

海运运价对化工行业的影响



行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国
行业	基础化工行业
报告发布日期	2021年10月26日



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517120003

联系人 袁帅
yuanshuai@orientsec.com.cn

报告起因

9月中国交通部、美国海事委员会和欧盟方面召开了“全球航运监管峰会”，讨论海运费大幅上涨的原因及应对措施。之后，马士基、达飞海运、赫伯罗特等海运公司纷纷表态冻价。海运费上涨对制造业有一定负面影响，全球制造业PMI指数出现明显下滑。我国是化工品出口大国，其中出口占比超30%的产品主要是橡胶助剂、钛白粉、聚氨酯、染料、磷化工、肥料等。我们对海运费上涨对化工行业的影响有如下分析：

核心观点

- **海运费上涨原因分析：**9月中国至美国的海运费已超2.5万美元/FEU，同比上涨超500%。我们认为原因是2020年疫情导致船东在规划中减少了船舶的供给，当海运需求恢复后出现供不应求的情况。虽然船东随后增加了运力，但新增的运力又加剧了港口的拥挤问题，导致实际有效运力并没有相应增加。欧美国家的港口年代久远，自动化程度低，集装箱装卸需要劳动力，而疫情防控措施致使港口劳动力大量减少，到港集装箱船舶不能够及时装卸货，大量集装箱滞留在进口大国的港口，出口国的集装箱数量急剧减少，导致一箱难求。
- **海运费已超出口化工品货值的40%：**按配货毛重22吨计算，中国至美国的海运费已达7341元/吨。海运费已达聚合MDI、钛白粉和轮胎等我国主要出口的化工产品货值的40%、43%和60%。剔除掉2020年低基数影响，化学纤维制造业的出口交货值已连续5个月较2019年同期值出现下滑，但化学原料及化学制品制造业和橡胶和塑料制品业却能保持增长。由此可见海运费对低货值的化工品影响较大。
- **海外存在补库需求：**美国的服装、汽车库销比处于历史低位，化学品的库销比仅1.12，也处于三年来的低位。之后不可避免的会出现一轮主动补库存的需求。市场认为化学品出口旺盛是因为海外产能受影响，国内产能出现替代效应，因此担忧疫情后海外产能恢复对供给端的影响。但从美国化工品自4月以来的开工率可见，海外产能开工率已高于疫情前的水平，对之后供给端的冲击是多虑的。运费下降后我们看好受高运费影响最大的两大子行业化纤和轮胎。

投资建议与投资标的

- 当下高企的海运费对传统“金九银十”的旺季形成了压制，但考虑到海外的低库存，我们认为当下应当关注海运费下降后海外纺织品补库存对化纤的拉动，以及轮胎企业毛利率改善带来的投资机会。建议关注涤纶长丝龙头桐昆股份(601233, 买入)、新凤鸣(603225, 未评级)和轮胎龙头企业玲珑轮胎(601966, 未评级)、赛轮轮胎(601058, 未评级)的投资机会。

风险提示

- 海运费下降慢于预期；下游需求不及预期。

目 录

1.海运费大幅上涨	4
2.海运费对化工行业的影响	5
3.海运费出现拐点后的投资机会	10
4.投资建议	12
5.风险提示	12

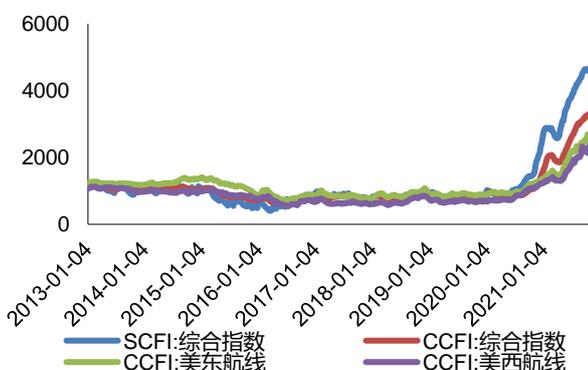
图表目录

图 1: 海运指数走势.....	4
图 2: 全球制造业 PMI.....	4
图 3: 洛杉矶港口拥堵情况.....	4
图 4: 中国对美各月出口金额 (亿美元).....	4
图 5: 海运物流传导示意图.....	5
图 6: 不同化学品至美西海运费占货值的比例.....	6
图 7: 涤纶长丝 POY 价格和价差走势 (元/吨).....	7
图 8: 纺服出口情况 (亿美元).....	7
图 9: 下游织造环节开工率.....	7
图 10: 涤纶长丝库存 (天).....	7
图 11: 轮胎板块毛利率.....	8
图 12: 轮胎出口情况.....	8
图 13: 天然橡胶价格 (美元/吨).....	8
图 14: 聚合 MDI 价格走势 (元/吨).....	9
图 15: 聚合 MDI 出口情况.....	9
图 16: 海外 MDI 价格 (美元/吨).....	9
图 17: 美国房地产数据.....	9
图 18: 钛白粉价格走势 (元/吨).....	9
图 19: 钛白粉出口情况.....	9
图 20: 不同行业出口交货值增速对比.....	10
图 21: 美国各行业开工率.....	11
图 22: 美国服装库存及库销比 (百万美元).....	12
图 23: 美国汽车库存及库销比 (百万美元).....	12
表 1: 2020 年中国主要化工品产能占全球产能比例.....	5
表 2: 不同行业出口交货值较 2019 年同期增速.....	10

1. 海运费大幅上涨

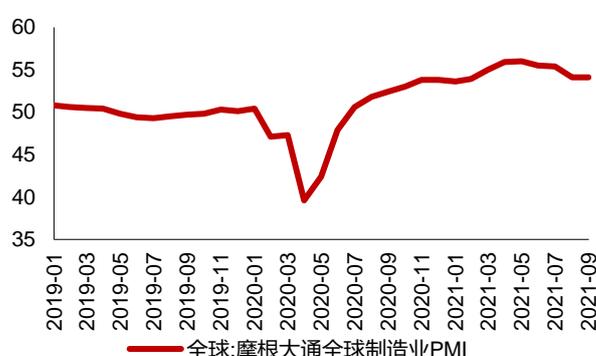
9月中国交通部、美国海事委员会和欧盟方面召开了“全球航运监管峰会”，会议讨论了3个海事监管机构当下关注的问题：1. 新冠疫情爆发后，对国际海运相关的需求和供给分析，以及当前海运行业面临的困难及海运行业受影响的原因；2. 迄今为止，对前述事件，相关司法管辖区和管理当局采取的应对行动及其结果；3. 未来可能何种举措可以使海运行业重回正轨。这表明暴涨的海运费引起全球监管的关注。随后，马士基、达飞海运、赫伯罗特等海运公司纷纷表态冻价。海运费的上涨对全球制造业造成了负面影响，从全球制造业 PMI 明显下滑可见一般。

图 1：海运指数走势



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：全球制造业 PMI



资料来源：Wind，东方证券研究所

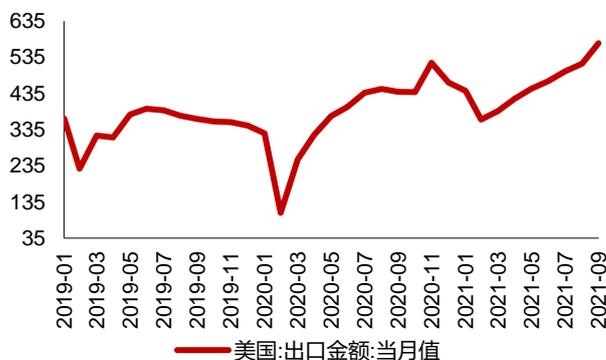
9月中国至美国的海运费已超 2.5 万美元/FEU，同比上涨超 500%。主要进口国的港口出现明显拥堵，9月中旬，洛杉矶港有 55 艘船只停泊或闲置，等待卸货，打破了 8 月底创下的 44 艘的记录，船只平均等待时间由 7.6 天上升至 8.5 天。同样位于加州的圣佩德罗湾排队等候的集装箱船数量达到 65 艘，还有 21 艘船被迫在海上漂流。

图 3：洛杉矶港口拥堵情况



资料来源：船讯网，东方证券研究所

图 4：中国对美各月出口金额（亿美元）

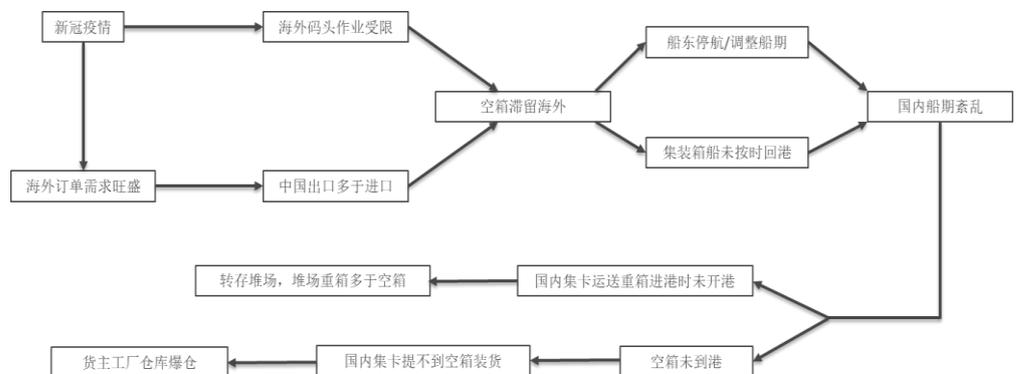


资料来源：Wind，东方证券研究所

针对海运费暴涨的原因我们有如下分析，首先，2020 年上半年疫情导致海运需求出现下滑，运力过剩，船东在规划中减少了船舶的供给，导致 2020 年下半年开始需求急剧增加的时候运力供给反

应滞后，运力供不应求。我国作为全球第一个控制住疫情的国家，保障全球供应，对美出口金额持续上升，8月对美出口高达517亿美元，对美贸易顺差达377亿美元，创出新高，旺盛的出口加剧了海运的供需失衡。虽然船东随后增加了运力，但新增的运力又加剧了港口的拥挤问题，导致实际有效运力并没有相应增加。同时欧美等主要需求地的港口年代久远，自动化程度低，集装箱装卸需要劳动力，而疫情防控措施致使港口劳动力大量减少，到港集装箱船舶不能够及时装卸货，大量集装箱滞留在进口大国的港口，出口国的集装箱数量急剧减少，导致一箱难求，根据船东协会的数据，2020年底集装箱投入量和回收量的比例约为3:1。

图 5：海运物流传导示意图



资料来源：国际船舶网，东方证券研究所

2.海运费对化工行业的影响

我国是化工大国，许多化学品的产能在全球产能中占比超过50%，供应全球。其中橡胶助剂、钛白粉、聚氨酯、染料、磷化工、肥料等产品出口占比超30%。我们选取了聚合MDI、钛白粉、涤纶长丝和轮胎四个产品进行比较，选取这四个产品的原因分别为：1.聚合MDI和钛白粉两种产品虽然出口占比高，但海外仍有举足轻重的产能对价格起到影响。2.涤纶长丝的下游纺服主要在国内，出口以纺服的形式出口，海外产能对其影响可忽略。3.轮胎是格局相当分散的产品，不同品牌的产品价格差异较大。

最直观的感受是低货值产品最先受到海运费影响，按2.5万/FEU的运费（货代报价）计算，服装主要原料涤纶长丝的运费已达货值的113%，而过去运费仅占货值的10%。长丝下游的纺服出口增速自2021年3月开始出现下滑，且连续四个月出现同比负增长，是四个产品中最先受到海运费上涨影响的。其次是轮胎，轮胎的运费已达货值的60%，且从历月轮胎的出口均价来看价格涨幅非常有限，我们认为还是国产轮胎的品牌议价能力较低，价格传导能力较弱。最后才是聚合MDI和钛白粉，运费占货值的40%，上半年维持了很高的出口增速。

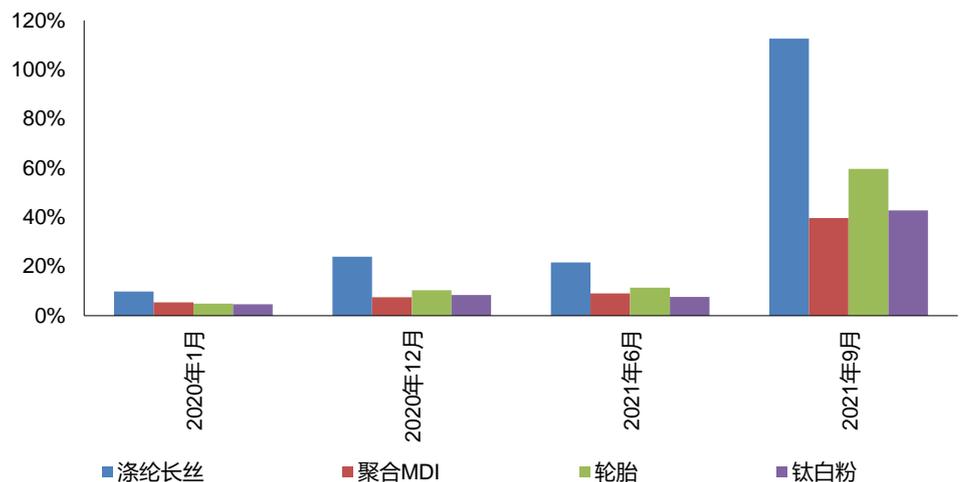
表 1：2020 年中国主要化工品产能占全球产能比例

序号	产品名称	产能 (万吨)	占全球产能比例	序号	产品名称	产能 (万吨)	占全球产能比例
1	乙烯	3373	16%	20	PTA	6224	65%
2	丙烯	4477	31%	21	MEG	1554	40%

3	聚乙烯	2186	18%	22	顺丁橡胶	141	30%
4	聚丙烯	2842	32%	23	丁苯橡胶	144	19%
5	PX	2564	36%	24	醋酸	945	53%
6	PVC	2615	40%	25	甲醇	9202	59%
7	苯	1613	18%	26	尿素	7260	34%
8	甲苯	1351	32%	27	炭黑	800	42%
9	苯乙烯	1204	33%	28	钛白粉	423	45%
10	丙烯酸	314	39%	29	有机硅	333	59%
11	MDI	346	38%	30	烧碱	4499	44%
12	TDI	144	34%	31	纯碱	3327	46%
13	己二酸	255	52%	32	草甘膦	73	66%
14	环氧丙烷	346	30%	33	草铵膦	3.2	75%
15	PC	263	31%	34	蛋氨酸	47	18%
16	己内酰胺	433	52%	35	苏氨酸	104	90%
17	粘胶短纤	491	73%	36	赖氨酸	201	70%
18	氨纶	95	70%	37	R22	80	
19	涤纶长丝	4218	67%	38	R32	51	

资料来源：百川资讯，东方证券研究所

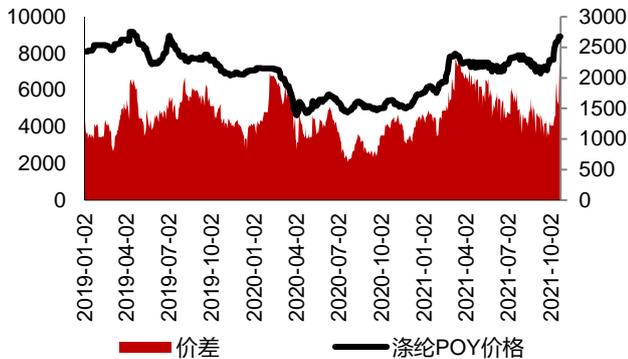
图 6：不同化学品至美西运费占货值的比例



资料来源：Wind，东方证券研究所*2021年9月选取的是货代报价

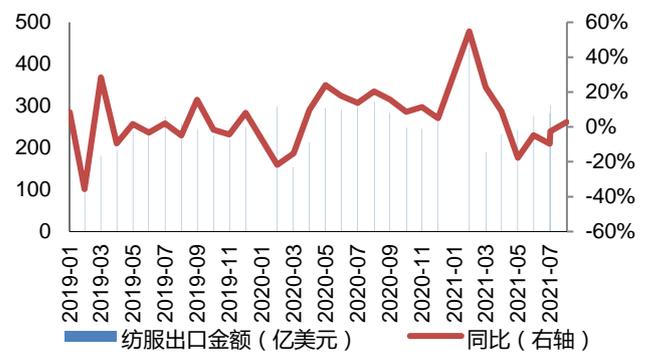
具体到各个产品微观来看,运费上涨对涤纶长丝的影响较为严重,主要体现在下游纺服出口的下滑。出口企业常采用 CIF 和 FOB 两种交易方式,而一般中小服装企业采用 CIF 方式,故直接承受海运价格上涨的压力,外贸企业开始有选择性的接单,导致纺服出口出现下滑。纺服出口不佳向上游传导导致涤纶涨价乏力,PTA 和 MEG 随油价影响后进一步挤压利润,长丝价差自 4 月起持续下滑。9 月又遇限电,下游织造环节开工率大幅下降,虽然长丝负荷也有所下降,仍不可避免的造成库存提升。

图 7：涤纶长丝 POY 价格和价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：纺服出口情况（亿美元）



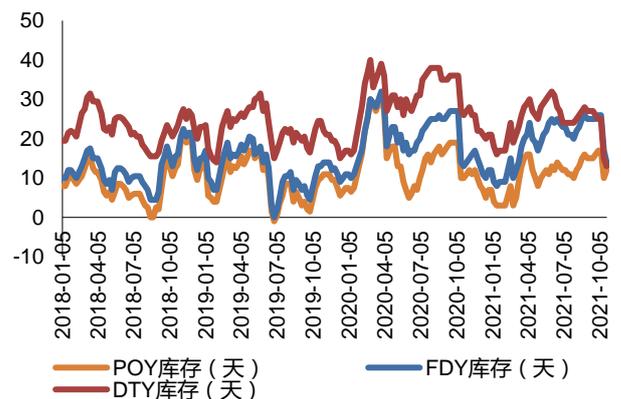
资料来源：CCFEI，东方证券研究所

图 9：下游织造环节开工率



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：涤纶长丝库存（天）



资料来源：CCFEI，东方证券研究所

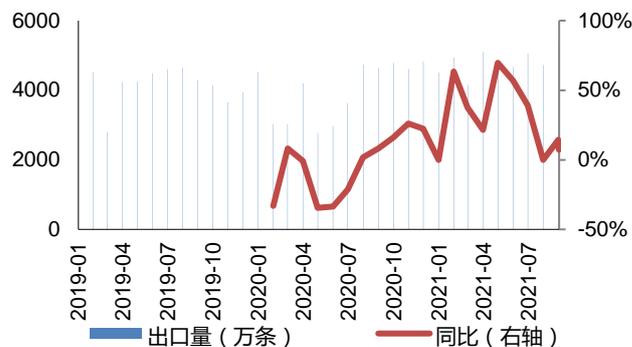
再看海运费对轮胎的影响，国外橡胶企业出口至中国市场以 CIF 为主，国内轮胎企业出口以 FOB 为主，照理说国内轮胎企业不该受到运费上涨的影响，但我们实际看到的情况却是轮胎出口仍在增长，但企业毛利率不断下滑，2021Q2 板块毛利率降至 18.1%，较 2020Q3 下降 9.4 个 pct。我们分析原因如下：轮胎的原材料天然橡胶进口自东南亚，且进口依存度高达 85%，其中 45% 来自泰国，泰国橡胶多运至青岛港。正常情况，泰国至青岛港的船期约 15 天左右，但海外由于疫情导致港口人力不足，货物积压港口，船期有所推迟，泰国至青岛港的运费出现了约 5 倍的涨幅。橡胶企业通过提高出口价格的方式转移成本，今年来青岛港天然橡胶 CIF 价格维持在高位。虽然轮胎出口以 FOB 为主，但轮胎企业出于市场营销等因素，部分承担客户运费，导致利润被侵蚀。轮胎出口历史各月均价仍在 12000 元/吨左右，表明国内轮胎企业向下游成本传导能力较弱，缺乏品牌议价能力，在海运费上涨的情况下两头受挤压。

图 11: 轮胎板块毛利率



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 12: 轮胎出口情况



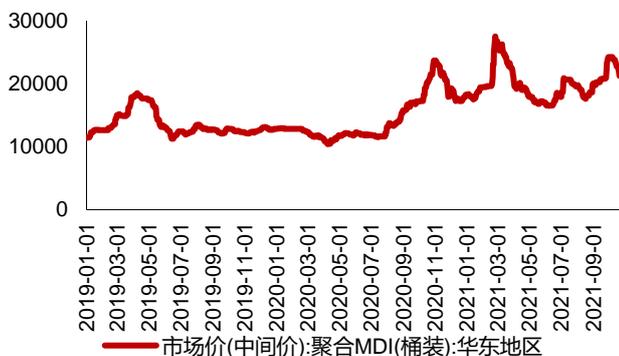
资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 13: 天然橡胶价格 (美元/吨)

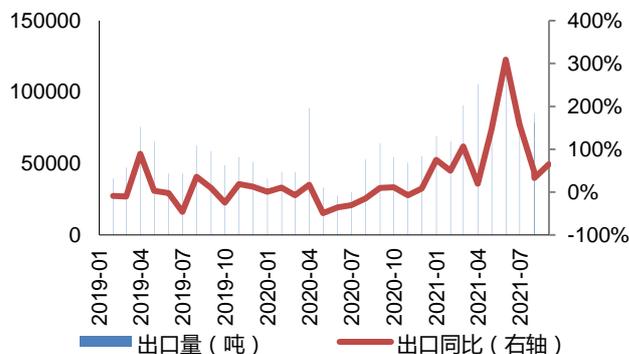


资料来源: Wind, 东方证券研究所

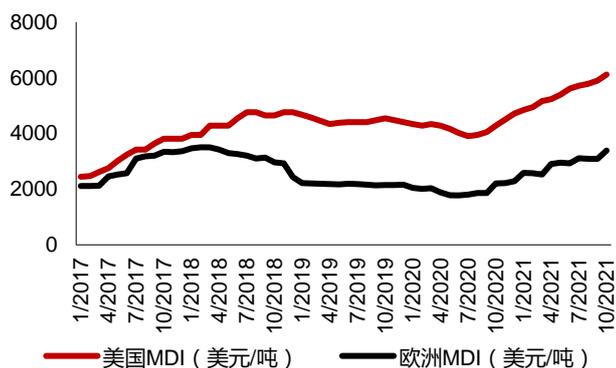
海运费对聚合 MDI 和钛白粉的影响较小。需求方面, 这两个产品下游受地产影响较大, 今年来美国地产新开工始终处于高位, 拉动需求, 使得上半年两产品的出口均保持高景气度。供给方面, 两产品的供给格局良好, 聚合 MDI 中海外的巴斯夫、科思创、亨斯迈和陶氏产能约占 50%, 钛白粉中海外的科慕、特诺、泛能拓、康诺斯四家产能约占 50%, 外企有较强的挺价意愿。而从美国 MDI 价格超过 6000 美元/吨可见海外需求对涨价的接受程度较高, 成本向下游传导顺畅。

图 14: 聚合 MDI 价格走势 (元/吨)


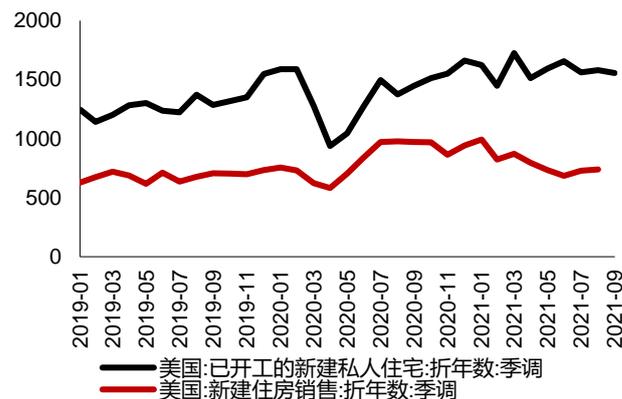
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 15: 聚合 MDI 出口情况


资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 16: 海外 MDI 价格 (美元/吨)


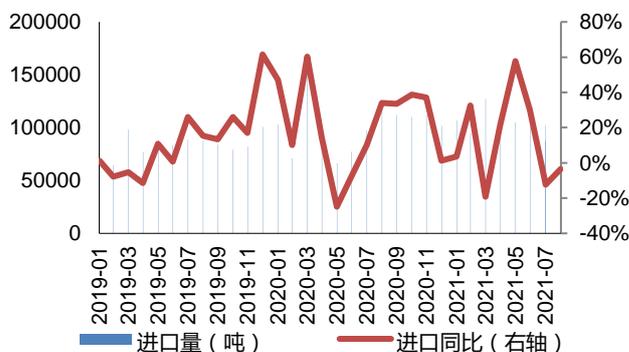
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 17: 美国房地产数据 (千套)


资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 钛白粉价格走势 (元/吨)


资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 19: 钛白粉出口情况


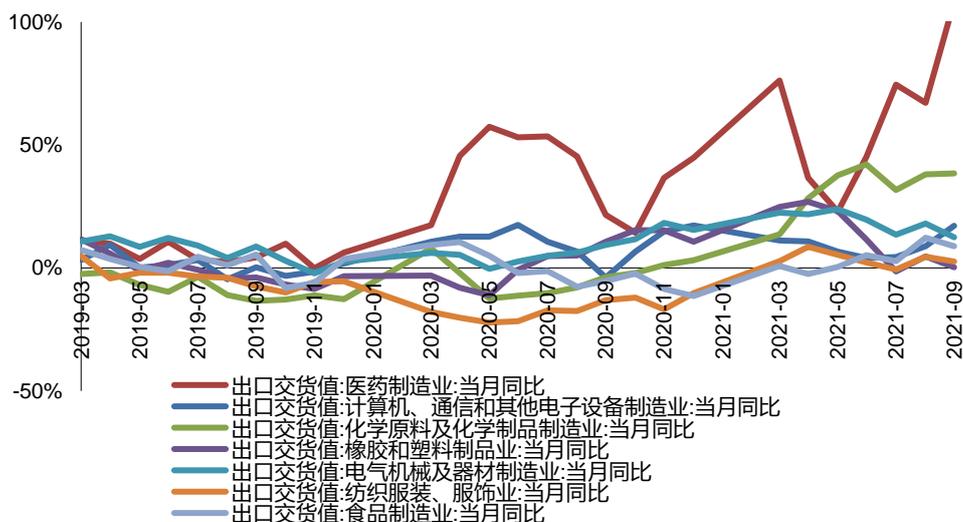
资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

3.海运费出现拐点后的投资机会

市场认为今年化工品出口好的原因是海外供给受疫情影响，国内产能存在替代效应。因此担忧疫情控制后海外供给恢复，化工品的出口将会下滑。但从美国化学品的开工率来看，其开工率从今年4月起就已经超过了疫情前的水平，且之后一直维持在高位。因此我们认为化工品出口好的原因并不是国内产能对海外产能的替代，而是海外的经济刺激政策导致的需求增加。进一步对比不同行业的出口交货值可以发现，今年工业品的出口强于消费品，尤其是中间品和资源类产品受益于海外产能恢复。那么对于之后供给端的担忧则是多虑了，更值得关注的应该是需求端。

而针对海运费何时出现拐点这一问题，我们在第一部分中分析了运价上涨的原因，原因主要是码头劳动力不足导致货物积压在港口，集装箱滞留海外，回收比例低。9月美国非农就业仅新增19.4万人，大幅低于市场预期的50万人，也从侧面反映了美国人较低的就愿意。但随着失业福利措施的进一步到期，人们将面临不得不找工作的情况，届时劳动力短缺的问题有望得到缓解，港口拥堵的情况也有望改善，海运费可能会迎来拐点。

图 20：不同行业出口交货值增速对比



资料来源：Wind，东方证券研究所

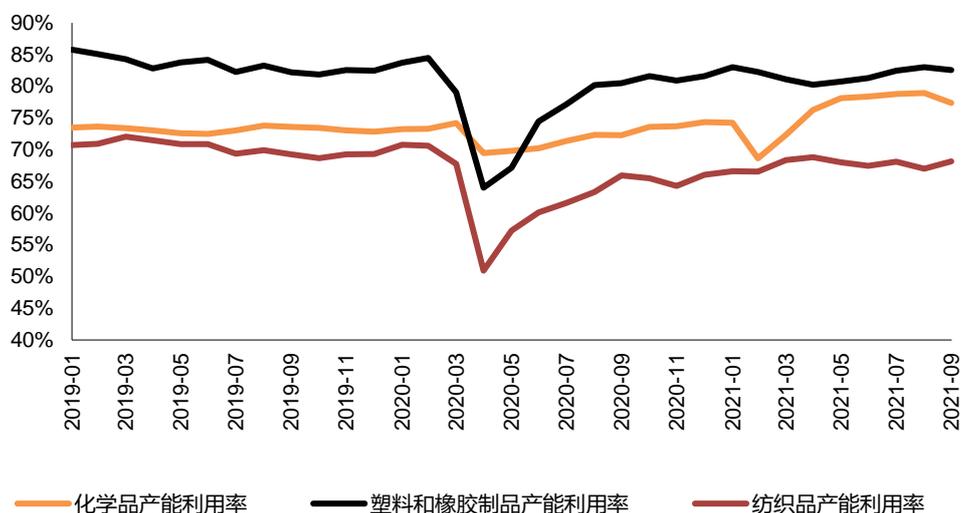
表 2：不同行业出口交货值较 2019 年同期增速

	3月	4月	5月	6月	7月	8月
医药制造业	96.6%	91.8%	86.6%	117.1%	166.2%	140.8%
计算机、通信和其他电子设备制造业	18.9%	21.6%	18.0%	20.2%	13.9%	14.0%
化学原料及化学制品制造业	13.4%	17.2%	13.9%	17.7%	9.5%	22.8%
橡胶和塑料制品业	20.1%	15.8%	8.2%	10.4%	4.8%	10.5%
电气机械及器材制造业	29.6%	27.8%	23.0%	23.8%	20.0%	24.9%
纺织服装、服饰业	-20.0%	-16.8%	-18.4%	-20.1%	-16.9%	-15.6%
食品制造业	12.9%	8.9%	5.3%	4.3%	2.8%	7.4%

资料来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 21: 美国各行业开工率

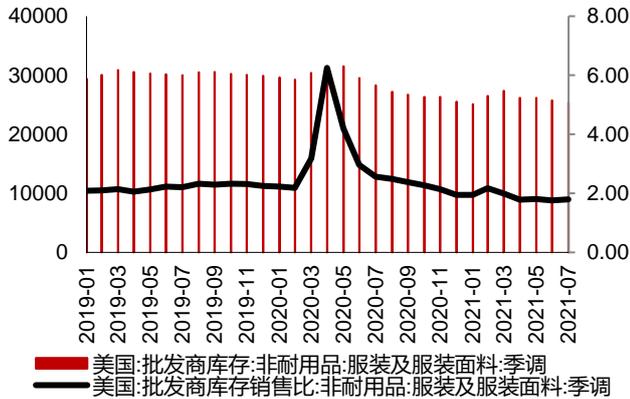


资料来源: Wind, 东方证券研究所

当海运费拐点出现后哪些化工子行业将会受益? 我们的逻辑是在高运费情况下受损最严重的子行业最受益。首当其冲的就是纺服产业链里的化纤行业。从需求的角度看, 传统旺季金九银十都会有一轮冬装采购需求, 但高海运费对今年的需求形成了压制, 导致旺季不旺。鉴于美国服装库销比跌至 1.9, 而历史正常的库销比约 2.2, 补库需求值得期待。海运费下降对纺服来说会带来需求端的边际改善, 被压制的需求得以释放。

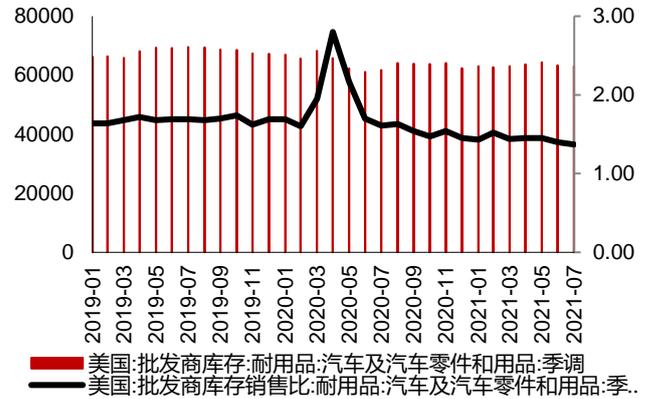
另一个是轮胎行业, 轮胎的情况比较复杂, 从出口角度看轮胎出口的数量并不差, 主要影响还是缺乏议价能力, 导致利润被上下游侵蚀, 海运费下降后这种情况将会缓解。之后的需求改善我们认为会出现在配套市场。许多车企采用的是“零库存”管理模式, 尽可能的不持有零部件的库存, 但也正是因为“零库存”模式导致了今年的车企缺芯, 在 2020 年疫情下, 车企降低了芯片的订单, 导致晶圆厂转而生产其他芯片, 等汽车需求恢复的时候, 车用芯片的供给反而跟不上, 从而也影响了配套市场的轮胎需求。车企也开始反思“零库存”管理模式的风险, 转而开始囤积重要零部件和原材料。2021 年至 2022 年全球将新建 29 座晶圆厂, 预计车用芯片短缺在明年有望结束, 届时配套市场需求将迎来改善。

图 22: 美国服装库存及库销比 (百万美元)



资料来源：船讯网，东方证券研究所

图 23: 美国汽车库存及库销比 (百万美元)



资料来源：Wind，东方证券研究所

4. 投资建议

当下高企的海运费对传统“金九银十”的旺季形成了一定的压制，但考虑到海外的低库存，我们认为当下应当关注海运费下降后海外纺织品补库存对化纤的拉动，以及轮胎企业毛利率改善带来的投资机会。建议关注涤纶长丝龙头桐昆股份(601233, 买入)、新凤鸣(603225, 未评级)和轮胎龙头企业玲珑轮胎(601966, 未评级)、赛轮轮胎(601058, 未评级)的投资机会。

5. 风险提示

1. 海运费下降慢于预期：我们预计明年 2 月冻价结束后海运费将出现下降。若海运费下降慢于预期，补库的强度恐受到影响。
2. 下游需求不及预期：海外需求出现下滑也将影响企业补库强度。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有玲珑轮胎(601966.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn