

3Q22 运价下挫，四季度跌幅有望收窄

华泰研究

2022年10月31日 | 中国内地/中国香港

季报点评

水路运输

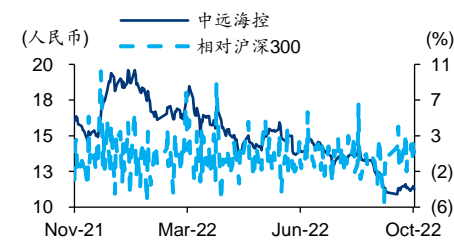
	1919 HK	601919 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 10.90	人民币: 13.60

研究员	林珊
SAC No. S0570520080001	linshan@htsc.com
SFC No. BIR018	+ (86) 21 2897 2209
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+ (86) 21 2897 2088

基本数据

(港币/人民币)	1919 HK	601919 CH
目标价	10.90	13.60
收盘价 (截至 10月28日)	8.79	11.25
市值 (百万)	141,465	181,055
6个月平均日均成交额 (百万)	429.62	1,612
52周价格范围	8.62-17.28	10.90-19.60
BVPS	11.65	13.77

股价走势图



资料来源: Wind

三季度盈利环比下滑主因外需走弱，四季度运价跌幅有望收窄

中远海控发布前三季度业绩: 1) 营业收入 3,165 亿元, 同比增长 36.8%; 2) 归母净利 972 亿元, 同比增长 43.7%。其中, 第三季度归母净利 325 亿元, 同比增长 6.4%, 环比下滑 12.5%。盈利环比下滑主因外需疲软, 集装箱运价大幅下挫。考虑停航运力增加和年末进入 2023 年长协价格谈判, 我们预计四季度运价跌幅有望收窄。我们上调 2022 年净利预测 9% 至 1,128 亿元, 以反映强劲的三季度盈利; 但考虑全球经济仍存在较大不确定性, 下调 2023/2024 净利预测 38%/32% 至 353 亿/288 亿元。基于 1.1x/0.8x 2022E PB 估值 (分别对应公司 A/H 股历史三年 PB 均值减 1 个标准差, 估值折价主因考虑集运市场景气度下行, BVPS12.38 元), 下调 A/H 股目标价 24%/28% 至 13.6 元和 10.9 港币, 维持“买入”评级。

海外需求走弱，第三季度公司货量同比下滑 8.2%

第三季度, 公司集装箱运输量同比下滑 8.2%。其中, 跨太平洋/亚欧航线货量同比下滑 10.8%/14.6%, 环比下滑 13.3%/2.1%; 亚洲区域内航线货量同比增长 2.1%, 环比下滑 0.8%。前三季度, 公司累计集装箱运输量同比下滑 9.4%。其中, 跨太平洋/亚欧/亚洲区域内航线货量同比下滑 8.1%/11.2%/4.7%。货量下滑主因欧美经济衰退风险上升、消费需求走弱。展望四季度, 我们预计外需疲软, 公司集装箱货量环比或进一步下滑。

第三季度市场运价环比大幅下滑，四季度运价跌幅有望收窄

第三季度上海出口集装箱运价 (SCFI) / 中国出口集装箱运价 (CCFI) 均值同比下滑 24.0%/1.4%, 环比下滑 22.1%/6.6%。CCFI 跌幅较小主因长协运价支撑。分航线看, 最新上海至美西/上海至欧洲运价为 1,902 美元/FEU 和 2,102 美元/TEU (10月28日), 同比下滑 70.3%/72.7%, 较 19 年同期上涨 39.8%/253.9%。公司受益长协价格支撑, 3Q22 公司跨太平洋航线单箱收入环比上涨 3.9%; 亚欧航线单箱收入环比下滑 1.1%。展望四季度, 我们预计伴随停航运力增加和进入 23 年长协价格谈判, 市场运价跌幅有望收窄。

新造船陆续交付，2023 年全球集装箱船舶供给预计增长 8.1%

根据 Alphaliner 预计, 2022/2023/2024 年全球集装箱船舶名义供给同比增长 4.5%/8.1%/8.9% (不考虑停航、港口拥堵和降速等影响), 高于需求增速 0.9%/2.7%/3.0%, 行业景气度承压。然而, 2023 年起生效的环保条约导致全行业降速和加速老旧船拆解有望在一定程度上缓解供给压力, 市场实际有效供给或低于上述名义供给。我们的 2022/2023/2024 年净利预测基于公司单箱收入同比表现 +24%/-33%/-10%, EBIT 利润率 41%/17%/14%。

风险提示: 1) 全球经济衰退; 2) 地缘政治风险; 3) 运价低于预期; 4) 有效供给高于预期; 5) 分红比例低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	171,259	333,694	390,422	273,295	265,096
+/-%	13.37	94.85	17.00	(30.00)	(3.00)
归属母公司净利润 (人民币百万)	9,927	89,296	112,772	35,327	28,763
+/-%	46.76	799.52	26.29	(68.67)	(18.58)
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.62	5.55	7.01	2.20	1.79
ROE (%)	25.05	100.89	67.88	16.70	12.29
PE (倍)	18.24	2.03	1.61	5.13	6.29
PB (倍)	4.12	1.36	0.91	0.81	0.74
EV EBITDA (倍)	13.01	0.93	0.57	1.30	0.87

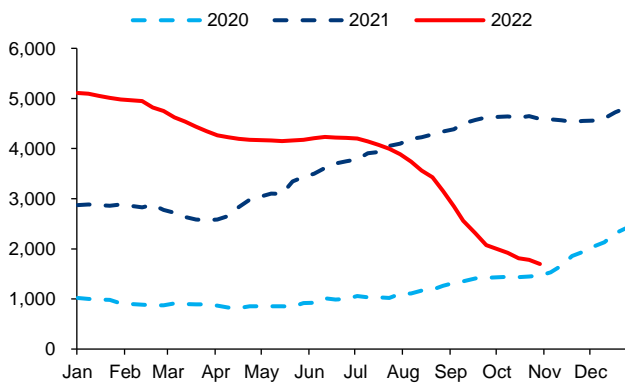
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中远海控: 核心盈利假设变动

	现值	前值	变化幅度 (%)
集装箱吞吐量 (百万标准箱)			
2020	26.3	-	-
2021	26.9	-	-
2022E	24.2	24.7	(1.9)
2023E	23.0	25.7	(10.4)
2024E	24.2	26.5	(8.7)
单箱收入 (美元/标准箱)			
2020	862	-	-
2021	1,796	-	-
2022E	2,225	2,214	0.5
2023E	1,480	1,506	(1.7)
2024E	1,332	1,355	(1.7)
EBIT 利润率			
2020	9.1	-	-
2021	38.4	-	-
2022E	40.6	39.1	上调 1.5 个百分点
2023E	17.1	28.6	下调 11.5 个百分点
2024E	13.8	22.2	下调 8.3 个百分点
营业总收入 (人民币百万)			
2020	171,259	-	-
2021	333,694	-	-
2022E	390,422	372,453	4.8
2023E	273,295	275,772	(0.9)
2024E	265,096	260,083	1.9
归母净利润 (人民币百万)			
2020	9,927	-	-
2021	89,296	-	-
2022E	112,772	103,616	8.8
2023E	35,327	56,898	(37.9)
2024E	28,763	42,285	(32.0)

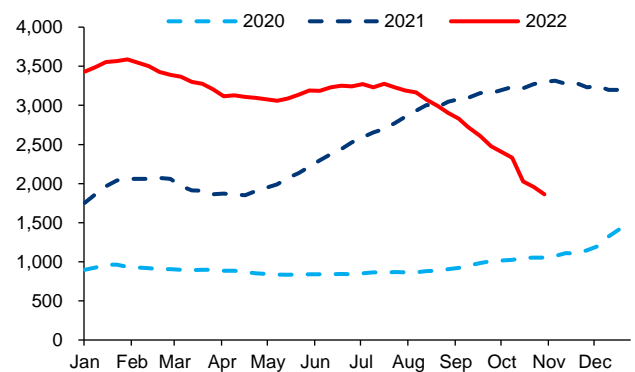
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)



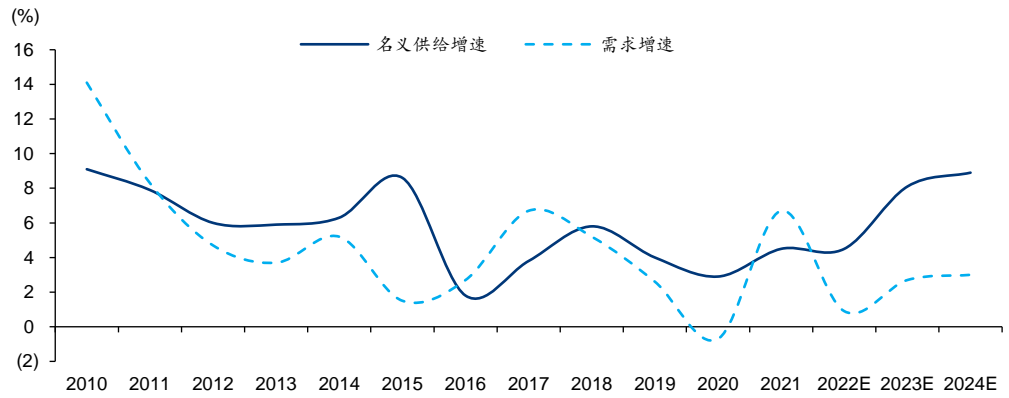
资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

图表3: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



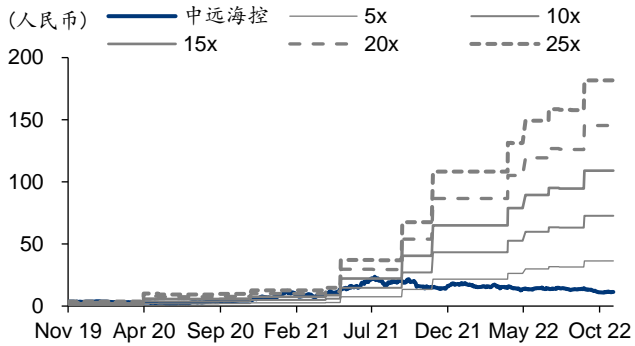
资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

图表4: 全球集运市场: 名义供给增速 vs 需求增速 (同比)



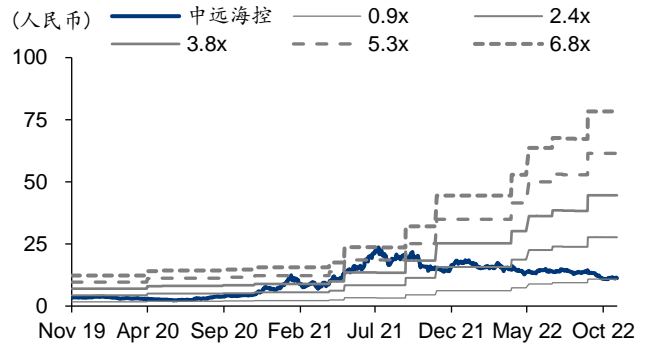
资料来源: Alphaliner, Clarksons, 华泰研究

图表5: 中远海控 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 中远海控 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	71,966	202,516	236,450	248,717	269,301
现金	52,851	178,328	205,348	226,497	245,278
应收账款	9,310	11,275	12,810	4,050	12,304
其他应收账款	2,728	2,690	3,649	788.44	3,515
预付账款	1,321	1,938	1,875	794.12	1,795
存货	3,232	5,409	4,558	5,139	4,543
其他流动资产	2,525	2,876	8,211	11,449	1,866
非流动资产	199,960	211,152	215,385	211,387	212,710
长期投资	31,346	31,986	35,696	38,207	40,128
固定投资	99,193	99,695	97,716	99,912	90,384
无形资产	6,981	7,761	8,448	8,831	8,685
其他非流动资产	62,440	71,709	73,524	64,438	73,513
资产总计	271,926	413,668	451,835	460,104	482,011
流动负债	74,006	121,321	102,040	96,939	92,517
短期借款	4,130	1,656	1,573	1,573	1,573
应付账款	33,538	69,101	49,289	65,893	49,122
其他流动负债	36,337	50,565	51,178	29,473	41,822
非流动负债	119,223	113,486	86,467	69,349	70,855
长期借款	63,499	55,897	45,282	33,644	18,090
其他非流动负债	55,725	57,589	41,185	35,705	52,765
负债合计	193,229	234,808	188,507	166,288	163,372
少数股东权益	34,783	45,766	64,149	69,908	74,597
股本	12,260	16,014	16,094	16,094	16,094
资本公积	34,493	31,891	31,891	31,891	31,891
留存公积	(25.75)	89,246	166,628	195,388	218,804
归属母公司股东权益	43,914	133,094	199,179	223,908	244,042
负债和股东权益	271,926	413,668	451,835	460,104	482,011

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	45,031	170,948	117,187	43,432	26,431
净利润	13,187	103,853	131,155	41,086	33,452
折旧摊销	2,018	2,101	2,143	2,186	2,230
财务费用	4,132	3,074	339.66	(2,073)	(2,894)
投资损失	(2,862)	(2,703)	(2,179)	(1,350)	(943.00)
营运资金变动	15,519	45,944	(13,803)	4,014	(4,997)
其他经营现金	13,036	18,679	(469.51)	(431.15)	(416.99)
投资活动现金	(3,287)	(8,543)	(4,833)	(2,288)	7,084
资本支出	(6,669)	(9,550)	(28,238)	(16,193)	14,830
长期投资	(292.86)	(668.37)	(3,710)	(2,510)	(1,922)
其他投资现金	3,674	1,675	27,115	16,415	(5,824)
筹资活动现金	(36,238)	(35,130)	(36,976)	(55,881)	(24,337)
短期借款	(10,622)	(2,475)	(82.78)	0.00	0.00
长期借款	(16,005)	(7,602)	(10,615)	(11,638)	(15,554)
普通股增加	0.00	3,755	79.69	0.00	0.00
资本公积增加	1,094	(2,602)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,706)	(26,206)	(26,358)	(44,243)	(8,783)
现金净增加额	2,866	125,317	75,378	(14,737)	9,179

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	171,259	333,694	390,422	273,295	265,096
营业成本	146,925	192,541	222,088	216,070	215,756
营业税金及附加	192.04	1,028	947.63	722.82	681.90
营业费用	57.64	66.50	95.66	62.80	62.26
管理费用	9,588	11,434	16,205	10,684	10,577
财务费用	4,132	3,074	339.66	(2,073)	(2,894)
资产减值损失	(9.63)	(27.21)	(28.54)	(20.75)	(19.88)
公允价值变动收益	(27.11)	46.09	21.69	29.82	27.11
投资净收益	2,862	2,703	2,179	1,350	943.00
营业利润	13,931	128,242	161,929	50,890	41,465
营业外收入	108.82	113.00	111.61	112.07	111.92
营业外支出	92.36	405.50	301.12	335.91	324.32
利润总额	13,948	127,949	161,739	50,666	41,253
所得税	760.22	24,097	30,584	9,581	7,801
净利润	13,187	103,853	131,155	41,086	33,452
少数股东损益	3,260	14,556	18,383	5,759	4,689
归属母公司净利润	9,927	89,296	112,772	35,327	28,763
EBITDA	19,416	132,542	163,249	50,167	39,972
EPS (人民币, 基本)	0.81	5.59	7.01	2.20	1.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.37	94.85	17.00	(30.00)	(3.00)
营业利润	15.50	820.53	26.27	(68.57)	(18.52)
归属母公司净利润	46.76	799.52	26.29	(68.67)	(18.58)
获利能力 (%)					
毛利率	14.21	42.30	43.12	20.94	18.61
净利率	7.70	31.12	33.59	15.03	12.62
ROE	25.05	100.89	67.88	16.70	12.29
ROIC	28.42	1,597	679.71	454.49	(353.42)
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.06	56.76	41.72	36.14	33.89
净负债比率 (%)	61.38	(51.28)	(53.74)	(59.35)	(65.84)
流动比率	0.97	1.67	2.32	2.57	2.91
速动比率	0.89	1.60	2.24	2.49	2.83
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.97	0.90	0.60	0.56
应收账款周转率	19.20	32.42	32.42	32.42	32.42
应付账款周转率	5.33	3.75	3.75	3.75	3.75
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	5.55	7.01	2.20	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	10.62	7.28	2.70	1.64
每股净资产(最新摊薄)	2.73	8.27	12.38	13.91	15.16
估值比率					
PE (倍)	18.24	2.03	1.61	5.13	6.29
PB (倍)	4.12	1.36	0.91	0.81	0.74
EV EBITDA (倍)	13.01	0.93	0.57	1.30	0.87

免责声明

分析师声明

本人，林珊、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。

一般声明及披露

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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。华泰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。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师林珊、沈晓峰本人及相关人士并不担任本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报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司