

中远海控 (601919)

证券研究报告

2023年03月31日

集运周期回暖，旺季心动可期

出口低谷过去，运量增速有望回升

2023年第一季度是出口低谷，二季度开始同比和环比都有望回升。一是2022年下半年以来，欧盟和美国的零售、商品进口等增速大幅下滑，集运运量更是大幅减少。但是欧美经济增长支撑消费韧性，进口需求有望回升。二是年初中国生产和出口增速大幅下滑，疫后经济复苏有望带来回升。三是春节是中国出口淡季，出口金额、集装箱吞吐量处于年内低位，节后生产、出口、运输都有望逐渐恢复。

货量环比增长，有望消化新增运力

Q2和Q3运量比Q1增长，有望消化2023年上半年的新交付运力。根据2016-2022年季节性规律，Q3中国出口高点平均较3月增长20%，港口吞吐量增长8%，远东-欧洲航线集装箱运量增长11%，远东-北美航线集装箱运量增长28%。而我们预计2023年8月全球集装箱船运力比3月增长3.3%，增幅远低于期间运输需求的增幅，所以供需有望边际改善。

运价上涨之后，闲置运力才将回归

班轮公司通过闲置运力来支撑运价，运价上涨之后闲置运力比例才会下降。回顾2002年以来运价和闲置运力的变化，发现两者负相关。2008年集运运价大跌后，闲置运力明显比例上升；直到运价大幅上涨后，闲置运力比例才明显下降。2015年两者也呈现类似的关系。2022年下半年以来运价再度大跌，闲置运力比例也再度明显上升。我们预计4月份开始运价大幅回升后，闲置运力比例才有望下降。

维持“买入”评级

考虑到2022年集运运价已经大幅下跌，下调2023-24年预测归母净利润至187、115亿元（原预测697、307亿元），增加2025年预测归母净利润118亿元。2022年股价已经随运价大幅下跌，二季度开始运价有望回升，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济增速下行，全球贸易壁垒增加，班轮公司竞争加剧，燃油价格大幅上涨，公司继续大量造船。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 333,693.61 | 391,058.50 | 197,742.59 | 178,540.81 | 187,181.61 |
| 增长率(%) | 94.85 | 17.19 | (49.43) | (9.71) | 4.84 |
| EBITDA(百万元) | 137,398.27 | 170,101.40 | 36,566.68 | 25,703.40 | 26,817.01 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 89,296.14 | 109,594.74 | 18,733.93 | 11,453.28 | 11,820.35 |
| 增长率(%) | 799.52 | 22.73 | (82.91) | (38.86) | 3.20 |
| EPS(元/股) | 5.55 | 6.81 | 1.16 | 0.71 | 0.73 |
| 市盈率(P/E) | 1.99 | 1.62 | 9.48 | 15.50 | 15.02 |
| 市净率(P/B) | 1.33 | 0.89 | 0.86 | 0.83 | 0.81 |
| 市销率(P/S) | 0.53 | 0.45 | 0.90 | 0.99 | 0.95 |
| EV/EBITDA | 1.39 | (0.14) | 2.87 | 4.26 | 3.73 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 交通运输/航运港口 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 11.03元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 12,740.53 |
| 流通A股股本(百万股) | 12,740.53 |
| A股总市值(百万元) | 140,528.06 |
| 流通A股市值(百万元) | 140,528.06 |
| 每股净资产(元) | 12.45 |
| 资产负债率(%) | 50.46 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.05/9.98 |

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



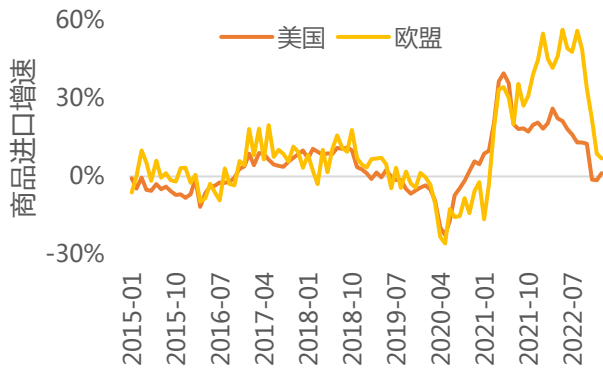
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中远海控-季报点评:一季报表现亮眼，财务数据强劲》2022-05-04
- 《中远海控-年报点评报告:分红符合预期，一季报业绩大幅预增》2022-04-04
- 《中远海控-公司点评:不止长协，数字化及端到端有望提升盈利稳定性》2021-12-18

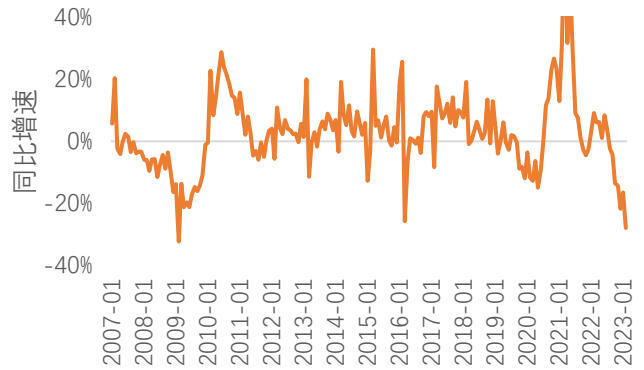
附录

图 1：欧美商品进口增速已经大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2023 年初美国主要港口集装箱吞吐量大幅下滑



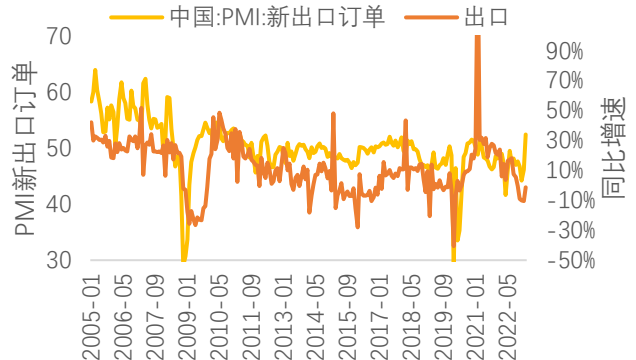
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：美国零售库销比处于历史低位



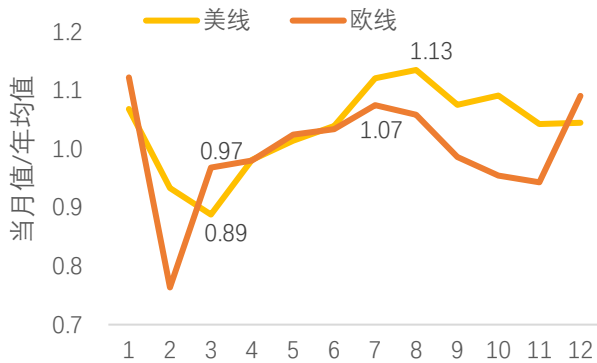
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：中国 PMI 新出口订单已经大幅回升



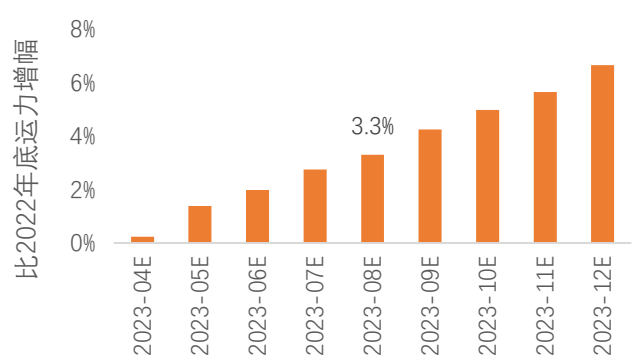
资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

图 5：2016-2022 年远东至欧美航线集装箱运量季节性



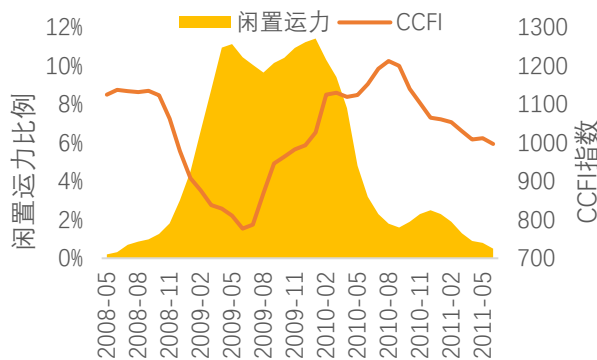
资料来源：Wind，Alphaliner，天风证券研究所

图 6：2023 年集装箱船运力有望温和增长



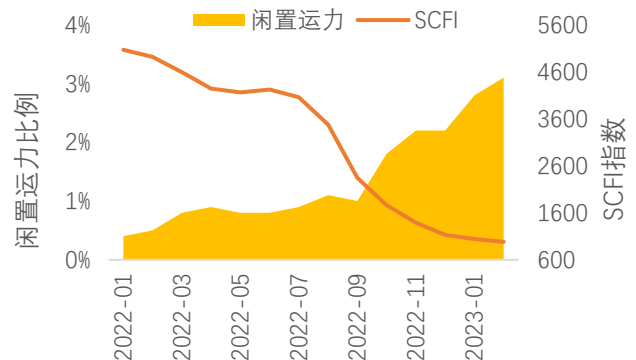
资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

图 7：运价大幅上涨后，闲置运力比例才明显下降



资料来源：Wind，Alphaliner，天风证券研究所

图 8：2022 年下半年以来闲置运力比例大幅上升



资料来源：Wind，Alphaliner，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 178,328.23 | 236,876.61 | 109,541.12 | 108,539.81 | 118,459.57 |
| 应收票据及应收账款 | 11,659.58 | 10,822.64 | 6,754.48 | 9,115.81 | 7,522.55 |
| 预付账款 | 1,937.94 | 1,764.88 | 963.68 | 1,673.55 | 1,092.84 |
| 存货 | 5,409.25 | 7,017.04 | 1,014.72 | 6,748.21 | 1,394.91 |
| 其他 | 4,631.78 | 4,331.67 | 2,379.65 | 3,472.85 | 2,555.09 |
| 流动资产合计 | 201,966.78 | 260,812.84 | 120,653.65 | 129,550.23 | 131,024.97 |
| 长期股权投资 | 31,986.41 | 58,066.58 | 59,066.58 | 60,066.58 | 61,066.58 |
| 固定资产 | 99,694.77 | 102,047.71 | 109,610.80 | 114,705.21 | 118,265.27 |
| 在建工程 | 6,558.62 | 17,118.79 | 13,559.39 | 11,779.70 | 10,889.85 |
| 无形资产 | 7,761.32 | 7,682.93 | 7,282.58 | 6,882.23 | 6,481.88 |
| 其他 | 65,150.54 | 65,709.58 | 37,657.45 | 34,767.75 | 36,057.46 |
| 非流动资产合计 | 211,151.66 | 250,625.58 | 227,176.80 | 228,201.46 | 232,761.04 |
| 资产总计 | 413,668.08 | 511,779.71 | 347,830.45 | 357,751.69 | 363,786.01 |
| 短期借款 | 1,655.66 | 2,241.82 | 2,000.00 | 2,000.00 | 2,000.00 |
| 应付票据及应付账款 | 69,100.86 | 105,986.52 | 26,772.51 | 24,980.34 | 29,307.14 |
| 其他 | 49,163.58 | 50,150.11 | 21,917.01 | 29,392.67 | 21,537.29 |
| 流动负债合计 | 119,920.10 | 158,378.45 | 50,689.51 | 56,373.01 | 52,844.43 |
| 长期借款 | 55,896.86 | 34,297.59 | 2,000.00 | 2,000.00 | 2,000.00 |
| 应付债券 | 2,909.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 54,679.51 | 64,576.54 | 32,653.77 | 29,482.92 | 30,909.80 |
| 非流动负债合计 | 113,486.23 | 98,874.13 | 34,653.77 | 31,482.92 | 32,909.80 |
| 负债合计 | 234,807.54 | 258,256.25 | 85,343.28 | 87,855.94 | 85,754.24 |
| 少数股东权益 | 45,766.22 | 53,140.69 | 55,482.44 | 56,914.10 | 58,391.64 |
| 股本 | 16,014.13 | 16,094.86 | 16,095.31 | 16,095.31 | 16,095.31 |
| 资本公积 | 31,891.10 | 30,588.30 | 30,588.30 | 30,588.30 | 30,588.30 |
| 留存收益 | 89,246.02 | 153,016.46 | 162,383.43 | 168,110.07 | 174,020.25 |
| 其他 | (4,056.91) | 683.15 | (2,062.30) | (1,812.02) | (1,063.73) |
| 股东权益合计 | 178,860.54 | 253,523.47 | 262,487.17 | 269,895.75 | 278,031.77 |
| 负债和股东权益总计 | 413,668.08 | 511,779.71 | 347,830.45 | 357,751.69 | 363,786.01 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 103,852.55 | 131,338.36 | 18,733.93 | 11,453.28 | 11,820.35 |
| 折旧摊销 | 6,082.96 | 7,680.32 | 8,396.66 | 9,085.64 | 9,730.13 |
| 财务费用 | 5,551.52 | (5,060.24) | (1,989.69) | (1,963.33) | (2,077.97) |
| 投资损失 | (2,703.46) | (2,517.20) | (3,017.20) | (5,017.20) | (5,017.20) |
| 营运资金变动 | 58,892.40 | 55,502.05 | (90,143.14) | (3,600.26) | 4,650.74 |
| 其它 | (727.59) | 9,855.51 | 4,683.48 | 2,863.32 | 2,955.09 |
| 经营活动现金流 | 170,948.37 | 196,798.81 | (63,335.96) | 12,821.47 | 22,061.15 |
| 资本支出 | 2,331.19 | 37,021.39 | 44,922.78 | 16,170.84 | 11,573.12 |
| 长期投资 | 640.88 | 26,080.17 | 1,000.00 | 1,000.00 | 1,000.00 |
| 其他 | (11,515.22) | (96,078.35) | (55,677.32) | (25,130.97) | (20,566.13) |
| 投资活动现金流 | (8,543.15) | (32,976.79) | (9,754.54) | (7,960.13) | (7,993.01) |
| 债权融资 | (17,987.08) | (24,156.25) | (39,791.29) | 1,045.37 | 2,491.05 |
| 股权融资 | (14,024.36) | (28,832.30) | (14,453.70) | (6,908.02) | (6,639.42) |
| 其他 | (3,119.04) | (62,389.09) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (35,130.48) | (115,377.63) | (54,244.99) | (5,862.65) | (4,148.38) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 127,274.75 | 48,444.38 | (127,335.49) | (1,001.31) | 9,919.77 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 333,693.61 | 391,058.50 | 197,742.59 | 178,540.81 | 187,181.61 |
| 营业成本 | 192,540.55 | 217,991.20 | 160,635.04 | 155,258.54 | 162,862.45 |
| 营业税金及附加 | 1,027.81 | 2,589.36 | 395.49 | 357.08 | 374.36 |
| 销售费用 | 66.50 | 64.29 | 32.51 | 29.35 | 30.77 |
| 管理费用 | 11,434.47 | 10,345.34 | 10,875.84 | 10,712.45 | 11,230.90 |
| 研发费用 | 881.23 | 1,386.07 | 700.88 | 632.82 | 663.45 |
| 财务费用 | 3,074.06 | (4,478.50) | (1,989.69) | (1,963.33) | (2,077.97) |
| 资产/信用减值损失 | (208.39) | (70.25) | (150.00) | (150.00) | (150.00) |
| 公允价值变动收益 | 46.09 | (56.14) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2,703.46 | 2,517.20 | 3,017.20 | 5,017.20 | 5,017.20 |
| 其他 | (6,113.96) | (6,493.83) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 128,241.80 | 167,263.75 | 29,959.72 | 18,381.08 | 18,964.85 |
| 营业外收入 | 113.00 | 31.97 | 31.97 | 31.97 | 31.97 |
| 营业外支出 | 405.50 | 198.54 | 198.54 | 198.54 | 198.54 |
| 利润总额 | 127,949.30 | 167,097.18 | 29,793.14 | 18,214.51 | 18,798.27 |
| 所得税 | 24,096.75 | 35,758.81 | 6,375.74 | 3,897.91 | 4,022.83 |
| 净利润 | 103,852.55 | 131,338.36 | 23,417.41 | 14,316.60 | 14,775.44 |
| 少数股东损益 | 14,556.41 | 21,743.62 | 4,683.48 | 2,863.32 | 2,955.09 |
| 归属于母公司净利润 | 89,296.14 | 109,594.74 | 18,733.93 | 11,453.28 | 11,820.35 |
| 每股收益(元) | 5.55 | 6.81 | 1.16 | 0.71 | 0.73 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 94.85% | 17.19% | -49.43% | -9.71% | 4.84% |
| 营业利润 | 820.53% | 30.43% | -82.09% | -38.65% | 3.18% |
| 归属于母公司净利润 | 799.52% | 22.73% | -82.91% | -38.86% | 3.20% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 42.30% | 44.26% | 18.77% | 13.04% | 12.99% |
| 净利率 | 26.76% | 28.03% | 9.47% | 6.41% | 6.31% |
| ROE | 67.09% | 54.69% | 9.05% | 5.38% | 5.38% |
| ROIC | 151.45% | 524.02% | 187.56% | 9.59% | 9.16% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 56.76% | 50.46% | 24.54% | 24.56% | 23.57% |
| 净负债率 | -52.81% | -71.65% | -36.61% | -35.57% | -37.95% |
| 流动比率 | 1.67 | 1.64 | 2.38 | 2.30 | 2.48 |
| 速动比率 | 1.62 | 1.59 | 2.36 | 2.18 | 2.45 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 31.45 | 34.79 | 22.50 | 22.50 | 22.50 |
| 存货周转率 | 77.24 | 62.94 | 49.24 | 46.00 | 45.97 |
| 总资产周转率 | 0.97 | 0.85 | 0.46 | 0.51 | 0.52 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 5.55 | 6.81 | 1.16 | 0.71 | 0.73 |
| 每股经营现金流 | 10.62 | 12.23 | -3.94 | 0.80 | 1.37 |
| 每股净资产 | 8.27 | 12.45 | 12.86 | 13.23 | 13.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 1.99 | 1.62 | 9.48 | 15.50 | 15.02 |
| 市净率 | 1.33 | 0.89 | 0.86 | 0.83 | 0.81 |
| EV/EBITDA | 1.39 | -0.14 | 2.87 | 4.26 | 3.73 |
| EV/EBIT | 1.45 | -0.14 | 3.73 | 6.59 | 5.86 |

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 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |