

# 航运

证券研究报告  
2021年11月09日

## 10月交运看出口：运量增速小幅加快

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 10月出口运量增速加快

10月份，中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速小幅加快。10月份集装箱海运价格指数基本持平，其中美线运价略有回落。10月上旬，国庆假期停航少，集装箱吞吐量同比高增长；10月中旬华南港口作业受台风“圆规”影响，集装箱吞吐量同比减少。10月份吞吐量增速较9月份小幅回升。全球部分港口仍然比较拥堵，集装箱船有效运力下降，影响运量增长。

### 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

### 11月运量有望较快增长

11月港口拥堵有望缓解，推动运量较快增长。11月初，运价仍然处于高位，说明需求淡季不淡，有较多积压货物等待出运支撑需求。洛杉矶和长滩港的一系列措施有望使拥堵逐渐缓解，秋冬季节中国台风减少也有望使港口拥堵进一步缓解，集装箱船有效运力增加，有望带动运量较快增长。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 冬季疫情的不确定性

如果冬季国外疫情反复，那么将从供需两端助推集运景气度。需求方面，疫情加重会促使欧美增加商品消费和商品进口增加，这又会带动补库存，推动运输需求增长；同时，海外疫情加重会导致中国出口份额上升。供给方面，疫情加重会导致港口拥堵，抑制有效运力供给。但是如果疫情影响减弱，甚至逐渐消退，那么运输需求增速可能回落，有效运力可能增加，导致集运景气度下降。

### 相关报告

- 1 《航运-行业专题研究:港口拥堵导致BDI 上涨——干散货航运专题研究》2021-10-20
- 2 《航运-行业研究简报:9月交运看出口：集运拐点初现》2021-10-06
- 3 《航运-行业研究简报:8月交运看出口：运量增速回升》2021-09-04

**投资建议：**关注受益于拥堵缓解、装卸费率有望回升的集装箱港口，如2021年盈利有望大幅增长的上港集团。

**风险提示：**全球疫情反复，经济复苏推迟，新造船大量增加

## 内容目录

1. 10月出口运量增速加快	4
1.1. 运价处于高位，集运需求旺盛	4
1.2. 运量加速增长，说明出口较好	4
1.3. 运力仍受抑制，影响运量增长	5
2. 11月运量有望较快增长	6
2.1. 运价处于高位，说明淡季不淡	6
2.2. 积压货物出运，带动运量增长	6
2.3. 拥堵有望缓解，释放有效运力	6
3. 冬季疫情的不确定性	7
3.1. 疫情促进欧美消费和进口	7
3.2. 补库存推高商品进口增速	8
3.3. 疫情导致中国出口份额上升	9
3.4. 疫情导致海外港口拥堵	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

## 图表目录

图 1: SCFI 处于高位，意味着中国出运需求旺盛	4
图 2: 10 月份上海出口航线运价基本持平	4
图 3: FBX 处于高位，意味着全球集运需求旺盛	4
图 4: 10 月份全球集运运价小幅下跌	4
图 5: 10 月中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速上升	5
图 6: 10 月中旬台风，中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速下滑	5
图 7: 全球主要区域港口拥堵情况：美西、珠三角、长三角等泊集装箱船较多	5
图 6: 全球锚地集装箱船运力处于高位（7 天移动平均）	5
图 7: 全球的集装箱船舶靠港量（7 天移动平均）	5
图 8: 国庆节后，SCFI 运价指数小幅回落	6
图 9: 国庆节后，FBX 运价指数小幅回落	6
图 10: 往年年末中国沿海港口集装箱吞吐量季节性下滑	6
图 11: 中国工业企业产成品存货同比增速处于高位	6
图 14: 11 月初洛杉矶港拥堵有缓解迹象	7
图 15: 夏季台风导致中国枢纽港集装箱吞吐量增速下滑	7
图 16: 疫情促进美国商品消费增长	7
图 17: 疫情促进美国耐用消费品高增长	7
图 18: 疫情爆发后，消费快速恢复，而生产恢复较慢	7
图 19: 商品消费缺口通过进口来弥补	7
图 20: 三季度欧盟零售销售指数处于高位	8

图 21: 三季度日本的商业销售额比 2019 年年化增速略有下滑 .....	8
图 22: 美国制造商和批发商的库存创新高 .....	8
图 23: 剔除了机动车和部件, 美国零售商库存创新高 .....	8
图 24: 美国的库存变化滞后于销售 .....	8
图 25: 补库存是商品进口增长的重要推动力 .....	8
图 26: 美日欧从中国进口的比例, 随着疫情变化 .....	9
图 27: 洛杉矶港口拥堵与美国疫情相关 .....	9

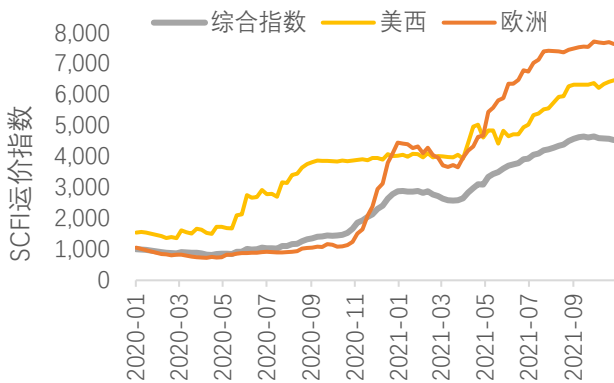
## 1. 10月出口运量增速加快

10月份，中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速小幅加快。10月份集装箱海运价格指数基本持平，其中美线运价略有回落。10月上旬，国庆假期停航少，集装箱吞吐量同比高增长；10月中旬华南港口作业受台风“圆规”影响，集装箱吞吐量同比减少。10月份吞吐量增速较9月份小幅回升。全球部分港口仍然比较拥堵，集装箱船有效运力下降，影响运量增长。

### 1.1. 运价处于高位，集运需求旺盛

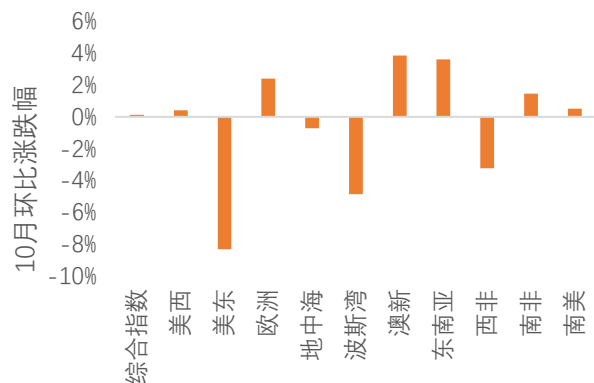
10月份上海出口集装箱运价指数（SCFI）高位持平，意味着中国出口集装箱运输舱位依然较为紧张。其中上海到美东、波斯湾等航线运价小幅回调，欧洲、澳新等航线运价小幅上涨。

图 1：SCFI 处于高位，意味着中国出运需求旺盛



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

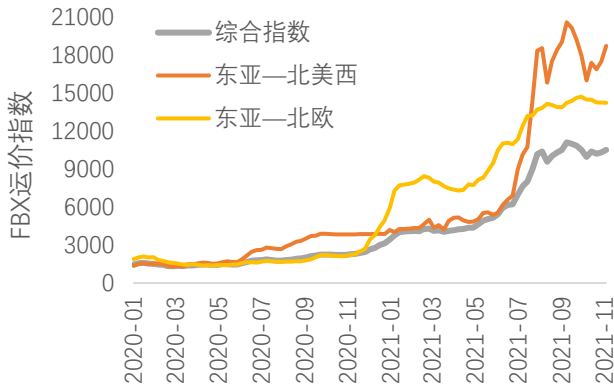
图 2：10月份上海出口航线运价基本持平



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

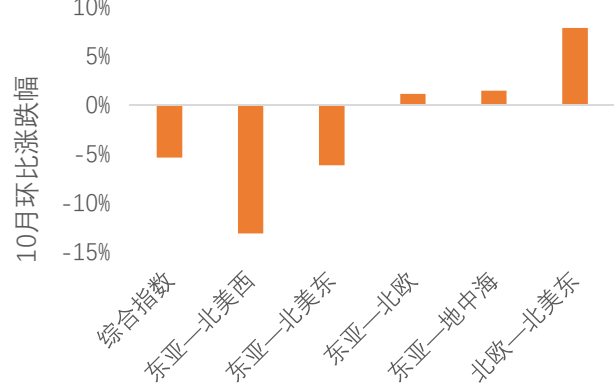
10月份全球集装箱海运价格指数（FBX）高位波动，说明全球集运供需仍然较为紧张。其中东亚到北美航线运价略有下跌，其他航线基本持平。

图 3：FBX 处于高位，意味着全球集运需求旺盛



资料来源：Freightos，天风证券研究所

图 4：10月份全球集运运价小幅下跌

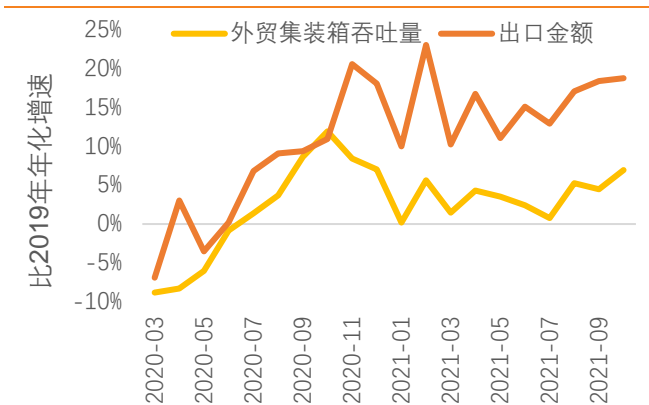


资料来源：Freightos，天风证券研究所

### 1.2. 运量加速增长，说明出口较好

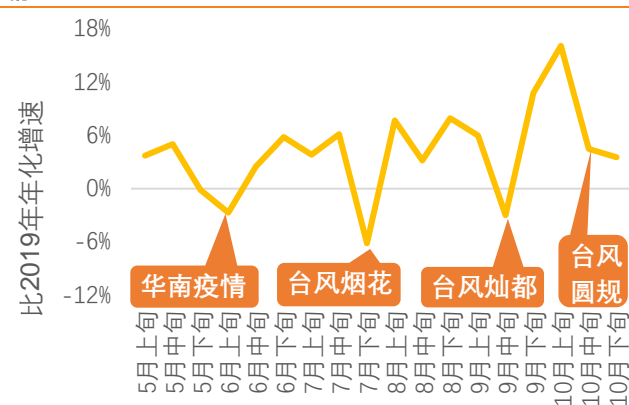
10月份中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速上升。10月中旬，华南港口作业受台风圆规的影响，吞吐量同比增速下滑。10月份，外贸集装箱吞吐量同比增长 2.2%，增速略有加快。得益于 2020 年 10 月高增长，2021 年 10 月相比 2019 年 10 月的外贸集装箱吞吐量年化增速 6.9%，增速明显提升。吞吐量较快增长，与 10 月份出口较快增长的趋势吻合。

图 5：10 月中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速上升



资料来源：Wind，中国港口协会，海关总署，天风证券研究所

图 6：10 月中旬台风，中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量增速下滑

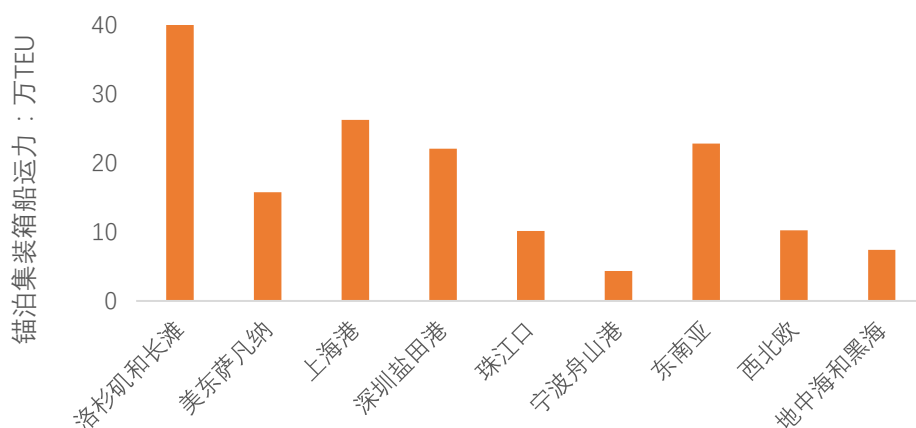


资料来源：Wind，中国港口协会，天风证券研究所

### 1.3. 运力仍受抑制，影响运量增长

国内外部分港口仍然较为拥堵，导致有效运力供给受阻，影响运量增长。从全球看，11月初美西、美东、珠三角、长三角部分港口较为拥堵，对应中国出口和美国进口，是集运需求较为旺盛的地区。

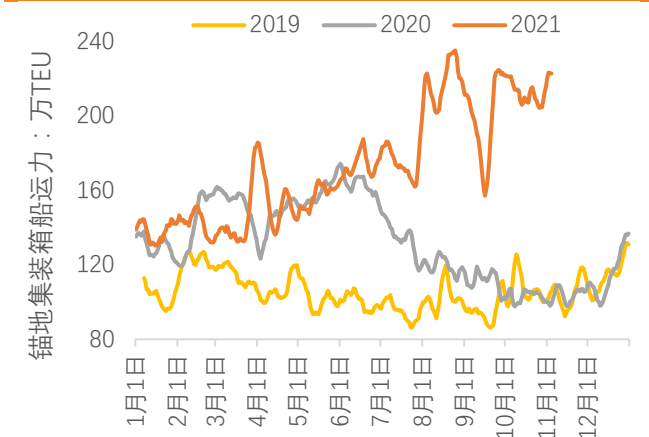
图 7：全球主要区域港口拥堵情况：美西、珠三角、长三角等泊集装箱船较多



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

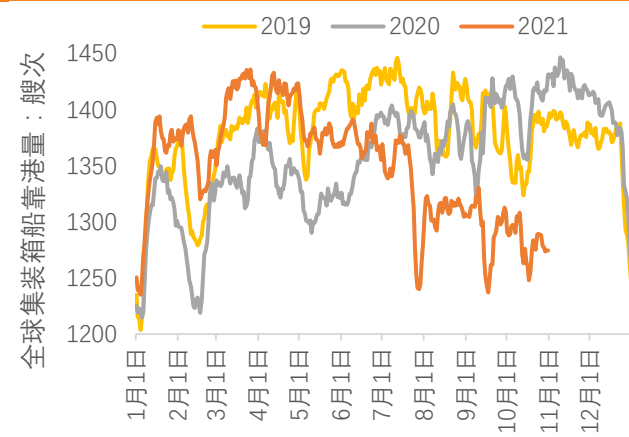
从船舶活动看，有效运力减少。10 月份全球锚地集装箱船运力日均 212 万 TEU，比 9 月份的 198 万 TEU 高，说明港口拥堵加重。10 月份全球集装箱船舶日均靠港量环比减少 0.9%，比 2019 年 10 月少 6%。

图 8：全球锚地集装箱船运力处于高位（7 天移动平均）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 9：全球的集装箱船舶靠港量（7 天移动平均）



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

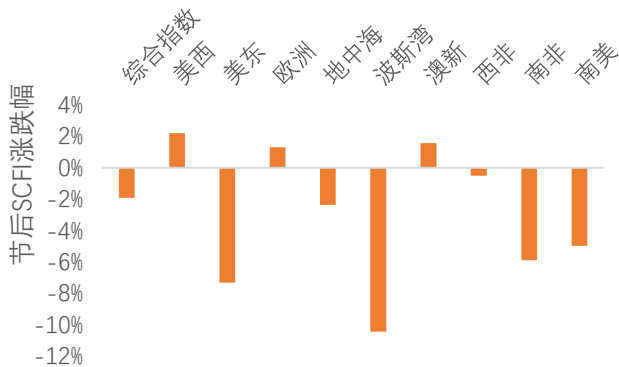
## 2. 11 月运量有望较快增长

11 月港口拥堵有望缓解，推动运量较快增长。11 月初，运价仍然处于高位，说明需求淡季不淡，有较多积压货物等待出运支撑需求。洛杉矶和长滩港的一系列措施有望使拥堵逐渐缓解，秋冬季节中国台风减少也有望使港口拥堵进一步缓解，集装箱船有效运力增加，有望带动运量较快增长。

### 2.1. 运价处于高位，说明淡季不淡

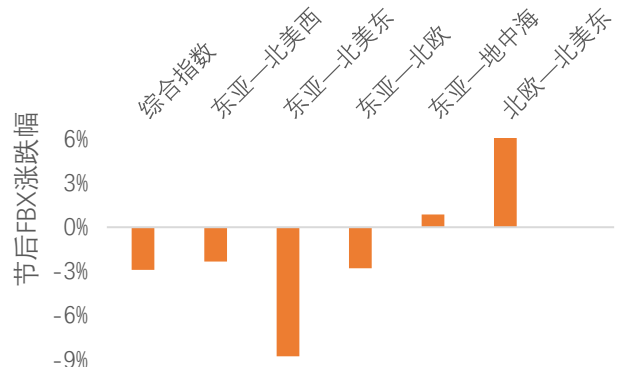
节后运价仍然处于高位，意味着淡季不淡。往年 10 月份之后，集运需求开始进入淡季，运价往往季节性回落。2021 年国庆节后运价仍然较高，多数航线回落幅度较为有限，部分航线还在小幅上涨，说明淡季需求仍然较好。

图 10：国庆节后，SCFI 运价指数小幅回落



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

图 11：国庆节后，FBX 运价指数小幅回落

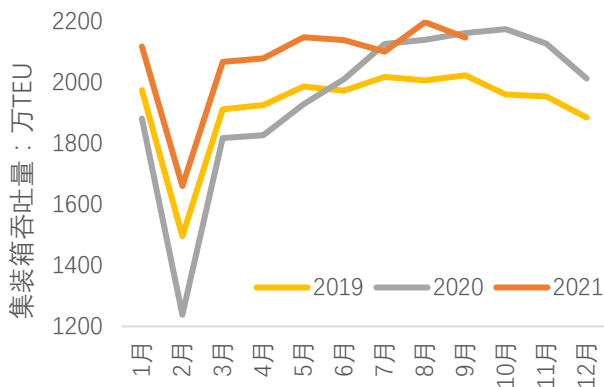


资料来源：FBX，天风证券研究所

### 2.2. 积压货物出运，带动运量增长

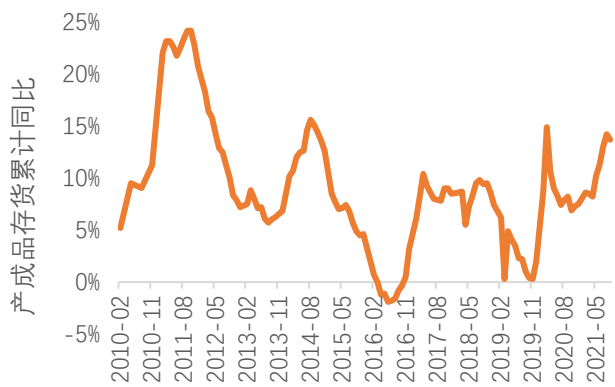
积压货物出运，有望使 11 月运量较快增长。往年四季度进入集运需求淡季，运量季节性下滑。2021 年有较多积压货物等待出运，有望推动淡季运量较快增长。

图 12：往年年末中国沿海港口集装箱吞吐量季节性下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：中国工业企业产成品存货同比增速处于高位

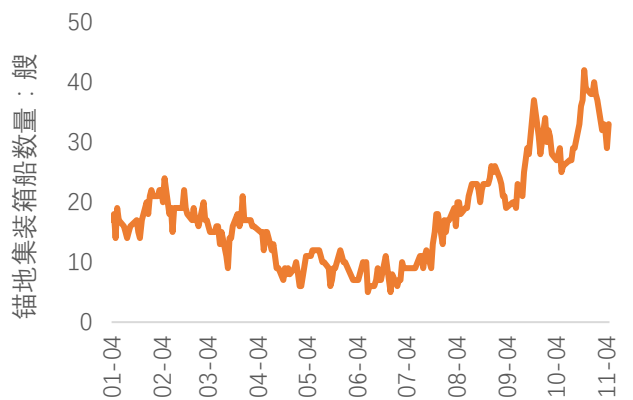


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 拥堵有望缓解，释放有效运力

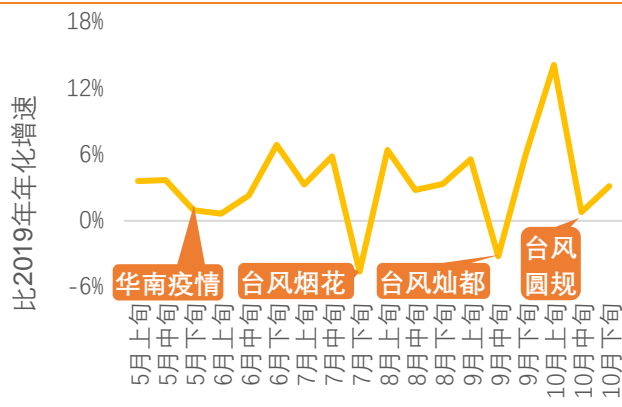
11 月中美港口拥堵都有望缓解，有效运力释放将带动运量增长。洛杉矶和长滩港开始 24 小时运营、集装箱堆存层高放松、港口收取高额超期累加堆存费等，有望使港口集装箱堆存能力提高、周转速度加快，港口的通过能力有望增强，促进拥堵缓解。秋冬季节台风减少，中国港口作业受干扰较少，吞吐能力提高，有望促进拥堵缓解。

图 14: 11 月初洛杉矶港拥堵有缓解迹象



资料来源：洛杉矶港官网，天风证券研究所

图 15: 夏季台风导致中国枢纽港集装箱吞吐量增速下滑



资料来源：Wind，中国港口协会，天风证券研究所

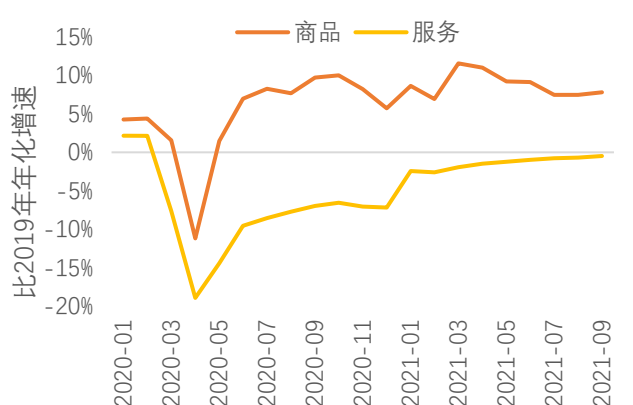
### 3. 冬季疫情的不确定性

如果冬季国外疫情反复，那么将从供需两端助推集运景气度。需求方面，疫情加重会促使欧美增加商品消费和商品进口增加，这又会带动补库存，推动运输需求增长；同时，海外疫情加重会导致中国出口份额上升。供给方面，疫情加重会导致港口拥堵，抑制有效运力供给。但是如果疫情影响减弱，甚至逐渐消退，那么运输需求增速可能回落，有效运力可能增加，导致集运景气度下降。

#### 3.1. 疫情促进欧美消费和进口

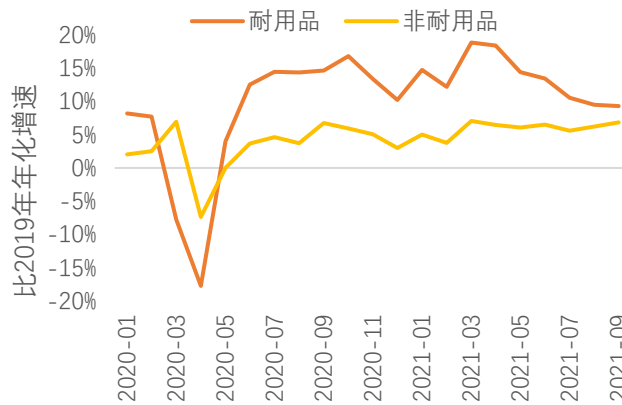
疫情促进美国商品消费增长。疫情爆发后，商品消费增速下降后迅速回升，并处于较高水平；而服务消费增速下降后，还在缓慢恢复过程中。在商品消费中，耐用品消费受益于疫情持续高增长，而非耐用品增速较为平稳。

图 16: 疫情促进美国商品消费增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17: 疫情促进美国耐用消费品高增长

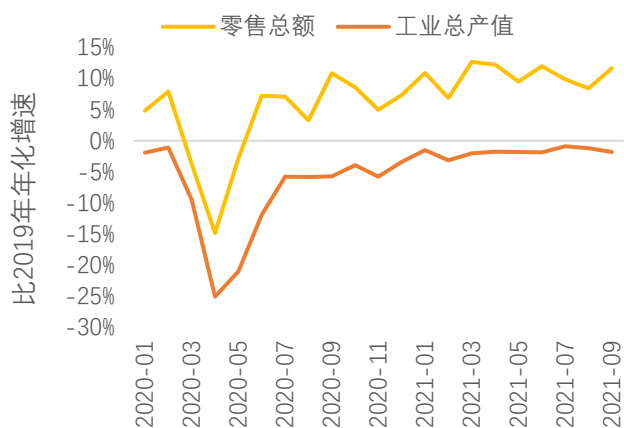


资料来源：Wind，天风证券研究所

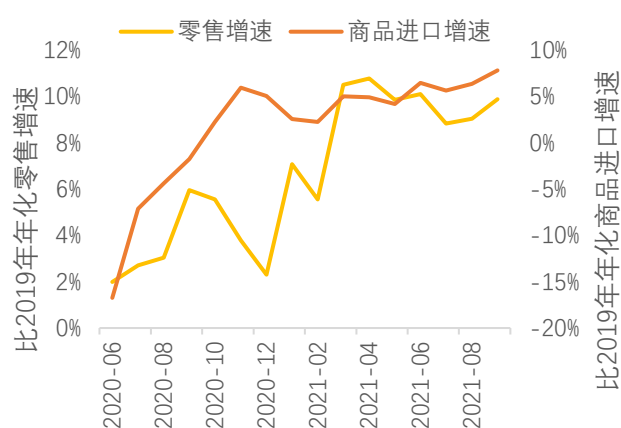
疫情促进美国商品进口增长。疫情爆发后，消费快速恢复，而生产恢复较慢，所以需求缺口通过进口来弥补，导致商品进口较快增长。如果冬季海外疫情反弹，那么商品进口增速有望上升。

图 18: 疫情爆发后，消费快速恢复，而生产恢复较慢

图 19: 商品消费缺口通过进口来弥补



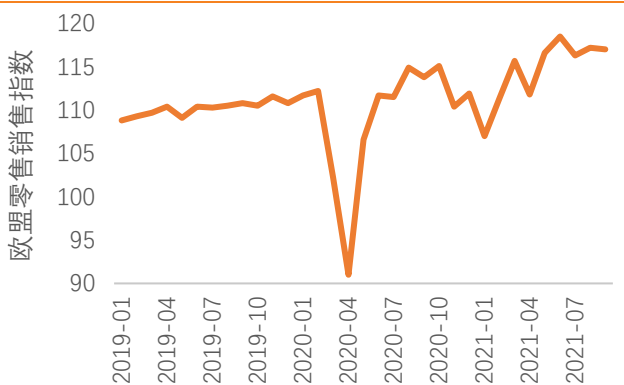
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

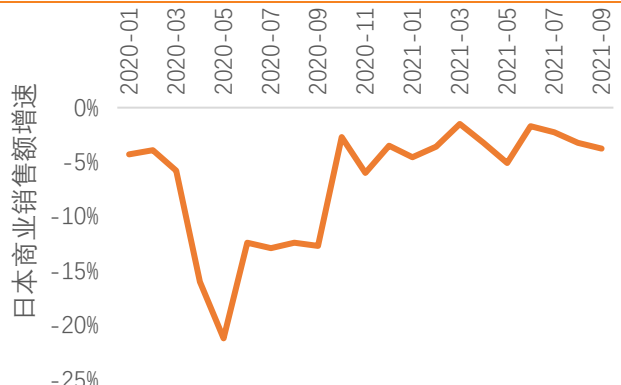
欧盟和日本的零售增速明显恢复。欧盟的零售销售指数已经高于疫情前水平，日本的商业销售额比疫情前略有下降，但也明显好于疫情爆发之初。

图 20：三季度欧盟零售销售指数处于高位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：三季度日本的商业销售额比 2019 年年化增速略有下滑

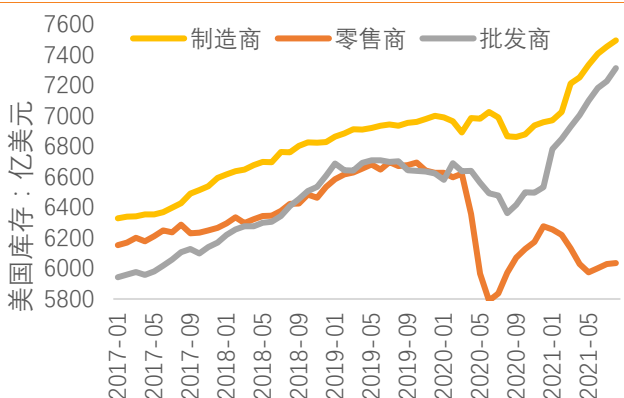


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 补库存推高商品进口增速

美国库存商品创新高。美国制造商和批发商库存创新高，而零售商库存还相对较低。但是零售商库存低主要是缺芯片导致汽车产业库存低，剔除机动车与部件，美国零售商库存也创新高。

图 22：美国制造商和批发商的库存创新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：剔除了机动车和部件，美国零售商库存创新高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

补库存推动美国商品进口增长。美国零售增长带动补库存，两者共同带动美国商品进口增长。2021 年以来，商品库存环比增量高于商品进口环比增量，说明补库存是商品进口的重要推动力。

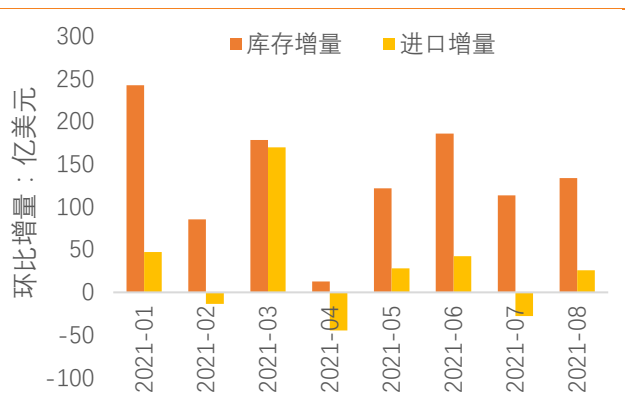
图 24：美国的库存变化滞后于销售

图 25：补库存是商品进口增长的重要推动力





资料来源: Wind, 天风证券研究所

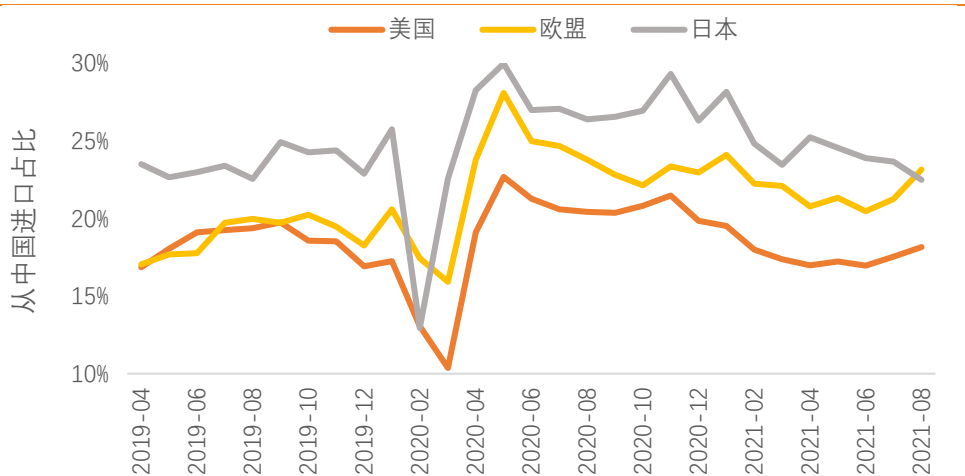


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.3. 疫情导致中国出口份额上升

疫情爆发后, 中国对美日欧的出口份额上升。2020 年 5 月份, 欧美疫情爆发, 中国出口份额达到高点; 2020 年底欧美疫情加重, 中国出口份额再次上升; 2021 年 8 月欧美疫情再次反弹, 中国出口份额回升。如果冬季欧美疫情再次加重, 中国的出口份额可能还会上升, 推动运输需求增加。

图 26: 美日欧从中国进口的比例, 随着疫情变化

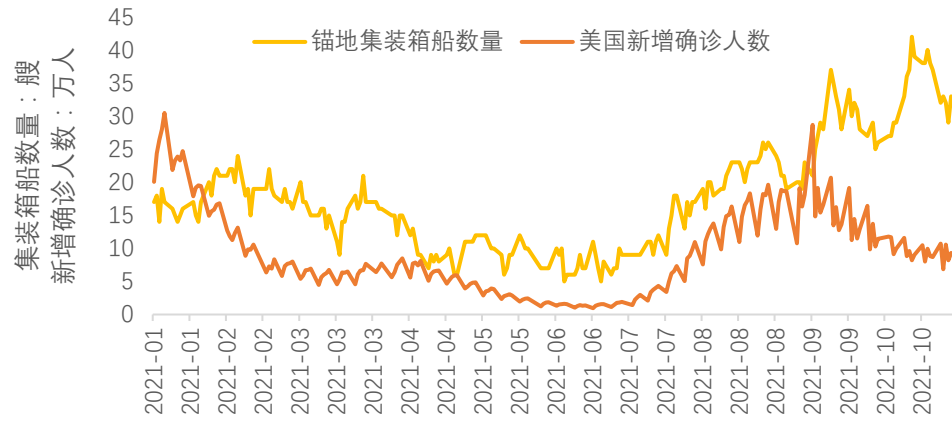


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.4. 疫情导致海外港口拥堵

如果冬季疫情加重, 海外港口拥堵可能再度加重。疫情影响港口物流工人作业, 降低港口效率和通过能力。2021 年以来洛杉矶港的拥堵与美国新增确诊人数高度相关。

图 27: 洛杉矶港口拥堵与美国疫情相关



资料来源：Wind，洛杉矶港官网，天风证券研究所

## 4. 投资建议

关注受益于拥堵缓解的集装箱港口。港口拥堵逐渐缓解，有助于吞吐量增速回升。我们预计 2022 年集装箱港口费率有望回升。在集装箱港口中，推荐集装箱货物占比高、ROE 较高、PB 较低、盈利有望大幅增长的上港集团。

## 5. 风险提示

### 全球疫情反复

新冠疫情持续时间超出市场预期，疫苗接种进度不及预期。海外疫情引发的更多变异病毒传播或将全球服务业复苏的时间再次推迟，集运需求持续高增长；同时疫情导致港口拥堵，持续限制有效运力供给。

### 经济复苏推迟

疫情持续、通货膨胀等可能影响全球经济复苏进程。全球流动性宽松已经引起大宗商品价格大幅上涨，如果未来持续宽松可能引发滞胀，如果收紧可能中断经济复苏。全球经济复苏不确定，未来的集运需求也不确定。

### 新造船大量增加

新造船订单大量增加，将导致 2023 年运力较快增长。如果港口拥堵缓解，存量运力周转率上升将进一步增加运力供给，导致集运行业景气度下降。

## 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