

交通运输

2025 年 06 月 10 日

德翔海运

(02510)

——大亚洲区域领先玩家，兼具周期和成长

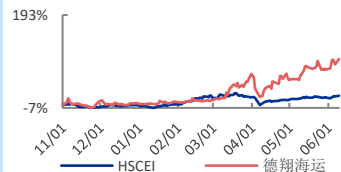
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 06 月 10 日

收盘价（港币）	7.52
恒生中国企业指数	8780.13
52 周最高/最低（港币）	8.00/3.80
H 股市值（亿港元）	119.22
流通 H 股（百万股）	1,665.03
汇率（人民币/港币）	1.0925

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《海丰国际 (01308) 深度：专精稳健经营打造小型集装箱船市场龙头，再乘产业转移东风》 2025/04/29

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

张慧 A0230123120001
zhanghui@swsresearch.com

联系人

张慧
(8621)23297818x
zhanghui@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **经营布局从亚洲走向全球，成长迅速，未来可期。**公司发展从亚洲区域市场走向全球航线布局，以日韩和东南亚航线为基本盘稳定公司业绩，灵活部署其他利润价值更高的航线放大周期弹性，未来澳新、印巴、中东及南美等航线成长潜力大。回首来时路成长迅速，展望前路仍具潜力。2001-2024 年控制运力年复合增速 28%，2015-2024 年自有运力年复合增速 50%，目前手持订单占比 71%亦居行业高位。
- **中东股东赋能“一带一路”沿线的印巴和中东航线业务拓展，进一步提升公司竞争力与成长性。**第二大股东 Sharafuddin 先生作为中东地区最大的航运公司之一 Shara Shipping Agency 的创始人，其与德翔海运的业务合作为德翔海运奠定了良好的本土资源基础，预计中东、印巴航线等将成为公司未来业绩进一步驱动的增长动力。
- **产业转移进一步加速，东南亚地区长期需求坚挺。**美国关税政策扰动下，有望进一步加速中国产业转移，中国产业物流园区的集群效益随着生产环节转移海外而打破，贸易碎片化增加国际间贸易运输。从经济发展水平和地理战略位置，东南亚地区可能仍是主要的产业转移对象。亚洲区域内贸易需求长期仍有望受到产业转移和东南亚经济发展带来的支撑。
- **联盟新模式叠加多重事件扰动，小船灵活性优势受益。**双子星联盟的诞生将航线从钟摆式航线向轴辐射式航线转变，用小船运输需求增加替换大船干线运输效率，一条周班欧线干线理论上将增加 40 艘 2 千 TEU 的小型集装箱船。美国 301 调查豁免非中国船东的 4 千 TEU 以下船舶，一定程度上凸显了小船的灵活性可能受益于各项事件的扰动。
- **供给端新船运力有限，未来可能出现负运力增速。**3 千 TEU 以下小型集装箱船手持订单占比 4%，同时老龄化严重，20 年以上老龄船占比 24%，过去 4 年拆船中 3 千 TEU 以下小船占比接近 75%。根据克拉克森预测，2025 年 3 千 TEU 以下集装箱船供给增速仅 0.6%，2026 年预计下滑 3%。供给端是全集装箱市场细分船型中格局最优。
- **盈利预测：**预计公司 2025 年-2027 年营业收入可达到 13.51 亿美元、12.99 亿美元、15.39 亿美元，同比分别增长 0.8%、-3.9%、+18.5%。公司 2025-2027 年毛利分别为 3.18、2.76、3.92 亿美元，毛利率分别为 23.5%、21.2%和 25.5%。2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.78、3.34 和 4.49 亿美元，分别同比+3.3%、-11.5%和+34.3%。
- **德翔海运的 PE 估值水平显著低于其他可比公司，向上空间 67%-102%，首次覆盖，给予“买入”评级。**按目前公司市值计算，德翔海运 2025-2027 年 PE 分别为 4.2、4.8 和 3.6 倍。对比海丰国际、锦江航运 2025-2027 年 PE 估值分别为 8.5、10.3、11.2 和 16.8、17.3 和 16.4 倍；中远海控港股 2025-2026 年 PE 水平为 7.1 和 9.3 倍。若 2025 年对标中远海控港股和海丰国际，则向上仍有 67%-102%空间。
- **风险关注：**全球宏观经济衰退；关税政策升级；红海复航；新造船订单大量释放

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	875	1,340	1351	1299	1539
同比增长率（%）	-64	53	1	-4	19
归母净利润（百万美元）	21	366	378	334	449
同比增长率（%）	-98	1,667	3	-12	34
每股收益（美元/股）	0.02	0.25	0.23	0.2	0.27
净资产收益率（%）	1.17	18.53	16.06	12.44	14.32

市净率

0.9

0.8

0.7

0.6

0.5

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

盈利预测：我们预测公司 2025-2027 年毛利分别为 3.18、2.76、3.92 亿美元，毛利率分别为 23.5%、21.2%和 25.5%。2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.78、3.34 和 4.49 亿美元，分别同比+3.3%、-11.5%和+34.3%。

估值：德翔海运的 PE 估值水平显著低于其他可比公司，向上空间 67%-102%，首次覆盖，给予“买入”评级。按目前公司市值计算，德翔海运 2025-2027 年 PE 分别为 4.2、4.8 和 3.6 倍。对比海丰国际、锦江航运 2025-2027 年 PE 估值分别为 8.5、10.3、11.2 和 16.8、17.3 和 16.4 倍；中远海控港股 2025-2026 年 PE 水平为 7.1 和 9.3 倍。若 2025 年对标中远海控港股和海丰国际，则向上仍有 67%-102%空间。

关键假设点

货运量：公司 2025-2027 年控制的运力增速分别为 0%、6.3%和 47.9%。参考东南亚的经济增速，假设 2025-2027 年亚洲区域内货运量增速均为 3%左右。结合运力增速和市场需求增速，假设 2025-2027 年货运量增速分别为 1.6%、4.7%和 25.5%。

运价：假设 2025-2027 年 CCFI 中国-东南亚航线分别为 980、900 和 850 点，对应 2025-2027 年公司单箱运费分别为 784、720、680 美元/TEU。

有别于大众的认识

市场认为，美国关税风险提升，可能导致亚洲区域内集装箱贸易量下滑。

我们认为，美国去全球化背景下，中国可能进一步加速产业转移出海，干线运输减少，支线运输增加。中国产业物流园区的集群效益随着生产环节转移海外而打破，被省略的运输环节，尤其是国际间贸易运输增加。从经济发展水平和地理战略位置，东南亚地区可能仍是主要的产业转移对象。亚洲区域内贸易需求受到产业转移和东南亚经济发展支撑的长期逻辑仍在，甚至可能进一步加强。

市场认为：下半年红海复航，亚洲区域内市场受大型船供给转移的压力，运价下行。

我们认为：下半年红海复航未必复航，今年诸多事件变化下，对小型集装箱船偏利好，上下半年运价可能超预期。东南亚市场适配船型为 3 千 TEU 以下船型，中大型集装箱船在在亚洲区域内面临港口挂靠条件限制和装载率压力而不适配。3 千 TEU 集装箱船手持订单占比不足 4%，老龄化严重，克拉克森预测 2025-2026 运力增长分别+0.6%和-3%。整体供给端偏紧，对运价形成支撑。

股价表现的催化剂

(1) 关税豁免期东南亚抢运潮推涨运价；(2) 同行公司 1-2 季度业绩超预期得到验证；(3) 3 季度淡季不淡，运价持续走强推动市场上修对下半年预期；(4) 关税政策扰动、301 调查导致集装箱运输紊乱，港口拥堵加剧；(5) 下半年红海无法复航。

核心假设风险

全球宏观经济衰退；关税政策升级；红海复航；新造船订单大量释放。

目录

1. 亚洲集运为基本盘，灵活经营放大上行周期弹性	7
1.1 主营亚洲区域内集运，持续扩张运力与航线范围	7
1.2 创始人家族合力控股公司	7
1.3 以亚洲区域为基本盘，目标是更远更大更强	8
1.4 灵活经营策略放大上行周期弹性，更彰显公司能力	10
2. 市场竞争充分，中东股东赋能，提高竞争力	12
2.1 亚洲区域市场竞争充分	12
2.2 中东股东赋能，“一带一路”业务拓展先天优势	14
2.3 财务表现优异，积极回报股东	16
3. 产业转移继续加速，市场变化加剧反而彰显小船灵活性优势	17
3.1 2018-2023 年上一轮中美贸易摩擦后产业转移的红利	17
3.2 去全球化和关税壁垒高筑背景下，未来生产链碎片化，生产环节间运输增加	19
3.3 联盟变化催生航线模式切换，小船上量换大船效率提升	21
3.4 事件扰动下小船灵活性优势更为明显	23
4. 运力供给格局好，明年净运力或出现负增速	24
5. 盈利预测与估值	27
5.1 主营业务介绍	27
5.2 盈利预测	29
5.3 公司估值	32
合并损益表	34

图表目录

图 1：德翔海运发展历程.....	7
图 2：德翔海运股权结构.....	8
图 3：公司船队发展（千 TEU）	8
图 4：全球前 30 大集运班轮公司运力分布	9
图 5：公司船队按建造年份分布（TEU）	9
图 6：公司船队按建造年份分布的平均大小（TEU）	9
图 7：公司航线经营发展历程.....	10
图 8：公司其他收入中租船租金收入（百万美元）	11
图 9：公司各航线航运量分布（%，按 TEU 计算）	12
图 10：2024 年各航线货运量增量 vs 单箱运费	12
图 11：亚洲区域内市场集中度最低，市场相对充分竞争.....	13
图 12：亚洲区域间运力部署持续抬升，主要是东南亚市场增长，日韩运力反而收缩（百万 TEU）	13
图 13：亚洲区域内市场分散且充分竞争，TS Line 手持订单占比位于前列（TEU）	14
图 14：NCFI 中东/印巴/泰越等航线运价弹性比较（指数）	15
图 15：2024 年印度和中东非洲航线增长明显	15
图 16：德翔海运账上现金充足，有息负债为 0.....	16
图 17： 2016-2023 中国绿地海外制造业直接投资	18
图 18：越南、墨西哥投资增加.....	18
图 19：中国和美国直接贸易减少，东盟从中受益，双向贸易增长.....	18
图 20：太平洋联盟贸易增速明显快于全球商品贸易增长（指数）	18
图 21：产业转移增加运输需求，2024 年 vs2018 年各地区集运贸易（百万 TEU）	20
图 22：物流外包程度会随着经济发展提高，东南亚地区较低的物流外包水平表明仍有较大的投资和发展空间.....	20
图 23： 2M 联盟时钟摆式航线从青岛-鹿特丹航线	21
图 24：Gemini 轴辐射式航线青岛-鹿特丹航线.....	21
图 25： Gemini 轴辐射航线减少干线运输港口挂靠	22
图 26：马士基 2024 年增加租入小型船.....	22
图 27： 大型 vs 小型集装箱船期租同环比增速	22
图 28：大型 vs 小型集装箱船二手船价同环比增速	22

图 29: 301 调查行动方案前后对比	23
图 30: 单位 TEU 的 OPEX (美元/天/TEU)	24
图 31: 单位 TEU 新造船价格 (美元/TEU)	24
图 32: 区域间及亚洲区域间航线上船型分布	24
图 33: 3k TEU 以下及总集装箱船手持订单占比 (%)	25
图 34: 2025 年 4 月初各船型手持订单占比 (%)	25
图 35: 集装箱船手持订单交付增速 (%)	25
图 36: 各船型 20 及 25 年以上船龄占比 (%)	25
图 37: 集装箱船拆船船型分布(千 TEU).....	25
图 38: 现役船队及手持订单的建造年份分布 (截至 2025 年 4 月初, 艘)	26
图 39: 克拉克森对各细分船型供给增速预测 (截至 2025 年 4 月初)	27
图 40: 德翔海运营业收入及增速	27
图 41: 德翔海运归母净利润及增速.....	27
图 42: 德翔海运营业收入构成 (百万美元)	28
图 43: 德翔海运营业成本 vs 货运量.....	28
图 44: 德翔海运营业收入按航线划分 (k TEU)	28
图 45: 德翔海运货运量按航线划分 (k TEU)	28
图 46: 德翔海运 2024 年营业收入按航线划分 (%)	29
图 47: 德翔海运 2024 年货运量按航线划分 (%)	29
图 48: 公司归母净利率变化与东南亚航线运价相近	29
表 1: 部分德翔海运租出船舶记录	11
表 2: 德翔海运及可比公司 2024 年盈利指标对比.....	16
表 3: 德翔海运积极回报股东	17
表 4: 德翔海运手持订单及交付计划	17
表 5: 各区域集装箱贸易占比分布 (2024 年数据, %)	19
表 6: 2018 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布	19
表 7: 2024 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布	19
表 8: 运输模式变化后支线船增加测算	21
表 9: Gemini 航线网络东西向航线运力部署	22
表 10: Gemini 航线网络穿梭快线运力部署	22

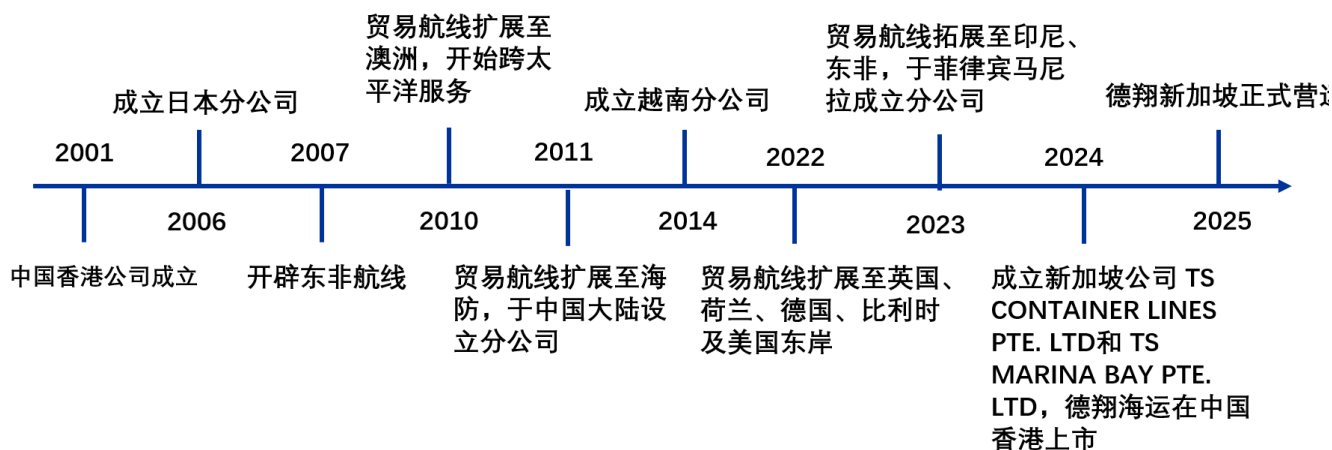
表 11：德翔海运营业收入预测.....	30
表 12：德翔海运营业成本预测（百万美元）	31
表 13：德翔海运净利润预测（百万美元）	32
表 14：重要可比公司对比.....	32

1. 亚洲集运为基本盘，灵活经营放大上行周期弹性

1.1 主营亚洲区域内集运，持续扩张运力与航线范围

德翔海运是一家总部位于中国台湾的航运物流企业，核心业务为亚洲区域内集装箱运输。德翔海运于 2001 年 3 月 2 日成立，创始人陈德胜先生从万海航运离职后便在中国台湾创立了德翔海运。虽然当时中国台湾已形成了长荣、阳明、万海三巨头格局，但陈先生凭借其近 20 年的海运实务经验，对于船舶购置、运营、新航线开发以及财务管理方面的丰富经验，在集运周期仍处于低位时以卓越的战略眼光迈出了德翔海运的第一步。成立初期，正值行业景气低谷，公司依托完整的经营团队、扁平化的组织架构，以及管理层深厚的行业资源与人脉积累，实现逆境突围。创立当年即在中国香港成立德翔香港公司，并开辟中国香港、中国台湾与日本贸易航线。2002-2006 年，陆续将航线覆盖至韩国、新加坡等亚太主要经济体。2007 - 2024 年，陆续开拓东非、澳洲、西欧、北美等非亚洲区域航线。目前公司已经经营共计 46 条航线，在坚守亚洲区域基本盘的同时不断拓展远洋航线，凭借持续的运力扩张与精细化的航线运营持续提升竞争力。

图 1：德翔海运发展历程

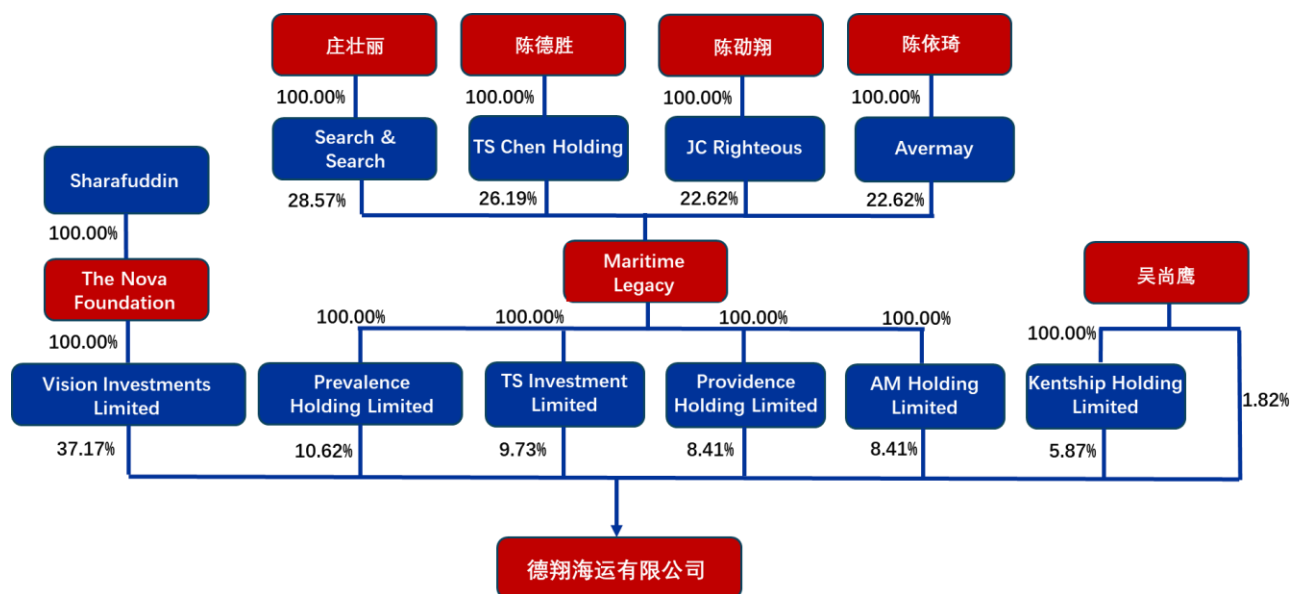


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 创始人家族合力控股公司

创始人家族控股公司。根据公司 2024 年报，陈氏家族集团（陈德胜、庄壮丽夫妇及其子女陈劲翔、陈依琦）通过 Maritime Legacy 合计持股 37.17%，其中陈德胜、庄壮丽、陈劲翔均为公司董事，在公司决策等方面能发挥重要影响力。Sharafuddin 通过 Vision Investments 持股 37.17%，吴尚鹰通过 Kentship Holdings 合计持股 7.69%。第二大和第三大股东在德翔海运及下属公司无任何职务和董事席位，不干涉公司的经营管理，体现了对公司的充分信任和支持。因此德翔海运拥有独立的高级管理层团队，以独立执行公司的业务决策。

图 2：德翔海运股权结构

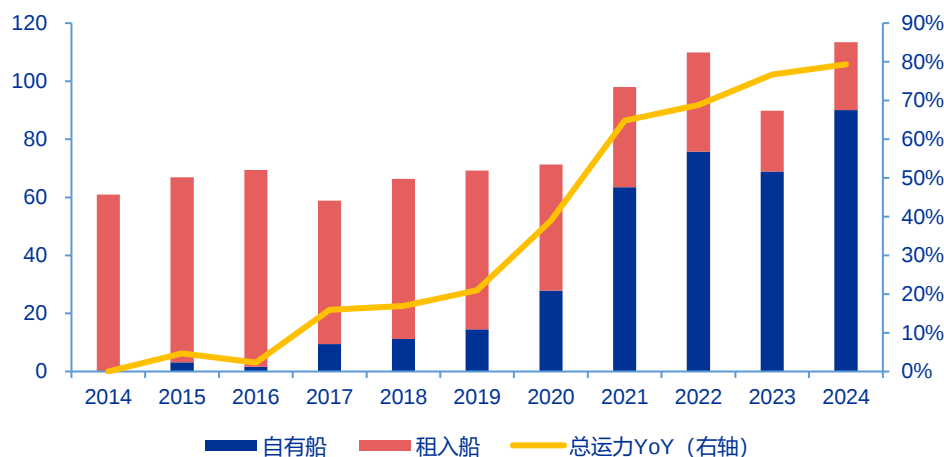


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.3 以亚洲区域为基本盘，目标是更远更大更强

爆发潜力强，公司的船队运力是过去十年中发展最快的公司之一，目前手持订单占比也处于高位。据 2025 年 5 月 Alphaliner 统计显示，德翔海运的船队运力排名全球第 22 位。根据公司公告和克拉克森数据库整理，公司从 2001 年租用 1 艘 404TEU 的船舶到 2024 年底控制运力 43 艘 113427TEU（未包括租出的 5 艘船舶），年复合增速达到 28%。公司 2015 年起拥有第一艘自有运力 3100TEU 左右，到目前自有运力 41 艘，约 11.8 万 TEU，年复合增速达到 50%，该期间全球集运运力年复合增速为 16%。截至 2024 年底，公司控制运力中自有运力占比达到 79%。

图 3：公司船队发展（千 TEU）



资料来源：公司公告，Clarksons，申万宏源研究

此外，公司目前仍有手持订单 7 艘，合计约 6.5 万 TEU，手持订单占比 71%，处于行业高位水平，比如头部前四大班轮公司的手持订单占比在 15%-40%左右。

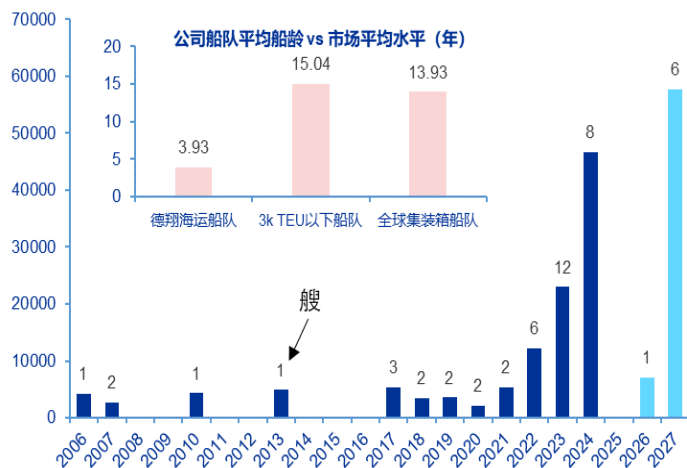
图 4：全球前 30 大集运班轮公司运力分布

Rank	Operator	Current TEU	Current Ships	Owned TEU	Owned Ships	Chartered TEU	Chartered Ships	% Chart	On Order TEU	On Order Ships	O/E %	Market Share
1	MSC	6,556,516	909	3,557,328	617	2,999,188	292	46%	2,114,442	132	32%	20.4%
2	APM-Maersk	4,577,146	737	2,641,292	336	1,935,854	401	42%	714,692	52	16%	14.2%
3	CMA CGM Group	3,928,996	674	2,257,741	317	1,671,255	357	43%	1,548,904	99	39%	12.2%
4	COSCO Group	3,364,218	522	2,018,210	200	1,346,008	322	40%	1,174,648	70	35%	10.4%
5	Hapag-Lloyd	2,388,269	304	1,395,916	132	992,353	172	42%	417,134	33	17%	7.4%
6	ONE	2,032,469	265	834,168	96	1,198,301	169	59%	569,374	44	28%	6.3%
7	Evergreen Line	1,810,414	226	1,200,954	147	609,460	79	34%	785,196	55	43%	5.6%
8	HMM	930,963	85	792,504	65	138,459	20	15%	60,740	7	7%	2.9%
9	Zim	775,695	128	82,872	14	692,823	114	89%	145,600	14	19%	2.4%
10	Yang Ming	711,393	98	323,782	59	387,611	39	54%	101,500	8	14%	2.2%
11	Wan Hai Lines	522,573	112	518,177	110	4,396	2	1%	381,716	34	73%	1.6%
12	PIL	419,623	97	267,570	76	152,053	21	36%	213,634	22	51%	1.3%
13	Sea Lead Shipping	215,590	57	8,890	2	206,700	55	96%				0.7%
14	X-Press Feeders	188,250	102	108,074	48	80,176	54	43%	101,100	16	54%	0.6%
15	SITC	185,024	118	168,995	104	16,029	14	9%	18,000	10	10%	0.6%
16	KMTC	152,896	66	85,481	31	67,415	35	44%	33,800	4	22%	0.5%
17	UniFeeder	149,108	89			149,108	89	100%	7,656	6	5%	0.5%
18	IRISL Group	144,470	32	144,470	32							0.4%
19	Sinokor	141,843	76	137,274	72	4,569	4	3%	430	1	0%	0.4%
20	RCL	103,384	35	86,398	28	16,986	7	16%	109,096	17	106%	0.3%
21	Global Feeder Shg	92,270	33	41,288	13	50,982	20	55%				0.3%
22	TS Lines	91,599	38	71,651	33	19,948	5	22%	64,784	7	71%	0.3%
23	Emirates Shipping Line	89,542	20			89,542	20	100%	56,680	4	63%	0.3%
24	Ningbo Ocean Shg Co	83,596	85	52,714	41	30,882	44	37%	9,610	11	11%	0.3%
25	Antong (QASC)	75,359	76	55,153	39	20,206	37	27%				0.2%
26	Tangshan Port Hede Shipping	73,515	50	1,894	3	71,621	47	97%				0.2%
27	Matson	71,221	29	42,349	20	28,872	9	41%	10,860	3	15%	0.2%
28	SM Line Corp.	69,951	15	64,188	13	5,763	2	8%				0.2%
29	Interasia Line	68,540	23	51,351	19	17,189	4	25%	6,110	2	9%	0.2%
30	Swire Shipping	66,103	33	56,041	27	10,062	6	15%				0.2%

资料来源：公司公告，Alphaliner，申万宏源研究

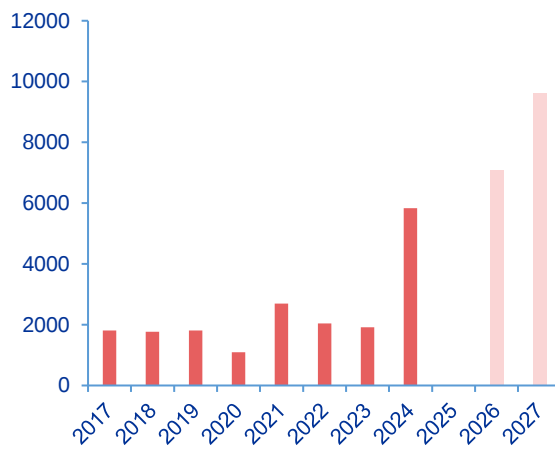
公司船队船龄结构年轻，小船为主适配亚洲区域内业务。公司船队以年轻化、小型化特征为主，自有船舶平均船龄约 3.9 年（截至 2024 年底）。小型船舶可轻松驶入亚太地区众多港口，帮助公司实现航线部署的灵活调整。2023-2024 年，大量新船交付使公司运力结构优化，自有新船替代多数高租金租船，有效削减船舶成本。新船不仅油耗低，还配备脱硫塔，进一步增强了公司在燃油成本控制上的竞争力。

图 5：公司船队按建造年份分布（TEU）



资料来源：公司公告，Clarksons，申万宏源研究

图 6：公司船队按建造年份分布的平均大小（TEU）



资料来源：公司公告，Clarksons，申万宏源研究

从亚洲区域内市场出发，驶向更远的地区。截至 2024 年 12 月 31 日，公司运营航线丰富多样，共计 46 条。公司运力部署主要在亚洲区域市场，因此早期船队的平均船型集中在 2000TEU 上下的小型集装箱船，但公司近些年开始购入或建造略大一些的船型，比如 4300TEU、7000 以及 14000TEU 集装箱船。这与公司未来战略发展向中长航线的印度、中东、非洲及南北美等地布局相契合，对应的船型要相比亚洲区域内大一些。

图 7：公司航线经营发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 灵活经营策略放大上行周期弹性，更彰显公司能力

灵活的经营策略，放大周期上行的弹性空间。公司整体经营策略更加灵活，具体体现在两个方面：

(1) 租出运力与自营运力的灵活性。

公司可根据市场租金情况，灵活调整自有运力的租出或者自营。这很大程度上对经营管理者战略布局和目光要求很高。以 2024 年 8 月租给 Maersk 为期 3 个月的 7092TEU 集装箱船，日租金达到 15 万美元/天，测算单箱毛利润达到近 900-1000 美元/TEU，不仅与自营利润水平相当甚至更高，且省去了相关航线人力物力的投入，减少了自营航线揽货的压力。对于锁定较长期的租约，也可以很好的帮助公司平滑周期波动。

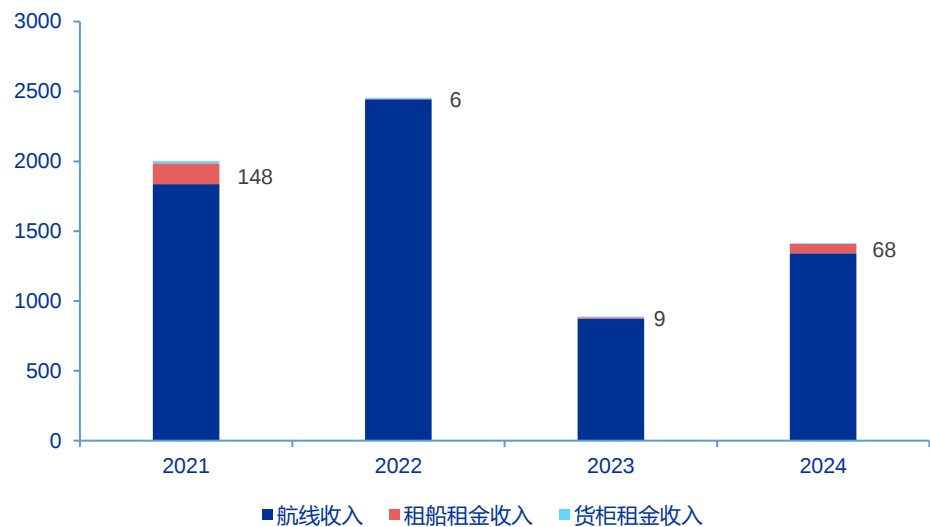
表 1：部分德翔海运租出船舶记录

Date	Name	Built	TEU	Charterer	Laycan From	Period	Rate	Unit
2025/5/14	TS Kaohsiung	2017	1808	NBO SCO	2025/6/5	6-8 Months	35000	\$/day
2025/3/19	TS Singapore	2010	4380	CMA-CGM	2025/3/20	2 Months	57500	\$/day
2024/6/24	TS Chennai	2024	7092	Maersk	2024/8/1	3 Months	150000	\$/day
2024/6/10	Kota Callao	2024	7092	CMA-CGM	2024/6/10	3 Months	105000	\$/day
2024/5/8	TS Mundra	2024	7092	CMA-CGM	2024/6/9	100-120 Days	80000	\$/day
2024/4/10	TS Ningbo	2006	4250	ONE	2024/5/22	14-16 Months	24500	\$/day
2024/4/8	TS Dalian	2007	2742	ONE	2024/5/1	12 Months	17250	\$/day
2023/11/1	TS Chennai	2024	7092	PIL	2024/10/1	60 Months	-	\$/day
2023/9/18	TS Nansha	2021	2693	Nam Sung Spg.	2023/10/1	5-7 Months	17250	\$/day

资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

截至 2024 年底，公司租出运力 5 艘，且多是较大型 7000TEU 附近的船型，在 2024 年为公司贡献租船租金收入 6800 万美金。

图 8：公司其他收入中租船租金收入（百万美元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(2) 航线布局的灵活性。

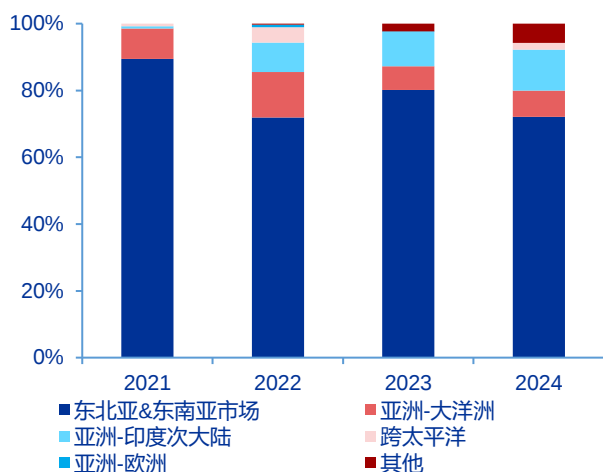
公司经营的航线布局也较为灵活，在市场景气时将更多的运力部署在运价水平高或者利润高的航线，以赚取更为丰厚的利润，为市场下行时做好充足的现金流准备。行业景气下行时，经营不善的航线也可灵活退出，变现的减少公司经营业绩的波动。

2024 年公司经营分航线看，主要增加了单箱运价更高的航线货运量。亚洲地区的东北亚和东南亚航线运输量占比 72%，货运量同比增加 1%，为公司业务的基本盘。除此之外，2024 年澳洲航线、印度航线的货运量占比分别为 8%和 12%，2024 年货运量同比分别增加 26%和 32%，该航线的单箱运价分别达到 1503 美元/TEU 和 1184 美元/TEU；2024 年公司还恢复了美线的运输服务，货运量占比 %，单箱运价达到 美元/TEU；中东、非

洲航线等其他航线货运量显著提升,同比增长 187%,中东和非洲航线单箱运费分别为 3275 美元/TEU 和 607 美元/TEU。

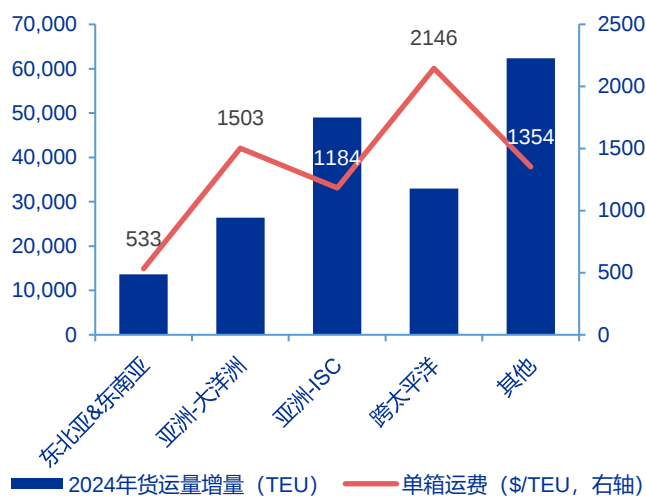
2021-2022 年公司还曾布局过欧线和美线市场,2022 年美线上货运量曾达到 7.2 万 TEU,欧线货运量为 1.1 万 TEU。随后因 2023 年欧美航线运价快速下跌,公司有灵活将欧美航线运力撤出,2023 年美线货运量降至 0,欧线货运量只剩零星的 11 TEU;2024 年欧线货运量降至 0,彻底退出欧线市场,但同期公司又开始逐步恢复美线运输,灵活根据市场变化调整公司经营策略,帮助公司在行业景气时赚取更多超额利润。

图 9: 公司各航线航运量分布 (% ,按 TEU 计算)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 10: 2024 年各航线货运量增量 vs 单箱运费



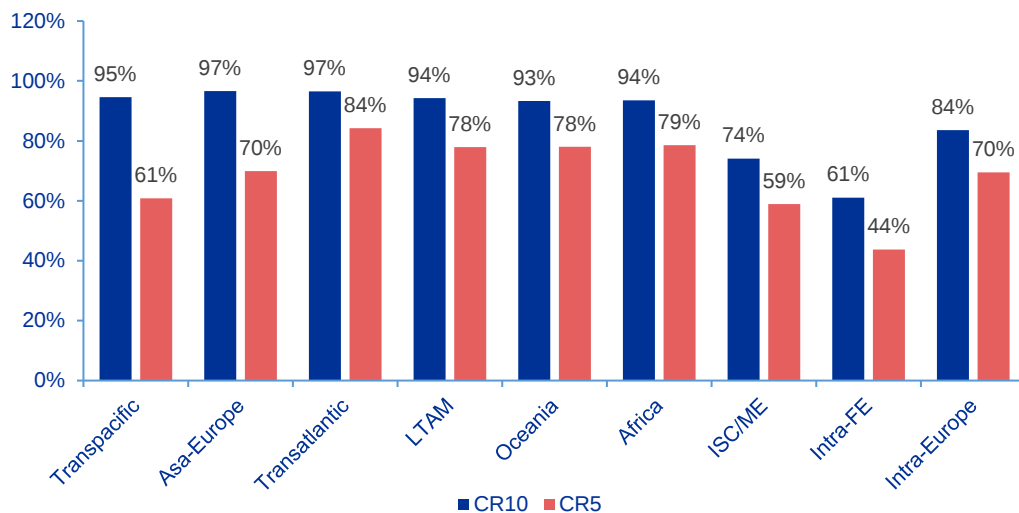
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

2. 市场竞争充分，中东股东赋能，提高竞争力

2.1 亚洲区域市场竞争充分

亚洲区域内市场集中度相对较低，一直以来市场竞争激烈，无价格战风险。因为集运班轮业务的开展对船队规模、港口资源、海外网点布局以及客户资源等均要求较高，因此整体集中度均处于高水平。但不同航线的集中度来看，跨大西洋航线（欧美之间）、拉丁美洲、大洋洲和非洲的 CR10 和 CR5 均位于较高水平，分别在 95%和 80%附近。跨太平洋(亚洲-美国)和亚欧航线的 CR10 已经分别达到 95%和 97%，虽然 CR5 略低分别为 61%和 70%，主要原因是跨太平洋和亚欧航线作为东西向主干航线，主要参与者为 MSC 和全球四大联盟的成员。中东/印度次大陆以及欧洲区域内集中度次之，亚洲区域内的集中度在所有市场中最低，CR10 为 61%，主要为前五大贡献，CR5 为 40%，十名以后的市场参与者小而散，呈现明显的长尾特点。

图 11：亚洲区域内市场集中度最低，市场相对充分竞争

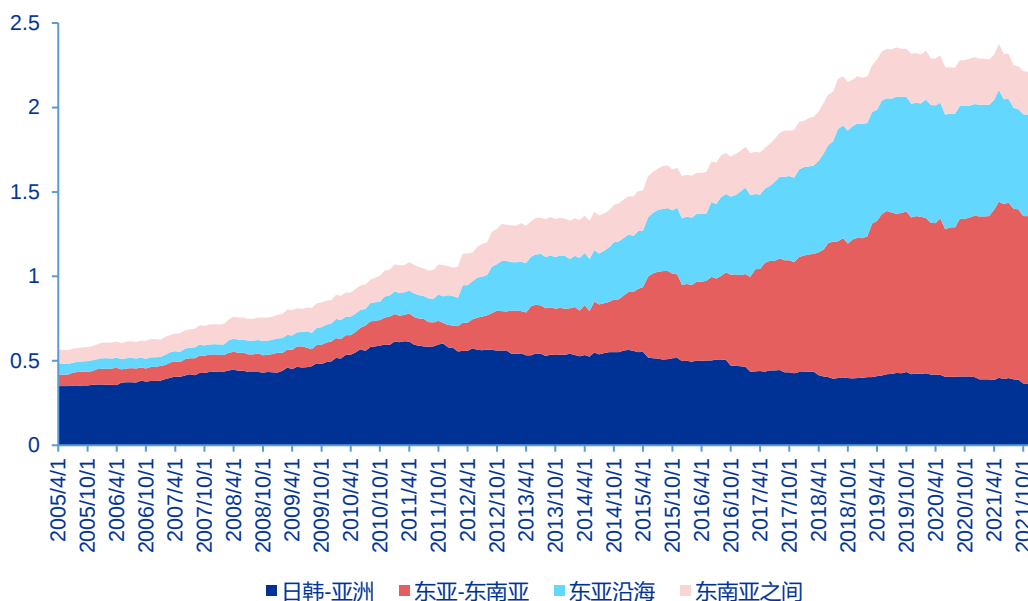


资料来源：Linerlytica，申万宏源研究

市场的格局呈现头部集中与长尾共存。前五大公司主要为全球布局的大型班轮公司，除了目前独立运营的 MSC 外，其余均为四大联盟成员。作为全球布局的一部分，亚洲区域内的运力部署只占上市公司的一小部分，其中仅中远海运集团（包括东方海外国际）和长荣海运在亚洲区域内布局的运力，占公司总控制运力的 10% 以上。

亚洲区域市场以东南亚市场竞争最为激烈，船东和运力的投入壁垒较低，该市场运力持续增长。而日韩因较高的客户壁垒，反而运力布局出现收缩态势。

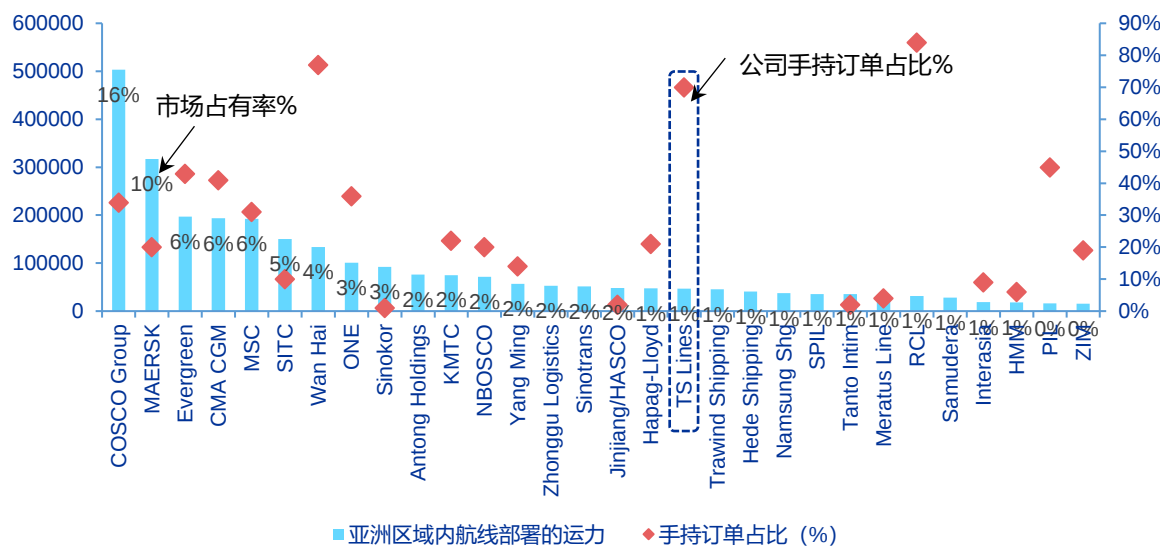
图 12：亚洲区域间运力部署持续抬升，主要是东南亚市场增长，日韩运力反而收缩（百万 TEU）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

虽中远海控等头部全球布局的班轮公司在亚洲区域的运力部署较高，但这一类公司的亚洲区域运力部署更主要是为了其主干航线的中转运输服务，在此基础上富余运力才会承揽亚洲区域内贸易的集装箱，并非亚洲区域内贸易的主要承运商。此外，还有一部分专营中国内贸集装箱运输的公司，比如安通控股、中谷物流等。因此，主营业务在亚洲区域内的公司里，以海丰国际、万海航运、阳明等为典型，德祥海运亦为东南亚市场主要的参与者，且是未来增长潜力较强的船东之一（以手持订单占比为依据）。

图 13：亚洲区域内市场分散且充分竞争，TS Line 手持订单占比位于前列（TEU）



资料来源：Linerlytica，Clarksons，申万宏源研究

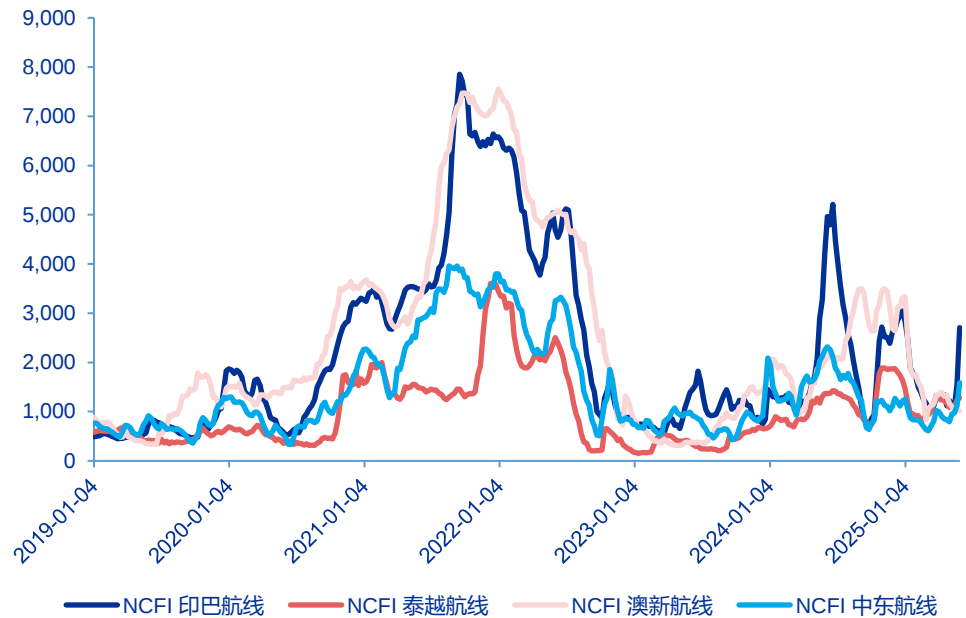
2.2 中东股东赋能，“一带一路”业务拓展先天优势

Sharafuddin 通过 Vision Investments 持股 37.17%，为公司第二大股东。Sharafuddin Sharaf 是 Sharaf Group 副董事长，Sharaf Group 是阿联酋最大的综合性企业集团之一，业务涵盖航运与物流、零售、旅游、信息技术、酒店、房地产及金融等多个领域。Sharaf Group 与 1976 年成立的 Shara Shipping Agency 目前已是中东地区最大的航运公司之一，起初公司以船舶代理为核心业务，随着公司业务不断完善和扩展，公司目前拥有遍布阿拉伯湾、红海、非洲、斯里兰卡和印度等主要港口建立办事处，现在除了船舶代理服务，公司还涉足枢纽港支线运输服务、货运代理、海工物流供应链服务、项目货物运输方案、租船和船舶经纪、物流和仓储服务等，逐步变成了提供优质全面的物流和海运一站式服务公司。

Sharafuddin 先生与德翔海运已/将成立三家合营企业，主要印度、阿联酋和巴基斯坦等地从事船务代理服务等，即 TS India（Sharafuddin 先生间接拥有 60% 股权）、TS UAE（Sharafuddin 先生间接拥有 49% 股权）以及 TS Pakistan（Sharafuddin 先生间接拥有 49% 股权）。此外，公司还间接持有 Sharaf Pakistan Agency（从事巴基斯坦船务代理）全部股权、Diamond Shipping（从事斯里兰卡船务代理）40% 股权、Sharaf Kenya Agency（从事肯尼亚船务代理）70% 股权、Sharaf Tanzania Agency（从事坦桑尼亚船务代理）40% 股权、Sharaf Oman Agency（从事阿曼船务代理）% 股权、Sharaf SA Agency（从事沙

特阿拉伯船务代理) 50%股权等。德翔海运与 Sharafuddin 相关代理公司签订了代理服务框架协议, 由 Sharafuddin 相关代理公司在斯里兰卡、巴基斯坦、印度、阿联酋、肯尼亚、坦桑尼亚、阿曼、沙特向得想海运提供船务代理服务及其他辅助服务, 包括但不限于班轮代理、港口及内陆代理、营销及销售、船舶管理、货柜运输管理和行政服务。

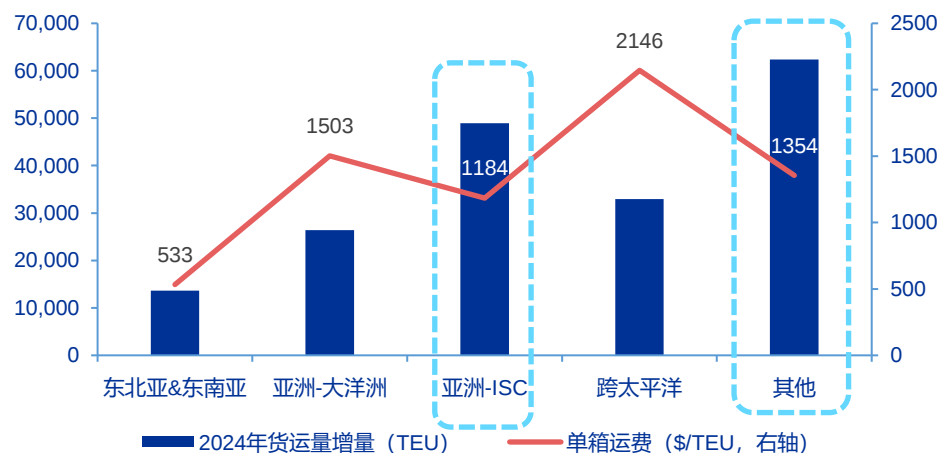
图 14: NCFI 中东/印巴/泰越等航线运价弹性比较 (指数)



资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究

从运价表现上看, 印巴航线、中东航线运价弹性强于东南亚市场, 一方面因运距更长, 另一方面因东南亚市场竞争过于激烈, 而中东和印巴市场进入仍有一定门槛。德翔海运与 Sharafuddin 先生的业务合作, 为公司未来进一步拓展“一带一路”沿线的中东、印度等地区的航线服务奠定了良好的本土资源基础, 结合公司近些年新船船型大型化, 预计中东、印巴航线等将成为公司未来业绩进一步驱动的增长板块, 同时也将带来更大的业绩弹性。

图 15: 2024 年印度和中东非洲航线增长明显



来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究

2.3 财务表现优异，积极回报股东

从 2024 年各集运公司经营结果看，德翔海运多项指标位于行业前列，整体经营能力较强。2024 年公司 ROA 仅次于海丰国际和以星航运（因自有运力占比低，使得上行周期初期 ROE 和 ROA 较为突出）；公司净利率水平仅次于海丰国际和万海航运，凸显公司管理经营能力较强；公司 EBITDA Margin 也位于前列，仅次于海丰国际。

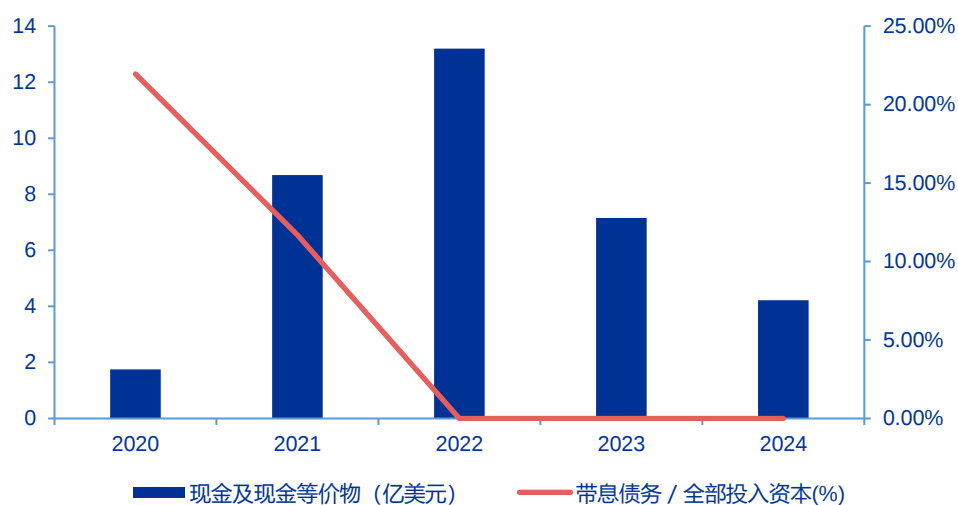
表 2：德翔海运及可比公司 2024 年盈利指标对比

	ROE	ROA	毛利率	净利率	EBITDA Margin	EPS
德翔海运	19.54%	15.48%	23.50%	27.32%	39.09%	0.25
中远海控 A	22.80%	13.26%	29.54%	23.69%	35.20%	0.43
中远海控 H	22.83%	13.33%	28.94%	23.77%	35.32%	0.42
东方海外国际	21.08%	15.79%	26.36%	24.10%	33.04%	3.90
海丰国际	47.62%	36.55%	37.37%	33.82%	40.32%	0.38
锦江航运	12.21%	12.46%	27.27%	17.36%	32.60%	0.11
中谷物流	16.86%	10.30%	15.15%	16.34%	28.31%	0.12
马士基	10.75%	7.11%	21.82%	11.23%	21.90%	-
万海航运	20.29%	15.48%	34.90%	29.31%	31.23%	0.51
以星航运	66.17%	25.61%	33.04%	25.56%	43.55%	17.82
美森	18.86%	12.57%	25.01%	13.92%	25.50%	13.93

资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

财务状况优良，资金充足，负债率水平低。从公司财务状况看，公司目前账上现金及现金等价物 4.22 亿美金，虽较 2022 年的 13.2 亿美金下滑，主要因公司继续新造船舶以进一步扩大公司船队运力，另一方面，公司也积极偿还了短期和长期借款，公司目前有息负债在 2022 年已降至 0。

图 16：德翔海运账上现金充足，有息负债为 0



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

虽上市时间短,但积极回报股东。2024 年公司分红比例 50.01%, 分红总金额达到 1.83 亿美元, 在上市不足 1 年的时间里分红金额已超过 IPO 募集资金净额 1.28 亿美元。反映了公司财务状况良好, 积极回报股东的态度。

表 3: 德翔海运积极回报股东

事项	金额/比例
IPO 募资净额 (亿美元)	1.28
2024 年分红金额 (亿美元)	1.83
2024 年分红比例 (%)	50.01%

资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究

公司未来资本开支主要系 2024 年已签订的 7 艘手持订单项目, 涉及金额接近 6 亿美元, 是公司航线战略布局的重要补充。若 2027 年所有运力交付, 公司的控制运力有望达到 18 万 TEU, 将接近海丰国际的运力规模。考虑到公司目前账上现金以及近些年集运市场的景气表现创造的超额利润, 公司对目前手持订单的资金压力不大。随着大额资本开支靠一段落, 未来公司在集运市场的市占率有望提升, 公司 ROE 和分红力度或有望进一步增加。

表 4: 德翔海运手持订单及交付计划

Name	SFC Vessel Types	Size (TEU)	Built Date
N/B Huangpu Wenchong	Intermediate 3-7,999 TEU	4300	2027/5/1
N/B Huangpu Wenchong	Intermediate 3-7,999 TEU	4300	2027/3/1
N/B Shanghai Waigaoqiao Shanghai H1638	Neo-Panamax 12-16,999 TEU	14000	2027/10/1
N/B Shanghai Waigaoqiao Shanghai H1637	Neo-Panamax 12-16,999 TEU	14000	2027/8/1
N/B Shanghai Waigaoqiao Shanghai H1636	Neo-Panamax 12-16,999 TEU	14000	2027/6/1
N/B Shanghai Waigaoqiao Shanghai H1631	Intermediate 3-7,999 TEU	7092	2027/4/1
N/B Shanghai Waigaoqiao Shanghai H1630	Intermediate 3-7,999 TEU	7092	2026/6/1

资料来源: 公司公告, Clarksons, 申万宏源研究

3. 产业转移继续加速, 市场变化加剧反而彰显小船灵活性优势

3.12018-2023 年上一轮中美贸易摩擦后产业转移的红利

在上一轮中美贸易摩擦以及海外对中国反倾销抵制后, 明显加速了中国产业转移海外的进程。据标普统计, 2016 年-2023 年中国绿地海外投资达 6090 亿美元, 涉及 4900 个项目, 其中制造业投资 3260 亿美元, 涉及 1384 个项目, 创造了超过 150 万个就业岗位。产业转移背后的原因: 1) 中国劳动力优势下降后, 低附加值、劳动密集产业开始向海外转移; 2) 中国需求饱和后, 多余的产能通过出口缓解国内的压力, 其他国家对中国廉价商品的抵制, 导致中国产能向外转移; 3) 向资源品靠近, 减少运输和关税等多余环节的成本, 以创造更多价格优势;) 中美贸易摩擦, 关税壁垒等贸易战手段迫使企业向外布局以提前规避。

在中美关系紧张下加速的产业转移中，以越南为典型的东南亚国家投资和出口均出现显著增长。以越南为例，2023 年越南的制造业增加值从 2016 年的 550 亿美元增长 87% 至 1030 亿美元，同时越南商品出口远超国内制造业增加值，从 2016 年的 1770 亿美元增长至 2023 年的 3540 亿美元，反映了该国出口一定程度上依赖于中间商品的进口，是典型的转出口贸易。从贸易数据看，美国进口商品中越南占比从 2016 年的 2.0% 提升到 3.7%，金额增加约 680 亿美元。中国商品出口中越南占比从 2016 年的 3.4% 提升至 4.1%，金额增加约 540 亿美元。

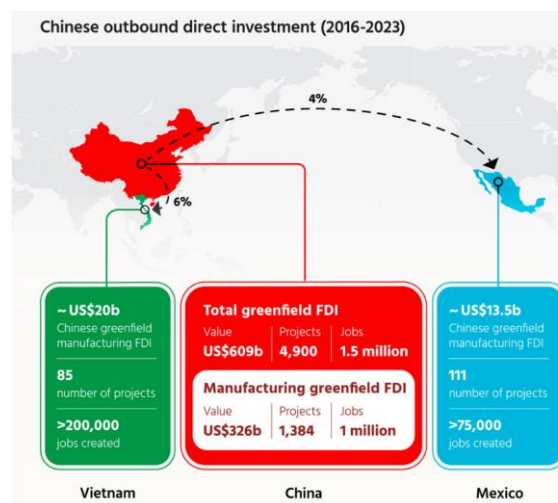
图 17： 2016-2023 中国绿地海外制造业直接投资

Table 1 – Chinese greenfield foreign direct investment in manufacturing by destination country (2016-2023)

COUNTRY	PROJECTS	VALUE (US\$Bn)	JOBS CREATED	PROJECT SHARE	VALUE SHARE	JOBS SHARE	INVESTMENT PER JOB	AVG SIZE OF PROJECT (US\$ M)
TOP 15	820	203.2	723,600	59%	62%	68%	280,818	248
USA	126	17.7	35,400	9%	5%	3%	500,000	140
MEXICO	111	13.5	75,000	8%	4%	7%	180,000	122
INDIA	95	15.3	135,500	7%	5%	13%	112,915	161
VIETNAM	85	19.5	202,000	6%	6%	19%	96,535	229
RUSSIA	63	18.2	27,700	5%	6%	3%	657,040	289
GERMANY	53	8.1	9,150	4%	2%	1%	885,246	153
EGYPT	44	12.5	27,100	3%	4%	3%	461,255	284
THAILAND	39	4.4	34,800	3%	1%	3%	126,437	113
INDONESIA	38	23.6	35,900	3%	7%	3%	657,382	621
BRAZIL	37	4.6	18,880	3%	1%	2%	243,644	124
MALAYSIA	35	16	24,250	3%	5%	2%	659,794	457
CAMBODIA	31	2	41,220	2%	1%	4%	48,520	65
KAZAKHSTAN	26	18.5	24,000	2%	6%	2%	770,833	712
HUNGARY	21	12.7	14,500	2%	4%	1%	875,862	605
SAUDI ARABIA	16	16.6	18,200	1%	5%	2%	912,088	1,038
TOTAL	1384	326	1,062,000	100%	100%	100%	306,968	236

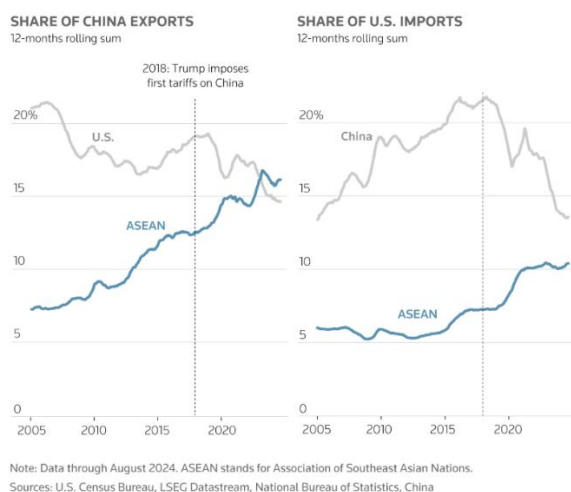
资料来源：Hinrich Foundation，申万宏源研究

图 18：越南、墨西哥投资增加



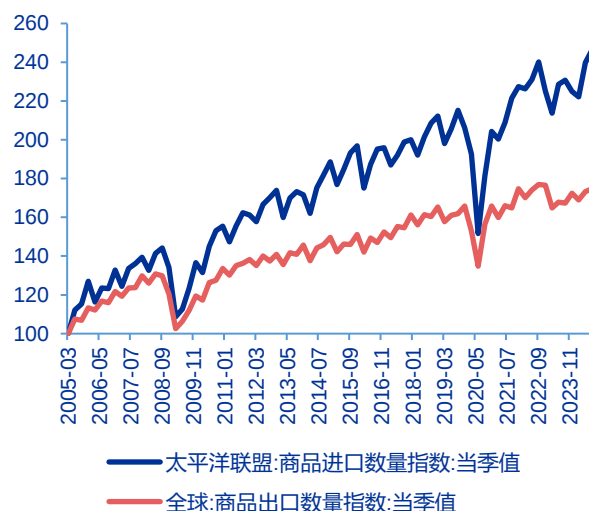
资料来源：Hinrich Foundation，申万宏源研究

图 19：中国和美国直接贸易减少，东盟从中受益，双向贸易增长



资料来源：Reuters，申万宏源研究

图 20：太平洋联盟贸易增速明显快于全球商品贸易增长（指数）



资料来源：Iifind，申万宏源研究

2018-2024 年，东盟国家转出口集装箱贸易估算约 320 万 TEU 左右，占亚洲区域内贸易的 5% 左右，全球集装箱贸易的 1.5%。占东盟-美国集装箱贸易量的比重接近 50%，美国进口集装箱量的 % 左右。

根据全球集装箱贸易网络分布分析，亚洲相关（出口和进口）贸易的集装箱运输量占全球集装箱贸易量比重达到 71%，其中以亚洲-欧洲（占比 8%）、亚洲-北美（占比 11%）和亚洲区域内（占比 31%）为主要航线。

表 5：各区域集装箱贸易占比分布（2024 年数据，%）

进口\出口	欧洲	北美	亚洲	中东/ISC	拉美	非洲	大洋洲
欧洲	12%	1%	8%	2%	1%	1%	0%
北美	2%	0%	11%	1%	1%	0%	0%
亚洲	3%	3%	31%	1%	1%	1%	1%
中东/ISC	2%	1%	5%	0%	0%	0%	0%
拉美	1%	1%	3%	0%	0%	0%	0%
非洲	1%	0%	2%	0%	0%	1%	0%
大洋洲	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

将 2024 年亚洲的集装箱贸易进一步拆分中国、日韩和东盟的贸易流向，上述提到的占比 31% 的亚洲区域内航线，则主要以中国-中国（占全球集装箱贸易量比重 6.6%）、中国-东盟（占比 5.2%）、东盟-中国（占比 3.4%）和东盟-东盟（占比 7.5%）为主。

对比 2024 年与 2018 年的贸易占比分布，中国-东盟的贸易占比由 2018 年的 3.8% 提升到 5.2%，增加 1.4pct；东盟-美国贸易占比由 2018 年的 1.7% 提升到 2024 年的 3.3%，增加了 1.6pct。一定程度上折射了东盟作为商品组装升级的“中转”地，间接实现了近些年中国-美国的贸易增量，估算约 320 万 TEU。

虽然估算的东盟中转货量占全球集装箱贸易比重仅 1.5% 左右，占亚洲区域内集装箱运输量的 5% 左右，但该货量占东盟出口至美国货量的比重接近 50%，占北美集装箱进口总量的比重约 9.4%。

表 6：2018 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布

进口\出口	中国	日韩	东盟
中国	6.5%	2.0%	3.1%
日韩	3.0%	1.4%	1.1%
东盟	3.8%	1.5%	7.5%
欧洲	4.8%	1.4%	1.5%
美国	5.5%	2.0%	1.7%

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

表 7：2024 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布

进口\出口	中国	日韩	东盟
中国	6.6%	1.3%	3.4%
日韩	3.0%	1.3%	0.9%
东盟	5.2%	1.6%	7.5%
欧洲	5.6%	1.2%	1.6%
美国	5.4%	2.6%	3.3%

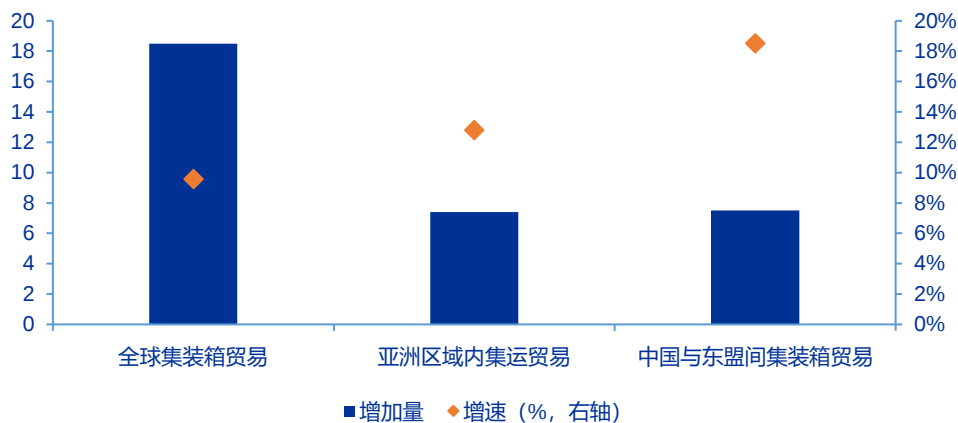
资料来源：Clarksons，申万宏源研究

3.2 去全球化和关税壁垒高筑背景下，未来生产链碎片化，生产环节间运输增加

2025 年新一轮的中美贸易摩擦可能继续加速中国产业转移，且考虑到对原产地成分的提高，有可能会有更多中间环节需要走出去。则原先产业物流园区带来的产业集群效应将下降，被省略的中间运输环节将随着生产环节的走出去而增加，即生产环节碎片化带来的物流运输增量。

2018 年-2024 年集装箱运输中约 40%增量来自于亚洲区域内运输，或中国与东盟国家之间的集装箱运输。

图 21：产业转移增加运输需求，2024 年 vs2018 年各地区集运贸易（百万 TEU）

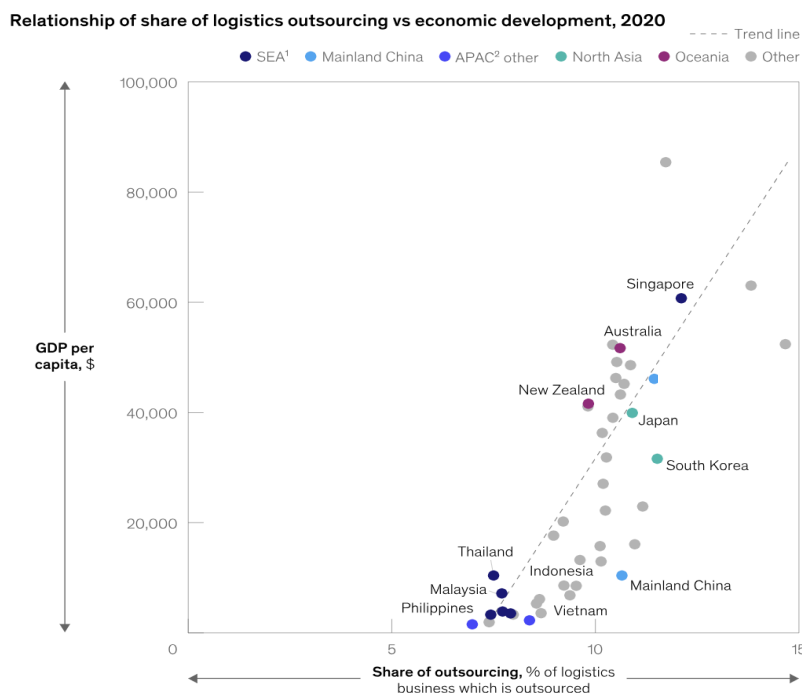


资料来源：Clarksons，申万宏源研究

从全球发展格局上看，第五轮的中国-东南亚的产业转移并未结束，考虑经济发展较为发达的地区物流外包水平低，中方企业继续去投资的空间有限。因此从人力及基础设施成本、地域风险以及投资空间看，未来东南亚仍是中国产业转移的主要方向。

因此亚洲区域内集装箱运输的需求，结合东南亚地区的经济发展，仍有望对需求端形成扎实的底部支撑。

图 22：物流外包程度会随着经济发展提高，东南亚地区较低的物流外包水平表明仍有较大的投资和发展空间

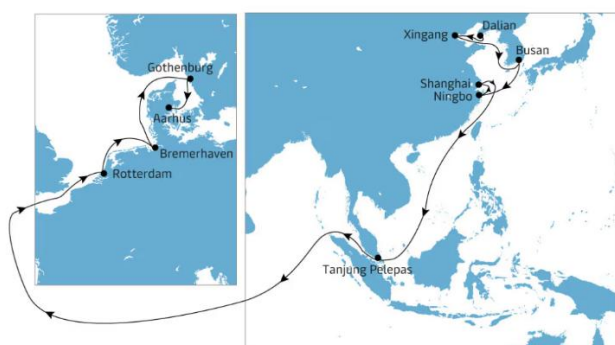


资料来源：Mckinsey，申万宏源研究

3.3 联盟变化催生航线模式切换，小船上量换大船效率提升

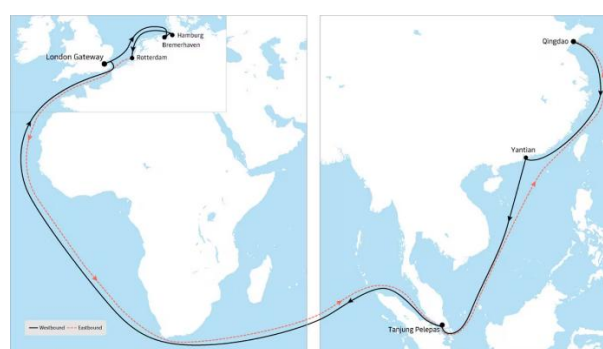
马士基（Maersk）与地中海航运（MSC）的 2M 联盟解散后，与德国赫伯罗特（Hapag-Lloyd）合作形成新的“双子星”联盟（Gemini），共同运营“双子星”海运服务网络的首航于 2 月 1 日开始，覆盖东西向贸易通道，由 29/27 条高效的干线以及 28/30 条灵活的穿梭快线组成（绕行好望角/通行苏伊士运河），计划投入 342/300 条船舶，或者 370/340 万 TEU。在“双子星”轴辐射式的网络模式下，公司挑选 12 个左右核心枢纽港，其他港口通过穿梭快线与枢纽港连接。核心枢纽港均为精心挑选的优质港口，或者由马士基/赫伯罗特自有或者控股码头，以此提高航班准班率至 90% 以上。

图 23： 2M 联盟时钟摆式航线从青岛-鹿特丹航线



资料来源：马士基公司官网，申万宏源研究

图 24： Gemini 轴辐射式航线青岛-鹿特丹航线



资料来源：马士基公司官网，申万宏源研究

2M 联盟时钟摆式航线从青岛-鹿特丹航线单程航行 55 天，Gemini 轴辐射式航线青岛-鹿特丹单程需 41 天，缩短 13 天，提高大船周转效率约 25%。假设变化需求守恒，减少的大船需求转化为对穿梭快线小船需求，测算预计青岛-鹿特丹航线单程将增加 3.4 艘 2000TEU 大小的船舶，假设干线以周班频率发船，则增加约 40 艘 2000TEU 大小的船舶（没有考虑港口效率提高带来的时间减少）。

表 8：运输模式变化后支线船增加测算

青岛-鹿特丹	
2M 联盟时单程时间（天）	55
2M 联盟时周班需船舶数量（艘）	15.71
Gemini 时单程时间（天）	41
2M 联盟时周班需船舶数量（艘）	11.71
效率提升	25%
单程需额外支线船（艘）	3.41
周班需额外支线船（艘）	40

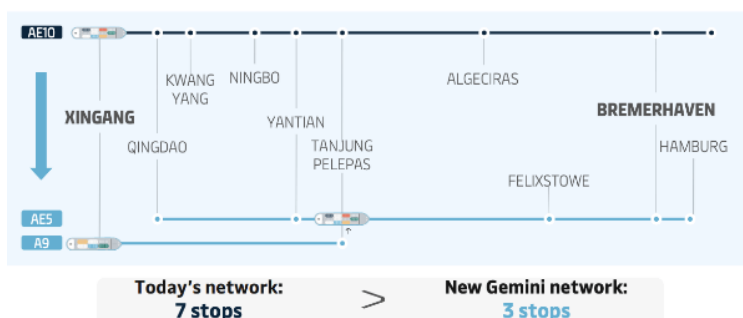
资料来源：申万宏源研究

注：未考虑港口效率提高带来的时间减少

以增加中小船支线运输的方式降低的干线大型船舶效率提高，意味着对中小型支线集装箱船需求增加，从马士基 2024 年年报可以看出，2024 年底相较于 2023 年，公司租入的 0-4699TEU 的中小型集装箱船增加了 30 艘，约 8.7 万 TEU，占据公司新增租入运力的主要部分。

图 25: Gemini 轴辐射航线减少干线运输港口挂靠

Example of a typical route in current and new network



资料来源: 马士基官网, 申万宏源研究

图 26: 马士基 2024 年增加租入小型船

Fleet capacity, year-end

	2024	2023	2024	2023
	TEU '000	TEU '000	Vessels	Vessels
Own container vessels				
0-4,699	458	476	135	141
4,700-7,999	277	277	45	45
8,000-14,999	678	707	71	74
> 15,000	1,027	903	57	50
Total	2,440	2,363	308	310
Chartered container vessels				
0-4,699	731	644	267	237
4,700-7,999	365	332	61	55
8,000-14,999	666	654	62	62
> 15,000	139	124	9	8
Total	1,901	1,754	399	362

资料来源: 马士基公司公告, 申万宏源研究

根据马士基与赫伯罗特发布的双子星运输网络规划, 东西向航线将布局 343 艘船舶, 合计 374.6 万 TEU。此外, 穿梭快线航线上共部署运力 92 艘, 合计 33.8 万 TEU, 平均大小约 3670TEU。

表 9: Gemini 航线网络东西向航线运力部署

航线	船舶数量 (艘)	平均大小 (K TEU)	运力 (K TEU)
Asia-Europe	97	17.1	1658.7
Atlantic	92	5.4	496.8
Transpacific	111	10.3	1143.3
Middle East	43	10.4	447.2

资料来源: Hapag-Lloyd 官网, 申万宏源研究

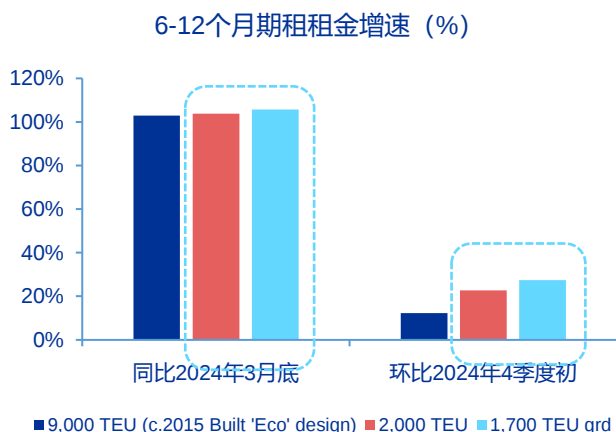
表 10: Gemini 航线网络穿梭快线运力部署

区域	船舶数量 (艘)	平均大小 (K TEU)	运力 (K TEU)
Europe	35	2.8	98
Middle East	14	3.9	54.6
Asia	41	4.4	180.4
North America	2	2.5	5

资料来源: Hapag-Lloyd 官网, 申万宏源研究

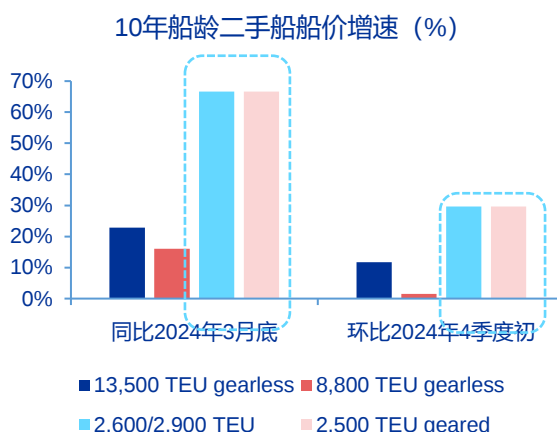
联盟切换后的大小船运价和船价表现看, 小型集装箱船的运价和二手船价, 在同环比上均比大型集装箱船更为坚挺。

图 27: 大型 vs 小型集装箱船期租同环比增速



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

图 28: 大型 vs 小型集装箱船二手船价同环比增速



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

3.4 事件扰动下小船灵活性优势更为明显

301 调查行动方案豁免小型集装箱船和中转运输。2025 年 4 月 17 日，美国贸易代表办公室（USTR）根据《贸易法》第 301 条款对中国在海事、物流和造船领域的主导地位进行调查后发布的行动通知。对非中国船东的中国建造的运力给予一定豁免条款，包括：小于 4000TEU、5.5 万载重吨，或 8 万载重吨干散货船舶；从距离美国大陆港口 2000 海里以内的其他国家港口或地区驶入的船舶。

此次变化相对利好小型集装箱船。大型集装箱船一定程度是可以通过小型船或者中转降低影响，但可能需比较三者的性价比。结合近期市场变化，4 千 TEU 以下的小型集装箱船正因关税带来的转口贸易增加而运力偏紧。后续可能有更多干线美国货物运输需要通过小船实现，小型集装箱船供给更加紧张，对运价形成进一步支撑。

图 29：301 调查行动方案前后对比

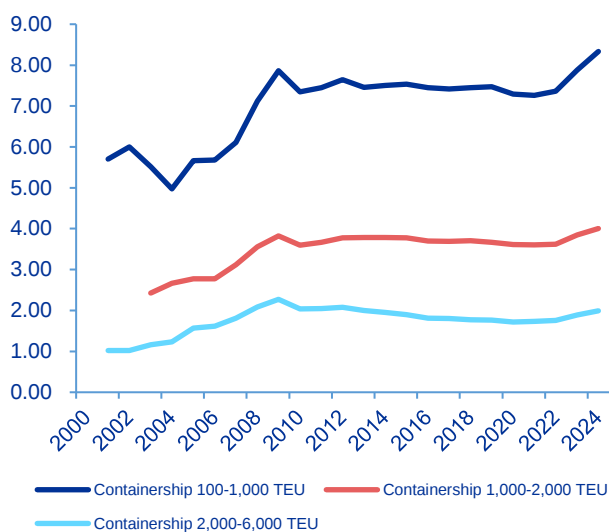
原方案收费细则				
	中国船东/中国运营商	拥有中国船厂建造船舶的船东船队	持有中国船厂手持订单的船东船队	
方案A	最高100万美元	最高150万美元	未来2年手持订单，中国造比例>50%，则最高100万美元； 未来2年手持订单，25%>中国造比例≥50%，则最高75万美元； 未来2年手持订单，0%>中国造比例≥25%，则最高50万美元	
方案B	1000美元/净吨	中国造比例>50%，则最高100万美元； 25%>中国造比例≥50%，则最高75万美元； 0%>中国造比例≥25%，则最高50万美元	未来2年手持订单，中国造比例≥25%，则最高100万美元；	
方案C		中国造≥25%，则最高100万美元；		

新方案收费细则				
	中国船东/中国运营商	中国建造的船舶		非美国建造的汽车运输船
	每净吨	每净吨	每TEU	每CEU
2025/04/17-	0	0	0	0
2025/10/14-	50	18	120	150
2026/04/14-	80	23	153	150
2027/04/14-	110	28	195	150
2028/04/14-	140	33	250	150
上限	单船每年最多收费5次	单船每年最多收费5次		
豁免条件	无	(1) 不适用于运输美国政府商品的船舶； (2) 不适用于以下情况： - 美国船东或美国国籍的船舶； - 空载抵达美国港口的船舶； - 小于4000TEU、5.5万载重吨，或8万载重吨干散货船舶； - 从距离美国大陆港口2000海里以内的其他国家港口或地区驶入的船舶； - 特种化学品船； - “大湖船”（为北美大湖区航行而特别设计的船舶）。		无
暂停		订购一艘同等/更大净吨的美国建造船舶，则可豁免费用，不超过3年	订购一艘同等/更大净吨的美国建造船舶，则可豁免费用，不超过3年	

资料来源：USTR，申万宏源研究

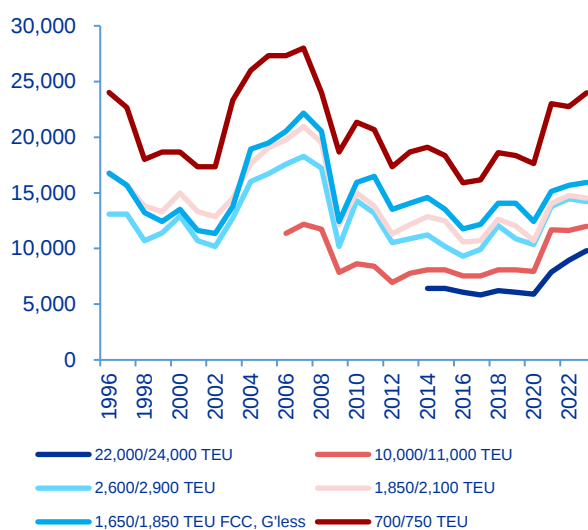
小型集装箱船对各种事件的变化最具灵活性，不仅对港口没有挂靠要求，全球各种航线也均可部署，劣势是在于单箱成本会高于大型集装箱船。因此，各种事件变化的最终结果就是比较运价和单箱成本之前是否可产生利润，若有则可灵活布局。该特点也让在黑天鹅和突然事件频发的背景下，放大小船的需求并平滑周期波动。

图 30: 单位 TEU 的 OPEX (美元/天/TEU)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

图 31: 单位 TEU 新造船价格 (美元/TEU)

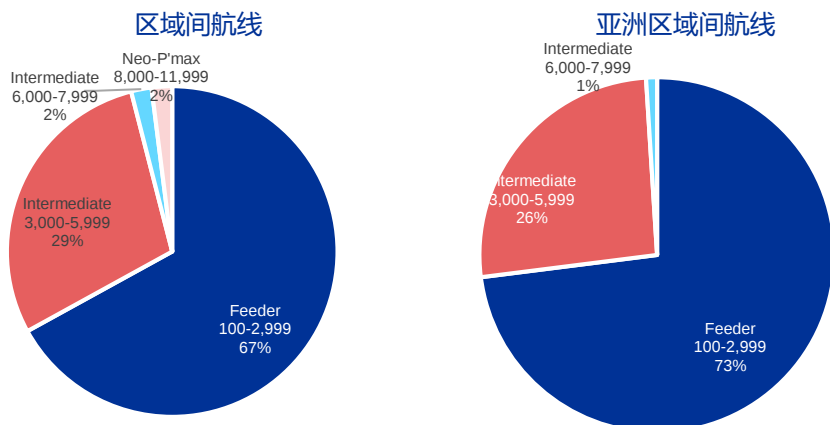


资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

4. 运力供给格局好, 明年净运力或出现负增速

亚洲区域间的集装箱运输主要用小型集装箱船, 从船型分布上看, 3 千 TEU 以下的支线型集装箱船占比达到 73%, 略大一些的中型集装箱船: 3-6 千 TEU 集装箱船和 6-8 千集装箱船占比分别为 26%和 1%, 平均大小为 1880TEU。

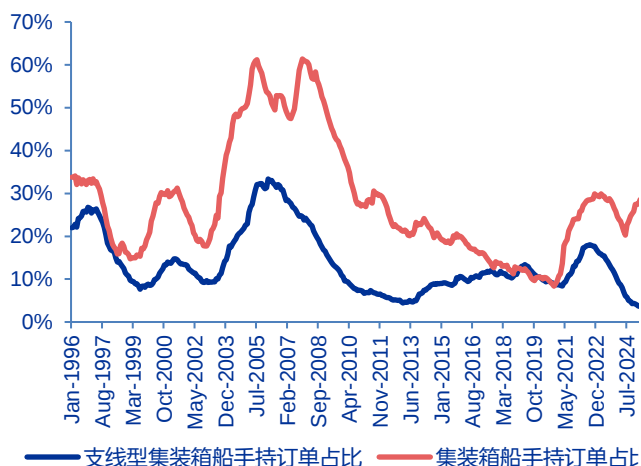
图 32: 区域间及亚洲区域间航线上船型分布



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

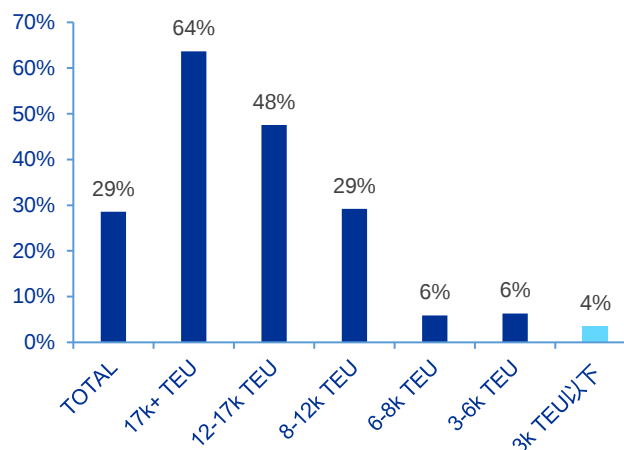
3 千 TEU 以下的支线型集装箱船供给端受到新船订单有限而老龄化严重的约束。虽然市场一直担忧集装箱船市场新增供给压力大, 但大量的新造船订单均为大中型集装箱船。克拉克森研究 4 月初手持订单数据显示, 目前集装箱整体的手持订单占比约为 29%, 为 2011 年以来的最高水平。从细分船型看, 1.7 万 TEU 的大型集装箱船手持订单比最高, 达到 64%, 而适用于亚洲区域内集运市场的船型 (6-8 千、3-6 千以及 3 千 TEU 以下) 的手持订单占比分别为 6%、6%和 4%。3 千 TEU 以下的支线型集装箱船手持订单占比最低。

图 33: 3k TEU 以下及总集装箱船手持订单占比 (%)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

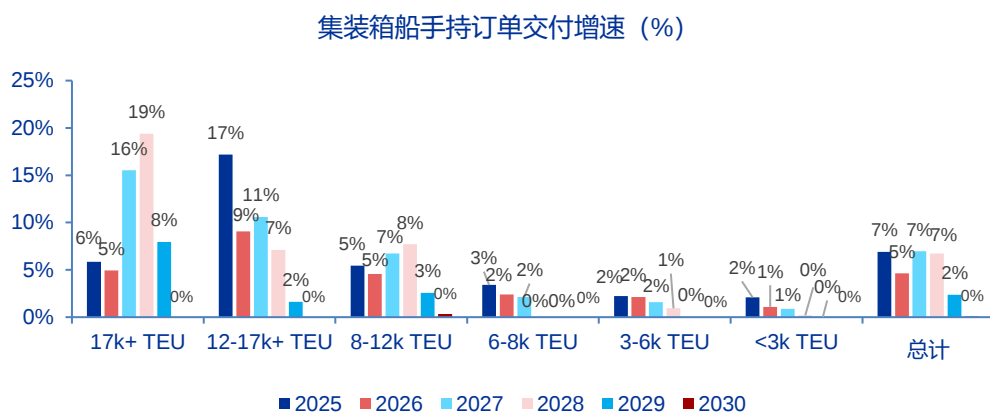
图 34: 2025 年 4 月初各船型手持订单占比 (%)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

从具体的交付节奏看, 2025 年预计交付量占船队比重为 2.1%, 2026 年为 1.1%, 2027 年为 0.9%, 2028 年为 0.2%。逐年交付有限, 新增供给压力远小于大型集装箱船。

图 35: 集装箱船手持订单交付增速 (%)



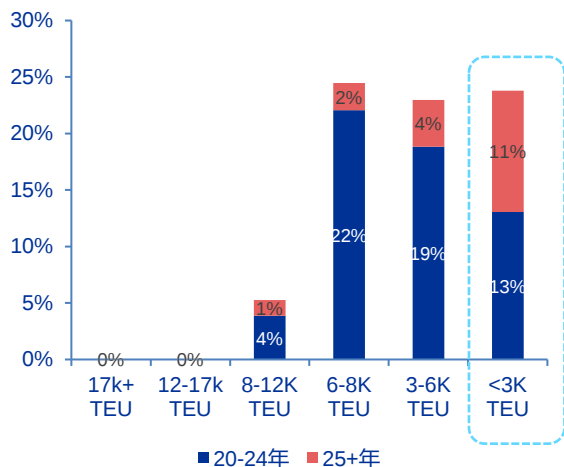
资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

然而, 小型集装箱船的老龄化问题尤为严重。3 千 TEU 以下集装箱船 20 年以上船龄的运力分布达到 24%, 其中 25 年以上的比重达到 11%。同样适用亚洲区域内的 6-8 千和 3-6 千 TEU 集装箱船 20 年船龄以上占比也分别达到了 24%和 23%。

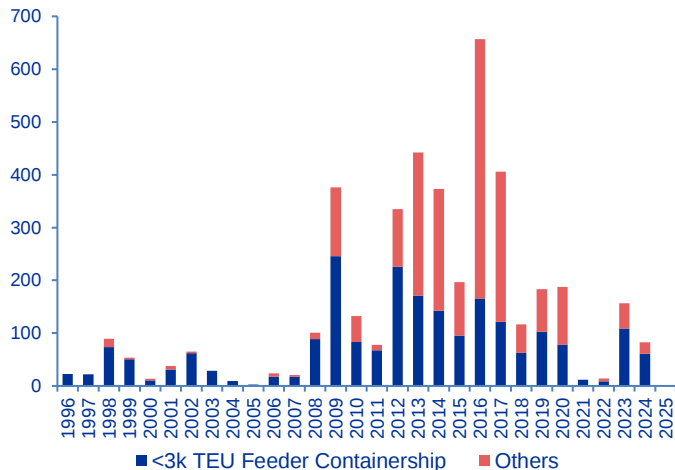
由于老龄化严重, 集装箱近些年陆续有老船拆解, 最近 4 年的 3 千 TEU 以下集装箱船的拆解占比接近 75%。即使是 2024 年因红海扰动导致全市场运价上涨的背景下, 依然有 58 艘, 8.3 万 TEU 的集装箱运力被拆解, 其中 52 艘, 合计 6.1 万 TEU 的运力为 3 千 TEU 以下的支线型集装箱船, 占比达到 73%; 2025 年初至今拆解的 3 艘集装箱船均为 3 千 TEU 以下的支线型船舶。最近 4 年拆解的集装箱船舶中, 3 千 TEU 以下支线型集装箱船平均占比达到 75%左右。

图 36: 各船型 20 及 25 年以上船龄占比 (%)

图 37: 集装箱船拆船船型分布(千 TEU)



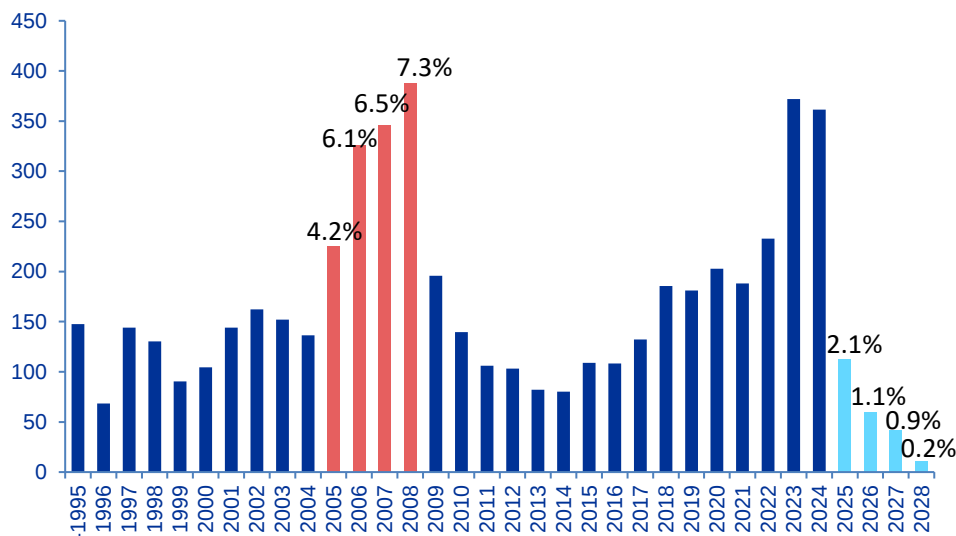
资料来源：Clarksons，申万宏源研究



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

新增运力赶不上老龄化速度，未来运力或出现负增速。从现有船队和手持订单的建造年份分布看，2025-2028 年达到 20 年船龄的运力（2005-2008 年建造）大幅攀升，单年占总运力比重分别为 4.2%、6.1%、6.5%和 7.3%；而 2025-2028 年的交付占比分别为 2.1%、1.1%、0.9%和 0.2%。

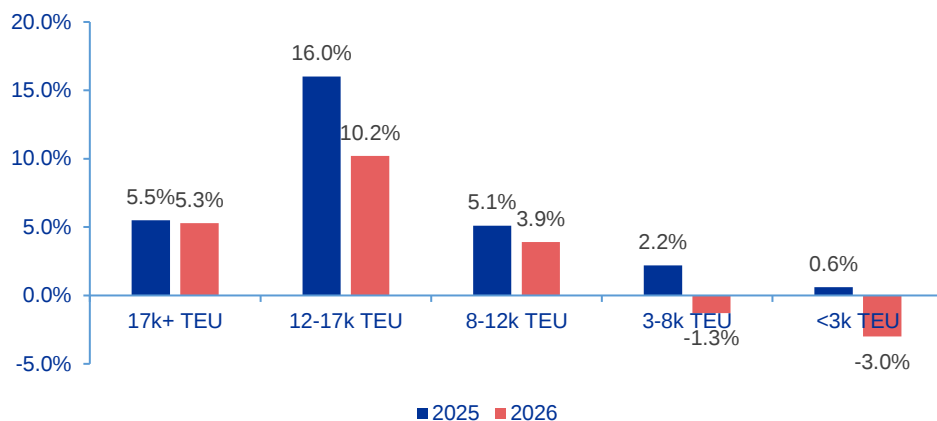
图 38：现役船队及手持订单的建造年份分布（截至 2025 年 4 月初，艘）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

根据克拉克森研究预测，2025 年 3 千 TEU 以下集装箱船供给增速仅 0.6%，2026 年预计下滑 3%。

图 39：克拉克森对各细分船型供给增速预测（截至 2025 年 4 月初）



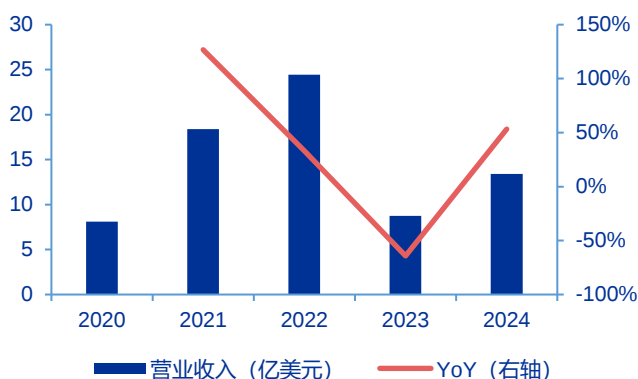
资料来源：Clarksons，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 主营业务介绍

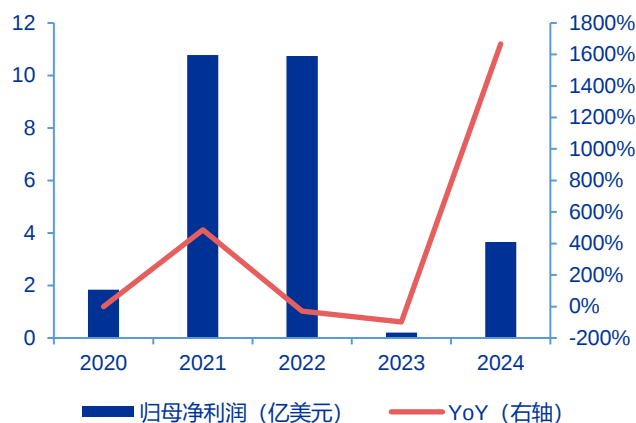
公司历史业绩随市场景气度波动。公司业绩整体呈上升态势，2023 年公司业绩出现较大调整，主因 2021-2022 年航运市场高运价导致的历史基数较高，航运市场进入调整期。此外，租入船租金的滞后性导致即期运价下行时高租金船舶经营压力变大。2024 年公司营收和归母净利润再回上行态势，分别同比增长 53%、1667%。

图 40：德翔海运营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 41：德翔海运归母净利润及增速



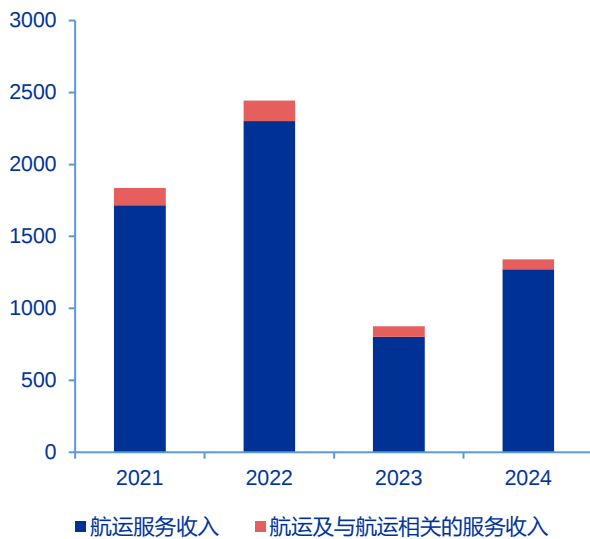
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

公司的业务主要聚焦于集装箱运输，也是历年来公司主营收入弹性的主要贡献来源，历年来公司集装箱航运的营收占比接近 95%。

成本端，最主要变量是货运量和单箱成本，而单箱成本较为稳定。主要包括（1）装卸费、仓储以及供电等货柜处理费用（2023 年占比 24.8%），一定程度上会随着公司总货运量变化；（2）自有及长期租赁船舶及货柜折旧开支（占比 22.5%），与公司购入/新造船舶及货柜的价格及数量有关，包括长期租入的船舶和货柜，按使用权资产折算，公司近些年新船增长较快，或会增加折旧费用支出；（3）船用燃油费用（占比 20.7%），对油价较

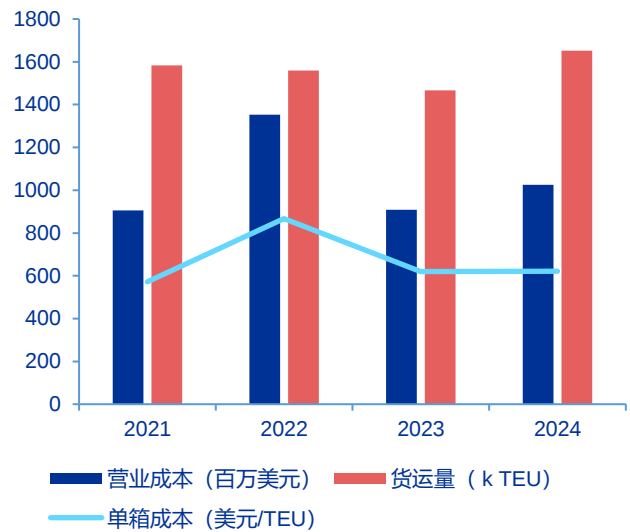
为敏感，除此之外，公司长运距航线增加也会增加燃油消耗，但降低港口费用（挂港频率降低）；（4）货柜租赁及堆场费用（占比 11.4%），与公司租赁货柜数量有关，但公司未来有望提高自有货柜比例，从而降低货柜租赁费用，但会增加自有货柜的折旧成本；（5）船员福利开支、维修费、零件成本及保险费等船舶运营成本（占比 7.1%），船员薪资一般随着经济发展有小幅稳步抬升，而维修和保险与船舶保养状态有关，公司船队年轻，因此这方面成本压力较小；（6）拖轮费、引航费及泊位等港口费用（占比 5.2%），与挂港频次有关；（7）一年及以下短期租船租金费用（占比 5.0%），外租船的期租租金费用与公司外租船比例与市场租金水平有关；（8）其他等（占比 3.4%）。

图 42：德翔海运营业收入构成（百万美元）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

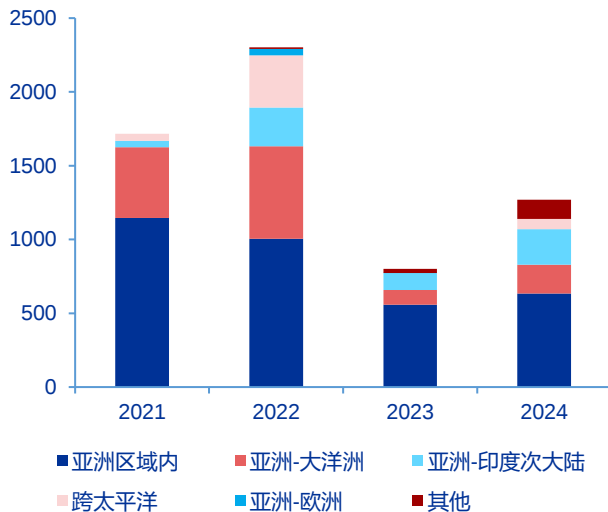
图 43：德翔海运营业成本 vs 货运量



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

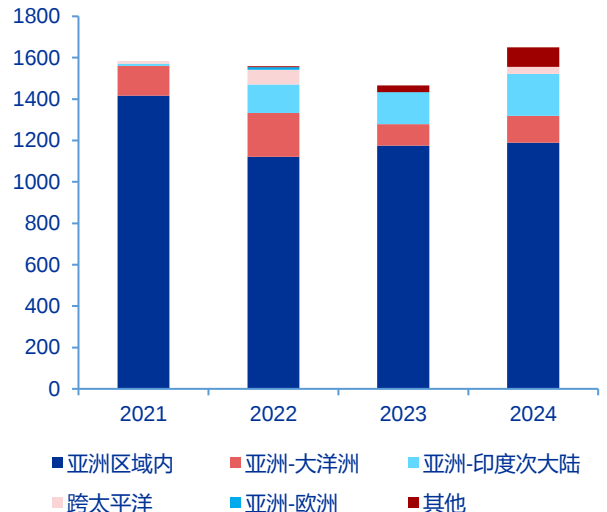
亚洲区域内市场仍是公司最主要的营收和货运量来源。2024 年公司营收中约 50%来自于亚洲区域内市场，货运量占比达到 72%。但因亚洲区域内市场竞争激烈，单箱运费较低，因此公司营收的弹性主要来自于其他航线（货运量占比 28%，营收占比 50%）。

图 44：德翔海运营业收入按航线划分 (k TEU)



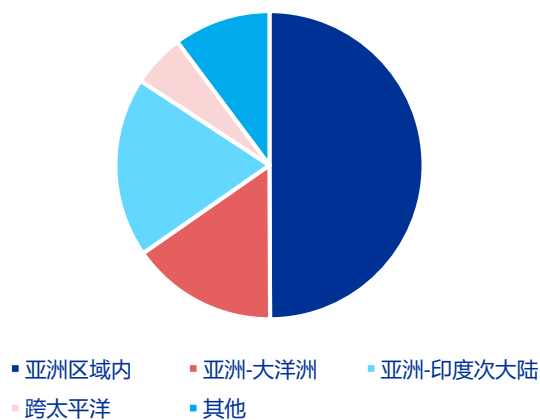
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 45：德翔海运货运量按航线划分 (k TEU)



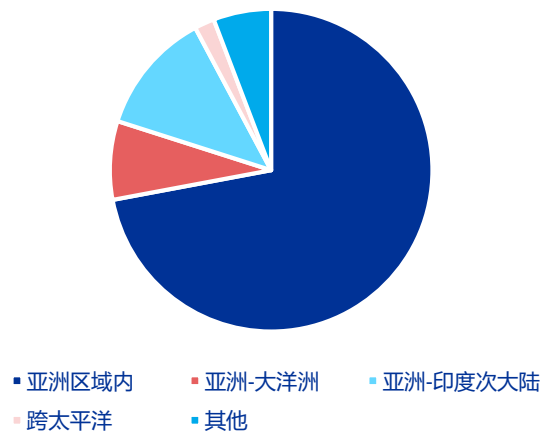
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 46：德翔海运 2024 年营业收入按航线划分 (%)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

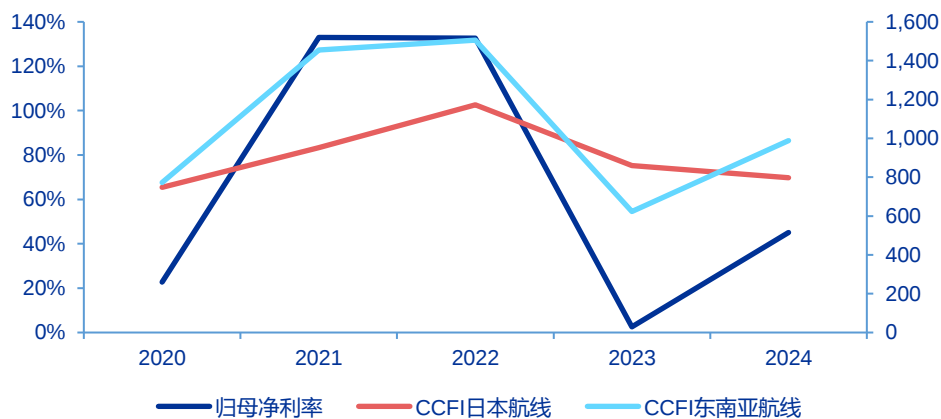
图 47：德翔海运 2024 年货运量按航线划分 (%)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

公司的营收和成本拆分开，主要取决于货运量、单箱收入、单箱成本这个核心因素。货运量往往和市场货运需求与公司运力扩张节奏有关，单箱收入取决于市场景气度，单箱成本取决于公司经营能力。2021 年起集运市场开启牛市行情，公司业绩随之提升，伴随着东南亚市场的结构性繁荣，2021-2024 年公司净利率波动态势与 CCFI 东南亚航线运价指数高度相近。

图 48：公司归母净利率变化与东南亚航线运价相近



资料来源：公司公告，Clarksons，申万宏源研究

5.2 盈利预测

核心假设-营收

货运量：

- ① 公司目前拥有 7 艘手持订单，2025 年无新船交付，2026 年计划交付 1 艘 7000TEU 的集装箱船，2027 年交付剩余 6 艘，合计 5.77 万 TEU。根据 2025-2027 年交付

运力节奏，假设租入运力和租出运力维持 2024 年水平，公司 2025-2027 年控制的运力增速分别为 0%、6.3%和 47.9%。

- ② 克拉克森研究对 2025-2026 年亚洲区域内集装箱贸易增速预测分别为 2.8%和 3.0%。参考东南亚的经济增速，假设 2025-2027 年亚洲区域内货运量增速约 3%。
- ③ 结合运力增速和市场需求增速，**假设 2025-2027 年货运量增速分别为 1.6%、4.7%和 25.5%。**

运价：

- ① 参考 CCFI 中国-东南亚运价，2024 年指数均值为 988.7 点，2024 年红海扰动带来的运价上行主要在下半年，下半年均值为 1178.4 点。2025 年初至今均值为 1031.2 点，考虑到美国对东盟国家的关税给予 90 天豁免期，预计上半年东南亚市场整体运价维持高位，下半年关税变化以及红海扰动的变化仍存在不确定性，假设运价逐步下滑。假设 2025 年 CCFI 中国-东南亚航线平均 980 点，较 2024 年略有下滑。
- ② 2026-2027 年考虑到红海复航可能性提升，以及大型船舶交付可能导致供给压力向上传导给小型集装箱船市场，但小型集运市场可能受到需求端的东南亚产业转移加速、双子星航线模式变化以及其他突然事件导致的需求增加，运价跌幅可能较干线市场跌幅温和。分别假设 2026-2027 年 CCFI 中国-东南亚航线下滑 8%和 6%至 900 点和 850 点。
- ③ 结合公司历史单箱运费和 CCFI 东南亚航线的关系，得到 **2025-2027 年公司单箱运费分别为 784、720、680 美元/TEU。**

预计公司 2025 年-2027 年营业收入可达到 13.51 亿美元、12.99 亿美元、15.39 亿美元，同比分别增长 0.8%、-3.9%、+18.5%。

表 11：德翔海运营业收入预测

百万美元	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
控制运力 (K TEU)	98	110	90	113	113	121	178
y-o-y (%)	37.35%	12.25%	-18.31%	26.29%	0.02%	6.25%	47.86%
自有运力 (K TEU)	64	76	69	90	90	97	155
租入运力 (K TEU)	34	34	21	23	23	23	23
集装箱运量 (K TEU)	1,584	1,559	1,466	1,652	1,679	1,758	2,206
y-o-y (%)	5.08%	-1.54%	-5.95%	12.67%	1.62%	4.69%	25.49%
CCFI 上海-新加坡	1,456	1,506	623	989	980	900	850
单箱运费 (美元/TEU)	1084	1476	547	769	784	720	680
y-o-y (%)	101.46%	36.20%	-62.96%	40.69%	1.93%	-8.16%	-5.56%
航运收入 (百万美元)	1,716	2,302	802	1,271	1,283	1,234	1,462
航运及相关服务收入 (百万美元)	121	142	73	70	68	65	77
营业收入 (百万美元)	1837	2443	875	1340	1351	1299	1539
y-o-y (%)	126.72%	32.98%	-64.21%	53.26%	0.79%	-3.85%	18.48%

资料来源：Wind，上海航交所，申万宏源研究

核心假设-成本

- ① 装卸费、仓储及供电等货柜处理费主要跟随货运量波动，2025-2027 年成本根据波动幅度挂钩货运量增速；
- ② 折旧成本参考未来固定资产价值及历史折旧率进行计算；
- ③ 船用燃油成本，主要为燃油价格波动。假设 2025-2027 年燃油价格每年下滑 2%；
- ④ 船员福利开支、维修费、零件成本及保险费等，参考历史单箱成本和货运量假设；
- ⑤ 短期租船租金，假设跟随单箱运费波动。

预计公司 2024 年-2026 年营业成本可达到 10.33 亿美元、10.23 亿美元、11.47 亿美元，同比分别+0.7%、-1.0%、+12.1%。

表 12：德翔海运营业成本预测（百万美元）

百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F	2027F
装卸费、仓储及供电等货柜处理费	301	353	225	309	317	318	388
y-o-y (%)		17.11%	-36.21%	37.05%	2.60%	0.41%	22.01%
自有及长期租赁船舶及货柜折旧开支	121	242	204	228	250	242	260
y-o-y (%)		100.20%	-15.58%	11.72%	9.54%	-3.25%	7.59%
船用燃油成本	164	313	188	190	185	186	224
y-o-y (%)		90.80%	-40.00%	1.04%	-2.45%	0.50%	20.47%
货柜租赁及堆场费用	95	156	104	102	97	92	86
y-o-y (%)		64.46%	-33.59%	-1.44%	-4.88%	-5.14%	-6.50%
船员福利开支、维修费、零件成本及保险费等	47	65	64	70	62	68	75
y-o-y (%)		38.96%	-2.09%	8.87%	-10.49%	8.94%	10.40%
拖船服务费、引航费及泊位等港口费用	42	54	47	45	49	47	47
y-o-y (%)		29.66%	-13.33%	-4.36%	8.40%	-3.77%	-0.08%
一年及以下短期租赁租船租金	88	108	46	43	44	40	38
y-o-y (%)		23.25%	-58.01%	-5.39%	1.93%	-8.16%	-5.56%
其他（佣金费用等）	47	59	30	37	37	37	37
y-o-y (%)		25.21%	-48.75%	21.19%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	906	1352	908	1025	1033	1023	1147
y-o-y (%)		49.25%	-32.82%	12.88%	0.74%	-0.97%	12.12%
单箱成本（美元/TEU）	572	867	619	621	615	582	520
y-o-y (%)		51.59%	-28.57%	0.18%	-0.90%	-5.37%	-10.65%

资料来源：Wind，申万宏源研究。注：2024 年分项成本为估算值，总营业成本为实际值

我们预测公司 2025-2027 年毛利分别为 3.18、2.76、3.92 亿美元，毛利率分别为 23.5%、21.2%和 25.5%。2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.78、3.34 和 4.49 亿美元，分别同比+3.3%、-11.5%和+34.3%。

表 13：德翔海运净利润预测（百万美元）

百万美元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	931	1091	-34	315	318	276	392
毛利率 (%)	50.69%	44.66%	-3.86%	23.50%	23.54%	21.25%	25.47%
归母净利润	1078	1075	21	366	378	334	449
y-o-y (%)		-0.30%	-98.07%	1666.93%	3.28%	-11.54%	34.30%

资料来源：Wind, 申万宏源研究

5.3 公司估值

集运市场具有典型的周期属性，采用可比公司估值法。依据我们盈利预测，2025-2027 年德翔海运归母净利润分别为 3.78、3.34 和 4.49 亿美元，按目前公司市值计算，公司 2025-2027 年 PE 分别为 4.2、4.8 和 3.6 倍。对比业务类型相似的海丰国际和锦江航运，其 2025-2027 年 PE 估值分别为 8.5、10.3、11.2 和 16.8、17.3 和 16.4 倍，即使是 PE 估值相对低位的中远海控港股，其 2025-2026 年 PE 水平为 7.1 和 9.3 倍，德翔海运的 PE 估值水平仍显著低于其他可比公司。若 2025 年对标估值相对低位的中远海控港股，则德翔海运向上仍有 67%，若是对标海丰国际，则向上空间为 102%。因此，我们仍为公司当前估值向上仍有 67%-102% 空间。若是今年 3-4 季度运价表现继续超预期，市场继续上修公司全年盈利预测，则向上空间进一步放大。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：重要可比公司对比

公司	代码	2024 年营收 (百万美元)	归母净利润 (百万美元)					PE				PB
		2024	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2024
德翔海运	2510.HK	1340	366	378	334	449	4.4	4.2	4.8	3.6	0.8	
海丰国际	1308.HK	3508	1028	1042	859	790	8.6	8.5	10.3	11.2	3.7	
锦江航运	601083.SH	821	142	133	129	136	15.7	16.8	17.3	16.4	1.9	
中远海控	601919.SH	32533	6841	3523	2674	2587	4.8	9.4	12.3	12.8	1.0	
中远海控	1919.HK	32533	6841	3763	2850		3.9	7.1	9.3		0.8	
东方海外	0316.HK	10702	2577				4.2				0.8	
万海	2615.TW	5260	1470				6.4				1.2	

资料来源：Wind, 申万宏源研究；

注：德翔海运盈利预测为本报告预测，海丰国际为申万宏源证券研究所预测，其他标的盈利预测为 Wind 一致预期。

数据截至 2025 年 6 月 10 日；假设 2025-2027 年美元兑人民币汇率为 7.2

5. 风险提示

全球宏观经济衰退：全球经济衰退拖累外贸运输需求，导致运价下行。

关税政策升级：美国对东盟等地区关税反复，导致亚洲区域内集运需求减少

红海复航：2024 年红海绕行带来的集运供给缺口一直是支撑运价的重要因素，若红海复航，则供给释放，导致运价承压。

新造船订单大量释放：小型集装箱船供给端偏紧有利于支撑运价，若新船订单大量释放，则也可能拖累运价。

合并损益表

单位: 百万元 (美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	874.60	1,340.40	1,350.95	1,298.80	1,539.33
主营收入	874.60	1,340.40	1,350.95	1,298.80	1,539.33
营业成本	-908.39	-1,025.37	-1,033.27	-1,022.84	-1,147.36
销售及营销费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一般行政管理费用	-44.24	-41.51	-41.83	-40.22	-47.67
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	46.51	71.41	71.97	69.19	70.04
利息收入	0.00	0.00	25.51	26.84	30.47
利息支出	44.37	18.97	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.00	2.02	4.61	2.54	4.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经常性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
除税前利润	13.84	365.92	377.93	334.31	448.98
所得税	6.54	0.29	0.30	0.26	0.35
净利润	20.38	366.20	378.22	334.57	449.33
少数股东损益及其他	-0.33	0.29	0.30	0.26	0.35
归属普通股股东净利润	20.71	365.91	377.93	334.31	448.97

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

单位: 百万元 (美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	817.08	584.19	998.10	1,307.15	1,288.64
现金及等价物	716.34	422.13	838.85	1,151.06	1,108.15
应收款项	77.47	118.79	119.72	115.10	136.42
存货	21.72	26.95	23.22	24.67	27.76
其他流动资产	1.56	16.31	16.31	16.31	16.31
非流动资产	1,342.66	1,737.48	1,703.19	1,726.87	2,216.75
长期投资	6.42	4.35	4.35	4.35	4.35
固定资产	1,181.25	1,597.62	1,563.33	1,587.01	2,076.89
投资物业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及商誉	0.80	0.73	0.73	0.73	0.73
其他非流动资产	154.19	134.78	134.78	134.78	134.78
资产总计	2,159.74	2,321.67	2,701.29	3,034.02	3,505.39
流动负债	255.65	231.10	232.50	230.65	252.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	170.98	189.85	191.25	189.40	211.44
其他流动负债	84.67	41.25	41.25	41.25	41.25
非流动负债	132.54	115.38	115.38	115.38	115.38
负债合计	388.18	346.49	347.88	346.04	368.08
股本	140.00	277.21	277.21	277.21	277.21
总储备	1,631.39	1,697.50	2,075.42	2,409.73	2,858.70
其他股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非控股权益	0.16	0.47	0.77	1.04	1.39
权益总额	1,771.56	1,975.18	2,353.41	2,687.98	3,137.31
负债和股东权益合计	2,159.74	2,321.67	2,701.29	3,034.02	3,505.39

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

单位: 百万元 (美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20.38	366.20	378.22	334.57	449.33
经营活动现金流	129.00	480.66	548.40	531.47	731.08
投资活动现金流	-169.99	-517.25	-157.20	-246.09	-804.47
融资活动现金流	-562.87	-256.93	26.19	27.52	31.15
净现金流	-603.86	-293.53	416.71	312.21	-42.91

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。