

2024年05月30日

交通运输

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

集运：从事件驱动到盈利上修，从船到箱受益递进

■ 2024 年行业静态供给增速 9.05%，但红海危机导致的绕航稀释有效运力，缓解新增供给压力。

2020-2022 年集运行业上行周期，船公司资产负债表大幅改善、大规模下新船订单，在手订单占现有运力比一度达到 29%（最新为 21.03%），2024 年开始在手订单进入集中交付期，预计今年交付 238.2 万 TEU，且行业拆船占比整体较小，行业静态供给增速预计 9.05%。但红海危机的爆发致使班轮公司绕航好望角稀释即期有效运力：一方面航程时间增加 14-16 天、船舶投入增加 2 条，一方面船公司不同航线之间进行运力调度，周转效率下降、空箱回流变慢。考虑到欧线运力部署占全球运力的 24%，我们测算绕航对全球运力的静态影响约 5%（考虑美东航线，但不考虑好望角风向及港口补给能力对即期运力的影响）。当前船舶提速以及闲置运力处于低位进一步印证运力吃紧。而绕航一旦长期化，将提振 2025 年长协价格。

■ 旺季+关税前抢运+美国可能进入补库周期，行业需求有保障。

短期看，由于奥运会和海外大选等不确定性因素，部分旺季需求前置，但二三季度作为行业需求旺季，货量有保障，尤其是 8 月份；而欧美国家对中国部分商品征收关税生效在即，预计部分行业如大储可能出现抢装、抢运。当前美国库存数据低位回升，经历前期的被动去库存阶段，有望进入主动补库周期，海外补库将对行业货量产生正向影响。而从美国进口集装箱货量看，2023 年 8 月开始其自中国进口集装箱增速开始转正。根据 Clarksons 预测，2024 年行业货量需求增长 4.1%，考虑到航距，这一增速为 9.2%。

■ 集装箱周转效率下降、新增运力配箱需求、存量集装箱更新需求共同推动造箱和租箱量价修复。

红海危机下，船公司绕航、航线运力再部署以及部分港口拥堵导致集装箱周转效率下降、空箱回流变慢，叠加旺季需求，部分地区出现缺箱现象。造箱和租箱呈现量价修复，新造箱 Q1 产量回升，价格基本企稳，美线和欧线去程租箱价格走高。1-2 年视角看，2024 年集装箱新船开始进入集中交付阶段，催生配箱需求，且每年约 3%老箱存在更新需求。造箱行业产需有望走出 2022 年以来的低迷期，量价修复预期较强。

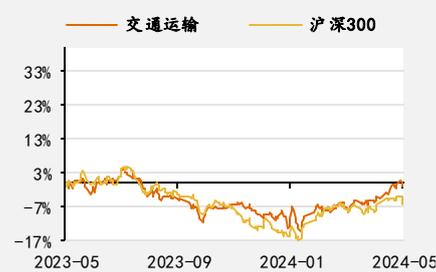
投资建议：当前集运行业边际定价，“绕航长期化+美国确认补库”是景气持续最有利的组合。短期集运行业已由 2023 年年底的事件驱动向供需双驱动，行业盈利预期改善，重点关注中远海控 AH、东方海国际、海丰国际。受空箱回流放慢，新增运力配箱需求和存量集装箱更新需求影响，造箱和租箱迎来量价修复，重点关注中远海发、中集集团等。

■ 风险提示：红海危机快速解除，海外需求不及预期

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1.6	2.6	5.3
相对收益	1.6	2.6	5.3
绝对收益	3.9	5.8	-1.3

杨振华 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080006

yangzh5@essence.com.cn

相关报告

目 录

1. 引言.....	4
1.1. 集运研究的核心框架变了吗？——多元回归的多个变量.....	4
1.2. 上一轮周期的市场预期兑现度如何.....	5
2. 供给端：核心矛盾由新增供给的担忧到有效供给的稀释.....	5
2.1. 新船交付压力大，静态供给增速预期 9%.....	5
2.2. 红海危机稀释有效运力，缓解交付压力.....	7
2.3. 集运行业格局已趋于稳定.....	11
3. 需求端：旺季+抢运+美国可能的补库周期.....	11
3.1. 行业旺季叠加关税下提前备货，短期需求有支撑.....	11
3.2. 美国有进入补库周期的迹象.....	12
4. 集运景气度的延伸——集装箱造箱和租赁.....	15
5. 投资建议.....	17
6. 风险提示.....	18

目 录

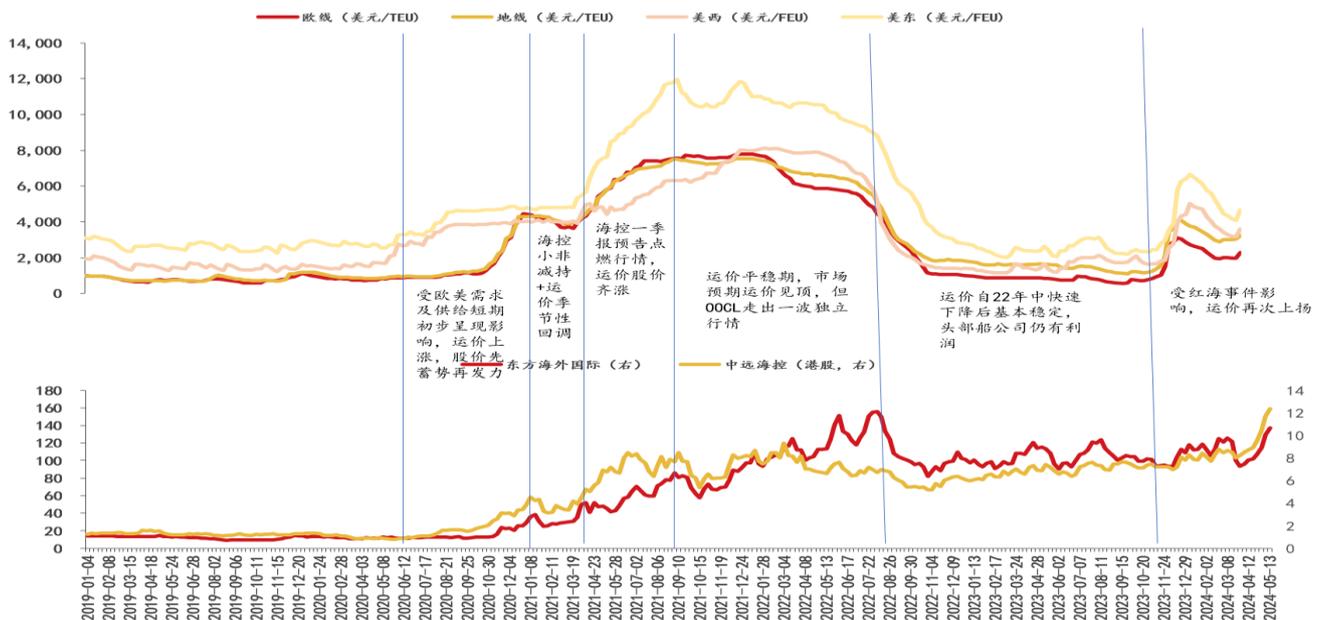
图 1. 集运周期运价与股价走势复盘.....	4
图 2. 集运核心研究框架.....	5
图 3. 行业运力存量规模（千 TEU）.....	6
图 4. 行业在手订单占现有运力比.....	6
图 5. 行业在手订单结构（千 TEU）.....	6
图 6. 行业预计交付节奏.....	6
图 7. 历年拆船量.....	7
图 8. 集装箱船龄分布（截止 2024 年）.....	7
图 9. 胡塞武装刺激商船.....	8
图 10. 绕航好望角增加行距.....	8
图 11. 欧线 90%以上集装箱船仍在绕航（单位：TEU）.....	9
图 12. 苏伊士运河南向和北向集装箱通过量（单位：TEU）.....	10
图 13. 行业闲置运力（%）.....	10
图 14. 班轮航速变化（节）.....	10
图 15. 集运行业格局（2022 年）.....	11
图 16. 集运行业格局（2024 年 4 月）.....	11
图 17. 中美和中欧线 2023 年货量季节分布（千 TEU）.....	12
图 18. 中远海控季度货量（TEU）.....	12
图 19. 美国库存增速和库销比.....	13
图 20. 美国制造业、批发商和零售商库存（%）.....	13
图 21. 美线和欧线历年货量（TEU）及同比增速.....	14
图 22. 行业供需关系变化（需求不考虑运距影响）.....	15
图 23. 弘景·集装箱新箱库存指数走势.....	15
图 24. 弘景集装箱新箱库存消耗指数走势.....	16
图 25. 上海港集装箱可用指数.....	16
图 26. 弘景集装箱景气指数.....	17
图 27. 上海至美西和美东港口集装箱租金（美元/TEU）.....	17
图 28. 上海至欧洲港口集装箱租金（美元/FEU）.....	17

表 1: 行业静态供给测算 (单位: 千 TEU)	7
表 2: 部分航运公司绕航时间线	8
表 3: 最新各航线运力分布 (2023 年 4 月底)	9
表 4: 美国 301 关税明细	12
表 5: 行业需求测算 (单位: 百万 TEU)	14

1. 引言

集运板块 2020 年 5 月以来受供需失衡影响，迎来一波浩浩荡荡的上行周期：主干航线中，欧洲/地中海航线运价由 2020 年 5 月初的 739/840 美元/TEU 上涨至 2022 年 1 月的 7797/7520 美元/TEU，美西/美东航线运价也由 2020 年 5 月初的 1724/2773 美元/FEU 上涨至 2022 年 3 月的 8110 美元/FEU 和 2021 年 9 月的 11976 美元/FEU。与之相对应，全球班轮公司经营业绩大幅改善，以中远海控为例，其归母净利润由 2019 年的 67.64 亿增长至 2022 年的 1095.95 亿元，股价随之一路上涨，但股价先于基本面触顶。作为集运 21 世纪第二轮大周期的见证者，彼时资本市场主要的关注点在于：(1) 几乎每一阶段的运价提涨都伴随着运价是否已经见顶的担忧；(2) 行业格局改善对运价和利润中枢的支撑到底几何。受“估值最低点卖出周期股”“运价二阶导为 0 卖出周期股”等周期投资思维影响，A 股集运公司股价近乎先于运价 1 年触顶。以运价为观察视角，22 年中运价加速下跌后，受地区事件影响，23 年底开始，集运运价尤其是主干航线运价开始升势，4 月下旬以来的提涨落地，进一步提升了市场关注度。从上一轮周期见顶至今已两年有余，关于集运的核心问题有哪些变与不变？

图1. 集运周期运价与股价走势复盘

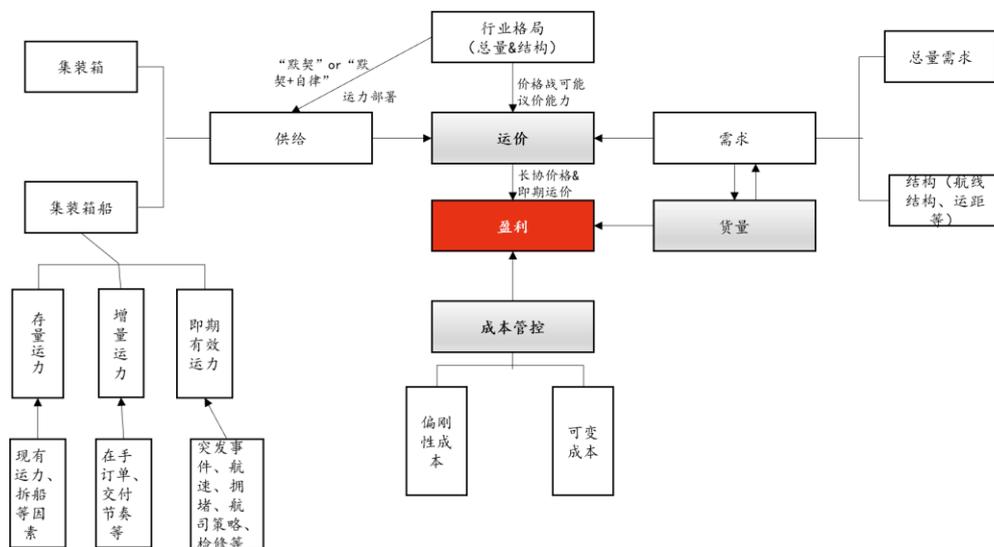


资料来源：上海航运交易所，东方财富Choice，国投证券研究中心

1.1. 集运研究的核心框架变了吗？——多元回归的多个变量

集运作为典型的周期行业，其核心分析围绕供需关系，进而判断拐点。集运的供需可类比为一个多元回归模型，影响因素多样且影响系数不同，同时影响系数也是动态变化的。集运在不同周期阶段初始量变因素或有不同，当前偏向于边际定价，但核心框架依旧适用。

图2. 集运核心研究框架



资料来源：国投证券研究中心

1.2. 上一轮周期的市场预期兑现度如何

2020-2022 集运周期，伴随运价上涨，市场研究愈加充分。彼时市场最关心的是运价上涨的持续性以及运价何时见顶的问题，几乎每一轮运价上涨都伴随着运价即将见顶的声音，但实际情况是，欧洲和地中海航线基本在 2022 年 1 月见顶，美西航线则基本在 2022 年 3 月见顶。彼时市场基于行业本身的变化，提出的第二个论点是行业格局改善，船公司追求利润的诉求下，中长期行业盈利中枢抬升。对于第二个问题，由于上一轮景气周期结束两年左右，目前尚不能以后视镜视角给出验证与否的答案，但可以观察到的是，在 23 年的运价低迷期，头部班轮公司仍保持了正的经营业绩，如中远海控 2023 年归母净利润 238.6 亿元，依旧远高于 2020 年和 2019 年。但是，不同于上一轮集运周期大家可以看到明确的驱动因素，本轮运价上涨，市场的困惑和不懂更多。基于本轮运价上涨，我们尝试剖析其背后驱动因素。

2. 供给端：核心矛盾由新增供给的担忧到有效供给的稀释

市场自 2022 年下半年开始对集运板块的关注度快速下降，核心原因是伴随上一轮运价上涨，船东资产负债表大幅改善，大规模下新船订单，行业在手订单占现有运力比一度达到 29.91%（2022 年 11 月），即使伴随运力交付在手订单占比有所下降，但目前也在 21%，而需求端则面临去库存的压力。市场担心一旦新造船订单在 2024-2026 年大规模交付，行业将面临严重的供给过剩局面，运价和相关公司业绩承压。站在当前时点，新船订单交付的压力仍持续存在，但红海绕航如能持续，则将稀释有效运力，缓解新增供给压力。

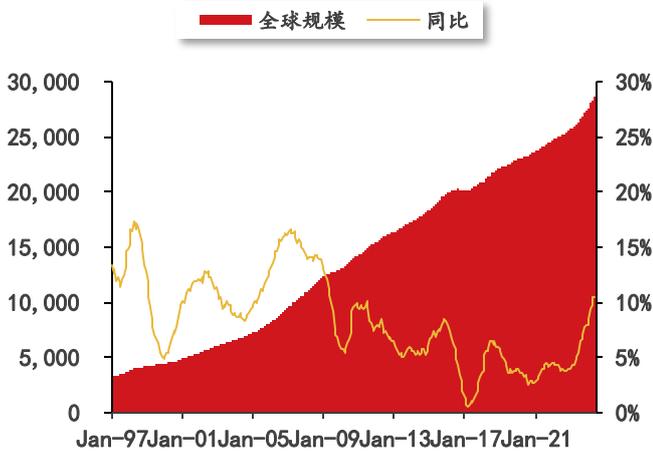
2.1. 新船交付压力大，静态供给增速预期 9%

根据前文的集运行业研究框架，我们将行业供给拆解为三部分：**存量运力、新增运力以及即期有效运力**。影响存量运力的因素主要包括存量的规模以及拆船情况，新增运力则主要关注行业在手订单、结构及交付节奏，即期有效运力主要关注突发事件影响、环保要求及船速、船公司运力策略及闲置比例等因素。

行业在手订单占比 21.03%，2024-2025 年集中交付压力大。根据克拉克森，截止 2024 年 5 月行业在手订单 607.4 万 TEU，占现有运力比为 21.03%，环比有所下降，但绝对值仍在高位。订单结构看，新巴拿马船型（12000-16999TEU）占比 50.56%，占现有运力比为 57%；超巴拿马型船（17000+TEU）占比 17.06%，占现有运力比 25%；换言之，新船订单主要投向为主干航

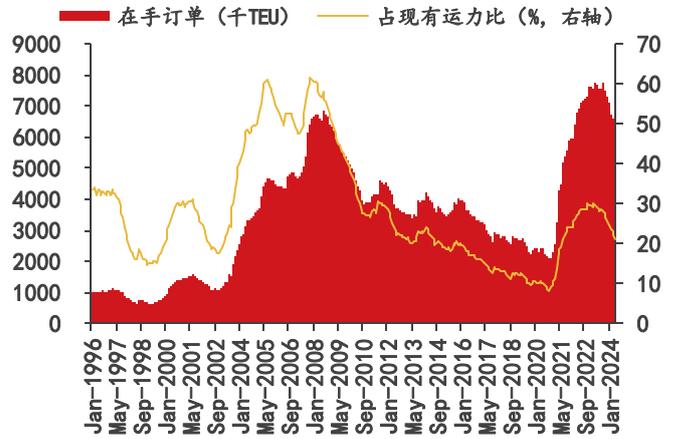
线。交付节奏看，不考虑船厂交付延期的影响，2024 年预计交付 238.2 万 TEU，2025 年预计交付 194.5 万 TEU，供给端面临的交付压力较大。

图3. 行业运力存量规模（千 TEU）



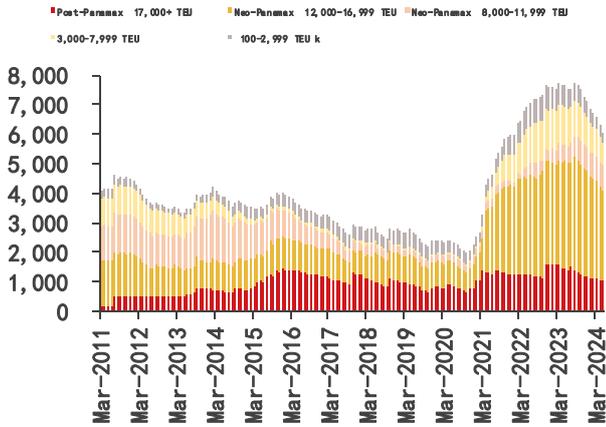
资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

图4. 行业在手订单占现有运力比



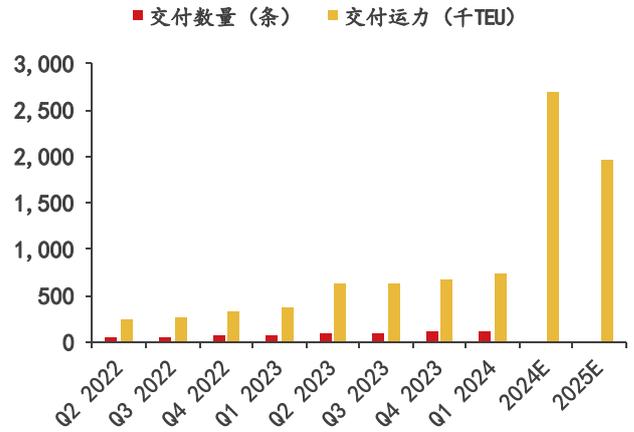
资料来源: 中远海控公告, Clarksons, 国投证券研究中心

图5. 行业在手订单结构（千 TEU）



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

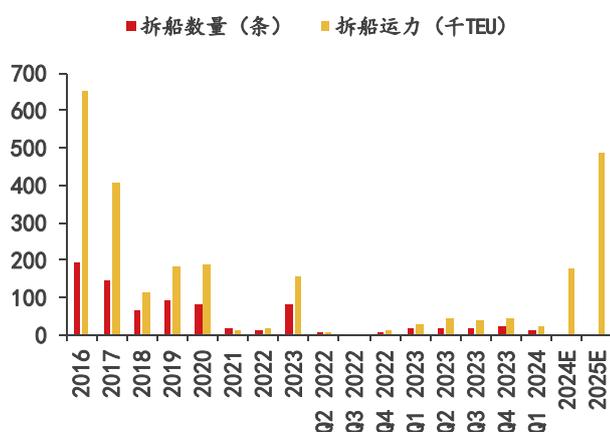
图6. 行业预计交付节奏



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

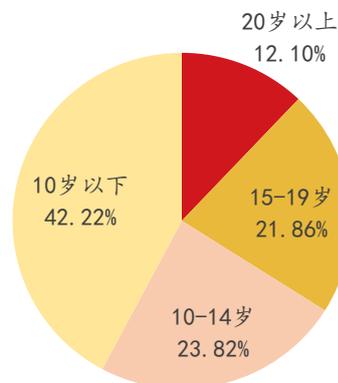
剔除上行期保运能影响，集装箱船拆解基本恢复如常。当前行业 20 岁以上的老船合计运力 345.5 万 TEU，占存量运力的 12%。老船主要集中在 8000TEU 以下船舶，其平均船龄 15 年+；而 1.2-1.7 万 TEU 集装箱船平均船龄 6.7 年，1.7 万以上 TEU 集装箱船舶平均船龄只有 5.9 年。2020-2022 年集装箱运输需求增长、港口拥堵等影响有效运能、高运价下船东拆船意愿低，叠加主要拆船地疫情影响，2021/2022 年行业拆船分别为 1.2/1.6 万 TEU，2023 年恢复至 15.8 万 TEU，拆船量对存量供给影响很小。

图7. 历年拆船量



资料来源：中远海控公告，Alphaliner，国投证券研究中心

图8. 集装箱船龄分布（截止 2024 年）



资料来源：Clarksons，国投证券研究中心

综合考虑交付和拆船等因素，行业供给静态增速 9.05%。综合前文所述，静态视角，不考虑航速变化以及红海绕航突发事件等即期有效运力影响因素，以在手订单交付节奏衡量新增运力，以老旧船舶拆解或其他方式退出即期市场衡量存量运力变动，根据克拉克森，测算 2024 年行业总供给约 3043.2 万 TEU，较 2023 年增长 9.05%。

表1：行业静态供给测算（单位：千 TEU）

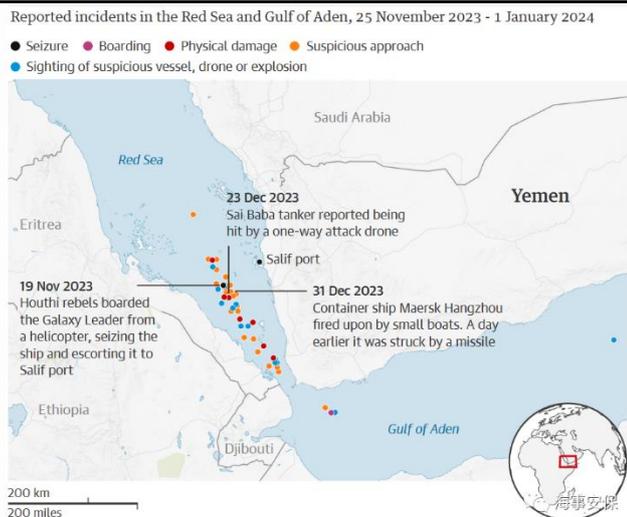
船舶规格	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
100-2999TEU	4,112.9	4,180.8	4,297.4	4,470.5	4,685.9	4,934.5	5,120.3	4,979.8
yoy		1.65%	2.79%	4.03%	4.82%	5.31%	3.76%	-2.74%
3000-5999TEU	4,837.2	4,781.3	4,724.0	4,741.3	4,782.1	4,929.8	5,133.6	5,101.5
yoy		-1.15%	-1.20%	0.37%	0.86%	3.09%	4.13%	-0.63%
6000-7999TEU	1,825.4	1,825.4	1,804.6	1,804.6	1,804.6	1,973.0	2,367.8	2,458.2
yoy		0.00%	-1.14%	0.00%	0.00%	9.33%	20.01%	3.82%
8000-11999TEU	5,756.4	5,780.0	5,781.4	5,932.9	6,097.2	6,101.0	6,205.9	6,438.7
yoy		0.41%	0.02%	2.62%	2.77%	0.06%	1.72%	3.75%
12000-16999TEU	3,423.4	3,776.6	4,007.8	4,405.0	4,815.7	5,669.0	7,017.6	8,104.5
yoy		10.32%	6.12%	9.91%	9.32%	17.72%	23.79%	15.49%
17000+TEU	2,199.4	2,700.2	3,103.1	3,432.8	3,600.3	4,300.0	4,587.0	4,835.2
yoy		22.77%	14.92%	10.62%	4.88%	19.43%	6.68%	5.41%
合计	22,154.8	23,044.4	23,718.3	24,787.1	25,785.8	27,907.3	30,432.3	31,917.8
yoy		5.63%	4.02%	2.92%	4.51%	4.03%	8.23%	9.05%

资料来源：Clarksons，国投证券研究中心

2.2. 红海危机稀释有效运力，缓解交付压力

2023 年 10 月巴以冲突爆发，11 月 14 日也门胡塞武装称将攻击一切红海上的以色列船只，11 月 24 日 CMA CGM “SYMI” 号集装箱船在印度洋遇袭，12 月 15 日 MSC Palatium 号和 HPL Al Jasrah 号遇袭。此后，马士基、地中海航运等多家班轮公司宣布绕航好望角。根据央视新闻，胡塞武装领导人此前发表电视讲话称，自新一轮巴以冲突爆发以来，胡塞武装总计对以色列相关船只发动了 156 次打击，向位于红海、亚丁湾和印度洋上的船只目标发射了弹道导弹、巡航导弹和无人机共 606 枚。

图9. 胡塞武装刺激商船



资料来源：公众号海事安保，国投证券研究中心

图10. 绕航好望角增加行距

Suez Canal vs. Cape of Good Hope shipping routes



Source: Global Maritime Hub, S&P Global Commodity Insights

资料来源：公众号海事安保，国投证券研究中心

表2: 部分航运公司绕航时间线

运输类型	航运公司	绕航时间线
集装箱	马士基	2023年12月14日 MSK Gibraltar 遇导弹袭击
		2023年12月15日宣布暂停通过曼德海峡
		2023年12月19日宣布先前暂停并原定航行通过该地区的船只绕行好望角
	地中海	2023年12月24日宣布准备允许船只恢复红海通行
		2023年12月29日开始逐船更新航行计划
		2023年12月31日暂停通过红海/亚丁湾
达飞	2024年1月15日所有通过红海/亚丁湾的船只绕行好望角	
	2023年12月15日 MSC Palatium 船遇袭	
	2023年12月16日宣布绕行好望角	
	2023年12月16日宣布一切船只停止在红海航行	
油轮	Euronav	2023年12月26日宣布增加通过苏伊士运河的船只数量
		2023年12月28日部分船只绕行好望角，所有进出红海港口的货物收取红海费
	Frontline	2024年1月19日连接欧洲与印度洋、澳洲航线绕行好望角
		2023年12月18日宣布避免通过红海

资料来源：公众号港口圈，国投证券研究中心

绕航通过箱和船共同稀释全球有效运力约,对全球运力的静态影响5%-6%。根据港口圈信息,红海危机爆发前,以经济航速由远东航行至欧洲往返耗时80到90天;绕航之后,航线距离增加约3500海里(6480公里),进而增加航行时间14-16天。同时根据中远海控信息,班轮公司为了保障正常的周班服务,船舶投入由以往的12条船增加至14条船。以此仅从静态测算的角度,绕航对欧线运力的损失约16%(该测算不考虑好望角风向对船舶航速的影响以及非洲港口加注能力对航段的影响)。全局视角来看,远东至欧洲航线运力部署占全球集装箱运力的24%,由此简单测算对全球运力的影响为3.8%。此外,部分亚洲之美东航线在危机前也会选择通过苏伊士运河,危机后部分选择绕航,部分选择通过巴拿马运河;因此静态的综合影响或在5%。但实际上上述只考虑了静态的船舶投放和航行时间,并未考虑其他较难测算的现实因素如风向和港口加注能力,此外由于绕航好望角以及当前南美航线的旺盛需求,美线以及其他航线的部署也会受影响。除此之外,不可忽视的影响是:绕航亦会造成船期混乱,班轮准班率下降;同时降低空箱回流效率,形成空箱短缺或堆积的风险。

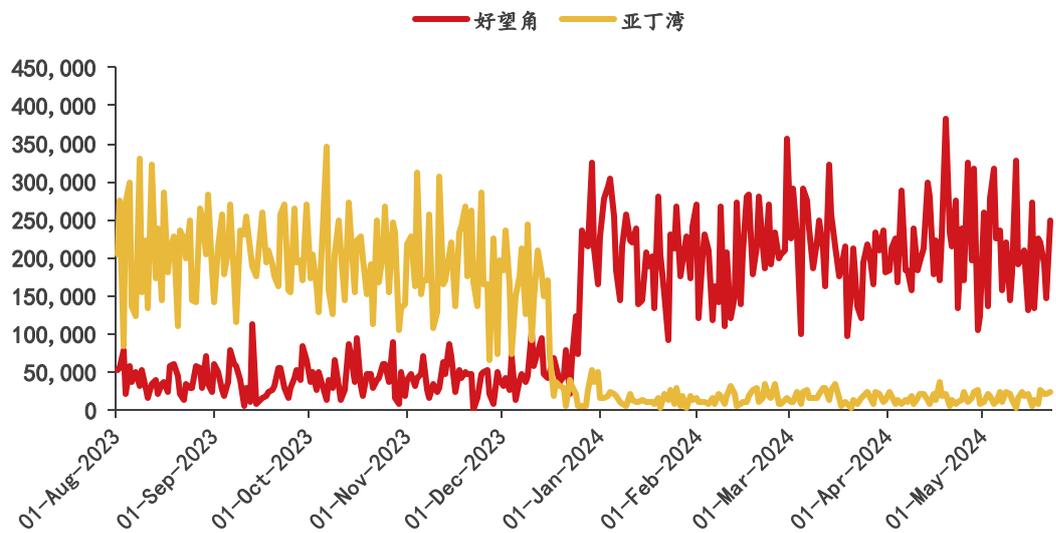
表3: 最新各航线运力分布 (2023年4月底)

单位: TEU	100-2999	3,000-5999	6,000-7999	8,000-11999	12000-16999	17000+	运力占比
东西干线	5%	18%	42%	52%	72%	98%	49%
跨太平洋航线	1%	5%	24%	34%	44%	0%	20%
远东-欧洲	2%	3%	6%	7%	27%	97%	24%
大西洋航线	2%	9%	13%	11%	2%	0%	6%
其他东西航线	7%	13%	28%	15%	11%	2%	11%
南北航线	15%	37%	24%	32%	17%	0%	21%
区域内航线	74%	32%	5%	2%	0%	0%	18%
亚洲区内	41%	15%	2%	0%	0%	0%	9%
欧洲区内	17%	5%	2%	1%	0%	0%	4%
其他区域内	16%	11%	1%	0%	0%	0%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

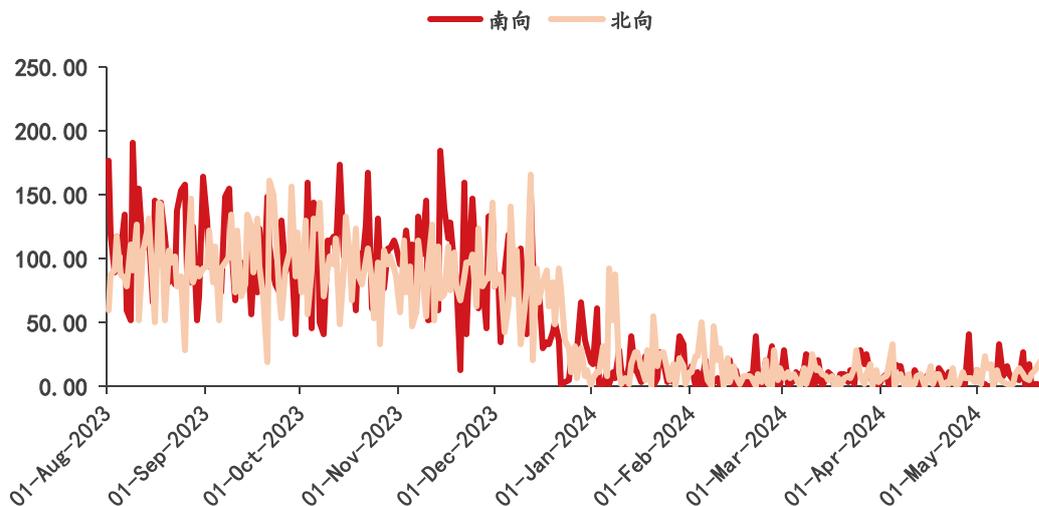
红海危机短期难解, 90%以上集装箱船仍在绕航。由于货品结构和贸易航线结构的不同, 红海危机对集装箱运输行业的影响最大。根据克拉克森, 自2023年12月15日多家班轮公司宣布绕航以来, 基本稳定在90%左右的绕航比例。

图11. 欧线 90%以上集装箱船仍在绕航 (单位: TEU)



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

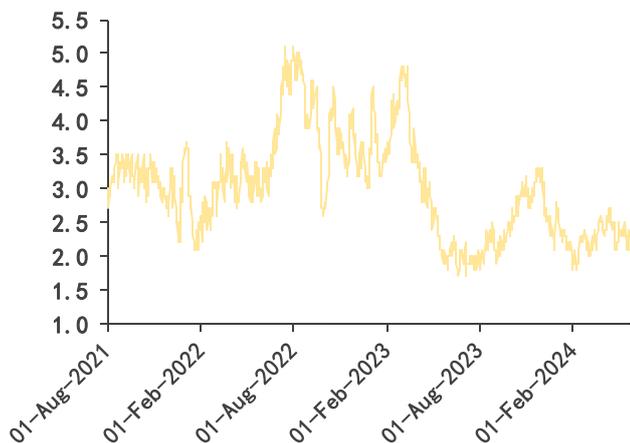
图12. 苏伊士运河南向和北向集装箱通过量（单位：TEU）



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

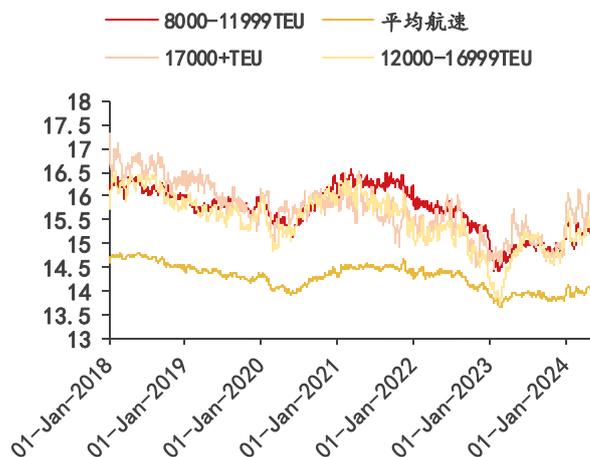
闲置运力低位、航速提升，侧面印证当前行业供给吃紧。行业闲置运力一方面受行情景气度影响，行业景气周期尽可能的增加船舶航行班次以赚取更高的即期利润；一方面受班轮公司运力策略影响，行业低迷期或者长协谈判前，船公司可以采取停航控班策略，以提高即期运价。当前行业闲置运力比低，也印证了行业当前运力供给紧张。班轮公司为更好的应对 IMO 环保新规同时降低燃油成本，一般采用降速航行。但当前受绕航以及即期高运价影响，班轮公司普遍在提高航速，以提高航线运转效率。闲置运力低位和短期提速均验证运力供给紧张。

图13. 行业闲置运力 (%)



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

图14. 班轮航速变化 (节)



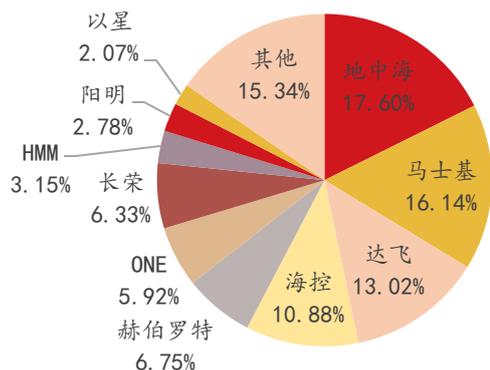
资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

如果红海绕航持续，可能的继续影响是：2025 年欧线和美线的长协价格进一步提升。当前各主要航线的长协运价谈判已经结束且进入新的执行周期。主干航线长协运价较 2023 年均有一定幅度提升。由于行业长协运价受过去一年平均运价、谈判前即期运价以及船东和客户对供需关系预期共同影响，如若红海绕航长期化，将有望对即期运价和 2025 年的协议运价产生正面提振作用。

2.3. 集运行业格局已趋于稳定

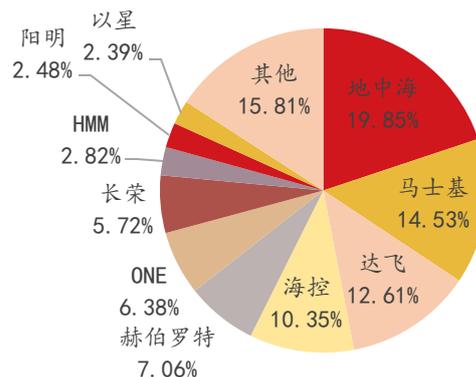
CR10 达到 85%以上，格局趋于稳定。集运行业经历过去几轮的洗牌，近几年格局已经趋于稳定，头部班轮公司运力排名虽有波动，但前五大班轮公司运力规模差距不大，且各家的重心也已经由份额竞争转向数字化和服务提升，如东方海外国际的 IRIS 系统以及中远海控发力的端到端服务。

图15. 集运行业格局（2022 年）



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

图16. 集运行业格局（2024 年 4 月）



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

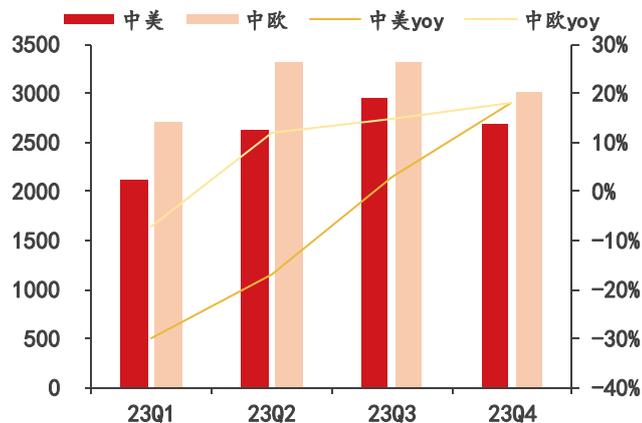
3. 需求端：旺季+抢运+美国可能的补库周期

当前时点，短期看行业需求部分源自于奥运会及传统旺季需求前置，但旺季需求前置的程度仍需观察。考虑到欧美部分国家对中国商品征收关税，部分行业如大储预计会出现抢装、抢出口的需求，这部分抢出口有的暂未启动也未必会在短期内结束；此外，美国库存和进口数据显示其有可能出现主动补库需求。整体看，集装箱货量有望保持一定韧性，当前的集运行业不再是简单的红海事件扰动，如若红海绕航长期化、海外补库周期启动，集运行业有望保持上行。

3.1. 行业旺季叠加关税下提前备货，短期需求有支撑

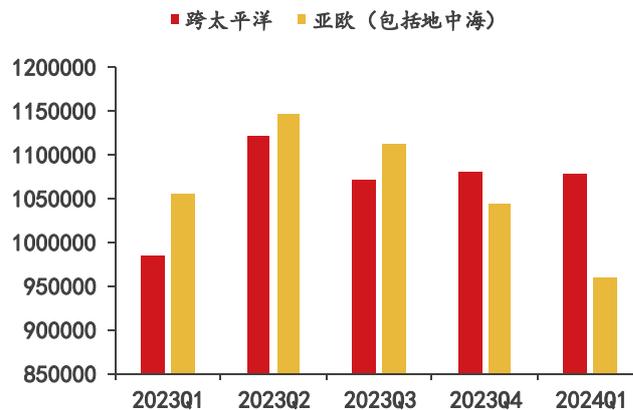
传统旺季将至，集装箱运输需求预计保持旺盛。集装箱运输需求具有较强的季节性，一般来说，二季度和三季度为集运行业需求旺季（欧美感恩节、圣诞节等提前备货），其中 8 月一般最旺。而今年巴黎奥运会 7 月举办、中东局势导致的供应链紊乱以及海外大选的不确定性，几相叠加，海外进口商提前备货，部分旺季需求存在前置的情况。

图17. 中美和中欧线 2023 年货量季节分布 (千 TEU)



资料来源: CTS, 国投证券研究中心

图18. 中远海控季度货量 (TEU)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

美国对中国商品征收关税，或出现抢出口窗口。根据美国白宫，5月14日，美国政府发布对华加征301关税四年期复审结果，宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税。

表4: 美国 301 关税明细

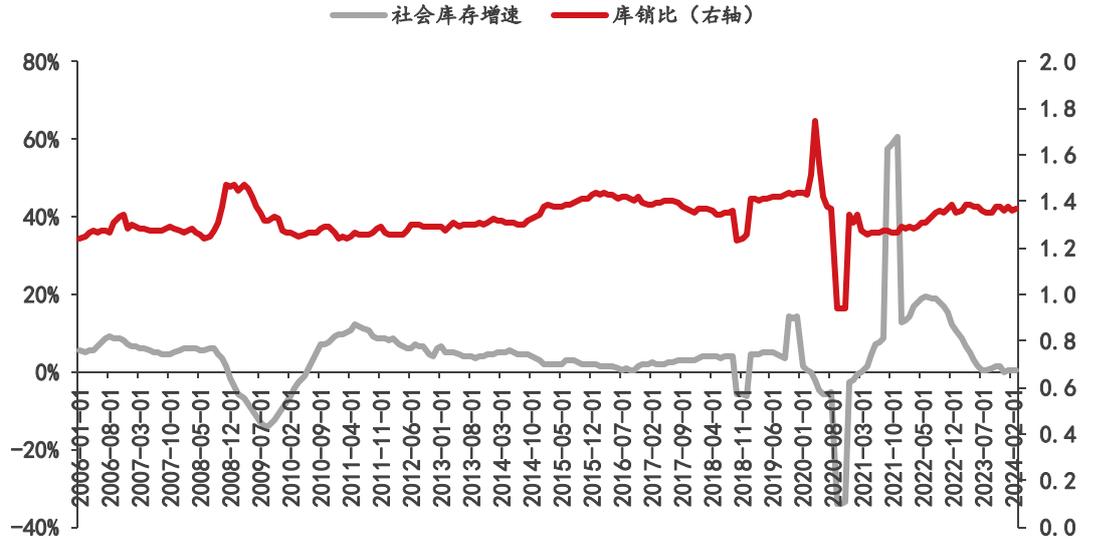
产品类别	具体产品	生效时间	原有税率	新税率
电动汽车	电动汽车	2024 年	25%	100%
	电动汽车电	2024 年	7.5%	25%
电池及关键矿物	非电动汽车	2026 年	7.5%	25%
	电池	2024 年	7.5%	25%
	电池零部件	2024 年	7.5%	25%
	天然石墨和	2026 年	0	25%
	永磁体	2026 年	0	25%
	其他关键矿	2024 年	0	25%
	物	2024 年	0	25%
电池	太阳能电池	2024 年	25%	50%
船岸起重机	船岸起重机	2024 年	0	25%
钢铁和铝	某些钢铁产	2024 年	0-7.5%	25%
	品和铝	2024 年	0-7.5%	25%
半导体	-	2025 年	25%	50%
医疗产品	注射器和针	2024 年	0	50%
	头	2024 年	0	50%
	个人防护设	2024 年	0-7.5%	25%
	备	2024 年	0-7.5%	25%
	橡胶医疗和	2026 年	7.5%	25%
	外科手套	2026 年	7.5%	25%

资料来源: 美国白宫官网, 国投证券研究中心

3.2. 美国有进入补库周期的迹象

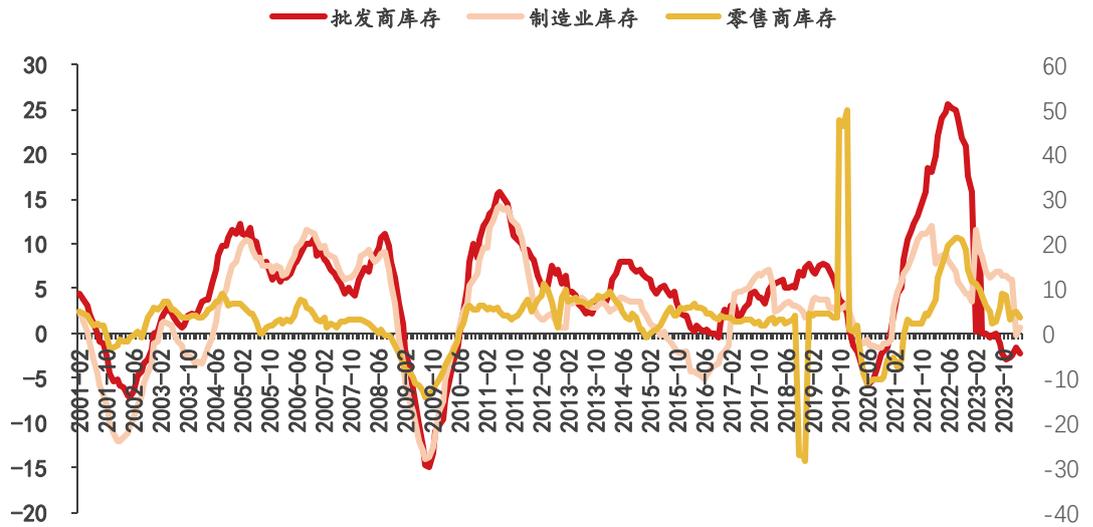
美国社会库存处于低位，可能进入补库周期。以美国社会库存总额（制造业+批发端+零售端库存）同比增速观察美国库存周期，其库存名义增速自2023年下半年逐步触底反弹，剔除价格因素的实际库存增速基本在低位震荡。结合销售总额增速及价格数据，基本可以看到美国在2023年下半年开始经历被动去库存的过程。美国有可能进入补库存周期。而从我国出口数据看，基本也可以作证这一点。

图19. 美国库存增速和库销比



资料来源：东方财富 Choice，国投证券研究中心

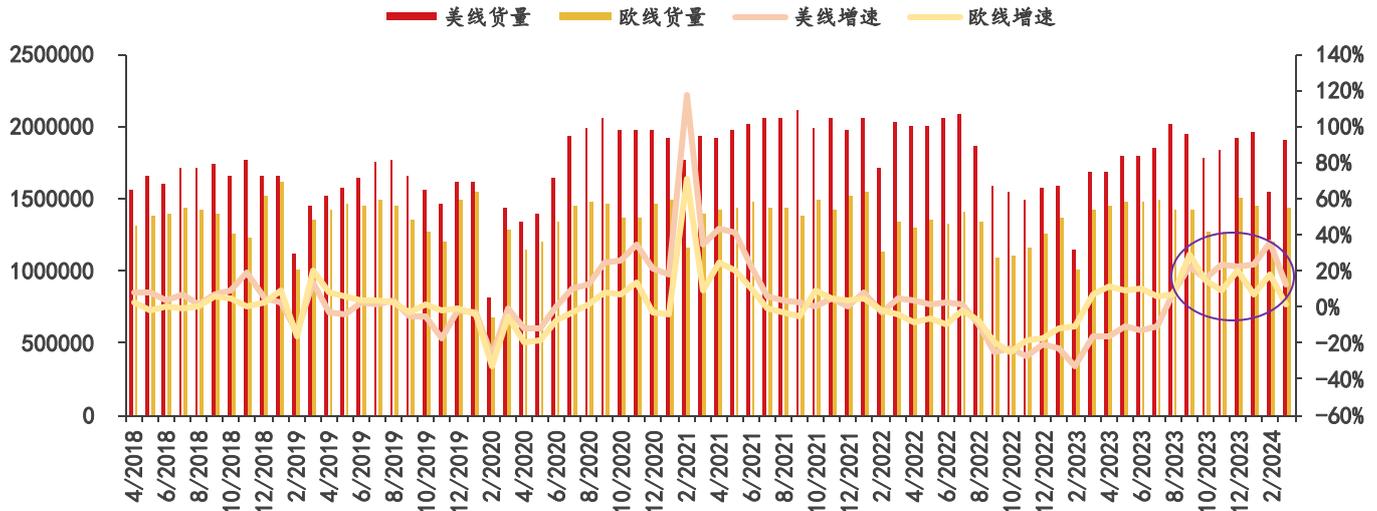
图20. 美国制造业、批发商和零售商库存 (%)



资料来源：东方财富 Choice，国投证券研究中心

美国进口回升，港口集装箱进口量 23 年 8 月开始转正并有所加速。2022 年年中开始，美国商品进口增速明显低于商品消费增速，表现为厂商主动去库存。而 2023 年底开始，商品消费增速基本与商品进口增速重合。反应到集装箱货量上，美国航线货量增速自 2023 年 8 月开始转正，考虑到船期，对应到美国四季度的社会库存增速，基本可以对应。

图21. 美线和欧线历年货量 (TEU) 及同比增速



资料来源: Bloomberg, GTS, 国投证券研究中心

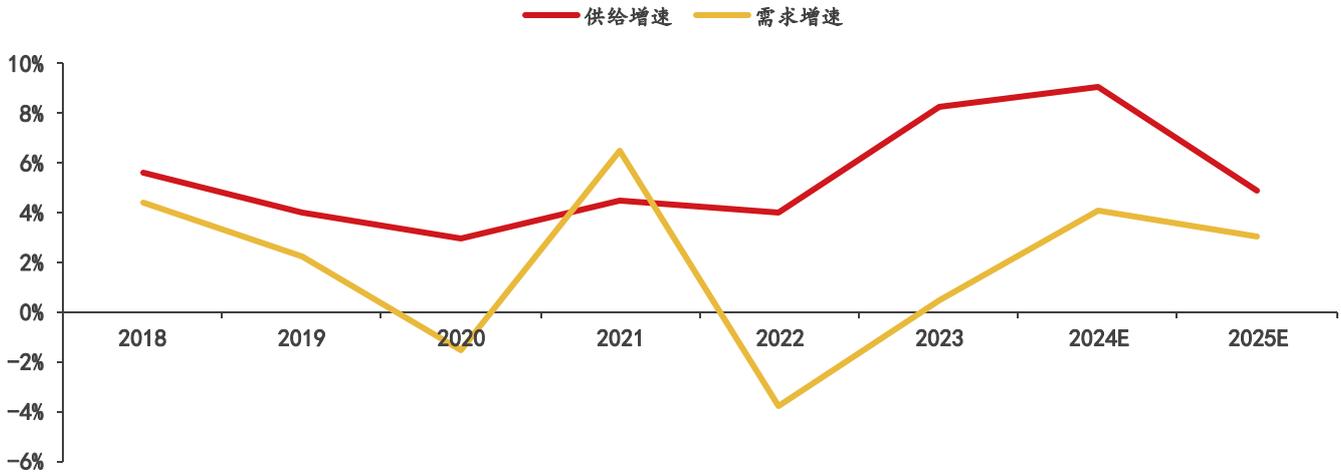
全年箱量需求增速 4.1%，叠加运距的增速为 9.2%。根据克拉克森的预测，箱量角度，2024 年全球集装箱运输需求 2.09 亿 TEU，同比增长 4.1%；考虑到红海绕航因素导致的航距因素影响，全球需求增速 9.2%。换言之，如果红海危机导致的绕航长期化，2024 年行业供需紧张局面将维持。

表5: 行业需求测算 (单位: 百万 TEU)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
东西干线	58.9	59.5	59.4	63.5	58.3	57.8	60.3	61.6
Yoy	2.9%	1.0%	-0.1%	6.8%	-8.2%	-0.8%	4.5%	2.1%
非东西干线	20.5	21.1	19.5	21.3	20.9	22.4	23.4	24.2
Yoy	1.8%	2.7%	-7.4%	9.3%	-1.7%	6.8%	4.7%	3.2%
南北航线	32.1	32.5	31.6	33.6	32.8	33.9	35.2	36.5
Yoy	5.7%	1.1%	-2.6%	6.2%	-2.5%	3.5%	4.0%	3.7%
区域内航线	81.9	84.7	84.1	88.9	87.4	86.4	89.7	92.7
Yoy	5.7%	3.4%	-0.7%	5.8%	-1.7%	-1.2%	3.8%	3.4%
合计贸易量	193.4	197.7	194.6	207.3	199.4	200.4	208.6	215.0
Yoy	4.4%	2.2%	-1.5%	6.5%	-3.8%	0.5%	4.1%	3.0%
考虑运距的 TEU-mile	961.3	982.7	965.3	1,030.1	974.1	992.0	1,083.5	1,057.4
Yoy	3.8%	2.2%	-1.8%	6.7%	-5.4%	1.8%	9.2%	-2.4%

资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

图22. 行业供需关系变化（需求不考虑运距影响）



资料来源: Clarksons, 国投证券研究中心

4. 集运景气度的延伸——集装箱造箱和租赁

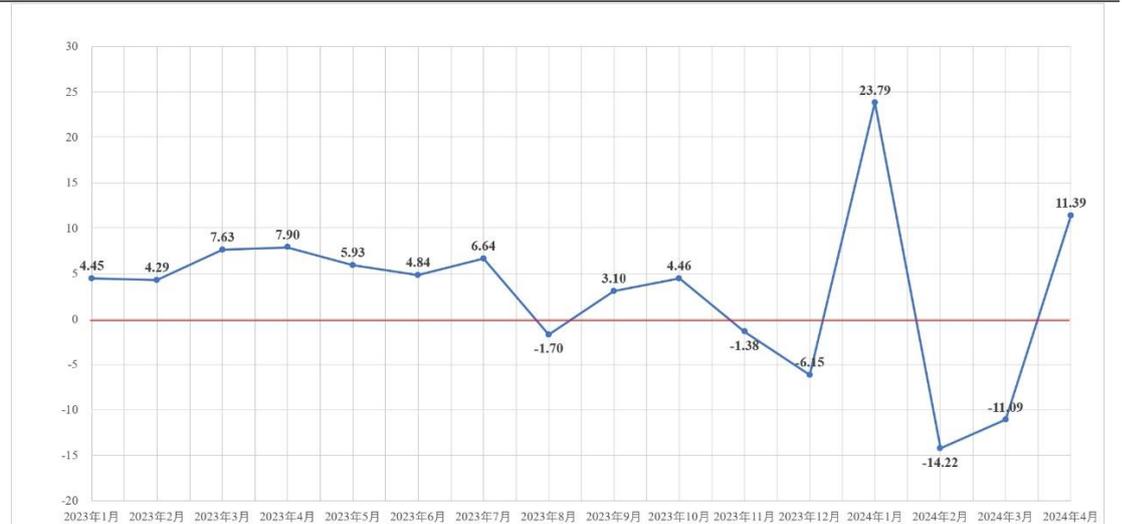
周转效率下降，空箱回流变慢，集装箱短缺在部分地区显现。红海绕航在增加航程稀释箱和船有效运力的同时，班轮公司为了提升周转效率，会一定程度上减少欧洲挂靠港口，转由更小规模的集装箱船进行后端货物的运输，增加了集装箱的操作时间；除此之外，部分地区港口拥堵以及内陆物流效率受影响，进一步影响了集装箱的周转效率，致使空箱回流变慢。根据弘景数据，2024年4月，弘景·集装箱新箱库存指数为143.34，较上期下降18.43点，集装箱新箱库存明显下降，部分船公司出现空箱短缺现象。与此同时，弘景·集装箱新箱库存消耗指数为11.39，表明集装箱新箱库存较上月下降11.39%。集装箱新箱产量继续保持高位，但集装箱市场需求旺盛，新箱发货量逐周提升，新箱库存快速消耗。根据CAx数据，上海港第19周集装箱可用指数为0.26，第13到19周的数据均处于2022年以来的最低值。

图23. 弘景·集装箱新箱库存指数走势



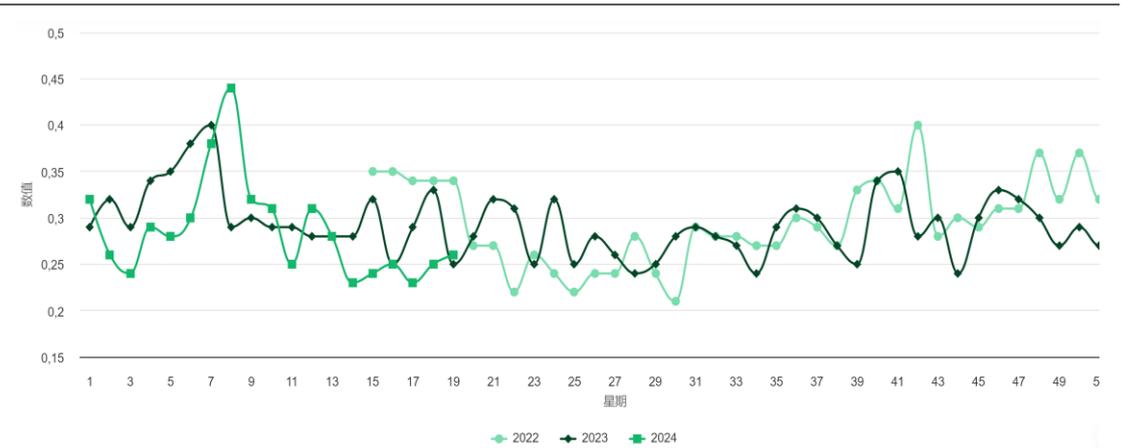
资料来源: 弘景数据, 中国集装箱行业协会, 国投证券研究中心

图24. 弘景集装箱新箱库存消耗指数走势



资料来源：弘景数据，中国集装箱行业协会，国投证券研究中心

图25. 上海港集装箱可用指数

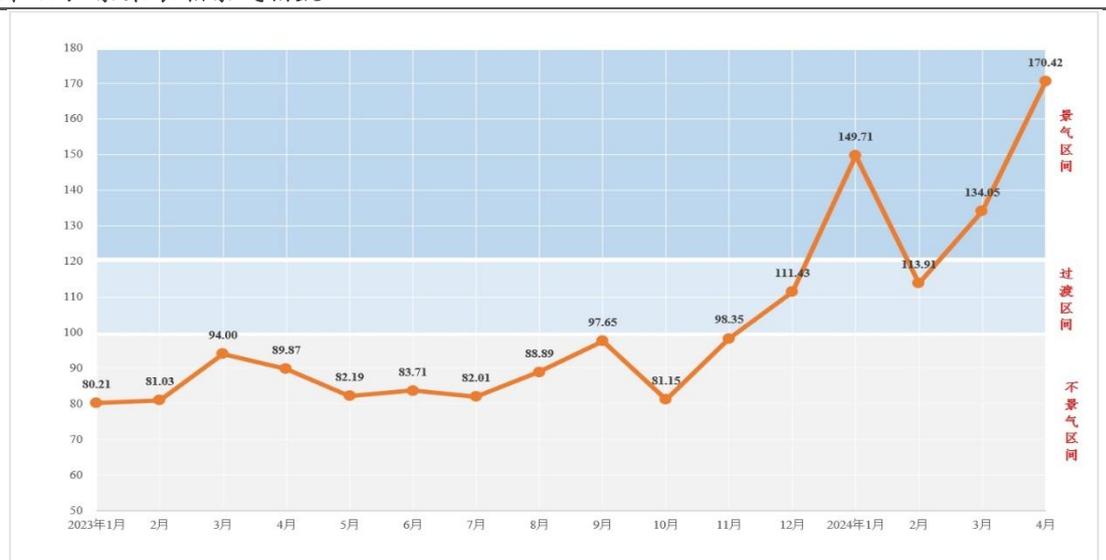


资料来源：CAx，国投证券研究中心

新增运力配箱以及旧箱更新也将带来增量需求。如前文所述，2024 和 2025 年是集装箱船舶集中交付年份，船舶交付将伴随新箱需求；部分集装箱也已经到了更新阶段，设备更新将带来额外增量需求。根据中远海发投资者关系和 Drewry 报告，2023 年全年集装箱产量约 230 万 TEU，同比下降 39.9%，集装箱市场整体规模增长了 1%，总量约 5138 万 TEU；但红海绕航影响、新运力配箱需求、旧箱更新需求将共同催生集装箱产量，预计集装箱产量将有较明显增长，Drewry 预计至 2028 年集装箱总规模将达 5850 万 TEU。

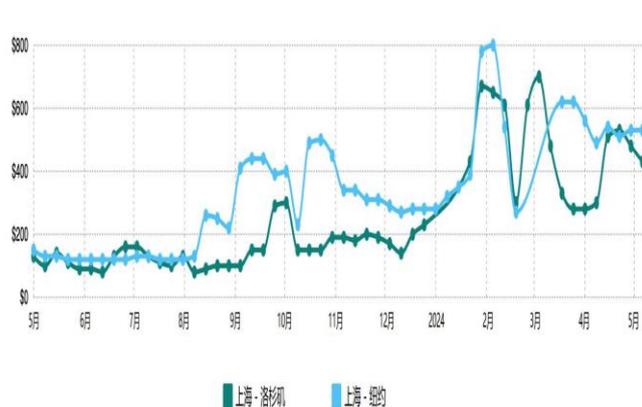
集装箱新造箱价格和租箱价格均有所回升。根据弘景集装箱供应链景气指数，2024 年 1-4 月，2 月份除外，集装箱行业在景气区间运行(2 月景气值回落主要受春节假期等短期因素影响)。租箱方面，根据 CAx 平台数据，5 月份主干航线不同规格集装箱去程租金均有较大幅度提升，其中中国至美国港口 20 尺集装箱平均租箱费为 480 美元；中国至欧洲港口 40 尺集装箱平均单程租箱费由 2023 年 12 月的 403 美元上涨到 5 月的 1000 美元，涨幅达 183%。

图26. 弘景集装箱景气指数



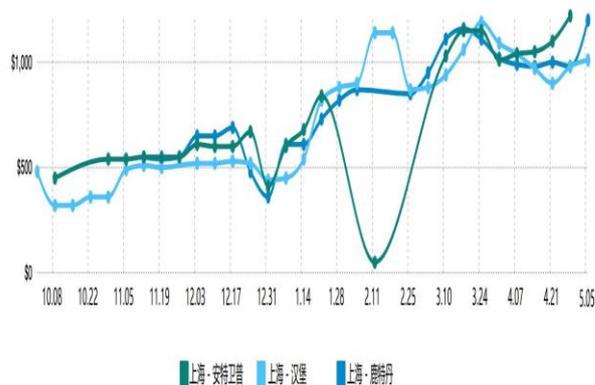
资料来源：弘景数据，国投证券研究中心

图27. 上海至美西和美东港口集装箱租金（美元/TEU）



资料来源：CAX，国投证券研究中心

图28. 上海至欧洲港口集装箱租金（美元/FEU）



资料来源：CAX，国投证券研究中心

5. 投资建议

站在当前时点，集装箱运输板块风险与收益并存，行业运价是边际定价，“红海危机导致的绕航长期化+美国确认进入补库周期”将是对行业景气度及持续性最有利的组合。看短期，红海危机有效吸纳新船交付的供给压力，且由此带来的周转效率下降已经传导至集装箱本身，且其导致的绕航短期难以解决，即使危机结束，由于船舶布局影响，对运价的影响也不会即刻结束；需求端，一方面集运传统旺季来临，一方面，美国数据显示其具有进入补库周期的迹象，对集运运量带来支撑。集装箱运输行业已经由 2023 年年底的事件驱动向供给和需求双驱动，相关公司 2024 年盈利预期改善；且国际航线运价上涨已在逐步往区域航线外溢，万海航运等区域内集运公司连续提升其即期运价水平。重点关注中远海控 AH、东方海外国际 OOCL 以及海丰国际。

受集装箱船绕航、港口效率影响，集装箱周转效率下降，空箱回流放慢，部分港口出现集装箱短缺现象，增加对集装箱需求；而伴随 2024 年集装箱船舶进入集中交付期，新增运力配箱

需求增加，存量集装箱更新需求体现；预计在经历 2023 年的产量低谷后，2024 年造箱和租箱均有望迎来价格和需求的提升。**集装箱造箱和租箱重点关注中远海发。**

6. 风险提示

红海危机快速解除：当前集运行业高景气度的重要支撑之一是红海危机导致的班轮公司绕航，进而稀释有效运力，导致供给偏紧。一旦红海危机解除，班轮公司大规模恢复苏伊士运河航行，即期有效运力明显释放，叠加行业新船交付，将重新回归供给过剩和传统供需分析框架，运价将承压下滑。

海外需求不及预期：集装箱运输对应的是出口需求，回程装载率极低，出口需求及装载率是影响班轮公司盈利的关键。当前美国库存数据变现显示其具有补库迹象，但如果海外经济衰退，这一需求假设不成立，集运需求承压，供需关系面临再次失衡风险。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034