

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

首次覆盖

集运进入“正经济利润”时代，公司将充分受益

报告摘要:

集运看当下: 主干航线“船+箱”供给紧张, 叠加欧美“宅经济”发展, 运价持续高位运行。疫情之下, 跨太平洋航线运价持续高位运行, 直接原因在于短期供需关系失衡。一方面, (1) 行业自律性提升, 航商主动停航控班; (2) 班轮公司或港口出现疫情; (3) 集装箱短期亦面临调度和供给困难。另一方面, 欧美经济重启叠加“宅经济”全球发展, “生产弱、需求强”的特点显现。短期主干航线供不应求。

集运看周期: 供给增速收紧为确定性趋势; 疫苗落地或带来全球贸易的阶段共振; 预计 2021 年供需增速为 3%/6.8%。集装箱运输行业全球供应链的性质和地位决定了其不可避免的周期性。供给端来看, 在手订单占现有运力比处于 1996 年以来的历史最低位, 且今年新签订单仅 163 万 TEU, 后续新签订单趋向谨慎; 行业拆船亦有望增加; 预计 2020/2021 年供给增速为 1.7%/3%。需求端, 欧美“生产弱、需求强”的特点或难有改善且需求仍有改善空间, 而疫苗落地将减小经济活动约束, 带来全球贸易阶段共振; 预计 2020/2021 年需求增速为 -7.2%/6.8% (恢复至 2019 年水平)。

航商竞争策略由份额转向服务和利润, 格局改善推动行业进入“正经济利润”时代。在经历三轮行业洗牌之后, 行业集中度进一步提升 (未来行业仍有继续洗牌的可能性), 航商的竞争策略逐步由份额转向服务和利润, 这将继续推动行业格局改善, 集运将进入“正经济利润”时代。

公司是全球第三大班轮公司, 经营效率不断提升, 盈利弹性大。以现有运力计, 中远海控是全球第三大班轮公司, 在东西主干航线以及澳洲等航线均有较强竞争力。收购 OOCL 后, 协同效应进一步体现, 航线网络进一步优化, 单箱收入/成本以及单位油耗等效率指标提升, 经营业绩弹性大, 将充分受益本轮集运周期。

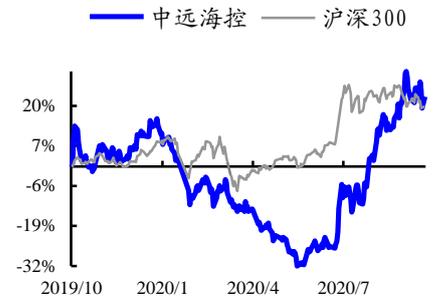
投资建议: 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.37/0.44/0.45 元, 对应 PB 为 1.8/1.5/1.3X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 运力突发式增长, 全球经济大衰退, 油价大幅上涨

股票数据 2020/9/28

6 个月目标价 (元)	7.00
收盘价 (元)	5.69
12 个月股价区间 (元)	3.14 ~ 6.21
总市值 (百万元)	69,757
总股本 (百万股)	12,260
A 股 (百万股)	9,679
B 股/H 股 (百万股)	0/2,581
日均成交量 (百万股)	59

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	65%	14%
相对收益	12%	55%	-5%

相关报告

- 《加速建设现代化流通体系, 核心物流资源价值提升》-20200910
- 《交运行业第 36 周周报: 继续推荐跨境电商, 耐心等待航空反转》-20200907
- 《“双循环”战略下的消费服务投资策略——消费服务行业中期策略》-20200819
- 《顺丰物流底盘继续夯实, 关注国际航线边际改善》-20200729

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002
(021)20363212 quyz@nesc.cn

研究助理: 杨振华

执业证书编号: S0550119080042
(021)20361226 yangzhenhua@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	120,830	151,057	154,176	161,761	165,631
(+/-)%	33.57%	25.02%	2.06%	4.92%	2.39%
归属母公司净利润	1,230	6,764	4,476	5,415	5,524
(+/-)%	-53.79%	449.92%	-33.83%	20.98%	2.03%
每股收益 (元)	0.10	0.55	0.37	0.44	0.45
市盈率	40.27	9.55	16.13	13.34	13.07
市净率	2.16	1.83	1.77	1.53	1.34
净资产收益率 (%)	5.37%	19.13%	10.97%	11.45%	10.23%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	10,216	12,260	12,260	12,260	12,260

目 录

1.	引言：从持续超预期的运价说起	5
2.	集运行业：从份额之争到利润追求，行业或进入“正经济利润”时代	8
2.1.	从传统周期视角看集运行业	8
2.1.1.	供给端：在手订单历史低位，新签订单近乎为零	8
2.1.2.	需求端：欧美“生产弱、需求强”，疫苗落地后或有望带来阶段共振	12
2.2.	从价值视角看集运：行业将进入“正经济利润”时代	17
2.2.1.	行业格局改善或驱动行业进入“正经济利润”时代	17
2.2.2.	行业正处于数字化变革的重要时点，或助力行业估值提升	19
2.3.	短期运价不排除回调可能，但盈利能力提升亦是大概率事件	20
3.	中远海控：历经两次整合，成就全球第三大航商	20
3.1.	公司简介及股权结构	20
3.2.	运力规模全球第三，规模效应显现	21
3.3.	主干航线贡献主要收入和利润，毛利率呈抬升趋势	23
4.	与 OOCL 协同效应逐步显现，经营效率持续提升	27
4.1.	收购东方海外，协同效应在逐步显现	27
4.2.	经营效率在提升，未来仍有改善空间	29
5.	盈利预测与估值分析	31
5.1.	主要假设与盈利预测	31
5.2.	估值分析	33
6.	风险提示	33

图表目录

图 1:	上海-美西、美东航线运价（美元/FEU）	5
图 2:	上海-欧洲、地中海航线运价（美元/TEU）	5
图 3:	中国出口集装箱运价指数	6
图 4:	行业闲置运力近期减少	6
图 5:	行业闲置运力去向	7
图 6:	中国沿海港口集装箱吞吐量（万 TEU）	7
图 7:	沿海八大港口集装箱吞吐量	8
图 8:	在手订单及占现有运力比	9
图 9:	集运新签订单情况	10
图 10:	集运历年交付情况	10
图 11:	集装箱船历年拆解情况	11
图 12:	全球集装箱运力供给增速	12

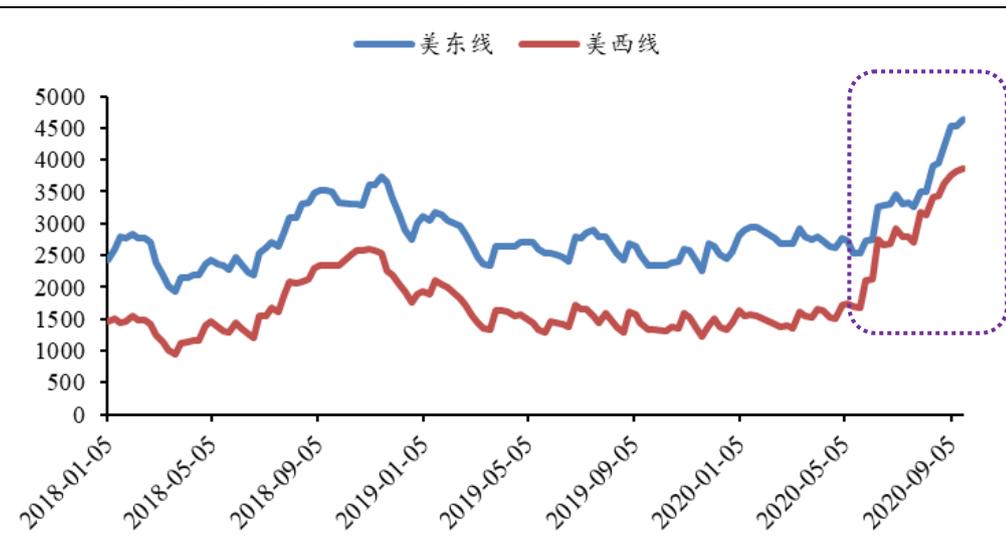
图 13: OECD 综合领先指标.....	13
图 14: 摩根大通全球制造业 PMI.....	13
图 15: 全球新冠疫苗临床试验进度.....	14
图 16: 临床阶段候选新冠疫苗技术路径分布.....	14
图 17: 美国 PMI 指数.....	14
图 18: 美国消费者信心指数.....	14
图 19: 欧元区 PMI 指数.....	15
图 20: 欧盟 27 国消费者信心指数.....	15
图 21: 中国出口增速.....	15
图 22: 中国新出口订单指数.....	15
图 23: 全球集装箱行业供需关系.....	17
图 24: 过去 20 年集运行业的三次大整合.....	17
图 25: 竞争行业短期均衡结果为经济利润为 0.....	18
图 26: 过去十年行业集中度不断提升.....	18
图 27: 美线集中度.....	19
图 28: 欧线集中度.....	19
图 29: 马士基数字化转型.....	20
图 30: 公司发展历程.....	21
图 31: 公司股权结构.....	21
图 32: 公司集装箱运力规模发展.....	22
图 33: 全球集装箱运力规模排名.....	23
图 34: 全球集装箱运力份额.....	23
图 35: 全球集装箱运力规模排名 (考虑在手订单).....	23
图 36: 全球集装箱运力份额 (考虑在手订单).....	23
图 37: 公司主要业务变化历程.....	24
图 38: 公司历年营业收入及增长.....	24
图 39: 公司收入结构 (2015 年).....	25
图 40: 公司收入结构 (2020 年 H1).....	25
图 41: 公司集装箱航运收入结构.....	25
图 42: 各航线收入占比.....	25
图 43: 公司分航线收入变化.....	25
图 44: 公司集装箱货运量结构.....	26
图 45: 各航线货运量占比.....	26
图 46: 公司各航线货运量.....	26
图 47: 公司毛利率及毛利率变化.....	27
图 48: 重组后, 全球航线网络布局优化.....	27
图 49: 重组后, 单船运力规模有所提升.....	28
图 50: 中远海运集运货运量 (TEU).....	28
图 51: OOCL 货运量 (千 TEU).....	28
图 52: 国际航线单箱收入 (美元/TEU).....	29
图 53: 国际航线单箱收入 (元/TEU).....	29
图 54: 分航线单箱收入 (美元/TEU).....	29
图 55: 中远海控成本结构 (2020H1).....	30
图 56: 中远海控单箱成本变动.....	30
图 57: 全年耗油量 (万吨).....	30

图 58: 燃油单耗变动	30
图 59: 高低硫油价格走势	31
图 60: IMO2020 下各应对措施船舶分布	31
图 61: IMO2020 下各应对措施运力分布	31
图 62: 中远海控历史 PB	33
表 1: 2020 年至 2022 年船舶交付节奏	11
表 2: 全球已有 30 款新冠候选疫苗进入临床试验阶段	13
表 3: 克拉克森全球集装箱需求数据	16
表 4: 马士基业绩敏感性	19
表 5: 公司运力布局 (2020 年 6 月)	22
表 6: 收入假设和预测	32

1. 引言：从持续超预期的运价说起

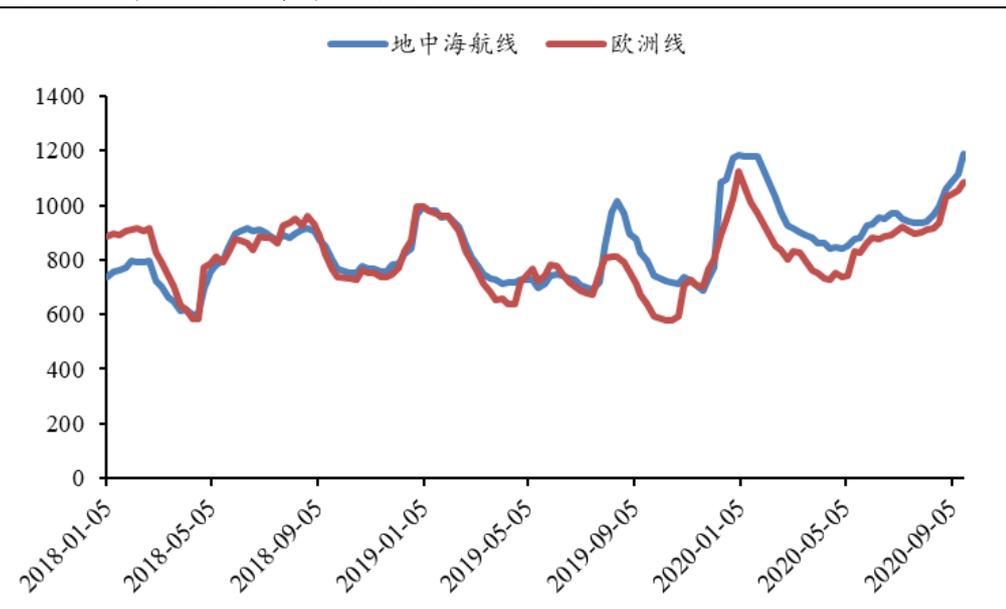
疫情阴霾之下，美线运价反而不断突破，欧线运价亦提升。年初新冠肺炎疫情爆发以来，集装箱运输需求断崖式下跌，部分班轮公司陷入生存危机。尔后，班轮公司主动停航控班力度加大；随着中国较快走出疫情阴霾，欧美国家进入复工复产阶段，主干航线供需关系发生变化，集装箱运价不断反弹。主干航线上，美西线运价已经达到 3867 美元/FEU，美东线运价达到 4634 美元/FEU，欧洲航线的运价也已经达到 1082 美元/TEU。运价走出底部并连创新高引起资本市场和相关部的关注。

图 1：上海-美西、美东航线运价（美元/FEU）



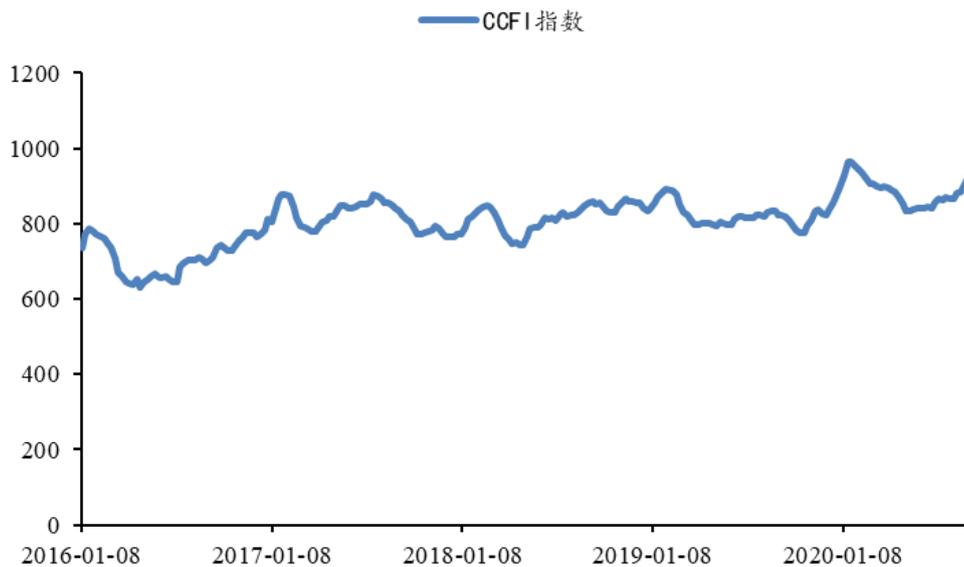
数据来源：东北证券，上海航运交易所

图 2：上海-欧洲、地中海航线运价（美元/TEU）



数据来源：东北证券，上海航运交易所

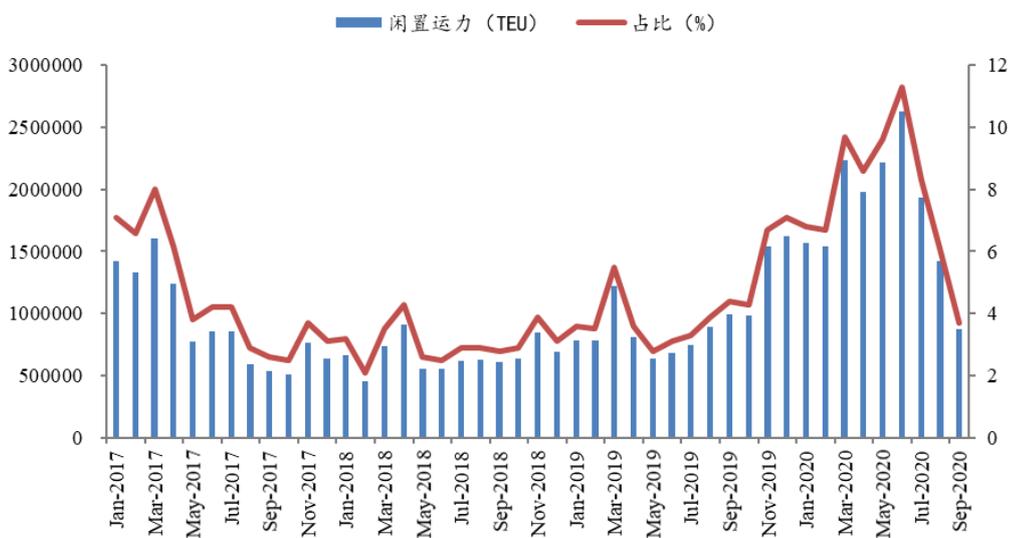
图 3: 中国出口集装箱运价指数



数据来源: 东北证券, Wind

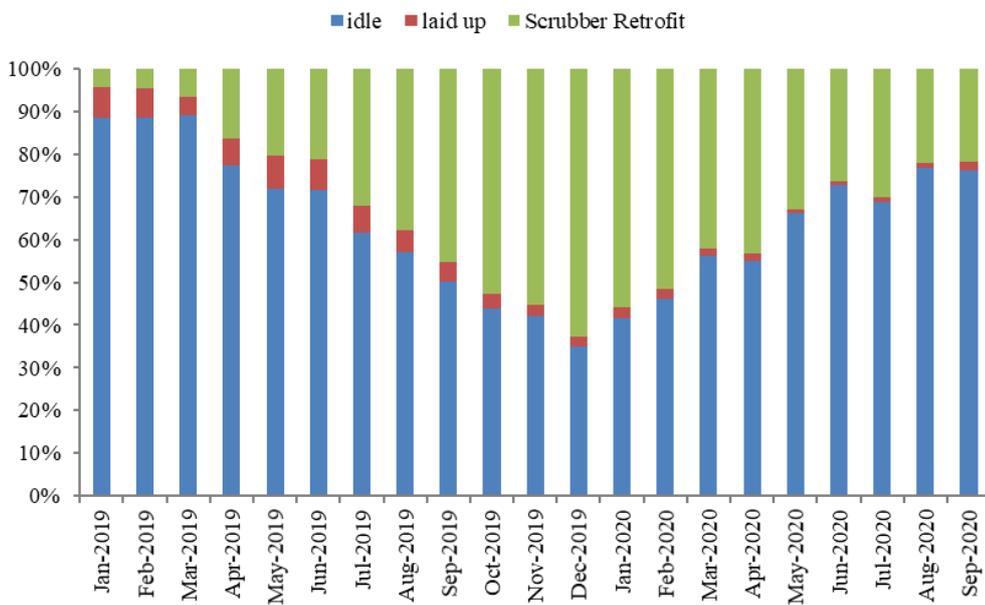
运价连续突破的直接原因在于短期供需关系的失衡, 供给端表现为“船+箱”的供给紧张。无论何种角度而言, 集装箱运输行业全球供应链的性质和地位决定了其不可避免的周期性, 短期运价更是直接受到行业供需关系的影响。供给端来看, (1) 运力部署方面, 班轮公司“生存危机”之下主动采取停航控班以保价的策略, 以公开的数据来看, 行业美线停航控班比例一度达到 15% 以上; (2) 船之外, 六七月集装箱的供给也出现问题, 一方面是由于停航时集装箱仍在海外, 调度需要时间, 一方面是集装箱厂过去两年效益不好, 供给跟不上; 但由于集装箱的建造周期大约六到八周, 相对运力部署, 集装箱的问题相对不很突出; (3) 正常航班出现疫情以及港口的问题, 也会导致短期运力的短缺。

图 4: 行业闲置运力近期减少



数据来源: 东北证券, Alphaliner

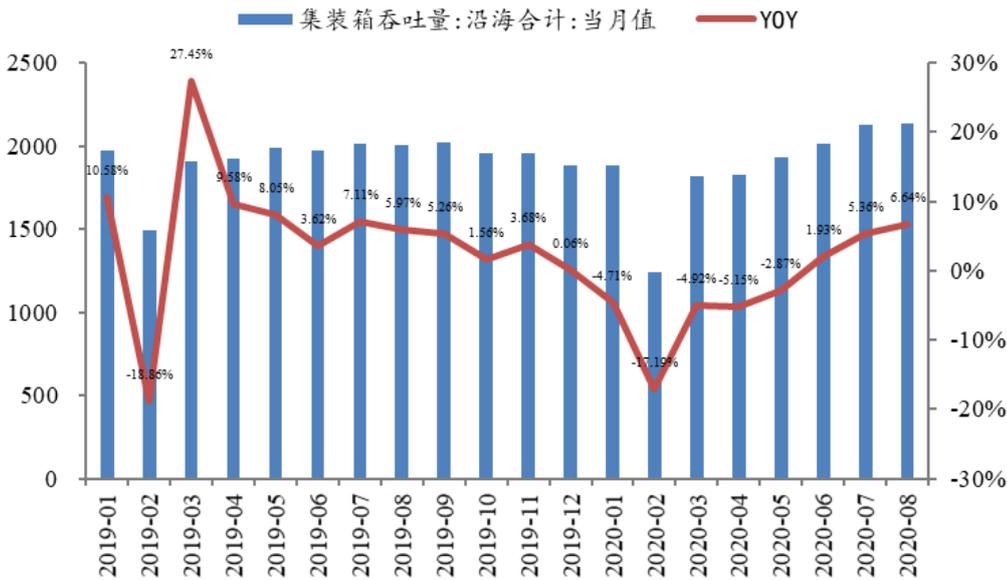
图 5: 行业闲置运力去向



数据来源: 东北证券, Alphaliner

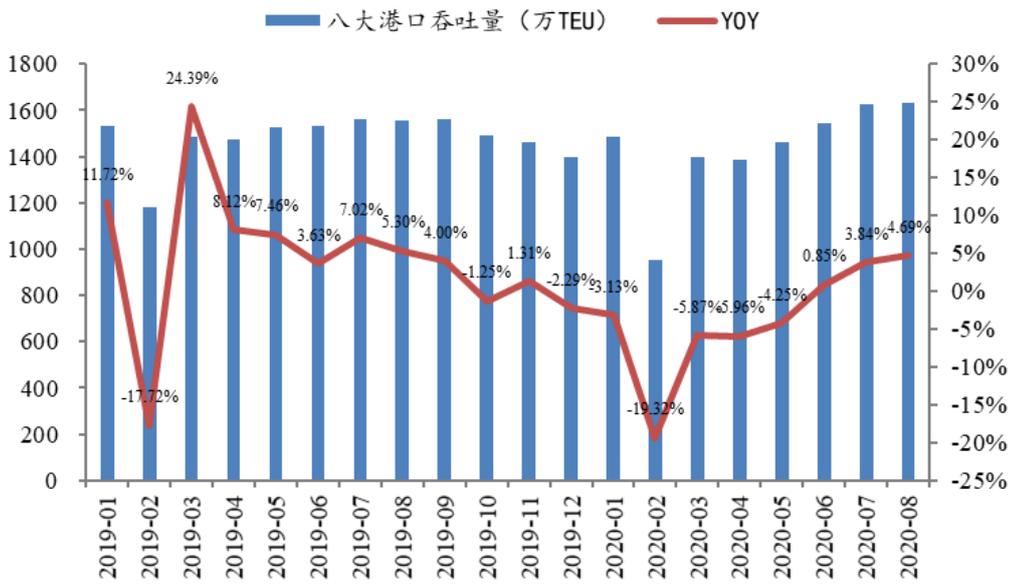
需求端, 欧美“生产弱、需求强”的特点导致出口需求超预期。疫情之下, 中国在全球供应链中的地位进一步凸显, 欧美国家逐步开启复工复产, 经济走上恢复之路, 但是呈现出“生产弱、需求强”的特点。此外, 疫情之下, 美国防护物资和家居用品进口需求快速增长。9月上旬, 八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增长 7.4%, 较前期加快 4.7 个百分点; 外贸吞吐量同比增长 6.3%。两相叠加, 带动出口需求持续超预期, 美线运价持续创新高。

图 6: 中国沿海港口集装箱吞吐量 (万 TEU)



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 沿海八大港口集装箱吞吐量



数据来源: 东北证券, Wind

此次高运价的连续性提示投资者关注运价背后的故事。运价短期连续创新高除了短期供需关系的变化,也反映出行业格局的改善,而这将推动行业进入“正经济利润时代”。这一点我们将在下文分析。

2. 集运行业: 从份额之争到利润追求, 行业或进入“正经济利润”时代

集装箱运输行业作为全球供应链的重要组成部分,其贸易量占全球海运贸易量的16%左右,货品主要以家电家居产品、纺织产品(今年疫情期间防疫物资成为首要品类)等为主。作为一个连接全球的行业,全球经济的周期性决定了集运行业不可避免也不可消灭的周期属性,因此供需结构仍是集运行业分析的首要关键点。但随着集运行业三波整合完成,主要航商对市场份额追求已经在向服务品质进而向利润追求转变,在后面较长一段时间内,全球贸易增长或将维持中低速甚至低速增长,但航商的自律以及核心诉求的转变,或推动行业周期性波动减小。此部分,我们将从行业最基本的供需格局入手进行分析,我们认为,这也是分析集运行业必然不可忽视的环节。

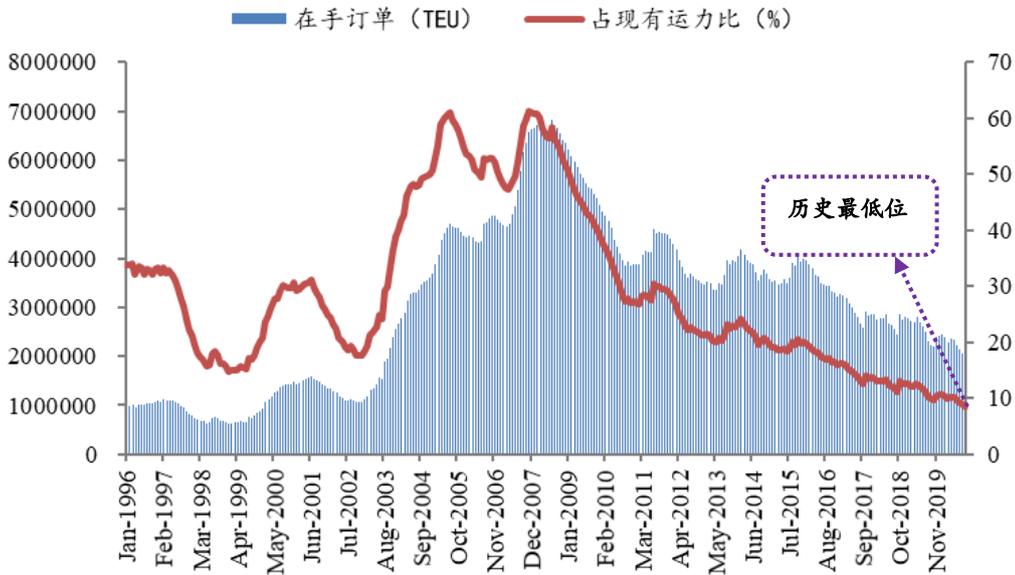
2.1. 从传统周期视角看集运行业

2.1.1. 供给端: 在手订单历史低位, 新签订单近乎为零

行业在手订单占有运力之比为 8.4%, 处于历史低位。行业在手订单的情况揭示了某一个时点上行业存量未交付订单与当期新签订单的情况,也预示了未来一段时间内的待交付情况,因而是运力供给的重要指引。从当前行业在手订单的情况看,2020年8月行业在手订单 206.5 万 TEU, 环比减少 4%, 占有运力比为 8.4%。在

手订单占现有运力比处于 1996 年以来的历史最低位，预示在无突发新增订单以及正常的交付节奏下，未来行业运力交付压力较小。从在手订单的结构来看，15000TEU 以上的占比 48.38%，12000TEU 的在手订单占比 17.82%，8000TEU 的在手订单占比 14.38%，其他船型的在手订单占比 19.42%。

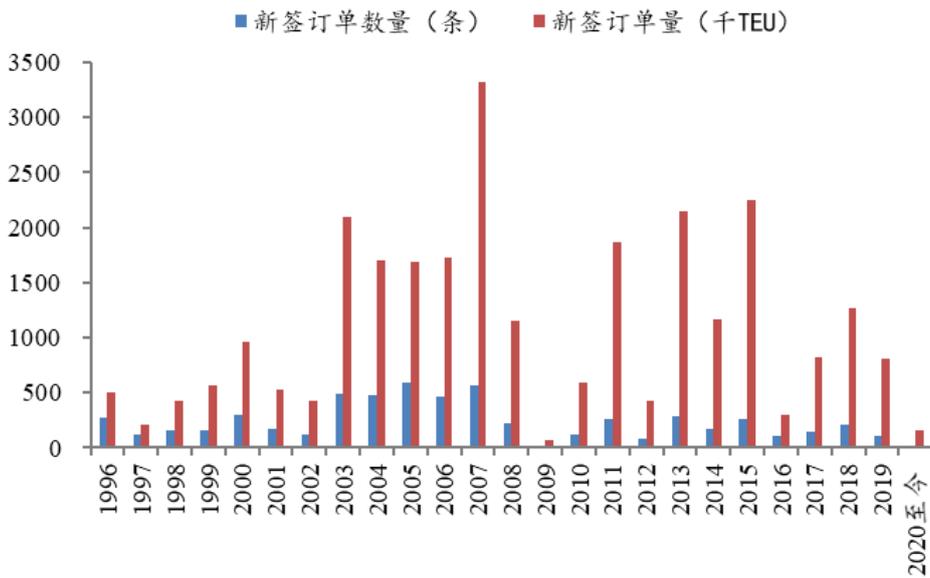
图 8: 在手订单及占现有运力比



数据来源：东北证券，Clarksons

新签订单大幅减少，未来船东新签订单预计更加谨慎。船东新签订造船订单受到船东对未来市场预期（低位造船或者高位扩张）、市场战略（份额战或者利润追求）、资本开支以及行业格局的综合影响。2020 年年初受新冠肺炎疫情影响以来，行业新签订单量大幅减少，截止到 2020 年 8 月，行业新签订单量累计 22 条，共计 162.8 万 TEU，较 2019 年同期减少 41.61%。历史上出现这样低量的新签订单是在金融危机之后的 2009 年，但此后新造船订单又出现了明显的上升，且出现了明显大船化趋势。此轮产能扩张大概率不再像之前那样迅猛，主要基于以下几个原因：（1）不考虑新冠肺炎疫情导致的低基数原因，未来较长一段时间，集装箱海运贸易量将维持平稳的中低速增长；（2）主要船东大船化动作基本完成，部分航商再次签订大船主要是基于完善船队结构或航线结构；（3）集运行业在经历几轮洗牌之后，行业集中度进一步提升，格局改善、自律性提升，行业逐步由份额之争转向利润追求，盲目扩张产能不符合利润追求和服务品质提升的诉求；（4）资本开支压力仍存。

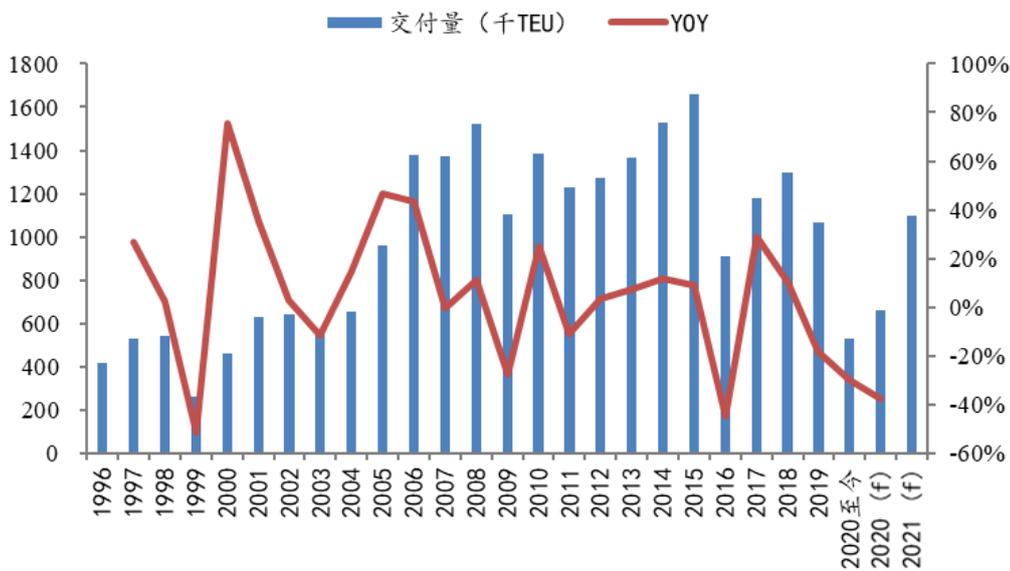
图 9: 集运新签订单情况



数据来源: 东北证券, Clarksons

综合在手订单及新签订单, 行业新增供给增速大概率将放缓。当前行业在手订单占现有运力比处于 1996 年以来的历史最低位, 同时受多个因素叠加影响, 行业新签订单大幅减少, 2021 年行业交付量受 2018 年和 2019 年待交付订单的影响, 交付量基本和 2019 年持平, 2022 年交付量同比将大概率减少。

图 10: 集运历年交付情况



数据来源: 东北证券, Clarksons

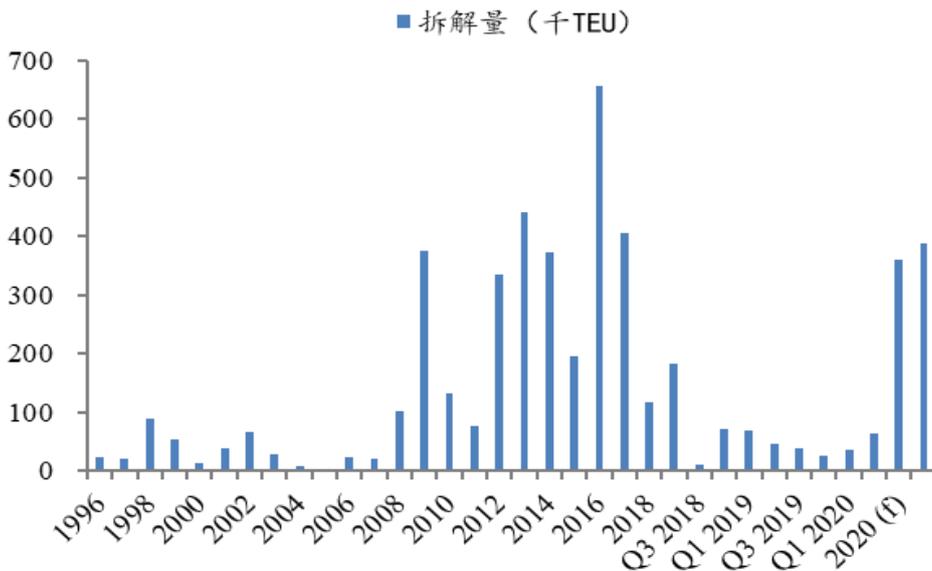
表 1: 2020 年至 2022 年船舶交付节奏

船型 (TEU)	2020	2021	2022
100-2999	134872	192935	21328
3000-5999	11387	26689	
8000-11999	22000	253000	11000
12000-14999	93350	159248	102620
15000+	115792	499660	196844

数据来源: 东北证券, Clarksons

全球集装箱拆解 2020 年和 2021 年有望增加。船舶交付影响的是行业新增运力, 但新增运力之外, 老船等船舶的拆解将减少存量运力。从拆解情况来看, 2019 年拆船量开始上升, 其中 Q1-Q4 分别拆解 69.8、47.4、39.8 和 25.8 千 TEU, 2020 年拆船量有望进一步上升, 其中 Q1 拆解 35.4 千 TEU, Q2 拆解 62.9 千 TEU, 克拉克森预计 2020 年全年拆解量将达到 359.3 千 TEU, 2021 年拆解量将达到 388.8 千 TEU, 行业拆解量将几乎达到 2018 年以前的水平。

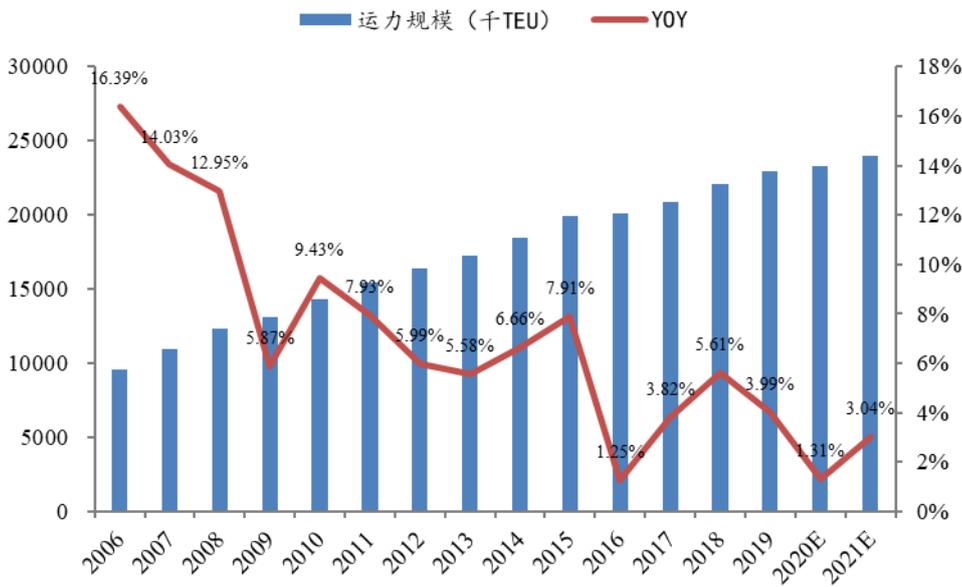
图 11: 集装箱船历年拆解情况



数据来源: 东北证券, Clarksons

预计 2020 年-2022 年全球集装箱运力增速分别为 1.3%/3%/3%。根据克拉克森的预测, 2020 年全球集装箱运力规模为 2296 万 TEU, 同比增长 1.3%; 2021 年和 2022 年运力规模增速分别为 3% 和 3%。根据 Alphaliner 的预测, 全球集装箱运力在 2020 年的增速为 2.7%, 2021 年增速为 2.9%。

图 12: 全球集装箱运力供给增速



数据来源: 东北证券, Clarksons

集装箱本身也可能在一段时间内形成制约。供给端,除了集装箱船舶的因素,集装箱也是一个重要的供给因子。过去几年,集运行业整体效益不好,集装箱生产企业同样如此;2020年集装箱本身也成为制约供给的一个因素,根据信德海事网的信息,中国集装箱预定已经排到了2021年2月份以后。考虑到集装箱的生产周期约六到八周,整体影响相对有限。

2.1.2. 需求端: 欧美“生产弱、需求强”, 疫苗落地后或有望带来阶段共振

集运行业作为全球供应链的重要组成部分,高度暴露于全球经济贸易的发展之中。此部分我们对集装箱运输的需求主要讨论以下几个问题。

➢ 整体视角, 出口产业链的改善仍然值得期待

全球经济持续改善, 出口产业链随之改善。当前海外疫情拐点未现, 甚至部分国家疫情有反复的迹象, 但随着全球复工复产的开启, 全球经济持续修复。摩根大通8月全球综合PMI为52.4, 进一步高于上月的51.0, 属4月底回升以来的最高。随着全球复工继续, 经济活动和产业链互动仍在继续改善。而推动出口持续改善的一个重要原因为欧美“生产弱、需求强”的特点, 即使考虑到疫情二次爆发, 中国的出口受影响程度或小于其他国家。

图 13: OECD 综合领先指标



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 摩根大通全球制造业 PMI



数据来源: 东北证券, Wind

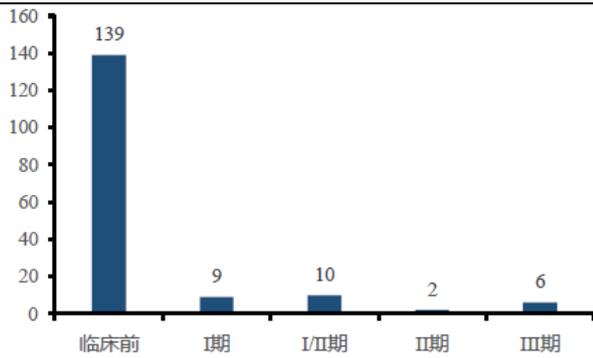
年内至明年一季度疫苗(灭活)有望先后落地, 全球经济约束条件逐渐松动, 全球贸易或迎来阶段性共振。新冠肺炎疫情对全球经济活动的冲击是巨大的, 海外国家在隔离、戴口罩等方面的实际行动基本决定了疫苗才是此次疫情的最终解决办法。根据东北医药组的梳理, 目前全球已经有 30 款新冠候选疫苗进入临床试验阶段, 其中 6 款已经三期。灭活疫苗年内有望落地, 国内康希诺的腺病毒载体和智飞的重组亚单位疫苗最快 2021 年一季度落地。疫苗落地初期, 主要接种对象应主要集中在医护、边防、交运以及学生人员, 虽然受产能等因素影响, 但新冠疫苗的落地, 将使得全球经济发展的重要约束性条件得到松动, 全球贸易有望产生阶段性共振。

表 2: 全球已有 30 款新冠候选疫苗进入临床试验阶段

序号	公司/科研机构	技术平台	候选疫苗类型	I期	I/II期	II期	III期
1	牛津大学/阿斯利康	非复制病毒载体	ChAdOx1-S				
2	武汉所/中国生物技术	灭活					
3	北京所/中国生物技术	灭活					
4	科兴中维	灭活	灭活+铝佐剂				
5	Moderna/NIAID	RNA	LNP包裹的mRNA				
6	BioNTech/复星医药/辉瑞	RNA	LNP包裹的mRNA				
7	康希诺/军事科学院	非复制病毒载体	S型腺病毒载体				
8	智飞生物/中科院微生物所	重组亚单位	佐剂重组蛋白 (RBD二聚体)				
9	中国医学科学院医学生物学研究所	灭活					
10	Inovio	DNA	DNA质粒				
11	Osaka University/ AnGes/Takara Bio	DNA	DNA疫苗+佐剂				
12	Cadila Healthcare Limited	DNA	DNA质粒				
13	Genexine Consortium	DNA	DNA疫苗 (GX-19)				
14	Bharat Biotech	灭活					
15	Janssen Pharmaceutical Companies	非复制病毒载体	Ad26COVS1				
16	Novavax	重组亚单位	全长S-三聚体/纳米粒+M基质				
17	Kentucky Bioprocessing, Inc	重组亚单位	基于RBD结构				
18	Arcturus/Duke-NUS	RNA	mRNA				
19	Gamaleya Research Institute	非复制病毒载体	腺病毒				
20	Clover Biopharmaceuticals Inc./GSK/Dynavax	重组亚单位	类天然三聚体棘突蛋白疫苗				
21	Vaxine Pty Ltd/Medytox	重组亚单位	重组棘突蛋白+Advax佐剂				
22	University of Queensland/CSL/Seqirus	重组亚单位	分子锚稳定的S蛋白+MF59佐剂				
23	帝国理工	RNA	LNP-mCoVsaRNA				
24	Curevac	RNA	mRNA				
25	沃森生物/艾博生物	RNA	mRNA				
26	ReiThera/LEUKOCARE/Univercells	非复制病毒载体	复制缺陷猴腺病毒 (GRAd)				
27	Institute Pasteur/Themis/Univ. of Pittsburg CVR/Merck Sharp & Dohme	复制病毒载体	基于麻疹病毒载体				
28	Instituto Finlay de Vacunas, Cuba	重组亚单位	RBD+佐剂				
29	Medicago Inc.	VLP	植物衍生的VLP+GSK佐剂				
30	Medigen Vaccine Biologics Corporation/NIAID/Dynavax	重组亚单位	S-2P蛋白+CpG 1018				

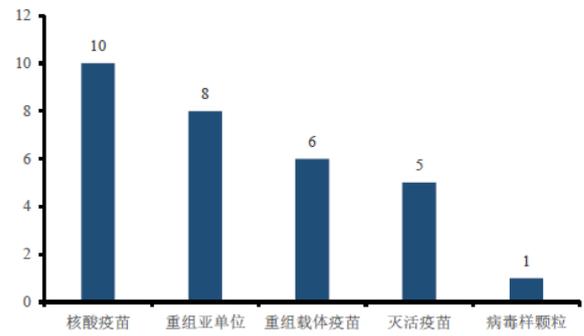
数据来源: 东北证券, WHO

图 15: 全球新冠疫苗临床试验进度



数据来源: 东北证券, WHO

图 16: 临床阶段候选新冠疫苗技术路径分布

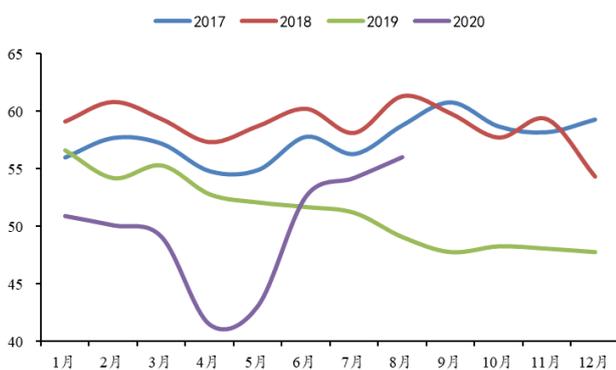


数据来源: 东北证券, WHO

➤ 结构视角: 美线需求超预期, 品类以防疫物资和家居用品为主

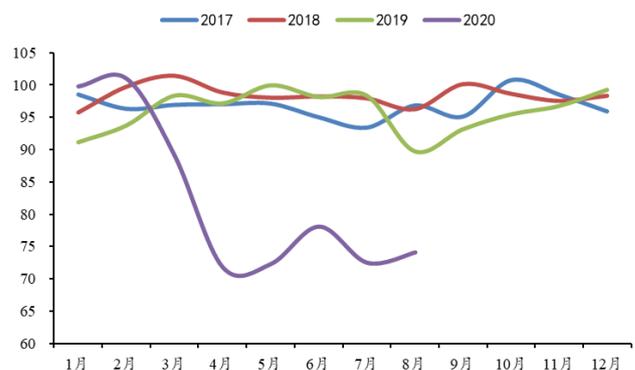
当前集运需求改善区域性差异明显, 美线改善明显。当前集运需求的恢复存在着明显的区域差异, 这种差异与各地区的经济恢复有重要关联。最新数据表明亚洲趋势更加积极, 美国和欧洲逐渐改善, 而 ISC 和拉丁美洲的贸易仍然承受着巨大的压力。从主要航线上来看, 当前需求最热的航线为美线, 这主要是因为美国消费力更强, 而消费力强跟美国政府疫情期间的“发钱效应”有关系 (补贴到 C 端 2000-3000 美元, B 端的补贴到位也很快)。而从 PMI 指标以及消费者信心指数来看, 美国和欧元区的 PMI 已经超过去年同期的水平。分航线来看, 上半年, 远东欧洲航线货运量下降了 14%, 跨太平洋航线货运量上半年下降 11%; 非主干航线中, 中东航线货运量下降 30% (二季度下降 50%)。

图 17: 美国 PMI 指数



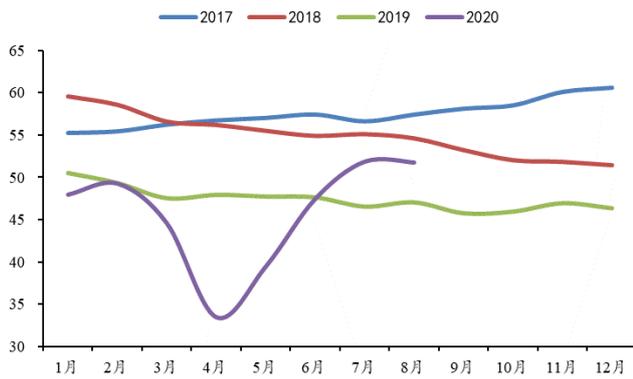
数据来源: 东北证券, Wind

图 18: 美国消费者信心指数



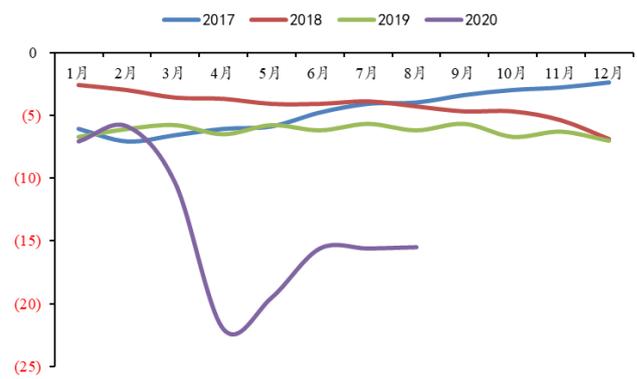
数据来源: 东北证券, Wind

图 19: 欧元区 PMI 指数



数据来源: 东北证券, Wind

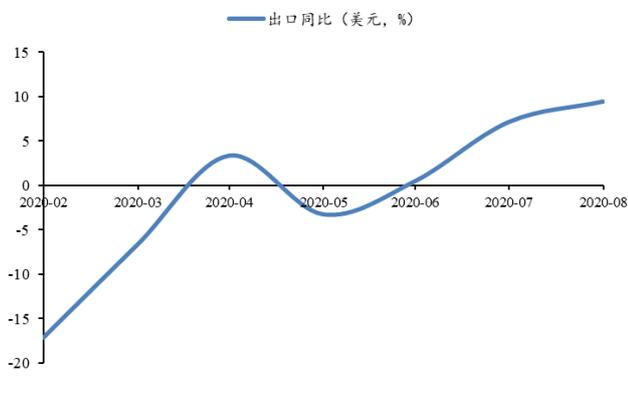
图 20: 欧盟 27 国消费者信心指数



数据来源: 东北证券, Wind

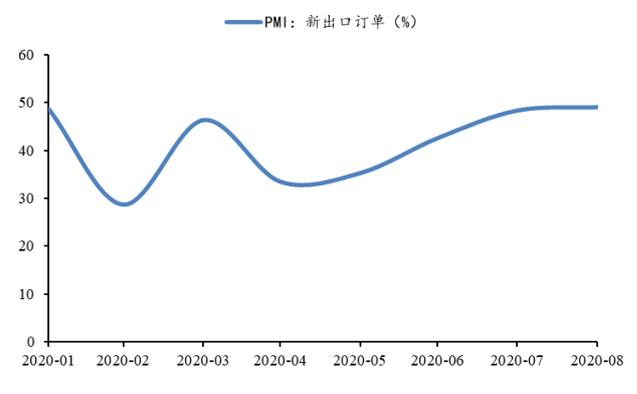
疫情之下, 中国“世界工厂”地位凸显, 防疫物资和家居用品出口高增。此次新冠肺炎疫情之处, 中国疫情最为严重, 但是中国采取了严格而有效的防控举措, 疫情较快的得到控制, 复工复产也顺利推进; 反观他国, 由于种种原因, 疫情拐点迟迟未到, 复工复产推进明显晚于中国; 中国“世界工厂”地位彰显。而中国快速的复工复产也推动了中国出口的较快恢复。因此, 从货品上来看, 较大量的是防疫物资(消毒剂、口罩、洗手液、医疗设备); 其次就是正常的生活消费品, 主要是因为库存被消耗掉了。

图 21: 中国出口增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 22: 中国新出口订单指数



数据来源: 东北证券, Wind

➤ 集装箱运输需求在 2021 年将恢复至 2019 年同期水平

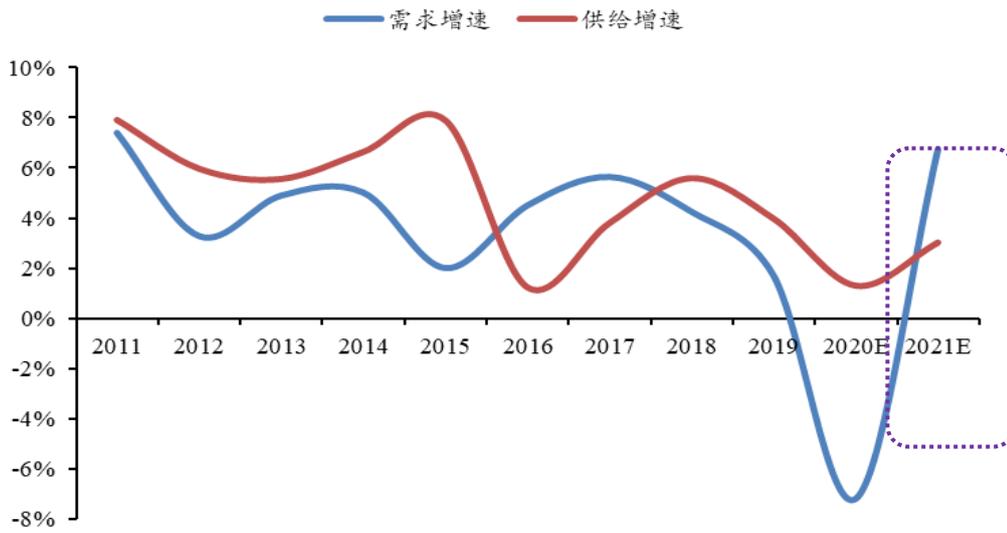
2021 年全球集装箱运输需求有望与 2019 年持平。前文已经提到, 全球经济在改善的通道之中, 而新冠肺炎疫苗的落地将进一步放松经济活动的制约条件, 全球贸易活动有望出现共振。此外, 欧美贸易量仍存在提升的空间。根据克拉克森的预测, 全球集装箱运输需求在 2020 年为 182.3 百万 TEU, 较 2019 年减少 7.2%; 2021 年全球集装箱运输需求为 194.7 百万 TEU, 较 2020 年同比增长 6.8%, 基本恢复至 2019 年的水平。

表 3: 克拉克森全球集装箱需求数据

TRADE LANE	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(f)	2021(f)
Transpacific EB	14.3	14.9	15.1	15.5	16.4	17.2	18.0	19.2	18.7	17.2	18.4
Transpacific WB	7.8	7.8	7.8	7.6	7.3	7.9	8.0	7.5	7.4	7.3	7.5
Asia-Europe WB	14.2	13.6	14.3	15.2	14.8	15.2	15.9	16.2	16.6	15.0	16.2
Europe-Asia EB	6.2	6.5	6.9	7.0	7.1	7.5	7.9	7.6	8.1	7.8	8.1
Transatlantic WB	3.3	3.5	3.6	3.9	4.2	4.3	4.7	5.0	5.1	4.7	5.1
Transatlantic EB	2.8	2.6	2.7	2.7	2.6	2.6	2.7	2.9	3.0	2.7	3.0
Total Mainlane East-West	48.6	48.9	50.3	52.0	52.3	54.7	57.2	58.5	59.0	54.8	58.2
% year-on-year growth	3.7%	0.6%	3.0%	3.2%	0.8%	4.4%	4.7%	2.2%	1.0%	-7.2%	6.3%
Asia-ME/ISC	5.8	6.1	6.3	6.8	7.3	7.7	8.0	7.7	7.5	6.5	7.3
ME/ISC-Asia	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4
Europe-ME/ISC	3.0	3.2	3.2	3.5	3.8	4.0	4.1	4.2	4.3	3.8	4.2
ME/ISC-Europe	2.2	2.2	2.4	2.6	2.6	2.8	2.9	3.1	3.1	2.6	3.0
North America-ME/ISC	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.6	1.7
ME/ISC-North America	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.3	1.4
Total Non-Mainlane East-West	14.9	15.5	16.0	17.2	18.1	19.1	20.0	20.5	20.5	18.1	19.9
% year-on-year growth	11.0%	3.9%	3.6%	7.2%	5.0%	5.8%	4.6%	2.6%	-0.2%	-11.7%	10.3%
Asia-Latin America	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.4	3.6	3.9	3.9	3.4	3.7
Latin America-Asia	1.4	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.1	2.2	2.3
Europe-Latin America	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2	1.9	2.0
Latin America-Europe	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1
North America-Latin America	2.8	2.7	3.0	3.1	3.0	2.8	2.9	3.0	2.9	2.4	2.6
Latin America-North America	2.1	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	1.8	2.0
Other Latin America	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Total Latin America N-S	13.0	12.6	13.3	13.6	13.7	14.1	14.9	15.7	15.6	14.0	15.0
Asia-Africa	2.5	2.6	2.9	3.2	3.0	2.8	3.1	3.2	3.4	3.1	3.3
Africa-Asia	1.4	1.5	1.5	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	1.9
Europe-Africa	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5	2.1	2.4
Africa-Europe	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1
North America-Africa	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Africa-North America	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other Africa	1.5	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	1.8	2.0
Total Africa N-S	8.2	8.5	9.2	9.6	9.2	9.2	9.8	10.5	10.8	9.8	10.6
Asia-Oceania	1.9	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8	2.7	2.5	2.7
Oceania-Asia	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.5	1.4	1.5
Europe-Oceania	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
Oceania-Europe	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
North America-Oceania	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
Oceania-North America	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Other Oceania	2.5	2.6	2.7	2.9	2.9	3.0	3.2	3.3	3.2	3.0	3.2
Total Oceania N-S	4.5	4.7	4.8	5.2	5.4	5.6	5.9	6.1	5.8	5.5	5.8
North-South	25.7	25.8	27.3	28.3	28.3	28.8	30.6	32.3	32.2	29.3	31.5
% year-on-year growth	9.1%	0.5%	6.0%	3.7%	0.0%	1.6%	6.2%	5.5%	-0.2%	-8.9%	7.3%
Intra-Asia	37.8	40.7	43.9	46.7	48.1	51.1	54.7	57.8	59.5	57.0	60.2
% year-on-year growth	11.8%	7.8%	7.8%	6.3%	3.1%	6.2%	7.1%	5.6%	3.0%	-4.3%	5.6%
Other Intra-Regional/Other	17.6	18.4	18.9	20.3	20.9	21.7	22.8	24.1	25.2	23.2	24.8
Intra-Regional/Other	55.3	59.1	62.9	67.0	69.0	72.8	77.5	81.9	84.7	80.2	85.0
% year-on-year growth	9.1%	6.8%	6.3%	6.5%	3.1%	5.4%	6.4%	5.7%	3.4%	-5.3%	6.1%
Total Trade (mTEU)	144.5	149.3	156.6	164.4	167.8	175.3	185.2	193.1	196.4	182.3	194.7
% year-on-year growth	7.4%	3.3%	4.9%	5.0%	2.0%	4.5%	5.6%	4.3%	1.7%	-7.2%	6.8%
Est. TEU-Mile Trade (bn)	755.2	768.8	802.0	837.9	851.0	885.0	934.3	967.4	983.2	907.5	971.4
% year-on-year growth	6.4%	1.8%	4.3%	4.5%	1.6%	4.0%	5.6%	3.5%	1.6%	-7.7%	7.0%
Est. Global Peak Leg Growth	95.8	99.4	104.6	110.6	113.2	117.9	124.6	130.3	132.3	121.6	130.5
% year-on-year growth	7.4%	3.8%	5.2%	5.8%	2.3%	4.2%	5.7%	4.6%	1.5%	-8.1%	7.3%

数据来源: 东北证券, Clarksons

图 23: 全球集装箱行业供需关系



数据来源: 东北证券, Clarksons

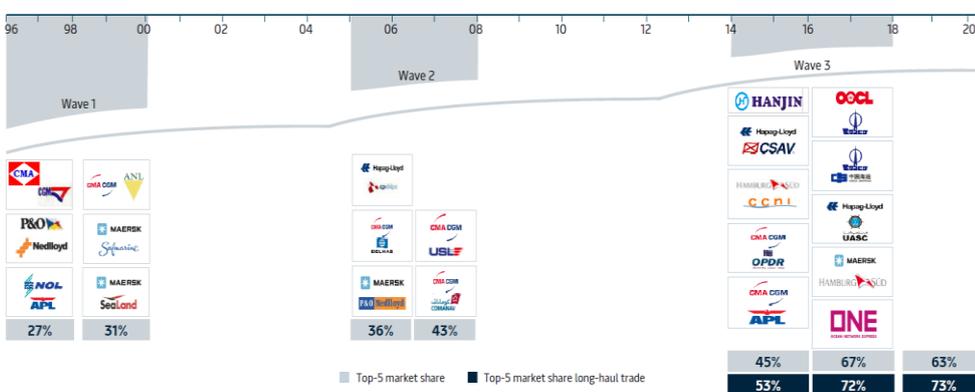
2.2. 从价值视角看集运: 行业将进入“正经济利润”时代

2.2.1. 行业格局改善或驱动行业进入“正经济利润”时代

集中度进一步提升叠加重视服务价值将推动行业格局改善, 格局改善或驱动经济利润走向正利润。仅仅是行业集中度的提升, 并不能说明行业格局的改善或者局部均衡的形成。集运行业无论是从产品端(几乎是无差异化的产品)还是集中度来看, 之前几乎仍处于竞争充分的阶段, 行业竞争模式决定了行业的经济利润基本为 0, 体现在会计利润上基本是亏损为主, 诸多集运公司连续亏损的表现也验证了这一点。而随着第三波行业整合的完成, 行业集中度进一步提升, CR5 已经达到了 67%, 行业自律性提升; 主要航商也更加重视服务品质, 未来在航运综合服务上或出现或大或小的差异化。这两个因素既是行业格局改善的表现, 同时也是推动行业格局改善的重要原因。从完全竞争的模式进入格局改善阶段, 集运行业将进入“正经济利润”时代。

图 24: 过去 20 年集运行业的三次大整合

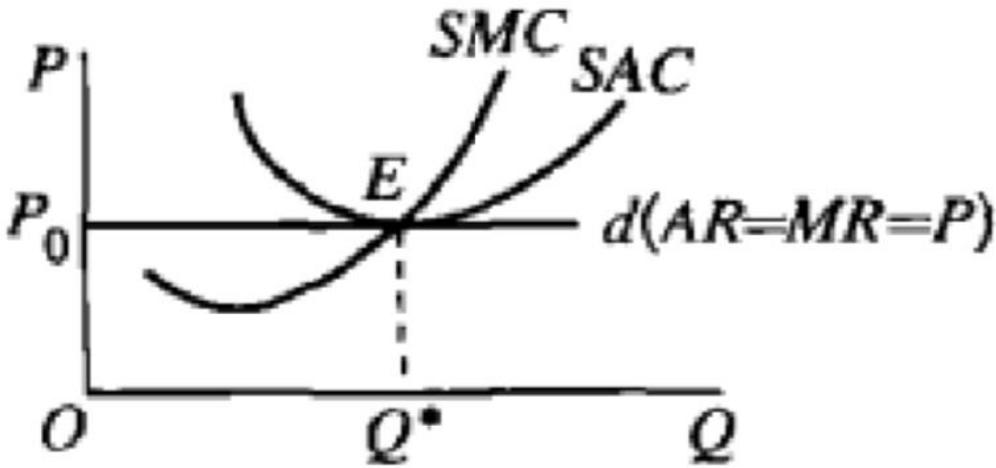
Consolidation wave is rolling again - 8 top 20 players disappeared in the last 4 years



Note: Long haul trades defined as non-intra-regional trades.
Source: Alphaliner.

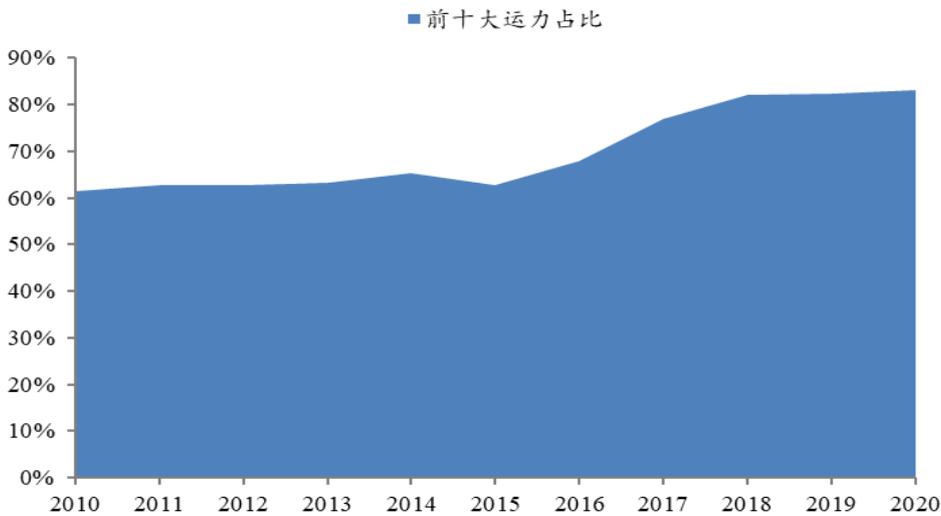
数据来源: 东北证券, 马士基官网

图 25: 竞争行业短期均衡结果为经济利润为 0



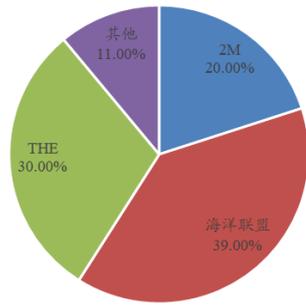
数据来源: 东北证券,《经济学原理》

图 26: 过去十年行业集中度不断提升



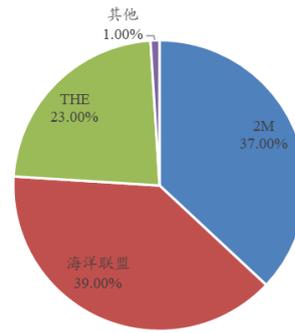
数据来源: 东北证券, Alphaliner

图 27: 美线集中度



数据来源: 东北证券, Alphaliner

图 28: 欧线集中度



数据来源: 东北证券, Alphaliner

价格弹性大于货量弹性, 行业从份额之争走向利润追求。过去较长一段时间内, 集运行业的竞争在市场份额。2019 年在需求疲弱的情况下, 班轮公司基本上就放弃了通过价格战抢份额的战略, 而新冠肺炎疫情下的生存危机进一步促使企业的目标转向生存和利润。往后看, 在疫情的催化以及行业集中度较高的背景下, 行业的目标将转向利润而不再局限在市场份额之中。当前, 集运行业的价格弹性已经大于货量的弹性, 根据马士基最新公布的数据, 集装箱运价每变化 100 美元/FFE, 对下半年 EBITDA 的影响是 6 亿美元; 集装箱货量每变化 10 万 FFE, 对下半年 EBITDA 的影响是 1 亿美元。

表 4: 马士基业绩敏感性

因素	对 EBITDA 影响 (十亿美元)
运费	\$100/FFE 0.6
运量	100000FFE 0.1
燃油价格	\$100/tonne 0.2
汇率	10% 0.1

数据来源: 东北证券, 马士基官网

2.2.2. 行业正处于数字化变革的重要时点, 或助力行业估值提升

疫情成为行业数字化进程的催化剂, 数字化有望推动行业估值提升。集运行业的另一个重要变化或者说行业生态升级就是数字化, 数字化并不是最新提出的概念, 实际上早在疫情之前相关部门和公司就在制定相关程序框架; 但疫情成为行业数字化进程的重要催化剂, 数字化逐渐成为行业共识。对于行业而言, 数字化可以优化内外部流程, 对外部流程, 数字化可以更好的帮助客户下订单、评价业绩, 也有助于减少环境污染, 提高运营效率和安全性。但是数字化进程不可能是快速实现的, 在行业数字化的进程中必须要解决信任的问题以及供应链中标准的确立。

图 29: 马士基数字化转型



数据来源: 东北证券, 马士基官网

2.3. 短期运价不排除回调可能, 但盈利能力提升亦是大概率事件

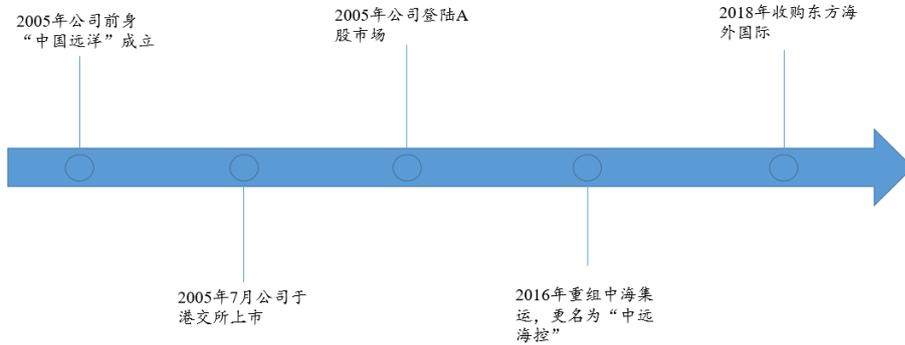
短期不排除运价回调的可能, 但行业 2021 年盈利能力提升也是大概率的。短期来看, (1) 马士基等主要班轮公司恢复主干航线运力供给; (2) 行业即将进入四季度集运淡季。运价难以维持当前的高位。但此次需求危机和 2008 年危机的最大区别是, 2008 年的危机是金融市场断裂, 而此次补库存和恢复消费时的需求大, 在家时间多, 圣诞节需求旺盛。此外, 如前文所述, “生产弱、需求强” 的局面或导致四季度需求不再悲观。往前看 2021 年, 需求方面: (1) 欧美有改善空间; (2) 疫苗落地或带来全球贸易阶段性共振; 供给端的趋紧是确定的。因此我们对 2021 年的集运行业做出以下基本判断: (1) 合同货的价格有望有所提升; (2) 阶段共振之下, 即期运价仍有景气区间。由此, 行业盈利能力大概率进一步提升。

3. 中远海控: 历经两次整合, 成就全球第三大航商

3.1. 公司简介及股权结构

中远海控, 前身为中国远洋控股股份有限公司, 成立于 2005 年 3 月, 同年 7 月于港交所上市 (代码: 1919.HK), 2007 年正式登陆 A 股市场 (代码: 601919.SH)。2016 年中国远洋与中海集运重组合并, 并更名为 “中远海运控股股份有限公司”; 2018 年中远海控收购东方海外, 经营规模进一步扩大。

图 30: 公司发展历程



数据来源：东北证券，公司公告

公司控股股东为中国远洋运输有限公司，实际控制人为国务院国资委。中国远洋运输有限公司持有中远海控 37.89% 股份，为公司控股股东；中国远洋海运集团有限公司为公司间接控股股东，此外还直接持有公司 8.33% 股权，合计持有公司 46.22% 股权。公司的实际控制人则为国务院国资委。

图 31: 公司股权结构



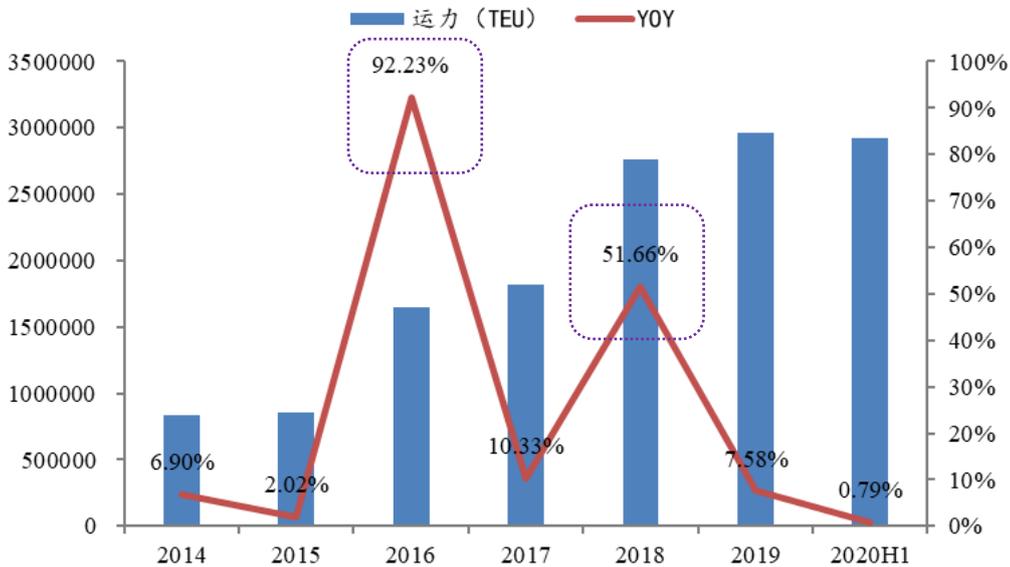
数据来源：东北证券，公司官网

3.2. 运力规模全球第三，规模效应显现

历经两次资产重组，造就全球第三的集运班轮公司和全球第一的码头公司。公司运力规模随着新船交付、并购重组等实现了较快的增长：2015 年公司自营船队 178 艘集装箱船，合计 85.77 万 TEU，船队规模位居世界第六位；2016 年与中海集运整合完成，并租入中远海发旗下的集装箱船舶，自营船队规模达到 312 艘，合计 164.88 万 TEU，运力规模上升至世界第四位；2018 年公司收购东方海外国际后，运力规模

进一步增加，并提升至世界第三；最新数据显示，公司运力规模 292 万 TEU，继续位居世界第三。码头方面，以总吞吐量计算，公司码头吞吐量份额 13.5%，为全球第一；以权益吞吐量计算，公司码头吞吐量份额 5.9%，为全球第三。

图 32: 公司集装箱运力规模发展



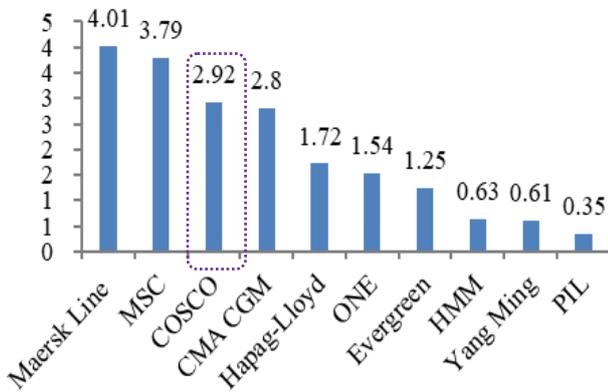
数据来源: 东北证券, 公司公告

表 5: 公司运力布局 (2020 年 6 月)

		自有	租入	合计	订单运力	自营+订单
15000+	运力 (TEU)	472133	94910	567043	115000	682043
	船只数量	23	5	28	5	33
10000-15000	运力 (TEU)	502726	297792	800518		800518
	船只数量	39	24	63		63
8000-10000	运力 (TEU)	205257	268250	473507		473507
	船只数量	24	30	54		54
6000-8000	运力 (TEU)	0	13513	13513		13513
	船只数量	0	2	2		2
4000-6000	运力 (TEU)	314404	439989	754393		754393
	船只数量	66	91	157		157
2000-4000	运力 (TEU)	2992	111711	114703		114703
	船只数量	1	43	44		44
2000-	运力 (TEU)	15942	180264	196206		196206
	船只数量	11	149	160		160
合计	运力 (TEU)	1513454	1406429	2919883	115000	3034883
	船只数量	164	344	508	5	513

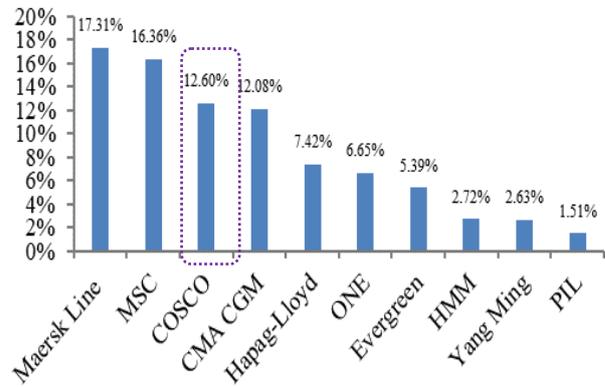
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 33: 全球集装箱运力规模排名



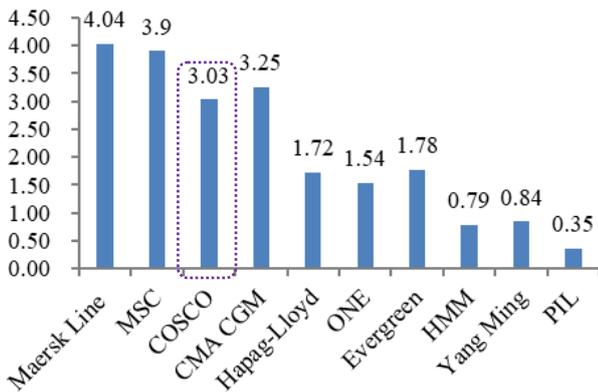
数据来源: 东北证券, Alphaliner

图 34: 全球集装箱运力份额



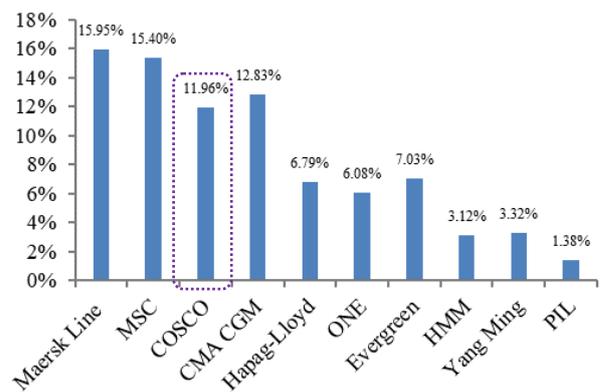
数据来源: 东北证券, Alphaliner

图 35: 全球集装箱运力规模排名 (考虑在手订单)



数据来源: 东北证券, Alphaliner

图 36: 全球集装箱运力份额 (考虑在手订单)

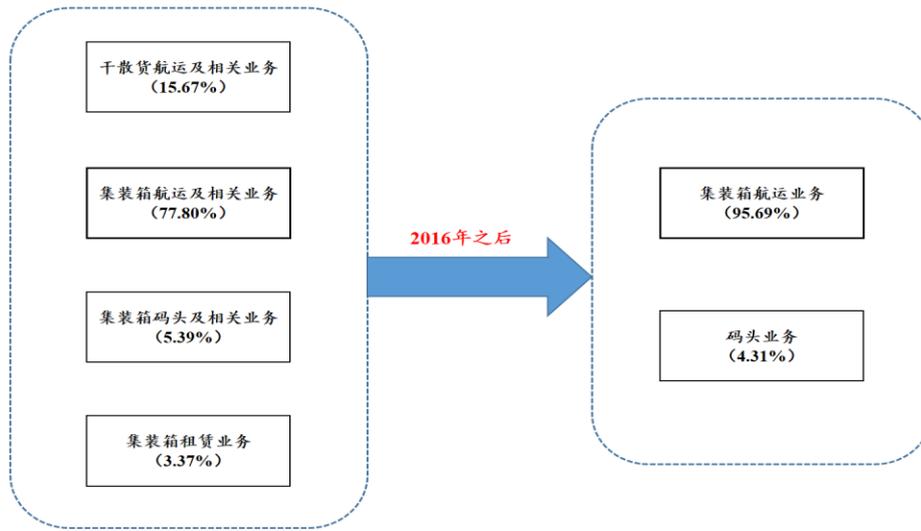


数据来源: 东北证券, Alphaliner

3.3. 主干航线贡献主要收入和利润, 毛利率呈抬升趋势

重组推动业务整合, 集装箱航运业务收入和利润占比不断提升。2016 年中国远洋将其持有的中散集团 100% 股权出售给中远集团、向中海集运购买 33 家集运公司股权、中远太平洋将其持有的佛罗伦 100% 股权出售给中海集运香港并向中海香港控股、中海集运分别购买其持有的中海港口 51% 和 49% 股权。此次交易完成之后, 公司的战略定位转为“专注于发展集装箱航运服务供应链”, 主营业务也由之前集装箱航运、干散货航运、码头和集装箱租赁业务转为更加专注于集装箱运输与码头投资经营业务。2018 年, 公司整合东方海外国际后, 集装箱航运业务进一步提升, 尤其是国际集装箱业务占比进一步提升。

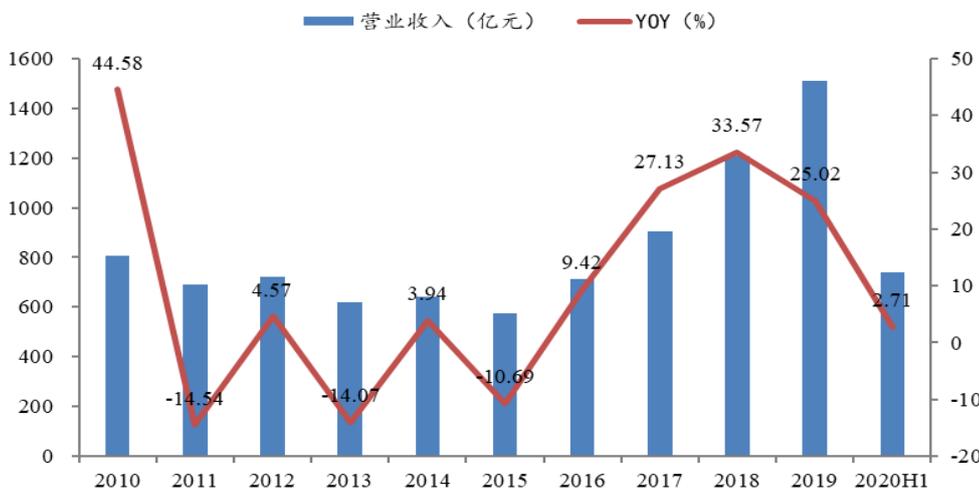
图 37: 公司主要业务变化历程



数据来源: 东北证券, 公司公告

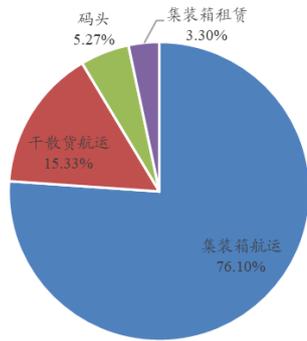
集装箱航运业务贡献 96% 的收入, 其中跨太平洋航线和亚欧航线贡献超过 50%。从收入结构来看, 随着业务整合完成, 集装箱航运业务占比由 2015 年的 77.8% 提升至目前的 95%; 码头业务收入占比基本保持稳定。2020 年上半年, 公司集装箱航运业务实现收入 715.88 亿元, 同比增长 3.89%; 码头业务实现收入 32.25 亿元, 同比下降 27.74%。拆分航运业务来看, 国际航线的货运量占整体货运量的 79.05%, 且处于提升的过程, 其中, 跨太平洋航线占比 18.13%, 亚欧航线 (包括地中海) 航线占比 19.13%, 亚洲区域 (包括澳洲) 航线占比 32.08%, 其他国际航线 (包括大西洋) 占比 9.67%; 中国大陆航线占比 20.95%。收入方面, 国际航线收入贡献集装箱航运业务收入的 92.31%, 其中, 跨太平洋航线占比 28.85%, 亚欧航线 (包括地中海) 航线占比 22.65%, 亚洲区域 (包括澳洲) 航线占比 27.23%, 其他国际航线 (包括大西洋) 占比 13.58%; 中国大陆航线占比 7.69%。跨太平洋航线和亚欧航线以 37.3% 的货运量贡献了 51.5% 的收入。

图 38: 公司历年营业收入及增长



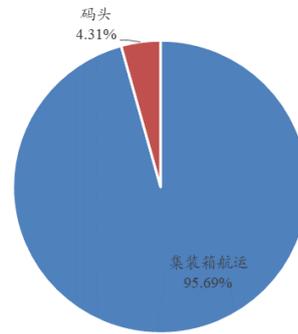
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 39: 公司收入结构 (2015 年)



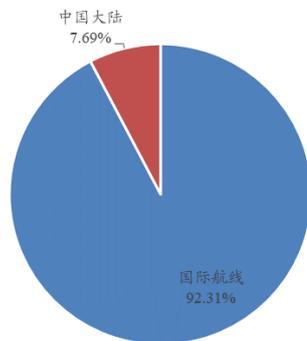
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 40: 公司收入结构 (2020 年 H1)



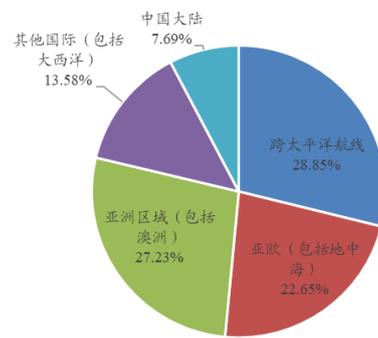
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 41: 公司集装箱航运收入结构



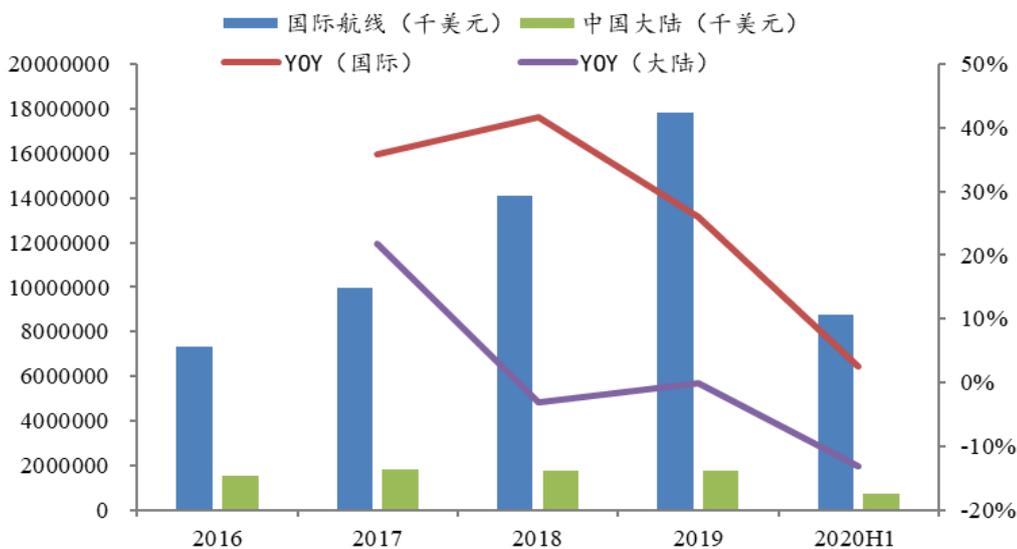
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 42: 各航线收入占比



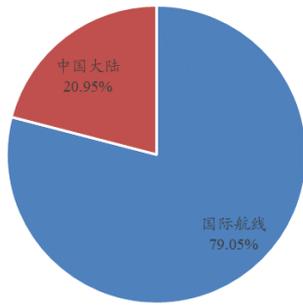
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 43: 公司分航线收入变化



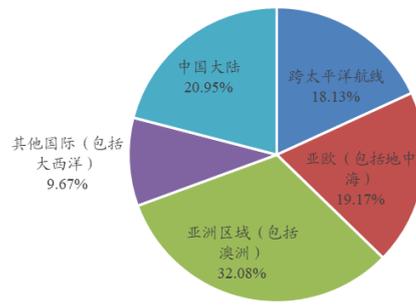
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 44: 公司集装箱货运量结构



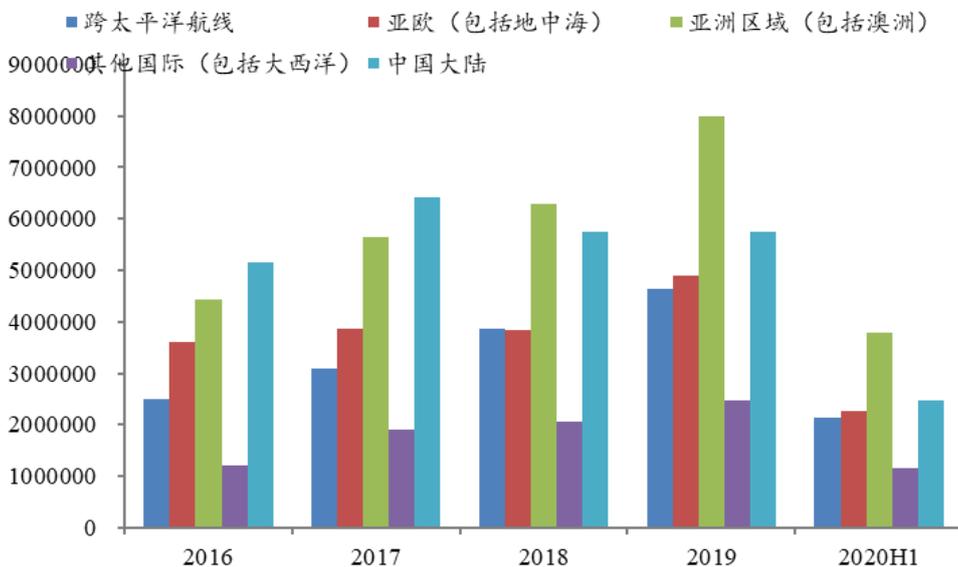
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 45: 各航线货运量占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

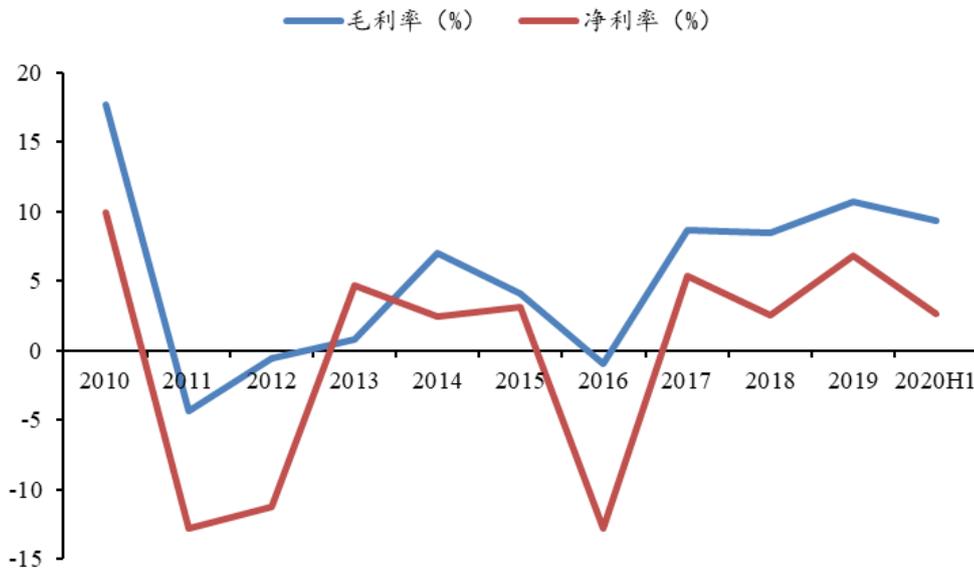
图 46: 公司各航线货运量



数据来源: 东北证券, 公司公告

部分成本相对刚性, 运价和燃油成本成为影响利润表现的重要因素。班轮公司收入主要受货运量和运费的影响, 而由于船舶折旧、维修等成本相对刚性, 因此成本端来看, 燃油成本以及公司的成本管控成为影响利润表现的重要因素。从过去几年公司的利润表现来看, 公司毛利率有所抬升。

图 47: 公司毛利率及净利率变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

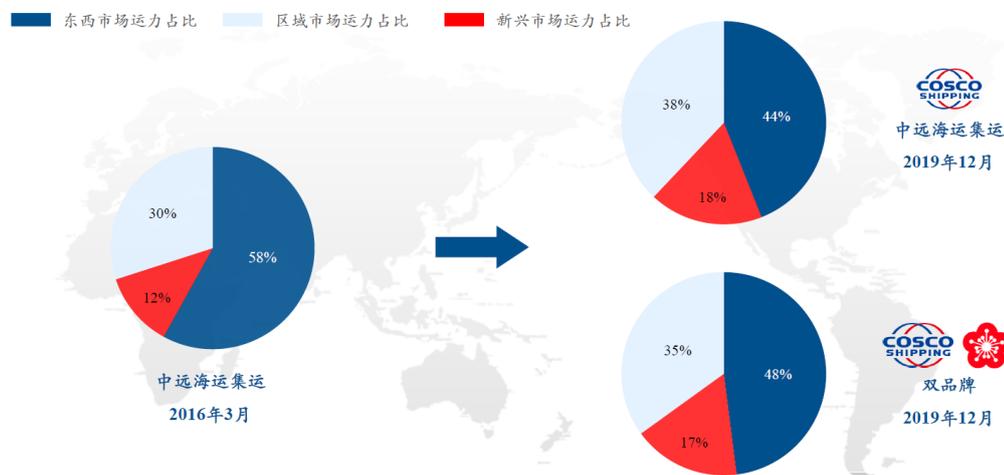
4. 与 OOCL 协同效应逐步显现, 经营效率持续提升

4.1. 收购东方海外, 协同效应在逐步显现

收购东方海外后, 公司实行“双品牌”运营, 充分发挥规模优势与协同效应, 在航线网络规划、集装箱管理、供应商采购、信息化系统建设方面取得了较好的效果。

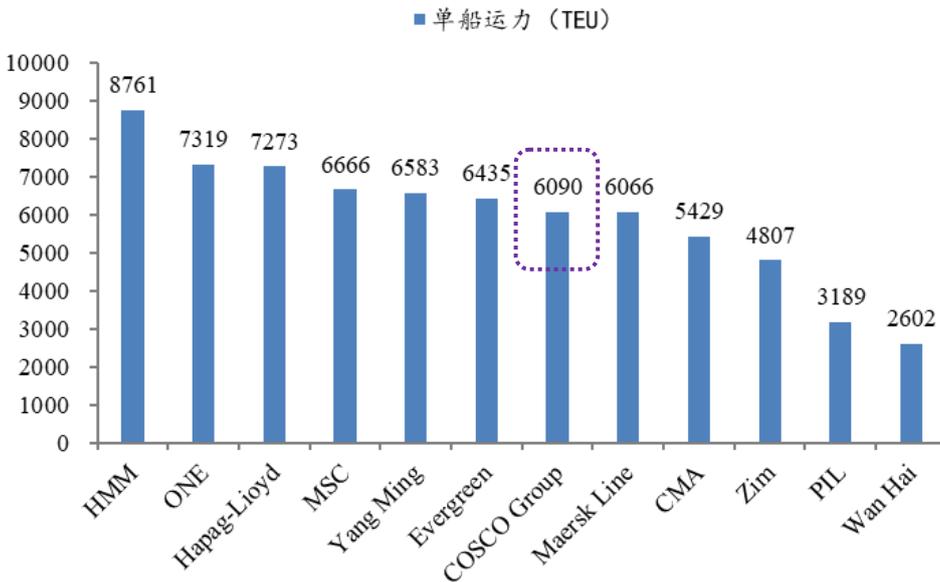
- **航线网络及运力布局规划方面:** (1) 欧洲区域内航线由中远海运集运统筹管理和操作; 大西洋航线由东方海外货柜统筹管理和操作; 此外, 东方海外进入非洲和南美市场, 中远海运集运的支线及船代服务也实现对东方海外的开放使用。(2) 通过强化运力统筹安排, 实现每条航线的运力最优, 通过部分船舶互租, 使船队资源得到充分利用。

图 48: 重组后, 全球航线网络布局优化



数据来源: 东北证券, 公司公告

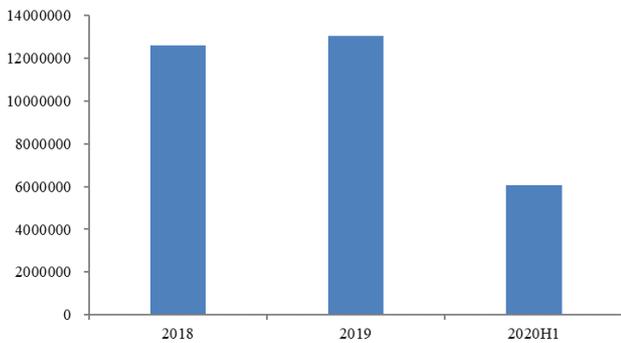
图 49: 重组后, 单船运力规模有所提升



数据来源: 东北证券, 马士基官网

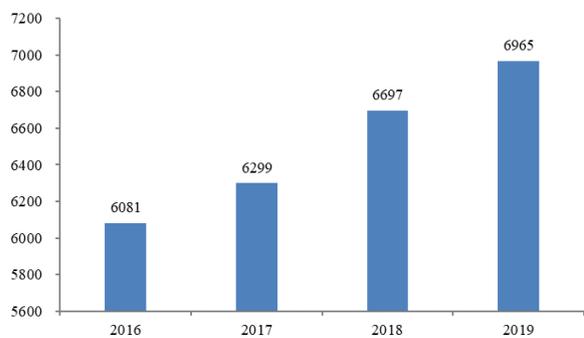
- **集装箱管理方面:** 通过信息系统共享双方集装箱盘存信息, 统筹安排调运, 提升集装箱使用效率。

图 50: 中远海运集运货运量 (TEU)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 51: OOCL 货运量 (千 TEU)



数据来源: 东北证券, 公司公告

- **信息系统建设方面:** OOCL 的系统是行业内最优质的的系统之一, 2019 年 8 月起中远海运集运分批次、分航线逐步切入 OOCL 的 IRIS4 系统。依托东方海外领先的信息系统, 中远海运集运的订舱平台功能、中转操作、班期管理等得到较大改善, 服务可靠性得到提升。在优化舱位管理和订舱操作方面, 全球 2 小时订舱确认率由 2018 年的 95% 提升到 98%; 全球范围内的制单及时率超过 99%; 在国内全部口岸及海外 23 家重点公司, 98% 的到货通知实现至少在货物到港前 1 天发送给客户。

4.2. 经营效率在提升，未来仍有改善空间

从显性的可视化结果来看，收益管理能力提升、低成本化以及服务品质提升等方面得到一定验证。

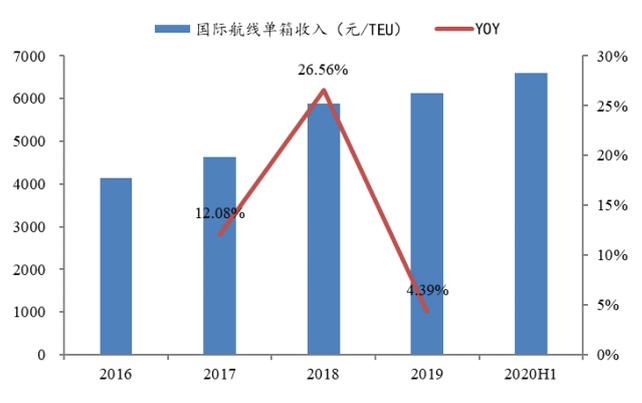
国际航线单箱收入提升，OOCL单箱收入整体高于中远海运集运。2020年上半年，公司国际航线单箱收入为937.36美元，同比提升55.2%，其中中远海运集运单箱收入为943.8美元。2019年公司国际航线单箱收入为889.71美元，同比提升9.59%，其中中远海运集运单箱收入为888.24美元，东方海外国际单箱收入为901.08美元。东方海外的单箱收入高于中远海运集运。分航线来看，跨太平洋航线的单箱收入最高，为1277.16美元/TEU；亚欧航线（包括地中海）单箱收入为948.37美元/TEU；亚洲区域内（含澳洲）单箱收入为681.46美元/TEU；其他国际航线（含大西洋）单箱收入为1127.25美元/TEU。

图 52: 国际航线单箱收入（美元/TEU）



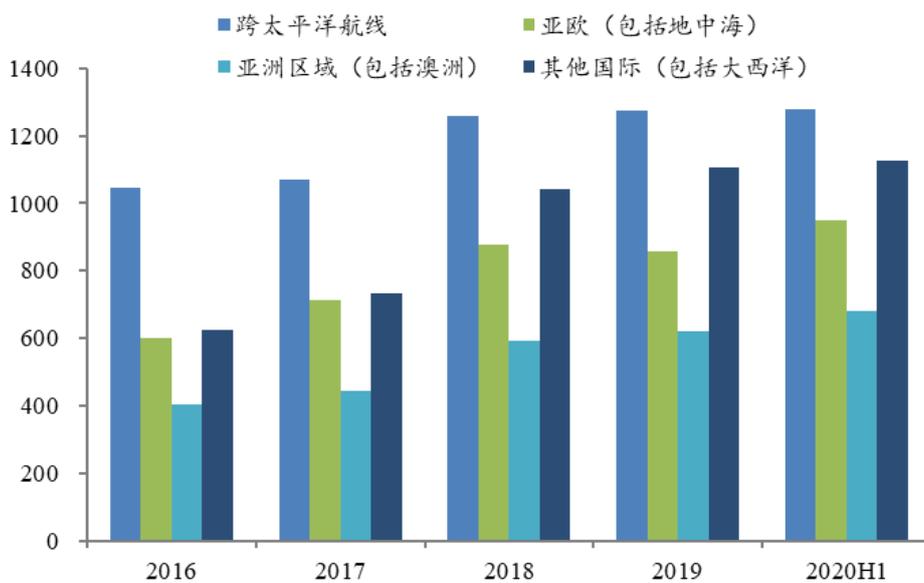
数据来源：东北证券，公司公告

图 53: 国际航线单箱收入（元/TEU）



数据来源：东北证券，公司公告

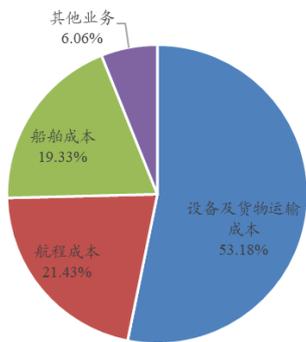
图 54: 分航线单箱收入（美元/TEU）



数据来源：东北证券，公司公告

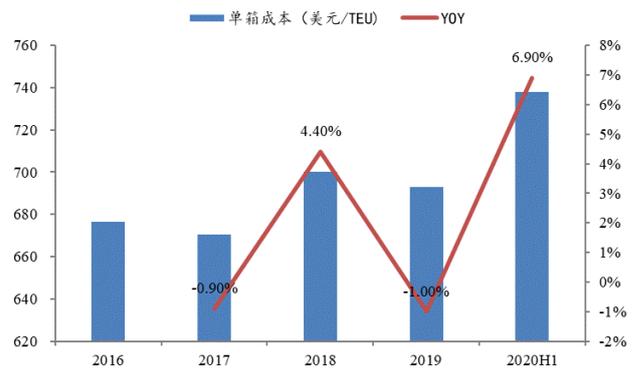
单箱成本有波动，但是燃油效率有所提升。单箱成本方面，由于燃油价格波动较大，单箱成本亦出现波动，但扣油成本以及单位燃油效率等指标不断改。公司通过应用多项节能减排技术、优化船队结构和航路设计、提高船舶在港操作效率等手段，有效降低油耗。2019 年公司在运力和货运量均增长的情况下，实际燃油消耗量 512.28 万吨，同比下降近 1%。单位燃油消耗来看，2015 年至今，燃油单耗持续降低，由 2015 年的 5.1 千克/千吨海里，下降到 2019 年的 4.56 千克/千吨海里。从单箱成本来看，出现了一定的波动，2020 年上半年公司单箱成本为 738 美元/标准箱，同比增长 6.9%。

图 55: 中远海控成本结构 (2020H1)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 56: 中远海控单箱成本变动



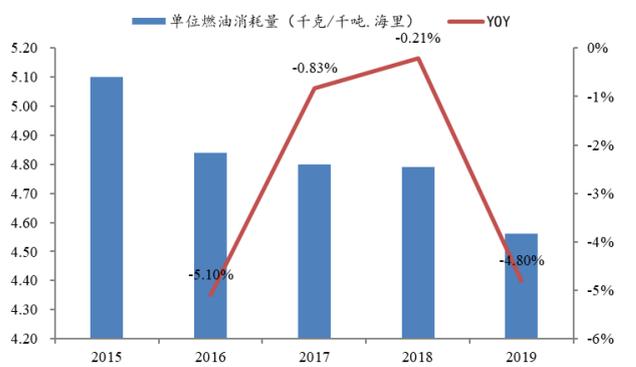
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 57: 全年耗油量 (万吨)



数据来源: 东北证券, 公司公告

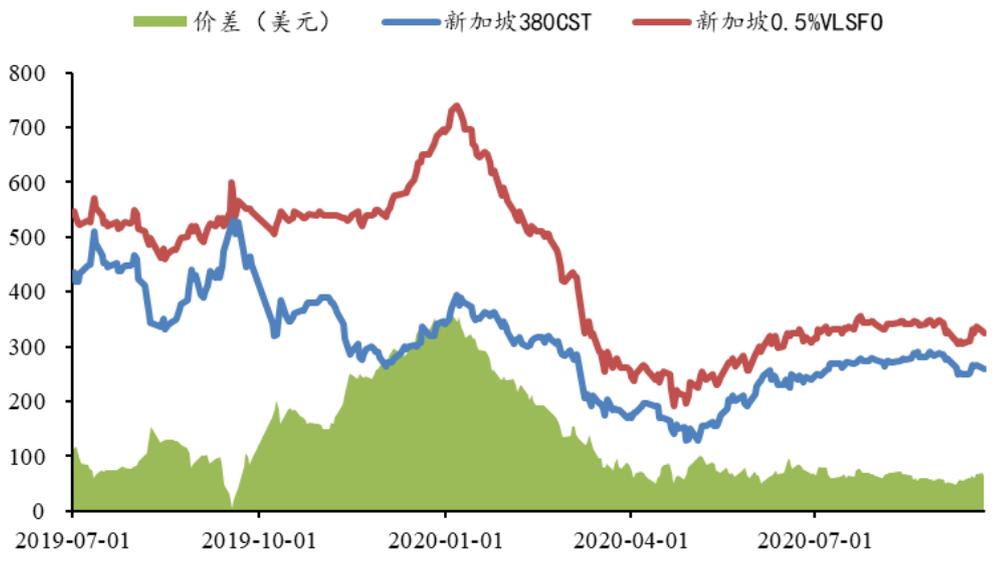
图 58: 燃油单耗变动



数据来源: 东北证券, 公司公告

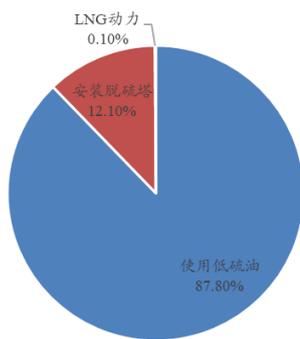
公司主要通过使用低硫油应对 IMO2020 限硫令。全球主要班轮公司为应对 IMO2020 限硫新规定，主要采取直接使用低硫油、安装脱硫塔以及使用 LNG 动力等三种举措。截止 2020 年 8 月，全球约有 87.8% 的集装箱船合计约 75.7% 的运力使用低硫油；24.2% 的运力已经安装脱硫塔；0.1% 的运力使用 LNG 动力。公司通过研究比对，亦采用以低硫油为主、脱硫塔为辅的应对措施。截止 2019 年末，公司双品牌船队共计 7 艘船舶完成完成加装脱硫塔改造并投入运营。

图 59: 高低硫油价格走势



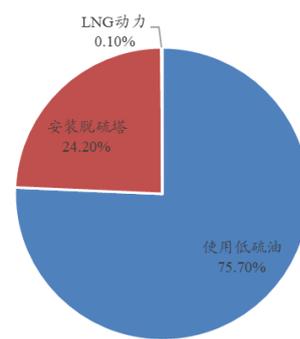
数据来源: 东北证券, Wind

图 60: IMO2020 下各应对举措船舶分布



数据来源: 东北证券, Alphaliner

图 61: IMO2020 下各应对举措运力分布



数据来源: 东北证券, Alphaliner

5. 盈利预测与估值分析

5.1. 主要假设与盈利预测

我们预计公司 2020 年-2022 年将实现营业收入 1541.76 亿元、1617.61 亿元和 1656.31 亿元, 毛利率分别为 13.95%、14.15% 和 14.20%。实现规模净利润 44.76 亿元、54.15 亿元和 55.24 亿元。

表 6: 收入假设和预测

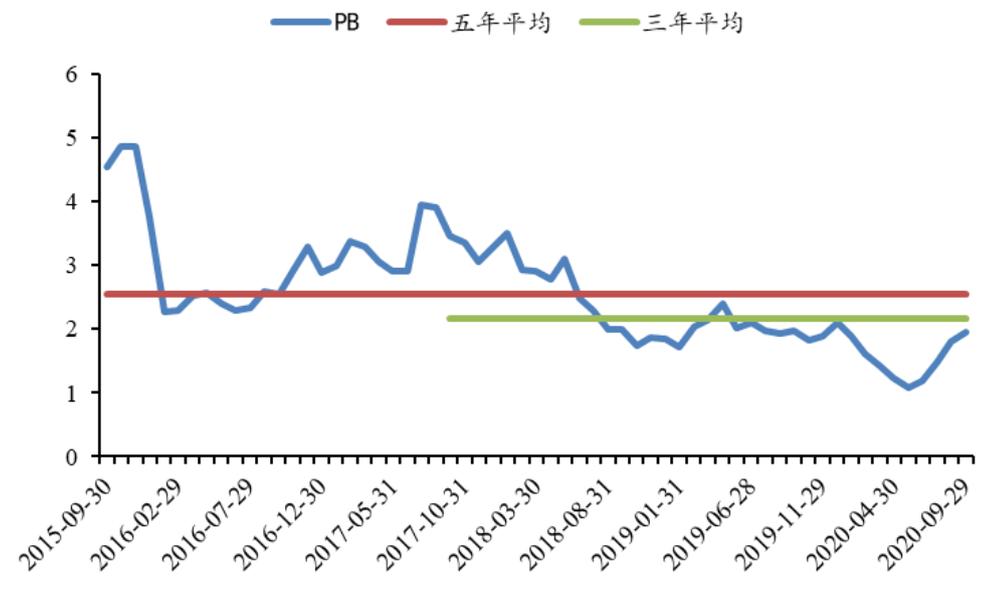
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货运量 (TEU)					
合计货运量 (标准箱)	21791911	25739103	24536886.9	25938960.55	26848057.37
国际航线货运量 (标准箱)	16042701	20002985	19259658.34	20292325.99	21088490.11
跨太平洋航线	3876190	4636818	4520897.55	4792151.40	4935915.94
YOY	25.31%	19.62%	-2.50%	6%	3%
亚欧 (包括地中海)	3837750	4907352	4760131.44	5045739.32	5247568.89
YOY	-0.86%	27.87%	-3%	6%	4%
亚洲区域 (包括澳洲)	6279399	7985493	7666073.28	8049376.94	8451845.79
YOY	11.37%	27.17%	-4%	5%	5%
其他国际 (包括大西洋)	2049362	2473322	2312556.07	2405058.31	2453159.47
YOY	7.92%	20.69%	-6.50%	4%	2%
中国大陆	5749210	5736118	5277228.56	5646634.55	5759567.25
YOY	-10.34%	-0.23%	-8%	7%	2%
单箱收入 (美元/TEU)					
跨太平洋航线	1259.35	1275.41	1377	1350	1300
亚欧 (包括地中海)	878.71	856.05	960	960	955
亚洲区域 (包括澳洲)	593.59	619.17	685	692	697
其他国际 (包括大西洋)	1043.44	1106.82	1130	1135	1140
中国大陆	310.93	311.51	300	295	295
航线收入 (千美元、千元)					
合计收入 (千美元)	15907129	19583629	20244624.2	21278981.37	21814729.69
YOY		23.11%	3.38%	5.11%	2.52%
汇率	6.626	6.892	6.85	6.85	6.85
合计收入 (千人民币)	106079521	134970374	138675675.8	145761022.4	149430898.4
跨太平洋航线	4881476	5913847	6227280.89	6469404.39	6416690.72
亚欧 (包括地中海)	3372270	4200983	4569726.18	4843909.75	5011428.29
亚洲区域 (包括澳洲)	3727407	4944417	5251260.19	5570168.84	5890936.51
其他国际 (包括大西洋)	2138388	2737529	2613188.35	2729741.18	2796601.80
中国大陆	1787589	1786853	1583168.56	1665757.19	1699072.33
营业收入 (百万元)					
航线收入	106079.52	134970.37	138675.67	145761.02	149430.89
其他收入	8765.15	9835.93	9500	9500	9500
集装箱航运收入	114844.68	144806.30	148175.67	155261.02	158930.89
码头收入	7711.93	8750.74	8500	9000	9200
分部间抵消	1717.08	2500.36	2500	2500	2500
合计收入	120839.53	151056.69	154175.67	161761.02	165630.89
毛利率					
	8.47%	10.74%	13.95%	14.15%	14.20%

数据来源: 东北证券, 公司公告

5.2. 估值分析

我们拉取 2016 年公司重组以来的 PB 进行分析，当前估值水平低于过去三年平均和五年平均 PB，考虑到集运行业盈利能力增强的趋势，我们基于 2020 年 2.1 倍 PB，给予 7 元目标价。

图 62: 中远海控历史 PB



数据来源：东北证券，Wind

6. 风险提示

行业运力突发式大幅增长：集运行业格局虽在改善，但供需关系仍是行业景气的核心基础因素，当前时点看运力增速放缓，但一旦新造船订单等大幅增长，运力端的逻辑将遭到破坏。

全球经济大衰退：当前全球经济虽有阴影，但主要国家处于复苏进程中，如果疫情在全球范围内集中二次爆发，尤其是中国，全球供应链无疑将再次遭受重创，集装箱运输需求将再次大幅萎缩。

油价大幅上涨：燃油成本是公司成本的重要组成部分，燃油价格的大幅上涨将助推成本上升，进而侵蚀利润。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	50,330	54,487	62,266	68,836	净利润	10,350	8,445	9,150	9,849
交易性金融资产	1,067	1,067	1,067	1,067	资产减值准备	23	0	0	0
应收款项	8,831	10,254	10,108	10,683	折旧及摊销	12,061	0	0	0
存货	4,054	4,456	4,421	4,644	公允价值变动损失	-299	0	0	0
其他流动资产	8,020	8,617	8,602	8,892	财务费用	5,199	4,111	4,106	4,066
流动资产合计	72,302	78,880	86,463	94,121	投资损失	-9,978	-3,546	-3,721	-3,810
可供出售金融资产					运营资本变动	3,685	-776	1,524	-84
长期投资净额	30,763	32,763	33,763	34,263	其他	162	-93	-97	-99
固定资产	101,112	103,589	105,657	107,614	经营活动净现金流量	21,202	8,141	10,962	9,923
无形资产	7,376	7,376	7,376	7,376	投资活动净现金流量	4,397	-121	1,423	2,214
商誉	6,142	6,142	6,142	6,142	融资活动净现金流量	-9,538	-3,863	-4,606	-5,566
非流动资产合计	189,922	194,660	198,122	200,975	企业自由现金流	844	10,339	7,474	9,871
资产总计	262,224	273,540	284,585	295,096					
短期借款	14,752	15,000	14,500	13,000	财务与估值指标				
应付款项	21,802	22,787	23,159	24,032	每股指标				
预收款项	45	61	56	61	每股收益 (元)	0.55	0.37	0.44	0.45
一年内到期的非流动负债	18,535	18,535	18,535	18,535	每股净资产 (元)	2.88	3.33	3.86	4.40
流动负债合计	70,428	72,321	73,150	72,654	每股经营性现金流量 (元)	1.73	0.66	0.89	0.81
长期借款	79,503	79,503	79,503	79,503	成长性指标				
其他长期负债	43,168	43,168	43,168	43,168	营业收入增长率	25.0%	2.1%	4.9%	2.4%
长期负债合计	122,671	122,671	122,671	122,671	净利润增长率	449.9%	-33.8%	21.0%	2.0%
负债合计	193,099	194,992	195,821	195,325	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	35,360	40,813	47,295	53,977	毛利率	10.7%	13.9%	14.1%	14.2%
少数股东权益	33,766	37,735	41,470	45,795	净利率	4.5%	2.9%	3.3%	3.3%
负债和股东权益总计	262,224	273,540	284,585	295,096	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	20.62	23.48	22.05	22.76
					存货周转率 (次)	10.98	12.25	11.62	11.93
					偿债能力指标				
					资产负债率	73.6%	71.3%	68.8%	66.2%
					流动比率	1.03	1.09	1.18	1.30
					速动比率	0.91	0.96	1.06	1.17
					费用率指标				
					销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					管理费用率	6.5%	6.1%	6.3%	6.2%
					财务费用率	3.3%	4.0%	3.7%	3.6%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	9.55	16.13	13.34	13.07
					P/B (倍)	1.83	1.77	1.53	1.34
					P/S (倍)	0.48	0.47	0.45	0.44
					净资产收益率	19.1%	11.0%	11.4%	10.2%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	151,057	154,176	161,761	165,631
营业成本	134,830	132,715	138,926	142,035
营业税金及附加	226	263	259	274
资产减值损失	-3	0	0	0
销售费用	68	69	72	74
管理费用	9,766	9,343	10,131	10,205
财务费用	5,015	6,124	6,025	6,003
公允价值变动净收益	299	0	0	0
投资净收益	9,978	3,546	3,721	3,810
营业利润	12,062	10,053	10,892	11,725
营业外收支净额	-135	0	0	0
利润总额	11,927	10,053	10,892	11,725
所得税	1,577	1,608	1,743	1,876
净利润	10,350	8,445	9,150	9,849
归属于母公司净利润	6,764	4,476	5,415	5,524
少数股东损益	3,586	3,969	3,735	4,325

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠: 北京交通大学系统所硕士, 北京交通大学运输系本科, 现任东北证券研究所所长助理, 交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师, 国金证券研究所高级分析师, 宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验, 2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名, 金牛奖第3名和水晶球第4名; 2013年腾讯天眼第3名, 21世纪第2名; 2014年新财富第5名, 金牛第2名; 2019年金牛第1名。

杨振华: 浙江大学政治经济学硕士, 浙江大学经济学本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

王哲宇: 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 华中科技大学船舶与海洋工程本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn