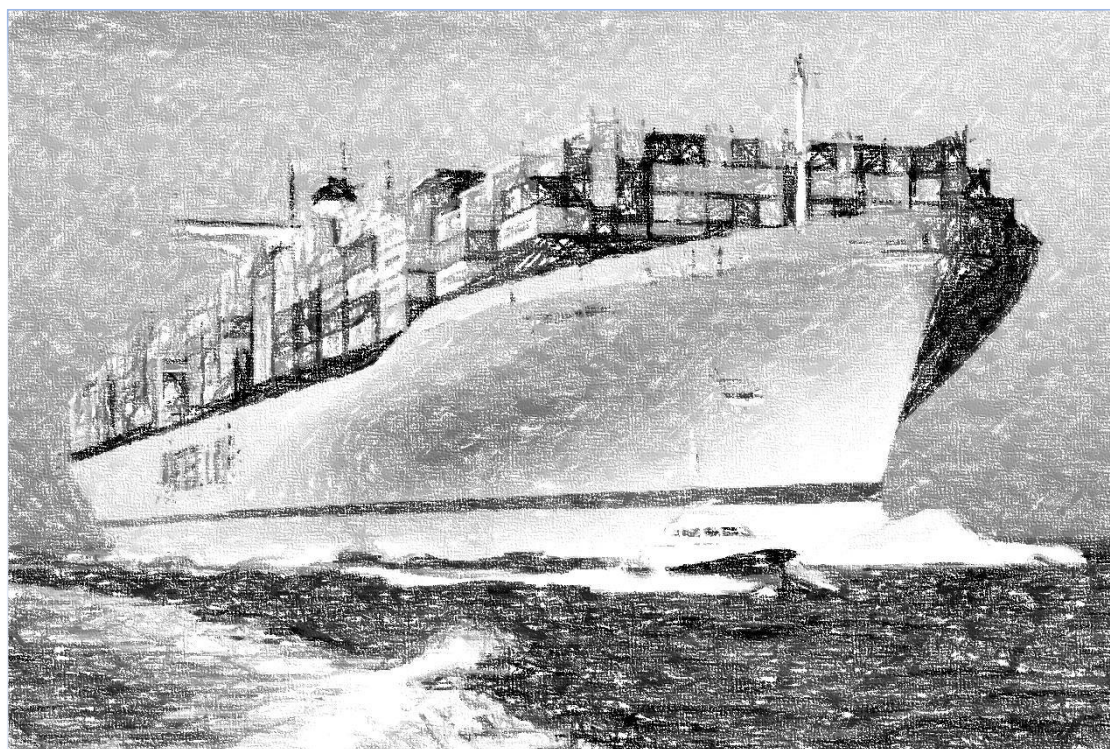




集装箱航运业的寡头时代

2018 年 1 月 10 日



刘志斌 Roy, CFA, FRM
策略师
+852 2500 9673
Roy_lau@chiefgroup.com.hk



前言

自 2008 年全球金融海嘯之后的 8 年里，即使一直维持盈利的全球集运大哥大马士基，亦同样饱受市况低迷的负面影响，最终于行业最低点的 2016 年以亏损告终。在货运不足的情况下，各航运商为揽货而不惜发动价格战。同室操戈之下，运价不断创新低，加上不断新增的运力规模，行业卷入恶性循环的死亡漩涡。

过去数年，集运业被资本市场打入冷宫，投资者都对它们不闻不问。然而却在近两年，集运业已悄悄地进行了一场又一场的并购风暴，而且交易规模一笔比一笔大。各大航运商意识到，在扩大市场规模层面上，现阶段比订造新船更好的方式就是收购，一方面，可以无需为市场增加更多的运力负担；另一方面，可以有效减低互相劈价的恶性循环，及直接扩大船队规模以降低营运成本。

截至本报告为止，全球前 20 大集装箱航运公司在这两年间已发生了一宗破产和五宗并购，还有一宗正在进行。航运业收购合并乃等闲事，但两年内消失了七家世界前列航运公司，而当中更有已屹立逾百年的航运巨企，想必在航运史上也绝无仅有。集运业的整个竞争格局在近年已出现了翻天覆地的变化。

图表 1. 收购合并事件簿

公布日期	事件
2015 年 12 月	达飞轮船收购海皇集团
2015 年 12 月	中远集团和中海集团合并
2016 年 4 月	赫伯罗特和阿拉伯轮船合并
2016 年 8 月	韩进海运破产
2016 年 10 月	日本邮船、商船三井和川崎汽船合组新公司 ONE
2016 年 12 月	马士基收购汉堡南美
2017 年 7 月 9 日	中远海控收购东方海外



6 场婚礼 1 场葬礼

达飞轮船收购海皇集团

事件主角	简介
达飞轮船(CMA CGM)	集团成立于 1978 年，是法国最大集运公司。总部位于法国马赛，现仍为私人公司。
海皇集团(NOL)	集团成立于 1968 年，总部位于新加坡，曾于新加坡证券交易所上市。集团旗下美国总统轮船(APL)是全球大型集运公司。

2015 年 12 月 7 日，达飞轮船(CMA CGM)提出有条件自愿性全面要约，以每股 1.3 新加坡币现金收购所有海皇集团(NOL)股份，收购价较未受影响股价溢价 49%¹。海皇集团控股股东(淡马锡)，作出不可撤回承诺就其拥有的全部海皇集团股份(相等于已发行股本约 66.8%)接纳要约。

总的来说，达飞轮船计划将海皇集团私有化，而控股股东淡马锡表示接受此项收购邀约。最终此收购案得到美国、欧盟及中国的反垄断局批准，而海皇集团正式于 2016 年 9 月 6 日除牌。

于此收购案前，达飞轮船占全球集装箱运力 8.8%，排名第 3；而海皇集团则占全球集装箱运力 2.7%，排名第 12。收购完成后，达飞轮船于全球排名仍然维持第 3，但占全球集装箱运力则跃升至 11.5%，大幅拉近与排名第 2 的地中海航运的距离。

海皇集团前总裁伍逸松曾于新加坡联合早报的访问中提到，对于这单收购案坦言无奈，但从商业上考虑却是事在必行。他表示在运费处于低水平的漫长周期中，收购合并是令运费成本减少，提升竞争力的重要手段。他又表示全球集运业已形成了三分天下格局(三大航运联盟)，若海皇集团继续独立运营将被市场淘汰，接受这个收购建议，是关乎生死的决定。

¹ 未受影响股价是指 2015 年 7 月 16 日的收市价，是海皇集团对外表示关于潜在出售事宜前的股价。



中远中海之重组合并

重组前	重组后
中国远洋(1919.HK) 主营业务： 干散货及集装箱航运、集装箱码头、集装箱租赁、 货运代理及船务代理	中远海控(1919.HK) 主营业务： 集装箱航运、集装箱码头
中远太平洋(1199.HK) 主营业务： 集装箱码头、集装箱租赁、集装箱制造	中远海运港口(1199.HK) 主营业务： 集装箱码头
中海集运(2866.HK) 主营业务： 集装箱航运	中远海发(2866.HK) 主营业务： 船舶租赁、集装箱租赁及制造、综合金融租 赁
中海发展(1138.HK) 主营业务： 干散货、成品油、原油及 LNG 航运	中远海能(1138.HK) 主营业务： 成品油、原油及 LNG 航运

2015 年 12 月 11 日，继南车、北车合并为**中国中车(1766.HK)**后，中远集团及中海集团公布了重组方案。然而今次的重组方案比**中国中车**复杂得多，涉及到一众海内外上市公司，在香港上市的包括**中国远洋**、**中远太平洋**、**中海集运**及**中海发展**。重组后，4 间上市公司分别专注于集装箱航运、港口码头、综合航运金融以及油气运输四大专业板块。随后于 2016 年 2 月，中远集团与中海集团两家中国航运巨头更合并为中国远洋海运集团有限公司。

就集装箱航运而言，于重组前，**中国远洋**及**中海集运**的集装箱船队规模分别处于全球第 6 位及第 7 位。然而集团管理层均坦言，两大集团业务高度同质化并互相竞争，在全球航运业处于低迷时，重组合并更见必要。重组后，**中国远洋**兼并**中海集运**的集装箱航运业务，并租赁其船舶及集装箱，令**中国远洋**的集装箱船队合并规模达到 158.3 万 TEU，占当时全球集装箱运力约 8%，排名跃升至第 4 位。

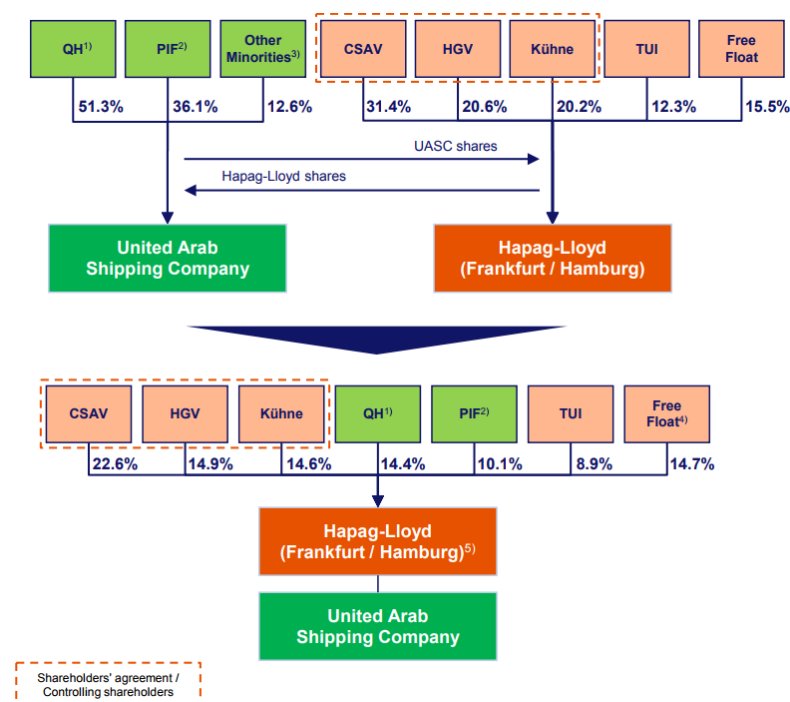


赫伯罗特和阿拉伯轮船合并

事件主角	简介
赫伯罗特(Hapag-Lloyd)	集团于 1970 年由 Hapag 及 NDL 合并而成立，是德国最大集运公司，总部位于德国不来梅，现于德国证券交易所上市，股票代码为 HLAG。
阿拉伯轮船(UASC)	集团成立于 1976 年，由 6 家阿拉伯地区各国家的航运公司出股组成，总部设立于科威特。

于 2016 年 4 月 21 日，德国最大集运公司赫伯罗特(Hapag-Lloyd)公布，正与阿拉伯轮船(UASC)探讨不同的合作形式，包括合并的可能。于 2016 年 7 月 18 日，赫伯罗特和阿拉伯轮船正式签订了合并协议。

合并后的赫伯罗特股权结构亦发生变化：南美轮船(CSAV)、汉堡市(HGV)和库恩海运(Kühne)仍为控股股东，分别持股 22.6%、14.9%和 14.6%；阿拉伯轮船的主要股东—卡塔尔控股(QH)和沙特阿拉伯王国公共投资基金(PIF)成为新的大股东，分别占 14.4%和 10.1%。



数据源：赫伯罗特关于此次合并的投资者简介

此合并案最终于 2017 年 5 月 24 日通过所有反垄断批准及其他先决条件并正式生效。事实上，在赫伯罗特发展史上，这已是其第三次的大型并购活动。于 2005 年，赫伯罗特收购加拿大太平洋航运，由全球集运第 13 名一跃成为当时全球第五大集运公司，并藉此扩展船队及服务网络；于



2014 年，赫伯罗特并购南美轮船集运(CSAV)，运力规模达到当时全球第 4 位，与长荣海运旗鼓相当。

于合并前赫伯罗特及阿拉伯轮船于全球集运排名分别位于第 6 位及第 10 位。合并后的赫伯罗特将拥有和运营 237 艘船舶，船队总运力达到约 160 万 TEU，大幅超过长荣海运，并稳坐全球集运第 5 位。除此以外，合并后的赫伯罗特将拥有更平衡的航线组合、更新及耗能更少的船队，以及预期带来 4 亿美元的协同效应。

韩进破产

事件主角	简介
韩进海运(Hanjin)	集团成立于 1977 年，是韩国最大海运公司，全球集装箱运力达 61.8 万 TEU，占全球比重约 2.9%，排名第 7 位。总部位于韩国首尔，曾于韩国交易所上市，股票代码为 117930。

2016 年 8 月 31 日，南韩最大航运公司韩进海运(Hanjin)向南韩首尔中央地区法院提交了破产保护申请，并暂停所有航运服务，创下航运界有史以来最大破产案。

韩进海运之所以捱不过这个行业冬季，是因为它之前为了扩张业务而种下了过高的债务，而金融海啸后的行业低潮却似看不到尽头，母公司韩进集团此时不愿大手注资，拯救这家垂死的公司。而最后一根稻草则是韩进海运的最大债权人南韩产业银行拒绝其财务重组方案，并决定在 9 月 4 日结束对其援助，导致韩进海运最终倒下。

2017 年 2 月 17 日：南韩法院正式宣告韩进海运破产，讽刺的是 2017 年航运价格开始触底反弹。

日本三大集运商合并

事件主角	简介
日本邮船(NYK Line)	集团成立于 1893 年，是日本的大型海运公司。总部位于东京，现于东京证券交易所上市，股票代码为 9101。
商船三井(MOL)	集团成立于 1884 年，是日本的大型海运公司。总部位于东京，现于东京证券交易所上市，股票代码为 9104。
川崎汽船(K Line)	集团成立于 1919 年，是日本的大型海运公司。总部位于东京，现于东京证券交易所上市，股票代码 9107。



于 2016 年 10 月 31 日，日本邮船(NYK Line)、商船三井(MOL)、川崎汽船(K Line)联合公布 3 家公司旗下的集装箱航运事业将合并。这 3 家日本船商当时预计于 2017 年 7 月 1 日成立 1 家合资公司，由日本邮船持有 38% 股权，商船三井与川崎汽船分别各占 31% 股权，预计 2018 年 4 月才开始营运。

三家日本公司表示，新合资企业运营的船队运力将达 140 万 TEU，运力规模将晋升至全球第 6 位，占全球 7% 的市场份额。预期因合并每年能省下 1,100 亿日元(约 10 亿美元)成本。

最终合资公司于 2017 年 7 月 7 日成立，预定 2018 年 4 月开始营业，名为 Ocean Network Express(ONE)，总部设在新加坡，负责营业和航运管理。

日本邮船社长内藤忠显表示，此次合并的目的是避免遭遇淘汰。川崎汽船社长村上英三也表示，这次合并是对欧洲航运巨企带起的合并风潮所做的响应，有必要保持竞争力。而新合并公司的新任首席执行官杰里米(Jeremy Nixon)则表示，就 ONE 的规模，从中长期来看，并不认为规模足够大，有意促进业界进一步重组。

马士基收购汉堡南美

事件主角	简介
马士基(Maersk A/S)	集团成立于 1904 年，是全球最大的海运公司。总部位于丹麦哥本哈根，现于哥本哈根证券交易所上市，股票代码为 MAERSKA。
汉堡南美(Hamburg Süd)	集团成立于 1871 年，是德国历史最悠久、规模最大的私有海运公司。

于 2016 年 12 月 1 日，全球最大集运公司马士基(Maersk A/S)公布与德国欧特克集团(Oetker Group)达成协议，马士基有意收购欧特克集团旗下的汉堡南美(Hamburg Süd)。于 2017 年 3 月 14 日，双方最终签订买卖协议，马士基将以现金 37 亿欧元收购汉堡南美，但还要通过多国的审批。于 2017 年 11 月 28 日，在取得韩国公平贸易委员会批准后，此收购案终于取得所有监管机构的批准，并于同月 30 日完成交易。

于 2016 年初马士基公布此收购案时，汉堡南美于德国集运排名第 2、全球第 7，经营 130 艘集装箱船、62.5 万 TEU 运力，是南北航线的领导者。合并后，马士基于全球运力将提升至 380 万 TEU，运力占比将由 15.7% 提升至 18.6%，拉阔与排名第 2 的地中海航运的距离，巩固全球最大集运商宝座。除此以外，马士基预计由 2019 年开始，此收购案每年可为集团获得 3.5 亿至 4 亿美元协同效应，主要来自于优化双方航线网络及提高马士基港口业务的使用率。



中远海控收购东方海外

事件主角	简介
中远海控(1919.HK)	重组前称中国远洋，是一家综合海运公司。重组后专注于集装箱航运及港口业务，控股 中远海运港口(1199.HK) 。
东方海外(316.HK)	集团成立于 1969 年，总部位于香港，现于香港交易所上市，股票代码为 316。

于 2017 年 7 月 9 日，**中远海控**与**东方海外**发表联合公告，**中远海控**与上港集团对**东方海外**股东联合作出有条件自愿性全面要约，以每股 78.67 港元现金收购所有**东方海外**股份，收购价较前收市价溢价 37.8%。假设要约获全数接纳，要约的价值约为 492 亿港元，若交易成功将成为集运史上最大收购案。**东方海外**控股股东(董氏家族)，作出不可撤回承诺就其拥有的全部**东方海外**股份(相等于已发行股本约 68.7%)接纳要约。

中远海控与上港集团的分配比例：

要约下将收购的 东方海外 股份	东方海外 股份收购方及比例
就根据不可撤回承诺在要约下有效交出以供接纳的 429,950,088 股 东方海外 股份，占 东方海外 股份已发行股本约 68.7%	由上港集团要约人收购 9.9%(相当于 61,953,536 股 东方海外 国际股份) 由 中远海控 要约人收购 58.8%(相当于 367,996,552 股 东方海外 国际股份)
就要约下有效交出以供接纳的余下 东方海外 股份	由 中远海控 要约人收购 100%

换句话说，在完成这次要约后，**中远海控**将至少拥有**东方海外** 58.8%股权，成为其新的控股股东，并会合并**东方海外**的财务报表。

在提出要约之前，有几项先决条件须要在最后完成日期前达成，经简化的先决条件为以下几条：

- (a) 通过中国的《反垄断法》；
- (b) 获得中国发改委、国务院国资委和国家外汇管理局关于要约的批准或授权；
- (c) 通过欧盟的《欧盟合并条例》进行的反垄断审查；
- (d) 通过美国的《美国反垄断改进法》进行的反垄断审查；
- (e) **中远海控**股东在股东大会上通过决议。

截至本报告发表日前，先决条件(c)、(d)、(e)已获达成。**中远海控**的母公司是中远海运集团，而中远海运集团是国务院国资委的全资公司，相信先决条件(a)及(b)的通过只是时间问题。



这次交易的情况跟之前**中国远洋**合并**中海集运**不同，**东方海外**仍然保持上市地位，并且继续以其独立品牌经营。**中远海控**和**东方海外**将分别以两个品牌为客户提供全球集装箱服务、并挖掘协同效益。然而亦有市场人士持不同意见，认为若要充分发挥规模经济，两家公司最终必须合二为一。

于联合公告前，**中远海控**是全球第4大集装箱航运公司，占当时全球集装箱运力约8.3%；而**东方海外**则为全球第7大集运公司，运力占全球3.3%。若**中远海控**成功收购**东方海外**，则合并运力为11.6%，于全球集运排名上将提升至第3名，刚好超越当时运力占11.5%的达飞轮船。随着这桩收购案落实，集运业即将进入寡头时代。

寡头时代

图表 2. 全球集装箱营运商前 20 排名

2015 年 1 月			
排名	集装箱营运商	TEU	运力占比
1	马士基	2,932,374	15.5%
2	地中海航运	2,539,354	13.5%
3	达飞轮船	1,648,867	8.7%
4	赫伯罗特	980,354	5.2%
5	长荣海运	955,174	5.1%
6	中远海运	823,502	4.4%
7	中海集运	676,564	3.6%
8	韩进海运	608,459	3.2%
9	商船三井	604,836	3.2%
10	美国总统轮船	562,346	3.0%
11	东方海外	540,465	2.9%
12	汉堡南美	533,365	2.8%
13	日本邮船	501,424	2.7%
14	阳明海运	406,582	2.2%
15	现代商船	377,705	2.0%
16	太平船务	372,953	2.0%
17	川崎汽船	366,445	1.9%
18	阿拉伯轮船	362,492	1.9%
19	以星综合航运	329,518	1.7%
20	万海航运	200,388	1.1%

2017 年 12 月			
排名	集装箱营运商	TEU	运力占比
1	马士基	4,145,491	19.3%
2	地中海航运	3,137,819	14.6%
3	达飞轮船	2,489,834	11.6%
4	中远海控	1,836,465	8.5%
5	赫伯罗特	1,496,991	7.0%
6	长荣海运	1,065,706	5.0%
7	东方海外	686,310	3.2%
8	阳明海运	593,366	2.8%
9	商船三井	584,236	2.7%
10	日本邮船	543,755	2.5%
11	太平船务	386,645	1.8%
12	以星综合航运	361,578	1.7%
13	现代商船	357,996	1.7%
14	川崎汽船	341,354	1.6%
15	万海航运	230,429	1.1%
16	X-Press Feeders	140,727	0.7%
17	高丽海运	125,032	0.6%
18	中谷海运	111,478	0.5%
19	安通控股	110,894	0.5%
20	海丰国际	108,031	0.5%

数据源：Alphaliner



从图表 2 可见，集运业约于近三年间发生了重大变化。尽管集运业前 20 大的运力占比仅由 2015 年初的 86.6% 微升至 2017 年终的 87.9%，看似变化不大。然而，若观察前 10 大的运力占比变化，我们可以了解更多。前 10 大的运力占比由 2015 年初 65.4% 大升至 2017 年终的 77.2%，当中还未计算三家日本船商的合组及中远海控收购东方海外，若将上述两宗事件计算在内，则 2017 年终的前 10 大的运力占比为 82.3%，较 2015 年 1 月高出 16.9%。

从集运业的前 20 大及前 10 大的运力占比变化可以得知，整个行业的运力占比于近三年间迅速集中至前 10 大集运商，而排于前 10 大之后的集运商则有被边缘化的危机。

若单以前 10 大的运力占比计算，用以衡量市场集中度的 HHI 指数为 991，已非常接近理论上 1000 的寡头门坎。然而，市场认为行业整合还未完结，集中度仍会进一步提升，例如一直排于全球前列位置的长荣海运于这浪并购潮中还未有任何动静，有机会成为下波的并购主角。然而可以预期，因为各国的反垄断法上限及货主的压力，后续并购将会越来越难。

策略联盟

运行逾百年，拥有运费协定(Fixed Rate Agreement)及公摊协议(Pooling Agreement)的海运同盟(Shipping Conference)，自从 1998 年美国颁布海运改革法(OSRA)以及 10 年后，欧盟最终于 2008 年正式实施 1419/2006 号规则，废除海运同盟的反垄断豁免权，形同判其死刑，海运同盟正式走进历史，取而代之的是策略联盟。

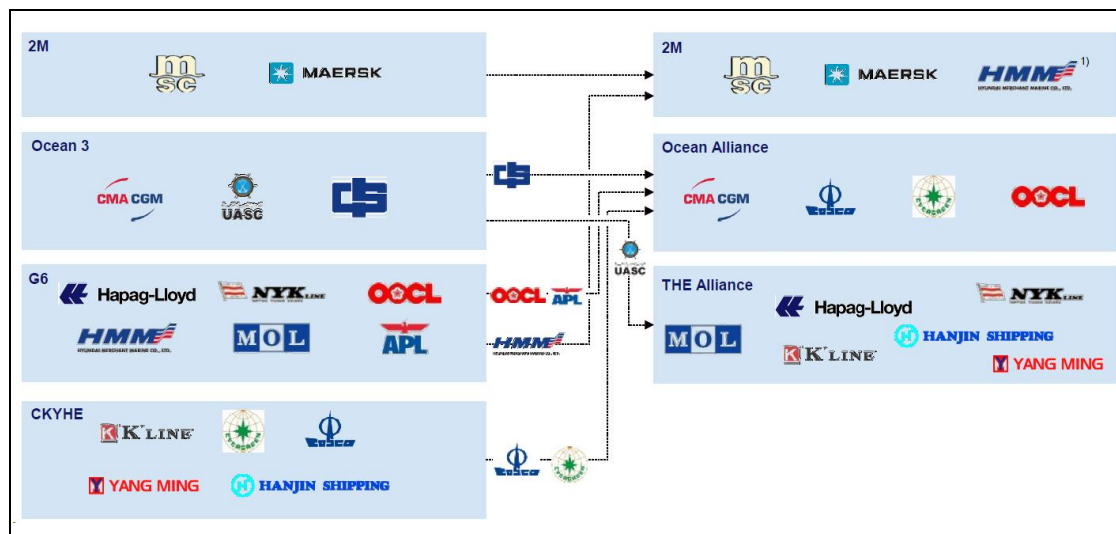
策略联盟的主要目的是减少互相竞争、提高效率及扩大服务范围。为达到目的，策略联盟的主要手段是共同投船、舱位互租或互换安排：

策略	内容	好处
共同投船	各成员船公司共同派船经营某一航线。	此举既可开拓新航线，同时亦能减少新航线的船舶配置数量，减低资本开支。
舱位互租或互换	各成员船公司相互签订租用舱位之契约，或各成员船公司以自己的舱位去换取其他成员的舱位。	此举可有效提高船舶的载货率。

策略联盟多年来已经过数次转变，尤其经历过去两年的多次跨联盟重组合并后，2016 年亦发生了翻天覆地的变化。由于处于不同联盟的中国远洋及中海集运重组合并，以及达飞轮船收购美国总统轮船，迫使原有的四大航运联盟必须重组。



图表 3. 新旧策略联盟示意图

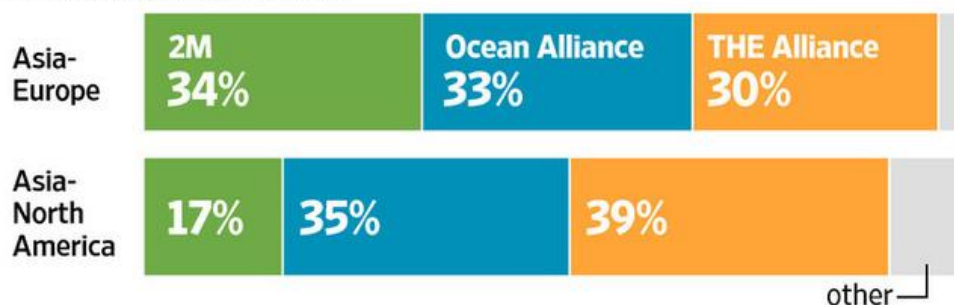


数据源：赫伯罗特和阿拉伯轮船合并的投资者简介

2016 年 4 月 20 日，中远海控公布，将伙同达飞轮船、长荣海运及东方海外组成大洋联盟(Ocean Alliance)。而接着不到一个月，赫伯罗特亦宣布，将与韩进海运、川崎汽船、商船三井、日本邮船及阳明海运合组 The Alliance。而被人抛下的现代商船亦不甘后人，于 2016 年 7 月与 2M 联盟签订加盟意向书，惟最后由于笼罩在 8 月份韩进海运破产的阴霾之下，2M 联盟只与现代商船签署战略合作，并不是完整的策略联盟。不过无论如何，从今航运联盟将三足鼎立，比之前规模更大，效益更高。

目前三大联盟分别于东西航线拥有超过九成运力，基本上瓜分全球的远洋主干线，独立船公司几近无生存空间。下图为各大联盟于传统东西主干线的运力分布：

Share of capacity, by route



数据源：Alphaliner、华尔街日报

然而策略联盟未能合谋定价、分配运力，而且联盟内的各成员仍然是独立经营，仍会于价格及服务上互相竞争，组织亦较过往海运同盟松散，容易出现分裂及解散。



结语

集装箱航运是一个十分脆弱的行业，易于发生严重的价格战，而且与生俱来就带着高风险基因。班轮航运固定成本高、舱位不能储存而且供给变动弹性小(一艘一万 TEU 的货柜船，你不能将它变成两艘五千 TEU 的货柜船或更少的货柜船)，导致行业出现空核(Empty core)问题，意即供求关系中未能达到稳定的平衡点(equilibrium)。当行业出现无可避免的周期性供过于求的情况时，由于舱位不能储存，若舱位卖不出，便没有任何剩余价值。因此船公司会不断降价以求卖出剩余舱位，直至价格仅仅高于可变动成本，致使行业经常出现周期性亏损。

要改变这个难堪局面，减少竞争是一个有效的方法。过去大多数政府容许船公司在海运同盟内私下合谋定价、分配运力，舒缓过份竞争带来的毁灭性价格战。然而正如上文所述，各大政府的商务部门已废除对集装箱航运的反垄断豁免权、禁止合谋定价等传统上反垄断行为。

取而代之的新局面必然是行业集中度不断提高。合谋定价虽然被禁止，但假若同一家公司内协调定价总不会犯规吧。因此，船公司透过收购合并这个方式来减少竞争，增加舱位使用率。行业集中度仍会继续提升，然而各国反垄断部门及货主压力亦会不断加大，收购合并的进度有机会于未来减慢下来。

另一个减低竞争的方式便是策略联盟。目前三大联盟已经形成，基本上瓜分了三条全球性的远洋主干线。相信短期内再出现重组机会不大，除非再有跨联盟并购发生，打破这一生态平衡。

目前集装箱航运比较令人担心的是装备竞赛。船舶大型化趋势一向存在，各大船公司都致力降低单箱成本，订造超大型船舶，提升企业竞争力。然而船公司为了不甘后人，深怕比竞争对手超过，容易陷入造大船的狂热之中，加重行业运力过盛的问题，届时整个行业都是输家。2015 年第三季之后，行业陷入泥沼之中，订造大船热潮沉静过一段时间，直至 2017 年 9 月达飞轮船和地中海航运分别新造 9 艘和 11 艘 2.2 万 TEU 船舶，打破这一沉静。航运界一哥马士基的首席执行官施索仁(Søren Skou)对达飞轮船订造大船的反应是，订购新船没有成本上的理由，呼吁同业克制。目前还未看到行业已经陷入非理性造船热，但一切还是未知之数。

传统上航运业牛市时上升急速而短暂，而熊市却漫长。纵使航运业不是长期持有的好目标，但假若能捕足到行业的复苏阶段也可为投资者带来巨大收益。寒冬已经过去，春天还会远吗？



免 责 声 明

本报告由致富证券有限公司(“致富证券”)提供，所载之内容或意见乃根据本公司认为可靠之数据源来编制，惟本公司并不就此等内容之准确性、完整性及正确性作出明示或默示之保证。本报告内之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易之专业推介、建议、邀请或要约。致富证券及其附属公司、雇员及其家属及有关人士可于任何时间持有、买卖或以市场认可之方式，包括以代理人或当事人对本报告内提及的任何产品进行投资或买卖。投资附带风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。投资者进行投资前请寻求独立之投资意见。致富证券在法律上均不负任何人因使用本报告内数据而蒙受的任何直接或间接损失。致富证券拥有此报告内容之版权，在未获致富集团许可前，不得翻印、分发或发行本报告以作任何用途。撰写研究报告内的分析员均为根据证券及期货条例注册的持牌人士，此等人士保证，文中观点均为其对有关报告提及的证券及发行者的真正看法。截至本报告发表当日，此等人士均未于本报告中提及的公司或与此等公司相同集团的成员公司之证券存有权益。