

复盘+推演，供应链危机能否重演？

——集运行业研究系列二

行业评级：看好

2024年5月28日

分析师
邮箱
电话
证书编号

李丹
lidan@stocke.com.cn
13122992609
S1230520040003

研究助理
邮箱
电话

秦梦鸽
qinmengge@stocke.com.cn
19916507228

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1、第一阶段：需求复苏——2020年，需求回升刺激运价第一波上涨

- 2020年年初至5月，需求大幅下滑，在此背景下，欧美国家采取了一系列财政刺激政策，以刺激消费需求，2020年6月起，欧美零售销售情况同比逐步回升，运价迎来第一波上涨，截至2020年12月25日，CCFI和SCFI较年初分别上涨**76%**和**158%**。
- 运力供给整体稳定，港口尚未出现拥堵情况：**2020年年初至2020年6月，受需求下滑影响，航司积极减少运力规模，全球闲置运力6月达到高峰，闲置运力占比达6.1%，随需求回暖，闲置运力逐渐走低。港口尚未出现拥堵情况，平均等待时长仍处于较低水平。

2、第二阶段：供需共振——2021至22H1，港口拥堵叠加需求增长，运价持续上行

- 需求端：**2021年全球集装箱海运贸易量达207.3百万TEU，同比增长6.5%；欧美需求延续增长趋势。
- 供给端：**2021年5月起，受港口产能有限影响，港口拥堵造成集装箱及集装箱船舶周转效率下降，港口平均等待时长逐步提升，至2021年10月达到峰值，集装箱船舶准班率持续低位徘徊。**港口拥堵受多方面因素影响：**1) 各国恢复节奏不同，码头作业效率不同，导致班轮班期紊乱；2) 集装箱周转不畅，缺箱情况进一步加剧供应链紊乱情况；3) 港口工人罢工，码头作业效率进一步下降，形成恶性循环；4) 苏伊士运河船舶搁浅，黑天鹅事件助推供应链紧张情绪。
- 供应链不畅通大幅削减有效运力，叠加需求高增，带动集运运价持续上行。**2021-2022年CCFI和SCFI运价峰值较2021年初分别**+116%**和**+84%**，较2020年初分别**+300%**和**+400%**。
- 运价上行背景下，中远海控2021年-2022年分别实现归母净利润893亿元和1096亿元，分别较2020年上涨**800%**和**1004%**，大幅超过历年盈利水平。

3、第三阶段：回归常态化——22H2后运输需求下滑，港口拥堵缓解，运价回落

- 需求端：**2022年下半年至2023年末，欧美需求回落，2022年全球集装箱海运贸易量约199.4百万TEU，同比-3.8%。

- **供给端：**2022年8月以来，港口拥堵情况逐渐缓和，港口平均等待时长逐步回归常态化水平。
- **供需双重压力下，集运运价指数高位回落，截至2022年末CCFI指数为1271点，较年初-63%。**

4、2024年集运市场情况：红海事件供应链重回紊乱，供需共振带动运价大幅上行

- **供给端：绕行有效消化现有运力，供应链紊乱致船舶准班率下降。**2023-2024年运力逐步交付，2024Q1交付116艘集装箱船舶，达到2022年以来季度新高。红海事件影响下，船舶绕行提升运距，船舶周转效率大幅下降，2024年以来准班率下降。
- 根据Clarksons数据，若避开红海选择绕航，将大幅增加航线距离和航行天数，以远东至欧洲为例，绕航好望角，航行天数约36天，**较途径苏伊士运河的航线时间增加约8天，航距增长约29%**。根据我们测算，远东至欧洲航线绕行将带动全球箱海里运输需求增长5.27%。
- **集装箱运输需求端边际向好。**2024年以来，欧美需求有所好转，3月美国零售商销售额（季调）同比+3.5%，欧元区20国零售销售指数同比+0.7%。全球海运集装箱贸易量指数为131.0点，达2023年以来最高。
- **货主提前出货意愿提升，集中出货带动需求超预期。**一方面，绕行导致运输时间不确定性提升，为保障供应节奏，补库需求提升，货主或提前发货，另一方面，关税预期引发货主提前出货，集运旺季提前。
- **美国进入新一轮补库周期：**2024年以来，美国库存同比增速持续提升，叠加地缘政治事件及美国大选等因素，客户增加库存意愿提升，补库周期为集运需求提供强支撑。
- **红海危机常态化背景下，供应链重回紊乱，叠加超预期运输需求，运价有望维持高位，年初至今（2024-5-24）CCFI指数均值同比+23%，SCFI指数均值同比+109%。**

5、相关标的

- 随供需关系改善，集运板块盈利或逐步修复，建议关注中远海控A，中远海控H，海丰国际，东方海外国际，中谷物流等。

- 1) 地缘政治风险;
- 2) 需求不及预期风险;
- 3) 老旧船舶退出不及预期风险等。

目录

C O N T E N T S

01

第一阶段：需求复苏

2019年集运运价低位徘徊，订单占比达历史低位

2020年，需求回升刺激运价第一波上涨

02

第二阶段：供需共振

2021至22H1，港口拥堵叠加需求增长，运价持续上行

03

第三阶段：回归常态化

22H2后运输需求下滑，港口拥堵缓解，运价回落

远期运力增长，订单运力达近十年峰值

04

2024年集运市场情况

红海事件供应链重回紊乱，供需共振带动运价大幅上行

05

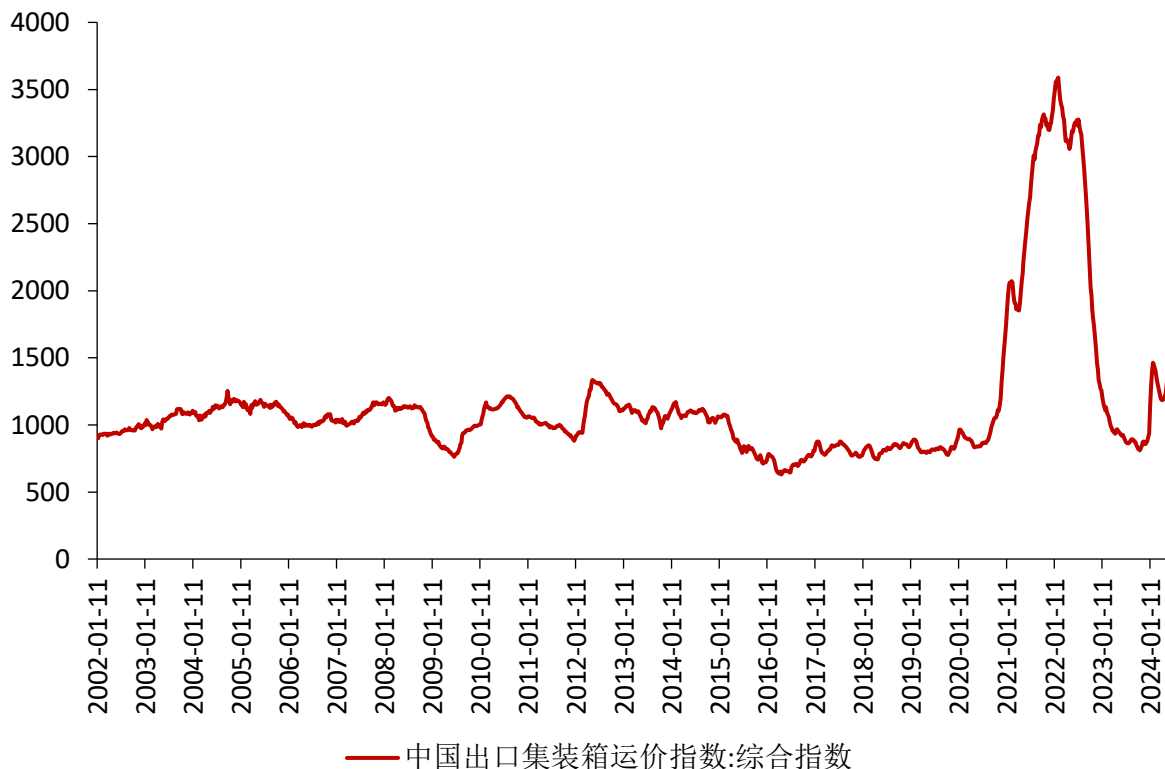
相关标的

01

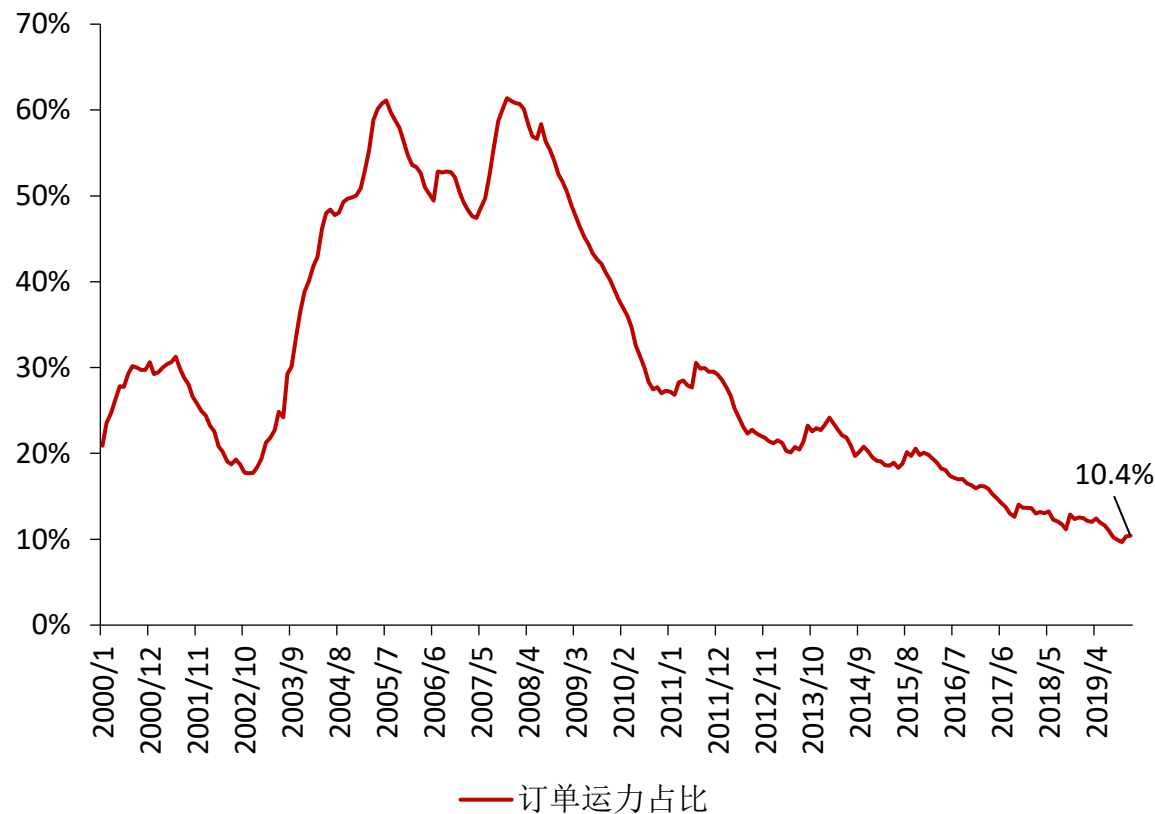
第一阶段 需求复苏

□ 2019年及之前，集运市场长期处于低位徘徊状态，2002年至2019年，中国出口集装箱运价指数年均在711至1171点之间震荡，订单运力占比持续走低，截至2019年12月，订单运力占比约10.4%。

图：2019年前，集运运价长期低位徘徊

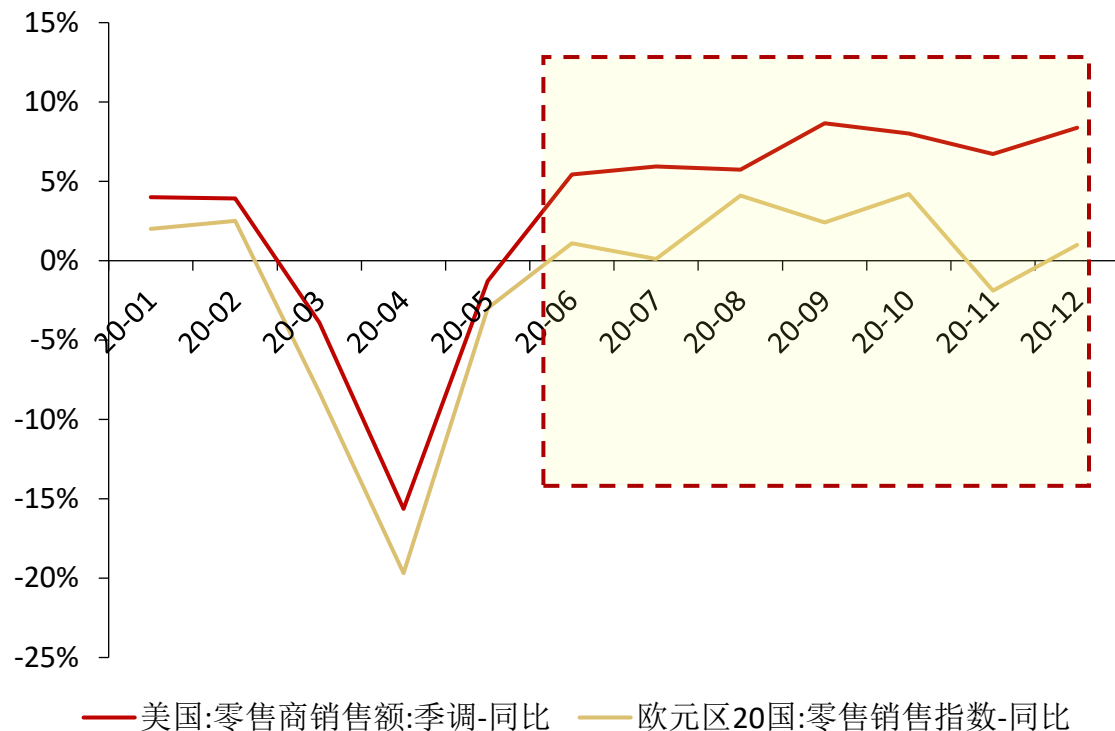


图：2019年底集装箱船舶订单运力占比达2000年以来的历史低位



□ **需求端：**2020年年初至5月，需求大幅下滑，在此背景下，欧美国家采取了一系列财政刺激政策，以刺激消费需求，2020年6月起，欧美零售销售情况同比逐步回升。

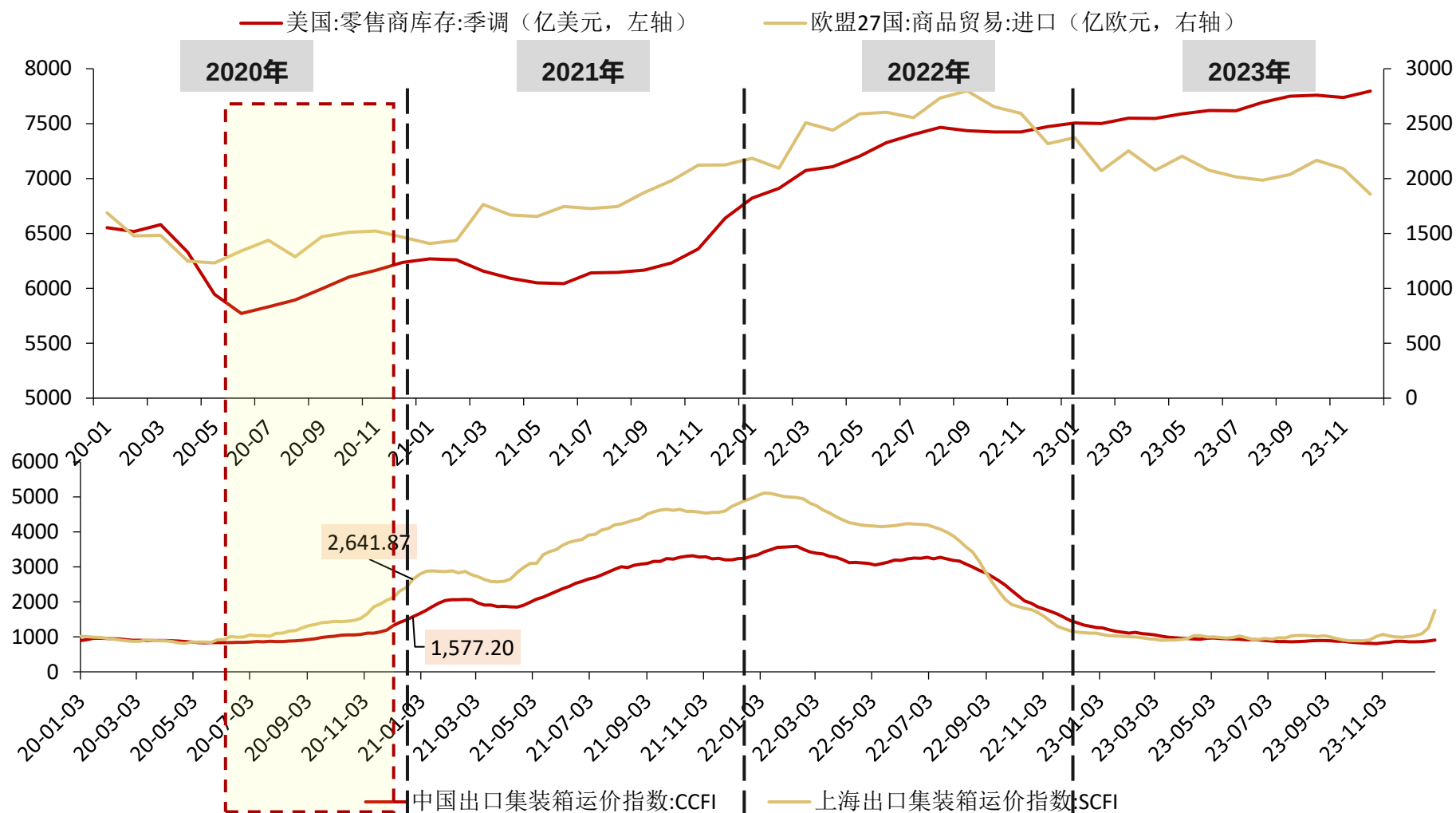
图：2020年欧美零售销售同比变化情况



表：2020年欧美部分财政刺激政策

	时间	内容
美国	2020/3/8	83亿美元刺激方案
	2020/3/18	通过《家庭优先冠状病毒应急法案》，规模约1920亿美元
	2020/3/27	通过《冠状病毒援助、救济和经济保障法案》，规模约2.2万亿美元
	2020/4/24	通过薪资保障计划和医疗强化法案，规模约4840亿美元
欧盟	2020/3/11	宣布了一项总额为 250亿欧元的应急预算
	2020/3/18	将向成员国提供 370 亿欧元的凝聚力资金
德国	2020/3/23	达成一项价值高达7500亿欧元的一揽子计划
法国	2020/3/16	将向企业提供最高3000亿欧元的银行贷款
	2020/3/19	启动“经济紧急计划”以稳定就业和扶持企业，该计划初步估计耗资450亿欧元
意大利	2020/3/16	投入总资金约250亿欧元并调动3500亿欧元贷款额度为医生、工人、家庭和企业提供援助
西班牙	2020/3/17	拨出高达 2000 亿欧元的资金

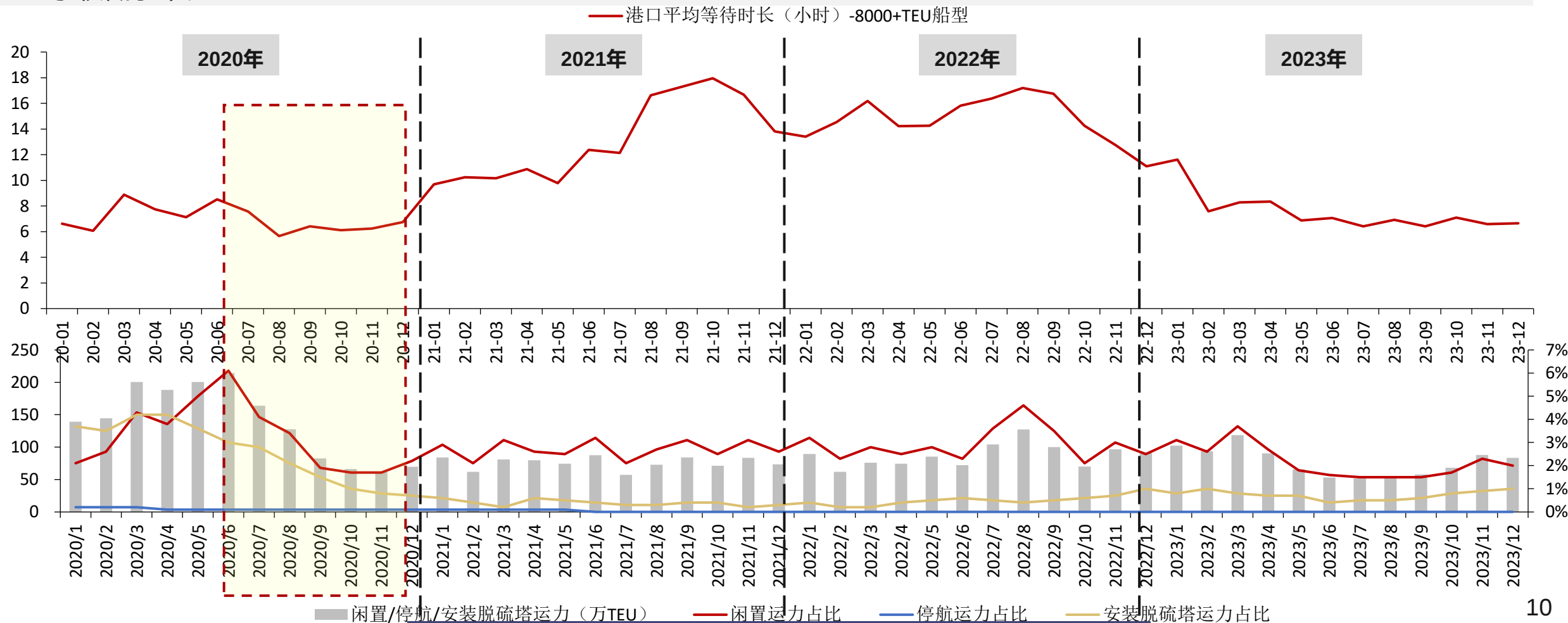
□ 需求复苏推动运价迎来第一波上涨：需求驱动下，2020年6月运价迎来第一波上涨，截至2020年12月25日，CCFI和SCFI较年初分别上涨76%和158%。



表：2020年全年运价指数涨幅情况

	2020/1/3	2020/12/25	涨幅
CCFI (点)	898	1577	76%
SCFI (点)	1023	2642	158%
欧线 (\$/TEU)	1124	3797	238%
美西 (\$/FEU)	1636	4080	149%
美东 (\$/FEU)	2808	4876	74%
地中海 (\$/TEU)	1185	3709	213%

□ **运力供给整体稳定，港口尚未出现拥堵情况：**2020年年初至2020年6月，受需求下滑影响，航司积极减少运力规模，全球闲置运力6月达到高峰，闲置运力占比达6.1%，随需求回暖，闲置运力逐渐走低。港口尚未出现拥堵情况，平均等待时长仍处于较低水平。

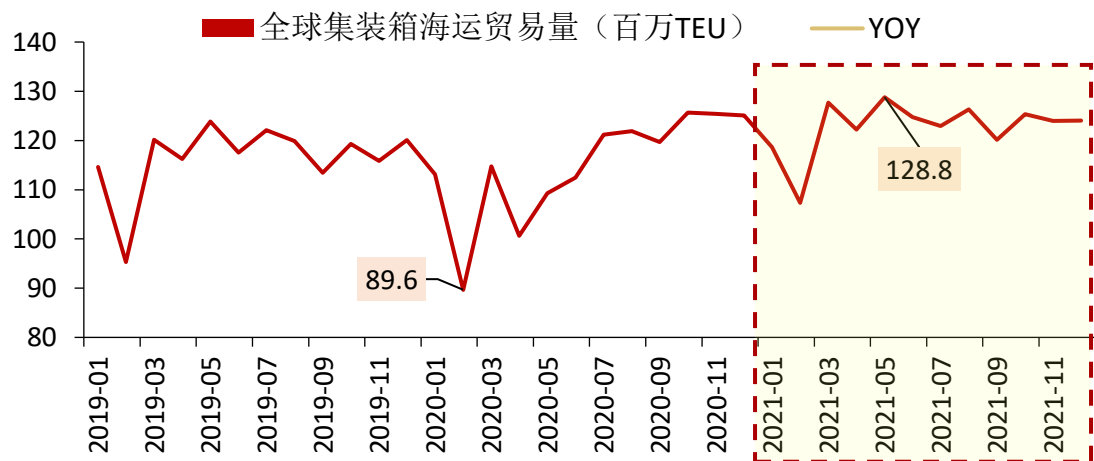
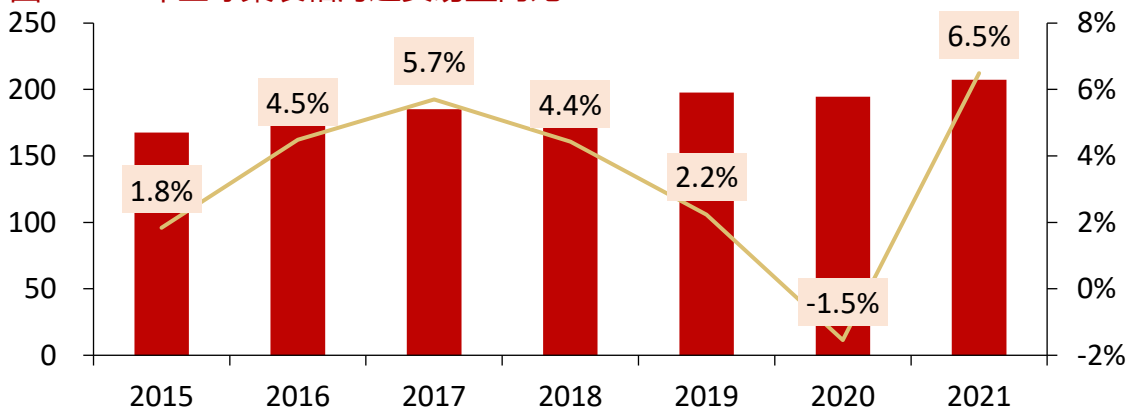


02

第二阶段 供需共振

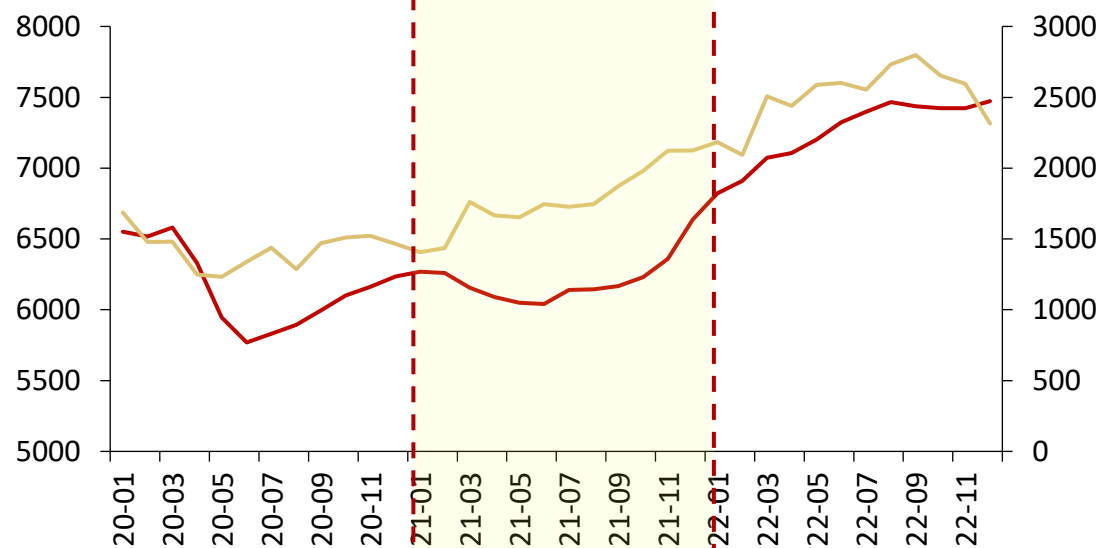
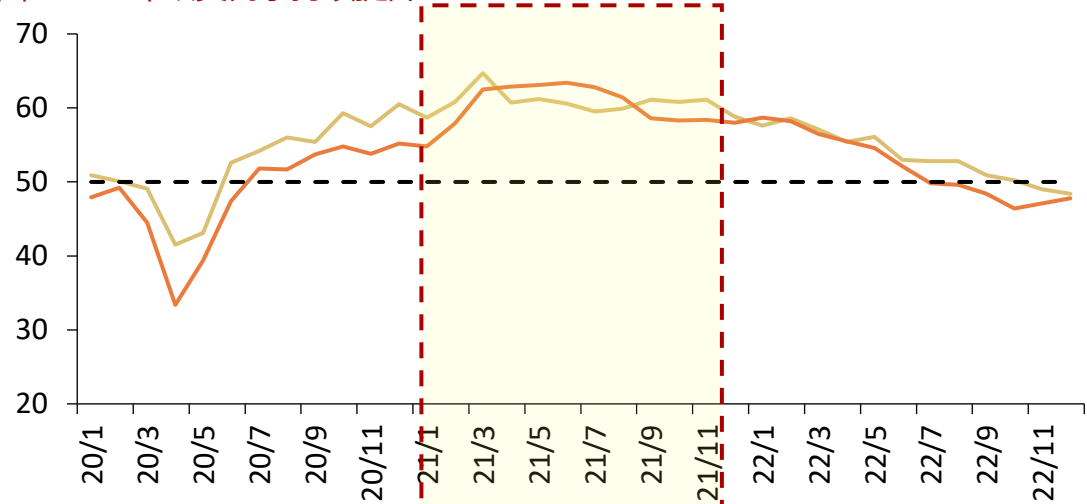
需求端：2021年全球集装箱海运贸易量达207.3百万TEU，同比增长6.5%；欧美需求延续增长趋势。

图：2021年全球集装箱海运贸易量同比+6.5%



——全球海运集装箱贸易量指数

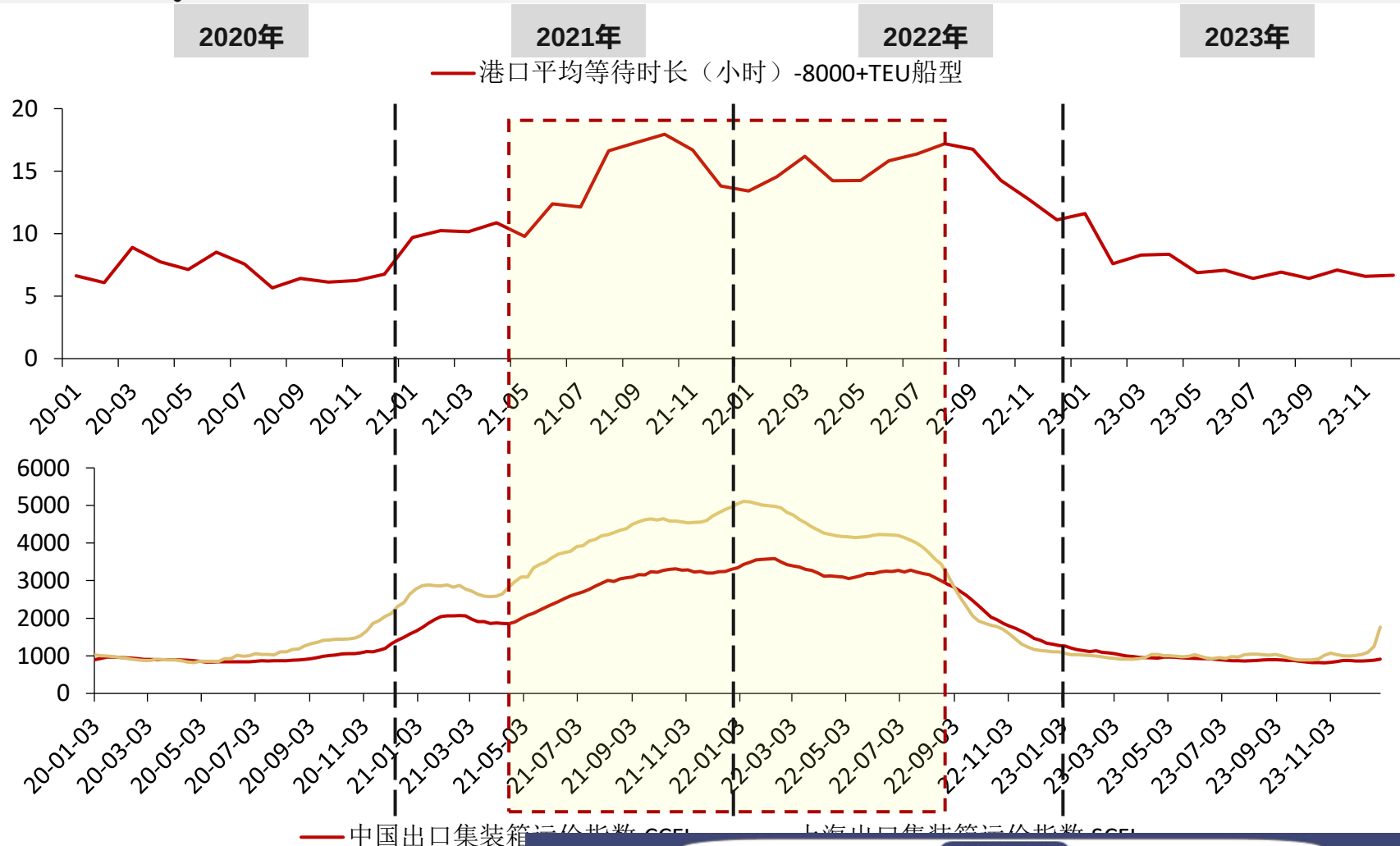
图：2021年欧美需求持续提升



——美国:零售商库存:季调 (亿美元, 左轴)

——美国:进口 (亿欧元, 右轴)

□ 2021年5月起，港口平均等待时长逐步提升，至2021年10月达到峰值；供应链不畅通大幅削减有效运力，叠加需求高增，带动集运运价持续上行。2021-2022年CCFI和SCFI运价峰值较2021年初分别+116%和+84%，较2020年初分别+300%和+400%。



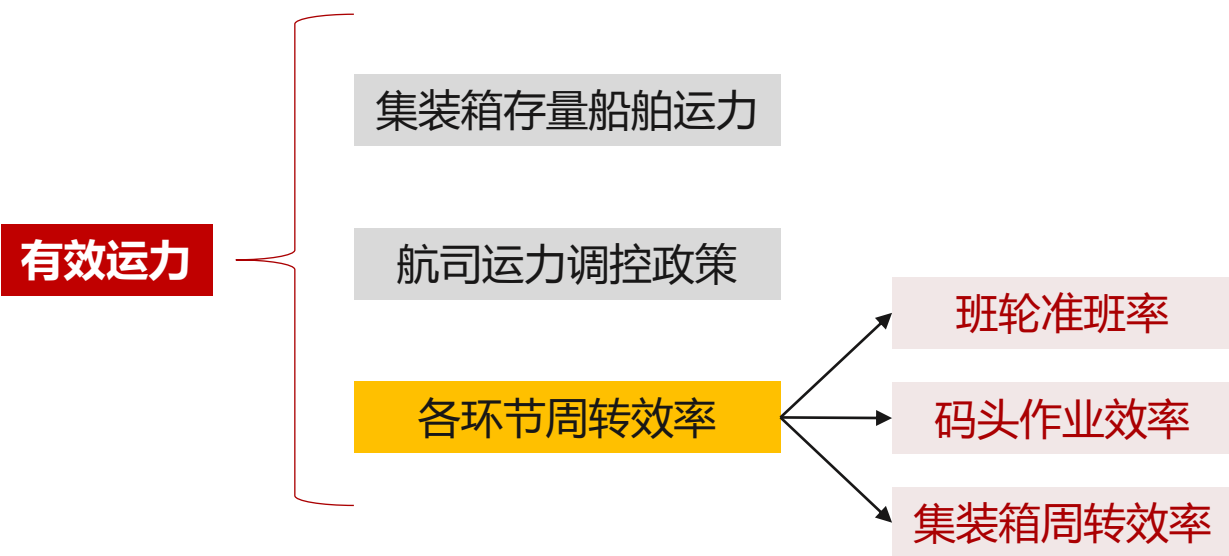
表：2021-2022年运价指数涨幅情况

	21-01-01	2021-2022 年峰值	较2021年 初涨幅	较2020年 初涨幅
CCFI (点)	1659	3588	116%	300%
SCFI (点)	2783	5110	84%	400%
欧线 (\$/TEU)	4091	7797	91%	594%
美西 (\$/FEU)	4018	8117	102%	396%
美东 (\$/FEU)	4729	11976	153%	326%
地中海 (\$/TEU)	4286	7535	76%	536%

□ 港口拥堵影响周转效率，进而影响有效运力供给：

- 1、第一阶段：各国恢复节奏不同，码头作业效率不同，导致班轮班期紊乱；
- 2、第二阶段：集装箱周转不畅，缺箱情况进一步加剧供应链紊乱情况；
- 3、第三阶段：港口工人罢工，码头作业效率进一步下降，形成恶性循环。
- 4、苏伊士运河船舶搁浅，黑天鹅事件助推供应链紧张情绪。

表：2021年部分港口拥堵相关事件

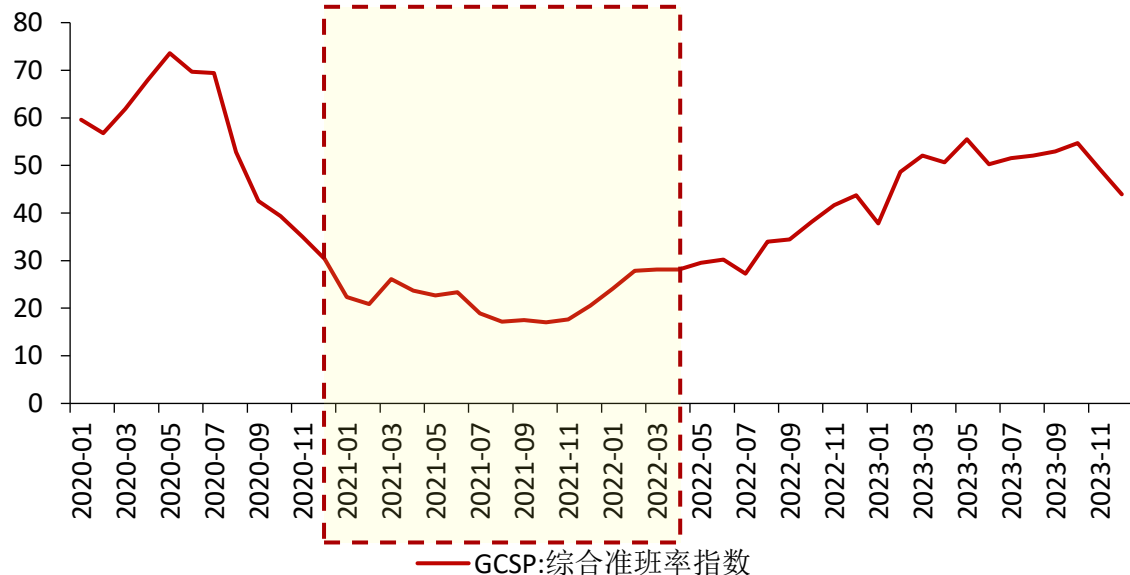


时间	事件
2021/3/23	超大型集装箱船“长赐”号（Ever Given）在途径苏伊士运河时搁浅，造成苏伊士运河双向封闭，严重拥堵。3月29日成功脱浅。
2021/4/12	美国加利福尼亚（洛杉矶、长滩港）的港口卡车司机开始了一场大罢工。
2021/10/12	长滩港、洛杉矶港、奥克兰港、西北海港联盟、纽约/新泽西港等在内的七大港口负责人，联名致信拜登政府，敦促其采取措施，缓解当前美国供应链拥堵问题。
2021/10/13	为应对美国当前的供应链挑战，拜登宣布采取诸多举措，其中包括在洛杉矶港实行7×24小时全天候运营。

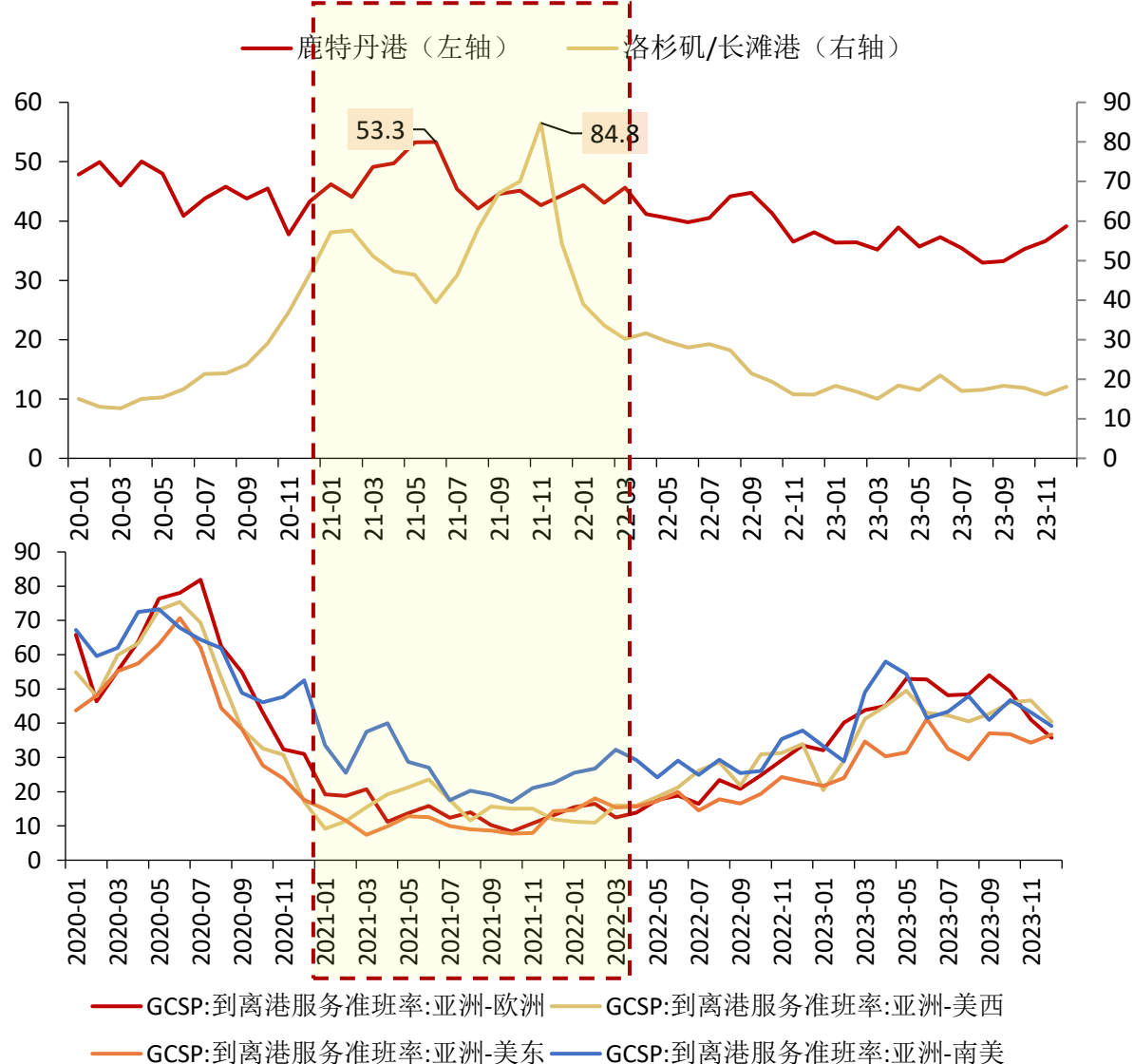
□ 受港口产能有限影响，港口拥堵造成集装箱及集装箱船舶周转效率下降。

- 洛杉矶/长滩港港口拥堵指数2021年11月达到年内峰值，7日移动平均在港集装箱船舶数达84.8艘。
- 2021年集装箱船舶准班率持续低位徘徊。

图：集装箱船舶综合准班率指数持续低位徘徊

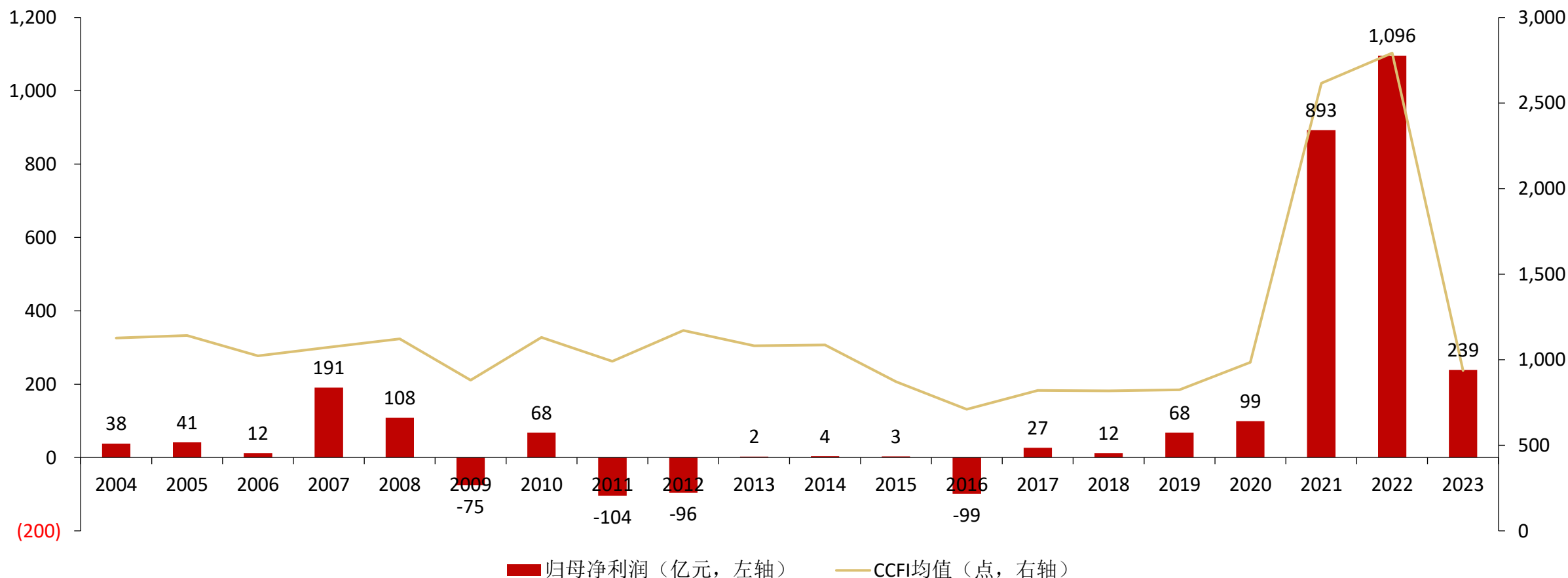


图：港口拥堵指数-在港集装箱船舶数（艘，7日移动平均）



□ 运价上行背景下，中远海控2021年-2022年分别实现归母净利润893亿元和1096亿元，分别较2020年上涨800%和1004%，大幅超过历年盈利水平。

图：中远海控归母净利润及CCFI年度均值对比

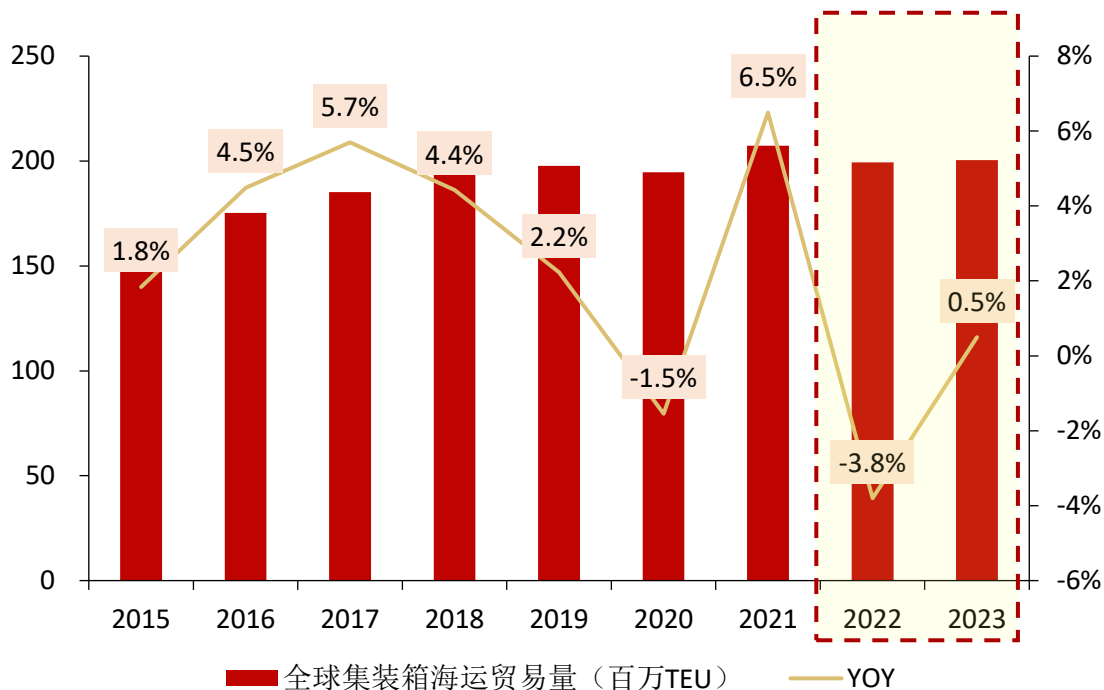


03

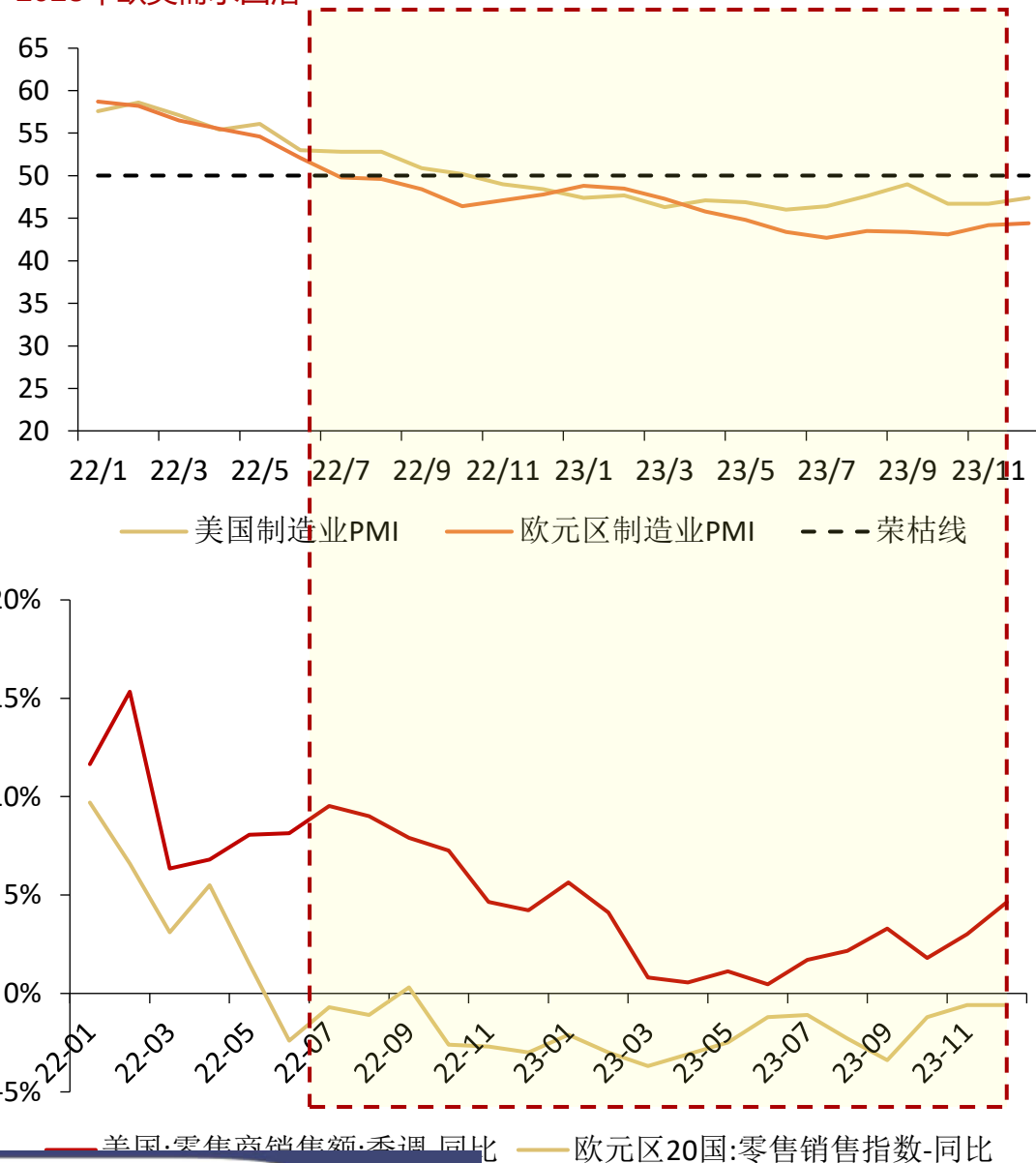
第三阶段 回归常态化

□ **需求端：**2022年下半年至2023年末，欧美需求回落，2022年全球集装箱海运贸易量约199.4百万TEU，同比-3.8%。

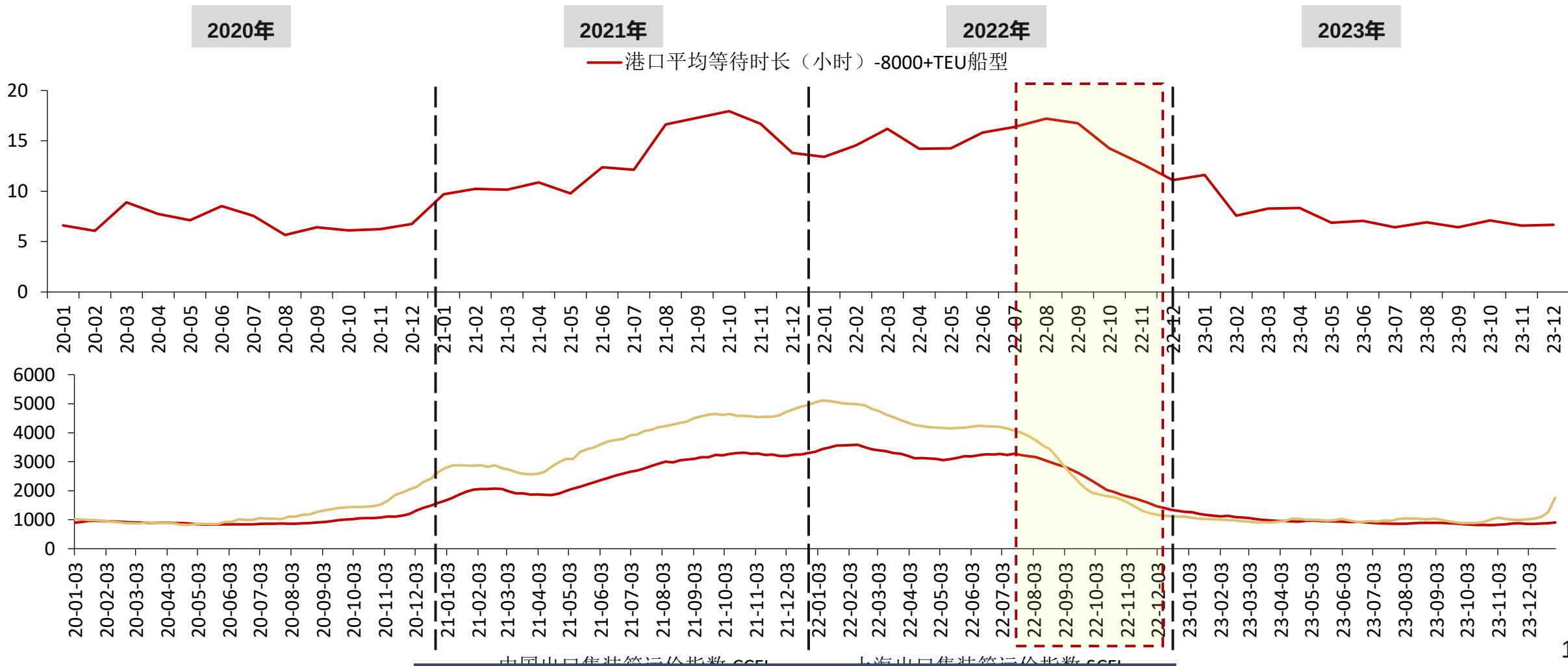
图：2022年全球集装箱海运贸易量同比-3.8%



图：2023年欧美需求回落



□ 2022年8月以来，港口拥堵情况逐渐缓和，港口平均等待时长逐步回归常态化水平。供需双重压力下，集运运价指数高位回落，截至2022年末CCFI指数为1271点，较年初下降63%。

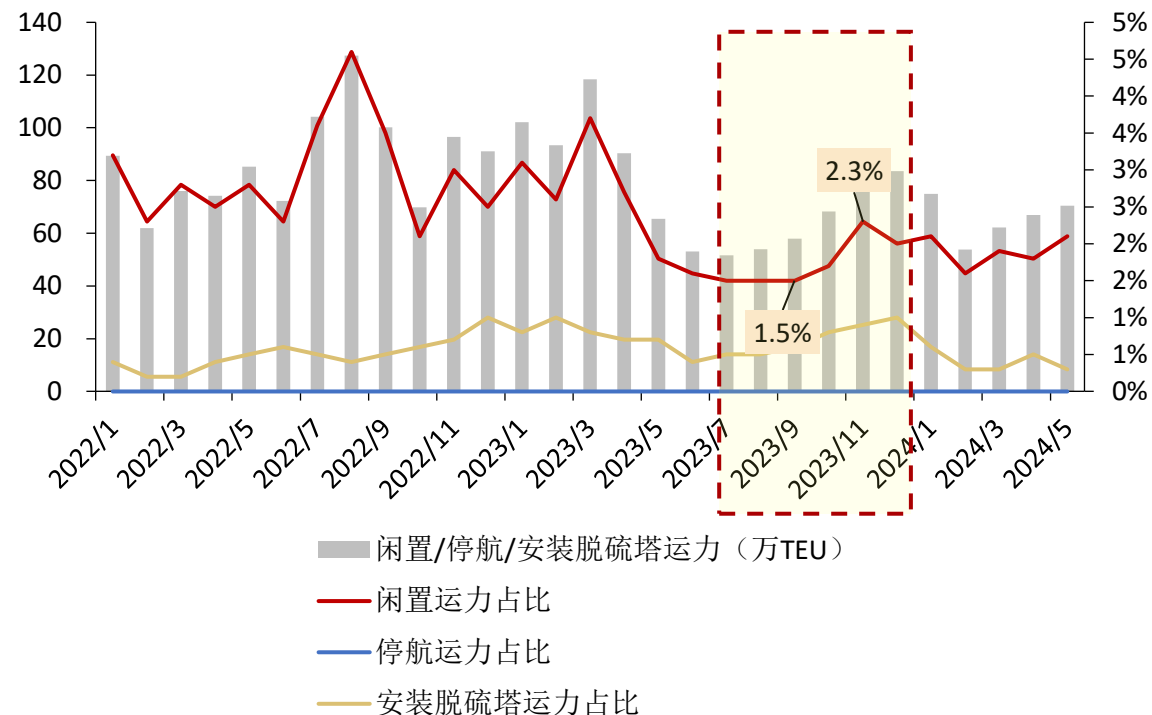


- **远期运力增长：**2020年10月以来，随着集运运价大幅提升，船东逐步开始新一轮造船潮，集装箱船舶订单运力逐步增长，截至2022年11月，订单运力占比达到2013年以来的峰值，占比达29.9%。
- **闲置运力占比提升：**2023年10月后，随供需关系转弱，运价下滑，集装箱船舶闲置运力占比逐步提升。

图：2023年11月集装箱船舶订单运力占比达29.9%



图：2023年10月后集装箱船舶闲置运力占比逐步提升



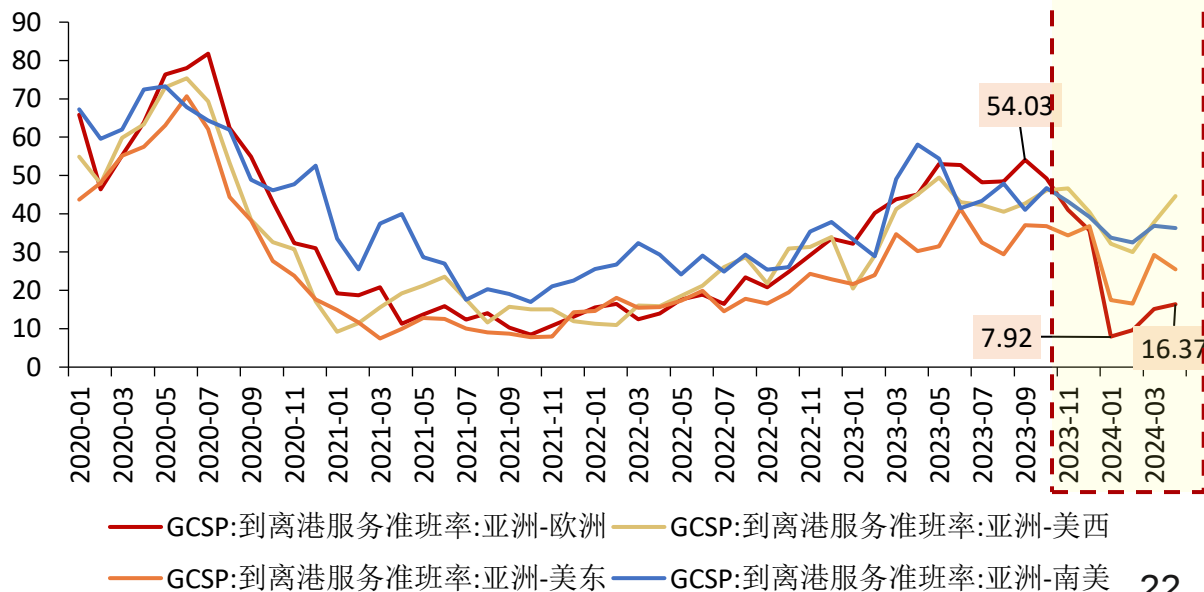
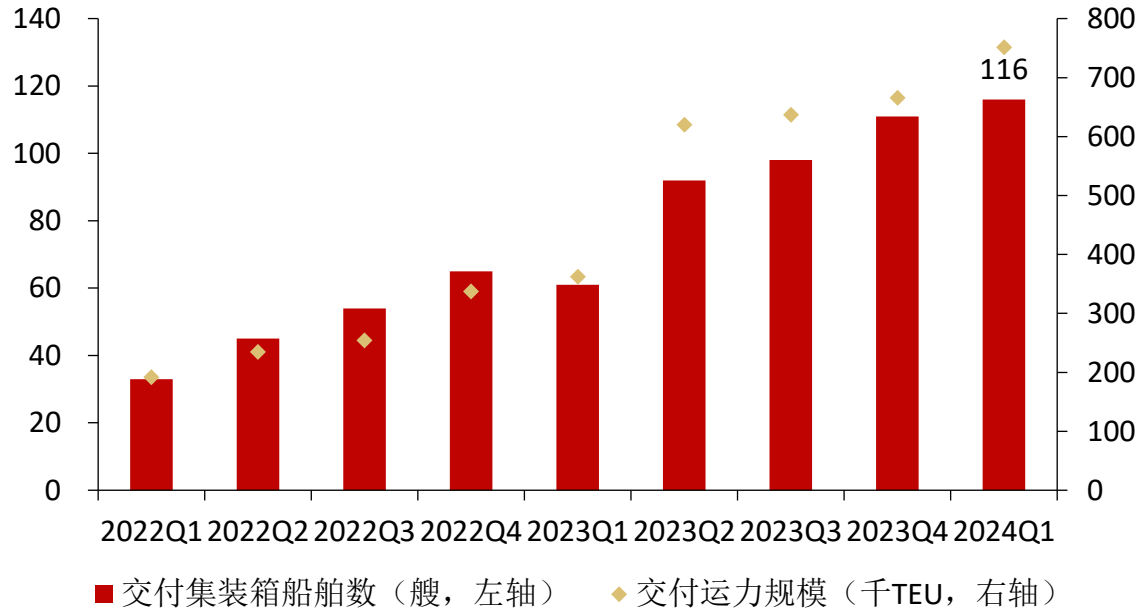
04

2024年集运 市场情况

□ 供给端：绕行有效消化现有运力，供应链紊乱致船舶准班率下降。

- 2023-2024年运力逐步交付，2024Q1交付116艘集装箱船舶，达到2022年以来季度新高。
- 红海事件影响下，船舶绕行提升运距，船舶周转效率大幅下降，2024年以来准班率下降。

图：2023年以来集装箱船舶交付运力逐步增长

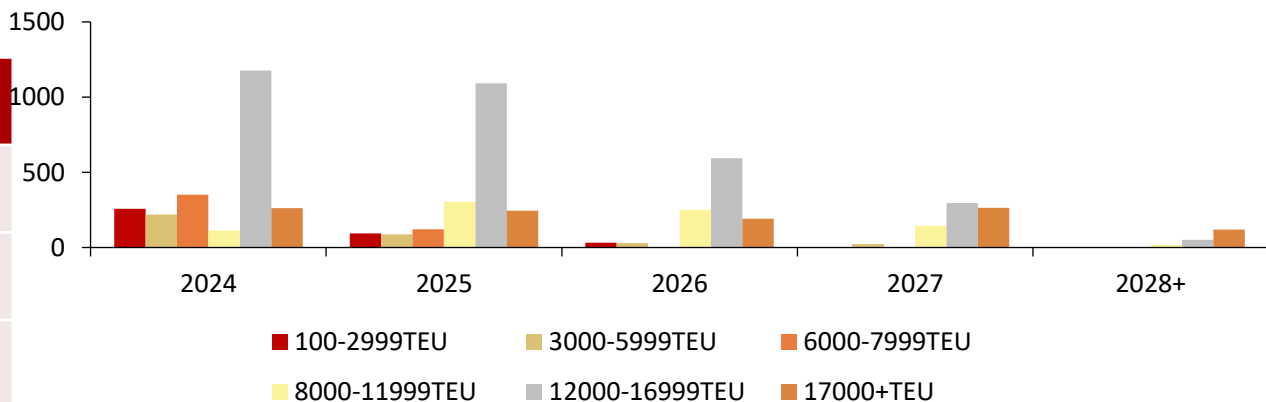


□ **订单运力预期交付情况：**2023年以来，集装箱船舶陆续交付，根据Clarksons数据，预计2024年至2027年交付运力分别占现有运力的**8.3%、6.8%、3.9%和2.6%**，2024-2025年为订单运力集中交付期。分船型看，**17000+TEU船型2024年交付运力占比约6.0%**。

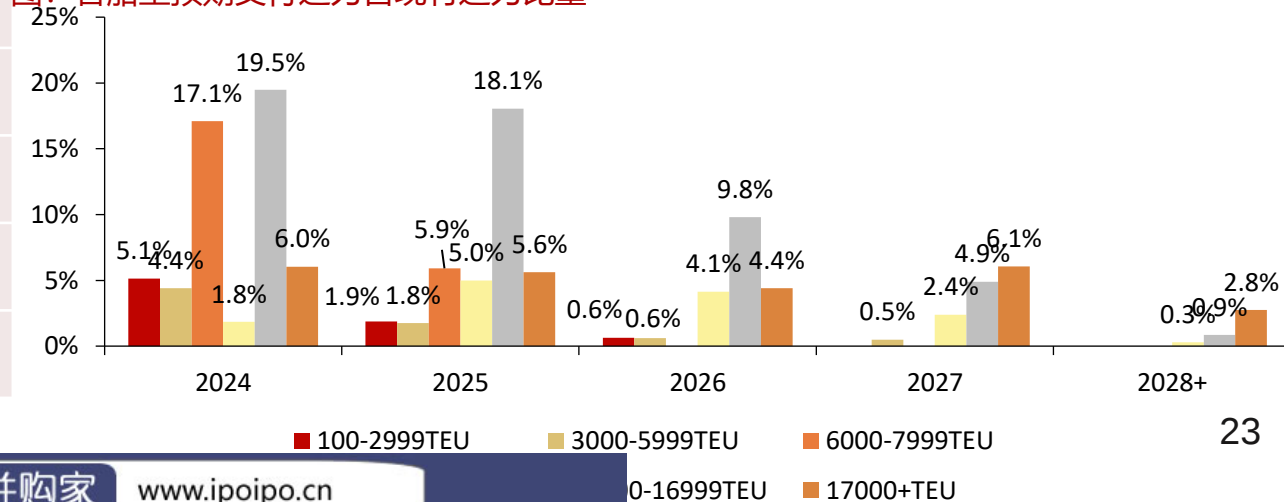
表：集装箱船舶订单预期交付节奏（单位：千TEU，截至2024年4月）

	2024	2025	2026	2027	2028+
100-2999TEU	257.8	94.7	32.1		
3000-5999TEU	219.7	87.5	30.9	24.7	
6000-7999TEU	351.9	121.8			
8000-11999TEU	112.8	305	252.4	145.7	18.4
12000-16999TEU	1176.8	1091.4	593.1	296	52
17000+TEU	262.8	244.2	191.7	264	120
总计	2381.8	1944.6	1100.2	730.4	190.4
交付运力占比	8.3%	6.8%	3.9%	2.6%	0.7%

图：各船型预期交付运力情况（单位：千TEU）

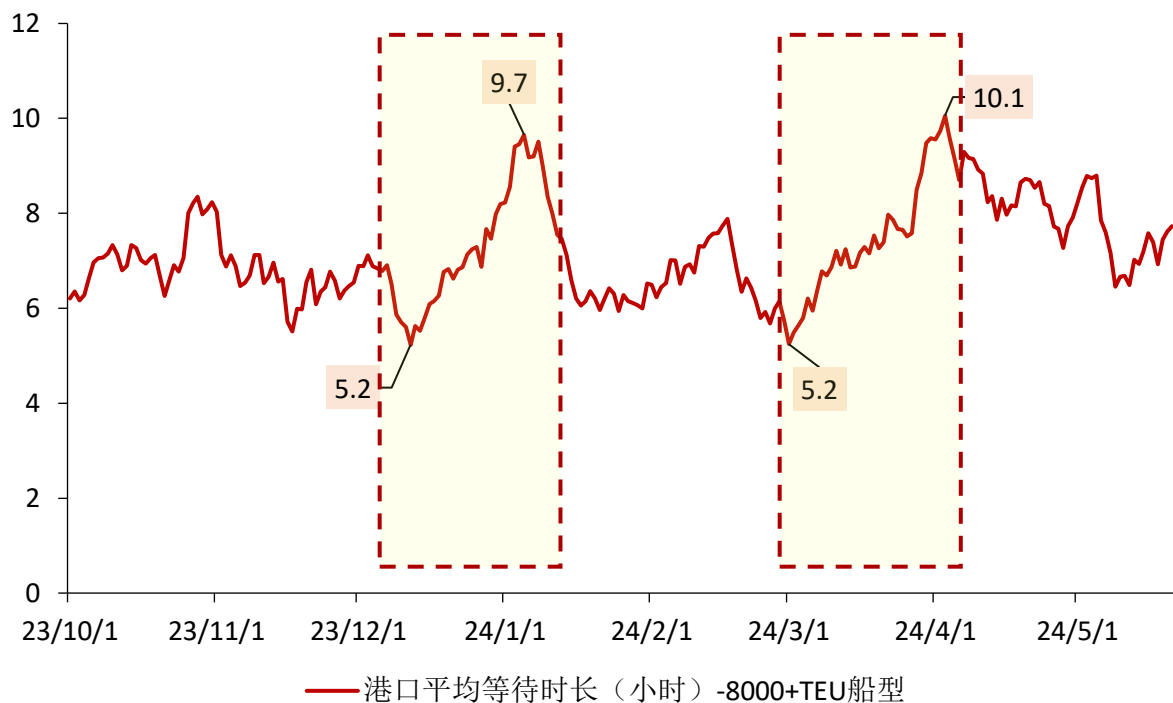


图：各船型预期交付运力占现有运力比重

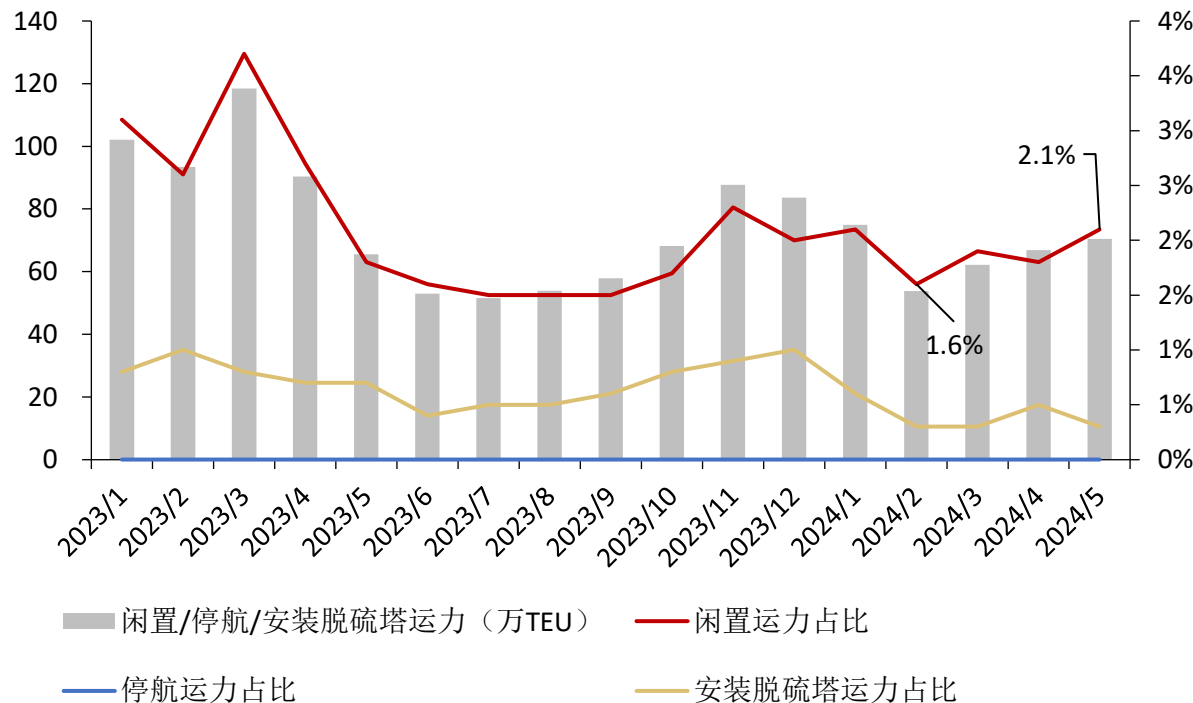


□ 2024年以来港口平均等待时长呈现较强的波动性。受船舶绕行影响，班期紊乱导致港口面临阶段性船舶拥挤状况，2024年以来港口平均等待时长（8000+TEU船型）波动加剧，4月3日达到今年以来新高，达10.1小时。全球集装箱船舶闲置运力水平整体保持稳定。

图：港口平均等待时长-8000+TEU船型（小时）



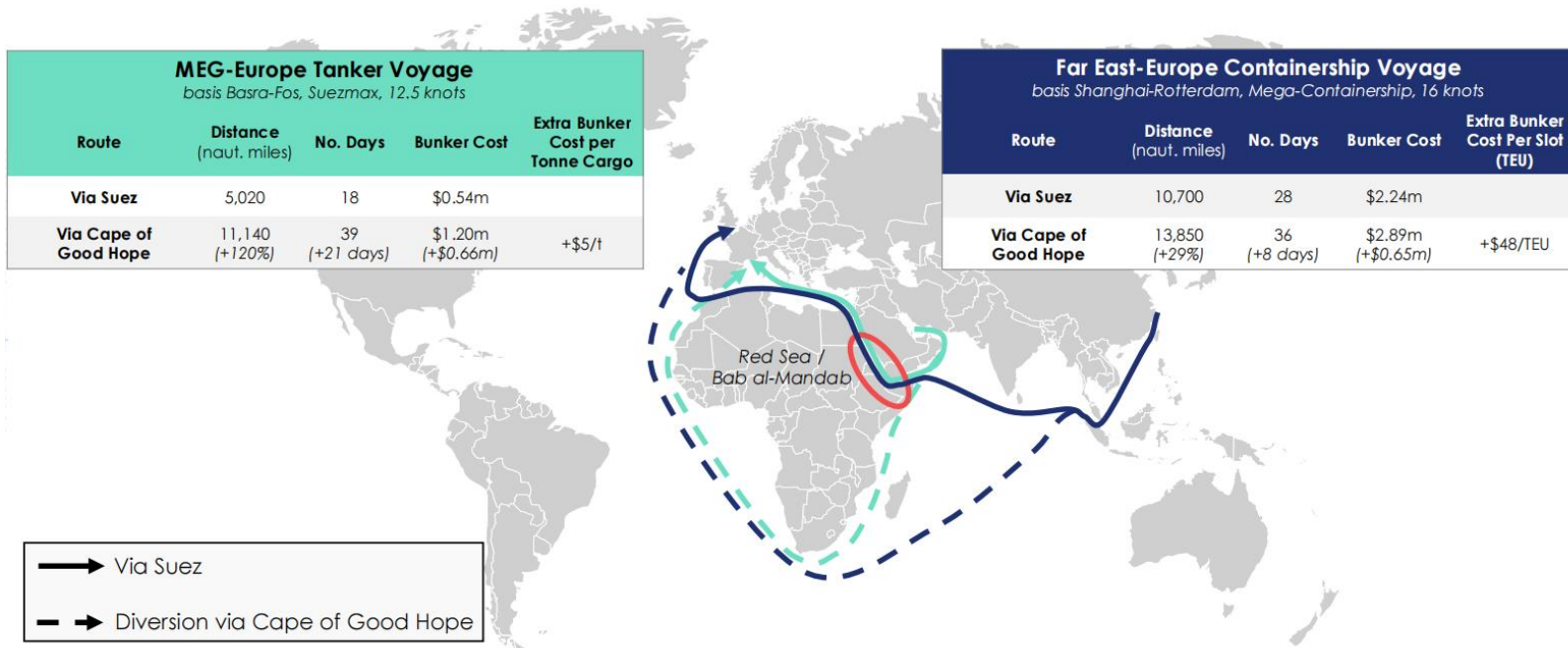
图：2024年以来闲置运力占比水平较为稳定



- 根据Clarksons数据，若避开红海选择绕航，将大幅增加航线距离和航行天数，以远东至欧洲为例，绕航好望角，航行天数约36天，较途径苏伊士运河的航线**时间增加约8天，航距增长约29%**。
- 根据我们测算，远东至欧洲航线绕行将带动全球箱海里运输需求增长**5.27%**。

图：好望角绕航路线示意图

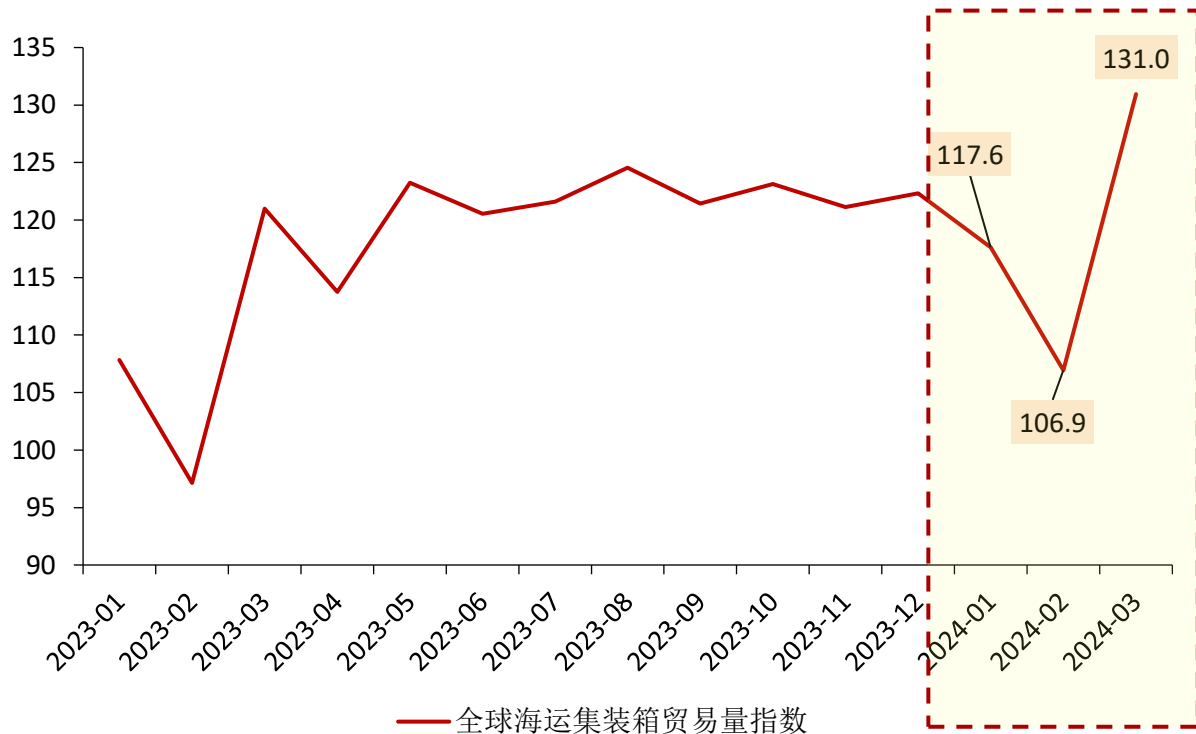
表：远东至欧洲航线绕行带动全球箱海里增长5.27%



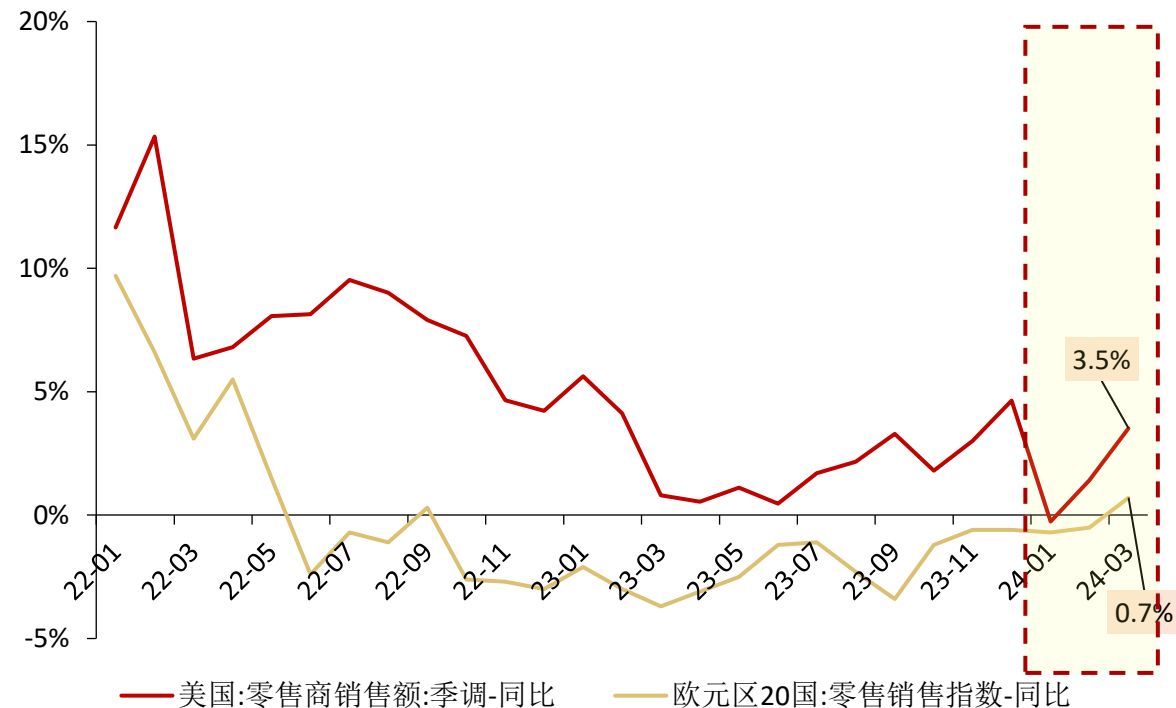
红海绕行对集运影响测算	
全球集装箱海运量（百万TEU）	200.38
远东至欧洲航线	
贸易量（百万TEU）	16.6
运距-经过苏伊士运河（海里）	10700
运距-绕行好望角（海里）	13850
绕行前TEU海里（亿TEU海里）	1776
绕行后TEU海里（亿TEU海里）	2299
增长	29%
全球海运航线	
全球贸易箱海里（亿TEU海里）	9920
绕行后全球箱海里（亿TEU海里）	10443
增长	5.27% 25

□ **集装箱运输需求端边际向好。**2024年以来，欧美需求有所好转，3月美国零售商销售额（季调）同比+3.5%，欧元区20国零售销售指数同比+0.7%。全球海运集装箱贸易量指数为131.0点，达2023年以来最高。

图：3月全球海运集装箱贸易量指数大幅提升

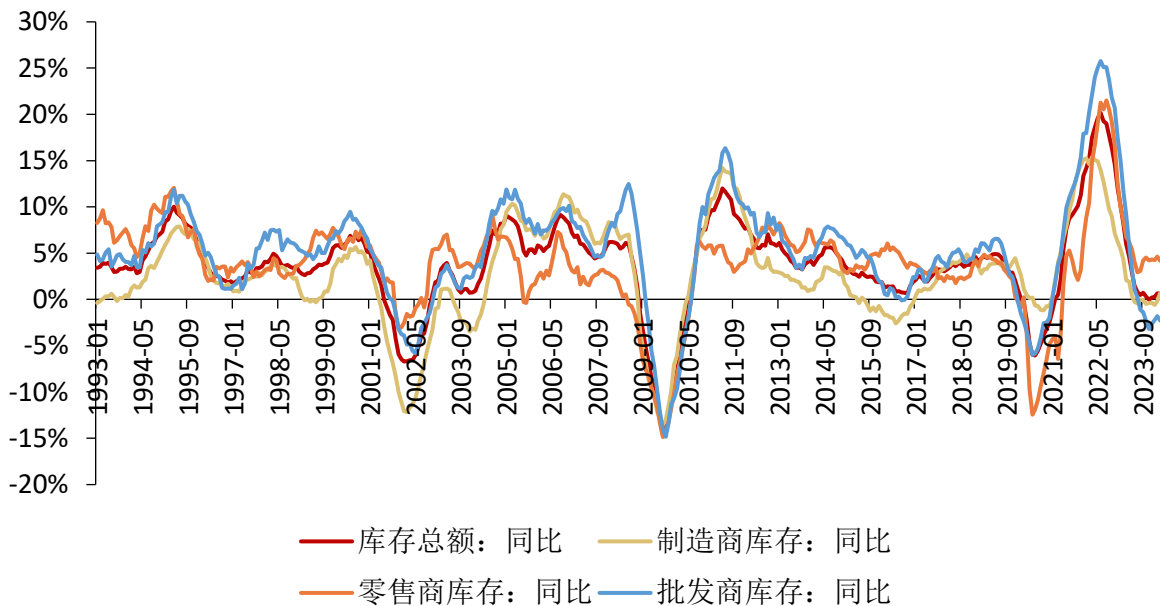


图：欧美零售销售情况环比好转



- **货主提前出货意愿提升，集中出货带动需求超预期：**一方面，绕行导致运输时间不确定性提升，为保障供应节奏，补库需求提升，货主或提前发货，另一方面，关税预期引发货主提前出货，集运旺季提前。
- **美国进入新一轮补库周期：**2024年以来，美国库存同比增速持续提升，叠加地缘政治事件及美国大选等因素，客户增加库存意愿提升，补库周期为集运需求提供强支撑。

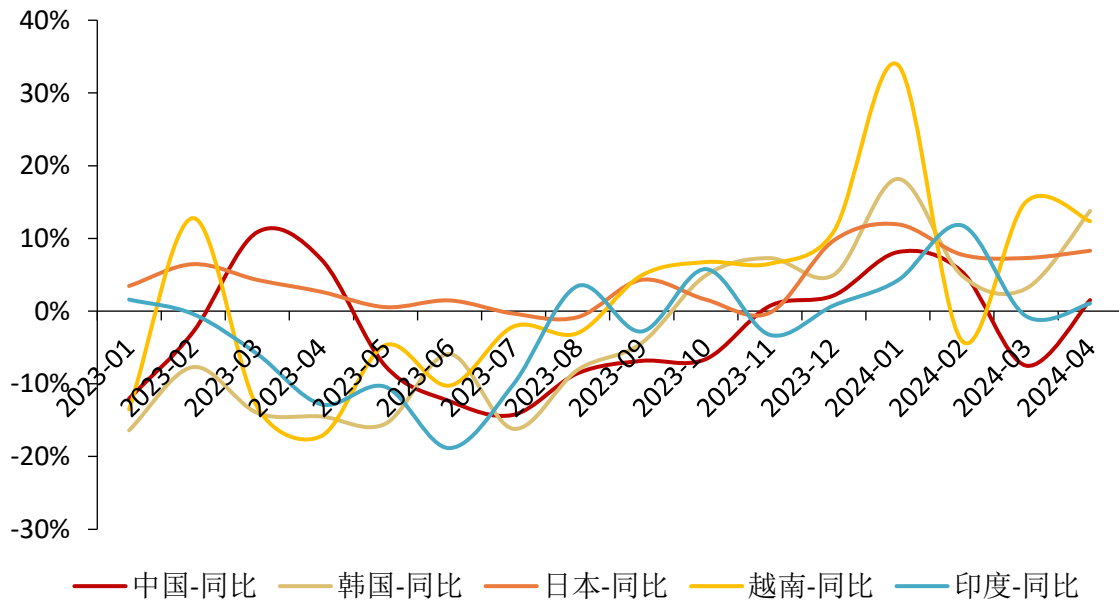
图：美国进入补库周期



表：欧盟、巴西部分关税相关政策

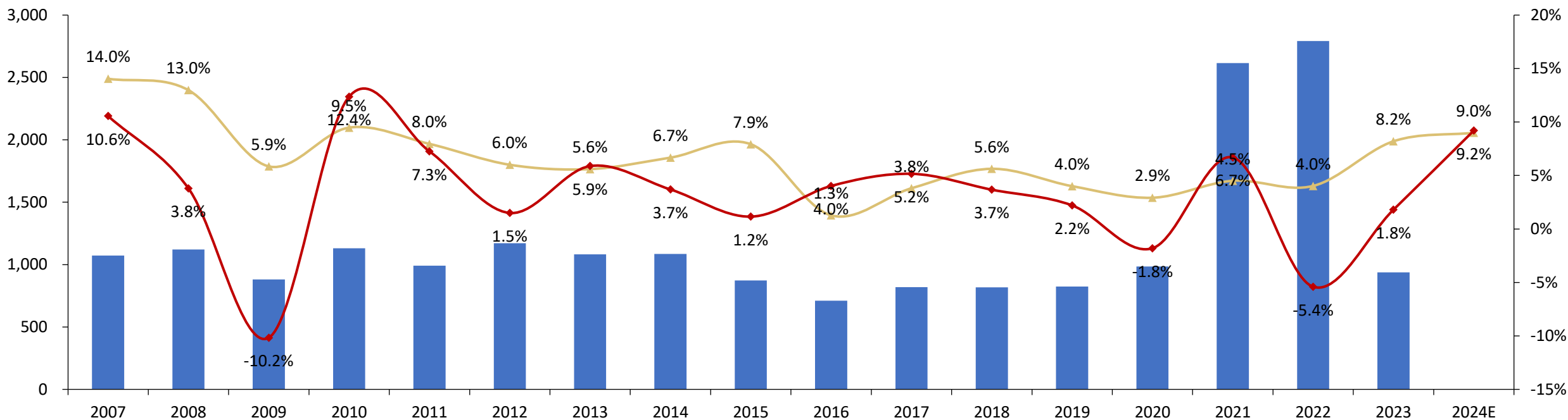
	时间	事件
欧盟	2023年10月	• 欧盟委员会启动针对中国进口电动车的反补贴调查，最终的目标是确定是否需要对中国电动车征收额外关税。
巴西	2023年11月	• 自2024年1月起逐步恢复对新能源汽车征收进口关税。 • 2024年1月、2024年7月、2025年7月、2026年7月，混合电动车税率分别为15%、25%、30%、35%；插电式混合电动车的税率分别为12%、20%、28%、35%。对于纯电动车，分别为10%、18%、25%和35%。

图：部分国家出口金额同比增速



❑ 红海冲突有效提升集装箱船舶箱海里运力需求，根据Clarksons数据，预计2024年运力增长约9.0%，需求吨海里增长约9.2%，行业供需关系改善。

图：市场供需及CCFI指数年度均值（截至2024-5-10）



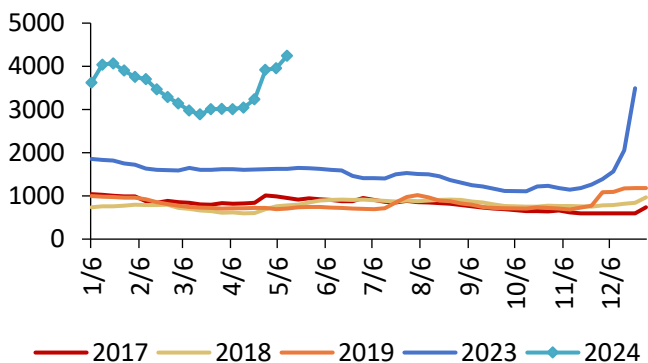
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
CCFI均值	1073	1122	881	1131	991	1171	1082	1086	872	711	820	818	824	984	2616	2792	937	
运力增长	14.0%	13.0%	5.9%	9.5%	8.0%	6.0%	5.6%	6.7%	7.9%	1.3%	3.8%	5.6%	4.0%	2.9%	4.5%	4.0%	8.2%	9.0%
TEU海里增长	10.6%	3.8%	-10.2%	12.4%	7.3%	1.5%	5.9%	3.7%	1.2%	4.0%	5.2%	3.7%	2.2%	-1.8%	6.7%	-5.4%	1.8%	9.2%

表：红海冲突对集运运价的影响（截至2024-5-24）

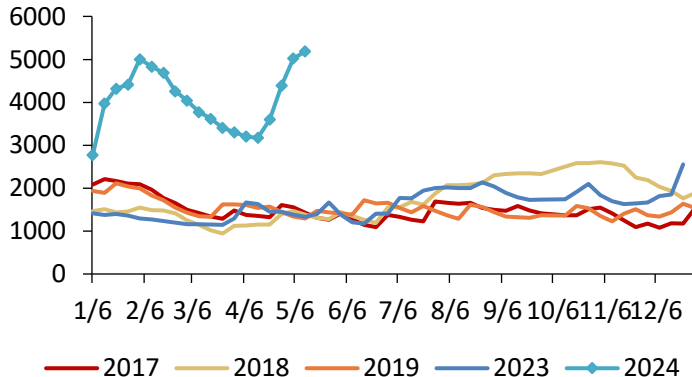
	红海冲突前 (2023-11-17)	至今最高运 价水平	涨幅	年初至今运 价水平	同比
SCFI指数	1,000	2,703	170%	2045	109%
欧线 (\$/TEU)	707	3,409	382%	2507	176%
美西 (\$/FEU)	1,696	5,189	206%	4053	203%
美东 (\$/FEU)	2,351	6,652	183%	5415	124%
地中海 (\$/TEU)	1,147	4,248	270%	3488	110%
CCFI指数	872.11	1464.81	68%	1273	23%

□ 红海危机常态化背景下，供应链重回紊乱，叠加超预期运输需求，运价有望维持高位。年初至今（2024-5-24）CCFI指数均值同比+23%，SCFI指数均值同比+109%。

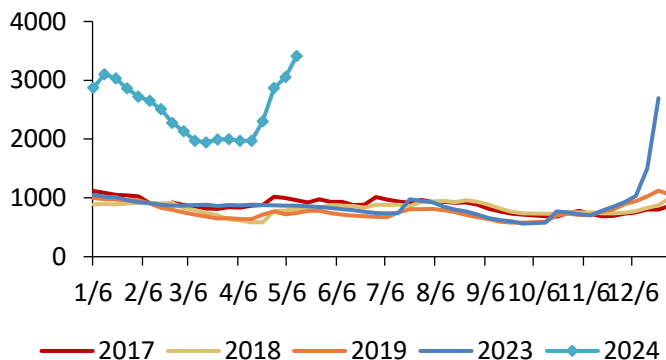
图：地中海航线运价情况（\$/TEU）



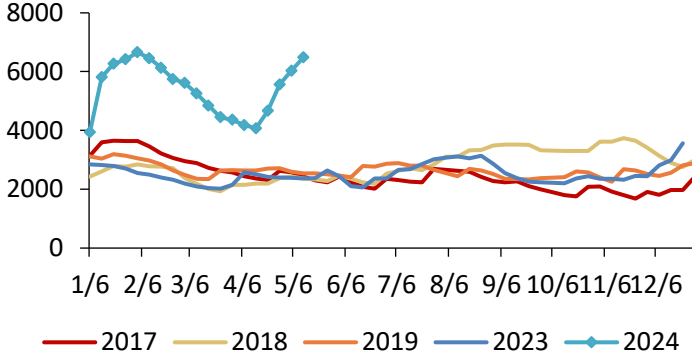
图：美西航线运价情况（\$/FEU）



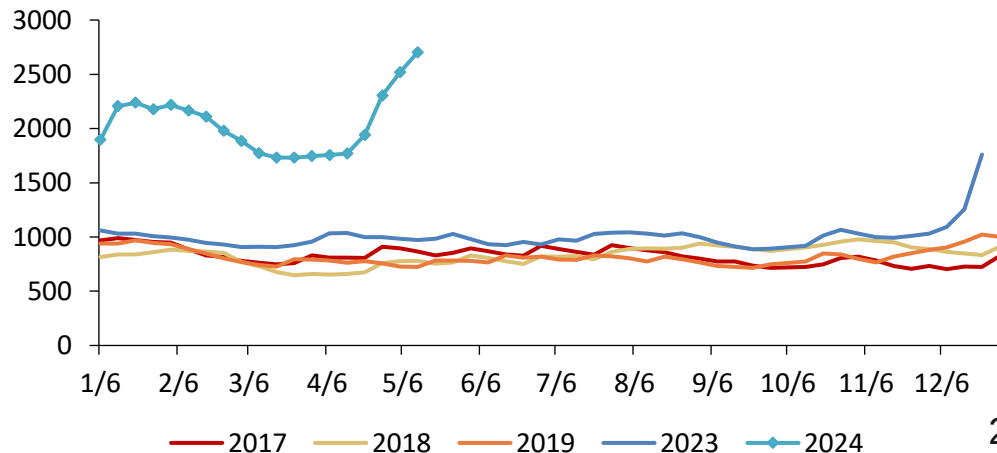
图：欧洲航线运价情况（\$/TEU）



图：美东航线运价情况（\$/FEU）



图：SCFI运价指数

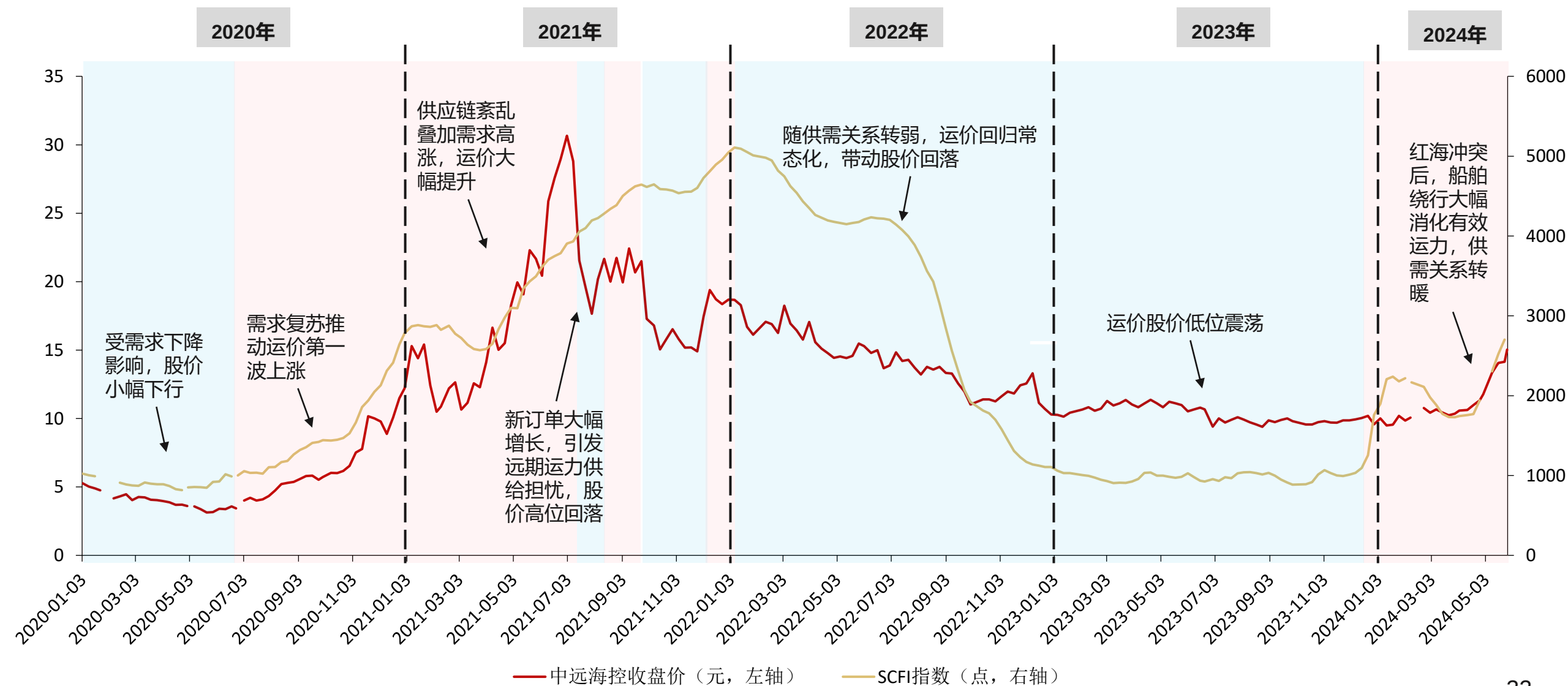


05

相关标的

表：相关标的一览（单位：A股数据单位亿元，港股数据单位亿美元）

		2023年			24Q1	
股票代码	公司名称	营业收入	归母净利润	现金分红比例*	营业收入	归母净利润
601919.SH	中远海控	1,754	239	49.73%	483	68
	YOY	-55%	-78%		2%	-5%
603565.SH	中谷物流	124.4	17.2	88.05%	27.9	3.9
	YOY	-12%	-37%		-8%	-36%
0316.HK	东方海外国际	83.4	13.7	40.10%		
	YOY	-58%	-86%			
1308.HK	海丰国际	24.3	5.3	70.86%		
	YOY	-41%	-73%			



06

风险提示

- 1) **地缘政治风险**：集运运价受益于红海冲突等地缘政治事件，若地缘政治事件变化导致运距缩短，或对运价带来不利影响。
- 2) **需求不及预期风险**：若宏观经济波动导致需求下降，将导致运价下行风险。
- 3) **老旧船舶退出不及预期风险等**：若老旧船舶退出不及预期，将对运力供给产生不利影响，进而影响运价水平。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>