

## 航运港口

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 从 CCFI 走势看集运行业的过去、现在与未来

#### 前言：集运链接全球贸易，多重因素影响运价

全球超过 80% 的贸易量（以重量计）和超过 70% 的贸易额是通过海运完成。集装箱主要运输纺织服装、电子产品、家具、机电设备等工业产成品。集运运价分析框架，从供需基本面出发，但需考虑意外冲击对于供需关系的影响。CCFI（全称为中国出口集装箱运价指数）是反映集运市场走势的“晴雨表”。从 CCFI 走势看，2002-2019 年，CCFI 基本在 600-1400 区间波动；2020 年后，受各种黑天鹅事件引发的意外冲击影响，CCFI 出现大幅波动。

#### 过去：供需主导运价变动，头部公司份额集中

供需差是运价变动主因。2002-2008 年，出口旺盛带动 CCFI 上行；2009-2012 年，CCFI 波动上行；2012-2016 年，出口增速见顶，CCFI 逐年下行，全球集运行业迎来寒冬；2017-2019 年，供需基本面改善，CCFI 艰难回升。下行周期加速行业整合。为了应对行业萧条期，班轮公司整合频频发生。2012-2017 年，CR4、CR10 分别从 42%、64% 提高到 51%、74%；2019 年，CR4、CR10 分别达到 57%、83%。航运联盟在行业格局集中过程中发挥重要力量。

#### 现在、未来：供给依然大于需求，需重视意外冲击

意外冲击放大运价弹性。复盘 2020 年后的 CCFI 走势，需求的恢复依然是运价抬升的初始催化剂，但由于疫情、堵港、地缘冲突等黑天鹅事件，意外冲击造成的供给紧张很大程度上放大运价弹性。2024-2026 年，供给增速略大于需求增速，但需要重视可能发生的意外冲击对于供需关系的逆转。需求方面，预测 2024-2027 年全球集装箱贸易量复合增长率为 3.4%；供给方面，测算 2024-2026 年运力新增规模（交付-拆解）年复合增长率 5.7%。

#### 投资建议：关注供需阶段性改善下的集运投资机会

建议关注中短期内，供需阶段性改善和价格竞争缓和趋势下的集运行业投资机会。集运行业需从全球贸易周期和行业生命周期角度，选择全球经济上行和行业产能紧缺阶段投资。但随着近年来黑天鹅事件的频发，意外冲击造成的供给阶段性紧张扭转了供需关系，使得长周期视角下的供大于求转变为短时间的供不应求，由此带来运价的超预期上涨。同时，航运联盟、行业格局发生的重大变化，或有助于缓和产能过剩情况下的价格竞争。

**风险提示：**全球经济复苏不及预期；红海局势缓和，结束绕行后的运力大规模回归；新船运力投放速度超预期。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：李蔚

执业证书编号：S0590522120002

邮箱：liwyj@glsc.com.cn

联系人：李天琛

邮箱：litch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《航运港口：内贸化学品水运行业初探：供需格局向好，龙头份额提升》2024.06.02
- 《航运港口：当前红海局势对航运影响几何》2024.01.10

## 正文目录

1. 前言：集运链接全球贸易，多重因素影响运价	3
1.1 全球 80%以上贸易通过海运完成	3
1.2 CCFI 是集运市场的“晴雨表”	4
2. 过去：供需主导运价变动，头部公司份额集中	4
2.1 供需差是运价变动主因	4
2.2 下行周期加速行业整合	5
3. 现在、未来：供给依然大于需求，需重视意外冲击	6
3.1 意外冲击放大运价弹性	6
3.2 中期视角供给大于需求	8
4. 投资建议：关注供需阶段性改善下的集运投资机会	9
5. 风险提示	11

## 图表目录

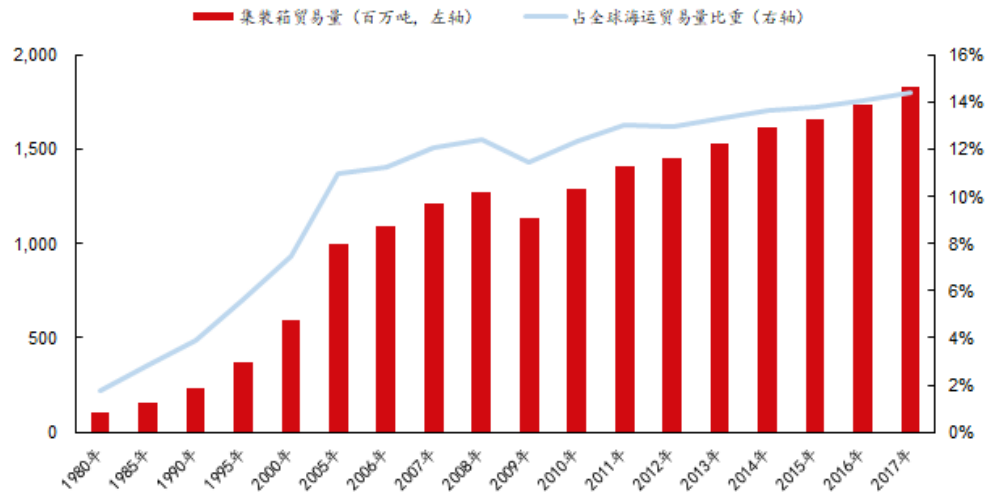
图表 1：1980-2017 年集装箱运输贸易量（以重量计）及占全球海运贸易量比重	3
图表 2：集运运价分析框架	3
图表 3：2002-2023 年 CCFI 年度均值	4
图表 4：2002-2019 年 CCFI 与出口总额比较	5
图表 5：2003-2019 年 CCFI 同比变动与出口增速比较	5
图表 6：2003-2019 年 CCFI 同比变动与运力增速比较	5
图表 7：2003-2019 年 CCFI 同比变动与供需差比较	5
图表 8：2012-2019 年全球集运行业集中度（运力口径）及收并购活动	6
图表 9：2017 年全球集运三大联盟成立	6
图表 10：三大集装箱航运联盟在主要东西贸易航线所占市场份额（运力口径）	6
图表 11：2020-2024 年 CCFI 与 SCFI 月度走势复盘	7
图表 12：1987-2023 年全球集装箱船平均规模	8
图表 13：1 万+TEU 集装箱船占总船队规模比重	8
图表 14：2020-2024 年 5 月 CCFI 与班轮综合到港服务准班率比较	8
图表 15：2023-2027 年全球集运需求预测	9
图表 16：2016-2026 年集运市场运力交付情况	9
图表 17：2016-2026 年集运市场运力拆解情况	9
图表 18：2025 年航运联盟预计变化情况	10
图表 19：马士基综合物流解决方案	10
图表 20：2014-2023 年地中海航运和马士基运力规模（万 TEU）变化	11
图表 21：全球前 10 大集装箱班轮公司现有+订单运力规模（万 TEU）	11

## 1. 前言：集运链接全球贸易，多重因素影响运价

### 1.1 全球 80%以上贸易通过海运完成

全球超过 80%的贸易量（以重量计）和超过 70%的贸易额是通过海运完成。集装箱主要运输纺织服装、电子产品、家具、机电设备等工业产成品，占海运贸易量的 14%。

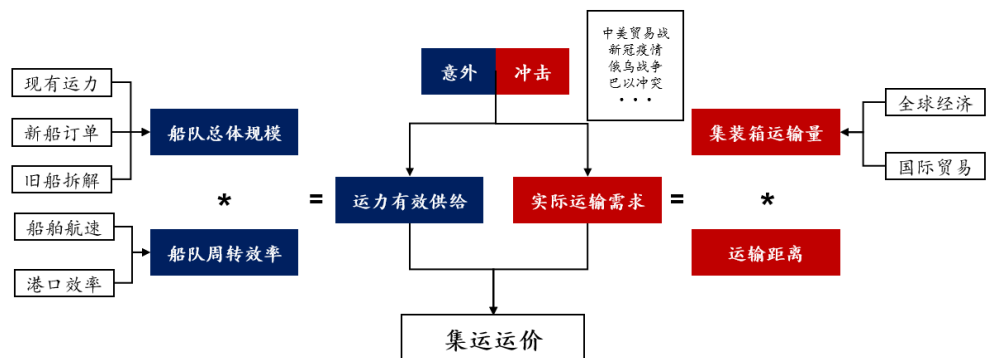
图表1：1980-2017年集装箱运输贸易量（以重量计）及占全球海运贸易量比重



资料来源：UNCTAD，国联证券研究所

集运运价分析框架，首先从供需基本面出发，但需重视日益频发的意外冲击对于供需关系的影响。集运需求主要是由运输量和运距决定，其中运输量和全球经济发展、国际贸易情况息息相关；运力供给方面重点在于有效供给，主要由船队规模和周转效率决定，其中船队规模增长取决于新船交付和旧船拆解的情况，船队周转效率受航速和港口效率影响较大。此外，受逆全球化影响，贸易摩擦和地缘冲突日益增多，由此产生的意外冲击对于供需关系的影响逐渐增加，进一步加大了运价的波动程度。

图表2：集运运价分析框架



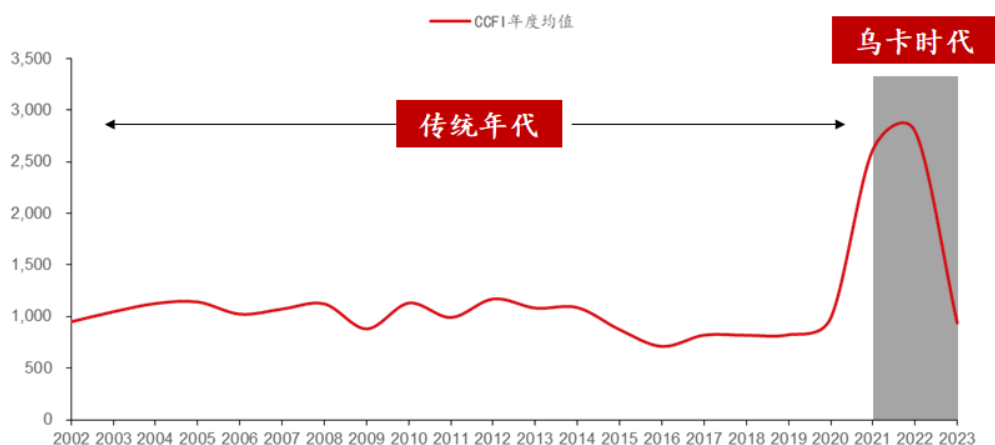
资料来源：国联证券研究所整理

## 1.2 CCFI 是集运市场的“晴雨表”

CCFI 全称为中国出口集装箱运价指数，于 1998 年 4 月 13 日首次发布，是反映集运市场走势的“晴雨表”，逐渐成为继波罗的海干散货运价指数之后的世界第二大运价指数，被联合国贸发会（UNCTAD）海运年报作为权威数据引用。

2002-2019 年，CCFI 基本在 600-1400 区间波动；2020 年后，受各种黑天鹅事件引发的意外冲击影响，CCFI 出现大起大落。因此后文为了更好地从图表中观察 CCFI 变化趋势，我们以 2019 年为界，将 CCFI 划分为 2 个区间：2002-2019 年过去的“传统年代”；2020-2023 年的“乌卡时代”<sup>1</sup>。

图表3：2002-2023 年 CCFI 年度均值



资料来源：上海航运交易所，Wind，国联证券研究所

## 2. 过去：供需主导运价变动，头部公司份额集中

### 2.1 供需差是运价变动主因

2002-2008 年，出口需求旺盛带动 CCFI 上行。2003-2008 年，中国出口年平均增速为 28.1%，出口需求的高速增长甚至消化了 2005-2008 年间运力的大量投放（运力年均增速 11.7%）带来的影响，因此期间 CCFI 总体保持上行。

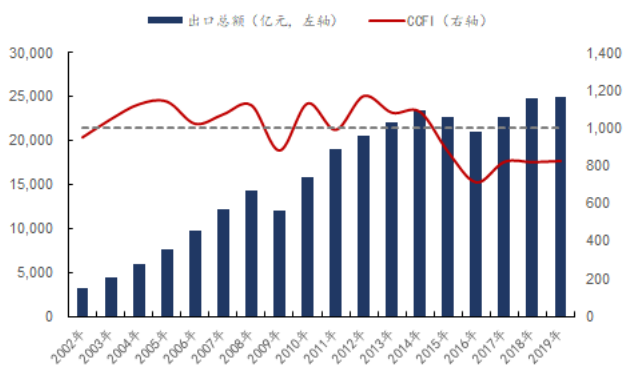
2009-2012 年，CCFI 波动上行。2009 年金融危机后，CCFI 随着出口需求恢复而短暂反弹，但随着 2011 年中国出口增速见顶后，CCFI 在 2012 年 Q2 达到顶点。

2012-2016 年，出口增速见顶，CCFI 逐年下行，全球集运行业迎来寒冬。2012 年后，中国出口增速逐步降低，甚至在 2015 年转为负增长，由此导致 CCFI 在 2012-2016 年期间逐步走低，2016 年达到历史最低点 711。

<sup>1</sup> “乌卡时代”（VUCA）意为一个充满易变性（Volatility）、不确定性（Uncertainty）、复杂性（Complexity）和模糊性（Ambiguity）的环境。

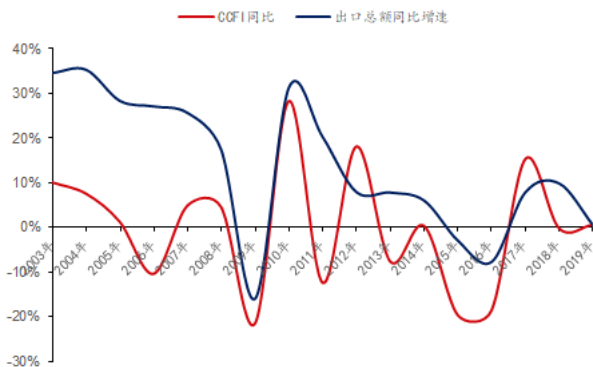
2017-2019年,供需基本面改善,CCFI 艰难回升。随着运力供给增速的降低(2012-2015年运力供给年均增速为6.3%,2016-2019年运力供给年均增速为4.8%,下降2.5pcts),叠加出口增速同比回升,供需差逐步收窄甚至转负,CCFI在2017年回升到800点以上,但是依然在1000点以下。

图表4: 2002-2019年 CCFI 与出口总额比较



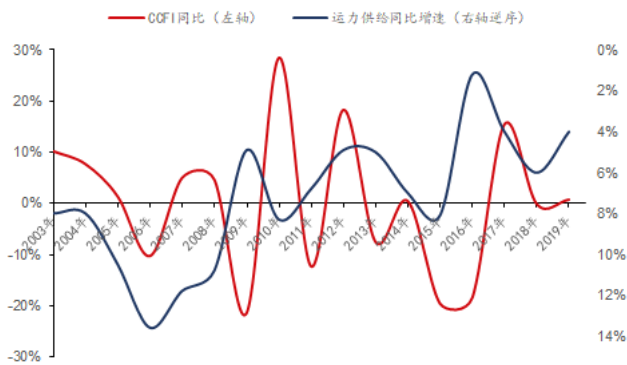
资料来源:海关总署,上海航运交易所, Wind, 国联证券研究所

图表5: 2003-2019年 CCFI 同比变动与出口增速比较



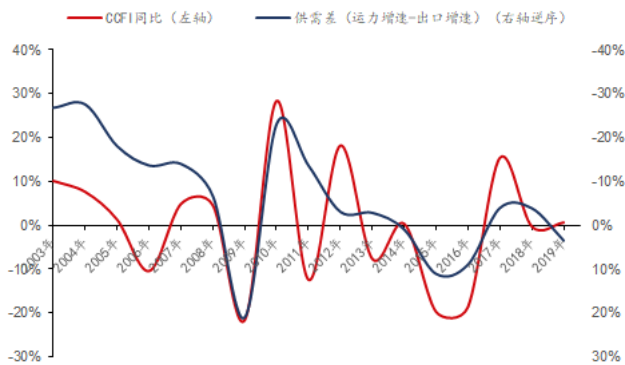
资料来源:上海航运交易所, Wind, 国联证券研究所

图表6: 2003-2019年 CCFI 同比变动与运力增速比较



资料来源:UNCTAD,上海航运交易所, Wind, 国联证券研究所

图表7: 2003-2019年 CCFI 同比变动与供需差比较



资料来源:UNCTAD,上海航运交易所, Wind, 国联证券研究所

## 2.2 下行周期加速行业整合

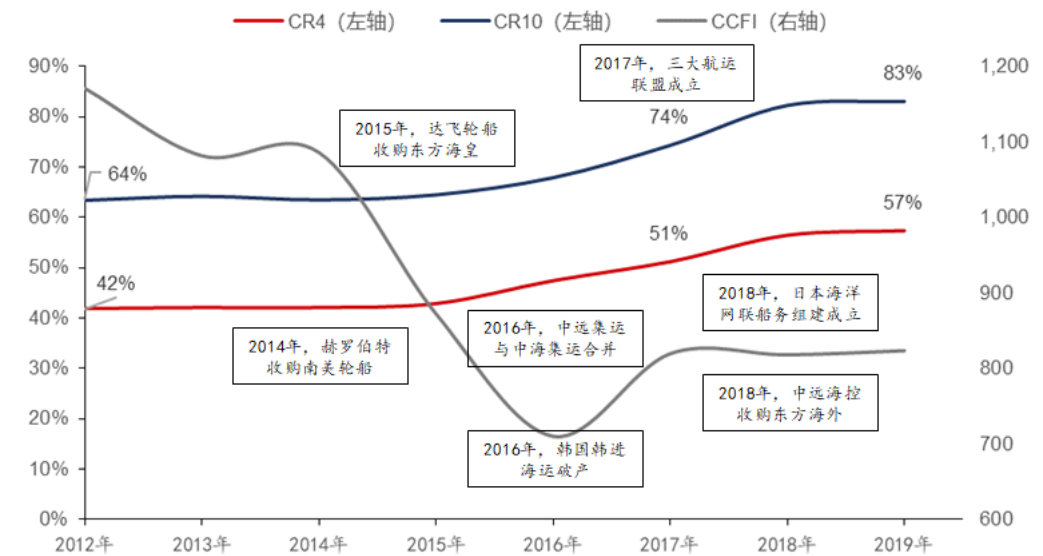
为了应对行业萧条期,班轮公司整合频频发生,行业集中度不断提高。2012-2017年,CR4、CR10分别从42%、64%提高到51%、74%;2019年,经过2018年的进一步兼并收购整合后,CR4、CR10分别达到57%、83%,行业集中度进一步提高。

航运联盟在集运行业格局集中的过程中也发挥了重要力量。2017年,全球主要的航运联盟进行了重组,形成了三大联盟,即2M联盟、海洋联盟和TIE联盟。其中,2M联盟包括马士基和地中海航运;海洋联盟包括中远集团(含东方海外)、达飞轮船



以及长荣海运；THE 联盟包括日本海洋网联船务公司、阳明海运、赫伯罗特和现代商船。“三大联盟在东西主要航线贸易航线上的运力份额达 93%左右”。(UNCTAN 2017)

图表8：2012-2019 年全球集运行业集中度（运力口径）及收并购活动



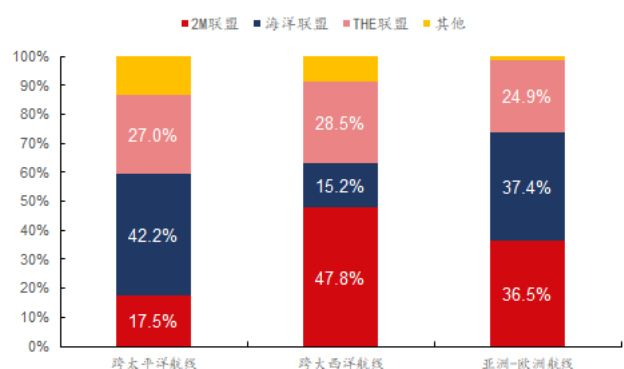
资料来源：UNCTAD, Alphaliner, 国联证券研究所

图表9：2017 年全球集运三大联盟成立



资料来源：国联证券研究所整理

图表10：三大集装箱航运联盟在主要东西贸易航线所占市场份额（运力口径）



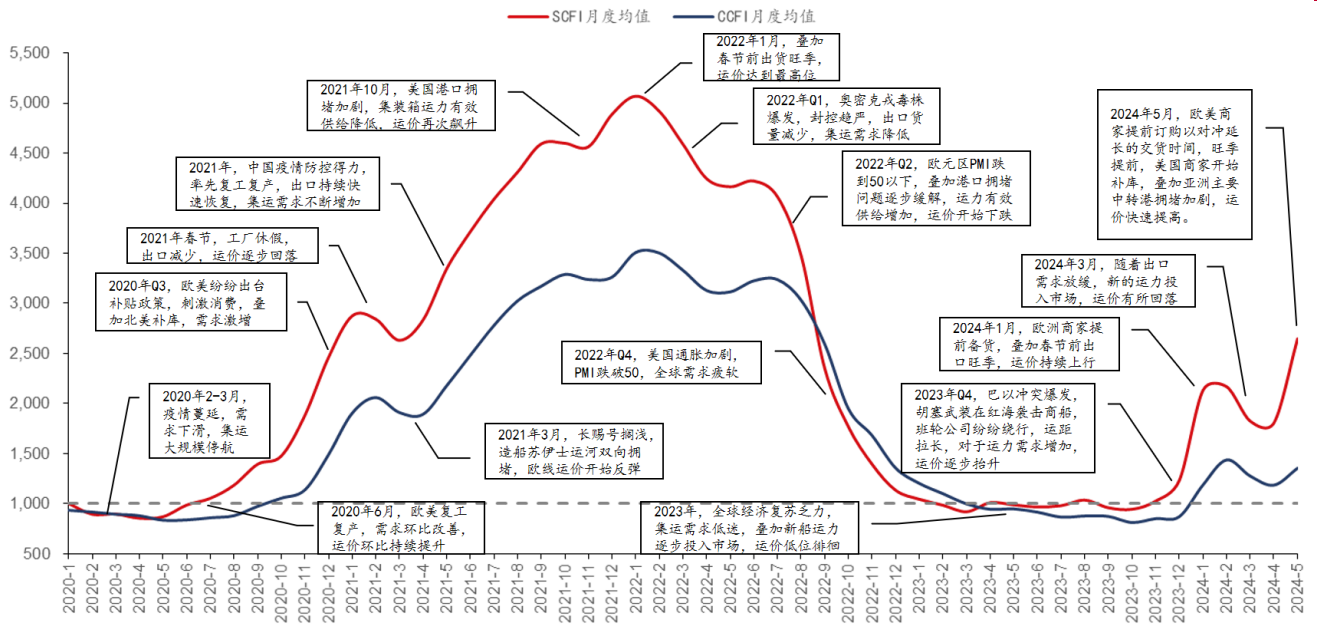
资料来源：UNCTAD, 国联证券研究所  
注：根据 MDSTransmodal 公司 2019 年 2 月集装箱船数据库数据计算

### 3. 现在、未来：供给依然大于需求，需重视意外冲击

#### 3.1 意外冲击放大运价弹性

复盘 2020-2024 年 5 月的 CCFI&SCFI 走势，我们发现：需求的恢复依然是运价抬升的初始催化剂，但是随着疫情、堵港、地缘冲突等越来越多的黑天鹅事件的发生，意外冲击造成的供给紧张很大程度上放大了运价的弹性。

图表11：2020-2024年 CCFI 与 SCFI 月度走势复盘

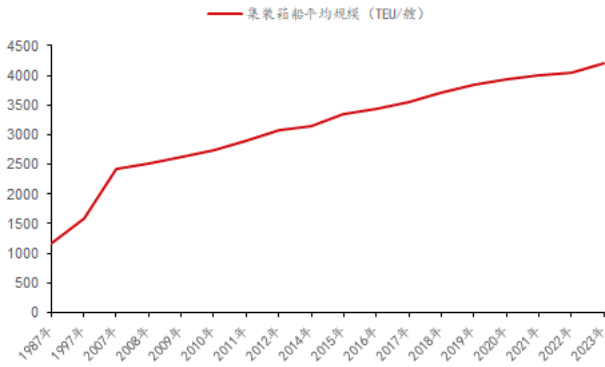


资料来源：上海航运交易所，Wind，国联证券研究所

船舶的大型化对全球集运系统的供给侧带来诸多挑战，加剧了意外冲击造成的有效供给损失。为了满足大型集装箱船对于装载率的高要求，需要增加靠泊次数，中转港的增加意味着如果其中一个港口出现拥堵，就会影响后续到港时间，进而影响整个航线的稳定性。同时，船舶大型化对全球航运河道、港口基础设施以及集疏港物流造成更大压力。2021年3月发生的长赐号苏伊士运河搁浅和2024年5月以来发生的新加坡港拥堵事件就是相应影响的结果。

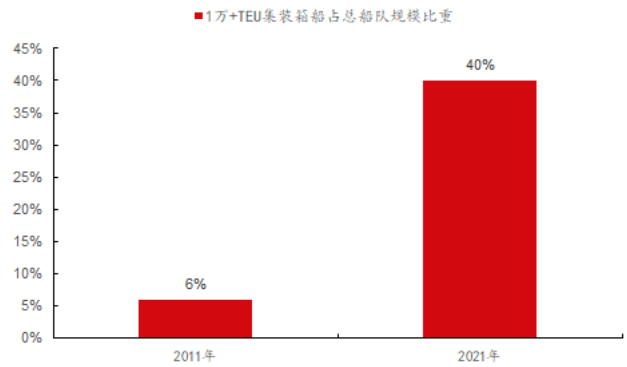
船舶大型化在进入21世纪后出现加速趋势。1987-1997年集装箱船平均规模由1,155增加到1,581TEU/艘，同比+37%；而到了2007、2017年集装箱船平均规模分别达到2,417、3,554TEU/艘，同比分别+53%、+47%；2023年，集装箱船平均规模突破4,000TEU/艘，达到4,205TEU/艘。2011-2021年，1万+TEU集装箱船占全球集装箱总船队规模比重由6%上升到接近40%。

图表12: 1987-2023 年全球集装箱船平均规模



资料来源: UNCTAD, Alphaliner, 国联证券研究所绘制

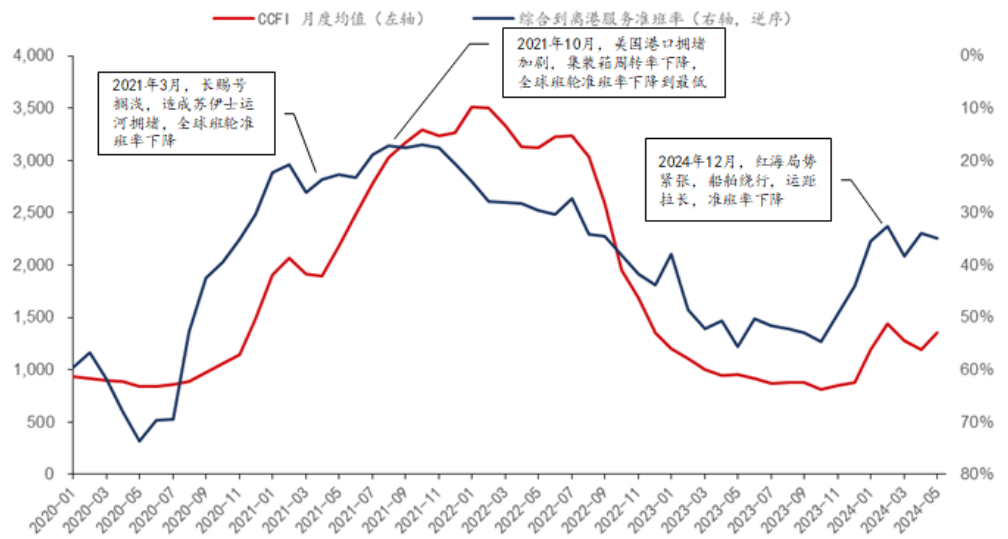
图表13: 1万+TEU 集装箱船占总船队规模比重



资料来源: UNCTAD, 国联证券研究所  
注: 根据 MDSTransmodal 公司 2019 年 2 月集装箱船数据库数据计算

面对逆全球化背景下, 日益频发的意外事件对于供给侧的冲击, 我们需要从全球供应链的视角动态审视全球集运系统发生的变化。我们比较 2020-2024 年 5 月集装箱班轮综合到离港服务准班率和 CCFI, 发现二者相关度较高, 且呈负相关关系。准班率的不断走低, 意味着全球供应链的扰动愈发严重, 从一定程度上反映运力有效供给的受影响程度。同时, 准班率变动趋势早于运价变动趋势, 或可作为前瞻指标。

图表14: 2020-2024 年 5 月 CCFI 与班轮综合到港服务准班率比较



资料来源: 上海航运交易所, Wind, 国联证券研究所整理

### 3.2 中期视角供给大于需求

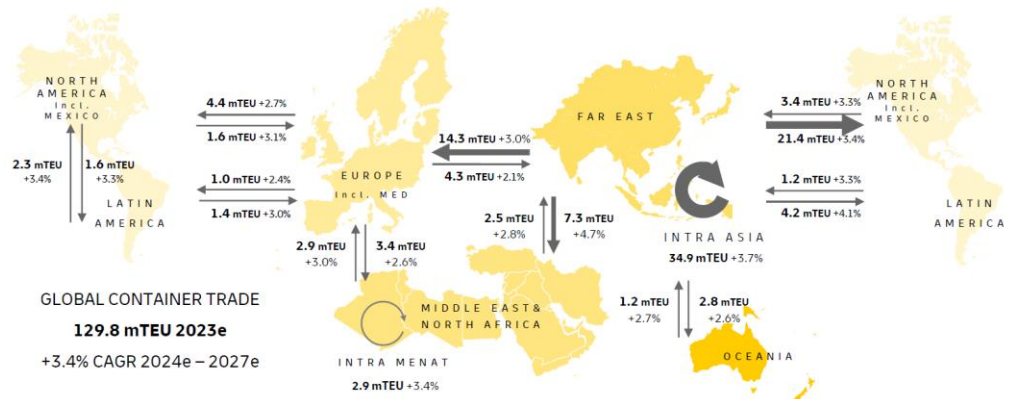
2024-2026 年供给增速略大于需求增速, 但需要重视可能发生的意外冲击对于供需关系的逆转。需求方面, 根据 DHL 援引 Accenture Cargo 的数据, 2023 年全球集装箱贸易量将达到 129.8 百万 TEU, 预测 2024-2027 年复合增长率为 3.4%, 即到 2027



年全球集装箱贸易量将达到 148.4 万 TEU。

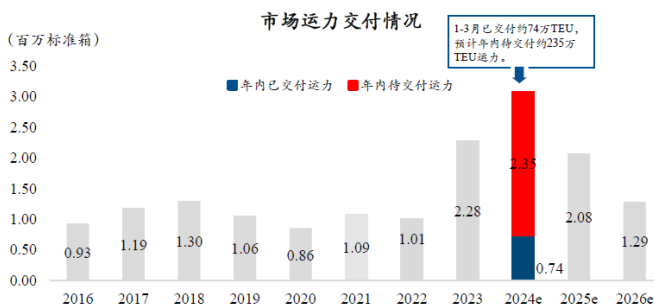
供给方面，根据 Alphaliner 数据，截至 2023 年底，全球集装箱运力 28.5 百万 TEU。结合中远海控业绩推介材料，测算 2024-2026 年运力新增规模（交付-拆解）分别为 2.71、1.63、0.84 百万 TEU，同比分别+9.5%、+5.2%、+2.8%，年复合增长率 5.7%。

图表 15：2023-2027 年全球集运需求预测



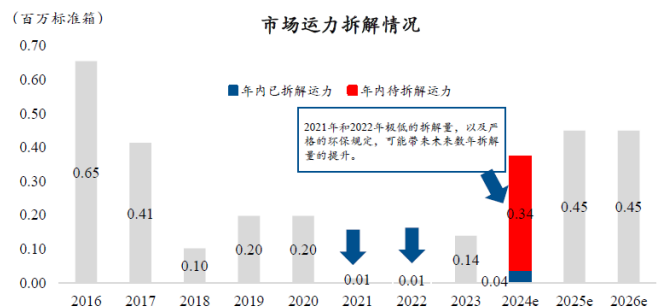
资料来源：DHL, Accenture Cargo, 国联证券研究所

图表 16：2016-2026 年集运市场运力交付情况



资料来源：中远海控业绩推介材料，国联证券研究所

图表 17：2016-2026 年集运市场运力拆解情况



资料来源：中远海控业绩推介材料，国联证券研究所

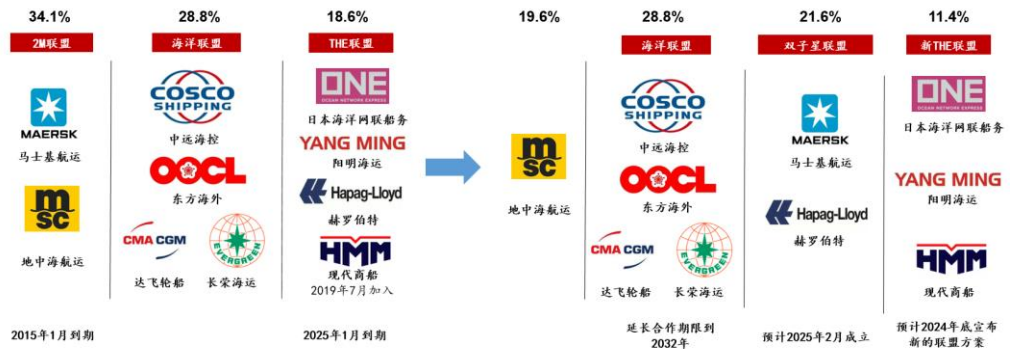
#### 4. 投资建议：关注供需阶段性改善下的集运投资机会

集运行业需从全球贸易周期和行业生命周期角度，选择全球经济上行和行业产能紧缺阶段投资。但随着近年来黑天鹅事件的频发，意外冲击造成的供给阶段性紧张扭转了供需关系，使得长周期视角下的供大于求转变为短时间的供不应求，由此带来运价的超预期上涨。

航运联盟、行业格局发生的重大变化，或有助于缓和产能过剩情况下的价格竞争。自 2017 年建立的 3 大航运联盟，将在 2024 年后发生重大变化。运力规模最大的 2M 联盟中，马士基和 MSC 将在 2025 年 1 月协议到期后停止合作。其中，马士基

自 2025 年 2 月起，将与赫伯特开展名为“双子星”的长期运营协作计划。这也意味着，赫伯特将在 2025 年 1 月后退出 THE 联盟。而海洋联盟则选择将联盟期限延长至 2032 年；因此预计在 2025 年，海洋联盟或成为全球运力规模最大的集运联盟。

图表 18：2025 年航运联盟预计变化情况

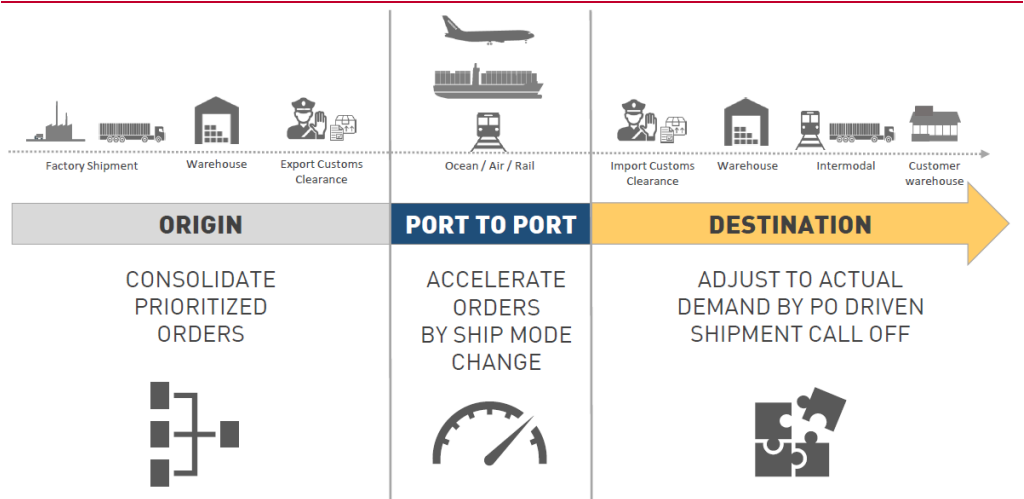


资料来源：Alphaliner，国联证券研究所整理 注：运力占比测算截至 2024 年 5 月 31 日

我们认为，联盟和行业格局重大变化的背后代表着各家船公司对于未来发展战略方向选择的差异。目前班轮公司纷纷通过一体化提升为客户提供差异化服务的能力，避免通过传统的低价竞争方式获取货量，但各家的战略选择也各有不同。

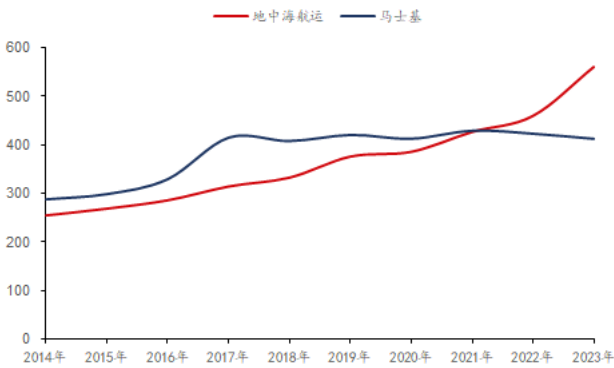
以马士基为代表地公司选择纵向一体化，收购货代、物流甚至空运公司，“由海洋走向陆地，由集运走向物流”，打造以集运为核心的综合物流集团。而以 MSC 地中海航运为代表地公司则选择横向一体化，通过收购南美、非洲地区的企业，补齐在新兴市场的运输网络。目前，MSC 掌控超过 580 万 TEU 的运力，还拥有 126 万 TEU 的订单运力，运力规模总计超过 710 万标箱，成为世界第一集装箱班轮公司。

图表 19：马士基综合物流解决方案



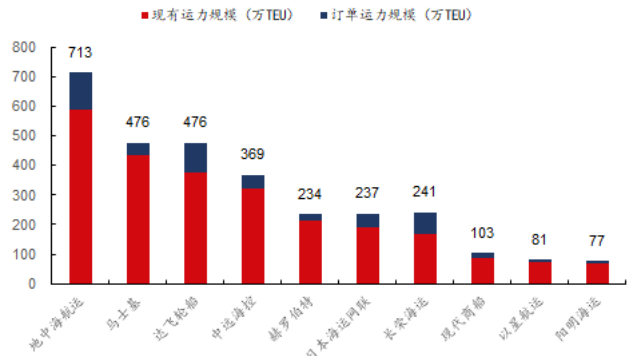
资料来源：马士基业绩推介材料，国联证券研究所

图表20: 2014-2023 年地中海航运和马士基运力规模 (万 TEU) 变化



资料来源: Alphaliner, 国联证券研究所

图表21: 全球前 10 大集装箱班轮公司现有+订单运力规模 (万 TEU)



资料来源: Alphaliner, 国联证券研究所 注: 运力规模数据截至 2024 年 6 月 14 日

综上所述, 建议关注中短期内, 由于意外冲击导致的供需阶段性改善和价格竞争缓和趋势下的集运行业投资机会。

## 5. 风险提示

**全球经济复苏不及预期。**全球经济复苏的疲弱将导致国际贸易需求降低, 进而影响全球集运市场的景气度, 从而对集装箱班轮公司造成不利影响。

**红海局势缓和, 结束绕行后的运力大规模回归。**红海局势持续紧张导致集装箱班轮公司绕行好望角是导致当前运力紧张的主因。若局势缓和, 大规模运力重新通行苏伊士运河, 将导致供需格局重回供大于求局面, 对于运价造成下行压力。

**新船运力投放速度超预期。**若集装箱班轮公司为尽快弥补运力缺口而加速运力投放, 可能导致紧张的供需关系改善, 或导致运价下降。

### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼