

强烈推荐-A (首次)

中远海控 601919.SH

目标估值: 7.3 元  
当前股价: 6.03 元  
2020 年 10 月 10 日

集运龙头，乘风破浪

基础数据

上证综指	3272
总股本(万股)	1225953
已上市流通股(万股)	865730
总市值(亿元)	739
流通市值(亿元)	522
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	18.1
资产负债率	72.1%
主要股东	中国远洋运输有限公司
主要股东持股比例	37.18%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn  
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

**投资建议:** 随着中国经济继续复苏, 欧美经济对中国的依赖短期内还将持续, 预计集运行业景气度持续上行。长期来看, 集运竞争格局将持续优化, 头部企业逐渐向高价值产业链延伸, 盈利能力和经营稳定性将持续增强。我们预计公司 20-22 年有望实现归母净利润 46、51、56 亿元。目前公司估值处于历史中枢偏低区域, 考虑到集运行业竞争格局较优, 供需情况持续改善, 龙头公司经营优势明显, 我们给予公司 21 年 2 倍 PB, 目标价 7.3 元。首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **集装箱运输的出现及发展实现了杂货运输的标准化、系统化、网络化和信息化, 为远程的门到门运输创造了条件。国际集装箱运输主要有以下特点:** 1) 由于集运货物相对标准化, 规模效益明显, 近年来船舶大型化趋势明显。2) 从集运航线分布来看, 地区发展并不均衡, 随着亚太地区经济体发展迅速, 区域内航线运量增长迅速。19 年区域内航线贸易量占比提升至 43%。3) 从周期性来看, 集运需求受全球经济大周期影响, 供需错配导致运价出现明显波动。但近年来行业内部重组和并购频发, 集中度明显提升, 航运联盟的运力管控使得整体周期性减弱。目前三大联盟运力合计市占率为 82%。
- **中国供应链支撑全球, 集运供需将实现明显改善。** 年初以来, 集运运价在出现短期下跌后实现稳步上升, 近期涨幅明显。截至 9 月美线运价同比增长超 90%。**需求端:** 疫情下全球供应链受到较大冲击, 中国率先复工复产, 国内主要港口集装箱吞吐量 6 月已实现同比转正, 8 月增速达 8.8%。从品类来看, 居家隔离政策使得家用电器等产品需求出现明显增长。**供给端:** 目前全行业在手订单占比仅 9.7%, 未来 1-2 年新船交付压力较小。中长期来看, 行业联盟对运力有较强的管控, 能够一定程度上抚平运价的周期波动。我们预计四季度需求仍将持续恢复(欧美政府加大消费补贴能够刺激中国产品需求), 供给可能小幅增加, 但前期闲置运力已经回归市场, 对运价冲击较弱。总体来看, 21 年随着全球商品贸易持续复苏, 而集运供给将处于历史低点, 我们判断明年集运供需增速剪刀差将达 3% 以上
- **中远海控: 重组后盈利能力提升, 港航联动增强业绩稳定性。** 公司在 16 年完成重大资产重组, 整合中远、中海集团旗下航运和码头资产; 18 年联合上港集团收购东方海外。经过两次整合, 19 年公司总运力规模位居全球第三, 盈利能力明显提升。另外, 公司港航实现联动, 协同效应明显。中远海运港口积极投资国际优质码头资源, 为母公司持续贡献业绩。另外公司可以借助全球码头平台积极提供端到端运输和综合物流解决方案, 提升可持续发展能力。
- **风险提示: 疫情扩散超预期、重大海上事故、燃油价格大幅上涨。**

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	120830	151057	145468	156814	167948
同比增长	34%	25%	-4%	8%	7%
营业利润(百万元)	3045	12062	8266	8949	9777
同比增长	-39%	296%	-31%	8%	9%
净利润(百万元)	1230	6764	4637	5138	5614
同比增长	-54%	450%	-31%	11%	9%
每股收益(元)	0.12	0.55	0.38	0.42	0.46
PE	50.1	10.9	15.9	14.4	13.2
PB	2.7	2.1	1.8	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、集运行业格局改善，迎来上行周期.....	4
1. 集运概况：高效率海上运输方式，船舶大型化趋势明显.....	4
2. 行业特征：集中度持续提升，周期性钝化.....	6
3. 供需分析：利空出尽，集运格局持续优化.....	9
需求端：全球经济对中国依赖明显，欧美线需求增速超预期.....	9
供给端：新船订单处于低位，拆船+停航促进供给优化.....	10
二、中远海控：中国集运龙头，有望实现周期复苏.....	12
1. 收购东方海外，盈利能力提升.....	12
2. 港航实现联动，协同效应明显.....	14
三、盈利预测与投资建议.....	15
四、风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：海上集装箱运输历史沿革.....	4
图 2：世界集装箱平均运力（TEU）不断增长.....	5
图 3：集装箱单船运力变化.....	5
图 4：全球主要航线集装箱海运贸易量分布（单位：Million TEU）.....	5
图 5：全球主要集装箱航线示意图.....	6
图 6：集装箱海运量增速与全球 GDP 增速对比.....	6
图 7：集运行业供需增速变化.....	7
图 8：集运供需增速差与运价指数变化.....	7
图 9：新船订单和运力交付有明显时间差.....	7
图 10：经过大规模的行业重组，头部集运企业市占率持续提升.....	8
图 11：目前全球三大航运联盟.....	9
图 12：相比油运和干散，集运运价指数周期性波动较弱.....	9
图 13：美线运价持续创新高（单位：美元/FEU）.....	9
图 14：主要港口集装箱吞吐量 8 月增速达 8%.....	10
图 15：美线需求复苏（部分品类 7 月出现同比正增长）.....	10
图 16：欧线需求复苏（部分品类 6 月出现同比正增长）.....	10
图 17：中国 PMI（新出口订单）自 5 月以来持续复苏.....	10

图 18: 新船订单占比处于历史低位 (目前仅为 9.7%) .....	11
图 19: 闲置运力占比变化情况 .....	11
图 20: 集运运力月度同比增速保持低位 .....	11
图 21: 2021 年供需剪刀差有望达到 3% .....	12
图 22: 中远海控股权结构图 .....	13
图 23: 公司营收规模增速较快 (单位: 亿元) .....	13
图 24: 重组之后公司盈利能力提升 .....	13
图 25: 2019 年公司营收占比 .....	13
图 26: 各板块业务毛利以及毛利率情况 (单位: 百万元) .....	13
图 27: 公司集装箱船队运力规模持续上升 .....	14
图 28: 公司集装箱运量及增速 .....	14
图 29: 公司集装箱码头吞吐量稳步增长 .....	14
图 30: 公司集装箱码头吞吐量全球市占率情况 .....	14
图 31: 中远海控 PB-Band .....	17
图 32: 中远海控历史 PE Band .....	18
图 33: 中远海控历史 PB Band .....	18
表 1: 近年来集运行业重大并购重组事件梳理 .....	8
表 2: 2020-2022 年中远海控航运业务经营数据预测 .....	15
表 3: 2020-2022 年中远海控营业收入及营业成本预测 .....	15
表 4: 盈利预测简表 .....	16
附: 财务预测表 .....	19

## 一、集运行业格局改善，迎来上行周期

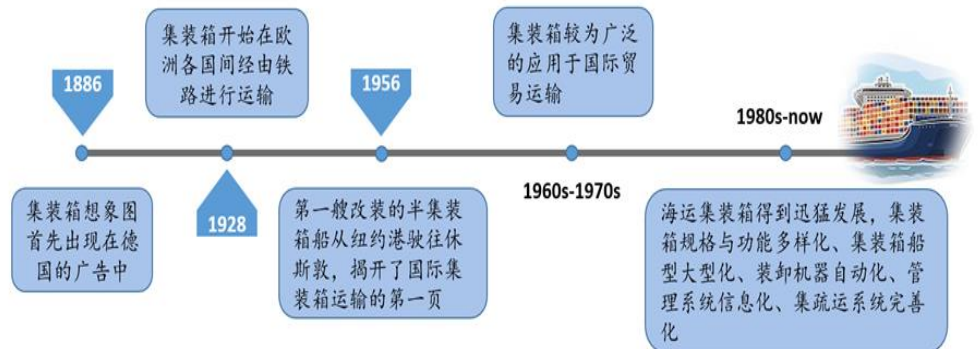
### 1. 集运概况：高效率海上运输方式，船舶大型化趋势明显

#### ➤ 国际集装箱运输：实现海上杂货运输标准化

集装箱运输作为一种新型的杂货运输方式，始于 20 世纪 20 年代末的一些欧洲发达国家间的陆上运输，50 年代中期以后集装箱运输从陆上推向海上。集装箱运输的出现及发展是对世界杂货运输的一场革命，实现了杂货运输的标准化、系统化、网络化和信息化，为远程的门到门运输创造了条件，适应了全球经济一体化对运输发展的客观要求。

当前国际集装箱航运绝大部分采用定期船运输，也称集装箱班轮运输。集装箱班轮运输是指集装箱班轮公司按事先制定的船期表，在固定航线的固定挂靠港口之间，按规定的操作规则为货主提供规范的、反复的集装箱货物运输服务。

图 1：海上集装箱运输历史沿革



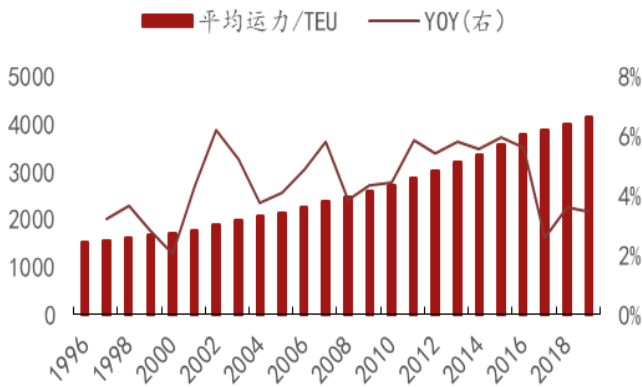
资料来源：《国际航运经济学》、招商证券

#### ➤ 国际集装箱运输的特点：货种价值相对较高，船舶大型化趋势明显

集装箱运输的主要货种是货物价值相对较高，海运费率较高，并且物理形态和理化性质等方面适合装于集装箱内进行海上运输的商品，例如家用电器、陶瓷、橡胶制品、纺织品、玩具等产品。

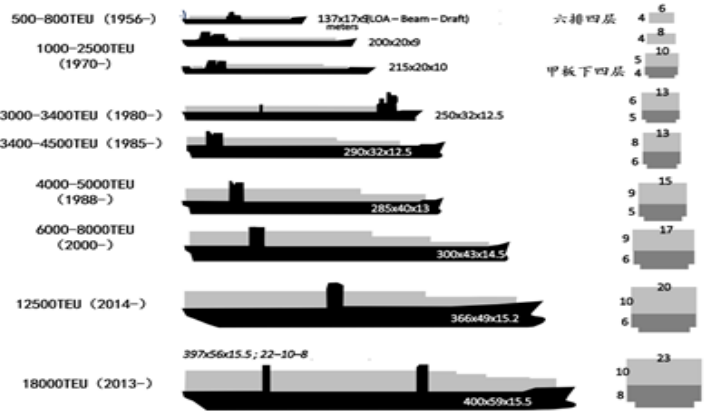
集装箱运输船舶运输效率较高，且一直呈现大型化趋势。由于集运货物相对标准化，规模效益明显；同时集装箱船舶运营成本相对刚性，箱量提升后单箱成本可以被显著摊薄，近年来集装箱船舶大型化趋势明显。第一代集装箱船舶出现于 20 世纪 60 年代，载箱量不到 1000TEU；而第六代集装箱船舶箱量已经达到 8000TEU；2000 年后，10000TEU 以上的超大型集装箱船逐渐投入运营。从单船平均载箱量来看，1996 年平均运力仅为 1525TEU，到 2019 年，平均运力提升至 4163TEU，增长超过 1.7 倍。

图 2: 世界集装箱平均运力 (TEU) 不断增长



资料来源: Clarksons、招商证券

图 3: 集装箱单船运力变化

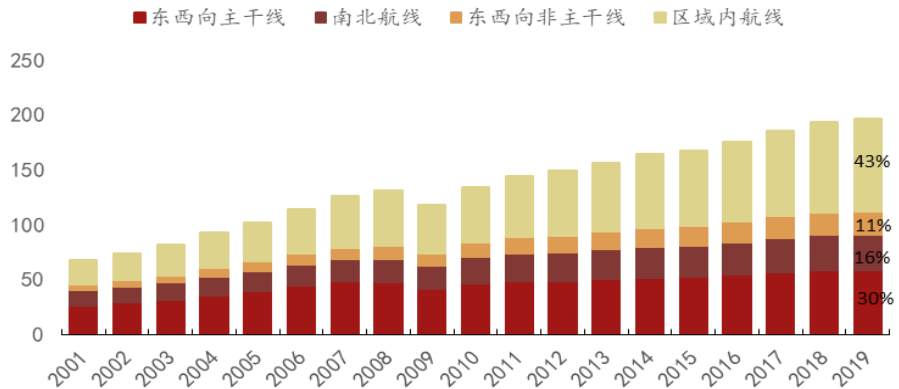


资料来源: CompassAir、招商证券

➢ 国际集装箱运输航线分布: 地区发展并不均衡, 区域内航线运量增长迅速

从航线分布来看, 集装箱海运航线按照方向可分为: 东西向主干航线、东西向非主干航线、南北航线和区域内航线。由于地区间经济发展不均衡, 东西向主干航线贸易占比较大, 2008 年以前该航线贸易量占比最高 (约为 38%), 但随着中国、印度等新兴经济体快速发展, 区域内航线贸易量占比日益提升, 目前已成为贸易量最大的航线。2019 年区域内航线贸易量占比提升至 43%, 其中亚太区域贸易量占比总区域贸易量的 70% 左右。

图 4: 全球主要航线集装箱海运贸易量分布 (单位: Million TEU)



资料来源: Clarksons、招商证券

从主干航线上来看, 贸易量最大的三条集装箱航运班轮干线分别是:

1) 远东——北美航线 (跨太平洋航线)

远东-北美航线具体可分为: 远东—北美西海岸航线和远东—北美东海岸/墨西哥海湾航线, 该航线是北美国家同远东国家之间的国际贸易航线, 航线贸易量较大。

2) 远东——欧洲/地中海航线 (亚欧航线)

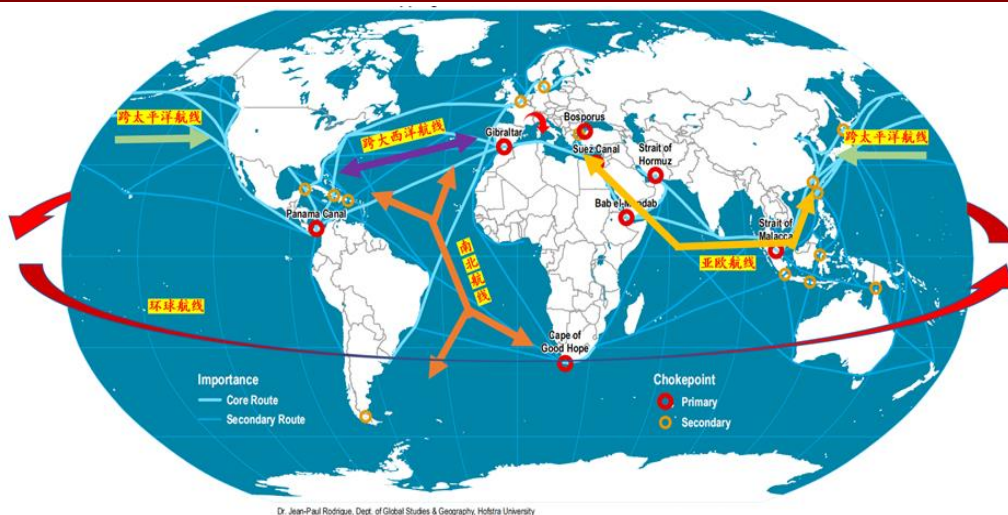
该航线也被称作欧洲航线, 具体可分为远东—欧洲航线和远东—地中海航线。这条航线将中国、日本、韩国和东南亚的许多国家与欧洲联系起来, 货运量较大。

3) 北美——欧洲/地中海航线 (跨大西洋航线)

北美—欧洲/地中海航线包括北美东海岸/墨西哥海湾—欧洲航线、北美东海岸/墨西哥海湾—地中海航线以及北美西海岸—欧洲/地中海航线。该航线主要连接美国以及欧洲等国，但运力受瓶颈苏伊士运河的限制。

除上述主干航线以外，远东—澳新航线、澳新—北美航线、欧洲/地中海—西非/南非航线也是集装箱班轮运输的重要航线。

图 5：全球主要集装箱航线示意图



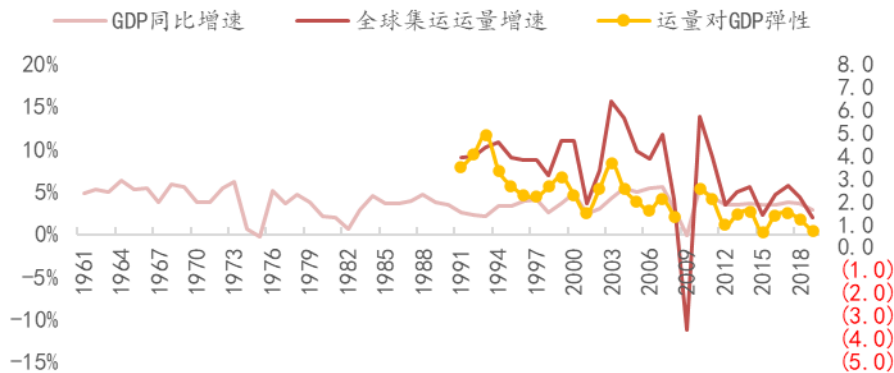
资料来源：The Geography of Transport Systems、招商证券

## 2. 行业特征：集中度持续提升，周期性钝化

总体来看，集运行业呈现几个特征：

1. 长期来看，集运需求受全球经济大周期影响。由于集装箱海运需求的派生性，集运贸易量增速与全球经济贸易情况紧密相关。从历史上看，集运贸易需求增速与全球 GDP 增速呈现明显正相关性，近年来，集运运量需求增速相对 GDP 弹性逐步下降为 1。

图 6：集装箱海运量增速与全球 GDP 增速对比



资料来源：Clarksons、招商证券

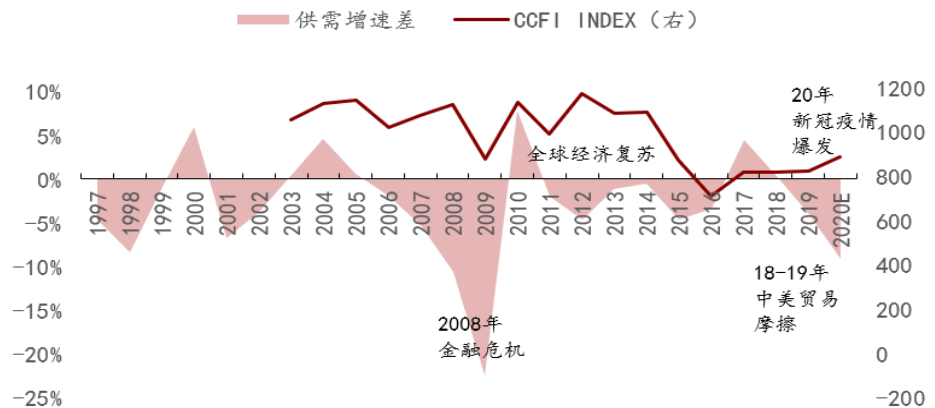
2. 由于行业供给存在明显的时滞，无法针对需求的变化做出快速反应，因此供需错配导致行业运价出现明显波动。历史上看，船东在行业景气度较低时期对船队扩张保持谨慎（金融危机时期供给显著大于需求，新船订单几乎为0），在行业景气度较高时期进行船队扩张（经济复苏叠加运价高位时期，船东开始增加新船订单），集运行业的供需增速差具有明显的周期性特征。

图 7：集运行业供需增速变化



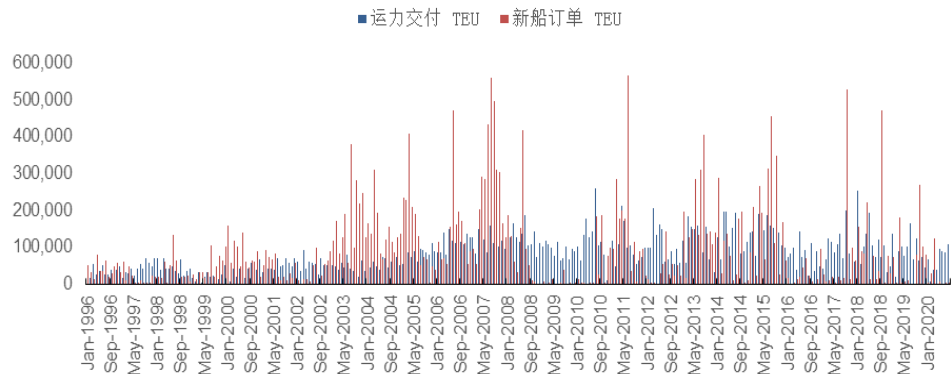
资料来源：Clarksons、招商证券 注：供给与需求以箱量为计算口径

图 8：集运供需增速差与运价指数变化



资料来源：Clarksons、招商证券

图 9：新船订单和运力交付有明显时间差



资料来源：Clarksons、招商证券

3. 近 10 年来行业内部出现多次较大规模的重组和并购，行业集中度明显提升，航运联盟的运力管控能力提升，整体行业周期性在减弱，头部企业盈利能力提升。

进入 21 世纪以来，航运企业的并购重组逐步形成了以强强联合的方式为主，即兼并重组双方均是经营状况良好的优势公司，通过并购重组形成集约化、规模化的超级专业公司。

截止目前，集运行业形成了三大联盟，运力（按 TEU 口径）合计市占率为 82%。第一大联盟是由马士基航运公司和地中海航运公司组成的 2M 联盟，目前市占率约为 33%；第二大联盟是由中远海控、法国达飞、长荣海运组成的 Ocean 联盟，目前市占率约为 29.8%；第三大联盟是由赫伯罗特、海洋网联（ONE）、阳明海运、现代商船组成的 THE 联盟，目前市占率为 19.2%。

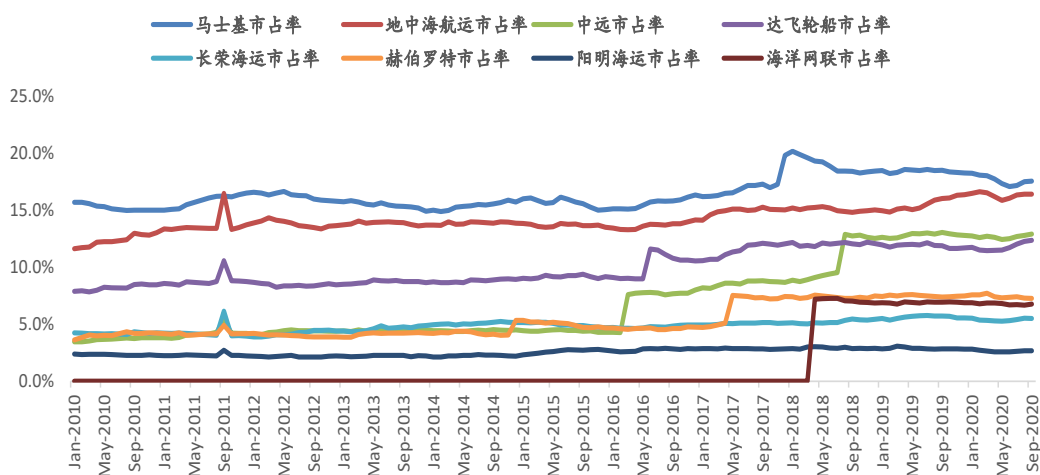
行业竞争格局的优化使得集运业自律性大大提升，景气周期中运力扩张能够得到有效管控，低迷周期中停航保价等策略可以维持运价稳定，整体来看，集运运价波动性明显弱于油运和干散货运输。另外，集运业能够更好地进行服务链延伸，头部班轮公司开始积极推出端到端服务以及一体化的物流解决方案，价值创造将进一步抚平行业周期波动。

表 1: 近年来集运行业重大并购重组事件梳理

时间	事件
2014 年 12 月	赫伯罗特与南美邮船（CSAV）完成合并
2015 年 12 月	达飞轮船完成收购东方海皇（NOL）
2016 年 2 月	中远海运与中国海运合并成立中远海控，租入并经营全部集装箱船舶
2017 年 12 月	马士基收购汉堡南美
2018 年 3 月	日本邮船、商船三井、川崎汽船成立海洋网联（ONE）
2018 年 7 月	中远海控完成收购东方海外

资料来源：公司公告、招商证券

图 10: 经过大规模的行业重组，头部集运企业市占率持续提升



资料来源：Alphaliner、招商证券

图 11: 目前全球三大航运联盟



资料来源: Alphaliner、招商证券

图 12: 相比油运和干散, 集运运价指数周期性波动较弱

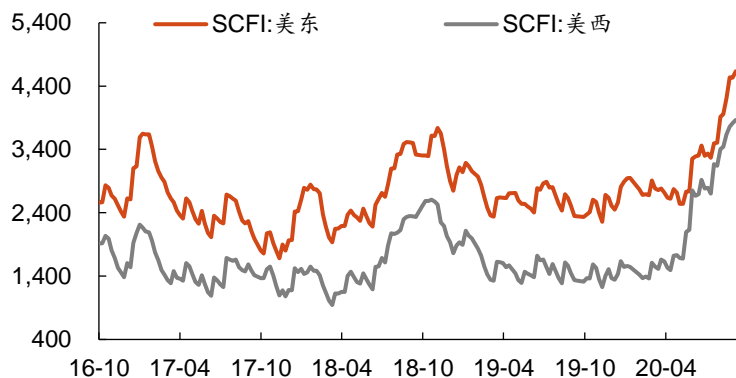


资料来源: 上海航运交易所、招商证券

### 3. 供需分析: 利空出尽, 集运格局持续优化

年初以来, 集运运价在出现短期下跌后实现稳步上升, 近期涨幅明显。受疫情影响, 1-5 月 CCFI 跌幅达 14%, SCFI 跌幅达 18%。5 月下旬疫情对集运冲击达到顶峰, 集运企业估值极度悲观, 中远海控 PB 跌至 1.07x。随着中国经济出现较快复苏, 集运需求超预期, SCFI 美线运价持续创新高, 截至 9 月 30 日, SCFI 美东航线运价达 4622 美元/FEU (环比上月+10%, 同比+97%), 美西航线运价 3863 美元/FEU (环比上月+6%, 同比+191%)。

图 13: 美线运价持续创新高 (单位: 美元/FEU)



资料来源: 上海航运交易所、招商证券

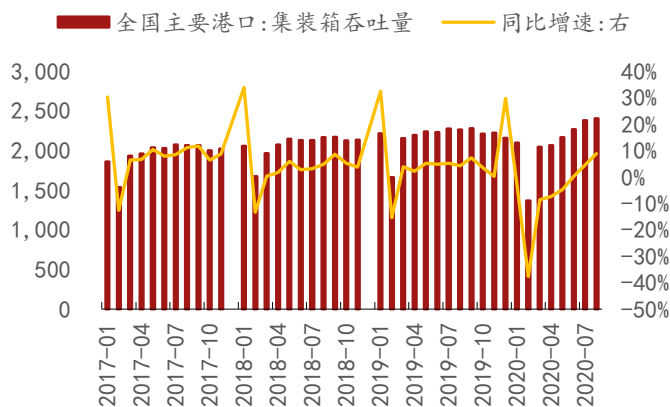
#### 需求端: 全球经济对中国依赖明显, 欧美线需求增速超预期

新冠疫情爆发后全球商品贸易出现较大程度萎缩, 集运需求在 2020 年年初受到较大冲击, 2 月份中国主要港口集装箱吞吐量同比下降 38%。但是中国疫情控制良好, 经济复苏回暖速度较快, 全球经济对中国依赖明显, 中国港口集装箱吞吐量在 6 月份已经实现同比增速转正, 8 月同比增速达到 8.8%。我们认为需求加快恢复可能有以下几个原因,

1) 疫情下全球供应链受到较大冲击, 中国率先复工复产, 出口贸易量实现较快复苏;

- 2) 在空运运力大幅缩减的情况下，医疗防护物资海运需求增加；
- 3) 欧美地区疫情持续蔓延，居家隔离和远程办公使得部分品类需求出现增长。另外，欧美政府考虑失业问题加大了消费补贴，从而刺激对中国产品的需求。6 月份后欧美地区居家电等产品的进口需求出现明显上涨。中国向美出口的家电产品金额在 7 月份实现同比增长 25.6%，中国向欧盟 25 国出口的家电产品金额在 7 月份实现同比增长 25.5%。

图 14: 主要港口集装箱吞吐量 8 月增速达 8%



资料来源: Alphaliner、招商证券 注: 集装箱吞吐量以万标箱为单位

图 15: 美线需求复苏 (部分品类 7 月出现同比正增长)

China Exports to the US (\$ billion)								
Year / Month	Clothing/Textiles <sup>1</sup>		Industrial <sup>~</sup>		Household <sup>**</sup>		Appliances <sup>'</sup>	
	US\$bn	y-o-y	US\$bn	y-o-y	US\$bn	y-o-y	US\$bn	y-o-y
2011	45.3	13.2%	49.0	23.1%	37.1	9.1%	106.5	9.1%
2012	47.0	3.8%	51.9	6.0%	41.2	11.0%	117.3	10.1%
2013	49.4	5.0%	53.5	3.1%	44.8	8.8%	121.8	3.9%
2014	52.0	5.4%	59.4	11.1%	46.8	4.4%	130.3	7.0%
2015	55.6	6.8%	59.3	-0.2%	55.3	18.1%	127.5	-2.2%
2016	50.3	-9.5%	56.2	-5.3%	53.7	-3.0%	122.2	-4.1%
2017	49.8	-0.9%	61.7	9.8%	61.0	13.6%	143.3	17.3%
2018	52.3	5.0%	70.6	14.4%	66.8	9.6%	159.4	11.2%
2019	47.9	-8.5%	60.2	-14.7%	60.7	-9.2%	138.1	-13.4%
May-20	2.40	-46.3%	5.02	-11.8%	4.47	-14.4%	12.45	4.4%
Jun-20	3.71	-29.8%	5.26	-0.1%	5.76	-1.7%	12.95	-0.8%
Jul-20	4.15	-25.3%	5.83	5.6%	6.97	5.3%	13.81	25.6%

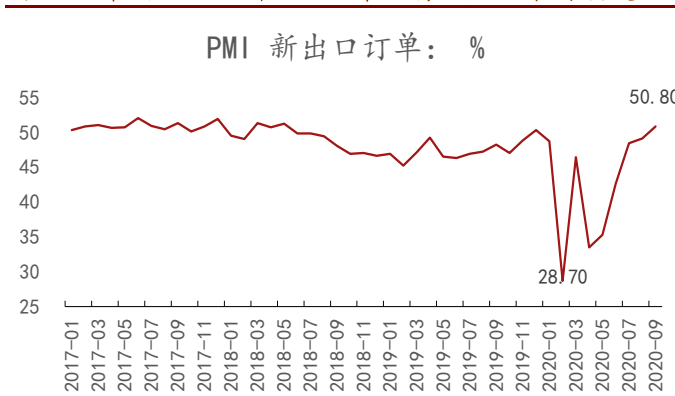
资料来源: Clarksons、招商证券 注: "Incl. head, foot & leatherware; ~ Iron/steel products, machinery, electronics & plastics; \*\* Incl. toys/sports; ' Incl. white goods & household electronics.

图 16: 欧线需求复苏 (部分品类 6 月出现同比正增长)

China Exports to the EU-25 (\$ billion)								
Year / Month	Clothing/Textiles <sup>1</sup>		Industrial <sup>~</sup>		Household <sup>**</sup>		Appliances <sup>'</sup>	
	US\$bn	y-o-y	US\$bn	y-o-y	US\$bn	y-o-y	US\$bn	y-o-y
2011	57.1	23.2%	66.6	9.8%	29.0	15.1%	92.6	6.2%
2012	51.4	-9.9%	55.8	-16.1%	31.6	9.1%	92.1	-0.5%
2013	56.1	9.2%	51.5	-7.7%	32.3	1.9%	94.9	3.0%
2014	63.3	12.8%	55.3	7.3%	35.3	9.4%	102.8	8.3%
2015	58.0	-8.3%	53.8	-2.6%	38.0	7.6%	95.3	-7.3%
2016	53.4	-8.0%	52.7	-2.1%	36.9	-2.8%	91.8	-3.7%
2017	52.6	-1.6%	57.1	8.3%	40.5	9.6%	103.6	12.9%
2018	52.4	-0.4%	66.1	15.8%	41.5	2.5%	115.2	11.2%
2019	50.7	-3.2%	74.3	12.5%	48.0	15.8%	115.2	0.0%
May-20	3.07	-30.5%	6.57	-1.5%	3.38	-14.2%	10.45	22.5%
Jun-20	4.69	-17.3%	6.34	3.9%	3.99	-2.2%	9.71	19.0%
Jul-20	5.96	-8.4%	6.91	6.3%	5.06	12.6%	11.52	25.5%

资料来源: Clarksons、招商证券 注: "Incl. head, foot & leatherware; ~ Iron/steel products, machinery, electronics & plastics; \*\* Incl. toys/sports; ' Incl. white goods & household electronics.

图 17: 中国 PMI (新出口订单) 自 5 月以来持续复苏



资料来源: 国家统计局、招商证券

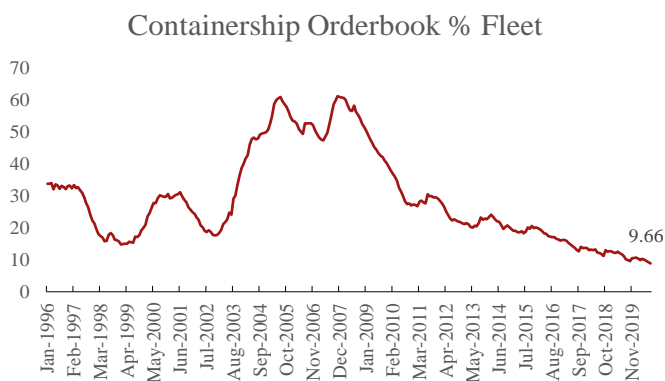
供给端: 新船订单处于低位, 拆船+停航促进供给优化

- 1) 在手订单运力占比较低。从供给端来看, 大型集装箱船的造船周期在 18 个月左右。17-18 年行业需求低迷, 在手订单占运力比例处于下降趋势。同时, 疫情下航商进行大规模扩张意愿不强, 目前全行业在手订单占比仅 9.7%, 未来 1-2 年新船交付压力较小;
- 2) 行业联盟对短期运力有较强的控制能力, 能够一定程度上抚平运价周期波动。疫情下行业联盟采取停航保价的策略, 5-6 月份闲置运力占比提升至 11% 左右, 有效支撑了

欧美航线运价。目前，随着中国进出口需求复苏超预期，行业闲置运力逐渐回归市场，运力占比下降到 3.5%，但是在此基础上欧美航线运价指数仍然维持高位，四季度运力压力小于市场预期。

3) 中长期竞争格局较优。近年来集运行业集中度已经达到高位，恶性竞争风险明显下行，同时集装箱船大型化竞赛告一段落，中长期供给压力较低。

图 18: 新船订单占比处于历史低位 (目前仅为 9.7%)



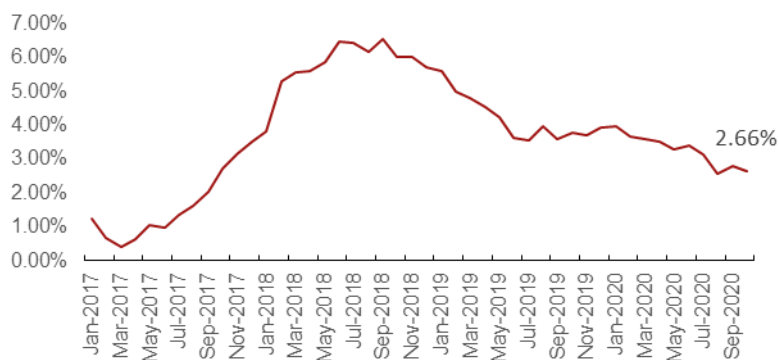
资料来源: Clarksons、招商证券

图 19: 闲置运力占比变化情况



资料来源: Clarksons、招商证券

图 20: 集运运力月度同比增速保持低位

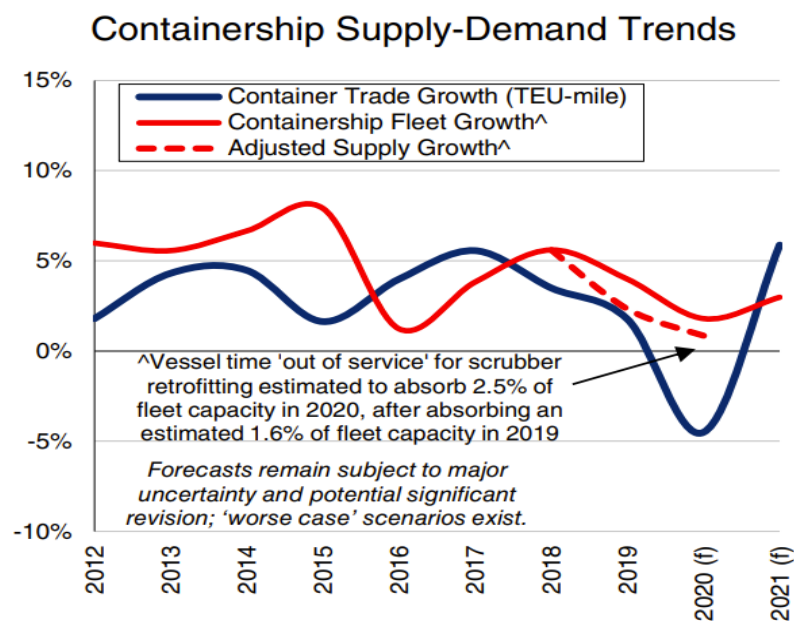


资料来源: Clarksons、招商证券

**展望四季度:** 中国经济继续复苏，欧美经济对中国的依赖短期内还将持续，中国工业供应链将支撑全球；四季度供给将小幅增加，前期闲置运力已经回归市场，对运价冲击幅度较小；总体来看，四季度运价可能环比小幅回落，但是同比增速仍将实现大幅增长。

**展望中长期:** 21 年全球经济有望实现全面复苏，而集运供给将处于历史低点，据克拉克森预测，明年集运供需增速剪刀差将达到 3% 以上 (供给增速为 3%，需求增速为 6%)，行业景气度有望实现明显提升。长期来看，集运竞争格局将持续优化，头部企业逐渐向高价值产业链延伸，盈利能力和经营稳定性将持续增强。

图 21: 2021 年供需剪刀差有望达到 3%



资料来源: Clarksons、招商证券

## 二、中远海控：中国集运龙头，有望实现周期复苏

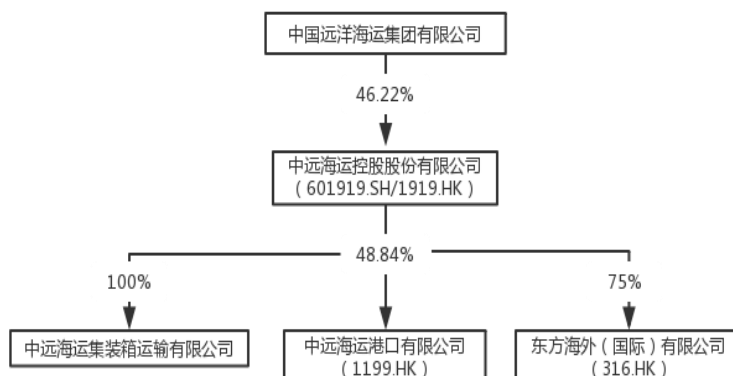
### 1. 收购东方海外，盈利能力提升

中远海运控股股份有限公司（简称“中远海控”，原“中国远洋”）。公司成立于 2005 年 3 月 3 日；2005 年 6 月 30 日在港交所成功上市（股票代码：01919.HK）；2007 年 6 月 26 日在上交所成功上市（股票代码：601919）。

公司在 2016 年完成重大资产重组，整合中远、中海集团旗下集装箱航运和码头资产；2018 年，公司联合上港集团收购东方海外。经过两次整合，截止 2019 年底，公司总运力规模（297 万标箱）位居全球第三，市占率 12.4%。重组之后盈利能力得到提升，由连年亏损转向持续盈利。

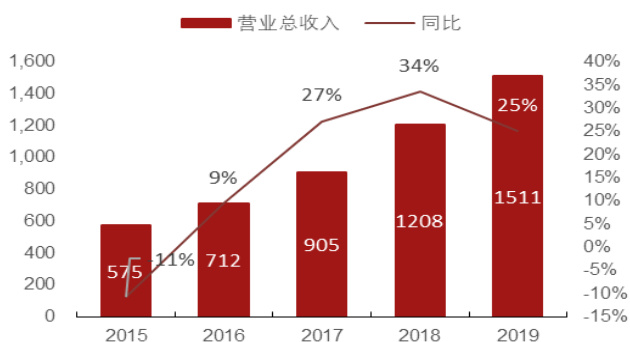
2019 年营业收入规模增长至 1511 亿元，相比 2015 年增长约 163%。其中，集装箱航运收入 1448 亿元，占比 94%，毛利率 9.3%（较上年提升 2.5PCT）；集装箱码头业务收入 87.5 亿元，毛利率 31%。合并报表口径归母净利润为 67.64 亿元，其中包括长滩码头的一次性收益 68.3 亿元，扣除非经常损益后，扣非归母净利润为 15.85 亿元，较 2018 年的低基数同比增长 732%。

图 22：中远海控股权结构图



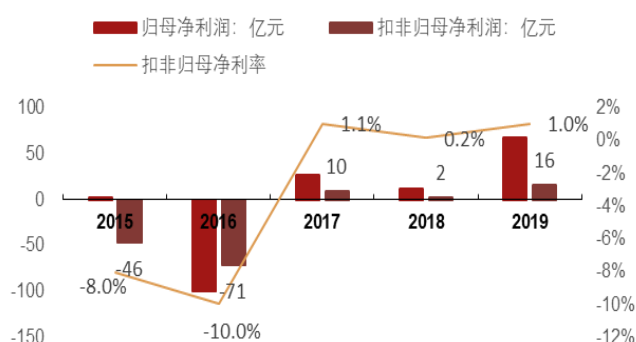
资料来源：公司官网、招商证券

图 23：公司营收规模增速较快（单位：亿元）



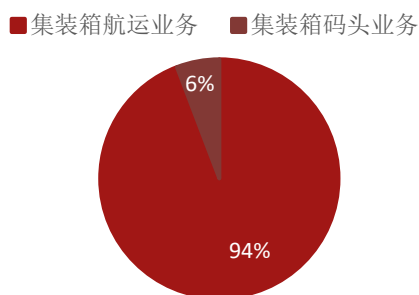
资料来源：公司公告、招商证券

图 24：重组之后公司盈利能力提升



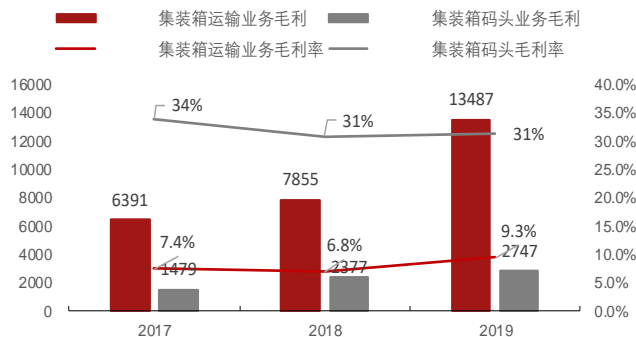
资料来源：公司公告、招商证券

图 25：2019 年公司营收占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 26：各板块业务毛利以及毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

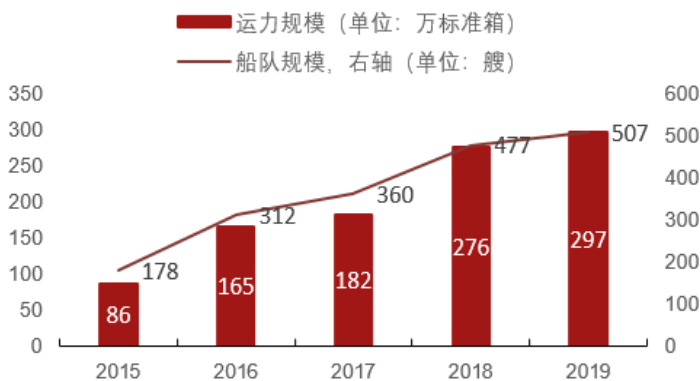
## 2. 港航实现联动，协同效应明显

**集装箱航运业务：**航运业务是公司最主要的核心业务，营收占比达 94%。目前，公司通过中海集运和东方海外国际共经营 274 条国际航线、58 条中国沿海航线及 88 条珠江三角洲和长江支线。合计控制船队达 507 艘，总运力规模为 297 万标箱，市占率从 15 年的 4.2% 上升至 12.4%。全年总运量为 2574 万标箱。中远集运与东方海外整合后，两者实现 1+1 大于 2 的效果，中远海控航运板块盈利能力实现明显提升。

**集装箱码头业务：**码头业务虽然营收占比仅为 6%，但是毛利率较高，盈利水平稳定。目前，公司主要通过中远海运港口从事集装箱和散杂货码头的装卸和堆存业务。中远海运港口在全球 36 个港口营运及管理 290 个泊位，其中 197 个为集装箱泊位，总年处理量达约 1.13 亿标准箱。权益码头吞吐量市占率为 5.9%，总吞吐量在 13.5% 以上。

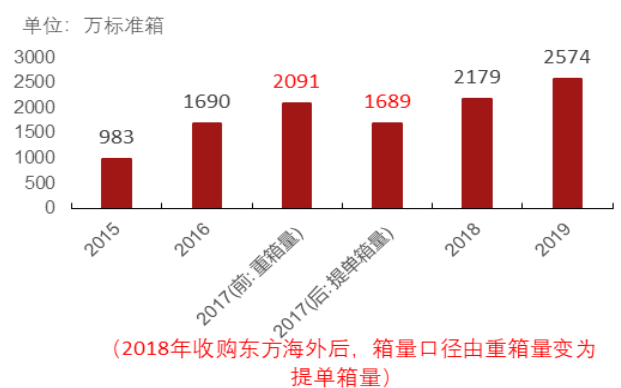
总体来看，公司旗下航运船队与港口能够实现紧密联动，协同效应明显。中远海运港口持续进行全球化码头布局，积极投资国际优质码头资源，近 4 年年均利润约 23 亿人民币，预计未来三年净利润仍将稳定增长，为上市公司持续贡献业绩。同时，公司还可以借助中远海运港口的全球码头布局积极提供端到端运输业务以及一体化物流解决方案，提升中长期可持续发展能力。

图 27：公司集装箱船队运力规模持续上升



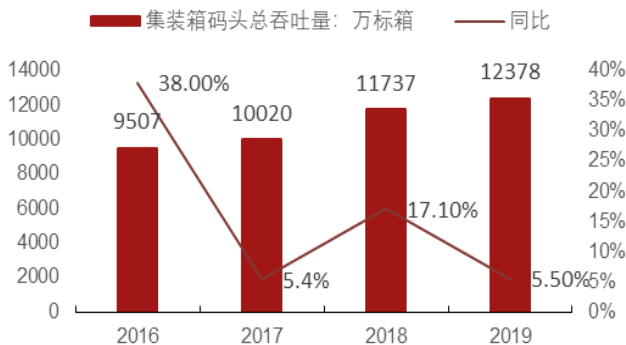
资料来源：公司公告、招商证券

图 28：公司集装箱运量及增速



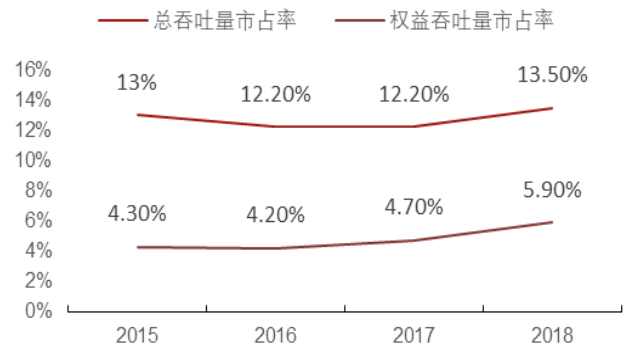
资料来源：公司公告、招商证券

图 29：公司集装箱码头吞吐量稳步增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 30：公司集装箱码头吞吐量全球市占率情况



资料来源：公司公告、招商证券

### 三、盈利预测与投资建议

#### 核心假设:

1. 航运业务: 结合上文分析, 考虑到疫情对全年需求的冲击, 预计中远海控 2020 年国际线运量下降 3.6%, 但 21-22 年增速将回复至 5% 以上; 结合各条国际航线供需关系, 预计未来三年国际航线平均运价增速为 2.6%、3.3%、1.6%; 从国内运输来看, 预计未来三年内贸航线运量增速为-3%、5%、7%, 运价增速分别为-2%、4%、3%。总体来看, 未来 2020-2022 年航运业务收入增速分别为-1.4%、8.7%、7.2%; 航运业务成本项中运输费用以及航程成本变化趋势基本与运量变化相似, 今年由于燃油价格下降, 航程成本有明显下降, 预计未来三年航运业务成本增速分别为-5%、8%、8%; 毛利率为 13.1%、13.5%、12.9%。
2. 港口业务: 受疫情影响, 集装箱码头吞吐量在今年可能有一定程度的下降, 但 21-22 年将实现复苏, 预计未来三年收入增速为-5%、10%、5%。由于港口业务毛利率较为稳定, 预计未来三年毛利率维持在 31% 左右。
3. 汇率: 假设 2020-2022 年美元兑人民币平均汇率为 6.9

表 2: 2020-2022 年中远海控航运业务经营数据预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
运量数据 (万 TEU)	1690	2179.1	2573.8	2485.6	2614.5	2761.8
yoy		29.00%	18.10%	-3.4%	5.2%	5.6%
国际线运量	1134	1604	2000	1929	2030	2137
国际 yoy		41.5%	24.7%	-3.6%	5.2%	5.2%
内贸航线运量	556	575	574	556	584	625
内贸 yoy		3.5%	-0.2%	-3%	5%	7%
单箱收入 (USD/TEU)	683	735	760	776	802	814
yoy		7.70%	3.40%	2.1%	3.4%	1.5%
国际运价 (USD/TEU)	871	887	889	911	941	957
国际 yoy		1.9%	0.2%	2.6%	3.3%	1.6%
内贸运价 (CNY/TEU)	2013	2060	2147	2104	2188	2254
内贸 yoy		2.3%	4.2%	-2%	4%	3%
航线收入 (百万 CNY)	77852	106081	134970	133031	144662	155138
yoy		36.3%	27.2%	-1.4%	8.7%	7.2%
国际线收入	66666	94236	122655	121324	131878	141049
国际 yoy		41.4%	30.2%	-1.1%	8.7%	7.0%
内贸线收入	11186	11845	12315	11707	12784	14089
内贸 yoy		5.9%	4.0%	-4.9%	9.2%	10.2%
美元兑人民币平均汇率	6.75	6.62	6.9	6.9	6.9	6.9

资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 2020-2022 年中远海控营业收入及营业成本预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	120830	151057	148935	162142	173683	
yoy		33.6%	25.0%	-1.4%	8.9%	7.1%
集装箱运输业务收	114845	144806	143044	155550	166815	
yoy		32.4%	26.1%	-1.2%	8.7%	7.2%
其中: 航线收入	106081	134970	133031	144662	155138	

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
占比	92%	93%	93%	93%	93%
集装箱码头收入	7712	8751	8313	9145	9602
yoy	77.0%	13.5%	-5%	10%	5%
内部抵消	-1727	-2500	-2422	-2553	-2734
营业总成本	110605	134830	130055	140917	151999
yoy	34%	22%	-4%	8%	8%
集装箱运输业务成本	106990	131320	124291	134519	145281
yoy	33%	23%	-5%	8%	8%
设备及货物运输成本 (货物费、中转费等)	52973	68824	65383	70613	76262
yoy	33%	30%	-5.0%	8.0%	8.0%
航程成本 (燃油费、港口费等)	26015	30910	28437	30997	33476
yoy	54%	19%	-8.0%	9.0%	8.0%
船舶成本 (船舶折旧费+租赁费)	20952	23234	22537	24340	26287
yoy	31%	11%	-3.0%	8.0%	8.0%
其他业务	7050	8352	7934	8569	9255
	-8%	18%	-5.0%	8.0%	8.0%
集装箱码头业务成本	5335	6004	5764	6398	6718
yoy	85%	13%	-4.0%	11.0%	5.0%
内部抵消	-1720	-2494	-2362	-2560	-2761
毛利润	10225	16227	21242	23784	24445
YOY	30%	59%	31%	12%	3%
毛利率	8.5%	10.7%	14.3%	14.7%	14.1%
集运业务毛利率	6.8%	9.3%	13.1%	13.5%	12.9%
集装箱码头毛利率	31%	31%	31%	30%	30%

资料来源: 公司数据、招商证券

**投资建议:** 随着中国经济继续复苏, 欧美经济对中国的依赖短期内还将持续, 中国工业供应链将支撑全球; 预计四季度至明年集运行业景气度持续上行。长期来看, 集运竞争格局将持续优化, 头部企业逐渐向高价值产业链延伸, 盈利能力和经营稳定性将持续增强。我们预计公司在 2020-2022 年有望实现归母净利润 46、51、56 亿元, 盈利中枢逐渐上移。

公司 A 股股价对应于 2020/21 年盈利 PE 为 15.9 14.4x, PB 为 1.8、1.7x, 处于历史中枢偏低区域。考虑到集运行业竞争格局较优, 供需情况持续改善, 龙头公司经营优势明显, 我们给予公司 21 年 2 倍 PB, 目标价 7.3 元。

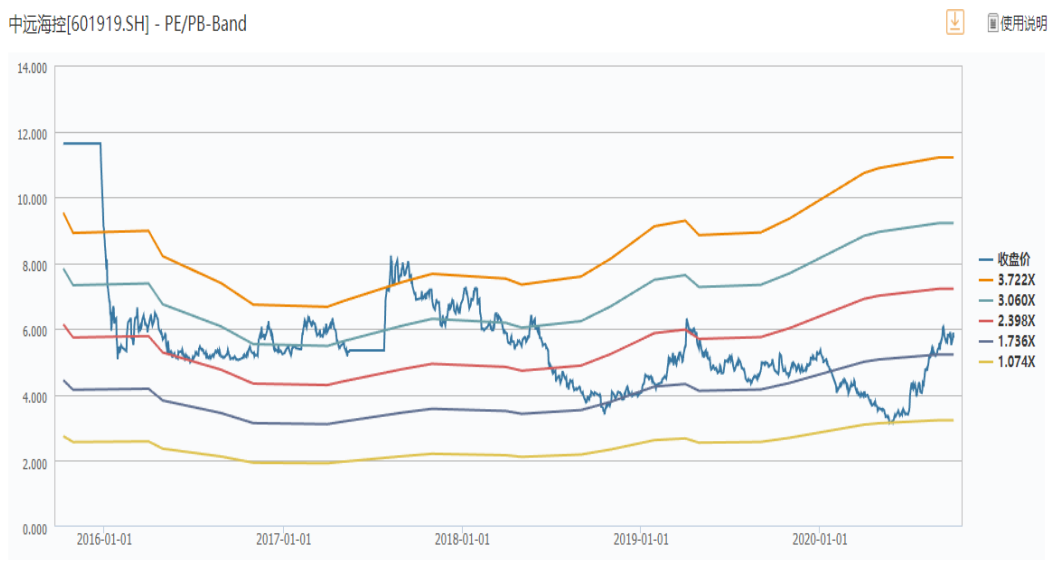
表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	120830	151057	145468	156814	167948
营业成本	110605	134830	127575	137683	147122
营业税金及附加	231	226	218	235	252
营业费用	61	68	44	47	50

管理费用	6833	9766	8583	8938	9573
研发费用	20	277	145	157	168
财务费用	2967	5015	4831	5000	5200
资产减值损失	(54)	(23)	0	0	0
公允价值变动收益	(77)	299	299	299	299
其他收益	706	896	896	896	896
投资收益	2358	10016	3000	3000	3000
<b>营业利润</b>	<b>3045</b>	<b>12062</b>	<b>8266</b>	<b>8949</b>	<b>9777</b>
营业外收入	840	45	180	180	180
营业外支出	39	180	180	180	180
<b>利润总额</b>	<b>3845</b>	<b>11927</b>	<b>8266</b>	<b>8949</b>	<b>9777</b>
所得税	819	1577	1240	1163	1271
少数股东损益	1796	3586	2389	2647	2892
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1230</b>	<b>6764</b>	<b>4637</b>	<b>5138</b>	<b>5614</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.55</b>	<b>0.38</b>	<b>0.42</b>	<b>0.46</b>

资料来源：公司数据、招商证券

图 31：中远海控 PB-Band



资料来源：Wind、招商证券

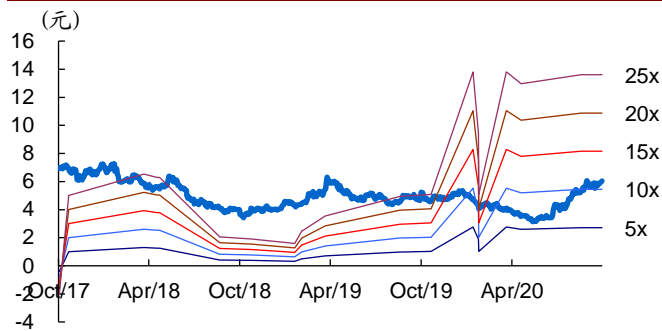
## 四、风险提示

**疫情扩散超预期:**如果疫情扩散超预期,全球宏观经济下滑明显,那么全球商品贸易可能大幅萎缩,这将影响公司集运需求,拖累公司业绩。

**重大海上事故:**如果公司集装箱船舶在运输过程中出现重大海上安全事故,那么公司业绩可能遭受较大打击。

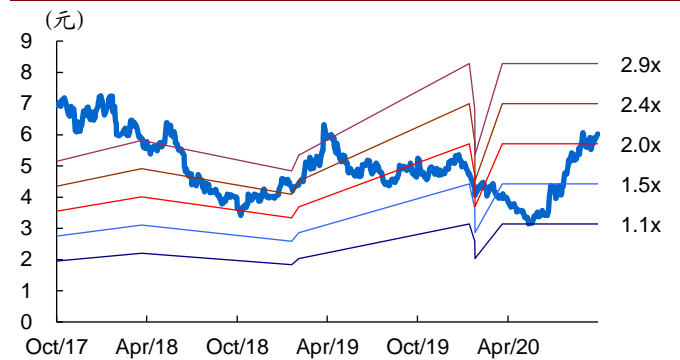
**燃油价格大幅上涨:**燃油价格受影响因素较多,波动幅度较大,如果油价出现超预期上涨,那么公司营业成本将有大幅上升,拖累整体业绩。

图 32: 中远海控历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 33: 中远海控历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	60304	72302	58922	70864	80213
现金	33995	50330	37856	48232	56065
交易性投资	2596	1067	1067	1067	1067
应收票据	290	298	287	309	331
应收款项	8719	8533	8198	8838	9465
其它应收款	2608	2854	2748	2962	3173
存货	4101	4054	3829	4132	4415
其他	7996	5166	4937	5325	5697
<b>非流动资产</b>	167839	189922	187849	184891	185087
长期股权投资	28877	30763	30763	30763	30763
固定资产	109463	101112	99390	96749	97231
无形资产	13744	13519	13167	12850	12565
其他	15756	44530	44529	44529	44529
<b>资产总计</b>	<b>228144</b>	<b>262224</b>	<b>246770</b>	<b>255755</b>	<b>265300</b>
<b>流动负债</b>	88779	70428	47947	49611	51164
短期借款	48221	14752	12000	12000	12000
应付账款	20097	21802	20629	22264	23790
预收账款	426	517	489	528	564
其他	20035	33356	14829	14819	14809
<b>长期负债</b>	83012	122671	122671	122671	122671
长期借款	47052	79503	79503	79503	79503
其他	35960	43168	43168	43168	43168
<b>负债合计</b>	<b>171791</b>	<b>193099</b>	<b>170619</b>	<b>172282</b>	<b>173835</b>
股本	10216	12260	12260	12260	12260
资本公积金	28216	33399	33399	33399	33399
留存收益	(15546)	(10299)	(5661)	(987)	4113
少数股东权益	33467	33766	36155	38802	41694
归属于母公司所有者权益	22886	35360	39997	44672	49772
<b>负债及权益合计</b>	<b>228144</b>	<b>262224</b>	<b>246770</b>	<b>255755</b>	<b>265300</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	8131	21202	13463	14658	15366
净利润	1230	6764	4637	5138	5614
折旧摊销	4216	5367	6087	5971	5816
财务费用	2819	5199	4831	5000	5200
投资收益	(2235)	(9978)	(4194)	(4194)	(4194)
营运资金变动	172	10128	(286)	94	36
其它	1929	3722	2387	2649	2894
<b>投资活动现金流</b>	(39344)	4397	181	1181	(1819)
资本支出	(19888)	(11083)	(4000)	(3000)	(6000)
其他投资	(19456)	15480	4181	4181	4181
<b>筹资活动现金流</b>	37567	(9538)	(26118)	(5464)	(5714)
借款变动	20698	(18600)	(21287)	0	0
普通股增加	0	2043	0	0	0
资本公积增加	497	5183	0	0	0
股利分配	0	0	0	(464)	(514)
其他	16372	1836	(4831)	(5000)	(5200)
<b>现金净增加额</b>	<b>6354</b>	<b>16062</b>	<b>(12474)</b>	<b>10375</b>	<b>7833</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	120830	151057	145468	156814	167948
营业成本	110605	134830	127575	137683	147122
营业税金及附加	231	226	218	235	252
营业费用	61	68	44	47	50
管理费用	6833	9766	8583	8938	9573
研发费用	20	277	145	157	168
财务费用	2967	5015	4831	5000	5200
资产减值损失	(54)	(23)	0	0	0
公允价值变动收益	(77)	299	299	299	299
其他收益	706	896	896	896	896
投资收益	2358	10016	3000	3000	3000
<b>营业利润</b>	<b>3045</b>	<b>12062</b>	<b>8266</b>	<b>8949</b>	<b>9777</b>
营业外收入	840	45	180	180	180
营业外支出	39	180	180	180	180
<b>利润总额</b>	<b>3845</b>	<b>11927</b>	<b>8266</b>	<b>8949</b>	<b>9777</b>
所得税	819	1577	1240	1163	1271
少数股东损益	1796	3586	2389	2647	2892
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1230</b>	<b>6764</b>	<b>4637</b>	<b>5138</b>	<b>5614</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	34%	25%	-4%	8%	7%
营业利润	-39%	296%	-31%	8%	9%
净利润	-54%	450%	-31%	11%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.5%	10.7%	12.3%	12.2%	12.4%
净利率	1.0%	4.5%	3.2%	3.3%	3.3%
ROE	5.4%	19.1%	11.6%	11.5%	11.3%
ROIC	2.9%	8.1%	6.6%	6.9%	7.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.3%	73.6%	69.1%	67.4%	65.5%
净负债比率	45.8%	43.0%	37.1%	35.8%	34.5%
流动比率	0.7	1.0	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.6	1.0	1.1	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	34.4	33.1	32.4	34.6	34.4
应收帐款周转率	15.6	16.9	16.8	17.8	17.7
应付帐款周转率	6.1	6.4	6.0	6.4	6.4
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.12	0.55	0.38	0.42	0.46
每股经营现金	0.80	1.73	1.10	1.20	1.25
每股净资产	2.24	2.88	3.26	3.64	4.06
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.04	0.05
<b>估值比率</b>					
PE	50.1	10.9	15.9	14.4	13.2
PB	2.7	2.1	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	20.8	9.4	10.8	10.4	9.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**王西典：**上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。