



出口景气高涨，东方海外箱量超预期

中远海控（01919.HK）控股子公司 2020Q4 运营数据点评 | 2021.1.18

中信证券研究部



虞世民
首席交运分析师
S1010519040004



汤学章
交运分析师
S1010520090006

核心观点

近期东方海外国际(中远海控控股 75%股份)披露 2020Q4 经营数据，报告期内公司箱量同增 23.7%，平均运价同增 22.7%，收入同比大增 54.4%，公司收入和箱量超预期，由于合同货占比高以及返程运价低，公司运价涨幅低于 CCFI 和 SCFI。

东方海外货量增速超预期，2020Q4 持续上涨的运价料将在今年 Q1 推动公司释放可观业绩增量。中远海控持股 75%的子公司东方海外国际近期披露运营数据，2020Q4 公司太平洋/亚欧/大西洋/亚澳航线集运箱量分别同增 28.9%/17.6%/22.8%/23.5%，总箱量同增 23.7%，季度总箱量增速创 2013 年以来新高。东方海外国际 2020Q4 箱量高增速超出我们此前预期，显示中国出口需求景气高涨态势。运价端，20Q4 太平洋/亚欧/大西洋/亚澳航线运价同比 +22%/+36%/-7%/+28%，同期的美线/欧线 SCFI 分别同增 71%/168%（未考虑回程运价），运价涨幅略低于我们预期，主要在于美线及欧线包括较多年度及季度合同货，一定程度上拉低了运价的上涨弹性。考虑到欧线、亚澳等航线主要从 11 月加速上涨，而 2021Q1 运价有望维持高位，预计去年 Q4 大涨的运价将在今年 Q1 兑现业绩弹性。

箱量加速增长下，东方海外国际 Q4 航线收入增速提速至 51.2%。箱量加速增长下，东方海外国际 2020Q4 航线收入同增 51.2%至 24.2 亿美元。我们将东方海外国际与台湾三家集运公司 2020Q4 收入表现进行对比，由于东方海外国际仅披露航线收入，而公司总收入中还包括其他物流收入，根据历史情况我们估计全年其他物流收入为 6 亿美元，每个季度约 1.5 亿美元，将其与公司的航线收入相加。最终我们测算东方海外国际 2020Q4 总收入同增 50%，环比增长 28%，而台湾的长荣、阳明、万海 2020Q4 收入分别同增 45%/39%/61%（美元计价），环比增长 20%/24%/48%。东方海外收入同比及环比增速要高于长荣及阳明，显示东方海外 2020Q4 营收表现优异。

美国持续补库以及新一轮财政刺激政策、海外生产恢复后的工业品需求回暖，预计 Q1 集运行业供需依然紧张。11 月美国零售库存有所抬升，零售商库存销售比虽然环比提升 0.03 至 1.26，但是明显低于历史均值 1.45，补库存需求仍将拉动美国进口。近期美国新一轮 9000 亿美元财政刺激计划落地，而拜登上周又公布了 1.9 万亿美元更大规模刺激方案，随着新一轮刺激计划逐步执行，预计美国居民消费需求短期仍将保持高位，美国进口需求不减。同时随着海外复工复产推动，工业品进口需求又将进一步推动集运箱量增加。根据中信证券研究部宏观研究组，海外节日消费需求“旺季”结束导致 12 月消费品出口回落，但海外经济复苏带动生产相关商品出口高增，12 月中国总体出口超预期增长。综上，我们判断消费品需求不减+工业品需求攀升之下，集运行业 Q1 将维持供需紧张局面。

风险因素：1) 贸易摩擦、全球经济放缓等因素导致集装箱吞吐量增长放缓；2) 行业竞争加剧，运力供给过剩，价格大幅下跌；3) 燃油等成本攀升明显。

投资建议：2020Q4 东方海外国际收入及箱量增速超预期，考虑到集运供需依然紧张，我们调整公司 2020/21/22 年归母净利润预测至 97 亿/235 亿/102 亿元（原预测 99 亿/204 亿/110 亿元），现价对应 PE 为 18/8/17 倍，维持“增持”评级。

中远海控	01919.HK
评级	增持（维持）
当前价	10.14 港元
总股本	12,260 百万股
港股流通股本	2,581 百万股
近 12 月绝对涨幅	213.93%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	120,830	151,057	171,656	202,282	192,847
营业收入增长率	34%	25%	14%	18%	-5%
净利润(百万元)	1,230	6,764	9,731	23,506	10,163
净利润增长率	-54%	450%	44%	142%	-57%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.12	0.56	0.79	1.92	0.83
PE	120	26	18	8	17
PB	7.7	5.0	4.2	2.8	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	120,830	151,057	169,367	200,696	196,473
营业成本	110,605	134,830	142,950	158,211	167,606
毛利率	8.46%	10.74%	15.60%	21.17%	14.69%
营业税金及附加	231	226	254	301	294
销售费用	61	68	76	90	88
营业费用率	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
管理费用	6,833	9,766	10,670	12,644	12,181
管理费用率	5.66%	6.47%	6.30%	6.30%	6.20%
财务费用	2,967	5,015	4,203	3,651	3,359
财务费用率	2.46%	3.32%	2.48%	1.82%	1.71%
投资收益	2,235	9,978	2,760	2,642	2,728
营业利润	3,045	12,062	14,664	29,110	16,391
营业利润率	2.52%	7.99%	8.66%	14.50%	8.34%
营业外收入	840	45	80	80	80
营业外支出	39	180	115	112	136
利润总额	3,845	11,927	14,628	29,078	16,335
所得税	819	1,577	2,926	5,816	3,267
所得税率	21.30%	13.22%	20.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	1,796	3,586	1,827	2,844	2,053
归属于母公司股东的净利润	1,230	6,764	9,876	20,418	11,015
净利率	1.02%	4.48%	5.83%	10.17%	5.61%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,845	11,927	14,628	29,078	16,335
少数股东损益	-819	-1,577	-2,926	-5,816	-3,267
折旧和摊销	4,216	5,367	12,932	13,264	13,581
营运资金的变化	159	3,591	2,672	-1,551	703
其他经营现金流	730	1,895	1,290	871	434
经营现金流合计	8,131	21,202	28,596	35,847	27,786
资本支出	-19,888	-11,083	-4,000	-4,500	-4,300
投资收益	2,235	9,978	2,760	2,642	2,728
其他投资现金流	-21,691	5,502	-1,736	-1,922	-1,863
投资现金流合计	-39,344	4,397	-2,976	-3,779	-3,435
发行股票	99	7,708	0	0	0
负债变化	105,295	119,005	-13,560	639	641
股息支出	-2,431	-4,863	-2,930	-2,963	-6,125
其他融资现金流	-65,396	-131,389	-4,203	-3,651	-3,359
融资现金流合计	37,567	-9,538	-20,692	-5,975	-8,844
现金及现金等价物净增加额	6,354	16,062	4,928	26,093	15,507

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	33,995	50,330	55,257	81,350	96,858
存货	4,101	4,054	4,799	5,312	5,627
应收账款	8,719	8,533	9,568	11,337	11,099
其他流动资产	13,490	9,384	10,571	11,605	11,608
流动资产	60,304	72,302	80,195	109,605	125,192
固定资产	109,463	101,112	106,314	110,373	113,606
长期股权投资	28,877	30,763	32,763	34,763	36,763
无形资产	7,958	7,376	7,174	6,983	6,802
其他长期资产	21,541	50,672	34,530	20,408	6,586
非流动资产	167,839	189,922	180,780	172,527	163,756
资产总计	228,144	262,224	260,976	282,131	288,948
短期借款	48,221	14,752	0	0	0
应付账款	20,039	21,634	25,688	27,494	28,713
其他流动负债	20,519	34,041	35,626	35,588	35,152
流动负债	88,779	70,428	61,314	63,082	63,865
长期借款	47,052	79,503	79,503	79,503	79,503
其他长期负债	35,960	43,168	42,260	41,349	40,439
非流动性负债	83,012	122,671	121,764	120,852	119,943
负债合计	171,791	193,099	183,078	183,934	183,808
股本	10,216	12,260	12,260	12,260	12,260
资本公积	28,216	33,399	33,399	33,399	33,399
归属于母公司所有者权益合计	22,886	35,360	42,306	59,761	64,650
少数股东权益	33,467	33,766	35,592	38,437	40,490
负债股东权益总计	56,353	69,125	77,898	98,198	105,140

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	33.6%	25.0%	12.1%	18.5%	-2.1%
营业利润增长率	-38.6%	296.2%	21.6%	98.5%	-43.7%
净利润增长率	-53.8%	449.9%	46.0%	106.7%	-46.1%
毛利率	8.5%	10.7%	15.6%	21.2%	14.7%
EBITDA Margin	9.2%	14.9%	17.7%	21.5%	15.9%
净利率	1.0%	4.5%	5.8%	10.2%	5.6%
净资产收益率	5.4%	19.1%	23.3%	34.2%	17.0%
总资产收益率	0.5%	2.6%	3.8%	7.2%	3.8%
资产负债率	75.3%	73.6%	70.2%	65.2%	63.6%
所得税率	21.3%	13.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股利支付率	395.4%	43.3%	30.0%	30.0%	30.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。