

证券研究报告—动态报告/行业快评

航运

行业点评

超配

2021年08月24日

## 集运前瞻：约价提升助推行业持续改善

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

### 事项：

近期上海航交所主要航线 SCFI 指数持续上涨。8月20日，SCFI 综合指数报 4340 点，同比升 272%。其中，地中海航线报 7080 点，同比升 611%，美东航线报 10876 点，同比升 175%，美西航线报 5927 点，同比升 72%，欧洲航线报 7398 点，同比升 690%。

**国信交运观点：**我们认为”继续涨价，影响出口“在 2021 年的现实模型中已不具指导意义。首先集运是全球竞争，各国官方无法指导海外船公司，自家船公司不涨，别人涨！货代涨！只会让利润白白流失到其它主体中，一切都是供需所决定的，譬如 2021 年的美线差价远高于欧线，说明产业链没人会用成本加成的方式去制定价格！我们认为 2022 年船公司拿走的利润很大一部分是从货代那挤出来的，预计会大幅抬升始于 10 月谈判的 2022 年合约价格，依据群体、合作紧密度不同，预计价格是 2011 年的 2-3 倍，覆盖船公司 2022 年约 30%的运量（各家公司覆盖率会有差距）；叠加来年现货价格依旧坚挺，集运环比 2021 年继续改善已是大概率事件！

**核心标的：**中远海控

## 评论:

首先我们观察上海航交所 2021 年 8 月 20 日公布的上海出口主要航线的 SCFI 指数（即现货运价，根据每周从会员货代单位收集上来的现货价格汇总整理）：

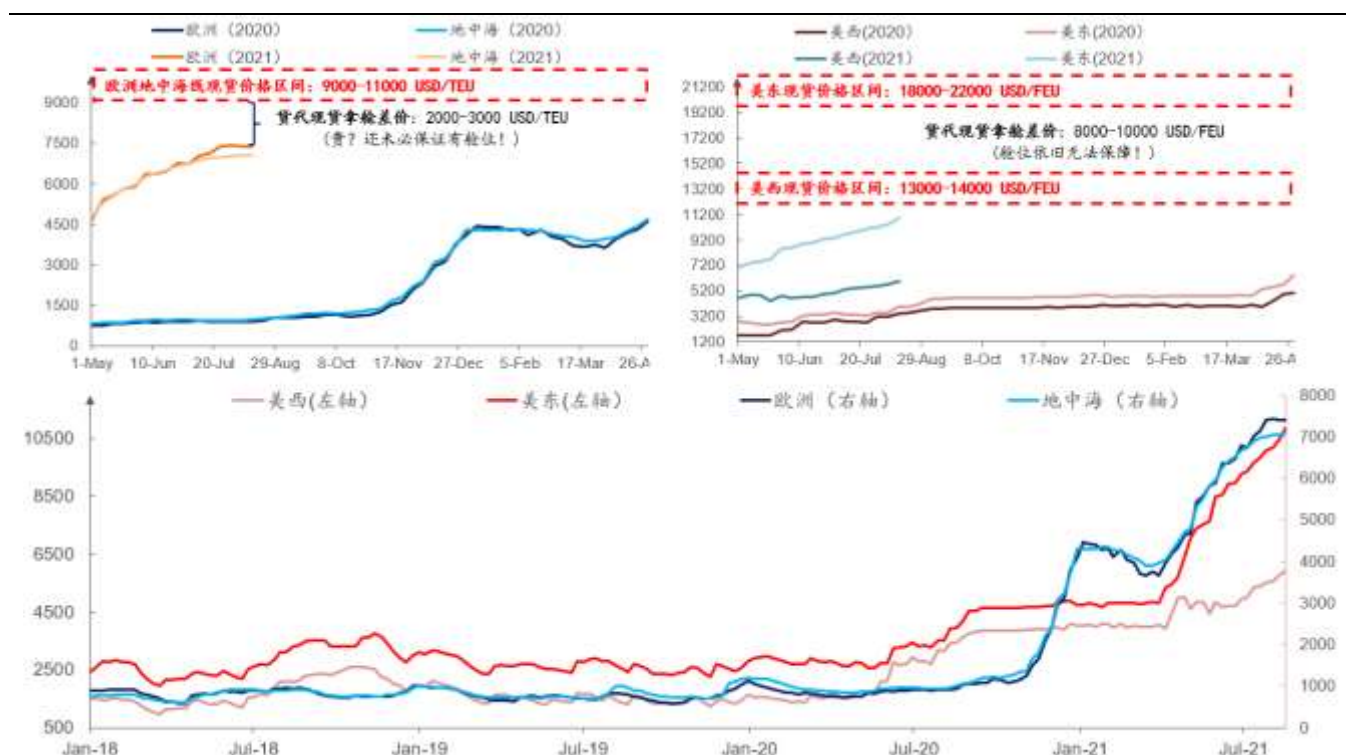
表 1: 上海出口集装箱运价指数

上海出口集装箱运价指数	权重	单位 (USD/TEU)	环比	同比
SCFI 综合指数		4340	1.4%	271.6%
欧洲 (基本港)	20%	7398	-0.1%	689.5%
地中海 (基本港)	10%	7080	0.4%	610.8%
美西 (基本港)	20%	5927	3.2%	72.3%
美东 (基本港)	7.5%	10876	4.1%	175.1%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

如果出口客户以为这个指数真的反应了市场实际现货价格, 想用这个价格为参照拿到舱位, 估计货代只能遗憾的通知你: “真没有! ”; 那经历了疫情阶段的运价暴涨后的集运市场真实情况是什么样的呢? 我们通过分析可大致得到如下结论:

图 1: 各航线现货价格区间及 SCFI 趋势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

- 1、 欧洲、地中海航线：小柜价格介于 9000-11000 USD/TEU，比刚刚我们看到的價格高出 2000-3000 美金。
- 2、 美西航线：大柜价格介于 13000-14000 USD/FEU，比指数高出 8000-10000 USD/FEU。
- 3、 美东航线：大柜价格介于 18000-22000 USD/FEU，比指数同样高出 8000-10000 USD/FEU。

这是什么概念呢？即某货代能按 SCFI 指数价格马上拿到舱位，那么后面的差价基本都是转手卖掉的利润，显然这种情况的发生是极小概率！当前 SCFI 指数无法反应市场价格的原因在于：

- 1、 市场变化太快；
- 2、 各国官方都盯着海运价格，钱都赚到了，货代压根没必要反馈真实价格给航交所！

其实，有实力的货代不可能全部在现货市场上拿舱位，实际情况则是每年会和船公司谈个约价，而谈判的时间点大致为：

- 1、 欧洲、地中海线：每年的 10 月到次年 1 月，商谈次年长约价，至于这个约有多长，如何制订浮动条款？则是双方的博弈；
- 2、 美西、美东线：少部分在 10 月到 12 月，大部分合同敲定是次年的 1 月到 4 月；

如果按照上述逻辑，我们再来看大一点的货代实际拿到 2021 年的约价范围和当前价差：

图 2：货代实际约价范围和当前价差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

- 1、**欧洲、地中海线**：全年约价在 2000 USD/TEU，现在卖出去的价差是 7000-9000 美金；
- 2、**美西线**：全年约价在 3800 USD/FEU，卖出去赚 10000 美金左右。
- 3、**美东线**：全年约价在 5000 USD/FEU，卖出去获利 13000-17000 美金；

所以，船公司买船、租船、调箱、协调港口等一顿复杂操作，忙来忙去，最后利润被轻资产的货代拿走不少，这也是行业特征决定的：

- 首先，2020.10-2021.4 签约阶段，船公司也不清楚疫情会持续，也不知道后来这么多变异，各种疫苗全球覆盖，大概率会想疫情逐步缓解，落袋为安的思路让其根据彼时市场价格锁定了约价，忆苦思甜，毕竟行业苦了太久，能卖到这个价格已经很好了；
- 其次，大货代有长期客户和货量保障，船公司也需要舱底货保障全船装载率；

当前欧美线持续爆仓，大量货柜依旧无法按时出货，9月开始的圣诞出货旺季即将到来，关键是10月开始船公司又要酝酿新一轮的2022年约价谈判，那么现在要讨论的问题是：疫情短期是看不到结束，船公司会怎么制订策略呢？答案显然是船公司会大幅胜出，拿回更多的收益，即和货代重新分配利润空间，其原因在于：

- 1、**价格已不可同日而语**：当前市场价格远高于2020年底，欧地线高了5倍；美西、美东线高了4倍；约价水涨船高是必然，对于船公司来说，按照现在市场价打个对折给货代，运价比去年高一倍还多；

- 2、**保障舱位，货代割爱：**签约意味着舱位保障，疫情下大货代也要保障下游直客的常年出货需求，让步利润会是大概率事件；
- 3、**2021 年的经验：**中短期看不到运价回落的空间，2022 依旧会是集运大年。

我们认同当前行业从业者的主流判断，2022 年集运的价格会依旧强势并极有可能超预期，其原因在于本轮集运的供需改善源于疫情席卷全球后：

- 1、**中国疫情处置得当，**供应链恢复优于海外，大量出口订单回流国内，这种状态中期不会结束，中国距离欧美、亚非拉的运距都很长，利于吸纳运力；
- 2、**全球疫情导致船舶、码头、内陆集疏运的周转效率远低于常态，**叠加欧美国家的码头、物流行业罢工频发，这种情况加剧了运力、集装箱资源的消耗，供给进一步收缩；
- 3、**疫情的褪去不可能一蹴而就，**运力吃紧的现状缓解需要全球疫情同步改善，目前各国船舶停靠主要码头都需要排队检测新冠，不妨假设一种场景：**2022 年假设欧美疫情大幅改善，**这样就能提升上海港的操作效率吗？实际情况是未必，首先，船上如果有其它疫区的转运货物，排队检测一样做；其次，码头若有其它疫区排队检测的人、货，码头运转效率还是无法恢复；最后，**2020 年的盐田、宁波港都出现疫情突发现象，**个别事件都会让现货价格大幅向上波动；
- 4、从宏观角度来看，欧美国家货币宽松政策未变，国内疫情控制不利，消费品从中国进口需求依旧旺盛；放眼中国，制造业升级如火如荼开展，各类原材料、设备进口和大宗商品价格同步强势，BDI 也追随集运价格再次大幅反弹。

#### ■ 投资建议

我们认为”继续涨价，影响出口“在 2021 年的现实模型中已不具指导意义，首先集运是全球竞争，各国官方无法指导海外船公司，自家船公司不涨，别人涨！货代涨！只会让利白白流失到其它主体中，一切都是供需所决定的，譬如 2021 年的美线差价远高于欧线，说明产业链没人会用成本加成的方式去制定价格！我们认为 2022 年船公司拿走的利润很大一部分是从货代那挤出来的，预计会大幅抬升始于 10 月谈判的 2022 年合约价格，依据群体、合作紧密度不同，预计价格是 2011 年的 2-3 倍，覆盖船公司 2022 年约 30%的运量（各家公司覆盖率会有差距）；叠加来年现货价格依旧坚挺，集运环比 2021 年继续改善已是大概率事件！

核心标的：中远海控

#### ■ 风险提示

- 1、宏观经济波动、传染疫情等系统性风险；
- 2、集运需求低于预期；
- 3、集运运价不及预期。

#### 相关研究报告：

《航运行业 2014 年投资策略：“长期底部”与“长期在底部”》——2013-12-17

《电话会议纪要-“在熊市中学习航运”系列电话会议第二场：把脉干散、集运市场》——2013-09-13

《航运业快评：航运股的两种机会》——2013-09-10

《国信证券-航运业 2013 年投资策略报告-需求弹性过低，行业机会未临（PPT 版）-121231》 ——2012-12-31  
 《航运业 2013 年投资策略报告-需求弹性过低，行业机会未临》 ——2012-12-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032