

交通运输

天风问答系列：高景气与边际改善

证券研究报告

2021 年 11 月 05 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

高晟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521040001

gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业专题研究:季报前瞻:繁荣的集运产业链,成长的大宗供应链》2021-10-15
- 2 《交通运输-行业专题研究:天风问答系列:鲜花无需再着锦,否极总有泰来时》2021-10-06
- 3 《交通运输-行业专题研究:成长的物流,复苏的客运——2021 年四季度投资策略》2021-09-14

● 如何看待集运？港口拥堵助推运价

10 月集运运价较为平稳,主要是港口持续拥堵助推运价。10 月份 SCFI 和 FBX 都在高位小幅波动,我们认为,一方面是因为前期港口拥堵导致部分积压货物等待出运,支撑需求;另一方面是港口持续拥堵,有效运力未能充分释放。未来行业变化,需要紧密跟踪需求和港口拥堵的动态。

● 油运股还有机会吗？心随波动

随着旺季运价上涨,油运股投资机会有望来临。油轮运力利用率和运价在底部,油运行业在复苏途中。随着交通出行逐渐恢复、全球能源紧张带动油运需求,叠加四季度传统旺季,运价有望季节性上涨。关注油运公司中远海能和招商轮船。

● 航运产业链机会何在？港口涨价

港口作为全球贸易瓶颈,有望迎来涨价。全球部分港口拥堵,具备涨价能力。港口费占物流成本的比例低,涨价影响小。2021 年部分港口费率已经小幅回升。如年末港口企业和客户商谈次年费率,我们认为今年有涨价机会。推荐股息率 8%左右的干散货港口公司唐山港和盈利有望大幅增长的集装箱港口公司上港集团。

● 快递竞争如何演变？持久战

随着快递价格回升、极兔速递收购百世集团的国内快递业务,未来快递行业竞争将是持久战。快递价格回升使行业内竞争者的财务状况改善,退出的可能性下降。极兔速递收购完成后,市场份额明显提高,竞争力增强。未来中通、韵达、圆通、极兔之间将是长期的竞争。

投资建议：1、推荐股息率 8%左右的唐山港和盈利有望大幅增长的上港集团。2、关注有望受益于油轮运价上涨的中远海能和招商轮船。

风险提示：经济增速大幅下滑,外贸增速大幅下滑,线上零售增速大幅下滑,全球疫情再度暴发

内容目录

1. 如何看集运？港口拥堵助推运价	3
2. 油运股还有机会吗？心随幡动	4
3. 航运产业链机会何在？港口涨价	6
4. 快递竞争如何演变？持久战	7
5. 投资建议	8
6. 风险提示	8

图表目录

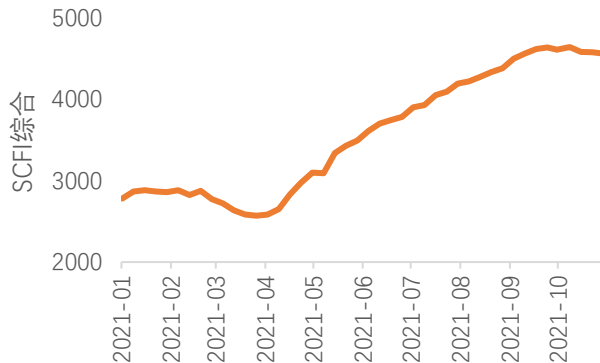
图 1：SCFI 运价指数高位小幅波动	3
图 2：FBX 运价指数高位小幅波动	3
图 3：节后 SCFI 美东、波斯湾等航线运价略有回调	3
图 4：节后 FBX 北美航线运价略有回调	3
图 5：全球航行的 5000TEU 以上集装箱船数量较往年少	3
图 6：全球集装箱船靠港量较往年低	3
图 7：美国洛杉矶港拥堵还在加重	4
图 8：中国港口拥堵缓解，集装箱吞吐量增速有所回升	4
图 9：油轮运力持续增长，而石油需求尚未恢复	4
图 10：2020-21 年全球油轮运力周转率处于历史低位	4
图 13：储油 VLCC 数量从高位回落	5
图 14：VLCC 拆解增加，有助于消化过剩运力	5
图 17：疫情缓解有望带动煤油消费需求恢复	5
图 18：10 月份 VLCC TCE 有所反弹	5
图 15：四季度是油轮运输旺季，运价季节性上涨	5
图 16：2010-20 年四季度 VLCC 平均 TCE 高于当前值	5
图 17：5000TEU 以上集装箱船锚泊的数量明显高于往年	6
图 18：海岬型船锚泊的数量明显高于往年	6
图 19：集装箱港口费相比海运费较为低廉	6
图 20：干散货港口费相比海运费较为低廉	6
图 21：2021 年上半年，上港集团的单箱收入小幅回升	7
图 22：2021 年初，唐山港的单吨收费小幅回升	7
图 23：2021 年 9 月全国快递平均单价明显上涨	7
图 24：2021 年 9 月电商快递公司单票收入明显上涨	7
图 25：2019-21 年电商快递的市场份额分化	8
图 26：电商快递的盈利能力分化持续	8

1. 如何看集运？港口拥堵助推运价

10 月集运运价较为平稳，主要是港口持续拥堵助推运价。10 月份 SCFI 和 FBX 都在高位小幅波动，我们认为，一方面是因为海外消费增长和前期港口拥堵导致部分积压货物等待出运，支撑需求；另一方面是港口持续拥堵，有效运力未能充分释放。未来行业变化，需要紧密跟踪需求和港口拥堵的动态。

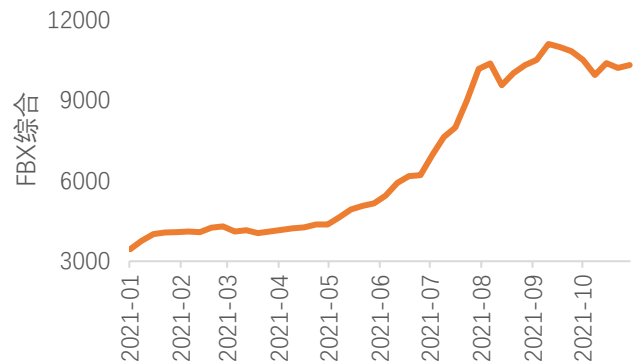
10 月运价高位小幅波动。9 月底能耗双限、十一长假等因素导致运价有所回落。10 月份，生产部分恢复、积压货物出运，使运价较为平稳，SCFI 和 FBX 都呈现高位小幅波动。

图 1：SCFI 运价指数高位小幅波动



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

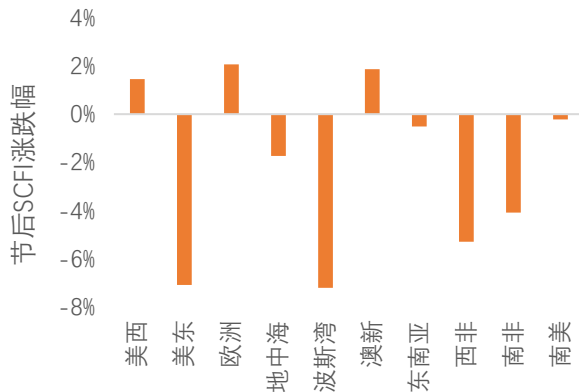
图 2：FBX 运价指数高位小幅波动



资料来源：Freightos，天风证券研究所

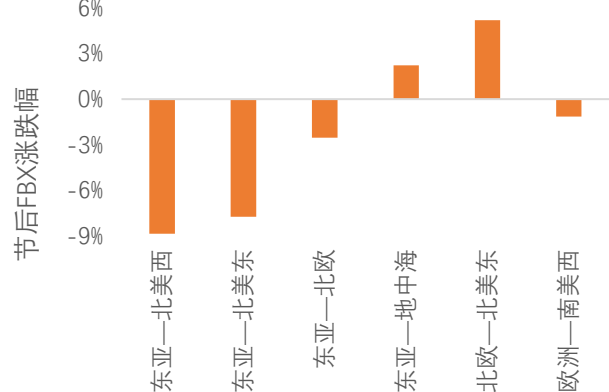
节后美线运价有所下跌，多数航线运价平稳。十一长假之后，SCFI 美东和波斯湾航线下跌 7% 左右，其他主要航线运价比较稳定；FBX 美东和美西航线运价下跌 8% 左右，其他主要航线运价波动较小。

图 3：节后 SCFI 美东、波斯湾等航线运价略有回调



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

图 4：节后 FBX 北美航线运价略有回调

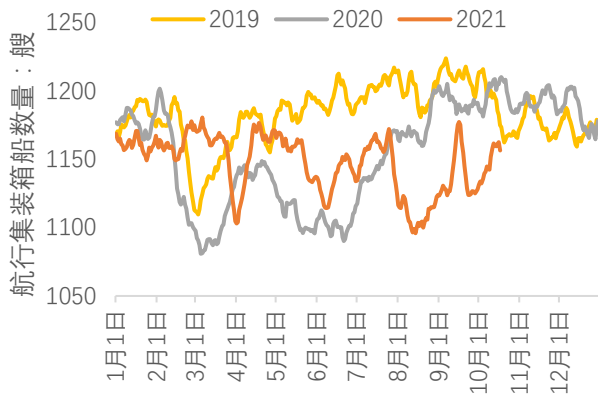


资料来源：Freightos，天风证券研究所

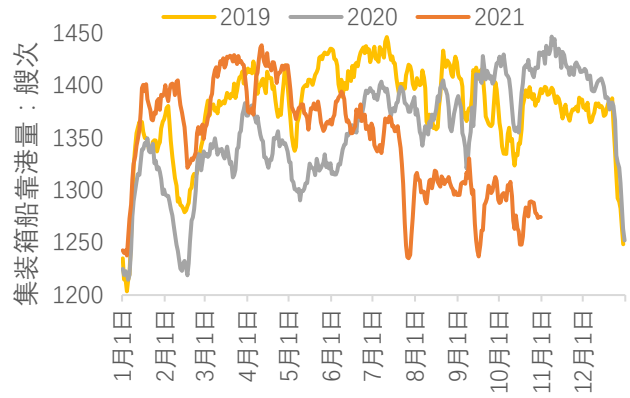
港口持续拥堵助推运价。港口拥堵导致大量船舶在锚地等待靠泊，影响运力周转能力，成为运价上涨的重要推动因素。2021 年 5 月份以来，5000TEU 以上集装箱船中航行的船舶数量明显偏低，全球集装箱船靠港量也明显偏低，说明船舶运输活动偏少。

图 5：全球航行的 5000TEU 以上集装箱船数量较往年少

图 6：全球集装箱船靠港量较往年低



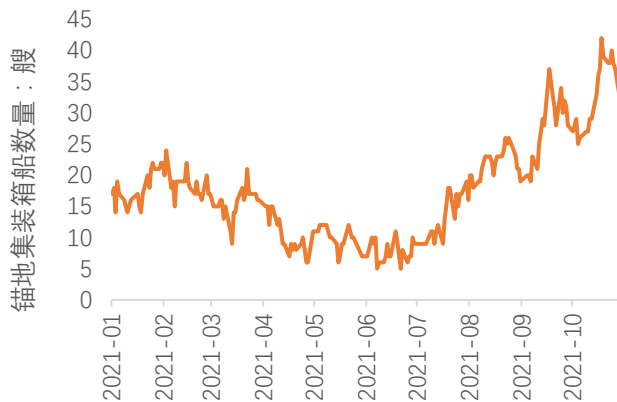
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

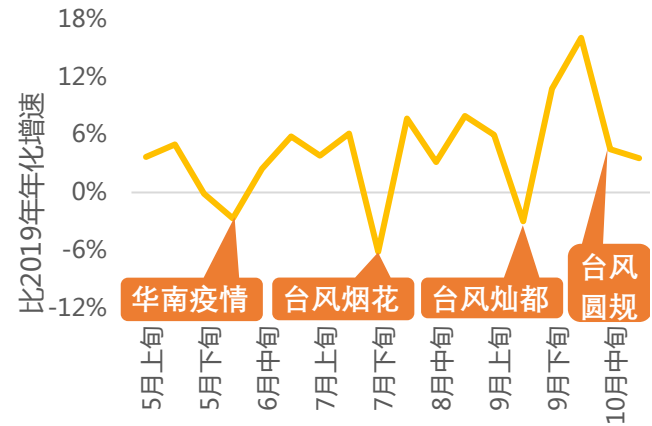
美国港口持续拥堵，中国港口拥堵缓解。10 月份美国洛杉矶港拥堵进一步加重，洛杉矶和长滩港开始 24 小时工作和计划收取高额超期滞箱费，也尚未缓解港口拥堵。感恩节、圣诞节等假日可能导致劳工阶段性短缺，未来的劳资新合同谈判，将给港口拥堵带来更多不确定性。随着台风减少，中国港口拥堵在缓解，集装箱吞吐量增速有所回升。

图 7：美国洛杉矶港拥堵还在加重



资料来源：洛杉矶港官网，天风证券研究所

图 8：中国港口拥堵缓解，集装箱吞吐量增速有所回升



资料来源：Wind，中国港口协会，天风证券研究所

未来集运行业变化，需跟踪东亚出口、北美进口、港口拥堵等。东亚 PMI 新出口订单领先于出口变化，北美零售领先于进口变化，港口拥堵同步于有效运力变化。此外，疫情、政策、停航、季节性等因素也对行业变化有影响。

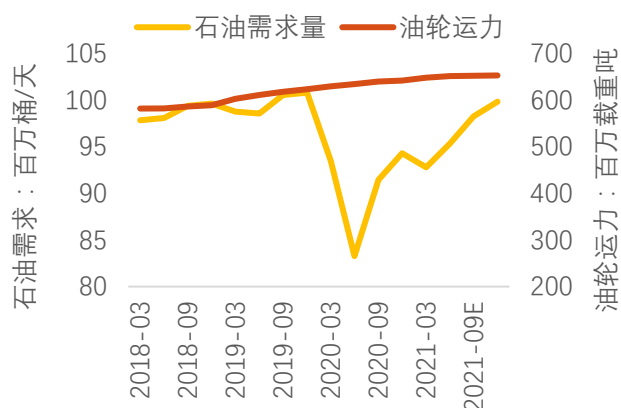
2. 油运股还有机会吗？心随幡动

随着旺季运价上涨，油运股投资机会有望来临。油轮运力利用率和运价在底部，油运行业在复苏途中。随着交通出行逐渐恢复、全球能源紧张带动油运需求，叠加四季度传统旺季，运价有望季节性上涨。建议关注油运公司中远海能和招商轮船。

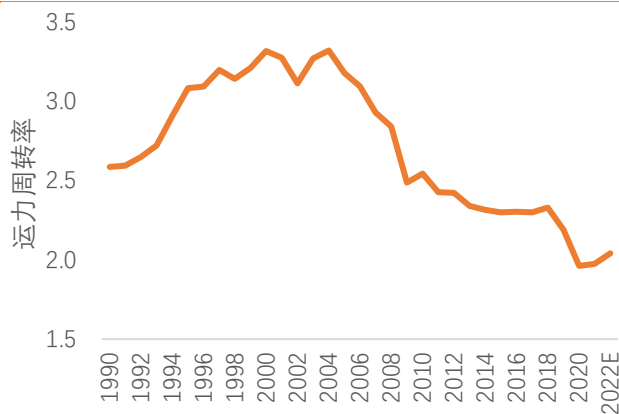
石油需求逐渐恢复，油轮运力周转率有望回升。疫情对交通出行的影响逐渐减弱，国外因疫情的城市封锁在减少，部分国家放松国际旅客的入境限制，汽油、航空煤油等消费需求逐渐恢复，运力过剩在缓解，油轮周转率回升。

图 9：油轮运力持续增长，而石油需求尚未恢复

图 10：2020-21 年全球油轮运力周转率处于历史低位



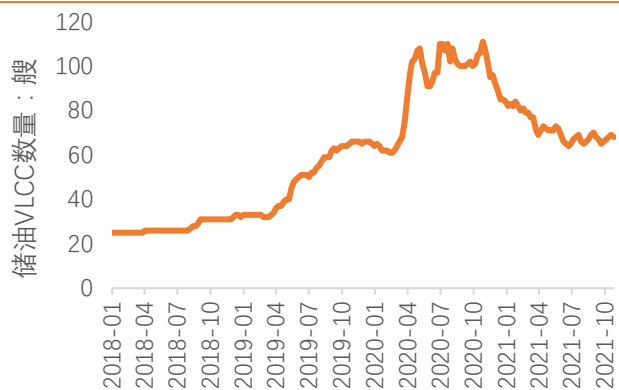
资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

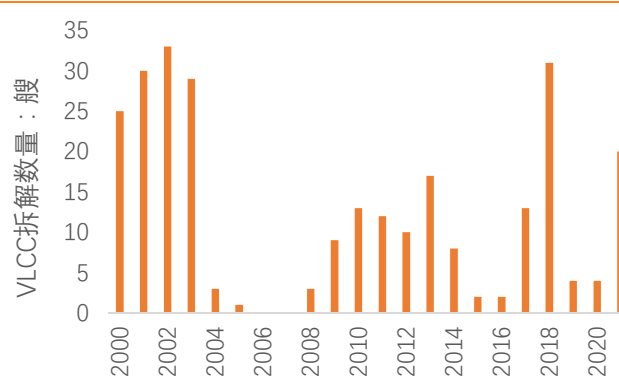
随着储油运力减少，旧船拆解增加，油运行业有望逐渐复苏。2020年初，疫情导致油价大跌、远期油价升水，大量VLCC被用于套利储油。随着油价回升、升水消退，储油VLCC逐渐回归运输市场。运价处于历史底部，旧船拆解逐渐增加。如果2022年继续大量拆船，有望推动运价上涨。

图 11: 储油 VLCC 数量从高位回落



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

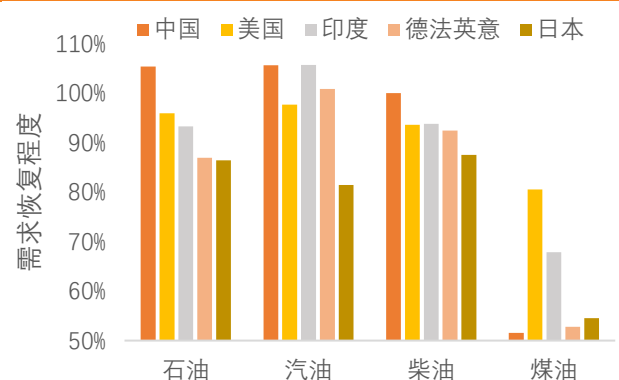
图 12: VLCC 拆解增加，有助于消化过剩运力



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

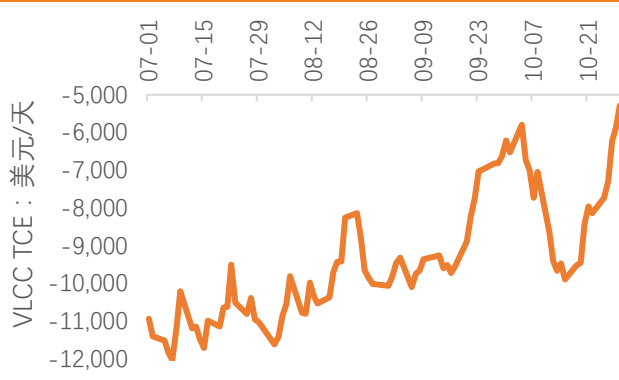
10月份油轮运价已经开始上涨。疫情影响减弱、石油消费回升，冬季石油运输需求季节性增加，带动运价上涨。三季度以来运价在波动中上升，10月份出现了明显的上涨。

图 13: 疫情缓解有望带动煤油消费需求恢复



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 14: 10 月份 VLCC TCE 有所反弹

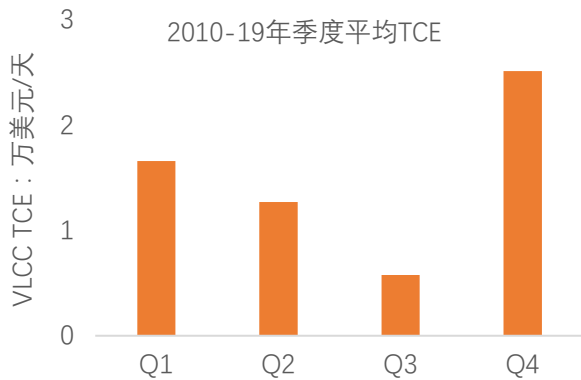


资料来源：Wind, 天风证券研究所

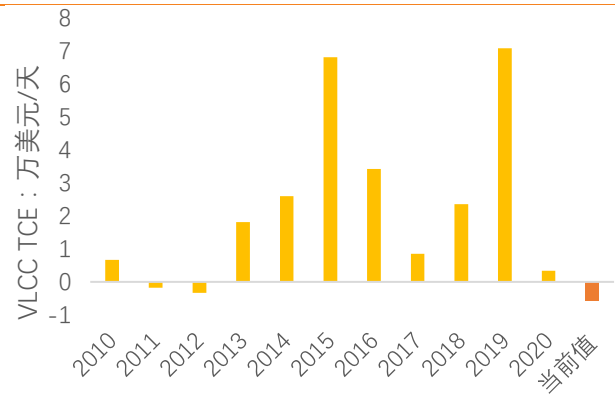
四季度油轮运价有望季节性上涨。四季度是传统运输旺季，2010-19年平均运价环比大幅上涨。2021年10月底运价远低于2010-20年的四季度平均运价，11-12月运价有望环比上涨。

图 15: 四季度是油轮运输旺季，运价季节性上涨

图 16: 2010-20 年四季度 VLCC 平均 TCE 高于当前值



资料来源: Clarkson, 天风证券研究所



资料来源: Clarkson, 天风证券研究所

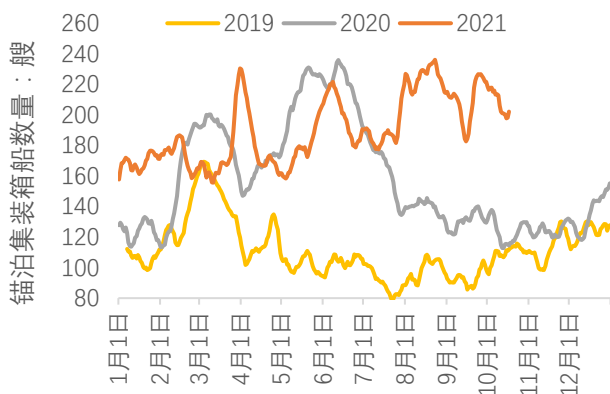
关注油运上市公司中远海能和招商轮船。中远海能的主业是油轮运输和 LNG 运输，招商轮船的主业是油轮运输、干散货运输等。一旦油轮运价上涨，两家公司都将受益。

3. 航运产业链机会何在？港口涨价

港口作为全球贸易瓶颈，有望迎来涨价。全球部分港口拥堵，具备涨价能力。港口费占物流成本的比例低，涨价影响小。2021 年部分港口费率已经小幅回升。如年末港口企业和客户商谈次年费率，我们认为今年有涨价机会。推荐股息率 8%左右的干散货港口公司唐山港和盈利有望大幅增长的集装箱港口公司上港集团。

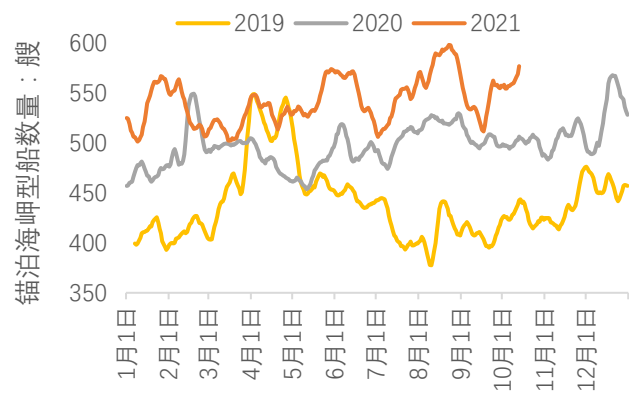
全球部分港口拥堵，港口具备涨价能力。疫情导致港口吞吐能力下降，船舶在港时间延长，大量船舶积压的港口，出现港口拥堵。全球贸易的瓶颈在港口，港口议价能力上升，具备涨价能力。

图 17: 5000TEU 以上集装箱船锚泊的数量明显高于往年



资料来源: Clarkson, 天风证券研究所

图 18: 海岬型船锚泊的数量明显高于往年

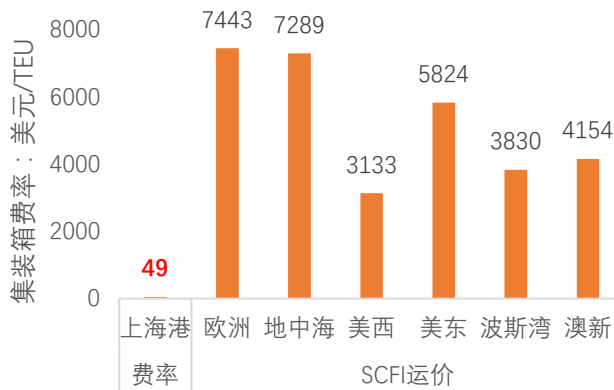


资料来源: Clarkson, 天风证券研究所

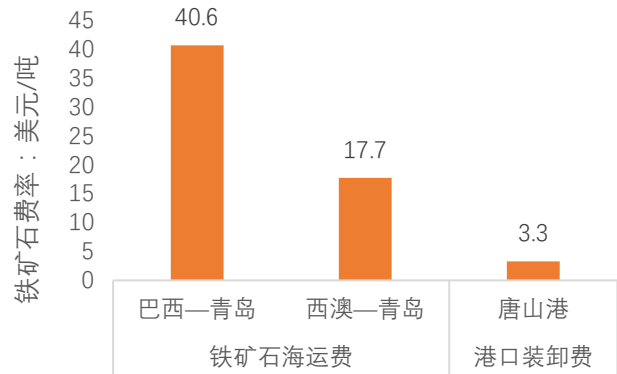
港口费低廉，涨价对物流成本影响小。上海港的集装箱装卸费仅为远洋出口海运费的 1% 左右，唐山港的铁矿石装卸费仅为海运费的 8%-20%。考虑到海运费高昂且大幅波动，港口费率的小幅上涨，对进出口物流成本的影响较小。

图 19: 集装箱港口费相比海运费较为低廉

图 20: 干散货港口费相比海运费较为低廉



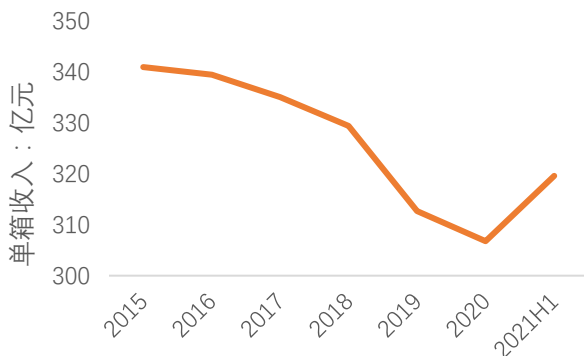
资料来源: Wind, Clarkson, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

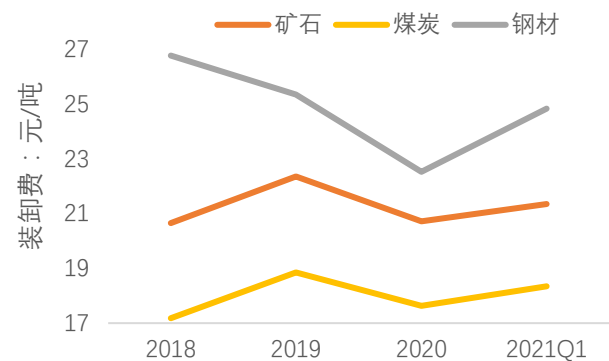
2021 年港口费率已经小幅回升, 2021 年有望继续回升。2020 年疫情冲击过去后, 货物进出口需求回升, 带动港口费率回升。此外, 防疫成本支出增加, 也对港口费率上涨有推动作用。2021 年港口拥堵, 港口费率有望继续回升。年底更新服务合同, 有望迎来涨价机会。

图 21: 2021 年上半年, 上港集团的单箱收入小幅回升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 2021 年初, 唐山港的单吨收费小幅回升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

推荐唐山港和上港集团。唐山港主业为散杂货装卸, 2021 年预期股息率在 8% 左右, 有望受益于干散货装卸费率上涨。上港集团主业为集装箱装卸, 2021 年盈利有望大幅增长, 有望受益于集装箱装卸费率上涨。

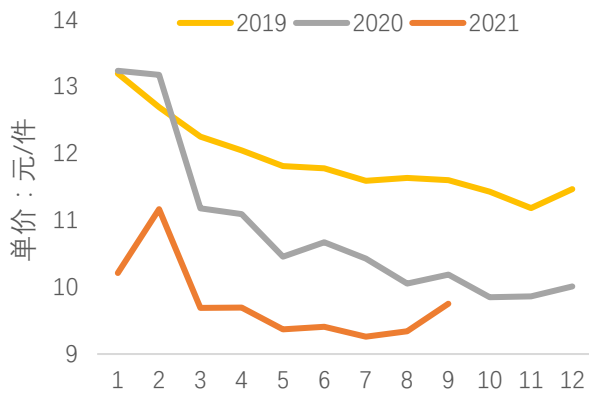
4. 快递竞争如何演变? 持久战

随着快递价格回升、极兔速递收购百世集团的国内快递业务, 未来快递行业竞争将是持久战。快递价格回升使行业内竞争者的财务状况改善, 退出的可能性下降。极兔速递收购完成后, 市场份额明显提高, 竞争力增强。未来中通、韵达、圆通、极兔之间将是长期的竞争。

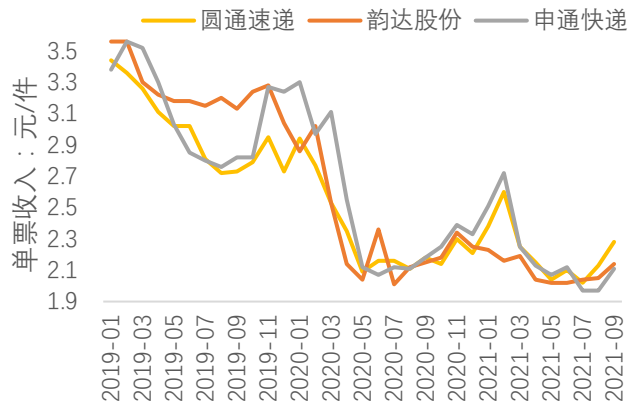
政策推动三季度快递价格上涨。2021 年 4 月出台的《浙江省快递业促进条例(草案)》要求快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务, 快递价格竞争趋缓; 8 月底应七部委的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》, 主要加盟制快递企业均宣布全网末端派费上调。9 月份快递行业平均单价明显上涨, 圆通速递、韵达股份、申通快递的单票收入也明显上涨。

图 23: 2021 年 9 月全国快递平均单价明显上涨

图 24: 2021 年 9 月电商快递公司单票收入明显上涨



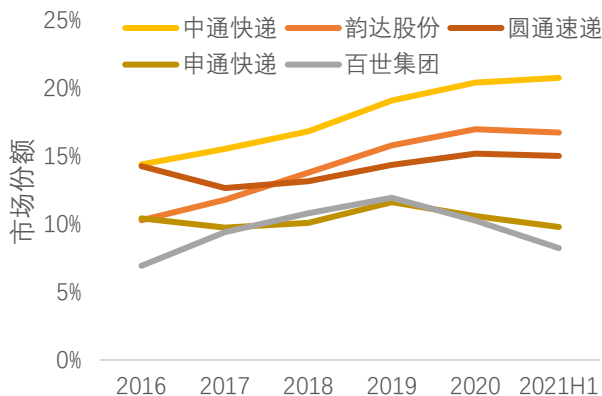
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

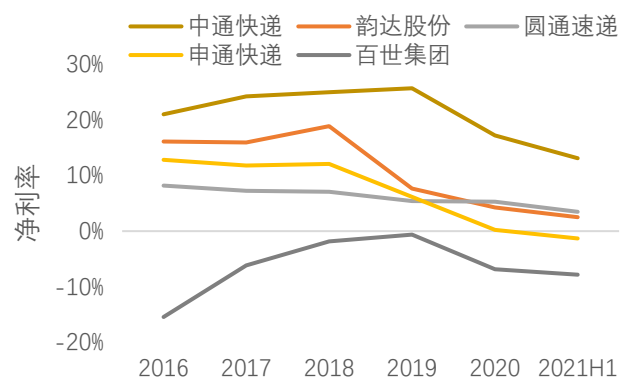
极兔速递收购百世的国内快递业务，短期竞争缓和，中长期竞争持续。极兔速递以价格竞争快速扩大市场份额，而百世集团的份额小幅回落。收购完成后，极兔速递的市场份额有望达到 14%，与韵达和圆通的份额比较接近，通过价格竞争扩大份额的势头有望放缓。收购完成后，极兔速递的竞争力有望加强，百世集团的财务实力有望增强，中长期看竞争仍将持续。

图 25：2019-21 年电商快递的市场份额分化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：电商快递的盈利能力分化持续



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

推荐唐山港和上港集团。唐山港的港口费率有望小幅上升，2021 年资产处置推动盈利大幅增长，分红比例有望继续上升，2021 年股息率有望超过 8%。上港集团的港口主业有望平稳增长，投资收益有望大幅增长，推动 2021 年盈利大幅增长。

关注中远海能和招商轮船。10 月份油轮运价已经上涨，冬季是油运旺季，运价有望继续上涨。中远海能和招商轮船作为油运公司，将受益于运价上涨。

6. 风险提示

（1）经济增速大幅下滑

交通运输需求与宏观经济密切相关。如果经济增速下滑，那么运输需求增速可能随之下降，部分行业的价格也会下降，导致企业盈利恶化。

（2）外贸增速大幅下滑

外贸进出口是航运和港口的需求来源。如果中国进出口增速大幅下滑，那么航运运量和港口吞吐量将随之下滑，运价也将受影响。

（3）线上零售增速大幅下滑

电商快递的需求来源是线上零售。如果线上零售增速大幅下滑，那么快递单量也将随之下滑，快递公司之间的竞争可能加剧，影响快递单价。

（4）全球疫情再度暴发

如果疫情反复，将影响客运和石油运输，不利于航空、油运、大宗供应链板块；但是有利于集运、快递板块。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com