

2025年01月13日

中远海控(601919.SH)

投资评级：增持（首次）

——全球集运龙头分红稳定，格局集中凸显红利属性

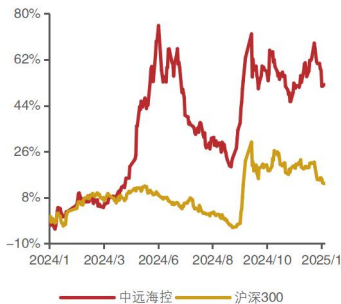
证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年01月13日

收盘价(元)	14.19
一年内最高/最低(元)	17.58/9.25
总市值(百万元)	226,484.13
流通市值(百万元)	226,484.13
总股本(百万股)	15,960.83
资产负债率(%)	44.53
每股净资产(元/股)	13.95

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **全球集运龙头，全链条物流模式发展，分红派息政策稳定。**自2005年成立以来，公司经历中海集团、东方海外的两次重组并购，形成以集装箱业务为主，纵向延伸港口物流的经营模式。目前，公司集运业务全球领先，运力份额稳居世界第一梯队，盈利能力超过海外龙头马士基。2022-2024H1，公司持续分红50%，累计派发股利近900亿元。公司经营活动产生的现金流量净额同步上涨，为公司持续现金分红回报投资人，以及数字智能与绿色低碳转型，提升核心竞争力奠定了坚实的基础。
- **红海持续绕行需求持续复苏，船司运价纪律性支撑运价处于盈利空间，预计公司2025年利润或仍可观。**红海绕行事件导致集运市场供需结构发生显著变化，推动运价大幅上涨。中东局势的持续紧张让红海绕行局面难以在短期结束，尽管2024-2025年新船交付量可观，但新船交付的放缓和需求的可观增速预计将支撑运价。集运行业的船舶大型化和联盟化趋势继续发展，行业集中度持续提高，使得船司在市场中拥有更强的议价能力。此外，环保法规的加强对航运成本的影响、供应链的脆弱性对运价的扰动仍将是影响集运基本面的重要因素。因此，尽管面临大量新船交付的挑战，但在红海绕行、需求复苏和行业集中度提高的背景下，预计集运市场运价将维持高于2023年水平，预计公司2025年利润或仍可观。
- **盈利预测与评级：**中远海控作为集装箱海运龙头，拥有优良的管理能力，在红海绕航持续的背景下，我们预计公司2024-2026年分别实现归母净利润分别为490.82、266.72、215.36亿元，同比增速分别为105.71%、-45.66%、-19.26%，当前股价对应的PE分别为4.61/8.49/10.52倍；首次覆盖，鉴于红海绕航持续，公司作为集运龙头，在周期磨底期仍能维持可观盈利，地缘局势的不稳定或将提供额外弹性，给予“增持”评级。
- **风险提示。**红海绕行结束；行业价格战风险；公司分红不及预期；汇率波动风险；地缘政治风险

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	391,058	175,448	242,004	198,030	188,055
同比增长率(%)	17.19%	-55.14%	37.94%	-18.17%	-5.04%
归母净利润(百万元)	109,595	23,860	49,082	26,672	21,536
同比增长率(%)	22.73%	-78.23%	105.71%	-45.66%	-19.26%
每股收益(元/股)	6.87	1.49	3.08	1.67	1.35
ROE(%)	54.69%	12.17%	22.24%	11.40%	8.80%
市盈率(P/E)	2.07	9.49	4.61	8.49	10.52

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

中远海控作为集装箱海运龙头,拥有优良的管理能力,在红海绕航持续的背景下,我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润分别为 490.82、266.72、215.36 亿元,同比增速分别为 105.71%、-45.66%、-19.26%,当前股价对应的 PE 分别为 4.61/8.49/10.52 倍;首次覆盖,鉴于红海绕航持续,公司作为集运龙头,在周期磨底期仍能维持可观盈利,地缘局势的不稳定或将提供额外弹性,给予“增持”评级。

关键假设

1. 集装箱航运及相关业务:预计 2025-26 年集运运价调整导致收入利润有所下滑,我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 2338.97/1897.14/1791.65 亿元,同比 39.12%/-18.89%/-5.56%;
2. 集装箱码头及相关业务:预计收入利润稳定增长,我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 112.28 /114.52 /120.25 亿元,同比 8.00%/2.00%/5.00%;
3. 内部抵销:我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为-31.20/-31.36 /-31.36 亿元,同比 1.50%/0.50%/0.00%。

投资逻辑要点

中远海控作为全球集运龙头,其优良的管理能力加上行业高集中度,使得公司不仅在红海事件刺激下获得可观收益,也能在周期磨底期仍能维持不错的盈利能力。如果 2024 年度分红比例仍为 50%,预计 2024 年度公司分红将达 245 亿元,股息率 10.84%。目前,中东局势仍未稳定,在红海绕航持续的背景下,盈利预期良好,地缘局势的不稳定或将提供额外弹性,给予“增持”评级。

核心风险提示

红海绕行结束;行业价格战风险;公司分红不及预期;汇率波动风险;地缘政治风险

内容目录

1. 注重绿色智能发展的全球集运龙头	6
1.1. 全球集运龙头	6
1.2. 积极顺应绿色低碳，智能航运新趋势	10
2. 红海事件对冲交付潮，行业格局托底运价	11
2.1. 集运市场概览	11
2.2. 集运市场供给需求展望	13
2.3. 集运竞争格局分析	15
2.4. 集运市场展望	20
3. 盈利预测与评级	22
3.1. 核心假设	22
3.2. 盈利预测投资建议	23
4. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 中远海控历史沿革.....	6
图表 2: 公司股权结构.....	7
图表 3: 公司运力在 2018 年收购东方海外后较为稳定.....	7
图表 4: 至 2024 年 12 月, 公司运力规模排序稳居行业前四.....	7
图表 5: 集装箱贡献的营业收入超九成 (亿元).....	8
图表 6: 公司毛利主要来源于集装箱业务 (亿元).....	8
图表 7: 公司核心业务盈利能力在 2024 年上半年超过海外龙头马士基 (按照人民币兑美元平均汇率计算).....	9
图表 8: 资产负债率逐步下降.....	9
图表 9: 公司 2022-24H1 年持续分红约 50%.....	9
图表 10: 未分配利润保持稳定, 财务状况良好.....	10
图表 11: 公司现金流量净额充裕, 盈利能力良好.....	10
图表 12: 公司颁发了首个基于 GSBN 区块链验证的 Hi-ECO 绿色航运证书.....	11
图表 13: 集运行业产业链较长.....	12
图表 14: 集运市场具有一定的周期性.....	12
图表 15: 集装箱化渗透率在 2008 年后增速明显放缓, 集运行业从成长期转入成熟期.....	13
图表 16: 红海绕行对冲 2024 年大量新船交付, 但 2025 年供给端仍有压力.....	13
图表 17: 预计 2024 年交付高峰过后, 新船交付量将略有回落.....	14
图表 18: 受红海局势影响, 集运船司选择绕行好望角.....	15
图表 19: 红海危机后, 集装箱船大量绕行导致亚丁湾通行量大幅下降.....	15
图表 20: 集运欧线运价猛增, 带动其他航线运价大幅增长, 并维持高位震荡.....	15
图表 21: 船舶老龄化集中在中小型船舶, 新订单集中在 12k TEU 以上的大型船舶.....	16
图表 22: 未来各个船型的订单量 (万 TEU).....	16
图表 23: 联盟化演变进程.....	17
图表 24: MSC “单飞” 后的合作战略.....	18
图表 25: 旧联盟格局三足鼎立 (截至 24 年 12 月).....	18
图表 26: 集运联盟洗牌形成新竞争格局 (截至 24 年 12 月).....	18
图表 27: 集中度提升到较高位置 (截至 2024 年 12 月).....	19
图表 28: 班轮公司的格局逐渐稳固 (截至 2024 年 12 月).....	19

图表 29: 集装箱航运公司现金充足 (按照美元与对应货币年度平均汇率计算)	20
图表 30: 头部船司通过控制实际运力来定运价的能力逐渐成熟	21
图表 31: 未来几年各项环保法规将实施, 船司环保成本不断提升	21
图表 32: 船司运力纪律性、成本增加等因素支撑 2025 年运价	22
图表 33: 公司盈利预测	22

1. 注重绿色智能发展的全球集运龙头

1.1. 全球集运龙头

中远海运控股股份有限公司（中远海控），作为中远海运集团下上市公司之一，专注于集装箱航运与码头运营。公司是中远海运集团航运及码头经营主业上市旗舰企业和资本平台。公司成立于2005年3月3日，2005年6月30日在香港联交所主板成功上市（股票编号：01919.HK），2007年6月26日在上海证券交易所成功上市（股票编号：601919）。

作为中远海运集团的核心成员，中远海控专注于集装箱航运和港口运营。起初，公司以集装箱运输为主要业务，随后拓展至干散货领域。然而，干散货业务的持续亏损促使公司在2015年进行战略调整，通过合并重组，剥离了该业务板块，专注于集装箱航运服务供应链的优化与发展。2018年，公司通过并购东方海外国际，显著提升了其在全球集装箱航运市场的竞争力。2022年，公司转型为以集装箱航运为核心的全球数字化供应链运营和投资平台，致力于技术创新和业务模式的革新。为响应全球航运业日益严格的环保法规，公司于2022、24年多次下单甲醇双燃料集装箱船。

图表 1：中远海控历史沿革



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司控股股东为中国远洋运输有限公司，实际控制人为国资委。截至2024年9月30日，中远海运集团持有公司股份共计43.92%。公司通过全资子公司中远海运集运和子公司东方海外经营集装箱航运业务，通过中远海运港口经营码头业务。

图表 2：公司股权结构

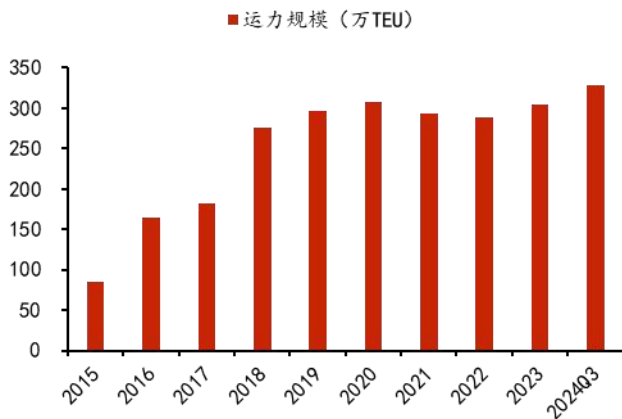


资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司通过横向重组并购、纵向延伸港口物流，集运业务已实现世界领先。公司运力总规模由 2015 年至今整体呈提升趋势，截至 2024 年 12 月，已达到 320 万 TEU，全球运力份额为 10.50%，稳居世界第一梯队。

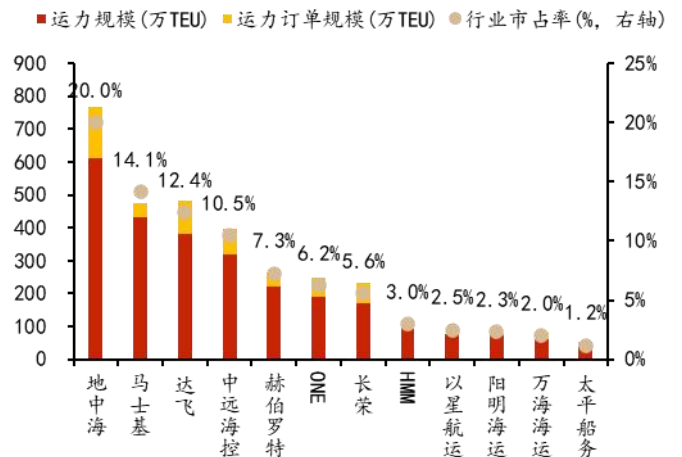
公司旗下中远海运集运、东方海外均是世界领先国际集装箱运输服务商，公司整体的运力规模在全球范围领先。截至 2024 年 9 月 30 日，中远海控制运力规模达到 528 艘/328.0 万标准箱，较年初增加 7.8%，公司运力规模保持在行业第一梯队；平均船龄为 12.8 年，单船平均运力 6212 标准箱，较年初增加 2.5%。

图表 3：公司运力在 2018 年收购东方海外后较为稳定



资料来源：公司公告，克拉克森，华源证券研究所

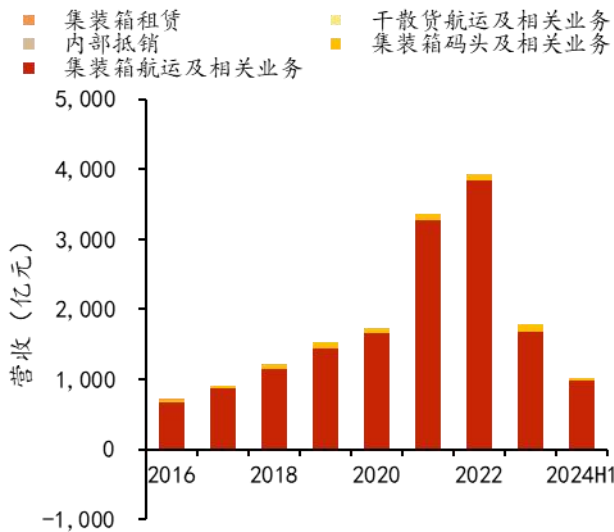
图表 4：至 2024 年 12 月，公司运力规模排序稳居行业前四



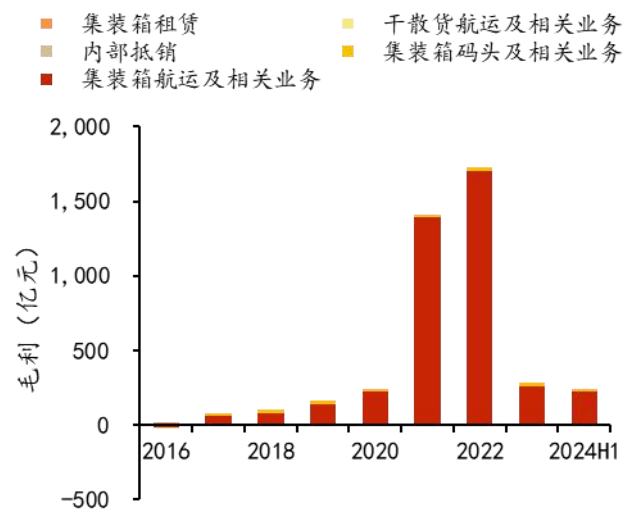
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

经过对中海集团、东方海外的两次重组并购，公司集运业务量显著提升。2016年，中远海控全面接管中海集团的集运业务，重新聚焦于集装箱相关业务。2018年与东方海外的重组，进一步促进了公司在集运市场的运力份额和竞争力。

中远海控的业务主要分为集装箱航运及相关业务与集装箱码头两大类，其中集装箱航运业务贡献了公司96%的营收（2023年）。2016–2022年公司集运业务总收入由665.69亿元增长至3840.36亿元，连续六年实现正增长。在疫情，2023年公司的收入回落至1681.26亿元。2024年上半年，由于红海事件的长期化使集运市场供不应求，公司营收较2023年同期有明显的改善。

图表 5：集装箱贡献的营业收入超九成（亿元）


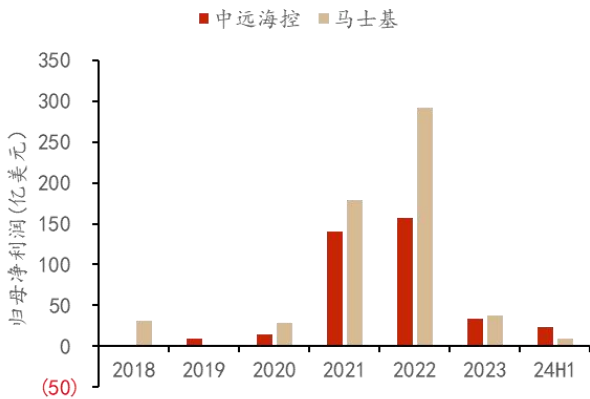
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 6：公司毛利主要来源于集装箱业务（亿元）


资料来源：ifind，华源证券研究所

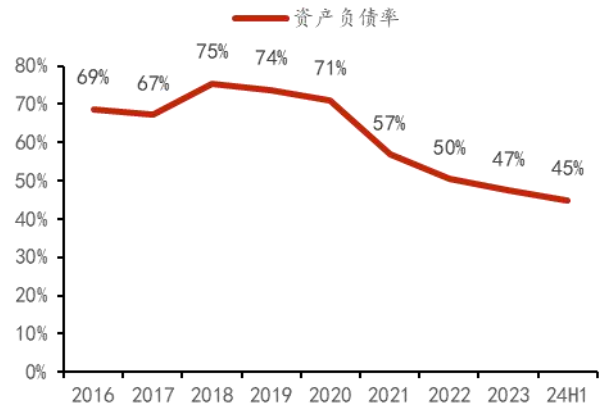
公司在盈利能力上逐渐缩小与海外龙头马士基的差距，并在2024年上半年超越后者。在新冠疫情期间的供应链紊乱的影响下，运价的暴涨带动了公司归母净利润得到了极大的改善，2021年中远海控和海外集运龙头马士基归母净利润分别大涨800%和530%，分别为140.06亿美元、179.42亿美元。从2022年开始，中远海控归母净利润表现与马士基的差距逐渐缩小，并在2024年上半年反超，其归母净利润达到马士基同期的2.43倍。良好的营业收入促进了公司资产负债率的下降，从2016年重组时的69%下降到2024年半年报的45%，公司的财务状况逐步改善。

图表 7: 公司核心业务盈利能力在 2024 年上半年超过海外龙头马士基 (按照人民币兑美元平均汇率计算)



资料来源: ifind, 华源证券研究所

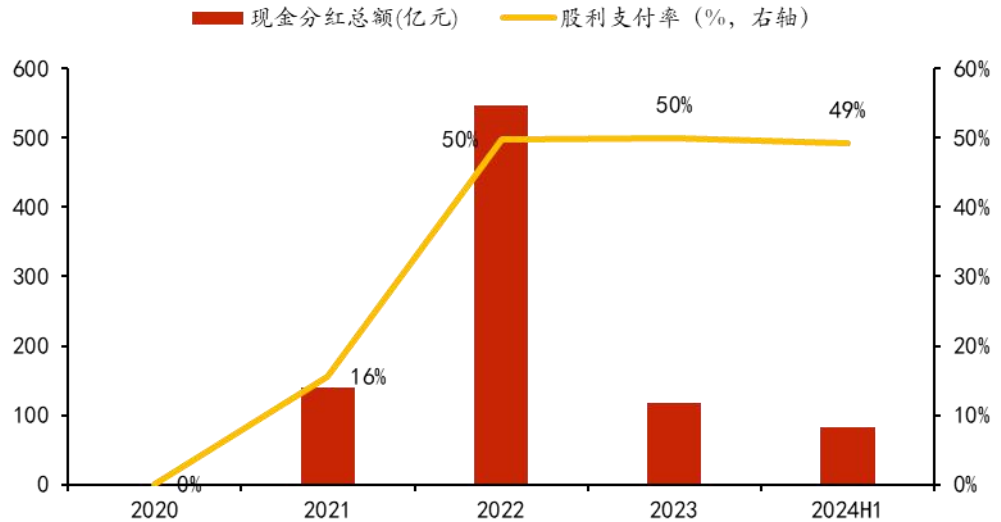
图表 8: 资产负债率逐步下降



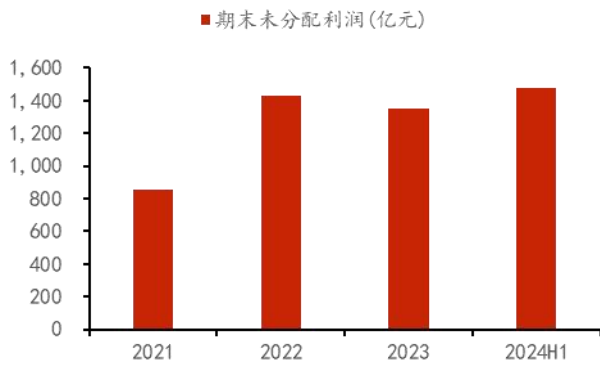
资料来源: ifind, 华源证券研究所

同时, 公司综合考虑盈利水平、股东回报和未来发展需要。公司持续进行大手笔分红, 股利支付率由 2021 年的 16% 攀升至 2022 年的 50%, 2021 年至今累计派发股利近九百亿元。而期末未分配利润保持稳定地小幅增长, 2024 年 H1 公司经营活动产生的现金流量净额达到人民币 226.38 亿元, 为公司数字智能、绿色低碳转型、提升核心竞争力奠定了坚实的基础。

图表 9: 公司 2022-24H1 年持续分红约 50%



资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 10：未分配利润保持稳定，财务状况良好


资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 11：公司现金流量净额充裕，盈利能力良好


资料来源：ifind，华源证券研究所

1.2. 积极顺应绿色低碳，智能航运新趋势

公司通过订造甲醇等新能源船舶，加速船舶绿色技术改造，构建绿色燃料供应链体系的方式，在中长期内加速脱碳进程。2023 年，公司订造了 12 艘 24,000 标准箱甲醇双燃料动力集装箱船舶。2024 年上半年又签署了 8 艘船舶甲醇双燃料动力改造合同，并持续推进船队改建计划、生物燃油试点、绿色燃料供应链建设。8 月 29 日，公司发布公告，向扬州中远海运重工有限公司订造合计 12 艘 14000TEU 拉美极限型高冷插甲醇双燃料动力集装箱船。公司积极研究推动绿色船队结构优化和功能升级，响应全球客户绿色低碳倡议。

公司持续打造安全绿色的港口生态圈。2023 年，公司发出了《推动靠港船舶使用岸电倡议书》，境内控股码头集装箱泊位岸电实现 100%全覆盖，累计接电 4,060 艘次，接电量同比增加 214%。同时，港口大力发展分布式光伏项目，2023 年底实现装机容量总计 10 兆瓦（MW），预计年发电量约 900 万千瓦时（kWh）。2024 年，公司旗下港口板块大力推进分布式太阳能应用、风能应用、绿色智能照明应用，并积极推广岸电常态化使用，1-6 月累计使用岸电同比增长 170%。公司港口持续推进能源创新，为供应链低碳转型蓄足绿色崛起动能。

同时，公司加速推出一系列绿色数字化供应链产品。2023 年，旗下 SynCon Hub 电商平台整合线下全链资源，打造了多个系列各具特色的供应链产品，包括以围绕流向，精准打包为特色的“泰”系列产品；以聚焦行业，专业细分为特色的“恒”系列产品；以做精环节，覆盖全球为特色的“通”系列产品，以及以进口为主打的“鸿运来”系列产品，为千行百业提供更加丰富、更具价值的全程供应链解决方案。2024 年，为满足客户对于气候友好型货运的需求，集团依托 GSBN 区块链平台，向客户颁发了首张 Hi-Eco 绿色航运证书，打造了绿色低碳转型的行业生态示范效应。截至 24 年 H1，公司已累计推出 30 个组合产品，广泛覆盖全球 90 多个国家和地区。众多绿色数字化供应链产品在满足客户日益增长的绿色需求的同时，进一步降低自身绿色转型的成本压力。

图表 12：公司颁发了首个基于 GSBN 区块链验证的 Hi-ECO 绿色航运证书



资料来源：中远海运集运公众号，华源证券研究所

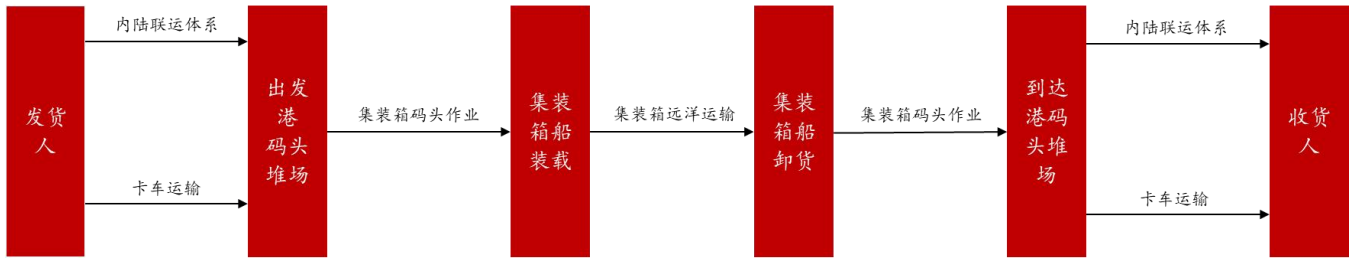
未来，通过持续围绕“集装箱航运+港口+相关物流”一体化全球通道网络进行绿色建设，公司将积极推动供应链生态创新、智能互联生态创新、绿色低碳生态创新，着力以科技创新催生新发展模式、新增长动能，以新质生产力更好赋能高质量发展，从而为客户提供更优质的服务，为股东创造更大的价值。

2. 红海事件对冲交付潮，行业格局托底运价

2.1. 集运市场概览

国际集装箱班轮运输采用定期班轮的运输模式。班轮运输，即定期班轮运输，是指采用固定的船舶，按照公开的船期表，在固定的航线上，挂靠固定的港口，运输货物的一种航运方式。集运运价主要受集运市场供需关系影响，从需求端看，集运的服务对象是工业品制造商和消费者，运输的集装箱运输物品主要有纺织服装、电子产品、家具、机电设备等工业品。世界经济的繁荣萧条决定了集运行业的繁荣萧条。从供给端看，集运运价主要受船舶运力、新造船舶交付、船舶报废、航速航距、装载率等因素影响。供给端影响因素向纵深传导，折射出集运行业船舶大型化、联盟化、行业集中度等深层发展课题。相较于需求端，供给端的影响因素更为复杂多变。

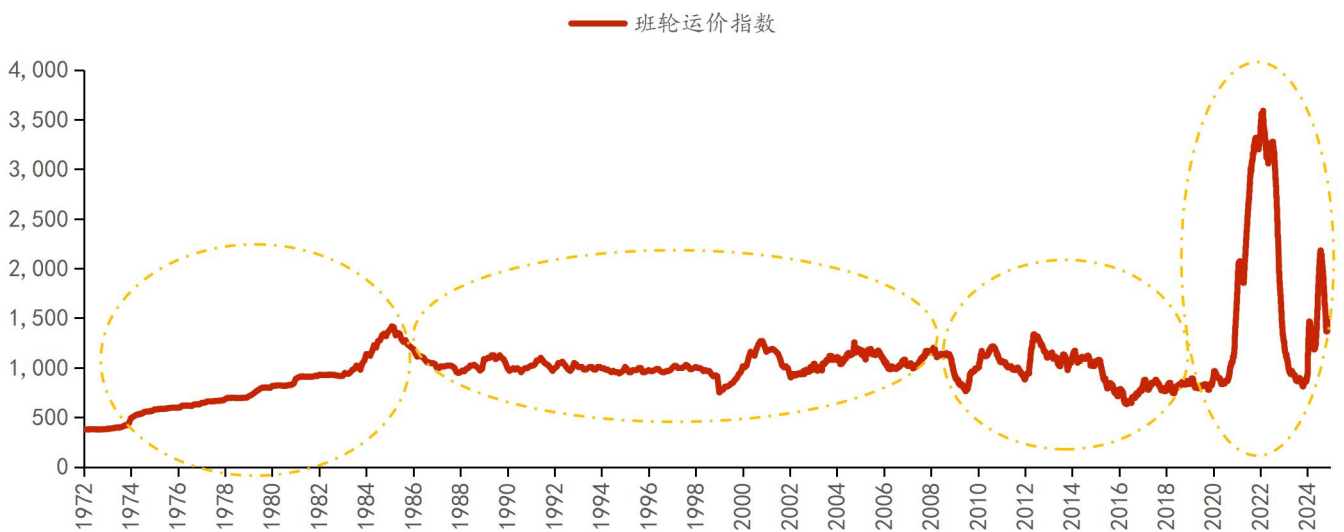
图表 13: 集运行业产业链较长



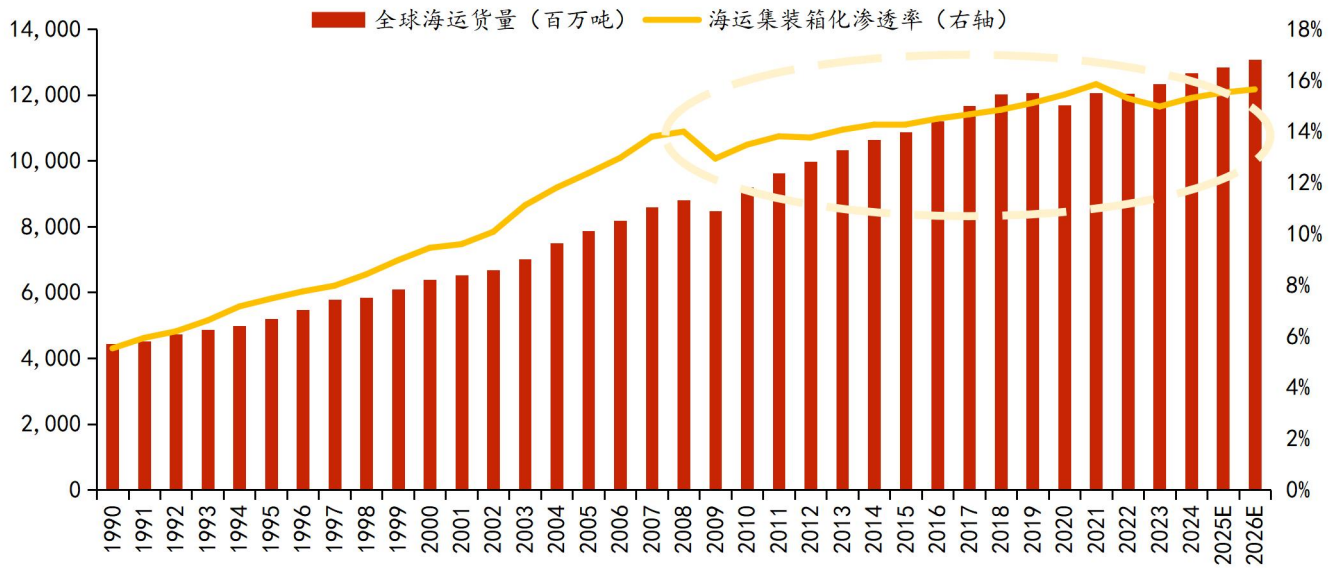
资料来源: Researchgate, 华源证券研究所整理

集运市场周期复盘，集运历史相对短暂。1966 到 1990 年被认为是集运行业的成长发展期，其中 1966–1984 年为行业的景气周期，1985–1990 年为萧条周期。这一时期，集装箱运输普及开来，专用码头的建设让“海陆联运”成为可能，极大提升了货物运输效率。1990–2019 是行业成长期向成熟期的过渡，其中 1990–2008 年为景气周期。2008 年经济危机导致经济需求增长减弱，带来运价猛跌。后续十年间运价持续低迷，并连续波动式下跌。困于低迷运价，2016 年前后，不少班轮公司破产重组，集运行业兴起了整合兼并的潮流，所以 2008–2019 年可视为萧条周期。集装箱化渗透率在这一时期基本触顶，增速明显放缓，标志着行业从成长期转为成熟期。2020 年至今，受逆全球化、供应链波动风险以及地缘政治等多方面因素影响，运价波动性和周期性都在加强。2020 年起，受新冠疫情的影响，供给端受限严重，导致运价快速上行。2022 年随着欧美经济需求降温，运价回落。24 年因红海事件，亚欧航线的集装箱船被迫绕行好望角，运力供给紧张，运价再次上行。

图表 14: 集运市场具有一定的周期性



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

图表 15：集装箱化渗透率在 2008 年后增速明显放缓，集运行业从成长期转入成熟期


资料来源：克拉克森，华源证券研究所

2.2. 集运市场供给需求展望

红海事件长期化仍将继续支撑集运市场高位。集运基本上，无法忽略 2025–2026 年大量新船交付。截至 2024 年 10 月在手订单为现有船队规模的 25%，预计 2025–2026 年供给增长分别为 5.3%和 3.0%；需求货量受去库周期结束和经济复苏影响，预计仍有 2.9%和 2.6%左右的年增长。2023 年底发生的红海绕行是对 2024 年运力需求增长的核心推动。而向 2025 年展望，中东局势的持续紧张或使红海绕航难以结束。

图表 16：红海绕行对冲 2024 年大量新船交付，但 2025 年供给端仍有压力

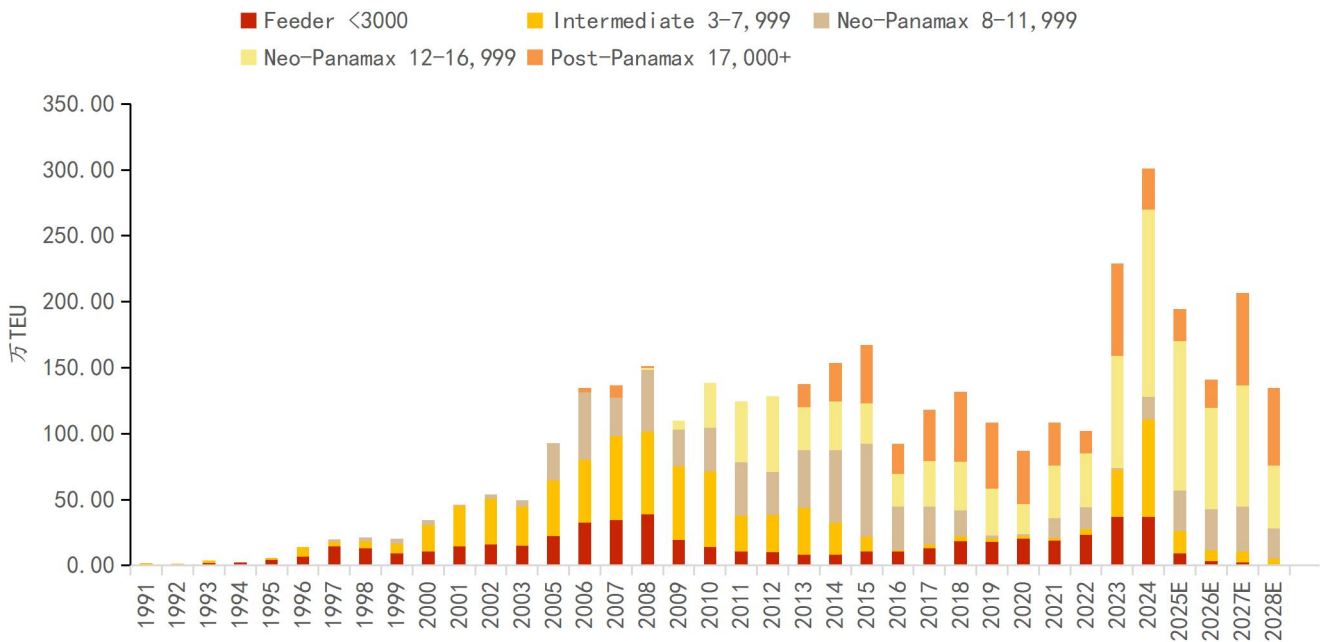
运量需求	百万 TEU			需求预测			
	2022	2023	2024f	2025E	2026E	2025%	2026%
美线-东向	22	21	23.9	24.3	24.8	1.8%	1.9%
欧地线-西向	15.4	16.6	17.7	17.9	18.1	1.1%	1.0%
欧美线-回程	12.7	12.7	13	13.1	13.2	1.1%	0.9%
大西洋线-往返	8.1	7.5	7.9	8	8.2	1.7%	1.8%
远洋干线	58.3	57.8	62.5	63.4	64.3	1.4%	1.4%
东西向支线	20.9	22.6	23.5	24.6	25.5	4.8%	3.6%
南北线	33.6	34	35.7	37	38.2	3.7%	3.1%
亚洲线	63	62.4	65	67.2	69.3	3.3%	3.1%
其他	24.4	24	24.9	25.2	26.1	2.6%	2.3%
总运量 (百万 TEU)	199.4	200.7	211.6	217.7	223.4	2.9%	2.6%
yoy	-3.6%	0.7%	5.4%	2.9%	2.6%		
总运量 (十亿 TEU 海里)	975	995	1173	1209	1236	3.1%	2.2%
yoy	-5.2%	2.0%	17.9%	3.1%	2.2%		

集运力	百万 TEU			供给预测			
	2022	2023	2024f	2025E	2026E	2025%	2026%
<3k TEU	4.8	5.0	5.3	5.3	5.1	-1.2%	3.3%
3-8k TEU	6.6	6.9	7.6	7.7	7.6	1.2%	-1.7%
8-12k TEU	6.1	6.1	6.3	6.6	6.8	4.6%	4.1%
12-17k TEU	4.8	5.7	7.1	8.1	8.9	15.1%	9.7%
17k+ TEU	3.6	4.3	4.6	4.8	5.1	5.3%	4.8%
船队总运力 (百万 TEU)	25.9	28	30.9	32.5	33.5	5.3%	3.0%
yoy	4.0%	8.2%	10.3%	5.3%	3.0%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

集运运价的主要矛盾仍在供给端。预计 2024 年总共交付了 472 艘集装箱船，总计 290 万 TEU，这是集运行业有记录以来交付量最高的年份。预计 2025 年将再交付 262 艘集装箱船，总计 213 万 TEU。大量即将交付的新造运力将成为未来三年集运基本面的最大挑战之一。

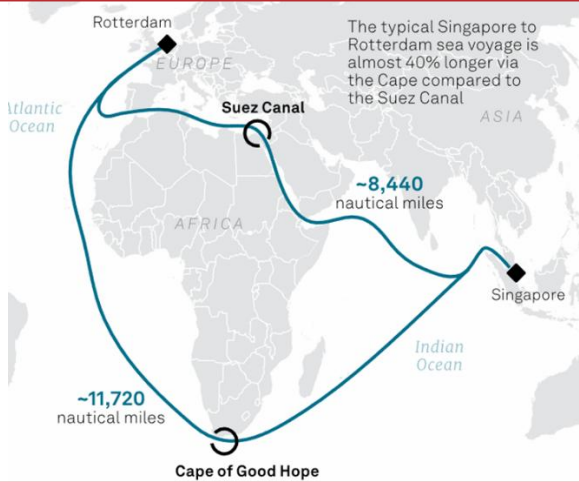
图表 17：预计 2024 年交付高峰过后，新船交付量将略有回落



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

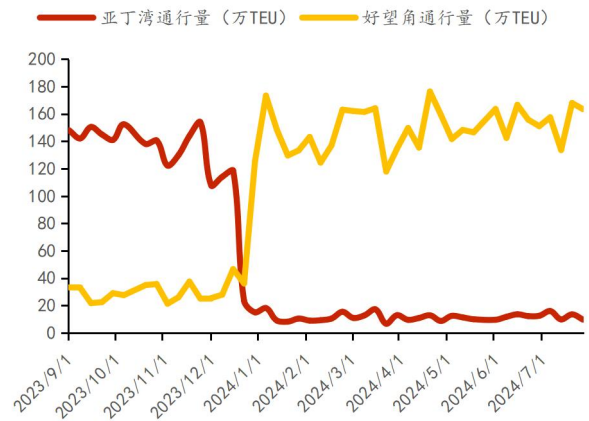
曼德海峡是苏伊士运河的咽喉，红海局势持续升温，威胁亚欧航线安全。从2023年11月中旬胡塞武装开始袭击商船以来，红海地区局势持续升级。班轮公司在经过多次尝试后，选择绕行好望角。红海绕行导致运输路线大规模调整，通行量大跌，运价大幅上涨。2024年8月以来，由于红海事件常态化，以及美国对中国商品加征关税的“靴子”已然落地，货主提前出货完成，集运运价有所回落，但仍然保持在相对高位。

图表 18：受红海局势影响，集运船司选择绕行好望角



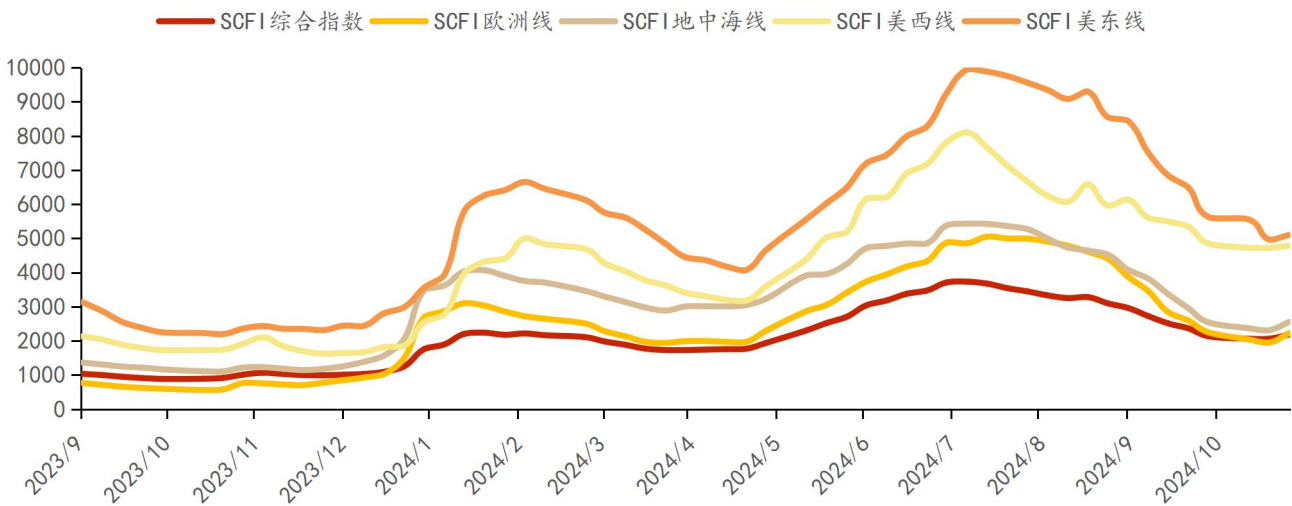
资料来源：Global Maritime Hub, S&P Global Commodity Insights, 华源证券研究所

图表 19：红海危机后，集装箱船大量绕行导致亚丁湾通行量大幅下降



资料来源：克拉克森, 华源证券研究所

图表 20：集运欧线运价猛增，带动其他航线运价大幅增长，并维持高位震荡



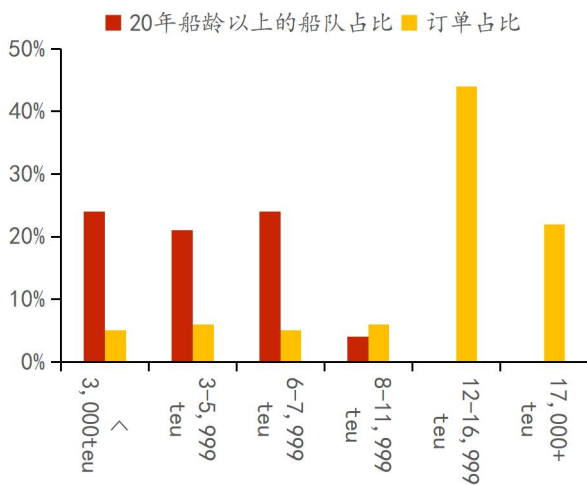
资料来源：克拉克森, 华源证券研究所

2.3. 集运竞争格局分析

船舶大型化持续。随着集装箱航运发展，当大多数适箱货物都已经集装箱化后，集装箱化率趋于稳定，航运公司为了进一步提升效率和降低成本，会转向追求规模经济。规模经济

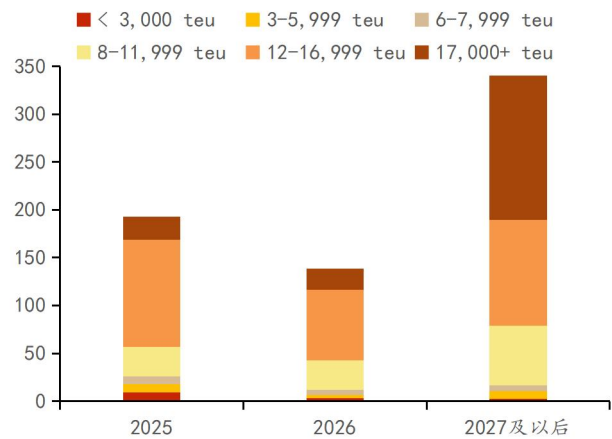
效应即通过增加生产规模来降低单位成本，对于航运业来说，船司可以建造更大的船舶来装载更多的集装箱。大型船舶可以装载更多货物，降低单位运输成本，并且能分摊更多的固定成本，如船舶折旧、管理人员费用等。集装箱船大型化对全球班轮航线布局和集装箱运营模式将产生深远的影响。近年来，随着全球经济一体化、世界贸易量增长以及海运技术进步，集装箱船大型化进程加快。目前订单大部分为 12k TEU 以上的大型船舶，2025-2026 年供给增长分别为 10.3%和 8.5%。

图表 21：船舶老龄化集中在中小型船舶，新订单集中在 12k TEU 以上的大型船舶



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 22：未来各个船型的订单量（万 TEU）

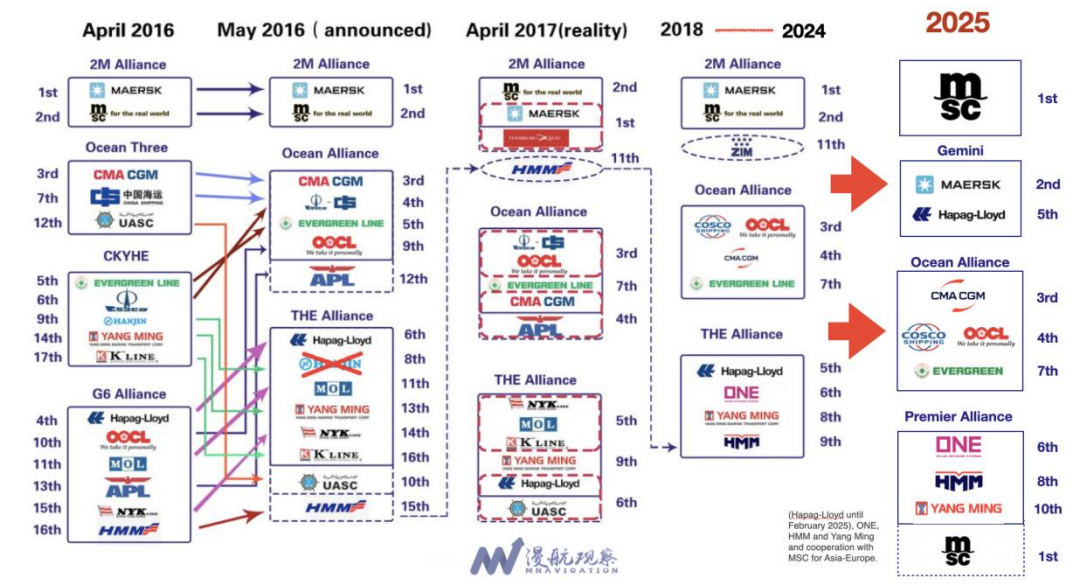


资料来源：克拉克森，华源证券研究所

船司联盟化。集运行业采用班轮方式运营意味着更密集的班次和更全面覆盖的服务网络，可以更有效利用船舶大型化带来的运力，提升船舶装载率，能抢占更大的市场份额。单个集运公司的运力有限，无法同时兼顾覆盖所有航线和提供密集班次。规模经济驱动班轮公司不断扩张，导致了行业集中度提升，并促使集运行业联盟化。联盟化运营通过共同派船、舱位互换等方式共享运力与航线，提升大型船舶装载率。

集运行业联盟化开始于在 20 世纪 90 年代，形成了几个主要的航运联盟，如伟大联盟（The Great Alliance）、环球联盟（The Global Alliance）和 CKY 联盟。在 2015 年，马士基航运和地中海航运组建了 2M 联盟。2016 年，集运行业兴起了整合兼并的潮流，达飞收购东方海皇、中远海运收购东方海外、马士基收购汉堡南美，以及日本三大集装箱航运公司合并为“ONE”。随后形成了 2M、海洋联盟和 THE 联盟三大联盟鼎立的格局。2016 年到 2024 年这八年间，虽然联盟成员有所变动，但三大联盟一直在跨太平洋和亚欧两大航线占据了重要份额。截至 2024 年 12 月，2M、海洋联盟和 THE 联盟三大联盟控制了全球 81.4%的运力。

图表 23：联盟化演变进程

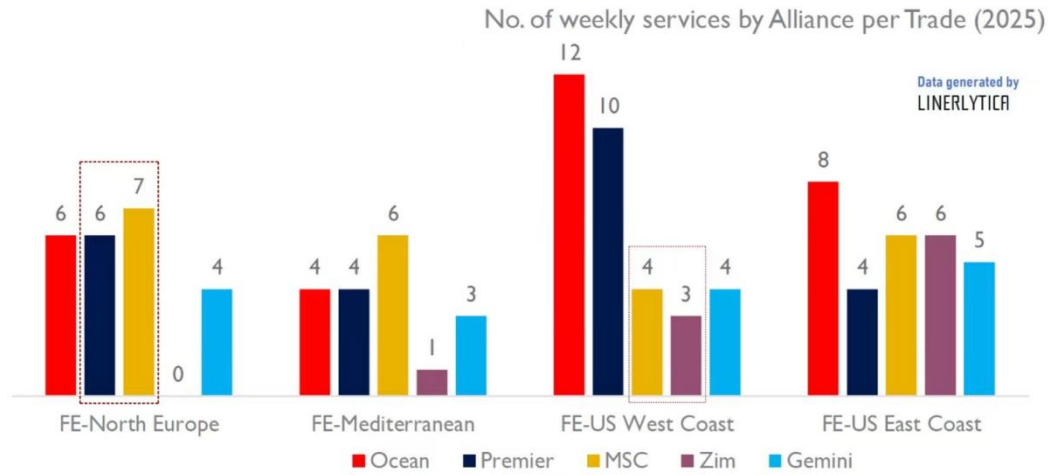


如今三大联盟即将发生“翻天覆地的变化”，地中海航运 (MSC) 和 马士基航运 (Maersk) 在 2023 年 1 月 25 日宣布，双方一致同意于 2025 年 1 月起终止 2M 联盟运营。正如 2M 联盟宣布解散时的公告所言，“终止 2M 联盟运营将为两家公司继续追求各自的发展铺平道路”。

马士基航运与赫伯罗特宣布从 2025 年开始“双子星”计划，离开了赫伯罗特的 THE 改名为 Premier Alliance (PA)。而为“单飞”做准备的 MSC 在大规模的买船和下单订造新船，运力迅速的增长。仅从 2024 年的 6 月到 10 月，就从 576.2 万 TEU 增长到了 602.5 万 TEU。疯狂扩张运力的举措或许是 MSC 为未来垄断集运行业所做的战略布局。但目前 MSC 的运力并不能支持其在所有航线上具有绝对竞争力。MSC 在美线上与以星航运 (ZIM)、在欧线上与 Premier Alliance (PA) 将开展仓位互换等合作。通过与 PA 的合作，MSC 可以在欧线上拥有 13 条航线，极大提高了竞争力。通过与 ZIM 的合作，MSC 在美西线上覆盖 7 条航线，弥补了原先在美西线上的不足。

需要注意的是，MSC 离开 2M 联盟并不是简单的单飞，而是寻求发展为超越联盟的且更加灵活的独立体。2025 年，MSC 在美线上与以星航运 (ZIM)、在欧线上与 Premier Alliance (PA) 将开展仓位互换等合作，将使得 MSC 及其合作航线数量在欧地线和美东线上成为第一，美西线 (MSC+以星) 亦能强于双子星联盟。如果这样的合作可以稳定持续，MSC 用非联盟的合作方式，也组建了一个可与当今运力规模最大的海洋联盟一较高下的“联盟体”。

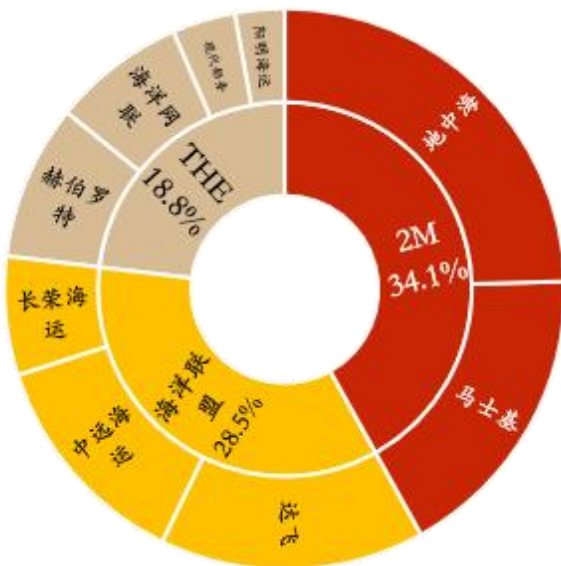
图表 24: MSC “单飞” 后的合作战略



资料来源: Linerlytica, 华源证券研究所

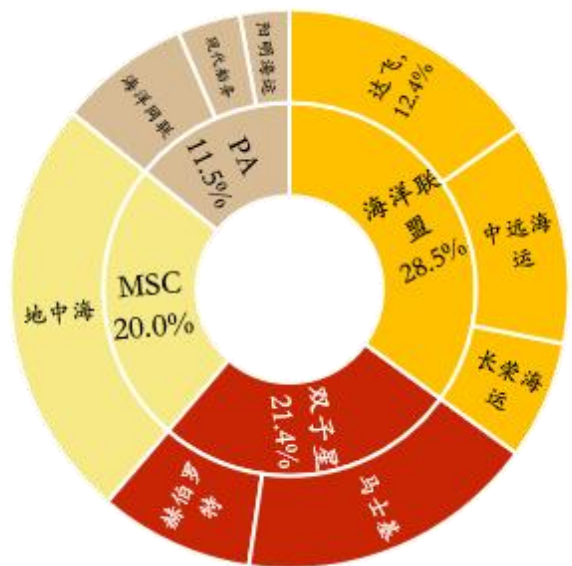
集运联盟的洗牌并不是集运联盟化的逆转, 而是集运船司在发展方向上的调整。事实上, 以现有运力进行对比 (截至 2024 年 12 月), 除海洋联盟成员 (运力占比 28.5%) 没有变动, 新成立的双子星占 21.4%, 离开了赫伯罗特的 PA 占 11.5%, 单飞的 MSC 占 20%, 可见集运联盟化趋势并没有改变。但之后船东之间在新联盟状态下的竞争方式和格局则有可能对各自的运营方式造成影响, 比如马士基与赫伯罗特的 Gemini 联盟宣布在未来实现 90% 的准点率, MSC 宣布将于 2025 年 2 月启用全新的东西向独立运输网络等。

图表 25: 旧联盟格局三足鼎立 (截至 24 年 12 月)



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

图表 26: 集运联盟洗牌形成新竞争格局 (截至 24 年 12 月)

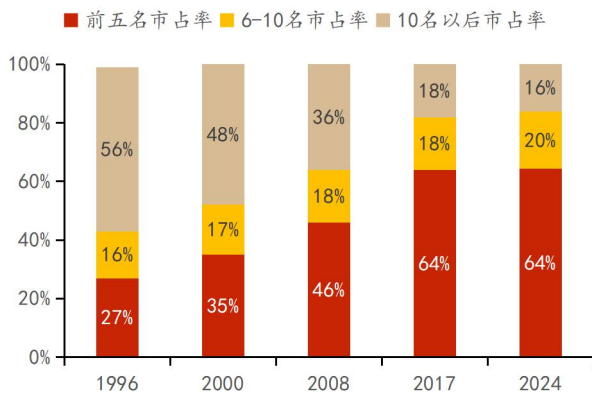


资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

集运集中度提高。集运行业周期中繁荣萧条轮动，萧条期船司压价竞争，利润水平出现分化，行业经历激烈洗牌，部分船司出清。历史上有两次并购潮。第一次是1996-2005，铁行集团与渣华公司合并为铁行渣华；海皇集团收购总统轮船；汉堡南美收购 Aliança；2005年马士基集团收购铁行渣华；赫伯罗特收购太平洋航运。第二次发生在2015-2017，达飞收购东方海皇、中远海运收购东方海外、马士基收购汉堡南美，以及日本三大集装箱航运公司合并为“ONE”。航运联盟重组与班轮公司规模的变化之间存在微妙的复杂关系，一定程度上导致了航运联盟的更替。而更显而易见的影响是，兼并重组提升了行业的集中度，使船司有更强议价能力，能有效缓和萧条期的价格战，平抑市场波动性。

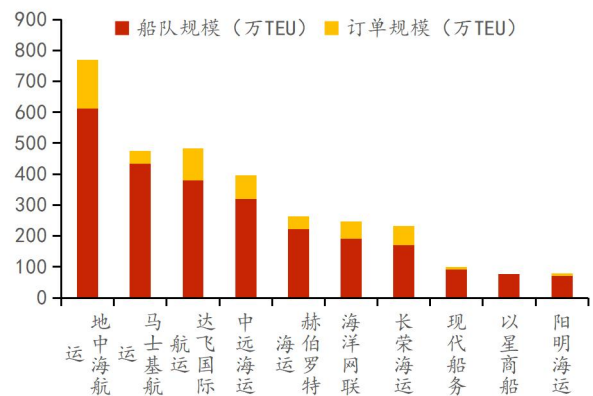
2024年12月，全球前十大集装箱班轮公司的市场份额达到84%，市场处于垄断竞争状态。集运商业模式具备头部集中的基础。

图表 27：集中度提升到较高位置（截至 2024 年 12 月）



资料来源：McKinsey，克拉克森，华源证券研究所

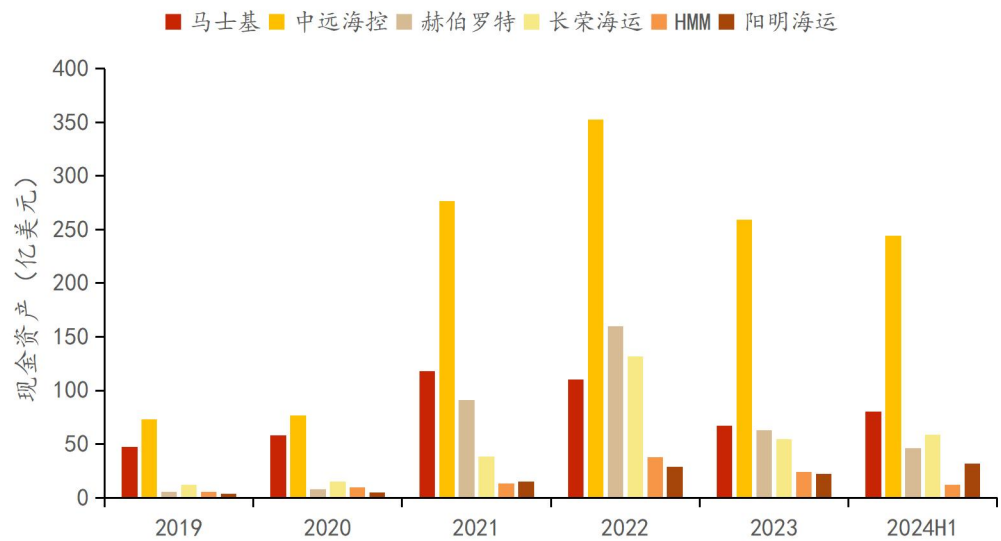
图表 28：班轮公司的格局逐渐稳固（截至 2024 年 12 月）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

疫情的供需错配与红海绕行推后磨底期，为船司带来丰富利润。与疫情前对比，各集装箱航运公司的现金资产均大幅提升。若红海事件结束导致运价回落，船司营收收紧，现金流紧张，充足的现金资产能让船司有更强的抵御运价下行风险的能力。若运价持续低迷，对于重资产的集运行业而言是重大考验，不可避免会再次重现尾部船司出清，集运行业进一步向头部集中的情况。

图表 29：集装箱航运公司现金充足（按照美元与对应货币年度平均汇率计算）



资料来源：iFind，公司公告，华源证券研究所

目前，船舶大型化的趋势仍在继续，船司联盟的格局重新洗牌。虽然班轮公司之间的内部排名存在上下波动，但整体格局逐渐稳固且不断向头部集中，预示着集运行业将呈现更集中化的趋势。

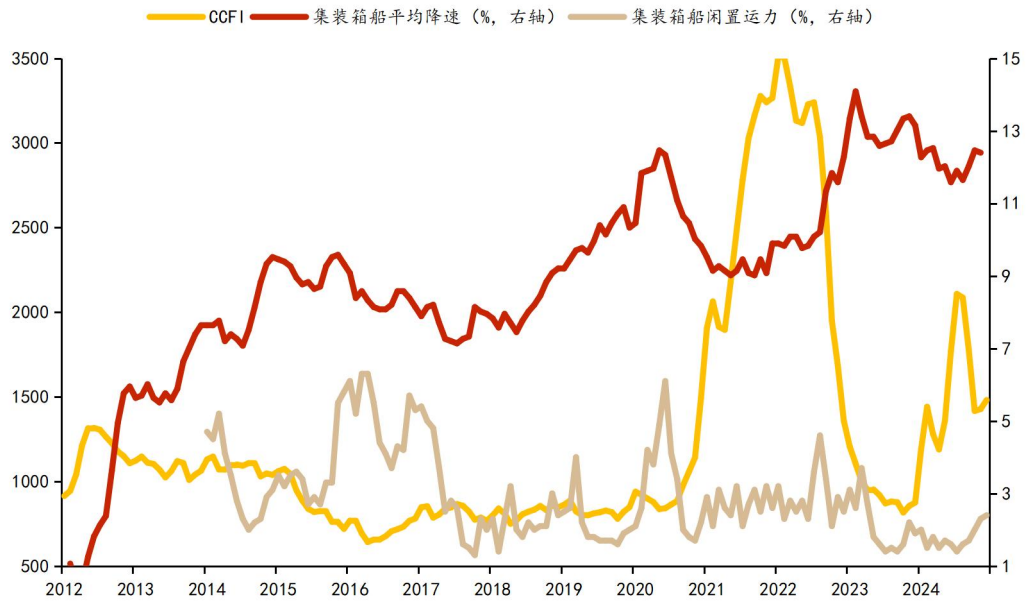
2.4. 集运市场展望

中东局势的持续紧张让红海绕行局面难在短期结束。若红海绕行持续，新船交付的放缓和需求的可观增速仍将支撑运价。2024 年 Q4 的船司集体挺价证明了行业高集中度应对供需快速变化的运价控制能力。同 2023 年疫情结束后一样，在红海绕行仍将在 2025 年持续的前提下，我们认为，集运市场在 2024 年下半年回落后，虽然会在 2025 年继续回落，仍能维持相对于 2023 年运价更高的水平，同时，市场仍将面临红海航线绕行持续性、地缘政治不稳定和潜在特朗普关税等不确定因素的影响。

以欧线为例，红海绕行增加约 40%航距，增加了额外的运力与燃料成本。同时，欧盟在 2025 年进一步加严的环保法规（碳税 EU ETS 要求提升和绿色燃料法规 FuelEU 开始征收）将提高环保成本。这两点将一定程度上提高海运成本，并支撑船司在较高运价水平上的挺价意愿。

另一方面，全球供应链的脆弱性已经在新冠疫情、地缘事件和关税下被多次证明。向 2025 年展望，特朗普关税、《美国船舶法案》、地缘冲突等突发事件对全球供应链的扰动可能会造成集运市场的波动，影响集运公司的盈利。

图表 30：头部船司通过控制实际运力来定运价的能力逐渐成熟



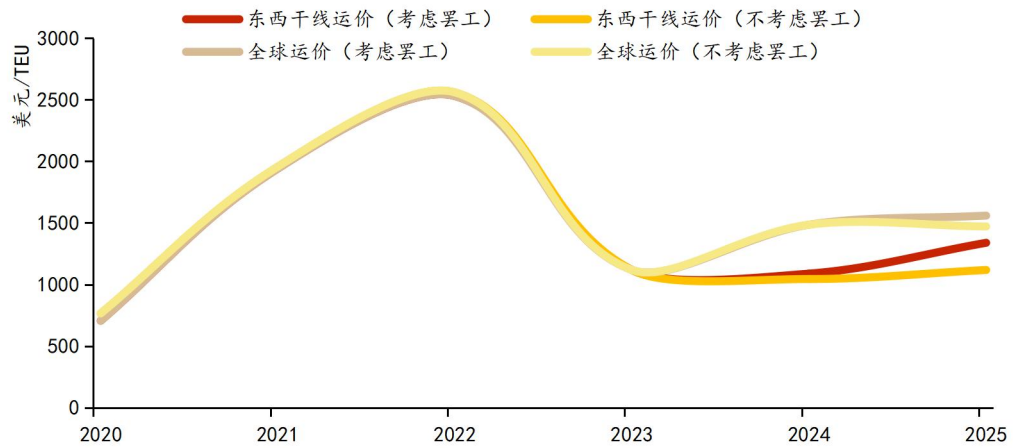
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 31：未来几年各项环保法规将实施，船司环保成本不断提升



资料来源：IMO、EU、华源证券研究所

图表 32：船司运力纪律性、成本增加等因素支撑 2025 年运价



资料来源：Drewry, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设

1. 集装箱航运及相关业务：预计 2025–26 年集运运价调整导致收入利润有所下滑，我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 2338.97/1897.14/1791.65 亿元，同比 39.12%/–18.89%/–5.56%；

2. 集装箱码头及相关业务：预计收入利润稳定增长，我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 112.28 /114.52 /120.25 亿元，同比 8.00%/2.00%/5.00%；

3. 内部抵销：我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为–31.20/–31.36 /–31.36 亿元，同比 1.50%/0.50%/0.00%。

图表 33：公司盈利预测

亿元	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,420.04	1,980.30	1,880.55
yoy	37.94%	–18.17%	–5.04%
集装箱航运及相关业务	2,338.97	1,897.14	1,791.65
yoy	39.12%	–18.89%	–5.56%
集装箱码头及相关业务	112.28	114.52	120.25
yoy	8.00%	2.00%	5.00%
内部抵销	–31.20	–31.36	–31.36
yoy	1.50%	0.50%	0.00%
归母净利润	49,082	26,672	21,536
yoy	105.71%	–45.66%	–19.26%

资料来源：iFind, 华源证券研究所

3.2. 盈利预测投资建议

中远海控作为集装箱海运龙头，优良的管理能力加上行业高集中度，使得公司在周期磨底期仍能维持不错的盈利能力。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 2420.04、1,980.30、1,880.55 亿元，同比增速分别为 37.94%、-18.17%、-5.04%；实现归母净利润分别为 490.82、266.72、215.36 亿元，同比增速分别为 105.71%、-45.66%、-19.26%，当前股价对应的 PE 分别为 4.61/8.49/10.52 倍；首次覆盖，鉴于红海绕航持续下，公司作为集运龙头，在周期磨底期仍能维持可观盈利，地缘局势的不稳定或将提供额外弹性，给予“增持”评级。

4. 风险提示

1) 红海绕行结束：红海绕航消化了大量运力，若迅速结束，绕行释放的运力将让运价极大承压；

2) 行业价格战风险：行业格局出现变化，主要船司从盈利导向转为市场份额导向，导致运价大幅下降；

3) 公司分红不及预期：公司分红未达预期，影响股息率；

4) 汇率波动风险：汇率波动导致汇兑损失，影响业绩；

5) 地缘政治风险：地缘政治风险影响贸易航线，或对运价起到负面作用。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	182,304	209,508	222,170	236,284
应收票据及账款	7,090	8,514	6,967	6,616
预付账款	1,704	1,616	1,322	1,256
其他应收款	2,832	2,550	2,087	1,981
存货	6,561	6,485	6,555	6,476
其他流动资产	1,990	1,626	1,347	1,284
流动资产总计	202,481	230,298	240,448	253,897
长期股权投资	66,883	71,581	76,279	80,977
固定资产	151,680	145,995	142,576	141,233
在建工程	19,335	26,051	26,467	23,884
无形资产	7,546	7,174	6,913	6,757
长期待摊费用	512	650	727	745
其他非流动资产	13,992	14,566	14,915	15,065
非流动资产合计	259,948	266,017	267,877	268,660
资产总计	462,429	496,315	508,325	522,558
短期借款	2,418	2,018	2,018	2,018
应付票据及账款	90,411	82,378	77,721	76,780
其他流动负债	34,520	41,285	38,718	38,169
流动负债合计	127,349	125,680	118,457	116,966
长期借款	64,579	66,579	67,579	68,579
其他非流动负债	27,282	27,282	27,282	27,282
非流动负债合计	91,861	93,861	94,861	95,861
负债合计	219,210	219,541	213,318	212,827
股本	16,071	15,961	15,961	15,961
资本公积	31,579	31,690	31,690	31,690
留存收益	148,465	173,006	186,342	197,110
归属母公司权益	196,115	220,656	233,992	244,760
少数股东权益	47,104	56,118	61,015	64,970
股东权益合计	243,219	276,774	295,008	309,730
负债和股东权益合计	462,429	496,315	508,325	522,558

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	28,396	53,589	27,019	20,974
折旧与摊销	19,487	15,454	16,337	17,415
财务费用	-5,657	-2,865	-3,366	-3,697
投资损失	-4,754	-4,892	-4,892	-4,892
营运资金变动	-23,396	-1,882	-4,711	-825
其他经营现金流	8,537	4,782	5,117	5,107
经营性现金净流量	22,612	64,187	35,504	34,082
投资性现金净流量	-18,351	-16,907	-13,872	-13,897
筹资性现金净流量	-60,022	-20,077	-8,970	-6,071
现金流量净额	-54,501	27,204	12,662	14,114

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	175,448	242,004	198,030	188,055
营业成本	146,755	169,071	159,497	157,572
税金及附加	1,105	1,563	1,279	1,215
销售费用	1,003	968	990	752
管理费用	6,151	8,228	6,733	6,394
研发费用	1,078	1,486	1,216	1,155
财务费用	-5,657	-2,865	-3,366	-3,697
资产减值损失	-1	-14	-12	-11
信用减值损失	225	52	43	41
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,754	4,892	4,892	4,892
公允价值变动损益	6	0	0	0
资产处置收益	107	240	225	210
其他收益	3,011	280	300	300
营业利润	33,114	69,001	37,127	30,095
营业外收入	33	25	25	25
营业外支出	71	90	100	110
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	33,077	68,936	37,052	30,010
所得税	4,681	10,841	5,483	4,519
净利润	28,396	58,096	31,570	25,490
少数股东损益	4,535	9,013	4,898	3,955
归属母公司股东净利润	23,860	49,082	26,672	21,536
EPS(元)	1.49	3.08	1.67	1.35

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-55.14%	37.94%	-18.17%	-5.04%
营业利润增长率	-80.20%	108.37%	-46.19%	-18.94%
归母净利润增长率	-78.23%	105.71%	-45.66%	-19.26%
经营现金流增长率	-88.51%	183.86%	-44.69%	-4.01%
盈利能力				
毛利率	16.35%	30.14%	19.46%	16.21%
净利率	16.18%	24.01%	15.94%	13.55%
ROE	12.17%	22.24%	11.40%	8.80%
ROA	5.16%	9.89%	5.25%	4.12%
ROIC	18.38%	38.92%	18.17%	13.95%
估值倍数				
P/E	9.49	4.61	8.49	10.52
P/S	1.29	0.94	1.14	1.20
P/B	1.15	1.03	0.97	0.93
股息率	4.17%	10.84%	5.89%	4.75%
EV/EBITDA	2	2	3	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。