

# 全球航运：产业重塑，航路新启

华泰研究

2024年10月25日 | 中国内地

深度研究

交通运输

增持 (维持)

水路运输

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570520080001  
SFC No. BIR018

林珊

linshan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2209

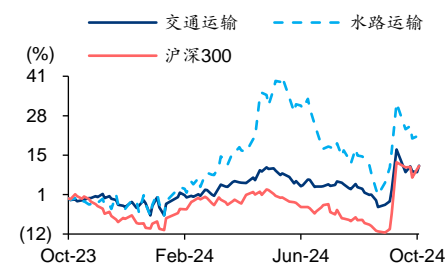
研究员

SAC No. S0570516110001  
SFC No. BCG366

沈晓峰

shenxiaofeng@htsc.com  
+(86) 21 2897 2088

## 行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

## 重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
海丰国际	1308 HK	29.70	买入
中远海控	1919 HK	14.60	买入
中远海控	601919 CH	19.00	买入

资料来源: 华泰研究预测

### 从“全球化”到“区域化”，供应链分工和协作为全球货量提供增长潜能

全球航运市场的演变和发展与世界经济和国际贸易紧密相连，彼此相互影响、相互促进。集装箱运输（集运）作为国际贸易中不可或缺的运输方式，大幅提升了货物运输效率，降低了国际运输成本。反之，全球贸易的扩张也推动了集运市场的快速增长。集运公司为应对不同的贸易需求推动了航线的调整，而航运线路的优化则提升了国际贸易的流动性和效率。中美贸易摩擦、新冠疫情和地缘冲突暴露了全球供应链的脆弱性，促使供应链的区域化和本地化。区域内的供应链协作和深化增加了原材料、半成品和成品在区域内的流通，为全球集运货量提供增长潜能。相比远洋市场的单一性，我们更看好区域市场和新兴市场航线的增长潜力。

**产业转移并非单一事件的结果，是经济周期、政治因素和事件性的共同推动**从国际贸易发展的历史进程我们不难发现，产业转移早在2008年金融危机之后就已经开始，而中美贸易摩擦和新冠疫情加速了这一进程。1) 产业转移 1.0: 08年金融危机后，许多跨国公司为了维持利润率，选择将劳动密集型产业转移到劳动力成本更低的东南亚国家。2) 产业转移 2.0: 2017年以来的中美贸易摩擦加速了更多行业从中国转向东南亚以缓解关税压力。3) 产业转移 3.0: 2020年新冠疫情暴露了全球供应链的脆弱性，更多的生产转向区域化或本地化，以降低全球运输和物流中断的风险。以上产业转移进程表明，全球供应链布局的调整并非单一事件的结果，而是全球经济周期、政治因素和黑天鹅事件的共同推动。

### 拉丁美洲、中东和非洲成为除东南亚以外的新目的地

疫情促使企业加速将生产线转移至东南亚，以减少对单一国家的依赖；同时，进一步布局拉丁美洲、中东和非洲。这一趋势受到了供应链多元化需求、低劳动力成本、基础设施投资、资源丰富性以及各国政府政策支持的推动。拉丁美洲/中东/非洲日益成为除东南亚以外，全球产业转移的新目的地，承接了部分劳动密集型制造业、资源开发和技术型产业的转移。这不仅有助于分散全球供应链的风险，也为这些新兴市场带来了经济发展的新机遇。

### 航运市场：贸易摩擦深化全球供应链的复杂性和分散性，货量不降反增

全球货运量在经济周期的波动中展现出显著的韧性，这主要得益于全球贸易网络的复杂性和供应链的广泛布局。尽管受到诸如金融危机、贸易摩擦、新冠疫情和地缘冲突等冲击，全球货运量往往能够较快恢复，原因在于国际贸易的多样化和区域内外市场的互补性。同时，新兴市场的经济增长和贸易活动也在一定程度上弥补了中美贸易摩擦带来的负面影响，2017-2019年全球集运货量同比仍保持7.6%/3.8%/2.5%的增长。

### 投资建议：区域市场更具韧性和成长性；远洋市场预期差大，弹性强

在个股选择上，中长期我们更看好那些专注于区域市场的中小型船公司，能够更好地适应区域市场需求的变化，并通过灵活的运营模式在新兴市场中占据重要地位，其在区域市场的长期竞争力将不断提升，个股推荐-海丰国际：盈利兼具韧性和成长性+高分红（派息政策：70%分红率，当前股价对应24E 11%股息率）。短期内，由于红海绕行、中美贸易等不确定性因素，市场对远洋船公司盈利分歧大。个股推荐-中远海控：运力规模全球第四。当前市场预期悲观，估值吸引，股价弹性强（我们预计24年末净现金1,514亿元，净现金占A/H市值比分别为64%/87%）。

风险提示：地缘政治风险，全球经济衰退，运价低于预期，有效供给高于预期，竞争格局恶化。



## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>4</b>
<b>世界贸易发展和演变：从“全球化”到“区域化”</b> .....	<b>5</b>
从“工业革命”到“全球供应链”到“产业重塑”.....	5
全球化供应链：WTO，外企到中国.....	6
产业转移 1.0：劳动力成本上升，从中国到东南亚.....	7
产业转移 2.0：中美贸易摩擦，加速向东南亚转移.....	8
产业转移 3.0：新冠疫情，布局拉丁美洲/中东/非洲.....	8
<b>集装箱运输：区域市场货量活跃，加速布局新兴市场航线</b> .....	<b>10</b>
产业转移带动新兴市场货量增长加快.....	12
区域市场和新兴市场货量占比提升.....	13
<b>未来展望：供应链和贸易区域化，区域市场航线主导地位凸显</b> .....	<b>15</b>
穿越经济周期，全球货量增长显韧性.....	16
运价和盈利：高波动高弹性.....	17
运价波动率：远洋市场>区域市场.....	17
大船供给显著增加，中小船供给趋紧.....	19
<b>航运业的绿色转型</b> .....	<b>22</b>
欧盟积极推动碳减排机制.....	22
IMO 环保新规将推动老旧船拆解.....	23
<b>投资建议：区域市场更具韧性和成长性；远洋市场高弹性</b> .....	<b>25</b>
中小型船资产凸显稀缺性.....	25
个股推荐.....	25
风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1：全球：货物进出口总额（美金）.....	5
图表 2：全球：货物出口额 vs 集装箱海运量.....	5
图表 3：全球：主要经济体占全球货物出口额比重（美金）.....	7
图表 4：中国：货物进出口额占全球比重（美金）.....	7
图表 5：中国出口：美国/东盟/欧盟占中国出口额变化.....	8
图表 6：中国进口：美国/东盟/欧盟占中国进口额变化.....	8
图表 7：外商直接投资金额（FDI）.....	9
图表 8：全球集运：货量分布（2023 年）.....	10
图表 9：全球集运：货品种类分布（2023 年）.....	10
图表 10：全球集运：船舶运力分布（2024 年 9 月）.....	10
图表 11：亚洲至美西：航线示意图.....	11
图表 12：亚洲至美东：航线示意图.....	11



图表 13: 亚洲至欧洲: 航线示意图 .....	11
图表 14: 亚洲至欧洲: 途径苏伊士运河 vs 绕行好望角 .....	11
图表 15: 亚洲区域市场: 航线示意图 .....	11
图表 16: 美洲区域市场: 航线示意图 .....	11
图表 17: 全球集运: 前三大航线货量同比增速 (年度) .....	12
图表 18: 全球集运: 各航线货量年复合增速 (2011-2017 年 vs 2017-2023 年) .....	13
图表 19: 全球集运: 前七大航线货量占比变化 (2011 vs 2017 vs 2023 年) .....	14
图表 20: 全球集运: 全球前 15 航线货量占比变化 (2011 年 vs 2023 年) .....	14
图表 21: 全球: 集装箱货量同比增速 (分航线) .....	15
图表 22: 远洋航线 vs 区域市场航线货量占比 .....	15
图表 23: 远洋航线 vs 区域市场航线货量同比增速 (年度) .....	16
图表 24: 全球: GDP/货物出口金额/集装箱海运量同比增速 (年度) .....	16
图表 25: 集装箱运价指数 (SCFI,CCFI) .....	17
图表 26: 东南亚集装箱运价指数 (SEAFI) .....	17
图表 27: 美西: 集装箱运价 .....	17
图表 28: 欧洲: 集装箱运价 .....	17
图表 29: 全球集运: 远洋航线运价波动率 (亚洲至欧美) .....	18
图表 30: 全球集运: 美洲区域市场运价波动率 .....	18
图表 31: 全球集运: 亚洲区域市场运价波动率 .....	18
图表 32: 东南亚: 集装箱运价指数 (SEAFI) .....	19
图表 33: 新兴市场: 集装箱运价 .....	19
图表 34: 全球集运: 新造船订单占比现有运力比重 (按船型大小) .....	19
图表 35: 集运: 现有船舶运力分布 (2024 年 9 月) .....	20
图表 36: 集运: 新造船订单运力分布 (2024 年 9 月) .....	20
图表 37: 全球集运: 供给增速 vs 需求增速 (同比) .....	20
图表 38: 全球集运: 区域市场供给增速 vs 需求增速 (同比) .....	21
图表 39: 全球航运: IMO 排放目标 .....	23
图表 40: 集运: 旧船拆解率 .....	23
图表 41: 集运: 船龄分布 (2024 年 9 月) .....	23
图表 42: 集运: 新造船占比现有运力比重 vs 老船占比 (2024 年 9 月) .....	24
图表 43: 全球排名前 15 集运公司市场份额 (2024 年 9 月) .....	25
图表 44: 全球排名前 20 集运公司: 航线占比分布 (2024 年 9 月) .....	26
图表 45: 全球排名前 20 集运公司: 船型大小分布 (2024 年 9 月) .....	26
图表 46: 全球集运: 可比公司估值表 .....	27
图表 47: 重点公司推荐一览表 .....	27
图表 48: 重点推荐公司最新观点 .....	28

## 投资要点

### 不同于市场的观点

当前全球经济环境和地缘政治正处于深刻变局中，市场担忧贸易保护主义抬头、产业转移对全球航运市场产生负面影响。然而，我们认为全球供应链的复杂性和分散性对船公司提出了更高的运营要求，同时也为其提供了新的发展机遇。随着全球贸易格局的变化，供应链变得更加多元化和分散化，货物运输不再局限于传统的固定航线，而是跨越多个区域和新兴市场。这种复杂的物流需求要求船公司具备更高的灵活性和运营效率，以应对变化的市场。船公司需要优化航线布局，提升船舶管理能力，确保在多区域、多节点的运输网络中保持有序运转。另一方面，随着新兴市场的崛起，船公司需要开拓新航线、提供定制化物流解决方案，满足更加分散化的客户需求。从盈利方面，不确定性增加的市场往往导致短期内市场的供需错配，体现出运价的高波动和盈利弹性；中长期维度，更加复杂多样化的物流需求往往伴随船公司更高且多样的收费，从而推高航运业的运价和盈利中枢。

### 全球供应链重塑带动区域市场和新兴市场货量占比提升

全球供应链的演变不仅对不同航线的增速产生了影响，不同航线在全球市场的占比也随之发生变化。跨国企业在不同地区设立生产基地，使得一些区域内航线的货运需求大幅上升。例如，亚洲内部的制造业协作和供应链整合，使得亚洲区域内货运量占全球货量的比重稳步提升。而另一方面，由于供应链多元化，部分企业将生产从亚洲转移至其他低成本地区，如拉美或非洲，促使这些新兴市场的航线占比也相应上升。

2001-2023 年期间，全球集装箱货量年复合增速为 5.0%，其中区域市场/远洋市场货量年复合增速分别为 5.8%/3.6%。市场占比方面，区域市场航线占比呈现稳步上升趋势，从 2001 年的 61.1% 上升到 2023 年的 71.2%；远洋航线的货量呈现逐年下降的趋势，由 2001 年的 38.9% 下降至 2023 年的 28.8%。

我们预计 2024/2025 年，区域市场货量增速为 4.5%/3.4%，远洋航线货量增长为 6.9%/1.4%（远洋市场 24 年增速较高主因 23 年低基数和 24 年美国补库推动）。我们预计 2025 年区域市场货量占比将进一步提升至 71.7%。

### 穿越经济周期，全球货量依靠供应链调整和多样化市场展现强劲的韧性

自 2017 年以来，中美贸易摩擦对全球贸易环境产生了显著影响。然而，尽管关税压力增加，2017 至 2019 年全球货运量仍保持了增长态势，可以归因于以下因素：1) 全球供应链的复杂性和灵活性使企业能够迅速调整生产和物流布局。许多企业为规避关税壁垒，选择将部分生产转移到关税影响较小的国家，如东南亚、墨西哥等地，推动了这些新兴市场的货运量增长。2) 新兴市场的经济增长和贸易活动也在一定程度上弥补了中美贸易摩擦带来的负面影响。特别是亚洲区域内贸易和跨区域供应链的深化。3) 全球消费者对关键商品和原材料的需求具有刚性特点。尽管中美贸易摩擦给全球贸易带来了不确定性，全球货运量依靠供应链调整和多样化市场展现了强劲的韧性。

### 区域市场较远洋市场更具韧性和成长性，中小型集装箱船凸显稀缺性

我们预计全球集运市场 24/25/26 年供给增长 10.4%/5.8%/3.3% vs 需求增长 3.0%/2.5%/3.0%。区域需求受益于产业转移，较远洋市场更具有韧性。同时，中小型船舶新增供给较小。中小型船舶在历史周期多个阶段表现出较强的适应性，能够更快地调整以应对市场波动，在满足区域市场需求变化方面具有优势。我们预计 24/25/26 年中小型船（100-7,999TEU 船型）供给增长 7.6%/1.6%/0.9% vs 需求增长 3.7%/3.2%/3.5%。

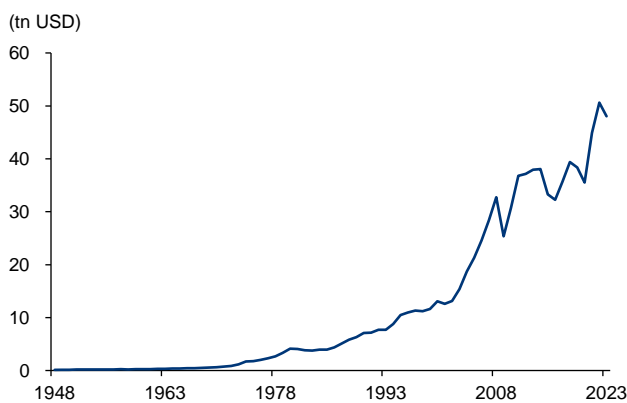
展望 25 年，地缘冲突及中美贸易仍存不确定性。若红海绕行持续叠加避免关税抢出货，货量在短期内或进一步增加，运价或进一步抬升。反之，若红海绕行结束，市场供给将出现过剩，运价同比或将显著回调。

## 世界贸易发展和演变：从“全球化”到“区域化”

全球航运市场的演变和发展与世界经济和国际贸易紧密相连，彼此相互影响、相互促进。80年代以来，随着全球化进程的加速，集装箱运输已成为国际贸易中不可或缺的运输方式。集装箱通过标准化、规模化的方式，大幅提升了货物运输的效率，降低了国际运输成本。反之，全球贸易的扩张也推动了集装箱海运市场的快速增长，使得海运需求大幅增加。航运公司为应对不同的贸易需求推动了航线的调整，而航运线路的优化则提升了国际贸易的流动性和效率。全球贸易额的增长直接推动了集装箱运输市场的发展。1948年至2023年全球贸易进出口总额（美金）增长近480倍。其中，1996年-2023年全球货物出口金额和全球集装箱海运量都增长近4.4倍（全球集装箱海运量可追溯年限较短）。

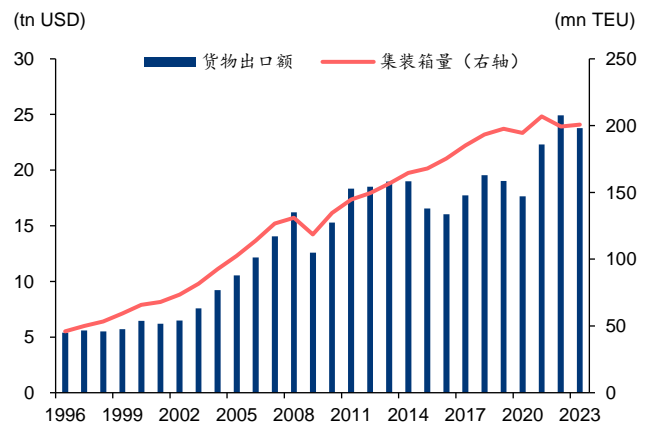
在这一背景下，本报告探讨全球贸易与航运市场的相互影响，不仅有助于理解全球贸易的发展变迁，也对未来的全球供应链和运输市场提供重要的参考。我们希望通过分析集装箱海运市场货量的变化以及航线的调整，见证国际贸易的变迁、发现新兴市场的崛起和全球供应链重组的趋势、以及区域贸易合作的深化对全球货运的影响。同时，也帮助我们了解未来海运市场以及船公司的发展机遇和挑战。

图表1：全球：货物进出口总额（美金）



资料来源：WTO，华泰研究

图表2：全球：货物出口额 vs 集装箱海运量



资料来源：WTO，Clarksons，华泰研究

### 从“工业革命”到“全球供应链”到“产业重塑”

从工业革命到信息技术革命，从中国加入WTO到新冠疫情后的全球供应链重组和贸易保护主义抬头，每一个转折点都深刻影响了全球经济和贸易的发展。回顾过去，全球经济和贸易发展，主要经历以下几个阶段：

- 1) **工业革命(全球化贸易的初步阶段)**: 始于18世纪末的英国，随后扩展到欧洲和北美。这一时期标志性创新是带来了机械制造和工厂体系的兴起。制造业生产效率大幅提升，使商品生产能力显著提高。制造业的扩展促使各国寻找原材料和销售市场，促成了全球商品贸易的快速增长。铁路、蒸汽船等交通运输工具的革新大幅降低了全球贸易的成本，推动了世界市场的形成，构成了全球化贸易的初步阶段。
- 2) **布雷顿森林体系与二战后的经济繁荣**: 1944年布雷顿森林体系确立，为全球经济提供了几十年的稳定框架，促进了国际贸易和投资的快速增长，推动了全球经济的复苏和扩张。同时，布雷顿森林体系推动了国际货币基金组织(IMF)和世界银行(World Bank)的成立。
- 3) **石油危机促进全球供应链初步形成**: 1973年和1979年的石油危机引发了全球能源价格上涨，导致各国工业成本剧增。为了应对能源危机，许多企业开始引入新的生产技术，提高能源效率，并通过全球外包降低成本，这推动了全球供应链的初步形成。部分企业开始将生产转移到劳动力成本更低的国家，尤其是亚洲。



- 4) **信息技术革命和制造业的全球布局：**20 世纪 80 年代以来，信息技术（IT）革命改变了全球制造业和贸易格局，推动了全球化的加速发展。互联网和电子商务的崛起打破了地理限制，促进了全球贸易和跨境生产合作。跨国公司开始大规模将生产外包至亚洲国家，特别是中国。
- 5) **中国加入 WTO，全球供应链的深化：**2001 年中国加入世贸组织，标志着中国正式融入全球经济体系。中国凭借其庞大的劳动力、低成本和政府支持，迅速成为全球制造业中心，极大地推动了全球商品贸易。中国成为全球供应链中的关键一环，跨国企业大幅增加对中国的投资，推动全球制造业的进一步分工和协作。
- 6) **2008 年全球金融危机与制造业回归趋势：**金融危机后，欧美国家开始推行“再工业化”战略，鼓励制造业回归本土，以增强供应链的韧性，减少对外依赖。这种趋势在全球供应链中掀起了部分制造业回流的浪潮。全球供应链开始从单一依赖中国的模式向多元化发展，许多公司将生产基地搬至东南亚。
- 7) **新冠疫情和全球供应链重塑：**疫情暴露了全球供应链的脆弱性，企业和政府开始重新思考供应链战略，更多的生产转向本地化或区域化，以降低全球运输和物流中断的风险。更多公司选择将生产从远距离的国家（如中国）迁回附近的低成本国家（如墨西哥），以缩短供应链，提高应对突发事件的弹性。

从以上历史进程我们不难发现，全球产业转移早在 2008 年金融危机之后就已经开始，并非是在中美贸易摩擦和疫情之后才发生。2008 年金融危机对全球经济产生了深远影响，许多跨国企业为了降低成本和提升供应链的韧性，开始将生产线从成本上升的国家转向劳动力更为低廉的地区。中国自身的经济高速发展导致劳动力成本上涨，促使部分劳动密集型产业转移到劳动力成本更低、市场潜力更大的新兴经济体，如东南亚、南亚和拉美国家。中美贸易摩擦和新冠疫情进一步加速了这一进程，但全球产业转移的基础早在 2008 年金融危机后就已奠定。这一长期趋势表明，产业布局的调整并非单一事件的结果，而是全球经济周期，政治因素和黑天鹅事件的共同作用。

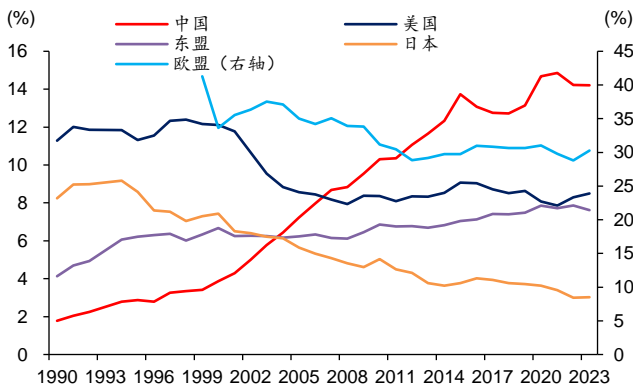
### 全球化供应链：WTO，外企到中国

改革开放以来，中国从计划经济向市场经济转型，并逐步融入全球经济体系，开启了经济快速增长和现代化进程。2001 年加入 WTO 后，中国迅速融入全球供应链，发达国家将低附加值的制造业外包到中国，中国凭借人口红利和快速发展的基础设施建设，成为全球制造工厂。2023 年中国货物出口额占比全球总额的 14.2%，是全球最大的货物出口国；欧盟/美国/东盟/日本出口额占全球比重分别为 30.2%/8.5%/7.6%/3.0%。

### 全球出口格局由传统的欧美主导逐渐转向新兴市场

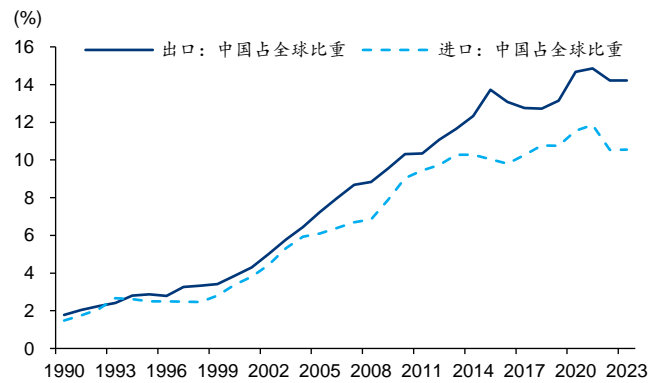
中国和东盟的崛起是过去几十年全球经济的重要变化，主要得益于改革开放、制造业转移和区域合作的深化。美国/日本占比下降，反映了制造业外移、全球竞争加剧以及国内经济需求的影响。1990 年至 2023 年期间，中国/东盟占比全球出口额比重由 1.8%/4.1%大幅上升至 14.2%/7.6%；美国/日本占比全球出口额由 11.3%/8.2%下降至 8.5%/3.0%。欧盟占比在 2008 年全球金融危机之后出现较大的下滑，由 08 年之前的 35%左右下滑至 30%左右。

图表3：全球：主要经济体占全球货物出口额比重（美金）



资料来源：WTO，华泰研究

图表4：中国：货物进出口额占全球比重（美金）



资料来源：WTO，华泰研究

### 产业转移 1.0：劳动力成本上升，从中国到东南亚

2008 年全球金融危机爆发后，我们就看到劳动密集型产业开始由中国向东南亚转移的趋势。主要归结于以下几个原因：

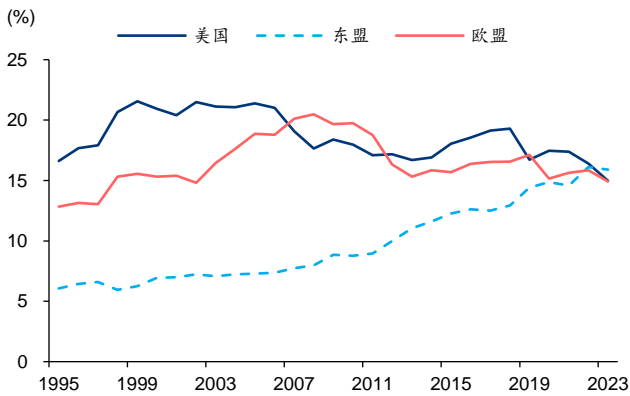
- 1) **中国劳动力成本上升 vs 东南亚年轻劳动力和低成本：**随着中国经济的快速发展，劳动力成本显著提高，特别是在沿海发达地区。许多跨国公司为了维持利润率，选择将劳动密集型产业（如纺织、服装、电子装配等）转移到劳动力成本较低的东南亚国家，如越南、柬埔寨和泰国。东南亚国家的劳动力成本较中国低，吸引了需要大量劳动力的制造业企业。同时，这些国家拥有大量年轻的劳动力，这对劳动密集型产业尤其具有吸引力。
- 2) **东南亚国家的政策支持和经济自由化：**东南亚国家为吸引外资，提供了税收优惠、土地使用优惠等政策。例如，越南通过《外国投资法》给予外商更多投资便利。泰国、马来西亚等国也通过设立自由贸易区和经济特区来吸引制造业投资。东南亚国家通过东盟自由贸易区（AFTA 协定），通过降低区域内国家之间的关税和非关税壁垒，促进东盟成员国之间的贸易往来，提升区域内的经济合作和竞争力，推动了区域内贸易自由化，促进了外资进入和产业发展。

#### 中国与东盟贸易往来快速增长

自 2008 年以来，中国与东盟地区贸易快速增长，东盟在中国出口额比重显著抬升；同期，美国/欧盟在中国出口额占比稳步下降。截至 2023 年，东盟已超过美国，成为中国最大的出口贸易区域，占中国出口贸易额 15.9%，美国/欧盟占比分别为 15.0%/14.9%（2008 年：东盟/美国/欧盟占比为 8.0%/17.6%/20.5%）。

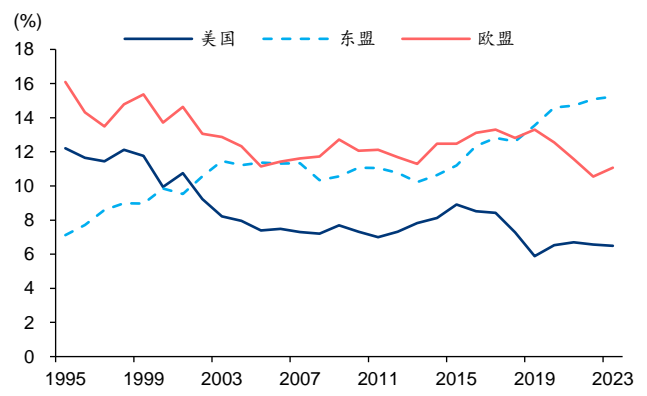
进口方面，中国与东盟的贸易往来也同样呈现快速增长的趋势。截至 2023 年，东盟是中国最大贸易进口区域，占比中国进口额的 15.2%，美国/欧盟占比分别为 6.5%/11.1%（2008 年东盟/美国/欧盟占比：10.3%/7.2%/11.7%）。中国对美国的进口份额持续下降，对东盟逐渐提高，欧盟比重相对稳定。

图表5：中国出口：美国/东盟/欧盟占中国出口额变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表6：中国进口：美国/东盟/欧盟占中国进口额变化



资料来源：海关总署，华泰研究

### 产业转移 2.0：中美贸易摩擦，加速向东南亚转移

2017 年美国启动 301 调查，标志着中美贸易摩擦的开始；随后在 2018 年 3 月特朗普签署《总统备忘录》，以缩小美国对中国的贸易逆差和应对中国在贸易、技术、知识产权等领域的“不公平”行为为由，开始对中国进口商品加征高额关税。

2018 年中美贸易摩擦的加剧加速了产业从中国向其他国家，特别是向东南亚国家的转移：

- 1) **关税压力**：中美贸易摩擦的核心表现是美国对中国出口商品加征高额关税。这对在中国制造并出口到美国的企业造成了巨大的成本压力。为了避免高额关税，许多企业选择将生产线转移到关税壁垒较低的国家，如东南亚国家等。
- 2) **供应链安全**：面对不确定的贸易环境和关税波动，企业需要更灵活的供应链，以降低贸易摩擦带来的风险。因此，许多公司将部分生产线或原材料供应链分散到东南亚或其他新兴市场，以减少对单一国家的依赖。

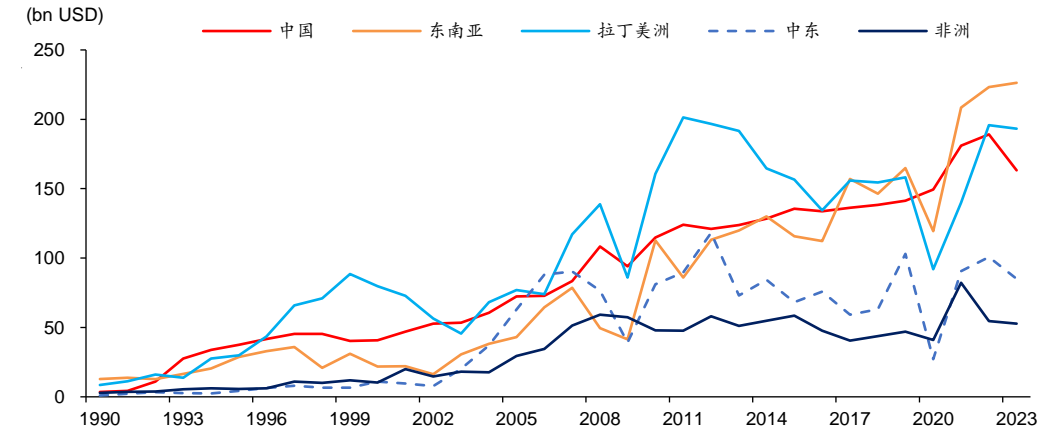
2019 年，美国占中国出口/进口额比重同比下滑 2.6pct/1.4pct 至 16.7%/5.9%；同期，东盟占比提升 1.5pct/0.9pct 至 14.4%/13.6%，欧盟占比提升 0.6pct/0.5pct 至 17.1%/13.3%（如图 5,6）。

### 产业转移 3.0：新冠疫情，布局拉丁美洲/中东/非洲

新冠疫情暴露了全球供应链的脆弱性，促使企业加速将生产线转移至东南亚，并进一步布局至拉丁美洲、中东和非洲。这一趋势受到了供应链多元化需求、低劳动力成本、基础设施投资、资源丰富性以及各国政府政策支持的推动。拉丁美洲/中东/非洲日益成为除东南亚以外，全球产业转移的新目的地，承接了部分劳动密集型制造业、资源开发和技术型产业的转移。这不仅有助于分散全球供应链的风险，也为这些新兴市场带来了经济发展的新机遇。

1990-2008 年，中国/东南亚/拉丁美洲/中东/非洲外商直接投资（FDI）年复合增长分别为 21%/8%/17%/28%/18%；全球金融危机导致投资增长放缓，东南亚外商投资增速超过中国。2009-2017 年中国/东南亚/拉丁美洲/中东/非洲 FDI 年复合增速分别为 5%/18%/8%/5%/-4%；中美贸易摩擦和新冠疫情爆发后，中国增速排名末位。2018-2023 年中国/东南亚/拉丁美洲/中东/非洲 FDI 年复合增速分别为 3%/9%/5%/6%/4%。

图表7：外商直接投资金额（FDI）



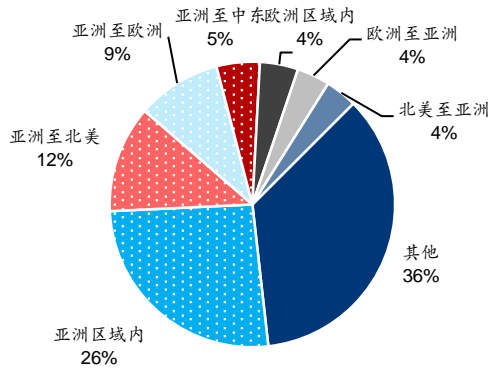
资料来源：UNCTAD，华泰研究

## 集装箱运输：区域市场货量活跃，加速布局新兴市场航线

亚洲作为全球制造业中心，主导了全球大部分的货运出口需求。2023年亚洲区域内/亚洲至北美/亚洲至欧洲占比全球集装箱海运量的前三，分别为26%/12%/9%；其次是亚洲至中东/欧洲区域内/北美至亚洲/欧洲至亚洲，占比全球货运量的5%/4%/4%/4%。

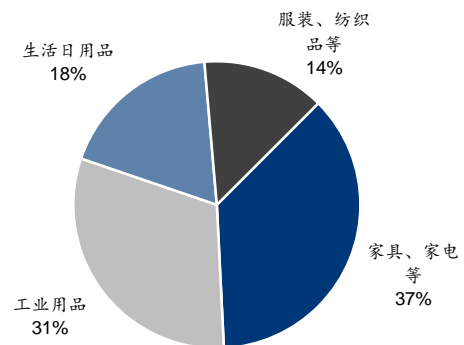
- 1) **亚洲区域内货量占比全球第一**，反映了亚洲国家内部贸易的高度活跃，特别是中国、日本、韩国以及东南亚国家之间的产业链转移和供应链协作。随着中国产业升级，低端制造业逐步向东南亚国家迁移。同时也推动了东南亚国家制造业不断发展，区域内的产业分工和资源整合日益增强，这使得亚洲区域内部的货物流动量持续提升，成为全球货运市场的核心驱动力。
- 2) 欧美市场作为全球最重要的发达经济体，长期以来是全球商品消费的主要驱动力，这使得**欧美市场成为亚洲制造业的出口目的地**。亚洲制造业以其高效的生产能力和低成本优势，源源不断地向欧美输送家具、家电、工业用品、生活日用品、衣服纺织品等，满足欧美消费者的广泛需求。

图表8：全球集运：货量分布（2023年）



资料来源：CTS，华泰研究

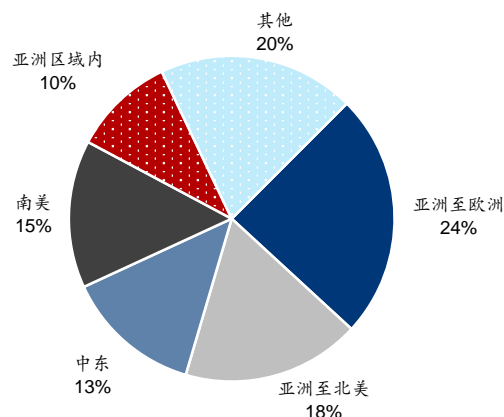
图表9：全球集运：货品种类分布（2023年）



资料来源：Clarksons，华泰研究

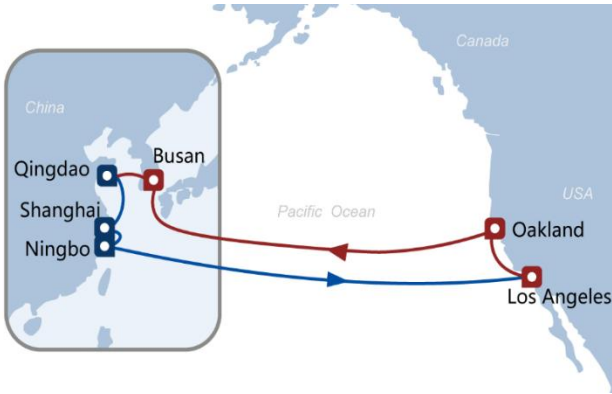
全球船舶航线运力分布方面，区域市场运输距离短，船舶周转效率高（例如：从青岛至越南往返共14天）；远洋市场（亚洲至欧美市场），运输距离长，船舶周转效率低（例如：从上海至美西往返共49天；上海至西北欧途径好望角往返共105天）。因此，从船舶运力分配角度，远洋航线对运力规模的投入要求高。截至24年9月，亚洲至欧洲/亚洲至北美运力占比全球集装箱船舶运力比为24%/18%；其次是中东/拉丁美洲/亚洲区域内/其他区域航线分别占比13%/15%/10%/20%。

图表10：全球集运：船舶运力分布（2024年9月）



资料来源：Alphaliner，华泰研究

图表11: 亚洲至美西: 航线示意图



资料来源: 中远海控官网, 华泰研究

图表12: 亚洲至美东: 航线示意图



资料来源: 中远海控官网, 华泰研究

图表13: 亚洲至欧洲: 航线示意图



资料来源: 中远海控官网, 华泰研究

图表14: 亚洲至欧洲: 途径苏伊士运河 vs 绕行好望角



资料来源: Scorpio tankers, 华泰研究

图表15: 亚洲区域市场: 航线示意图



资料来源: 中远海控官网, 华泰研究

图表16: 美洲区域市场: 航线示意图



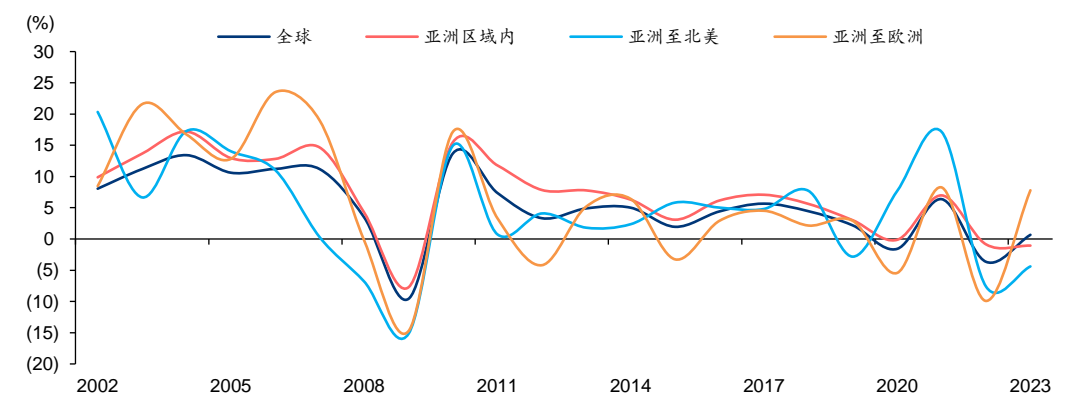
资料来源: 中远海控官网, 华泰研究

### 产业转移带动新兴市场货量增长加快

回顾过去几十年的全球集运市场变化，不同航线货量的变化反映了全球贸易流向的调整以及产业转移的影响。2002-2023 年全球集运货量年复合增速为 4.9%，其中全球最重要的三大航线：亚洲区域内/亚洲至北美/亚洲至欧洲航线货量年复合增速为 6.8%/3.7%/5.1%。亚洲区域内的增长最快，得益于区域内产业分工深化、供应链合作及自由贸易协定的推动。分时间段看：

- **2002 至 2008 年是全球化快速增长的时期**，全球贸易和制造业加速发展。全球/亚洲区域内/亚洲至北美/亚洲至欧洲航线货量年复合增速 10.1%/12.5%/6.8%/15.3%。在这一阶段：1) 全球货量年复合增长率达 10.1%，得益于全球经济的发展，跨国企业的扩张以及中国加入 WTO。亚洲区域内的货量年复合增速高达 12.5%，主因中国经济内生的高速发展以及中国、日本、韩国之间的供应链协作，推动了区域内货物流通。2) 亚洲至北美货量的年复合增速为 6.8%，受到北美市场对亚洲制造产品强劲需求推动。3) 亚洲至欧洲货量的增速则高达 15.3%，居所有主要航线之首。这一增长得益于欧洲对亚洲商品，尤其是高附加值制造品（如机械设备、电子产品、汽车零部件等）的需求大幅增长。
- **2008 年金融危机后，全球化进程在供应链多元化和新兴市场崛起的推动下演变**。全球化和制造业回流两种趋势并存，反映了企业在追求效率与成本的同时，也在应对经济、政治和技术的挑战。2010-2017 年全球/亚洲区域内/亚洲至北美/亚洲至欧洲航线货量年复合增速 5.9%/9.1%/5.8%/2.7%。各大航线的货运增速有所不同，反映了各地区经济复苏和市场需求的差异。其中，亚洲区域内的高增长主要得益于劳动密集型产业由中国逐步向东南亚转移，区域合作深化和亚洲国家内需的经济增长，共同推动了亚洲市场保持较高的增速。亚洲至北美航线的高增长体现了北美市场对亚洲制造商品的强劲需求，相对而言，亚洲至欧洲航线的增速较为疲软，受制于欧洲经济复苏缓慢以及地缘政治的挑战。
- **2018-2023 年间，全球供应链受到了中美贸易摩擦和新冠疫情的双重冲击，导致全球货运增长大幅放缓**。2018-2023 年全球/亚洲区域内/亚洲至北美/亚洲至欧洲航线货量年复合增速 0.7%/1.5%/1.6%/0.5%。亚洲区域内和亚洲至北美的航线增长相对较快，得益于供应链区域化、北美市场需求的强劲。而亚洲至欧洲货量增速较低，主因欧洲经济复苏缓慢、地缘政治不稳定等因素。

图表17：全球集运：前三大航线货量同比增速（年度）



资料来源：Clarksons, 华泰研究

图表18：全球集运：各航线货量年复合增速（2011-2017年 vs 2017-2023年）



资料来源：CTS，华泰研究

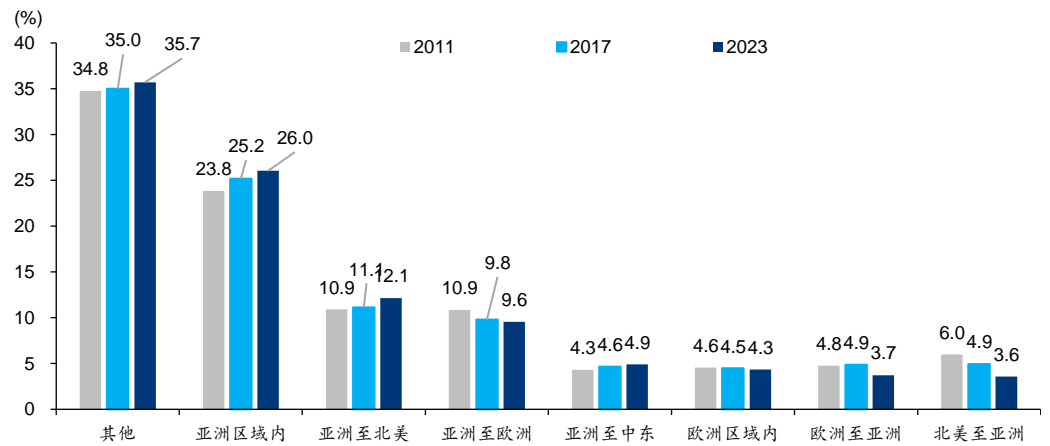
### 区域市场和新兴市场货量占比提升

全球供应链的演变不仅对不同航线的增速产生了影响，不同航线在全球市场的占比也随之发生变化。跨国企业在不同地区设立生产基地，使得一些区域内航线的货运需求大幅上升。例如，亚洲内部的制造业协作和供应链整合，使得亚洲区域内货运量占全球货量的比重稳步提升。而另一方面，由于供应链多元化，部分企业将生产从亚洲转移至其他低成本地区，如拉美或非洲，促使这些新兴市场的航线占比也相应上升。回顾 2011-2023 年期间：

- 市场份额进一步提升的航线：**1) 亚洲区域市场：货量占比稳居全球第一，其市场份额从 2011 年的 23.8% 上升至 2023 年 26.0%；2) 亚洲至北美市场：从 2011 年的 10.9% 上升至 2023 年 12.1%；3) 亚洲至中东：从 2011 年的 4.3% 上升至 2023 年 4.9%；4) 其他新兴市场 and 区域市场航线：从 2011 年的 34.8% 上升至 2023 年 35.7%。
- 市场份额下降的航线：**1) 亚洲至欧洲：从 2011 年的 10.9% 下滑至 2023 年 9.6%；2) 欧洲区域内：从 2011 年的 4.6% 下滑至 2023 年 4.3%；3) 欧洲至亚洲：从 2011 年的 4.8% 下滑至 2023 年 3.7%；3) 北美至亚洲：从 2011 年的 6.0% 下滑至 2023 年 3.6%。

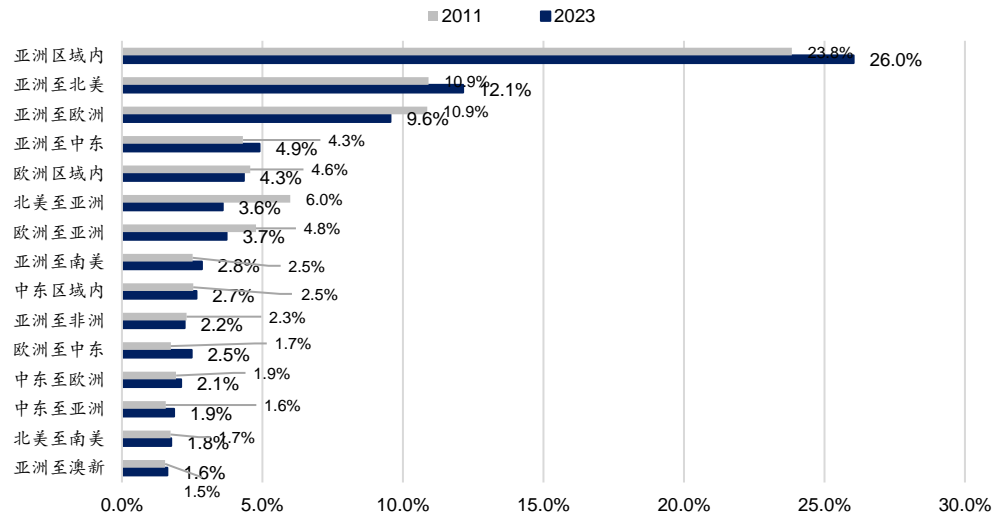
亚洲区域内/北美/中东/其他新兴市场 and 区域航线占比提升反映了全球贸易流向的调整以及产业转移的影响以及北美市场强劲的消费需求；相比之下，亚洲至欧洲和欧洲区域内的货运占比下降，主因欧洲经济增长的放缓以及地缘政治因素对贸易的负面影响。欧洲内部的经济不确定性加剧，如英国脱欧、欧债危机，以及近年来的俄乌冲突、中东局势紧张局势，都在一定程度上拖累了欧洲的经济活力，并导致区域内和对外贸易的减少。总体来看，这些变化反映了全球贸易重心逐渐向亚洲和北美倾斜，而欧洲在全球贸易中的地位相对减弱。

图表19：全球集运：前七大航线货量占比变化（2011 vs 2017 vs 2023 年）



资料来源：Clarksons, 华泰研究

图表20：全球集运：全球前15航线货量占比变化（2011年 vs 2023年）



资料来源：CTS, 华泰研究

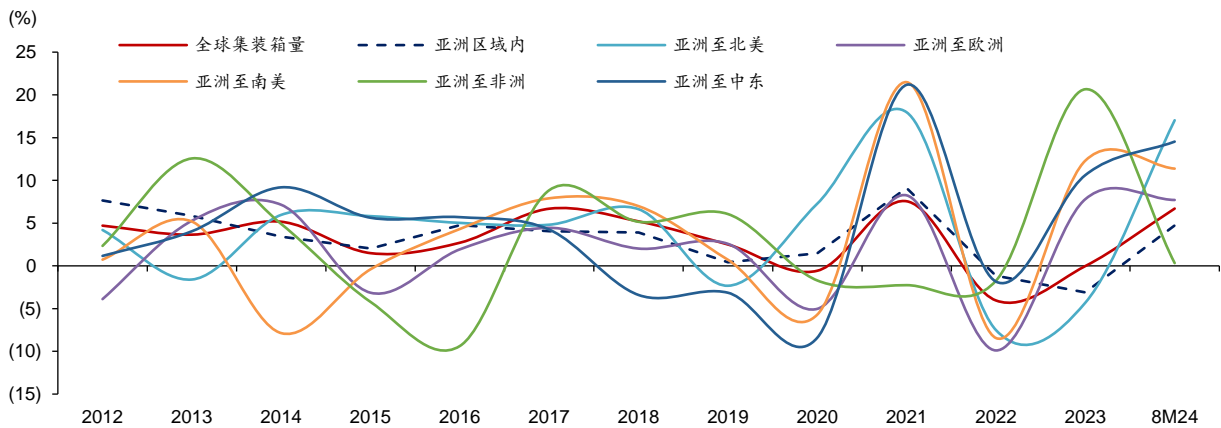
## 未来展望：供应链和贸易区域化，区域市场航线主导地位凸显

我们将除亚洲至北美和亚洲至欧洲这两大跨远洋航线以外的市场统称为区域市场。2001年以来，区域市场货量占比和增速高于远洋市场，且占比呈现稳步上升趋势，反映了区域内经济体之间贸易的日益紧密，产业分工和协作，区域内供应链的深化使得原材料、半成品、以及成品在同一区域内流通，而非跨洋的运输。

中美贸易摩擦和新冠疫情的双重冲击加速了全球供应链的重塑和产业转移，导致部分制造业从东南亚进一步转向拉丁美洲、中东和非洲国家。这一趋势反映了企业在应对贸易壁垒、关税压力以及供应链中断时，为了分散风险而采取的多元化战略。在中美贸易摩擦背景下，跨国企业为了规避高关税，逐步将部分生产线从中国和东南亚国家转移到更具成本优势的地区。

新冠疫情、俄乌冲突、巴以冲突暴露了全球供应链的脆弱性，促使企业进一步考虑供应链的本地化和区域化。拉丁美洲和非洲作为新兴制造基地吸引了大量投资，尤其是在劳动力成本低且资源丰富的国家。这种逆全球化的趋势不仅推动了这些地区的经济增长，也标志着全球供应链从过度依赖单一地区向更加多元化和分散化方向发展。

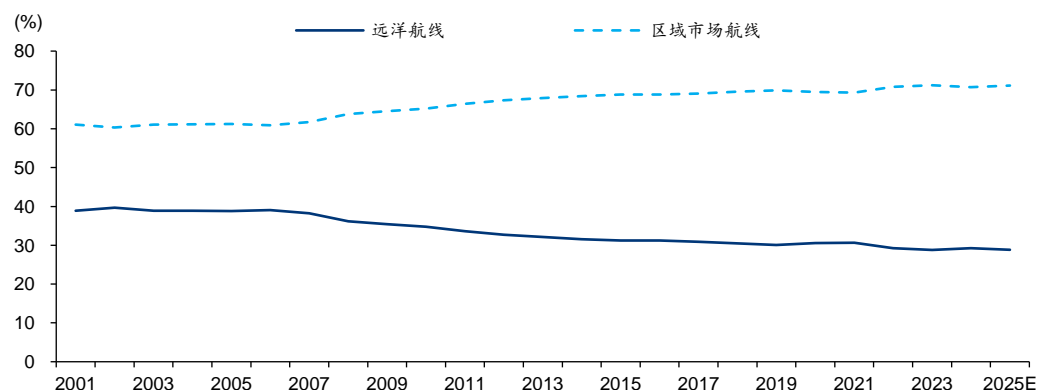
图表21：全球：集装箱货量同比增速（分航线）



资料来源：CTS，华泰研究

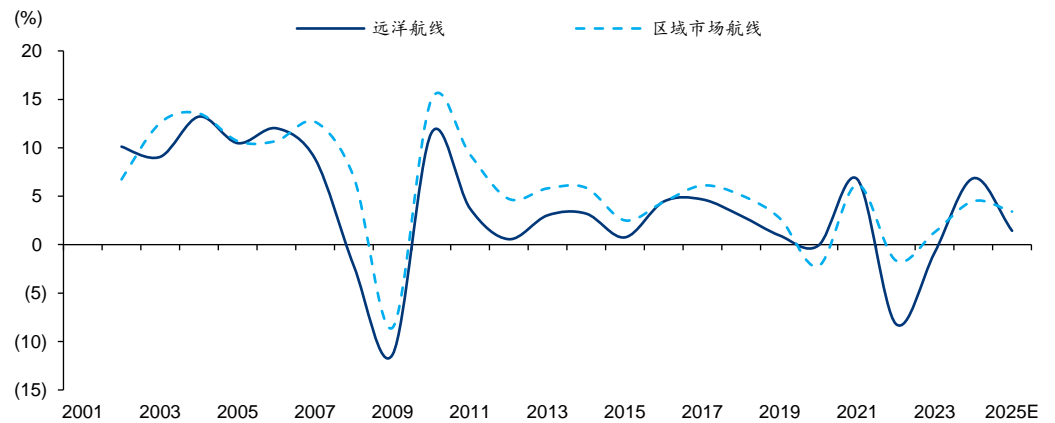
2001-2023年期间，全球集装箱货量年复合增速为5.0%，其中区域市场/远洋市场货量年复合增速分别为5.8%/3.6%。市场占比方面，区域市场航线占比呈现稳步上升趋势，从2001年大约61.1%上升到2023年的71.2%；远洋航线的货量呈现逐年下降的趋势，由2001年的38.9%下降至2023年28.8%。我们预计24/25年，区域市场货量增速为4.5%/3.4%，远洋航线货量增长为6.9%/1.4%（远洋市场24年增速较高主因23年低基数和24年美国补库推动）。我们预计2025年区域市场货量占比将进一步提升至71.7%。

图表22：远洋航线 vs 区域市场航线货量占比



资料来源：Clarksons，华泰研究预测

图表23：远洋航线 vs 区域市场航线货量同比增速（年度）



资料来源：Clarksons, 华泰研究预测

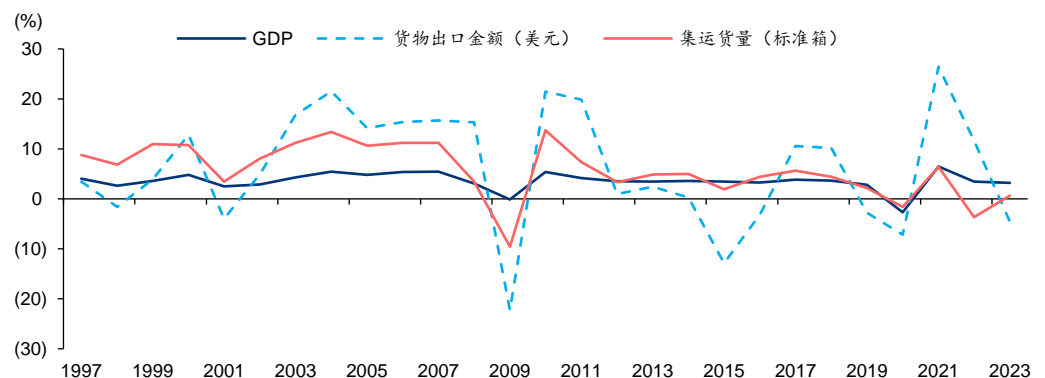
### 穿越经济周期，全球货量增长显韧性

全球货运量在经济周期的波动中展现出显著的韧性，这主要得益于全球贸易网络的复杂性和供应链的广泛布局。尽管受到诸如金融危机、地缘冲突和新冠疫情等冲击，全球货运量往往能够较快恢复，原因在于国际贸易的多样化和区域内外市场的互补性。回顾过去几十年的经济周期，全球集运货量仅出现过三次同比下滑（2009/2020/2022年），分别对应08年金融危机/20年新冠疫情/以及美国财政刺激导致的21年需求激增高基数。

自2017年以来，中美贸易摩擦升级，对全球贸易环境产生了显著影响。然而，尽管关税压力增加，**2017至2019年全球货运量仍保持了增长态势**，可以归因于多个因素：

- 1) 全球供应链的复杂性和灵活性使企业能够迅速调整生产和物流布局。许多企业为规避关税壁垒，选择将部分生产转移到关税影响较小的国家，如东南亚、墨西哥等地，推动了这些新兴市场的货运量增长。
- 2) 全球其他地区的经济增长和贸易活动也在一定程度上弥补了中美贸易摩擦带来的负面影响。特别是亚洲区域内贸易和跨区域供应链的深化，推动了区域性货运量的增加。
- 3) 全球消费者对关键商品和原材料的需求具有刚性特点。尽管中美贸易摩擦给全球贸易带来了不确定性，全球货运量仍依靠供应链调整和多样化市场的支持展现了强劲的韧性。

图表24：全球：GDP/货物出口金额/集装箱海运量同比增速（年度）



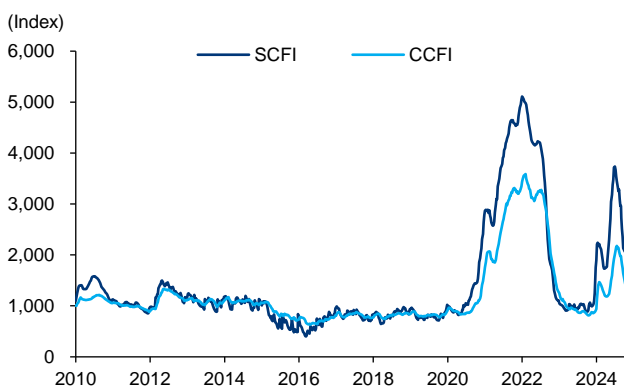
资料来源：WTO, Clarksons, 华泰研究

### 运价和盈利：高波动高弹性

全球集装箱海运市场，特别是远洋航线，由于其长距离运输的特点，常常受到供应链扰动、港口拥堵和其他外部因素的影响，导致运价呈现出较高的波动性。这些航线连接不同大洲的主要经济体，其运输周期较长，依赖于多个港口的顺利运作。一旦出现供应链扰动，例如船期延误、船舶滞留或船舶供给紧缺，供需关系迅速失衡，运价往往大幅波动。此外，远洋航线运输还受限于港口基础设施能力，一旦出现港口拥堵，船舶周转效率下降，市场运力在短期内紧缺，从而推高运费。

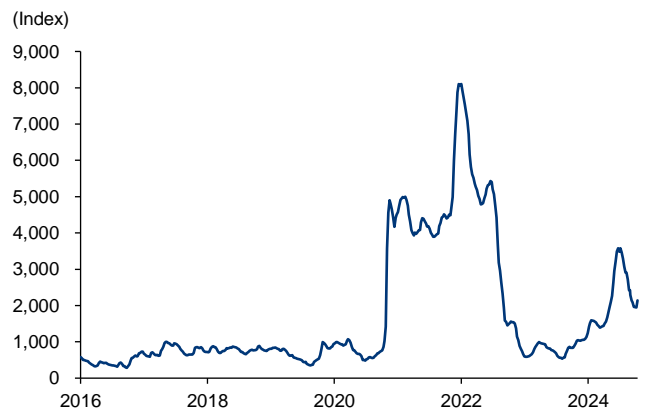
在此背景下，航运企业的盈利能力具有较大的弹性：当运力紧张且需求旺盛时，运价快速上升，带来高额利润；反之，在市场需求萎缩或供应链恢复顺畅时，运价和利润水平则会大幅回落。因此，集运公司的盈利表现高度依赖于全球贸易环境、物流基础设施的状况及供应链的稳定性，使得其在市场变化中展现出极强的盈利弹性。

图表25：集装箱运价指数（SCFI,CCFI）



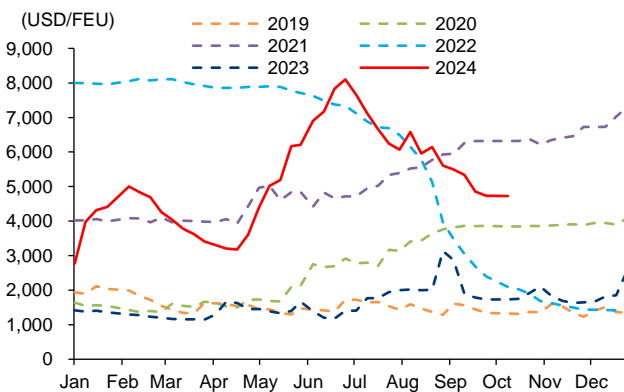
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表26：东南亚集装箱运价指数（SEAFI）



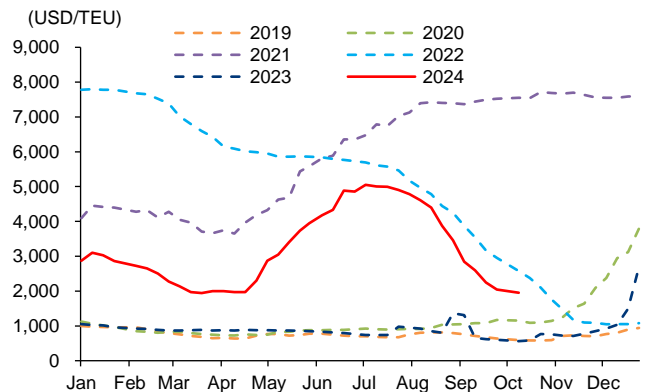
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表27：美西：集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表28：欧洲：集装箱运价



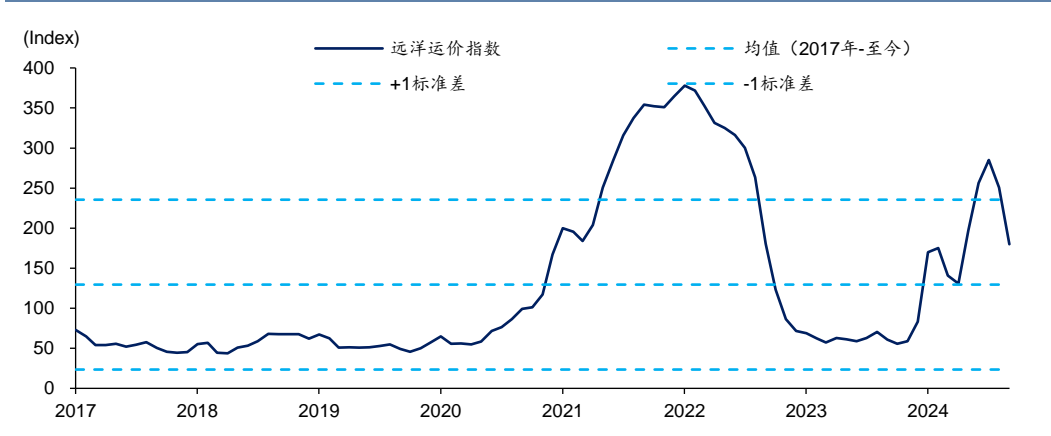
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

### 运价波动率：远洋市场>区域市场

区域市场航线，由于运输距离较短，物流供应链更加灵活，因此运价波动相对远洋市场航线更小。这种较小的波动性主要源于以下几个原因：1) 区域市场航线覆盖的范围较为固定，通常在同一大洲或邻近区域之间运行，运输时间较短，供应链中断的风险相对较低，船舶更容易适应临时调度和调整。2) 区域市场航线多采用较小的船舶，这些船舶的运营成本相对较低，市场对运价的敏感性较弱。因此，由于运输距离和运营复杂度的降低，区域航线的运价波动相对远洋市场较小。

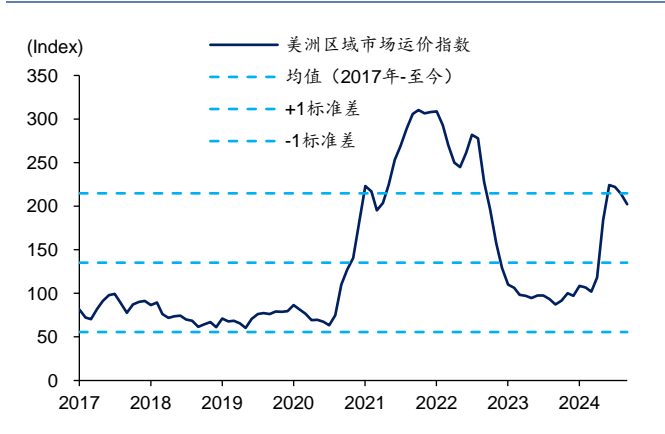
2017年-至今，远洋航线/美洲区域内航线/亚洲区域内航线运价指数均值为 129/101/135 点（采用 Clarksons 运价指数），+1 标准差分别对应均值的 1.8x/1.6x/1.5x

图表29：全球集运：远洋航线运价波动率（亚洲至欧美）



资料来源：Clarksons，华泰研究

图表30：全球集运：美洲区域市场运价波动率



资料来源：Clarksons，华泰研究

图表31：全球集运：亚洲区域市场运价波动率



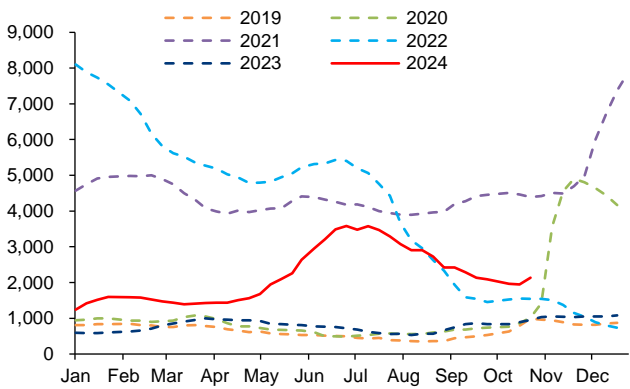
资料来源：Clarksons，华泰研究

**产业转移推动新兴市场运价显著上涨**

近年来，随着产业转移，尤其是制造业从亚洲地区向拉丁美洲、非洲和中东转移，这些新兴市场航线需求和运价呈现出显著上涨的趋势。

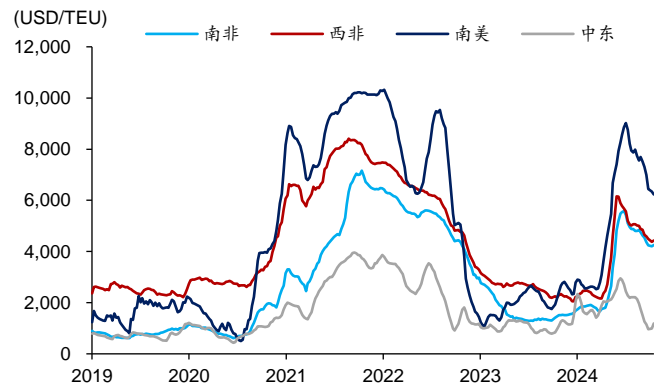
- 产业转移使得这些新兴市场在全球供应链中的地位提升，大量原材料、零部件和成品的进出口需求随之增加，推动了航线的货运需求急剧上升。
- 拉丁美洲、非洲和中东等地成为了全球制造业和资源生产的重要基地，不仅承接了部分劳动密集型产业，还吸引了大量投资者在当地设立工厂和物流中心，进一步扩大了区域内的贸易往来。

图表32: 东南亚: 集装箱运价指数 (SEAFI)



资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

图表33: 新兴市场: 集装箱运价



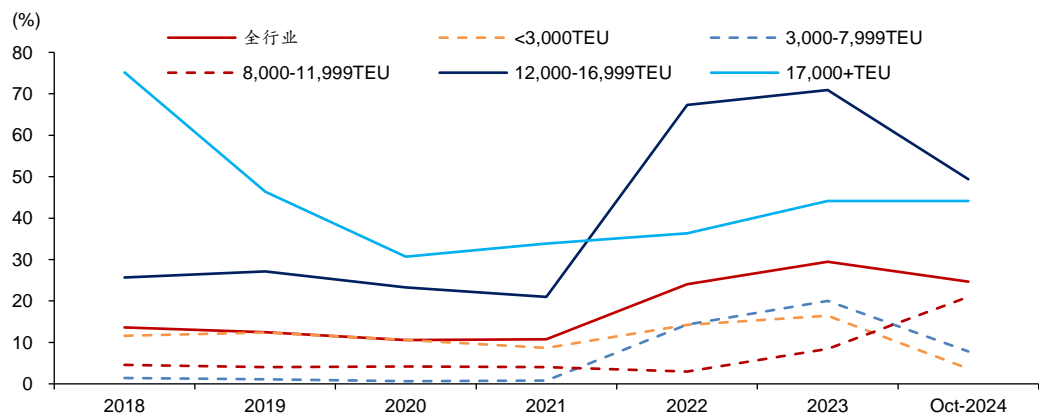
资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

### 大船供给显著增加, 中小船供给趋紧

新冠疫情以及 24 年的红海绕行, 全球供应链扰动和物流瓶颈导致了集装箱运输需求激增和运价大幅上涨, 进而推动了集运公司盈利大幅增加。由于船舶周转效率下降、港口拥堵、货物积压, 市场船舶运力不足, 从而导致船公司纷纷增加新造船订单, 推动了全球集装箱船舶运力的快速扩张。截至 2024 年 10 月, 全球新造集装箱船运力占比现有运力比重为 24.7% (2019 年为 12.5%)。其中, 71% 新造船订单集中在从事远洋运输的大型船舶 (12,000+TEU 以上船型); 而作为区域市场的中小型船订单占比仅为 29%。

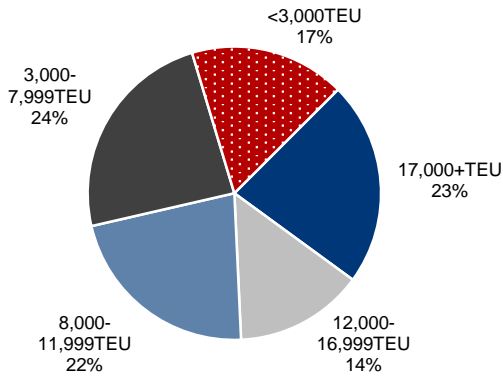
分船型看, 截至 24 年 9 月, 区域市场的主力船型 <3,000TEU/3,000-7,999TEU 新造船订单比重为 3.7%/7.8% (2019 年: 12.4%/1.1%); 而远洋市场的主力船型 8,000-11,999TEU/12,000-16,999TEU/17,000+TEU 新造船订单比重为 21.0%/49.4%/44.2% (2019 年: 4.0%/27.1%/46.3%)。因此, 考虑未来大型船运力的交付和全球经济的不确定性, 远洋市场面临的供需失衡风险较区域市场大。

图表34: 全球集运: 新造船订单占比现有运力比重 (按船型大小)



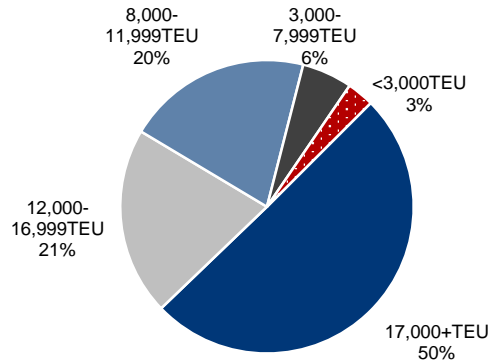
资料来源: Clarksons, 华泰研究

图表35: 集运: 现有船舶运力分布 (2024年9月)



资料来源: Alphaliner, 华泰研究

图表36: 集运: 新造船订单运力分布 (2024年9月)



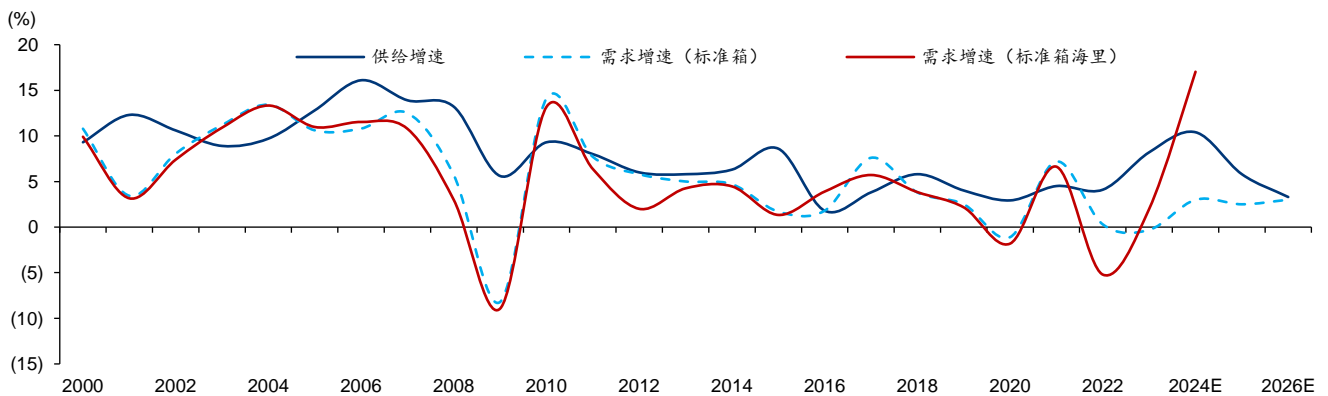
资料来源: Alphaliner, 华泰研究

随着新造船订单的大幅增加, 未来几年全球市场的船舶运力或将大幅提升。集运公司希望通过增加运力来满足未来市场需求, 并应对产业转移、供应链扰动、地缘政治等变化。然而, 这种快速增加的运力可能带来市场供给过剩的风险, 特别是在全球贸易增速放缓或供应链恢复正常的环境下。因此, 新冠疫情和地缘冲突不仅带来了集运公司短期内盈利的急剧上升, 也为未来的船舶运力供给埋下了潜在的不确定性因素。

行业供给方面, 我们预计全球集运市场 24/25/26 年供给增长 10.4%/5.8%/3.3% vs 需求增长 3.0%/2.5%/3.0%。其中, 24 年受红海绕行影响, 货物周转量需求 (标准箱海里) 显著高于货量需求 (标准箱), 我们预计 24 年全球标准箱海里需求增长 17.0%, 大幅高于供给增长, 因此推升 24 年集运运价。

展望 25 年, 地缘冲突及中美贸易仍存不确定性。若红海绕行结束, 市场供给将出现过剩, 运价同比或将显著回调; 反之, 若红海绕行持续, 我们预计运价在 24 年高基数上将有所回落, 但仍有望显著高于 2019/2023 年运价水平。

图表37: 全球集运: 供给增速 vs 需求增速 (同比)

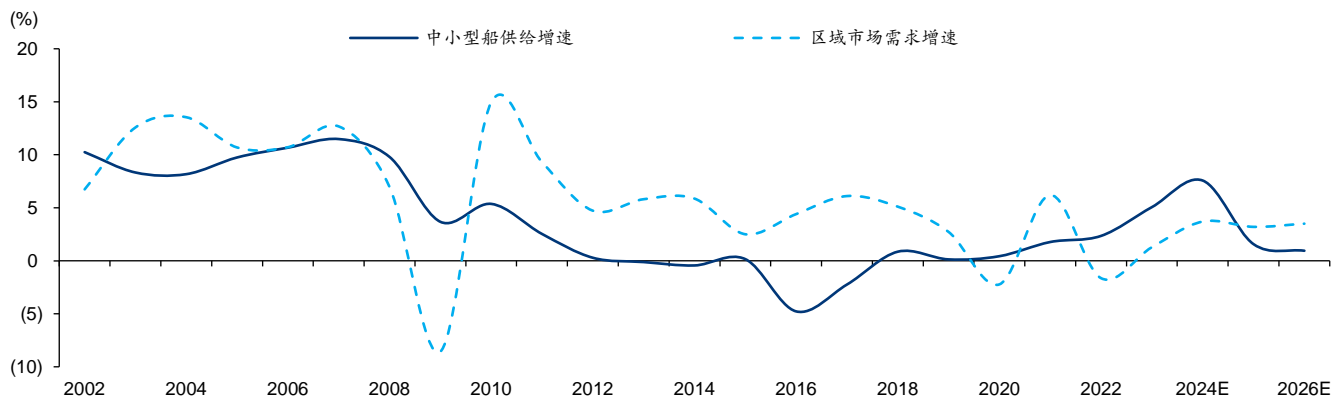


注: 供给增速已包含拆船影响, 假设 24/25/26 年拆船率为 0.4%/0.8%/1.3%

资料来源: Alphaliner, Clarksons, 华泰研究预测

区域需求受益于产业转移，较远洋市场更具有韧性。同时，中小型船舶新增供给较小。中小型船舶供给在历史周期多个阶段表现出较强的适应性，能够更快地调整以应对市场波动，在满足区域市场需求变化方面具有优势。我们预计 24/25/26 年中小型船（100-7,999TEU 船型）供给增长 7.6%/1.6%/0.9% vs 需求增长 3.7%/3.2%/3.5%。

图表38：全球集运：区域市场供给增速 vs 需求增速（同比）



备注：中小型船指 100-7,999TEU 船型；供给增速已包含拆船影响，假设 24/25/26 年拆船率为 0.5%/0.9%/1.4%  
资料来源：Alphaliner, Clarksons, 华泰研究预测

## 航运业的绿色转型

国际海事组织(IMO)为推动全球航运市场减碳,设置了一系列未来将逐步实施的环保要求,旨在减少航运业的碳排放并推动绿色转型。IMO 致力于推动全球航运业的可持续发展,减少其对气候变化的影响,同时激励行业加快向低碳和零碳技术的过渡。以下是未来一些关键的环保要求和实施时间:

- **EEXI (船舶能效指数, Energy Efficiency Existing Ship Index):** 1) 强制执行: EEXI 适用于全球船舶,要求船舶达到规定的能效标准。2) 实施时间: 自 2023 年起强制执行,所有船舶必须达到规定的能效水平,主要通过优化航速、引入节能设备等方式实现。3) 惩罚措施: 未能达标的船舶将面临禁止运营的处罚,并在国际港口停靠时被拒绝接受。此外,保险和融资等方面也将受到限制。
- **CII (碳强度指标, Carbon Intensity Indicator):** 1) 强制执行: CII 强制要求全球船舶每年减少碳排放。船舶将按年度进行碳排放评级,评级从 A 到 E (A 表示最佳绩效, E 为最差绩效)。2) 实施时间: 自 2023 年起实施,要求船舶在碳强度方面逐年改进,并根据实际运营数据评估其表现,根据该船舶当年碳排放量,更新评级。3) 惩罚措施: 如果船舶连续三年被评为 D 级或第一年就被评为 E 级,将被要求制定整改计划,并面临监管或限制运营,直到整改符合 CII 要求为止。
- **IMO 减碳目标:** 1) 到 2030 年,全球航运业碳排放量 (total emissions) 较 2008 年减少 20%; 碳强度 (carbon intensity, 单位货物吨海里排放量) 较 2008 年减少 40%。2) 到 2040 年,碳排放较 2008 年减少 70%。3) 到 2050 年,碳中和。

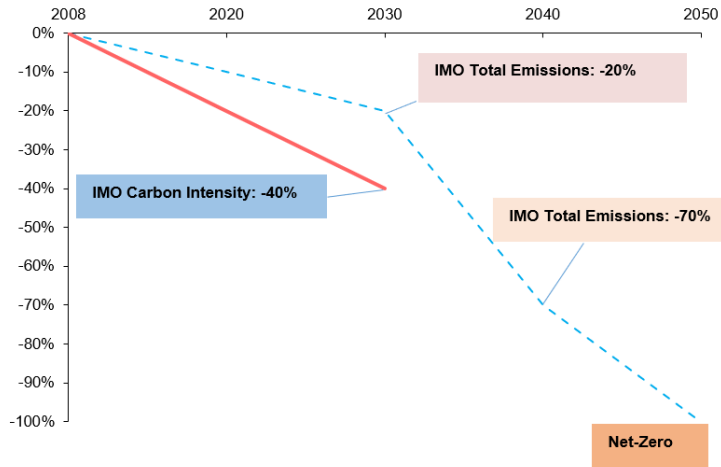
为达到以上目标,IMO 大力推动使用清洁能源和低碳燃料,如液化天然气 (LNG)、氨、氢等替代传统化石燃料。还包括通过安装洗涤器、空气润滑系统等技术手段,减少船舶在航行过程中的排放。其次,IMO 未来的环保要求不仅限于航运公司,还包括港口管理。例如,要求港口提供岸电设施,减少船舶靠港时的燃油消耗及排放。

## 欧盟积极推动碳减排机制

EU ETS (European Union Emissions Trading System), 欧盟碳排放交易体系是全球首个也是最大的碳排放交易机制,旨在通过市场机制降低温室气体排放,帮助欧盟实现其气候目标。该机制将于 2025 年启动,各企业会获得一定数量的排放配额 (EUA, European Union Allowances); 企业如果排放超过其持有的配额,必须在市场上购买额外的配额; 反之,企业如果减少排放且有剩余配额,可以将这些配额出售给其他企业。这个机制鼓励企业通过技术改进或能源效率提升减少排放,并通过交易机制获利。

针对海运市场,欧盟还推出 FuelEU Maritime 法规。从 2025 年开始,所有在欧盟港口之间航行的船舶必须符合规定的燃料碳强度要求,并且该标准会逐年提高,推动船舶加速向更清洁的燃料过渡。如果船舶不符合要求,运营商将面临罚款。这些罚款收入将用于资助绿色海事技术的开发和应用。

图表39：全球航运：IMO 排放目标



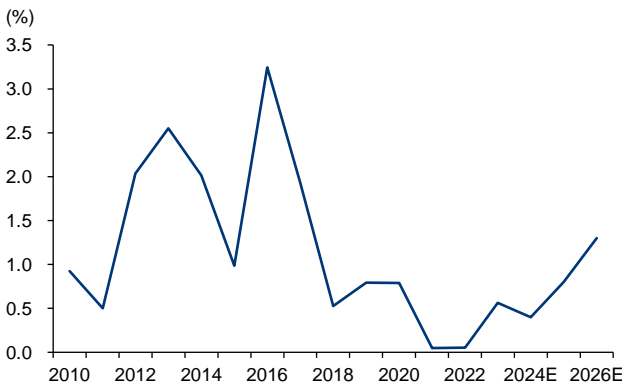
资料来源：IMO，华泰研究

### IMO 环保新规将推动老旧船拆解

随着时间的推移，全球集装箱船舶的老龄化问题将日益突出，许多船舶已达到或接近其使用寿命（船舶使用年限一般为 15-20 年）。然而，尽管船舶逐步老化，近年来的拆船率却一直维持在较低水平，主因疫情和地缘扰动导致船舶供给不足，运价大幅上行，航运公司在较高市场行情下选择维持运营老旧船舶。2022/2023 年全行业拆船率仅为 0.1%/0.6%。

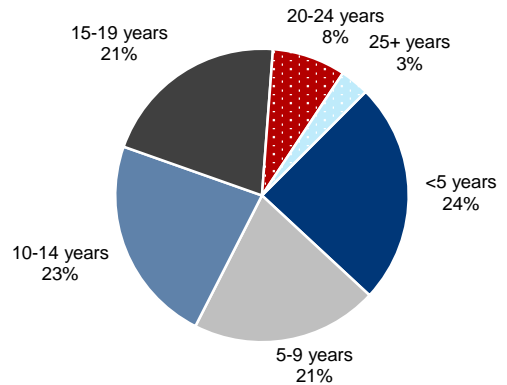
截至 24 年 9 月，全球约 11.3% 船舶运力为 20 岁以上老旧船，其中中小型老旧船占比较高。随着国际海事组织（IMO）和欧盟等机构对船舶碳排放的要求不断提高，老旧船舶将面临淘汰压力。老旧船通常能效较低，排放更高，难以满足未来的环保要求。因此，我们预计，未来几年如果地缘扰动缓解，市场需求回落导致运价下行，老旧船舶的拆解速度将加快，航运公司将淘汰这些不符合新环保标准的船舶，以避免高额罚款和营运成本的增加。此外，随着新型环保船舶逐步进入市场，老旧船的竞争力将进一步下降，这也将促使航运公司通过拆解老旧船来更新船队，提高整体运营效率和降低运营成本。根据 Alphaliner 预计，2024/2025/2026 年全球集运市场拆船率为 0.4%/0.8%/1.3%，拆船率有望逐年提升。

图表40：集运：旧船拆解率



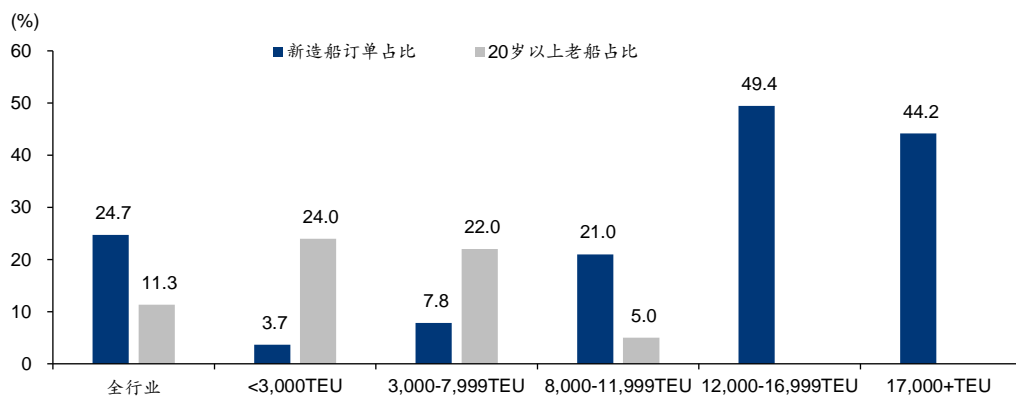
备注：旧船拆解率=当年拆解运力总和/当年末市场总运力  
资料来源：Alphaliner 预测，华泰研究

图表41：集运：船龄分布（2024 年 9 月）



资料来源：Alphaliner，华泰研究

图表42：集运：新造船占比现有运力比重 vs 老船占比（2024年9月）

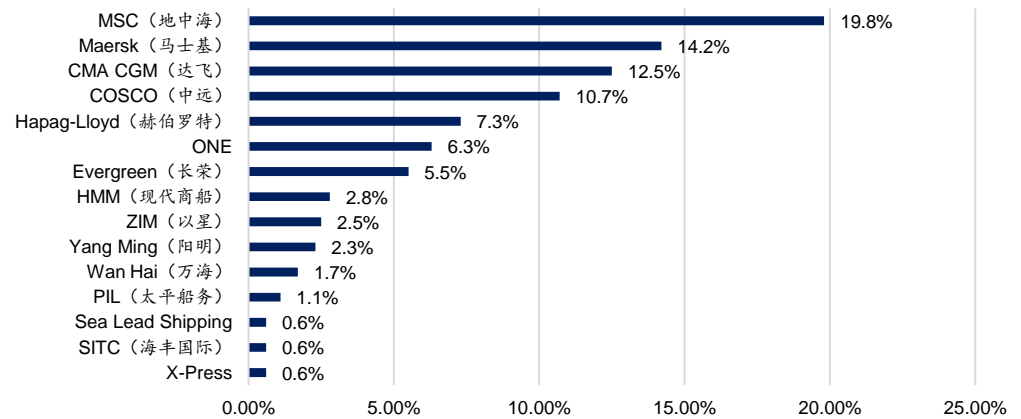


资料来源：Clarksons, 华泰研究

## 投资建议：区域市场更具韧性和成长性；远洋市场高弹性

全球集运市场呈现高度集中格局，但新兴市场的需求增长和技术变革也为中小公司带来了机遇。截至 24 年 9 月，地中海航运 (MSC)/马士基航运 (Maersk)/达飞轮船 (CMA CGM)/中远海控 (COSCO) 为全球前四大集运公司，CR4=57.2%；紧随其后的是赫伯罗特 (Hapag-Lloyd)/ONE/长荣海运/HMM，行业 CR8=79.1%。这些公司通过联盟合作和运力扩张，继续巩固其市场地位。

图表43：全球排名前 15 集运公司市场份额（2024 年 9 月）



资料来源：Alphaliner, 华泰研究

### 中小型船资产凸显稀缺性

我们看好中小型集装箱船舶 (<7,500TEU 船型)，主因：

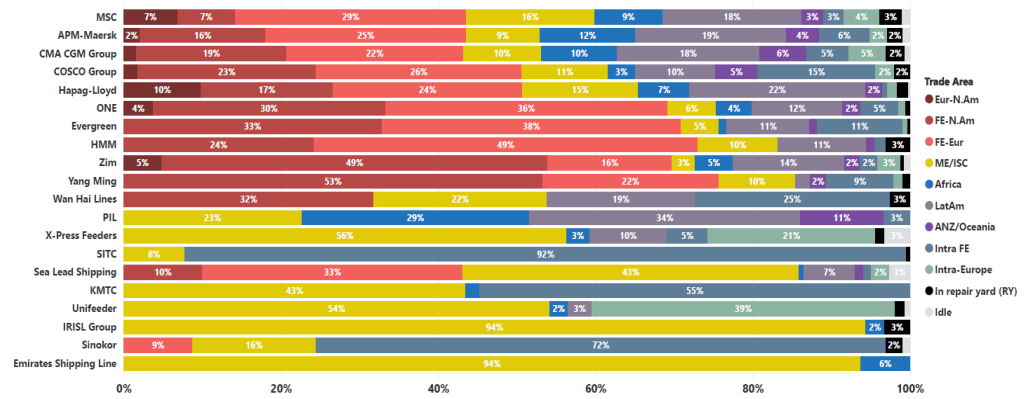
- 新兴市场和区域市场对这类船型的需求不断提升。在新兴市场和区域贸易市场中，港口基础设施相对不够完善，大型船舶的靠港和操作受到限制，而中小型集装箱船舶由于其尺寸灵活，能够更好地适应这些地区的条件。
- 全球供应链在贸易摩擦、疫情、地缘冲突影响下变得愈加复杂，物流需求趋于分散化和多样化。相比大型船舶，中小型船舶具有更高的灵活性，能够迅速适应不断变化的市场需求，在区域内航线以及短程运输中发挥更大的作用。这使得中小型船在应对全球供应链不确定性和复杂性方面，具备了更大的竞争优势。
- 中小型集装箱船的新造船订单比重仍然较低，而从中老旧船舶的占比高。展望未来，中小型船舶的供给增速较慢而区域贸易和新兴市场需求将更加活跃，中小型船市场将面临船舶供应不足，供需失衡有望推高该船型租金和运价。

### 个股推荐

中长期看，随着全球供应链逐渐从集中化转向区域化和多元化，全球产业链的重塑正在加速。我们更看好那些专注于区域市场的中小型公司，尤其是船型较小、运营灵活的企业。船型较小的公司能够更好地适应区域市场需求的变化，并通过灵活的运营模式在新兴市场占据重要地位。随着区域内贸易量的增加以及全球供应链的分散化，这些公司在区域市场的长期竞争力将不断提升。因此，未来在全球产业重构的背景下，中小型公司将在市场中获得更多的增长机会。个股推荐：海丰国际，专注亚洲区域市场，盈利兼具韧性和成长性+高分红（派息政策：70%分红率，当前股价对应 24E 11%股息率）。

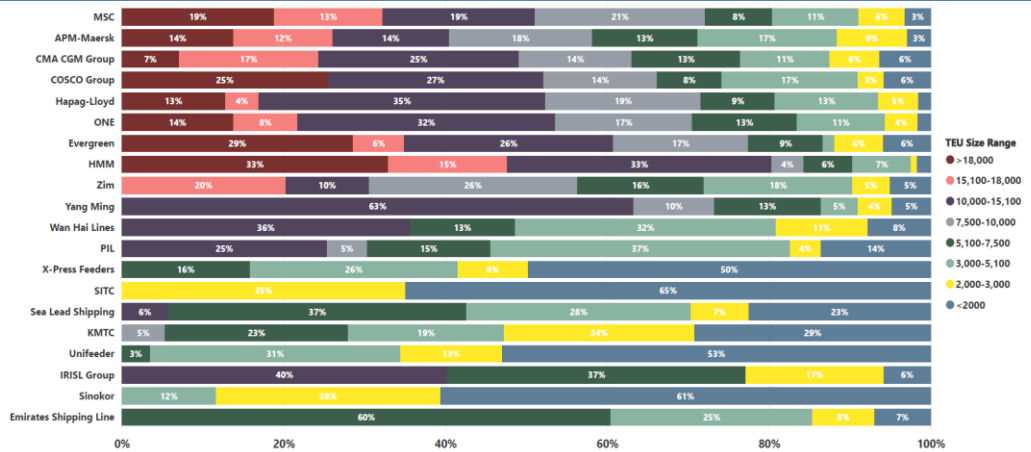
短期内，受地缘冲突、美国大选等影响，远洋市场不确定性提升，市场对远洋船公司盈利分歧大。展望 25 年，若红海绕行持续叠加避免关税抢出货，货量在短期内或进一步增加，远洋航线运价或进一步抬升。反之，若红海绕行结束，市场供给将出现过剩，运价同比或将显著回调。那些拥有较高远洋航线占比的公司，运价弹性大，需求的波动能够迅速反映在运价上，带来显著的盈利弹性。个股推荐：中远海控，运力规模排名全球第四。其中，在亚洲至北美航线，市场份额排名第一，占比 16%；在亚洲至欧洲航线，市场份额排名第四，占比 11%（数据截至 24 年 9 月）。市场对中远海控预期悲观，股价弹性强。我们预计中远海控 24 年末净现金 1,514 亿元 vs A/H 当前市值 2,351 亿元/1,903 亿港元，现金占比高，估值吸引；对应 1.0x/0.8x 24E PB。

图表44：全球排名前 20 集运公司：航线占比分布（2024 年 9 月）



资料来源：Alphaliner，华泰研究

图表45：全球排名前 20 集运公司：船型大小分布（2024 年 9 月）



资料来源：Alphaliner，华泰研究

图表46：全球集运：可比公司估值表

公司名称	股票代码	市值 (USD mn)	PE (X)			PB (X)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
海丰国际	1308 HK	8,006	14.9	7.8	11.9	3.9	3.5	3.2	48.8	29.0	32.8	4.7	10.6	5.8
中远海控	1919 HK	24,485	7.3	3.5	10.6	0.9	0.8	0.8	12.0	22.9	7.2	6.7	14.0	4.7
中远海控	601919 CH	32,999	9.9	4.8	14.3	1.2	1.0	1.0	12.0	22.9	7.2	5.0	10.5	3.5
东方海外	316 HK	9,502	7.0	4.0	6.4	0.8	0.7	0.7	11.1	19.8	10.7	5.8	12.1	6.7
马士基	MAERSKB DC	24,380	6.8	5.5	41.1	0.5	0.4	0.4	6.5	8.1	1.5	4.8	6.4	2.7
赫伯罗特	HLAG GR	32,486	10.2	16.5	216.6	1.6	1.6	1.7	12.6	9.4	1.2	5.4	3.1	1.7
长荣海运	2603 TT	13,938	12.4	3.6	6.0	1.0	0.8	0.8	7.1	25.5	13.6	4.8	12.1	7.5
阳明海运	2609 TT	7,382	49.5	4.7	10.3	0.9	0.7	0.7	1.5	20.8	15.8	2.9	6.5	6.6
万海航运	2615 TT	7,603	(42.0)	6.7	12.8	1.2	0.9	0.8	(2.7)	48.6	5.0	1.7	3.1	na
HMM	011200 KS	907,026	10.1	4.6	8.5	0.5	0.5	0.6	4.2	12.8	7.7	3.6	5.1	3.9
NYK	9101 JP	15,016	2.5	10.5	5.2	1.0	0.9	0.7	48.3	9.0	14.7	10.5	2.9	5.8
MOL	9104 JP	11,625	2.2	7.5	5.1	0.9	0.8	0.7	49.7	11.6	14.7	11.5	4.2	6.1
KL	9107 JP	9,028	2.4	12.4	5.5	1.0	0.9	0.8	57.9	7.8	15.2	6.6	4.1	4.2
ZIM	ZIM US	2,724	(1.0)	1.9	(93.6)	1.1	0.8	0.8	(64.6)	44.2	(4.0)	na	19.0	1.6
Matson	MATX US	4,478	15.8	11.9	14.0	1.9	na	na	12.6	15.1	12.1	0.9	na	na
RCL	RCL TB	596	13.4	9.0	29.6	0.5	0.4	0.4	3.4	5.0	1.5	3.1	2.9	1.2
中谷物流	603565 CH	2,464	10.2	11.0	10.9	1.6	1.6	1.5	16.0	14.7	14.1	5.9	5.5	5.5
安通控股	600179 CH	1,515	19.0	na	na	1.1	na	na	5.8	na	na	0.0	na	na
锦江航运	601083 CH	1,733	14.2	na	na	1.5	na	na	10.5	na	na	3.0	na	na

注：海丰国际、中远海控 AH、中谷物流采用华泰预测；其余公司采用彭博一致预期；收盘价 2024.10.25

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表47：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
海丰国际	1308 HK	买入	23.15	29.70	62,205	0.20	0.38	0.25	0.31	14.90	7.84	11.92	9.61
中远海控	1919 HK	买入	11.92	14.60	190,251	1.49	3.08	1.03	1.54	7.32	3.54	10.59	7.08
中远海控	601919 CH	买入	14.73	19.00	235,101	1.49	3.08	1.03	1.54	9.89	4.78	14.30	9.56

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表48：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
海丰国际 (1308 HK)	<p><b>海丰国际公布前三季度运营数据,收入同比增长 19.2%至 21.1 亿美金;货量同比增长 11.1%至 255 万 TEU,单箱运价同比增长 9.1%至 691 美金/TEU。其中,三季度收入同环比增长 56.6%/7.5%至 8.1 亿美金;货量同环比+13.4%/-12.0%至 85 万 TEU (货量环比下降主因季节性淡季影响);单箱运价同环比增长 44.1%/22.6%至 809 美金/TEU。同时,基于强劲的盈利表现和充沛的现金流,公司宣布派发特别股息 0.4 港币/股,分红吸引。展望四季度,受传统东南亚旺季需求推动,我们预计货量和运价环比将进一步上涨,重申“买入”评级。</b></p> <p>基于强劲的前三季度盈利表现和 4Q 旺季推动,我们上调 24 年净利预测 31%至 10.2 亿美金;中长期,我们看好产业重塑进一步加速区域供应链的协作和深化,上调 25/26 年净利预测 8%/15%至 6.6 亿/8.3 亿美金。基于 10.1x 2024E PE (公司历史三年 PE 均值加 2 个标准差,估值溢价主因公司盈利上行和宣派特别股息),上调目标价 33%至 29.7 港币,重申“买入”。</p> <p>风险提示: 1) 运价低于我们预期; 2) 货量增速低于我们预期; 3) 对航运业产生负面影响的政策风险; 4) 地缘政治风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 24 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 海丰国际(1308 HK,买入): 3Q 盈利强劲,分红吸引</a></p>
中远海控 (1919 HK)	<p><b>1H24 净利同比增长 1.9%, 下半年盈利环比有望显著上行</b></p> <p>中远海控发布 1H24 业绩: 1) 营收 1,012 亿元, 同增 10.2%; 2) 归母净利 168.7 亿元, 同增 1.9%。其中, 2Q 净利 101 亿元, 同环比增长 7.2%/49.7%。年初至今, 集装箱运价大幅上涨, 但公司盈利增幅较小主因: 1) 上年同期长协运价高基数; 2) 2Q 部分航次未完成, 收入将递延至 3Q 确认; 3) 受红海绕行影响, 运营成本增加。展望下半年, 尽管运价高位有所回落, 但整体需求仍强劲, 运价维持较高水平。基于公司上半年盈利表现, 我们下调 24 年净利预测 16%至 491 亿元, 维持 25/26 年净利预测 164 亿/245 亿元; 基于 0.9x/1.3x 24E PB (公司历史三年 PB 均值加 0.5 个标准差, 溢价较前值收窄主因市场高位有所回落; 24E BPS 14.6 元), 给予 H/A 股目标价 14.6 港币/19.0 元 (前值: 19.8 港币/21.3 元), 维持“买入”。</p> <p>风险提示: 1) 全球经济衰退; 2) 地缘政治风险; 3) 运价低于预期; 4) 有效供给高于预期; 5) 竞争格局恶化。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 08 月 30 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 中远海控(1919 HK,买入;601919 CH,买入): 盈利 1H 微增, 2H 环比有望显著提升</a></p>
中远海控 (601919 CH)	

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

### 风险提示

- 1) 地缘政治风险: 地缘冲突缓和, 红海恢复通行, 将导致绕行结束, 集运吨海里需求将下降, 或导致船舶供给过剩, 运价下跌。
- 2) 全球经济衰退: 全球经济衰退将导致出口需求和货量下降, 导致行业需求增长低于我们的预期。
- 3) 运价低于预期: 运价下跌, 将导致行业景气度及盈利表现低于我们的预期。
- 4) 有效供给高于预期: 船舶航速提升或航线调整, 市场有效供给或高于我们的预期, 对运价产生负面影响。
- 5) 竞争格局恶化: 竞争格局恶化, 或导致行业非理性的价格战, 运价表现或低于我们的预期。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林珊、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林珊、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司