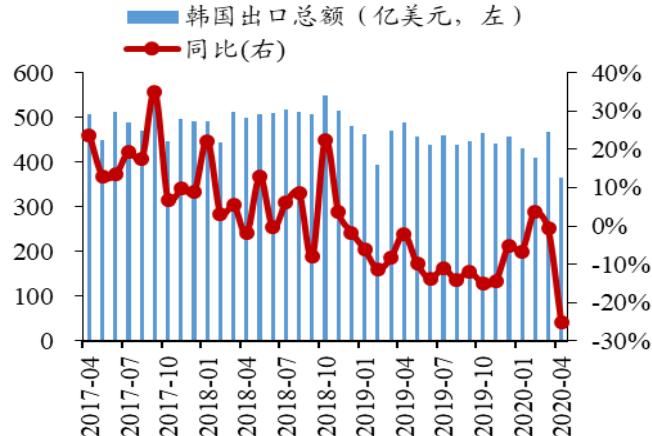
- ✓ 中国大陆外贸出口累计额 6783 亿美元，同比下降 9.0%，增速较去年同期下降 9.3 个百分点；
- ✓ 韩国外贸出口累计额 1647 亿美元，同比下降 7.8%，增速较去年同期下降 0.8 个百分点；
- ✓ 日本外贸出口累计额 433 亿美元，同比下降 4.8%，增速较去年同期下降 2.3 个百分点；

图表 24、中国外贸出口额及增速(亿美元)



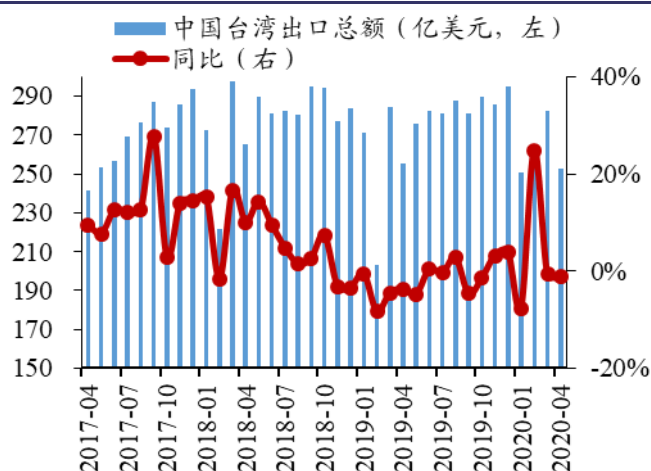
资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 25、韩国外贸出口额及增速 (亿美元)



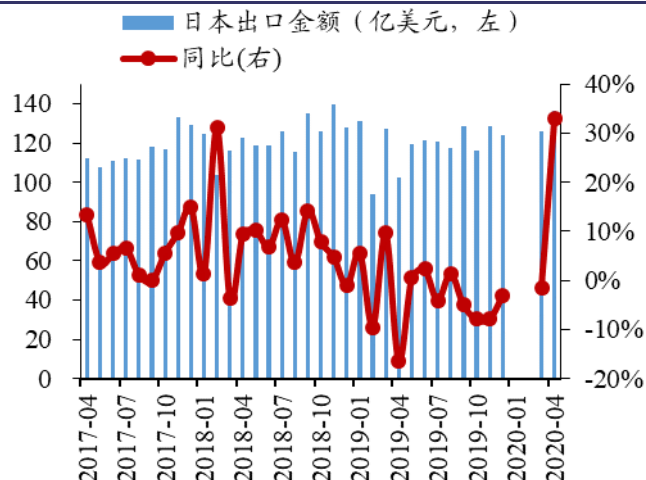
资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26、中国台湾外贸出口额及增速(亿美元)



4 资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27、日本外贸出口额及增速(亿美元)



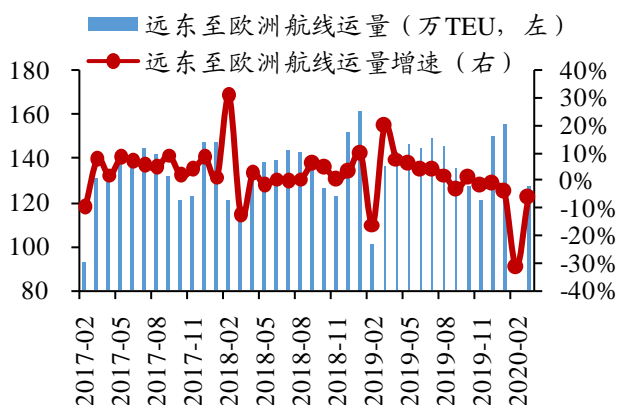
资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 欧美干线运量

欧线及美线集装箱运量明显下降。1-3 月, 远东至欧洲航线累计运量 351 万 TEU, 同比下降 12%, 增速较去年同期下降 16.5 个百分点。

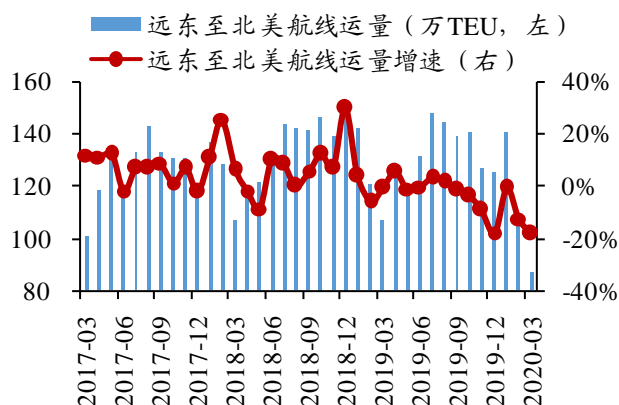
1-4 月, 远东至北美航线累计运量 454 万 TEU, 同比下降 7.7%, 增速较去年同期下降 8.3 个百分点。

图表 28、远东至欧洲航线运量及增速 (万 TEU)



资料来源: Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29、远东至北美航线运量及增速 (万 TEU)



资料来源: Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、供给端回顾

● 船队规模及闲置率

根据 Clarksons 数据，截止 2020 年 4 月底，集装箱船队总规模 2307 万 TEU，同比上升 3.3%。

其中 15000TEU 以上的超大型集装箱船队规模 310.3 万 TEU，同比上升 19.3%。2020 年 4 月底，集装箱船闲置率为 10.4%，较去年同期提升 9.1 个百分点，体现了集运公司严控运力保障运价。

图表 30、集装箱船分船型船队规模（万 TEU）

万 TEU	2017	2018	2019	2020.4
15000+TEU	185.9	244.6	305.3	310.0
YOY	31.7%	31.5%	24.8%	19.3%
12000-14999TEU	285.5	316.5	341.2	344.7
YOY	11.1%	10.8%	7.8%	5.1%
8000-11999TEU	555.1	574.7	577.1	578.3
YOY	5.4%	3.5%	0.4%	0.2%
8000TEU 以下	1063.6	1071.6	1071.8	1074.4
YOY	-2.3%	0.8%	0.0%	0.5%
Total	2090.2	2207.4	2295.4	2307.4
YOY	3.8%	5.6%	4.0%	3.3%

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、集装箱船闲置率（%）

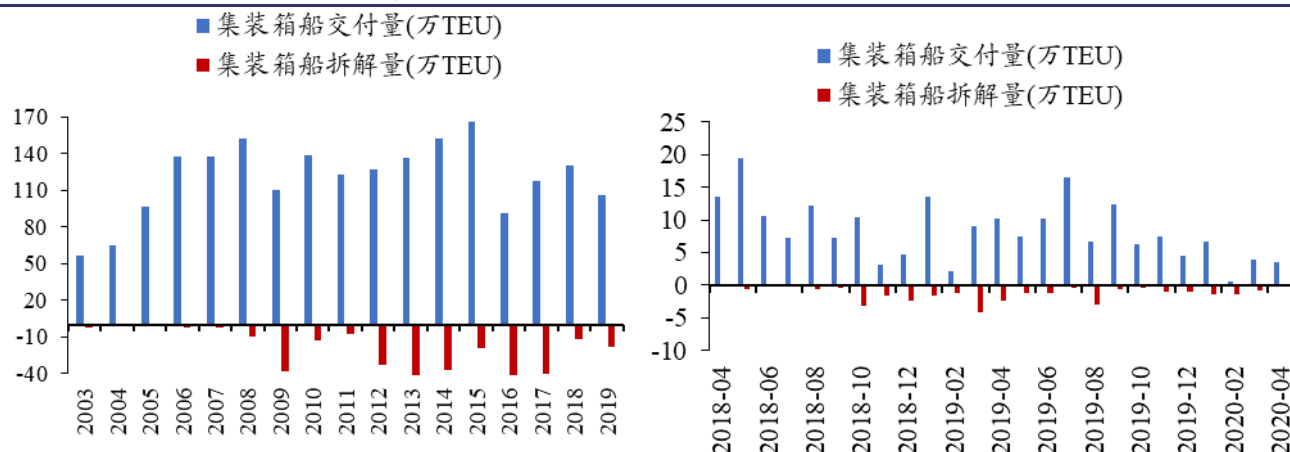


资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 交船、拆解等情况

2020 年前 4 月，集装箱新船累计交付 14.9 万 TEU（占年初运力的 0.6%），同比下降 57.4%；累计拆解 3.8 万 TEU（占年初运力的 0.2%），同比下降 59.1%。

图表 32、集装箱船交船量及拆解量（万 TEU）

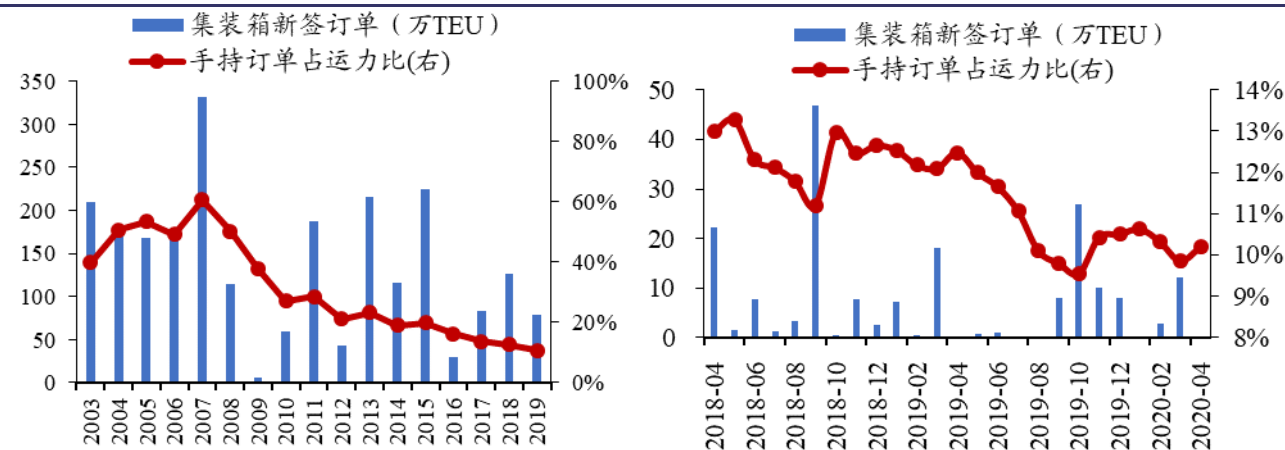


资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年前 4 月，集装箱船累计新签订单 15.3 万 TEU（占年初运力的 0.7%），同比下降 40.8%。截止 2020 年 4 月底，集装箱船存量订单 231.4 万 TEU（占同期市场运力的 10.0%）。

图表 33、集装箱船新签订单及存量订单占运力比例（万 TEU）



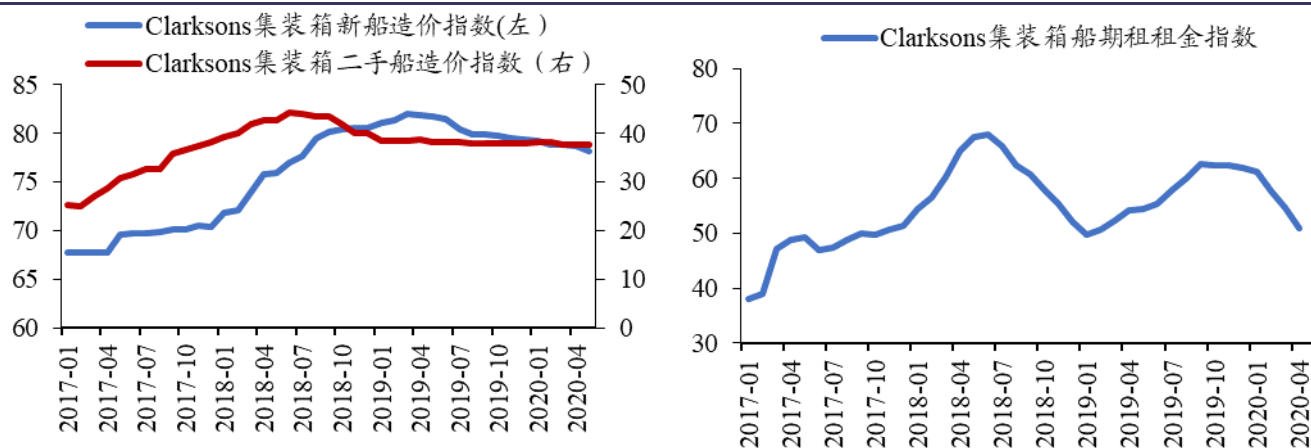
资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 船价及租金变化

4 月底, Clarkson's 集装箱新船造价指数同比下降 0.1%; 二手船价格指数同比下降 2.3%; 集装箱船期租租金指数同比下降 6.1%。

图表 34、Clarksons 集装箱新船、二手船造价指数(点) 图表 35、Clarksons 集装箱船期租租金指数(点)



资料来源: Clarkson's、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Clarkson's、兴业证券经济与金融研究院整理

● 全球集运行业前十大公司运力情况

图表 36、全球集运行业前十大公司运力情况 (2020.4)

排名	公司	经营运力份额	总经营运力		自有运力		租赁运力		在手新船订单	
			万 TEU	数量	万 TEU	数量	万 TEU	数量	万 TEU	数量
1	APM - Maersk	17.6%	416.6	696	235.8	314	180.8	382	4.0	17
2	MSC	16.1%	381.3	572	95.0	137	286.3	435	20.3	12
3	COSCO Group	12.4%	292.6	477	155.3	174	137.3	303	11.5	5
4	CMA CGM Group	11.2%	264.1	489	99.6	126	164.6	363	46.7	29
5	Hapag - Lloyd	7.4%	175.8	250	105.2	112	70.6	138	0	0
6	ONE	6.6%	156.8	219	51.4	71	105.4	148	0	0
7	Evergreen	5.2%	123.6	194	56.6	107	67.0	87	54.0	64
8	Yang Ming	2.5%	60.0	90	18.1	40	41.8	50	19.8	24
9	HMM	1.8%	41.5	62	13.2	15	28.3	47	40.7	20
10	PIL	1.5%	36.0	110	15.0	64	21.0	46	0	0

资料来源: Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、集运市场供需预测及展望

● 供给预测。

根据 Clarksons 的 5 月初的存量订单数据来看，交付日期为 2020-2022 的订单运力为 87、101、32 万 TEU，我们假设 2020-2022 每年订单按期交付率为 80%，当年未交的延期到下一年，考虑到 1-4 月已经交付了 15 万 TEU，预计 2020-2022 年新船交付 85、98、45 万 TEU，假设 2020-2022 年拆船 30、50、50 万 TEU，预计 2020-2022 年运力增速为 2.4%、2.1%、-0.2%。

● 需求预测。

受到全球公共卫生事件冲击影响，全球经济下行压力较大，IMF 基于今年情况控制有进展的假设下，预测 2020 年全年 GDP 下降 3%，2021 年增长 5.8%，如果情况恶化会进一步下调预测。我们参考航运咨询公司 Alphaliner 在 5 月份的预测，预计 2020-2021 年集运需求增速为-8.8%、6.8%，暂假设 2022 年集运需求增速为 2%，预计 2020-2022 年集运需求增速为-8.8%、6.8%、2.0%。

● 市场展望，

2020 年前 5 月，集运需求受到负面冲击，集运公司通过严控运力保障了运价，对冲货量的损失，一定程度上体现了 2015-2016 年行业兼并潮后，市场集中度提升带来的供给端优化。今年下半年及明后年市场走势取决于全球经济恢复情况及集运公司运力控制的力度和持续性。

图表 37、集运市场供求预测表（2020.5）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球港口集装箱吞吐量（百万 TEU）	612	641	665	699	709	728	777	818	839	765	817	833
YOY（需求增速）	8.3%	4.7%	3.7%	5.1%	1.5%	2.7%	6.7%	5.2%	2.5%	-8.8%	6.8%	2.0%
集装箱船队规模（年末，万 TEU）	1544	1636	1728	1843	1988	2013	2090	2207	2295	2350	2398	2394
YOY（供给增速）	7.9%	6.0%	5.6%	6.7%	7.9%	1.2%	3.8%	5.6%	4.0%	2.4%	2.1%	-0.2%
新船交付	123	127	137	153	166	91	118	130	106	85	98	45
占年初运力比	8.6%	8.2%	8.4%	8.8%	9.0%	4.6%	5.8%	6.2%	4.8%	3.7%	4.2%	1.9%
拆解	8	33	44	37	20	66	40	12	18	30	50	50
占年初运力比	0.5%	2.2%	2.7%	2.2%	1.1%	3.3%	2.0%	0.6%	0.8%	1.3%	2.1%	2.1%
新签订单	187	43	215	116	225	30	83	126	79			
占年初运力比	13.1%	2.8%	13.2%	6.7%	12.2%	1.5%	4.1%	6.0%	3.6%			

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

3、投资建议

油运：

2020 年前 5 月，受多因素影响，油运市场剧烈波动，3-4 月运价水平处于历史高位，预计将给相关油运公司二季度带来丰厚利润（运价结算有滞后，3-4 月运价主要体现在二季度业绩中）。

短期看，2020 年 5 月份 OPEC+ 执行减产带来原油运输需求下降，油价反弹导致远期升水缩小，储油需求减少，VLCC 运价高位回落。2020 年下半年，如果油价没有再次暴跌，随着前期储油的运力陆续回归市场，运价或继续承压。

中期看，油运供给端优化空间较大，油轮新船交付压力处于历史低位，同时潜在可拆解的老旧船舶较多，预计明后年运力增速将明显放缓，若明后年运输需求回暖，市场重新上行的概率较大，投资者可关注中远海能、招商轮船的中期投资机会。

集运：

短期看，2020 年前 5 月，集运需求受到负面冲击，集运公司通过严控运力保障了运价，对冲货量的损失，今年下半年市场走势取决于全球经济恢复情况及集运公司运力控制的力度和持续性。

中期看，2015-2016 年行业兼并潮后，市场集中度提升带来了供给端优化，市场底部明显抬升，同时预计 2020-2022 年运力增速也将明显放缓，若明后年需求回暖，集运公司的盈利有望回升，投资者可关注中远海控的中期投资机会。

图表 38、重点公司估值表（2020.5.28）

代码	公司	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
600026	中远海能	审慎增持	6.54	1.22	0.78	0.79	1.22	73.2	5.4	8.4	8.3	0.9
601872	招商轮船	审慎增持	5.88	0.24	0.94	0.62	0.62	24.9	6.3	9.5	9.5	1.5
601919	中远海控	审慎增持	3.19	0.55	0.07	0.10	0.16	5.7	45.6	31.9	19.9	1.1

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

4、风险提示

全球经济及贸易形势恶化、航运需求低于预期、航运供给超出预期、油价及汇率大幅波动、海上安全事故、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.xyzq.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：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn