

中远海控 (601919)

证券研究报告

2021年12月18日

不止长协，数字化及端到端有望提升盈利稳定性

欧线长协运价陆续签署，头部船东 2022 年盈利能力有望继续提升

欧洲航线 2022 年度长约近日陆续开始签署，与以往较为松散的合约不同，今年长约呈现卖方市场的态势较为明显，除了价格大幅提升 2.5-5 倍以外，部分头部船公司就长协签署条件较以往更为挑剔。从当前的情况来看，集运行业整体的长协无论是在价格维度还是在期限维度均超出预期，我们认为，这将一方面带来头部企业的盈利能力较 2021 年继续提升，而另一方面则将锁定行业盈利的稳定性。

新长协格局或意味着行业直客比例提升、客户对供应链稳定需求占据主导结合今年长协谈判的火热程度以及船东对客户的挑剔程度提升，我们认为其背后的主要因素在于部分制造业企业从以往的货代订舱转向了与船东直接签约，造成了长协需求的提升，而这将带来集运龙头的直客比例有望较以往出现大幅提升，行业的格局有望发生较为明显的边际改善。此外，在价格大幅提升的前提下，需求仍较为火热则体现出客户对于价格的敏感度已经有所降低，取而代之的是追求供应链的稳定性及安全性。综上所述，集运行业目前正享受行业周期红利，但仍需饮水思源，打造自身的差异化服务能力，更好地去满足客户需求。

数字化能力建设刻不容缓，公司 GSBN 及 Syncon Hub 布局行业领先

当前时点，海运的可视化、数字化正面临着前所未有的升级良机，首先，由于流程从过往的向货代订舱转向直接向船东订舱，过程链条的缩短带来流程的简化，船公司就物流可视化服务的响应能力可以得到更有效迅速的体现；其次，对于船公司而言，较往年更高的盈利可以支撑其在该方面加大投入。21 年 H1，公司下属中远海运集运、东方海外货柜、中远海运港口与其他 5 家班轮、港口共同发起的 GSBN 在中国香港宣告实现实体化运作，进口电子提箱服务在中国地区全面上线，区块链电子提单服务在马来西亚成功落地，首个应用产品“无纸化放货”已在中国及东南亚正式上线；Syncon Hub 电商平台运行良好，外贸电商平台 H1 成交量实现了 280% 增长。

端到端服务能力亦为服务差异化的关键，公司为业内标杆

由于海运大概率只覆盖运输全流程中的一部分，而对于客户而言，通过一个服务商完成所有运输需求显然更为便利，端到端甚至门到门的服务能力亦有望成为船公司的核心竞争力。在此方面，公司发挥航线网络及多式联运服务优势，强化港航联动、海铁联通，已经推出了中欧陆海快线、王子港特快专线等服务，成为了业内标杆，客户黏性有望持续提升。

投资建议：短期看，行业正面临小旺季的运价回升窗口，中长期看，长协及服务能力的提升有望带来行业服务能力的差异化，进而带动头部公司盈利稳定性提升，考虑到中远海控布局领先且长协签订情况超预期，将 21-23 年公司盈利预测由 903.42、522.77、423.98 上调至 903.42、1317.69、988.22 亿元，对应 PE 估值 3.32、2.28、3.03X，维持“买入”评级！

风险提示：全球经济超预期下滑，行业运价超预期下滑，安全事故等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	151,056.68	171,258.83	312,604.16	374,209.17	330,486.79
增长率(%)	25.02	13.37	82.53	19.71	(11.68)
EBITDA(百万元)	21,778.00	23,147.82	157,468.12	216,378.86	168,470.01
净利润(百万元)	6,764.10	9,927.10	90,341.97	131,768.82	98,821.94
增长率(%)	449.92	46.76	810.05	45.86	(25.00)
EPS(元/股)	0.42	0.62	5.64	8.23	6.17
市盈率(P/E)	44.32	30.20	3.32	2.28	3.03
市净率(P/B)	8.48	6.83	2.70	1.47	1.10
市销率(P/S)	1.98	1.75	0.96	0.80	0.91
EV/EBITDA	6.03	7.61	1.89	0.98	0.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	18.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	12,659.35
流通 A 股股本(百万股)	11,331.23
A 股总市值(百万元)	236,982.95
流通 A 股市值(百万元)	212,120.63
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	59.14
一年内最高/最低(元)	33.40/9.59

作者

高晟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

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:长协有望提升来年业绩，资产负债表修复分红可期》 2021-10-31
- 《中远海控-半年报点评:集运业务高度景气，单季度业绩再创新高》 2021-08-31
- 《中远海控-季报点评:一季报表现亮眼，Q2 或更为可期!》 2021-04-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	50,329.69	52,851.39	135,406.92	256,583.27	368,622.82
应收票据及应收账款	8,830.98	9,561.85	16,488.50	20,932.42	10,280.22
预付账款	2,265.95	1,320.82	2,063.04	1,483.98	2,219.75
存货	4,054.42	3,231.55	3,536.17	3,817.40	4,502.91
其他	6,820.62	4,465.78	6,330.08	11,241.10	3,303.07
流动资产合计	72,301.66	71,431.39	163,824.71	294,058.17	388,928.78
长期股权投资	30,762.56	31,345.52	31,345.52	31,345.52	31,345.52
固定资产	101,111.68	99,192.81	106,093.12	110,959.53	115,800.11
在建工程	2,958.40	3,551.60	5,266.44	6,159.87	8,495.92
无形资产	7,376.48	6,981.36	6,565.85	6,150.34	5,734.83
其他	47,713.25	58,888.82	40,537.46	48,826.87	49,360.85
非流动资产合计	189,922.37	199,960.11	189,808.40	203,442.12	210,737.23
资产总计	262,224.03	271,926.07	353,811.30	497,737.88	599,982.79
短期借款	14,752.03	4,130.49	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	21,802.20	33,552.27	25,665.26	30,567.95	22,790.50
其他	33,873.40	36,322.93	33,163.43	33,029.31	36,516.94
流动负债合计	70,427.63	74,005.69	60,828.69	65,597.27	61,307.44
长期借款	79,503.47	63,498.70	63,498.70	63,498.70	63,498.70
应付债券	13,018.37	9,452.70	13,433.30	11,968.12	11,618.04
其他	30,149.32	46,271.93	31,517.51	35,979.59	37,923.01
非流动负债合计	122,671.16	119,223.32	108,449.51	111,446.41	113,039.75
负债合计	193,098.79	193,229.02	169,278.20	177,043.68	174,347.19
少数股东权益	33,765.56	34,783.19	73,501.18	117,424.11	153,190.15
股本	12,259.53	12,259.53	16,014.13	16,014.13	16,014.13
资本公积	33,399.08	34,493.23	31,804.17	31,804.17	31,804.17
留存收益	23,976.14	34,467.48	95,017.80	187,255.97	256,431.33
其他	(34,275.07)	(37,306.37)	(31,804.17)	(31,804.17)	(31,804.17)
股东权益合计	69,125.24	78,697.06	184,533.10	320,694.21	425,635.60
负债和股东权益总计	262,224.03	271,926.07	353,811.30	497,737.88	599,982.79

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	10,349.75	13,187.49	90,341.97	131,768.82	98,821.94
折旧摊销	5,367.01	5,896.56	6,100.35	6,655.68	7,238.88
财务费用	5,199.41	6,723.31	3,200.00	3,100.00	3,000.00
投资损失	(9,978.42)	(2,862.48)	(1,971.90)	(2,181.90)	(2,324.70)
营运资金变动	(11,938.29)	24,058.37	(12,021.26)	(10,549.29)	14,182.42
其它	22,202.91	(1,972.71)	38,731.11	43,936.32	35,779.69
经营活动现金流	21,202.37	45,030.56	124,380.26	172,729.63	156,698.23
资本支出	(16,224.58)	(11,768.63)	29,054.42	7,537.92	12,056.58
长期投资	1,885.10	582.96	0.00	0.00	0.00
其他	18,736.97	7,898.36	(41,052.38)	(17,442.19)	(23,838.38)
投资活动现金流	4,397.49	(3,287.31)	(11,997.97)	(9,904.27)	(11,781.80)
债权融资	125,808.41	98,781.93	95,379.07	96,360.70	96,130.41
股权融资	2,520.20	(4,912.09)	741.36	(3,037.32)	(2,937.32)
其他	(137,866.48)	(130,108.13)	(125,947.20)	(134,972.40)	(126,069.97)
筹资活动现金流	(9,537.86)	(36,238.29)	(29,826.77)	(41,649.01)	(32,876.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16,062.00	5,504.95	82,555.53	121,176.35	112,039.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	151,056.68	171,258.83	312,604.16	374,209.17	330,486.79
营业成本	134,829.66	146,925.02	152,273.65	155,722.74	160,075.36
营业税金及附加	226.31	192.04	546.32	643.08	551.44
营业费用	67.61	57.64	213.28	263.05	221.32
管理费用	9,765.90	9,588.43	9,878.16	9,682.40	10,165.89
研发费用	277.41	260.38	310.00	370.00	580.00
财务费用	5,014.53	4,131.77	3,200.00	3,100.00	3,000.00
资产减值损失	(3.27)	(9.63)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	298.78	(27.11)	13.12	13.39	13.65
投资净收益	9,978.42	2,862.48	1,971.90	2,181.90	2,324.70
其他	(21,460.75)	(6,653.44)	(3,970.05)	(4,390.57)	(4,676.71)
营业利润	12,062.10	13,931.26	148,167.77	206,623.18	158,231.13
营业外收入	44.86	108.82	310.00	221.67	251.11
营业外支出	180.27	92.36	133.00	148.67	143.44
利润总额	11,926.70	13,947.71	148,344.77	206,696.18	158,338.80
所得税	1,576.95	760.22	19,284.82	31,004.43	23,750.82
净利润	10,349.75	13,187.49	129,059.95	175,691.75	134,587.98
少数股东损益	3,585.65	3,260.40	38,717.99	43,922.94	35,766.03
归属于母公司净利润	6,764.10	9,927.10	90,341.97	131,768.82	98,821.94
每股收益(元)	0.42	0.62	5.64	8.23	6.17

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	25.02%	13.37%	82.53%	19.71%	-11.68%
营业利润	296.16%	15.50%	963.56%	39.45%	-23.42%
归属于母公司净利润	449.92%	46.76%	810.05%	45.86%	-25.00%
获利能力					
毛利率	10.74%	14.21%	51.29%	58.39%	51.56%
净利率	4.48%	5.80%	28.90%	35.21%	29.90%
ROE	19.13%	22.61%	81.37%	64.82%	36.27%
ROIC	11.22%	16.75%	187.13%	163.63%	117.58%
偿债能力					
资产负债率	73.64%	71.06%	47.84%	35.57%	29.06%
净负债率	109.19%	58.36%	-21.69%	-49.96%	-64.02%
流动比率	1.03	0.97	2.70	4.49	6.35
速动比率	0.97	0.93	2.64	4.43	6.28
营运能力					
应收账款周转率	16.94	18.62	24.00	20.00	21.18
存货周转率	37.04	47.01	92.38	101.78	79.44
总资产周转率	0.62	0.64	1.00	0.88	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.62	5.64	8.23	6.17
每股经营现金流	1.32	2.81	7.77	10.79	9.79
每股净资产	2.21	2.74	6.93	12.69	17.01
估值比率					
市盈率	44.32	30.20	3.32	2.28	3.03
市净率	8.48	6.83	2.70	1.47	1.10
EV/EBITDA	6.03	7.61	1.89	0.98	0.81
EV/EBIT	7.98	10.16	1.97	1.02	0.84

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com