

公司研究/更新报告

2020年07月30日

交通运输/水路运输 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 4.39
合理价格区间(元): 5.51~6.12

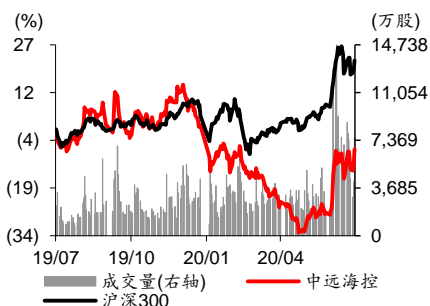
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林珊 021-28972209
联系人 linshan@htsc.com

相关研究

- 1 《中远海控(601919 SH,增持): 一季度业绩同比下滑主因疫情影响》2020.05
- 2 《中远海控(601919 SH,增持): 全球疫情蔓延, 集运需求承压》2020.04
- 3 《中远海控(601919 SH,增持): 业绩超预期, 主因协同效应驱动》2019.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

上半年业绩预览: 疫情下盈利稳固

中远海控(601919)

历史性里程碑: 危机期间集运行业盈利稳固, 上调至“买入”评级

今年上半年, 为应对疫情影响, 集运行业采取空前的应对措施, 将市场有效运力迅速削减, 以避免运价大跌。考虑到运输量大幅下滑, 我们曾预计公司单箱收入同比下滑, 而上半年上海出口集装箱运价指数(SCFI)同比上涨了12.0%, 超出我们的预期。因此, 我们依据上半年即期市场的运价水平, 预计公司1H20净利润将同比持平(1H19: 人民币12亿元); 我们将2020年全年净利润预测上调72%至人民币21.4亿元, 以反映高于预期的运价, 但维持2021/2022年净利润预测不变(2020E/2021E/2022E EPS 0.17/0.25/0.29元)。我们上调目标价至5.51-6.12元, 上调评级至“买入”。

创纪录的闲置和停航运力驱动运价上涨

在过去6个月新冠肺炎疫情危机期间, 集运公司展现了调整市场供需以捍卫自身利益和维持盈利水平的能力。根据Alphaliner数据, 6月底闲置运力占行业全球总运力的11.2%, 为2010年以来最高水平。由于船队供应紧张, 上半年上海至美西航线和上海至欧洲航线的运价同比分别上涨8.6%和8.3%。6月跨太平洋航线需求激增将美西航线运价推高至2010年以来的最高水平。

伴随全球复产复工逐步推进, 需求已出现复苏态势

集装箱运输需求与全球经济和国际贸易高度相关。根据CTS数据, 1-5月, 全球集装箱运输量同比下滑7.7%, 为2010年以来的首次下滑。根据Alphaliner预测, 2020年全年集装箱航运需求将同比下降7.6%。尽管前五个月运输量疲软, 但自6月以来, 多个国家经济重启, 此前被抑制的需求驱动集装箱运输量强劲复苏。根据交通运输部数据, 6月全国港口完成集装箱吞吐量2,267万标准箱, 环比和同比分别上涨4.6%和1.6%。我们预计三季度旺季运输量环比将进一步提升。

集运行业的高集中度和市场定价权为行业开创新局面

受益行业高集中度和竞争格局改善, 今年上半年, 集运公司展现了他们通过航运联盟和定价自律来捍卫盈利水平的经营能力。我们认为今年新冠疫情和中美贸易冲突背景下的有效运力部署和价格策略开创了行业新局面。展望下半年, 在需求复苏和严格的运力部署支撑下, 我们对市场前景保持乐观。

上调目标价至5.51-6.12元, 上调评级至“买入”

我们预计公司2020年集装箱货量同比下滑4.3%, 单箱收入同比上涨4.3% (我们此前预计公司货量同比下滑0.3%、单箱收入同比下滑5.6%)。整体, 我们预计公司2020年EPS为0.17元(前值为0.10元)。我们基于1.8x-2.0x 2020E PB估值(公司历史三年PB均值2.3x减0.5个标准差, 2020E BVPS 3.06元), 上调目标价至5.51-6.12元, 上调评级至“买入”。前值目标价为4.50-4.80元, 基于1.5x-1.6x 2020E PB, 前值2020E BVPS 2.99元。

风险提示: 1) 全球疫情持续时间超预期; 2) 货物吞吐量低于预期; 3) 运费水平低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	12,260
流通A股(百万股)	8,657
52周内股价区间(元)	3.14-5.36
总市值(百万元)	53,819
总资产(百万元)	249,532
每股净资产(元)	2.92

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	120,830	151,057	150,031	153,785	164,239
+/-%	33.57	25.02	(0.68)	2.50	6.80
归属母公司净利润(百万元)	1,230	6,764	2,135	3,022	3,579
+/-%	(53.79)	449.92	(68.43)	41.53	18.42
EPS(元, 最新摊薄)	0.10	0.55	0.17	0.25	0.29
PE(倍)	43.75	7.96	25.21	17.81	15.04

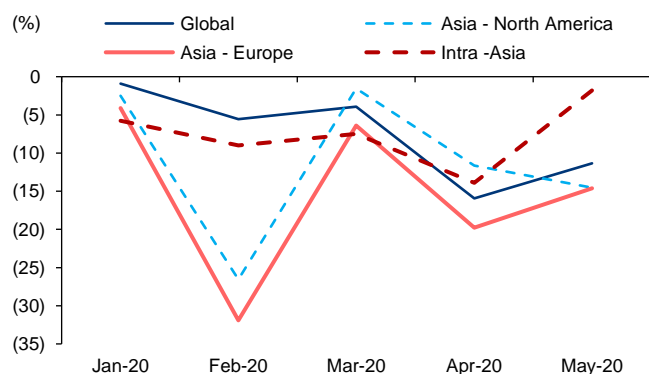
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 中远海控: 核心假设变动

	现值	前值	变化幅度 (%)
集装箱吞吐量 (mn TEU)			
2020E	24.6	25.7	(4.0)
2021E	27.0	27.0	-
2022E	28.3	28.3	-
单箱收入 (人民币)			
2020E	5,469	4,948	10.5
2021E	5,113	5,113	-
2022E	5,207	5,207	-
单箱成本 (人民币)			
2020E	4,806	4,500	6.8
2021E	4,600	4,600	-
2022E	4,700	4,700	-
码头业务			
集装箱吞吐量 (mn TEU)			
2020E	124.8	129.3	(3.5)
2021E	137.1	137.1	-
2022E	143.9	143.9	-
毛利率 (%)			
2020E	9.1	7.1	(2.0pp)
2021E	7.1	7.1	-
2022E	7.1	7.1	-
营业收入 (人民币百万)			
2020E	150,031	141,732	5.9
2021E	153,785	153,785	-
2022E	164,239	164,239	-
EBIT (人民币百万)			
2020E	8,049	6,880	17.0
2021E	9,241	9,241	-
2022E	10,150	10,150	-
净利润 (人民币百万)			
2020E	2,135	1,241	72.1
2021E	3,022	3,022	-
2022E	3,579	3,579	-

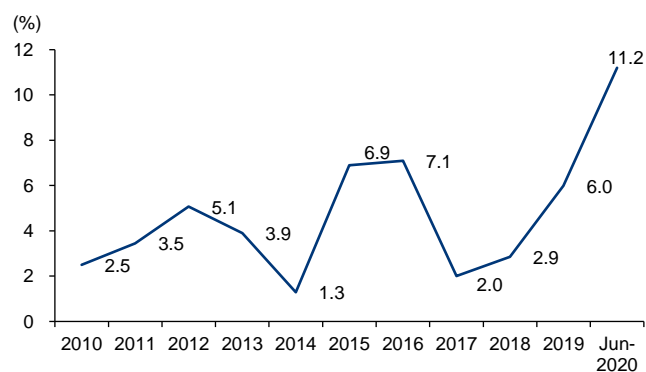
资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 全球集装箱月度货量同比增速



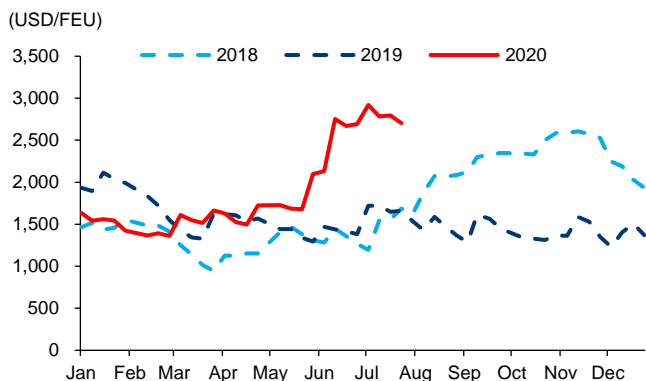
资料来源: CTS, 华泰证券研究所

图表3: 闲置运力占比行业整体运力比重



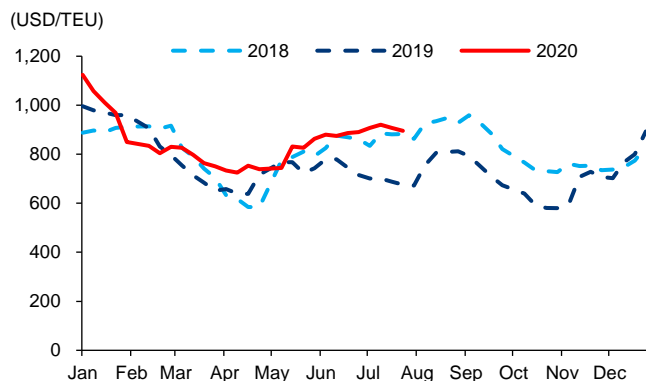
资料来源: Alphaliner, Clarksons, 华泰证券研究所

图表4：上海至美西航线即期运费



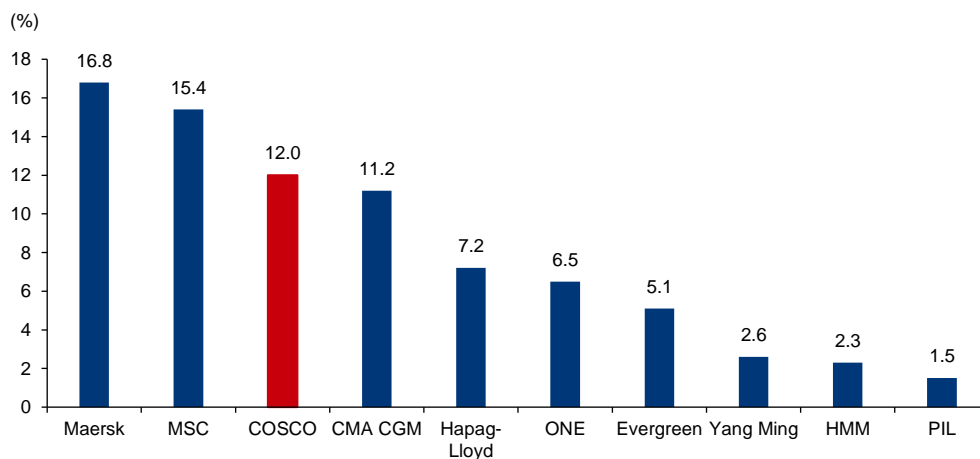
资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

图表5：上海至欧洲航线即期运费



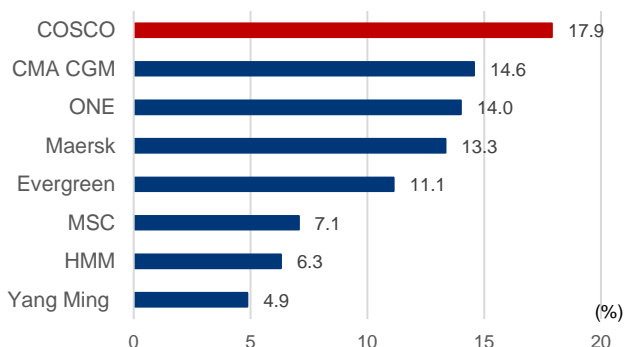
资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

图表6：全球前十大集运公司市场份额占比（2020年6月）



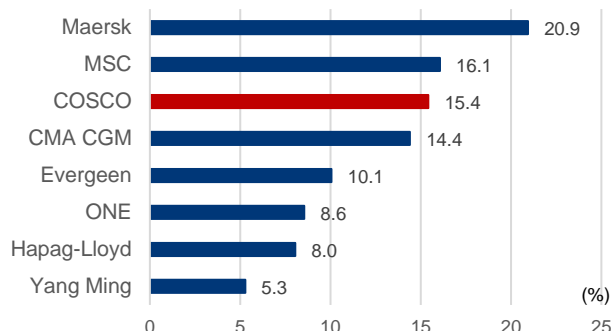
资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

图表7：远东至北美航线：前八大公司市场份额占比（2020年6月）



资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

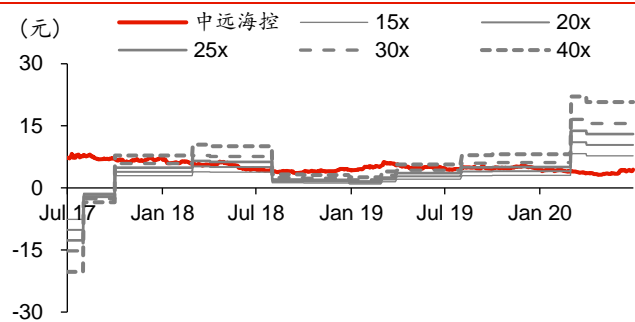
图表8：远东至欧洲航线：前八大公司市场份额占比（2020年6月）



资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

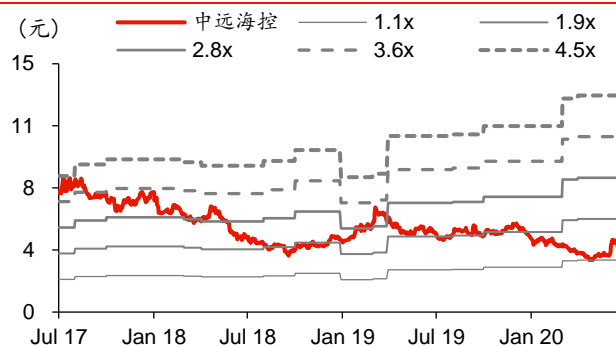
PE/PB - Bands

图表9: 中远海控历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 中远海控历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	60,304	72,302	77,005	89,658	116,277
现金	33,995	50,330	53,398	65,965	91,551
应收账款	8,719	8,533	9,088	10,582	13,724
其他应收账款	2,608	2,854	3,039	3,539	4,589
预付账款	2,443	2,266	2,413	2,810	3,644
存货	4,101	4,054	3,930	4,039	4,206
其他流动资产	8,439	4,265	5,136	2,724	(1,437)
非流动资产	167,839	189,922	182,677	172,689	162,713
长期投资	28,877	30,763	29,589	27,971	26,355
固定投资	109,463	101,112	104,015	100,614	97,171
无形资产	7,958	7,376	5,439	5,427	5,554
其他非流动资产	21,541	50,672	43,634	38,677	33,633
资产总计	228,144	262,224	259,682	262,348	278,990
流动负债	88,779	70,428	61,527	56,404	52,727
短期借款	48,221	14,752	21,892	15,892	10,892
应付账款	20,039	21,634	18,900	17,327	16,197
其他流动负债	20,519	34,041	20,735	23,186	25,639
非流动负债	83,012	122,671	124,792	127,204	141,260
长期借款	64,881	92,522	94,389	96,900	110,924
其他非流动负债	18,131	30,149	30,403	30,303	30,337
负债合计	171,791	193,099	186,319	183,608	193,988
少数股东权益	33,467	33,766	35,868	38,223	40,907
股本	10,216	12,260	12,260	12,260	12,260
资本公积	28,216	33,399	34,187	36,761	39,915
留存公积	(14,424)	(9,423)	(8,952)	(8,504)	(8,079)
归属母公司股东权益	22,886	35,360	37,495	40,517	44,095
负债和股东权益	228,144	262,224	259,682	262,348	278,990

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	8,131	21,202	20,739	26,052	26,236
净利润	3,026	10,350	4,238	5,377	6,263
折旧摊销	4,216	5,367	11,809	11,521	11,247
财务费用	2,967	5,015	4,531	4,203	3,956
投资损失	(2,235)	(9,978)	25.00	30.00	65.00
营运资金变动	158.69	3,591	(4,665)	785.19	291.90
其他经营现金	(2.19)	6,859	135.67	4,921	4,705
投资活动现金	(39,344)	4,397	(5,313)	(1,610)	(1,619)
资本支出	19,888	11,083	5,110	1,683	1,606
长期投资	(202.22)	662.98	170.16	(99.65)	(50.53)
其他投资现金	(19,658)	16,143	32.00	27.00	64.00
筹资活动现金	37,567	(9,538)	(1,494)	(1,134)	11,708
短期借款	37,281	(33,469)	7,140	(6,000)	(5,000)
长期借款	21,458	27,641	1,867	2,512	14,023
普通股增加	0.00	2,043	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	497.19	5,183	787.96	2,574	3,153
其他筹资现金	(21,669)	(10,937)	(11,288)	(219.48)	(468.83)
现金净增加额	7,099	16,927	13,932	23,309	36,325

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	120,830	151,057	150,031	153,785	164,239
营业成本	110,605	134,830	131,941	135,028	140,832
营业税金及附加	230.75	226.31	224.77	231.06	241.19
营业费用	61.46	67.61	67.15	69.03	72.05
管理费用	6,833	9,766	10,041	9,975	10,019
财务费用	2,967	5,015	4,531	4,203	3,956
资产减值损失	2.03	(3.27)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(77.27)	298.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,235	9,978	2,066	2,062	2,066
营业利润	3,045	12,062	5,292	6,784	7,939
营业外收入	840.09	44.86	470.96	484.13	505.37
营业外支出	39.50	180.27	179.04	184.05	192.12
利润总额	3,845	11,927	5,584	7,085	8,252
所得税	818.96	1,577	1,346	1,708	1,989
净利润	3,026	10,350	4,238	5,377	6,263
少数股东损益	1,796	3,586	2,103	2,355	2,685
归属母公司净利润	1,230	6,764	2,135	3,022	3,579
EBITDA	14,245	22,784	19,858	20,747	21,390
EPS (元, 基本)	0.10	0.55	0.17	0.25	0.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.57	25.02	(0.68)	2.50	6.80
营业利润	(38.58)	296.16	(56.13)	28.21	17.02
归属母公司净利润	(53.79)	449.92	(68.43)	41.53	18.42
获利能力 (%)					
毛利率	8.46	10.74	12.06	12.20	14.25
净利率	1.02	4.48	1.42	1.97	2.18
ROE	5.37	14.97	17.42	24.65	29.19
ROIC	8.97	22.44	2.23	2.81	3.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.30	73.64	71.75	69.99	69.53
净负债比率 (%)	184.99	149.30	85.71	59.47	35.60
流动比率	0.68	1.03	1.25	1.59	2.21
速动比率	0.54	0.90	1.19	1.52	2.13
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.62	0.58	0.59	0.58
应收账款周转率	15.59	16.94	17.03	15.68	13.25
应付账款周转率	6.06	6.44	6.51	7.45	8.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.55	0.17	0.25	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.58	1.69	2.13	2.14
每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.88	3.06	3.30	3.60
估值比率					
PE (倍)	43.75	7.96	25.21	17.81	15.04
PB (倍)	2.35	1.52	1.44	1.33	1.22
EV_EBITDA (倍)	13.26	8.33	7.68	6.69	5.84

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈晓峰本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

信息披露

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司