

创记录的 2022 之后，集运回归常态

华泰研究

2023 年 3 月 31 日 | 中国内地/中国香港

年报点评

水路运输

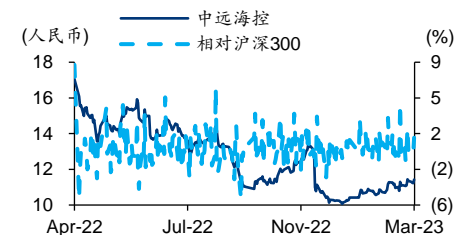
	1919 HK	601919 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 10.30	人民币: 13.50

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	10.30	13.50
收盘价 (截至 3 月 30 日)	9.37	11.43
市值 (百万)	150,813	183,969
6 个月平均日均成交额 (百万)	249.41	952.26
52 周价格范围	7.62-15.16	10.06-17.05
BVPS	12.45	12.45

股价走势图



资料来源: Wind

疫情时代下的创纪录盈利；自 2H22 起，全球集运市场高位回落

中远海控发布 2022 年业绩: 1) 营业收入同比增长 17.2% 至 3,911 亿元; 2) 归母净利润同比增长 22.7% 至 1,096 亿元, 创公司上市以来新高。同时, 公司宣布年末每股派息 1.39 元, 对应全年分红率 50%。2020-2021 年疫情影响下, 全球供应链扰动+美国财政刺激推升集运运价创记录上涨; 自 2H22 以来, 外需走弱+供应链逐步恢复, 运价高位大幅回落。展望 23 年, 考虑美国去库存周期仍在进行, 我们预计 1H23 全球集运市场需求仍承压, 2H23 环比有望逐步改善。我们维持 2023/2024 年净利预测 353 亿/288 亿元, 新增 2025 年净利预测 253 亿元; 基于 1.2x/0.8x 2023E PB, 下调 A/H 目标价 1%/6% 至 13.5 元/10.3 港币 (公司历史三年 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; BPS11.24 元), 维持“买入”。

4Q22 运输量同比/环比下滑 9.1%/3.1%

2022 年外需疲软, 海外经济衰退风险上升, 全球制造业进入去库存周期, 集装箱需求高位回落。22 年全年公司集装箱运输量同比下滑 9.3%, 其中美线/欧线货量同比下滑 9.8%/11.4%。4Q22 公司运输量同比/环比下滑 9.1%/3.1%, 其中美线/欧线同比下滑 15.5%/12.1% (环比下滑 11.5%/4.4%)。展望 2023 年, 我们认为 22 年受俄乌冲突和能源危机影响, 欧洲需求已先于北美市场见底, 欧线将边际改善。美国去库存周期仍在进行, 美线需求仍承压。

2022 年公司单箱收入创历史新高, 但即期运价自 2H22 起高位回落

受益于长协运价大幅抬升, 22 年公司单箱运价创历史新高, 平均单箱收入 2,232 美金, 同比增长 24.3%; 其中美线/欧线单箱收入同比增长 43.0%/12.6% 至 3,795/3,183 美金。即期市场方面, 自 2H22 起运价高位回落。2H22 上海出口集装箱运价 (SCFI) / 中国出口集装箱运价 (CCFI) 均值环比下滑 46.7%/29.0%, 同比下滑 46.6%/25.3%。

年初至今, 全球制造业 PMI 回升, 集装箱出口出现结构性分化

今年以来, 伴随中国节后复工复产叠加欧洲/东南亚国家 PMI 回升, 欧线/东南亚线运价止跌回升。3 月, 欧线运价经历连续 56 周下跌后, 首次止跌回升; 东南亚运价较 1 月底反弹 54.2%; 美线运价环比跌幅收窄。展望 2Q23, 我们认为欧线和东南亚市场货量将环比改善, 但美线仍在下行通道。中长期看, 需警惕 23-24 年新船交付, 船舶供给增加, 对运价形成压制。

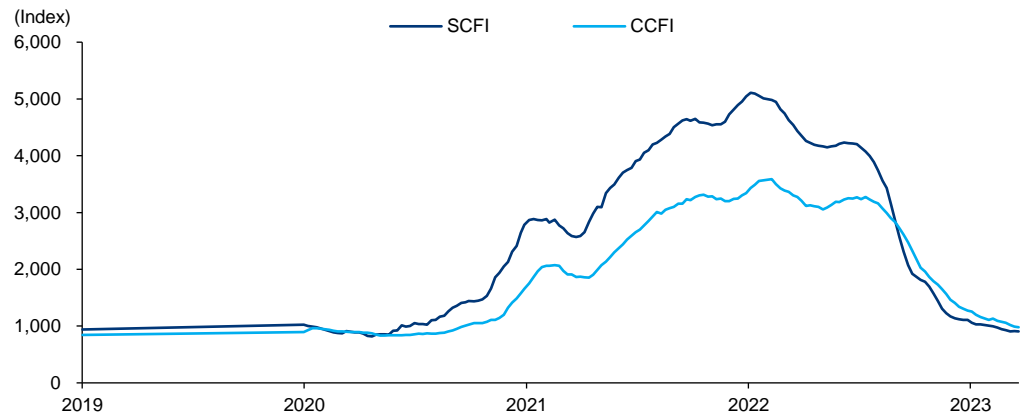
风险提示: 1) 全球经济衰退; 2) 地缘政治风险; 3) 运价低于预期; 4) 有效供给高于预期; 5) 竞争格局恶化。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	333,694	391,058	273,295	265,096	257,143
+/-%	94.85	17.19	(30.00)	(3.00)	(3.00)
归属母公司净利润 (人民币百万)	89,296	109,595	35,327	28,763	25,347
+/-%	799.52	22.73	(67.77)	(18.58)	(11.88)
EPS (人民币, 最新摊薄)	5.55	6.81	2.19	1.79	1.57
ROE (%)	100.89	65.73	18.53	15.13	12.21
PE (倍)	2.06	1.68	5.21	6.40	7.26
PB (倍)	1.38	0.92	1.02	0.92	0.85
EV EBITDA (倍)	1.04	0.35	(0.17)	(1.03)	(2.07)

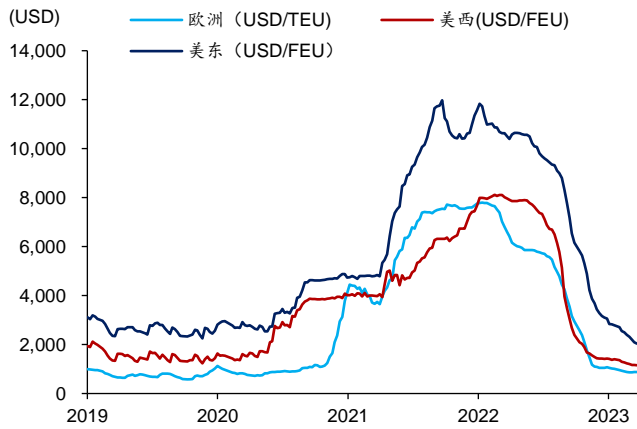
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 集装箱运价指数 (SCFI,CCFI)



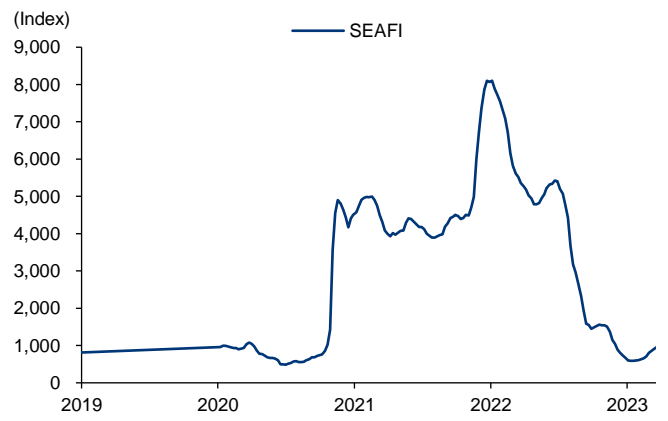
注: SCFI=上海出口集装箱运价指数, CCFI=中国出口集装箱运价指数
资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

图表2: 上海出口集装箱运价 (分航线)



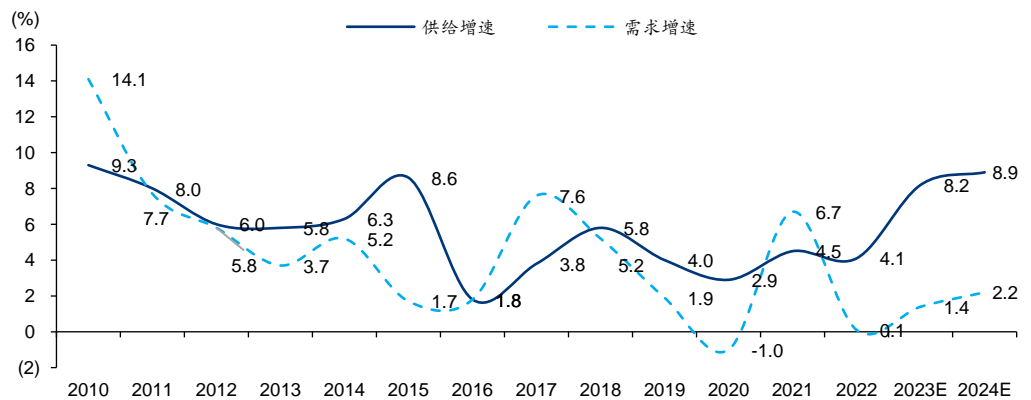
资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

图表3: 东南亚集装箱运价指数 (SEAFI)



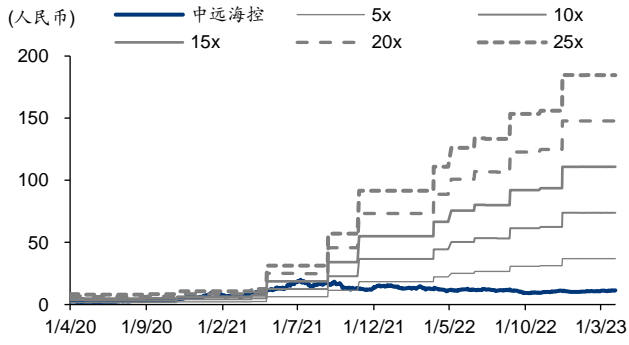
资料来源: 上海航运交易所, 华泰研究

图表4: 全球集运市场: 供给增速 vs.需求增速



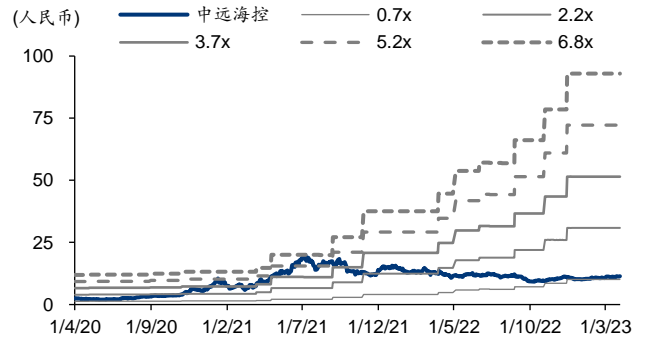
注: 2023E/2024E 供给增速基于 0.9%/1.1% 拆船率; 需求单位为标准箱
资料来源: Alphaliner, 华泰研究

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	202,516	261,154	293,614	337,488	359,355
现金	178,328	236,877	279,759	313,849	346,305
应收账款	11,275	10,501	4,718	10,044	4,275
其他应收账款	2,690	2,896	1,008	2,779	894.29
预付账款	1,938	1,765	822.87	1,687	747.57
存货	5,409	7,017	5,418	7,063	5,277
其他流动资产	2,876	2,099	1,889	2,065	1,856
非流动资产	211,152	250,626	211,387	212,710	155,413
长期投资	31,986	58,067	66,714	76,307	87,917
固定投资	99,695	102,048	33,972	28,403	22,986
无形资产	7,761	7,683	7,913	8,230	8,230
其他非流动资产	71,709	82,828	102,788	99,770	36,279
资产总计	413,668	511,780	505,001	550,198	514,768
流动负债	121,321	159,382	144,854	208,935	96,386
短期借款	1,656	2,242	2,242	2,242	2,242
应付账款	69,101	105,962	69,228	106,609	67,238
其他流动负债	50,565	51,178	73,384	100,083	26,906
非流动负债	113,486	98,874	121,073	81,149	139,521
长期借款	55,897	34,298	24,008	21,066	19,209
其他非流动负债	57,589	64,577	97,065	60,083	120,312
负债合计	234,808	258,256	265,927	290,083	235,907
少数股东权益	45,766	53,141	58,086	60,963	62,991
股本	16,014	16,095	16,095	16,095	16,095
资本公积	31,891	30,588	30,588	30,588	30,588
留存公积	89,246	153,016	181,207	203,355	222,517
归属母公司股东权益	133,094	200,383	180,987	199,152	215,870
负债和股东权益	413,668	511,780	505,001	550,198	514,768

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	170,948	196,799	57,845	49,630	47,483
净利润	103,853	131,338	40,273	31,639	27,375
折旧摊销	2,101	2,143	2,186	2,230	2,275
财务费用	3,074	(4,479)	(3,739)	(1,682)	(1,492)
投资损失	(2,703)	(2,517)	(1,350)	(943.00)	(943.00)
营运资金变动	45,944	43,209	20,915	18,824	20,706
其他经营现金	18,679	27,104	(440.16)	(438.24)	(436.56)
投资活动现金	(8,543)	(32,977)	64,946	(2,960)	(5,404)
资本支出	(9,550)	(10,491)	(16,193)	(14,480)	(15,000)
长期投资	(668.37)	(25,806)	(8,647)	(9,593)	(11,610)
其他投资现金	1,675	3,321	89,786	21,114	21,206
筹资活动现金	(35,130)	(115,378)	(79,909)	(12,580)	(9,623)
短期借款	(2,475)	586.16	0.00	0.00	0.00
长期借款	(7,602)	(21,599)	(10,289)	(2,943)	(1,856)
普通股增加	3,755	80.74	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2,602)	(1,303)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(26,206)	(93,142)	(69,620)	(9,637)	(7,766)
现金净增加额	125,317	57,185	42,882	34,090	32,456

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	333,694	391,058	273,295	265,096	257,143
营业成本	192,541	217,991	218,150	218,956	216,477
营业税金及附加	1,028	2,589	1,487	1,547	1,467
营业费用	66.50	64.29	48.11	45.64	44.60
管理费用	11,434	10,345	7,942	7,473	7,323
财务费用	3,074	(4,479)	(3,739)	(1,682)	(1,492)
资产减值损失	(27.21)	(34.53)	(23.52)	(23.01)	(22.26)
公允价值变动收益	46.09	(56.14)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,703	2,517	1,350	943.00	943.00
营业利润	128,242	167,264	51,446	40,448	35,027
营业外收入	113.00	31.97	58.98	49.98	52.98
营业外支出	405.50	198.54	267.53	244.53	252.20
利润总额	127,949	167,097	51,238	40,254	34,828
所得税	24,097	35,759	10,965	8,614	7,453
净利润	103,853	131,338	40,273	31,639	27,375
少数股东损益	14,556	21,744	4,946	2,876	2,028
归属母公司净利润	89,296	109,595	35,327	28,763	25,347
EBITDA	132,542	167,584	50,841	42,187	36,868
EPS (人民币, 基本)	5.59	6.83	2.19	1.79	1.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	94.85	17.19	(30.00)	(3.00)	(3.00)
营业利润	820.53	30.43	(69.24)	(21.38)	(13.40)
归属母公司净利润	799.52	22.73	(67.77)	(18.58)	(11.88)
获利能力 (%)					
毛利率	42.30	44.26	20.18	17.41	15.81
净利率	31.12	33.59	14.74	11.94	10.65
ROE	100.89	65.73	18.53	15.13	12.21
ROIC	1,597	(327.49)	(27.40)	(18.61)	(13.69)
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.76	50.46	52.66	52.72	45.83
净负债比率 (%)	(51.28)	(70.55)	(104.85)	(110.88)	(115.96)
流动比率	1.67	1.64	2.03	1.62	3.73
速动比率	1.60	1.58	1.97	1.57	3.65
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.85	0.54	0.50	0.48
应收账款周转率	32.42	35.92	35.92	35.92	35.92
应付账款周转率	3.75	2.49	2.49	2.49	2.49
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.55	6.81	2.19	1.79	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	10.62	12.23	3.59	3.08	2.95
每股净资产(最新摊薄)	8.27	12.45	11.24	12.37	13.41
估值比率					
PE (倍)	2.06	1.68	5.21	6.40	7.26
PB (倍)	1.38	0.92	1.02	0.92	0.85
EV EBITDA (倍)	1.04	0.35	(0.17)	(1.03)	(2.07)

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

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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2023年华泰证券股份有限公司