

证券研究报告

2022年06月03日

行业报告 | 行业专题研究

航运港口

集运：反弹开始，景气度高

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

短期：6-8月运价有望反弹

供需推升运价：美国商品消费仍然强劲，旺季和复工推升需求；美西劳工谈判和东亚夏季台风或加剧港口拥堵，抑制供给。班轮公司停航空班，在5月份成功稳住运价，短期运价下跌的可能性较低。

中期：行业处于高景气阶段

中美库存周期上行2年，处于阶段性高位，尚未回落。国外防疫放松，服务消费逐渐恢复，商品消费处于高位。高通胀和美元信用收紧或将抑制需求。全球港口仍然多点拥堵，疫情反复带来不确定性。

长期：周期 or 价值

行业集中度提升能否改变行业周期属性？班轮公司何时会停航空班、稳定价格？反垄断监管对停航空班来稳定运价的影响？新进入者的壁垒是否已经足够高？

风险提示：全球经济增速下滑，各国贸易冲突加剧，新冠疫情消退，港口拥堵缓解，新造船舶大量交付

重点标的推荐

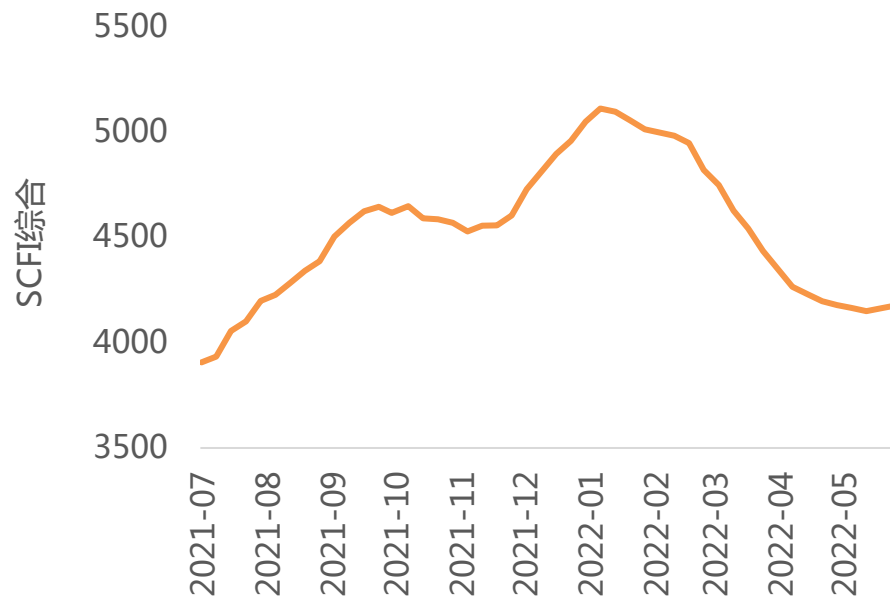
股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2022-06-02	评级	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601919.SH	中远海控	15.29	买入	5.58	8.23	4.35	1.92	2.74	1.86	3.51	7.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

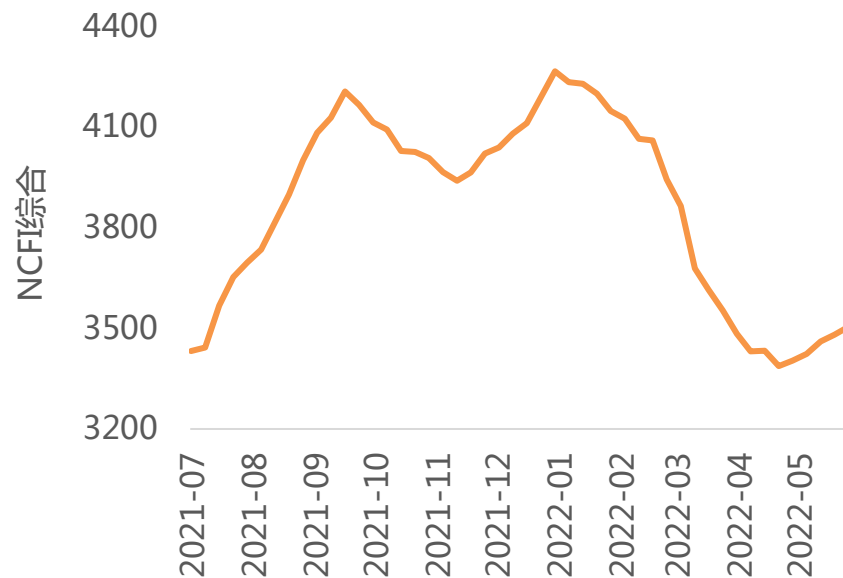
1.0 短期：6-8月运价有望反弹

- 需求：美国商品消费仍然强劲，旺季和复工推升需求。
- 供给：美西劳工谈判和东亚夏季台风或加剧港口拥堵，抑制供给。
- 定价：停航空班，5月份运价反弹，短期运价下跌的可能性较低。

■ 5月份，代表班轮公司运价的SCFI企稳



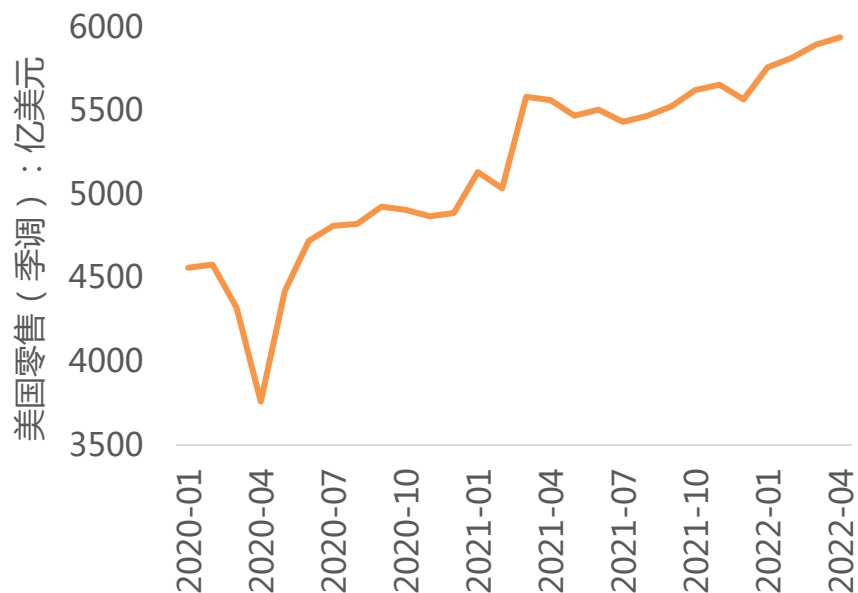
■ 5月份，代表货代公司运价的NCFI反弹



1.1 美国消费需求强劲

- 美国零售额仍在持续增长，尽管2022年3-4月高基数导致增速回落。
- 零售增长的驱动力是居民收入增长，2020年以来累计消费支出/可支配收入偏低。

■ 美国商品零售额（季调）仍在较快增长



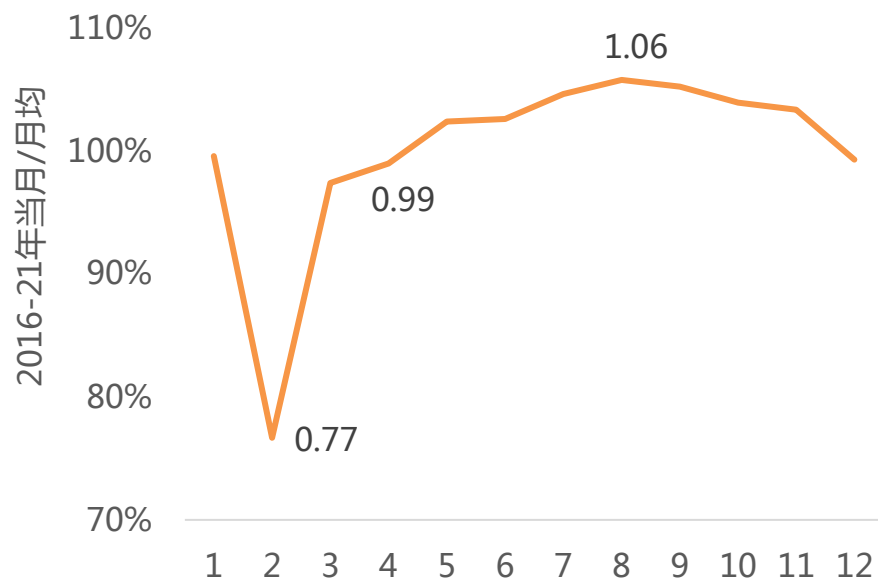
■ 美国居民的消费增长潜力较大



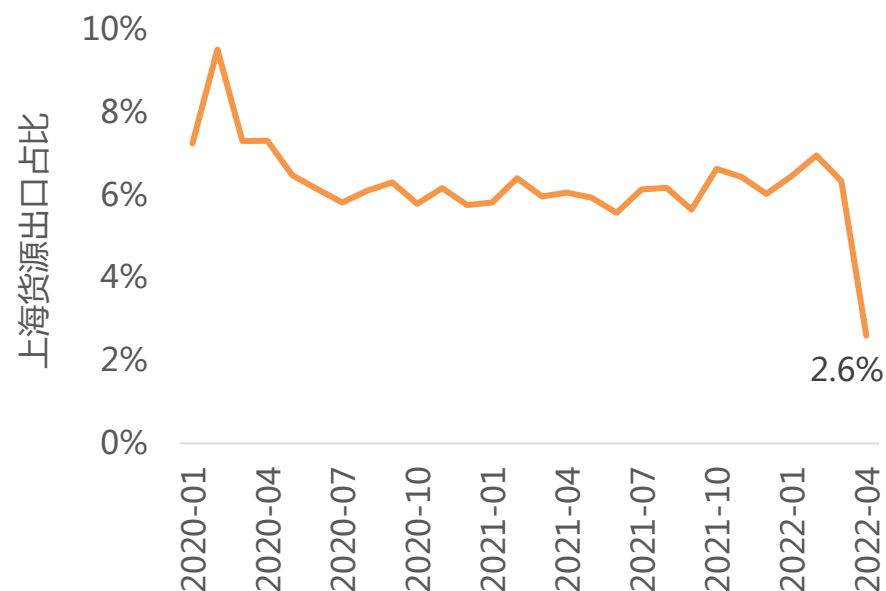
1.2 旺季和复工推升需求

- 2016-21年平均看，8月份港口集装箱吞吐量比4月份高7%左右。
- 上海本地货源出口占全国的6%左右，复产复工将带动集运需求增长。
- 3月份深圳疫情，集装箱吞吐量下滑8%，4月份增速达到11%，远超全国。

■ 中国沿海港口集装箱吞吐量具有明显季节性



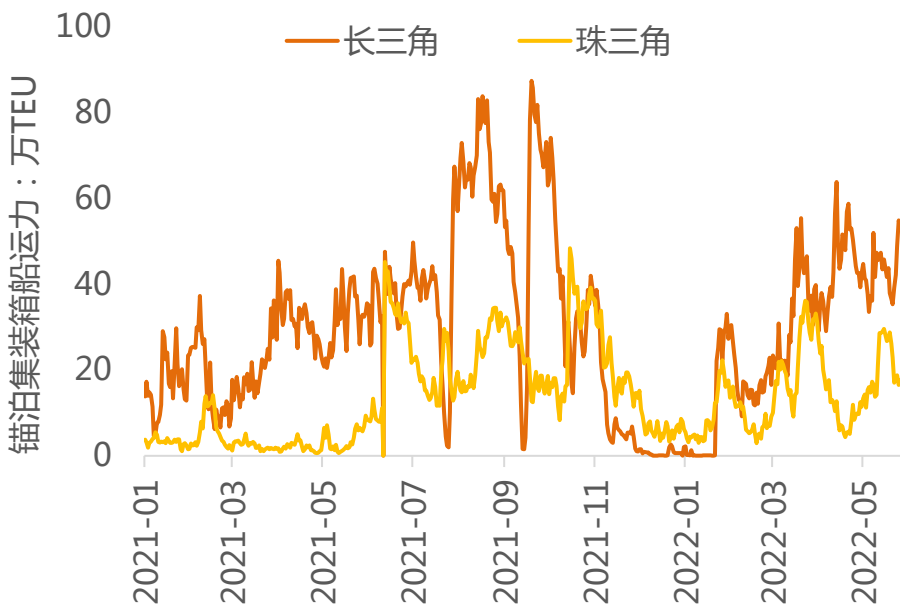
■ 上海复产复工将带动集运需求增长



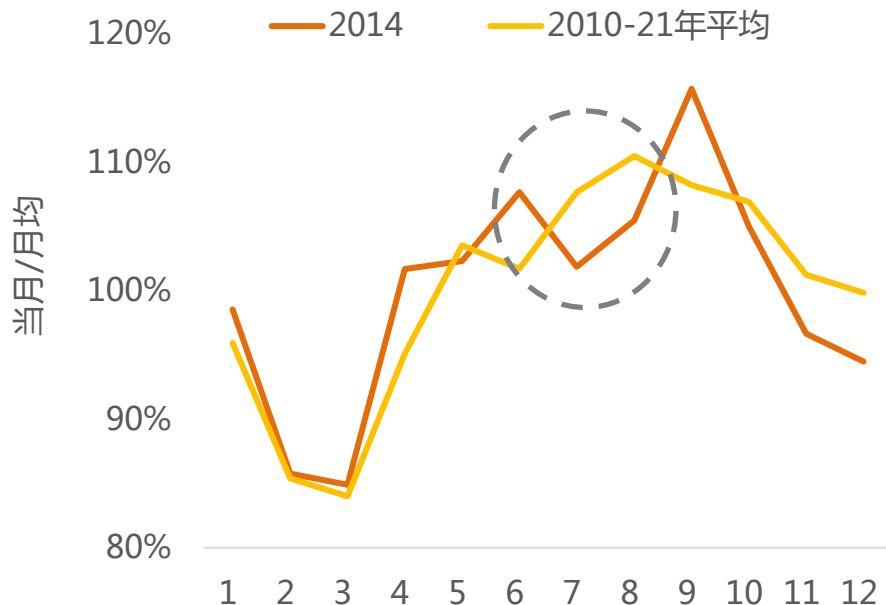
1.3 夏季港口拥堵或加剧

- 三季度旺季货量回升，增加港口的作业压力。
- 2021年夏季2次台风都导致上海港和宁波港暂停作业，港口阶段性拥堵。
- 2022年7月美西港口劳工合同到期。存在罢工风险，港口拥堵可能再次加剧。

■ 2021年台风导致上海和宁波港口阶段性拥堵



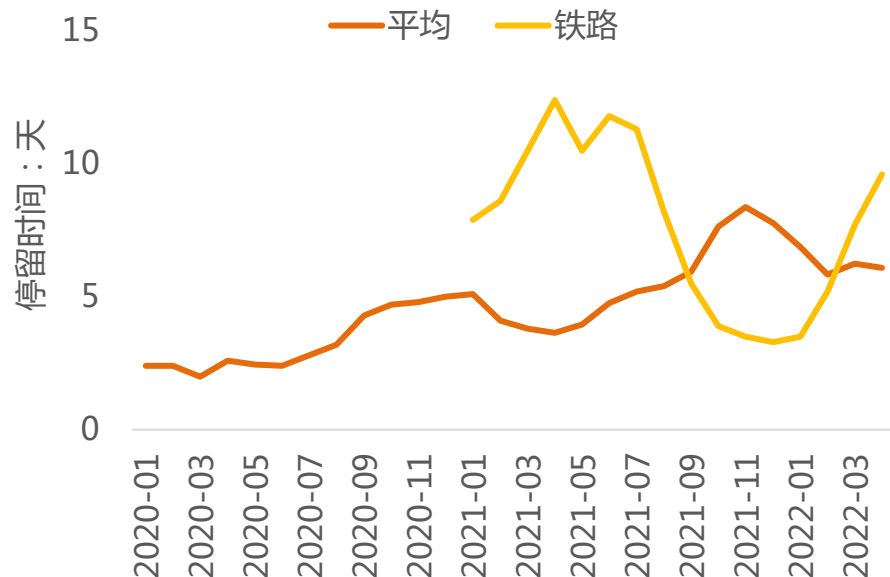
■ 2014年7月罢工导致LA/LB的吞吐量下降



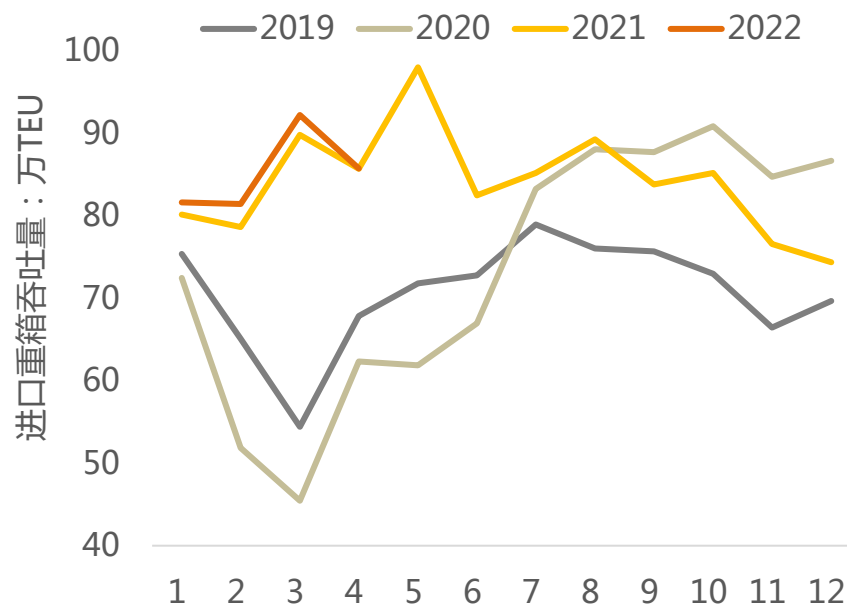
1.3 夏季港口拥堵或加剧

- 洛杉矶和长滩港的进口集装箱在码头停留时间波动，近期通过铁路运输停留时间变长。
- 2022年洛杉矶和长滩港进口集装箱吞吐量增长。如果港口拥堵，吞吐能力将下降。

■ LA/LB进口集装箱平均在码头停留时间



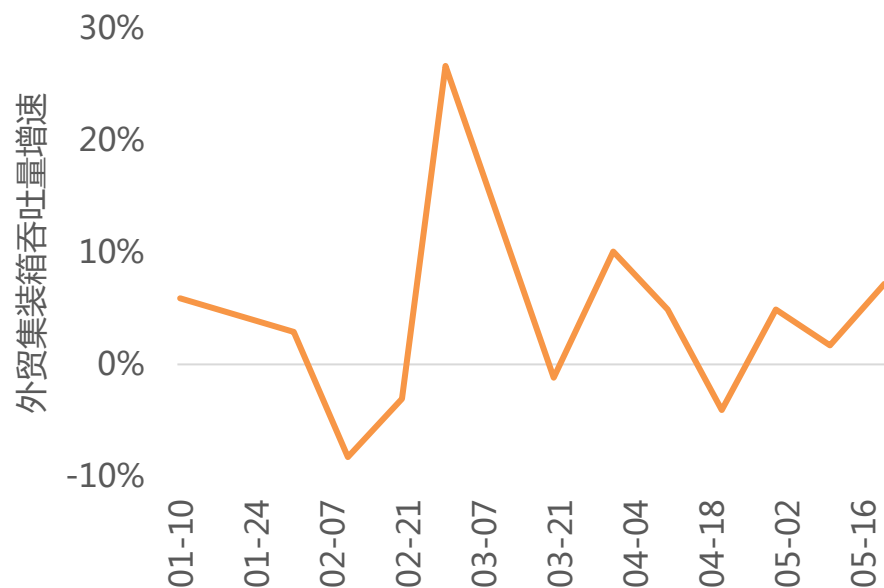
■ 2022年LA/LB进口集装箱吞吐量同比增长



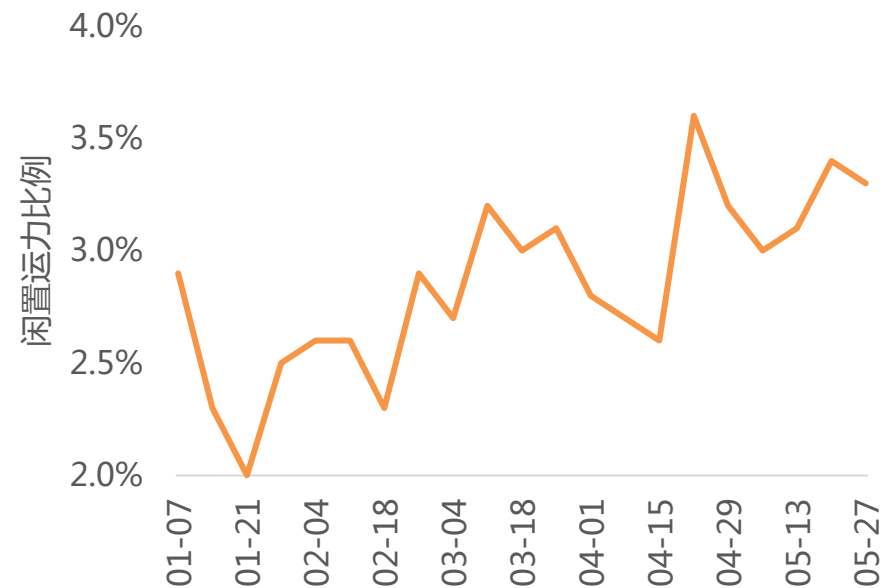
1.4 停航空班稳定运价

- 3-4月中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量低增长，需求较弱。
- 2022年以来闲置运力比例上升，这可能是近期运价表现较强的原因。

■ 2022年中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量低增长



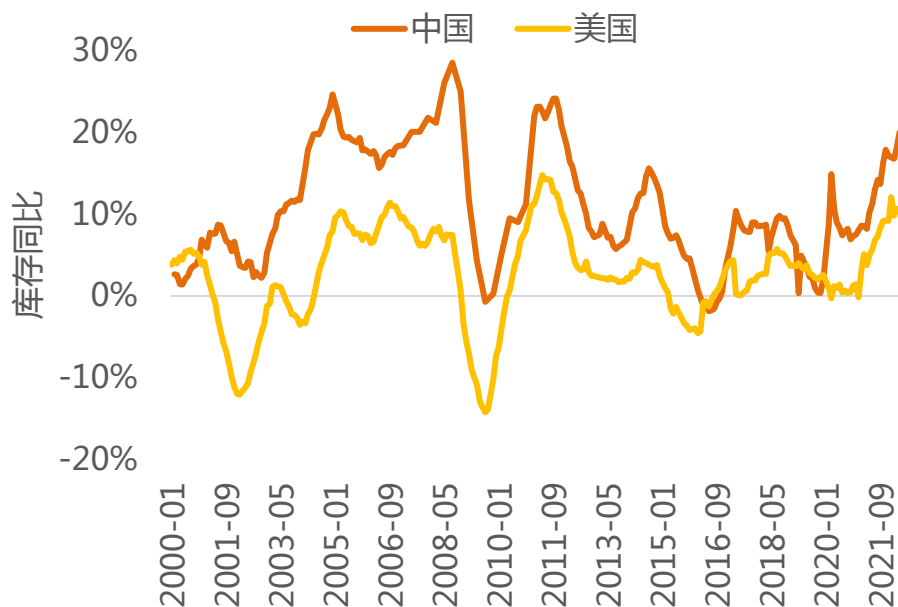
■ 2022年以来闲置运力比例上升



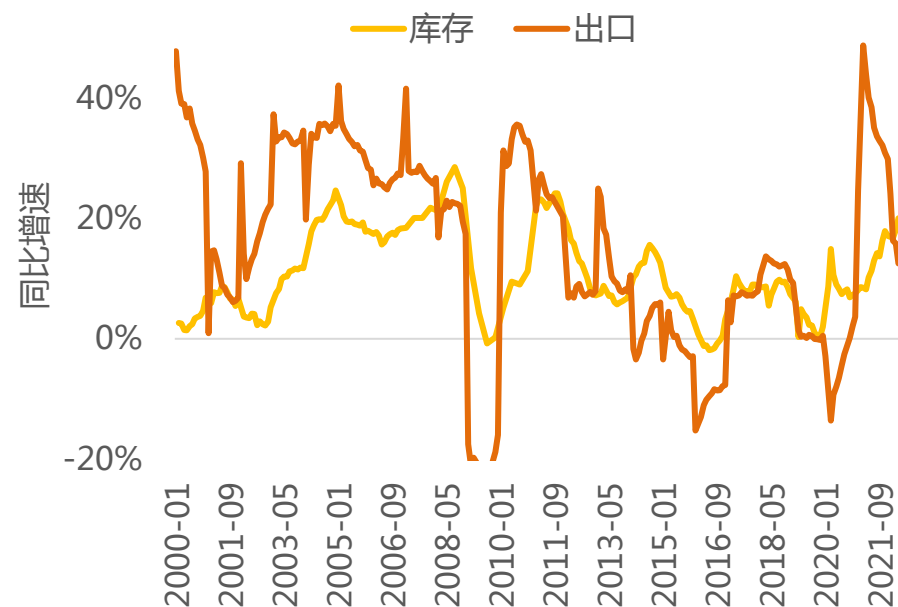
2.1 库存周期处于繁荣期

- 中美两国的库存周期上行已持续2年左右，都处于繁荣期，说明经济较强。
- 库存周期和出口周期吻合，2022年初出口增速回落，但仍然处于较高水平。

■ 中国和美国的库存周期趋势比较吻合



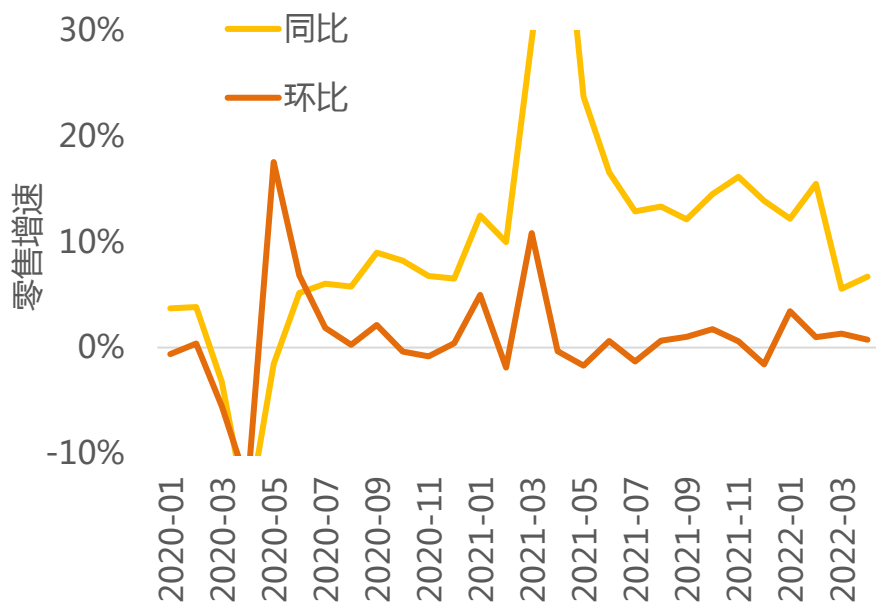
■ 中国的库存周期和出口周期趋势比较吻合



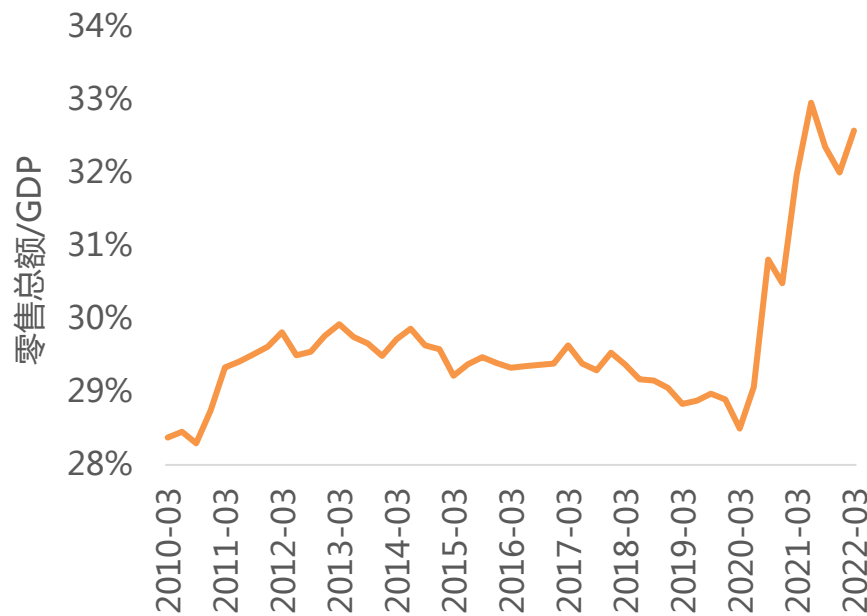
2.2 美国零售较快增长

- 2022年3、4月高基数导致美国零售增速回落，环比仍在增长。
- 疫情之后，美国消费拉动GDP增长，消费总额/GDP大幅上升，2022Q1处于高位。

■ 高基数导致3、4月同比增速下滑，环比仍在增长



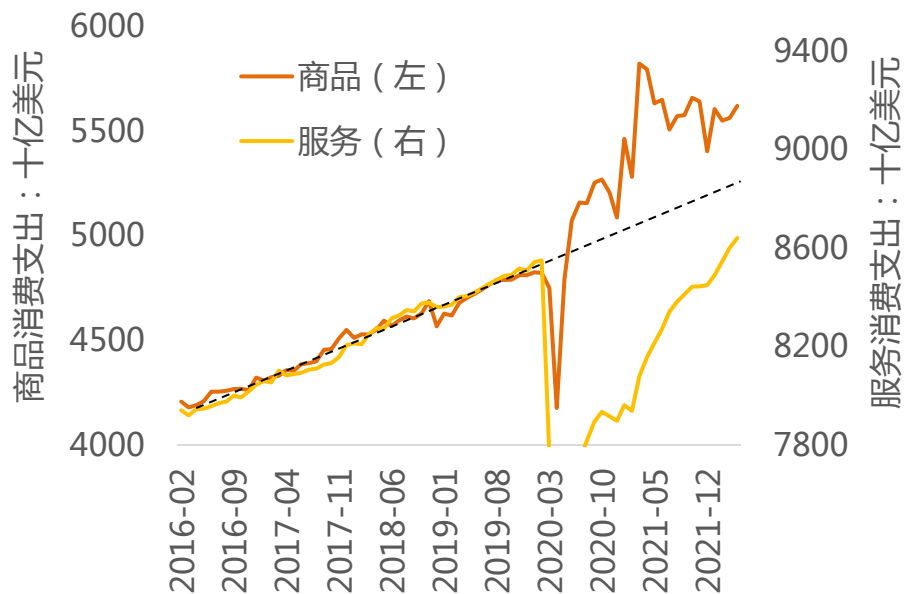
■ 2022Q1美国零售总额/GDP处于较高水平



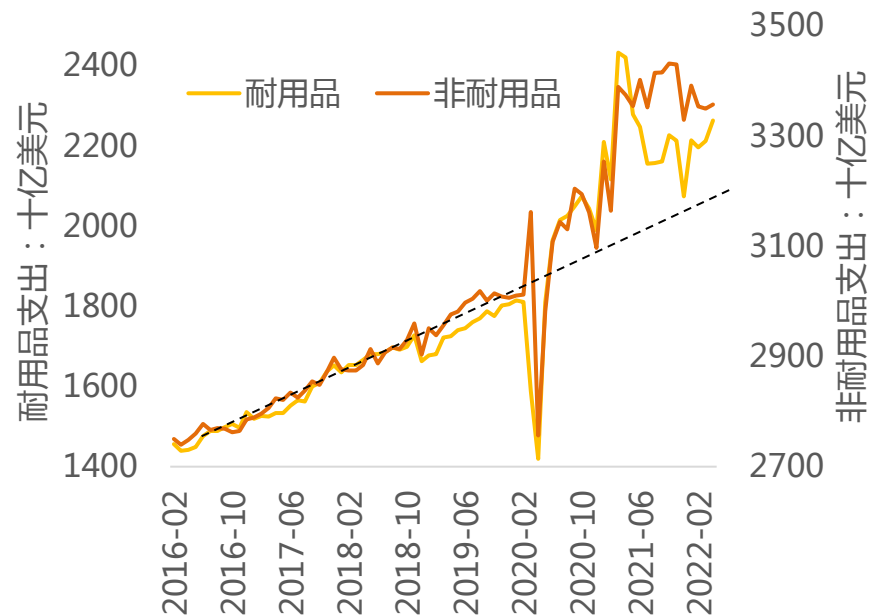
2.3 美国商品消费仍然较强

- 美国居民的商品消费大幅超过疫情前的增长趋势，而服务消费正在恢复。
- 疫情期间，商品消费替代服务消费。疫后服务消费正在恢复，商品消费略有回落。
- 2022年耐用品消费支出再度上升，非耐用品消费在高位波动。

■ 美国居民服务消费快速恢复，商品消费波动



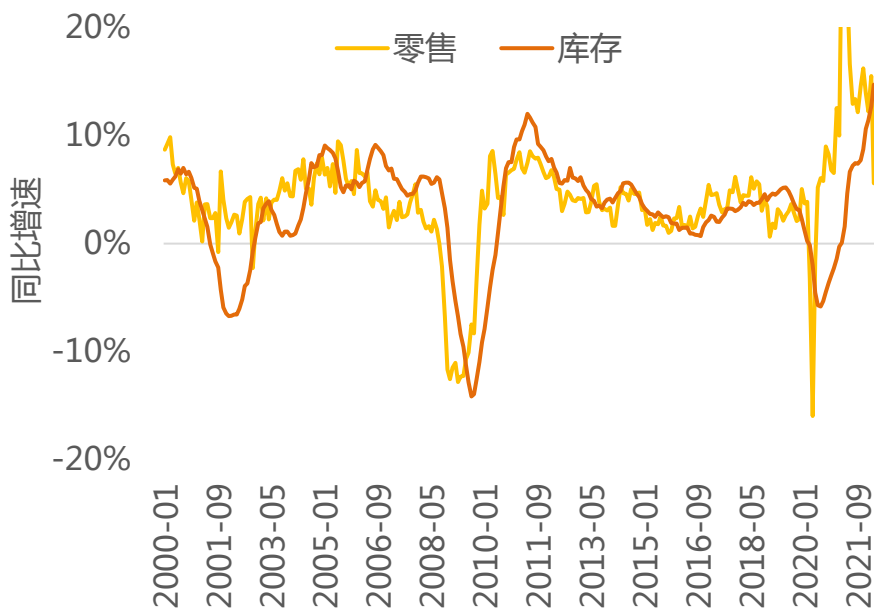
■ 美国居民耐用品消费支出已经较高点回落



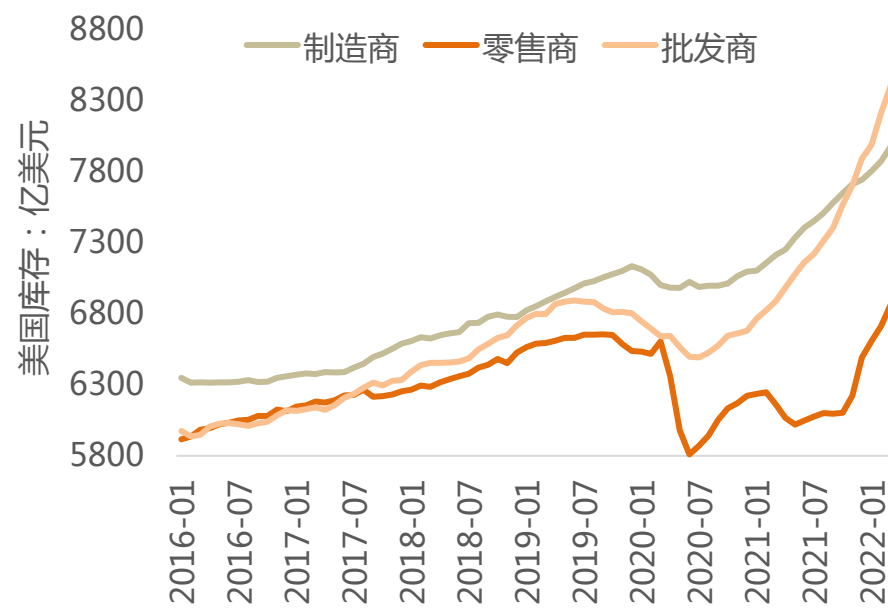
2.4 美国还在补库存

- 美国零售变化领先库存6个月左右，三季度有望继续补库存。
- 美国制造商、批发商、零售商库存都在上升过程中。供应链紊乱导致更高的库存。
- 我们认为未来库存周期变化，取决于零售能否维持高增长。

■ 美国库存滞后于零售6个月左右波动



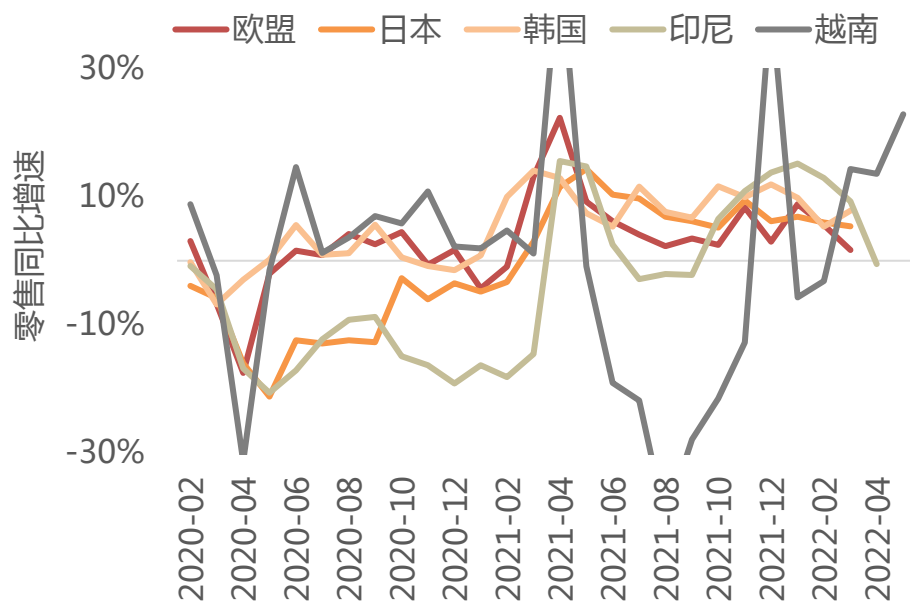
■ 美国贸易库存都已经创历史新高



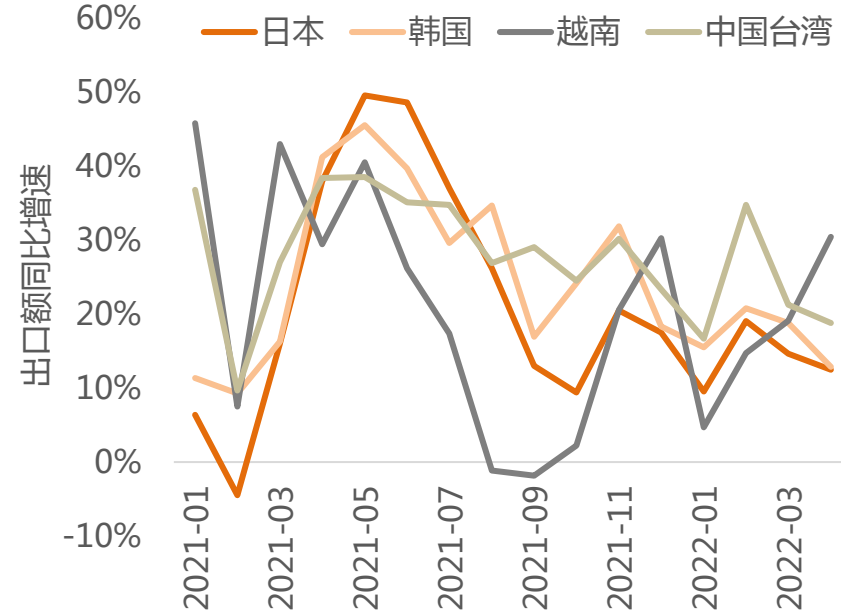
2.5 零售和出口较快增长

- 2022年以来，欧盟、日、韩国等经济体的零售额增速分化。
- 2022年以来，日、韩等国家和地区的出口额仍然较快增长。

■ 部分经济体的零售增速在回落



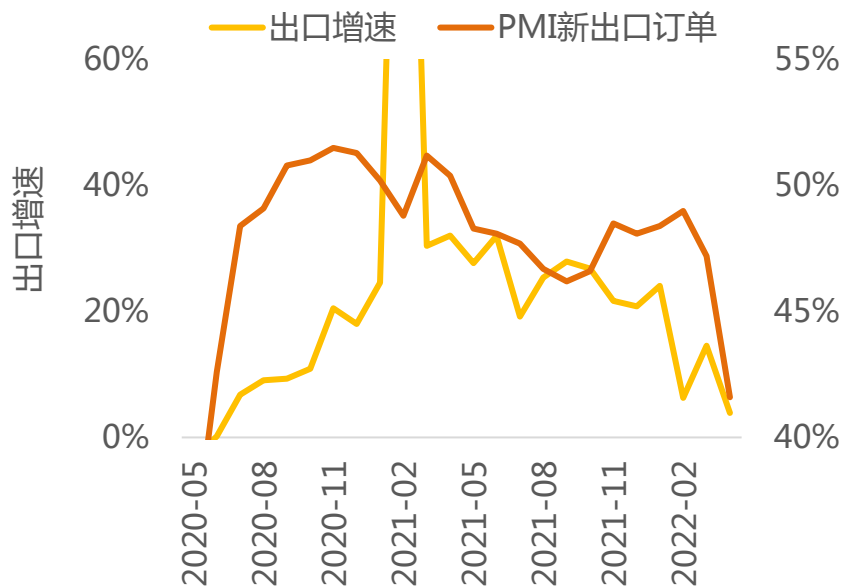
■ 亚洲部分国家和地区的出口增速回落



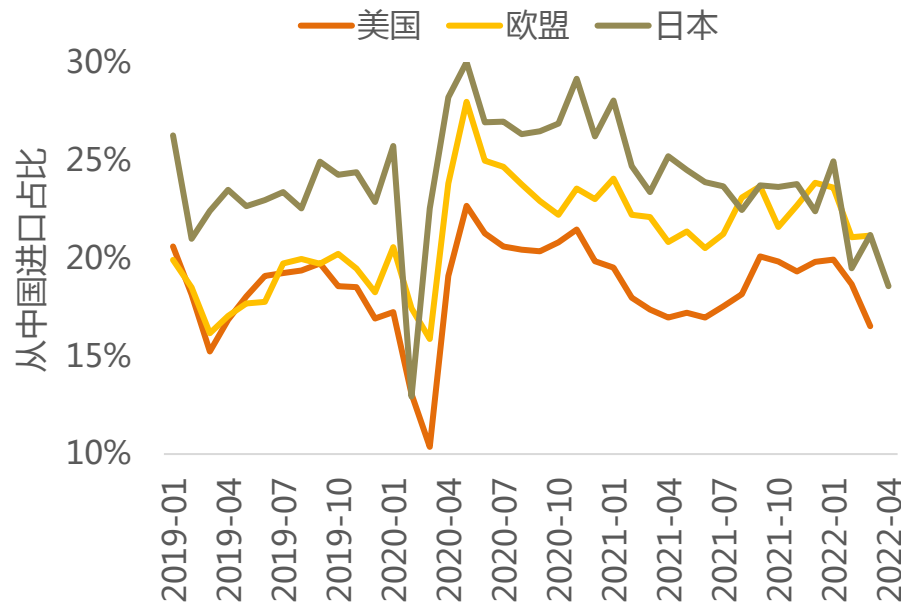
2.6 疫情影响中国出口增速

- 本土疫情等因素导致2022年2月份以来出口增速，PMI新出口订单等回落。
- 随着6月份上海解封，复产复工有望带动出口增速回升。
- 中国在欧美日的进口份额回落，但在欧美的份额仍然高于疫情前。

■ 2022年以来中国出口增速和PMI新出口订单回落



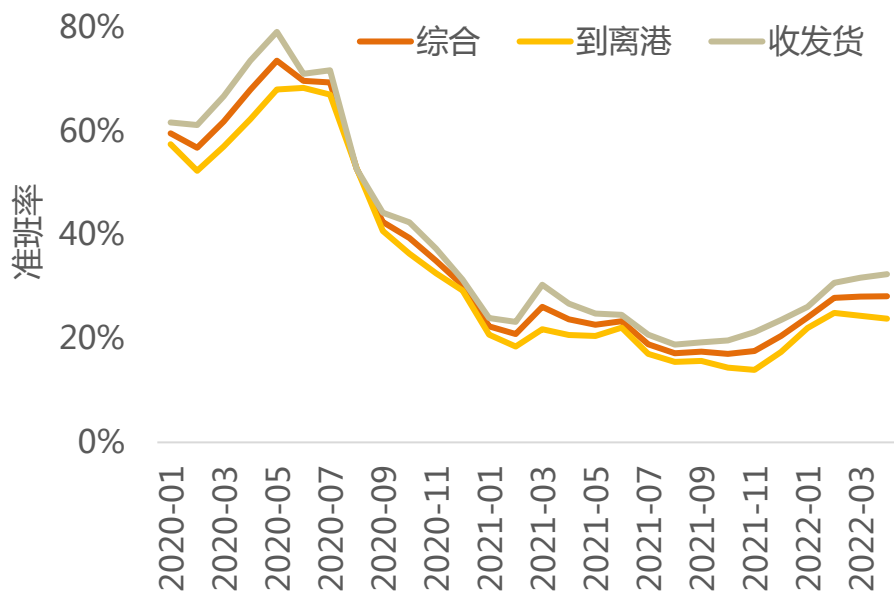
■ 中国在欧美日进口中的份额回落



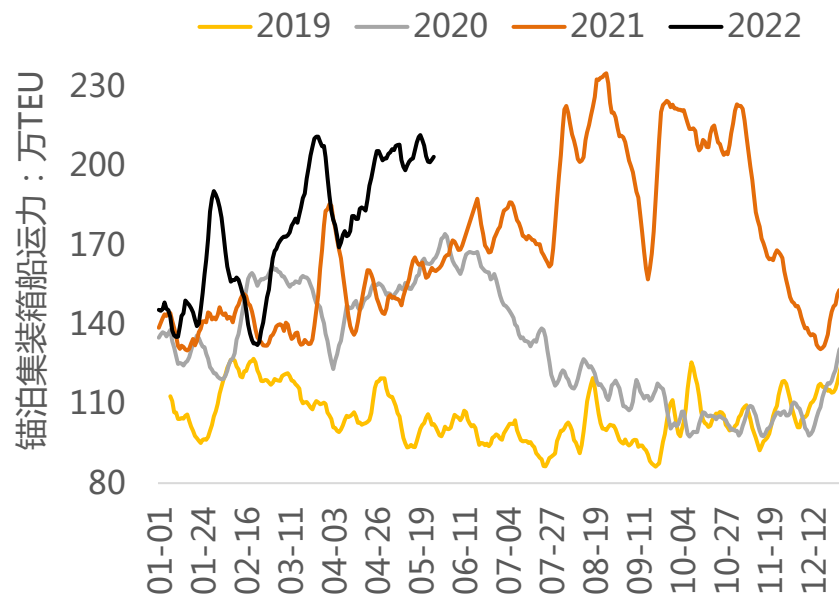
2.7 全球港口拥堵有所缓解

- 随着疫情影响减弱，码头工人、集卡司机等回到工作岗位，港口吞吐能力回升，港口拥堵有所缓解，在港等泊集装箱船运力下降。
- 但是新冠疫情反复，也给未来港口拥堵变化带来不确定性。

■ 集装箱班轮运输的准班率有所回升



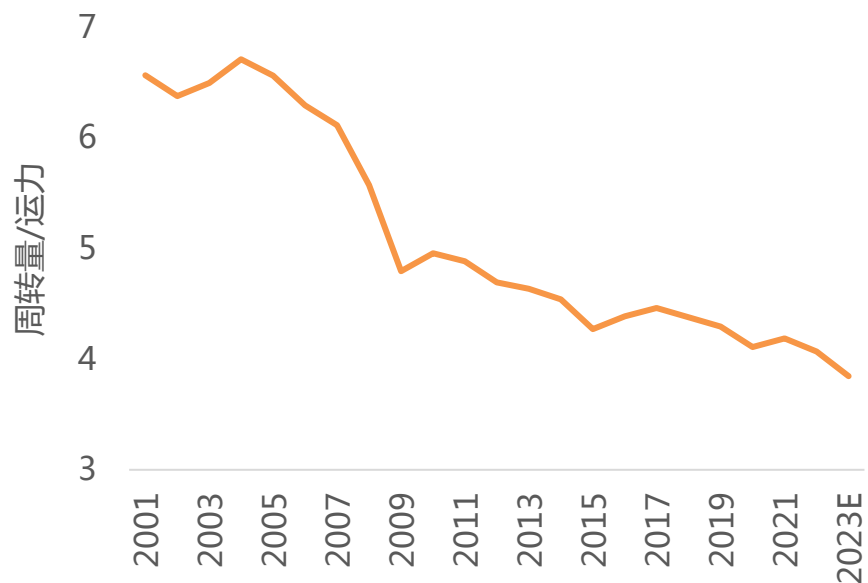
■ 全球集装箱港口的拥堵有所反复



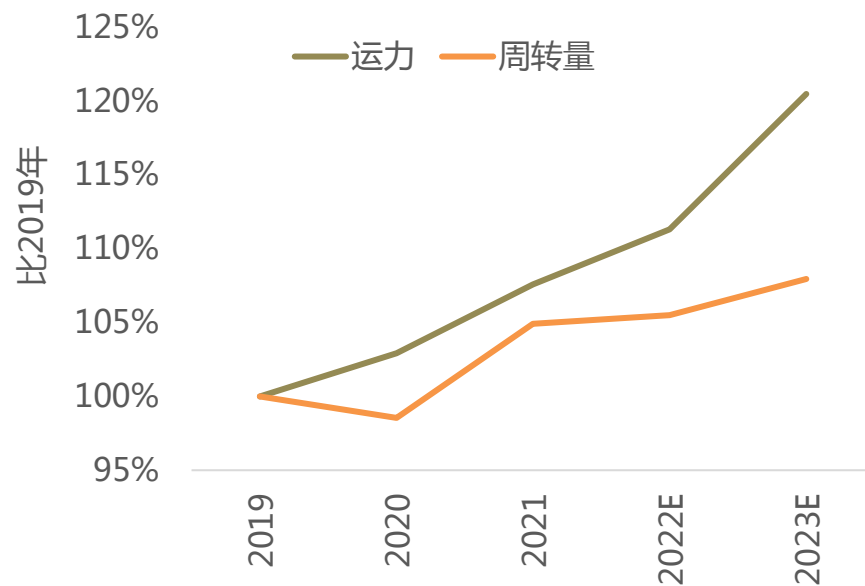
2.8 集装箱船运力周转率

- 全球集装箱船运力周转率处于低位，说明产能利用率较低，运价上涨是港口拥堵所致。
- 全球集装箱港口拥堵变化，是决定集运行业景气度的关键。

■ 全球集装箱船的运力周转率较低



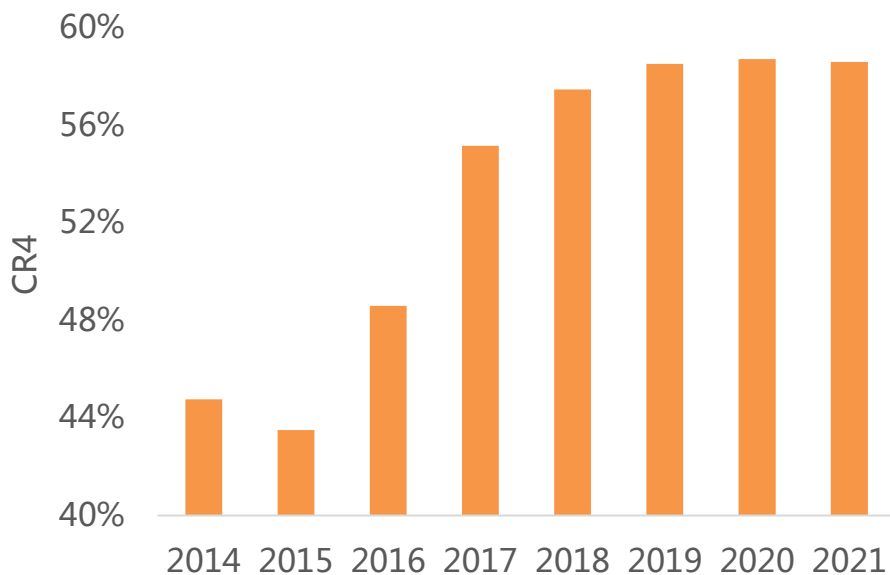
■ 疫后运力比2019年增幅高于周转量增幅



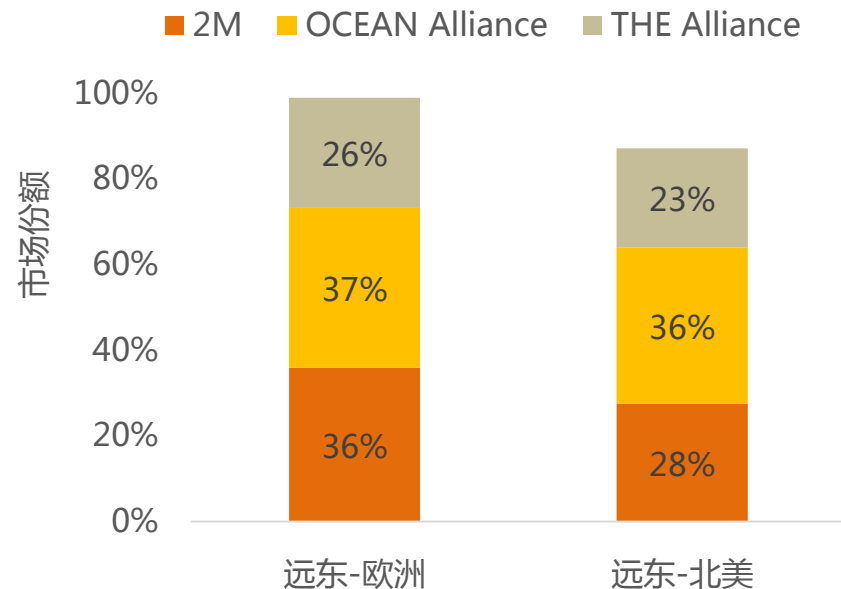
3.1 集运行业市场集中度提升

- 2015-18年集中度大幅提升：中远和中海重组，ONE整合，中远海收购OOCL等。
- 在远东—欧洲和远东—北美航线，三大联盟的运力份额分别为99%和87%。
- 行业集中度提升，周期性会消失吗？根据寡头垄断定价模型，价格稳定性提高；根据蛛网模型，周期性仍然存在。

■ 2016-18年集运行业集中度大幅提升



■ 三大联盟在主干航线的集中度较高（截止2022年4月）



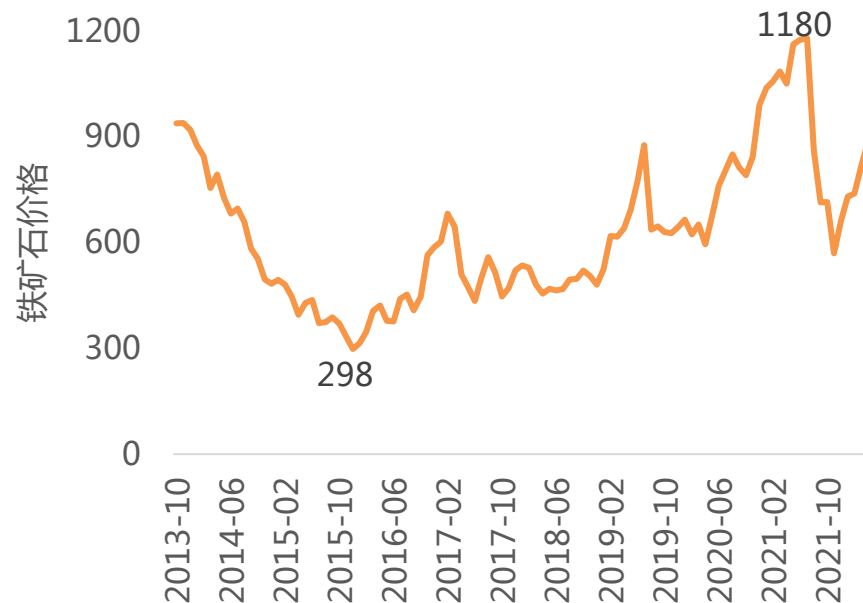
3.1 集运周期的本质原因

- 原因：需求和供给不可预测，外部冲击导致供需错配，均衡价格波动；服务同质化，价格竞争是主要手段。
- 表现：2015-19年集中度提升，运价仍然大幅波动。铁矿石开采行业集中度高，但是价格仍然大幅波动。

■ 行业集中度提升，运价波动性并未下降



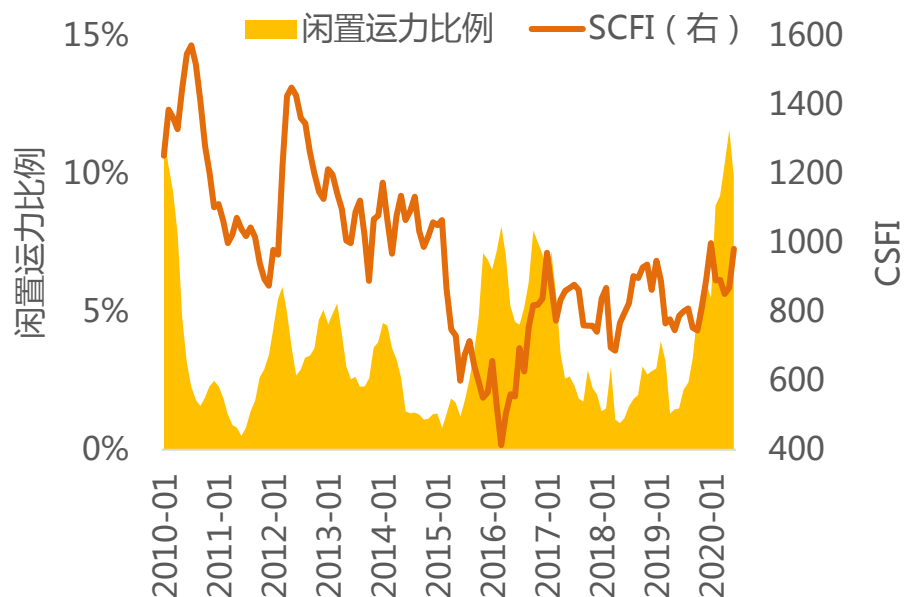
■ 铁矿石开采行业集中度高，但是价格仍然大幅波动



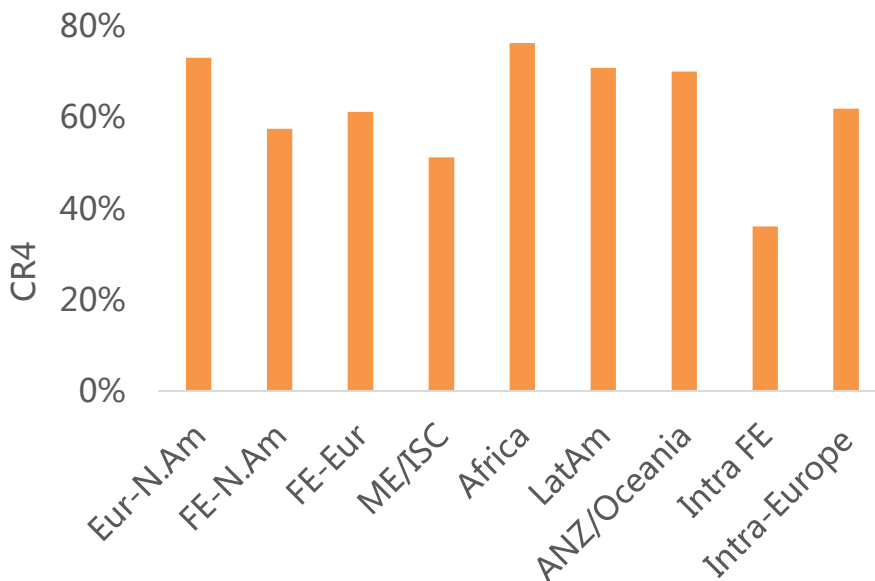
3.2 如何稳定集运价格？

- 当价格跌到某一水平，班轮公司停航空班、闲置运力。
- 可能临界点：航次成本、运营成本、运输成本、企业成本、长协运价。
- 反垄断监管，或将影响班轮公司在高运价时做大规模停航。
- 特定航线的新进入者门槛高不高？目前看多数航线不高。

■ 集装箱船闲置运力比例和运价负相关



■ 主要集运航线的CR4在60%左右



4 风险分析

- 全球经济增速下滑

全球经济增速下滑会导致贸易增速下滑，集运需求随之下降，行业景气度将随之下降。

- 各国贸易冲突加剧

贸易冲突会影响国际贸易量，集运需求也将受影响，行业景气度将随之下降。

- 新冠疫情影响消退

新冠疫情引发的全球商品生产和消费错配、外贸运输需求增长是运价上涨的重要原因。如果疫情影响消退，商品生产和消费重归平衡，运输需求将下降。

- 全球港口拥堵缓解

港口拥堵是2020年以来运价上涨的主要原因。如果疫情影响消退，港口拥堵缓解，那么有效运力释放，行业景气度将下降。

- 新造船舶大量交付

新造船大量交付将使运力增加，当需求不变时，运价可能下跌。

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

THANKS