

中远海控 (601919)

证券研究报告

2019年12月25日

集运或迎供需错配窗口，海控有望充分受益

事件：12月份以来，全球各大集装箱班轮公司陆续公布了年前和年后的停航计划，该数量远远超过了过去七年里每年所取消航行的平均数。且接下去两周内更多船公司有望公布2月停航计划。

停航计划主要来源于后市下行的判断，反应或许有些过激。往年，亚洲工厂在12月中下旬就已经开始将货物运往美国零售商和制造商，但是今年因中美经贸谈判，市场对后续的关税政策持有观望态度，业界期望的出货高峰尚未出现，因而航商大多判断后市疲软，较往年更早到来的农历春节促使航商大规模推出停航计划，1月25日之后停航的总运力就已达到惊人的137,800TEU，为过去7年当中的新高。但是我们在航运年度报告中已经做出分析，美国地产为轴的产业链有望为美国消费提供支持，欧洲经济也有望随中国逆周期政策的发力而企稳，我们认为预期差已经出现！

美国制造业、耐用品（除国防外）库存指标已经出现同比走软，被动补库存行情有望重现。耐用品库存同比数据的下降意味着消费相对于生产更强劲，生产企业的盈利能力在这一阶段中也将有所提升，带来更强的补库存意愿，进而拉动集运运价。今年农历新年较以往更早，未来2-3个月中美制造商将面临无货可进的情况，而产成品库存下降可能引发被动补库存行情。我们在《集运：三周期叠加向上，拥抱时间红利》中已经复盘，在2000年起的6轮完整库存周期中，仅有一轮，即2009-2010周期因全球金融危机影响，运价未随着美国耐用品库存下降而上升，其余的5轮周期当中，CCFI运价平均上升223.72点，涨幅高达25.53%。

不同于以往，受益于IMO限硫令的实施，高企的高、低硫油价差有望促使航商抓紧安排运力进坞装塔，停航计划的实施力度有望更强。航运的周期性造成在不同的季节船舶创造财富的效率差别较为明显，因此在淡季抢装脱硫塔是航运企业的最优策略。目前高、低硫燃油价差接近300USD/吨，有望促使航商加速脱硫塔的安装进程，届时，即使市场运价提升，船舶也无法迅速回归运营，因而停航计划的实施成功概率较高。

投资建议：本轮停航计划主要来源于12月出货高峰因市场观望中美关税政策的变化而低于预期，航商判断后续市场仍将会维持疲软，但是我们认为欧美的消费具备韧性，耐用品和制造业库存的下降将会带来被动补库存行情。成本方面，中远海控运力规模位居全球第三，对燃油供应商的议价能力较强，且机务管理严格，燃油成本上行程度及相关风险发生的概率有望低于市场平均水平。我们认为，集运行业有望进入供需错配窗口，运价的上涨有望超市场预期，中远海控作为第一梯队航商有望充分受益，预计19-21扣非归母净利润预测29.7、32.7、58.7亿元，维持“买入”评级！

风险提示：全球宏观经济超预期下滑，安全事故，合规燃油供应不足等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	90,463.96	120,829.53	133,752.38	143,799.47	147,500.26
增长率(%)	27.13	33.57	10.70	7.51	2.57
EBITDA(百万元)	8,702.57	9,454.88	10,300.73	12,198.39	17,722.92
净利润(百万元)	2,661.94	1,230.03	2,971.31	3,273.86	5,869.59
增长率(%)	(126.87)	(53.79)	141.57	10.18	79.29
EPS(元/股)	0.22	0.10	0.24	0.27	0.48
市盈率(P/E)	23.53	50.93	21.08	19.14	10.67
市净率(P/B)	3.03	2.74	2.16	1.94	1.64
市销率(P/S)	0.69	0.52	0.47	0.44	0.42
EV/EBITDA	14.20	15.91	16.20	12.57	8.51

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	5.11元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	9,678.93
流通A股股本(百万股)	7,635.67
A股总市值(百万元)	49,459.33
流通A股市值(百万元)	39,018.30
每股净资产(元)	2.51
资产负债率(%)	75.58
一年内最高/最低(元)	6.58/3.91

作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
高晟	联系人
gaosheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中远海控-季报点评:单箱收入逆势增长，经营能力优势尽显》2019-10-31
- 《中远海控-公司点评:资产处置收益再下一城，全面推进港航协同》2019-09-19
- 《中远海控-半年报点评:集运业务大幅改善，单箱收入表现亮眼》2019-09-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	26,089.75	33,994.97	10,700.19	26,104.91	33,641.87	营业收入	90,463.96	120,829.53	133,752.38	143,799.47	147,500.26
应收票据及应收账款	6,493.78	9,008.33	9,109.91	2,262.37	9,402.58	营业成本	82,604.64	110,604.88	120,374.19	129,387.24	127,280.75
预付账款	1,684.10	2,443.27	3,059.24	2,689.88	2,717.92	营业税金及附加	165.60	230.75	245.36	267.53	275.66
存货	2,330.22	4,100.91	1,818.00	4,844.03	1,473.50	营业费用	53.09	61.46	66.67	71.92	73.58
其他	2,338.03	10,756.92	7,792.34	8,156.96	9,295.79	管理费用	5,179.22	6,833.41	8,524.16	7,541.76	7,920.32
流动资产合计	38,935.87	60,304.40	32,479.68	44,058.13	56,531.66	研发费用	0.00	19.69	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	25,862.04	28,877.47	28,877.47	28,877.47	28,877.47	财务费用	1,729.94	2,967.29	2,988.00	2,915.50	2,770.50
固定资产	49,114.45	109,462.62	109,235.28	108,029.70	106,224.19	资产减值损失	12.77	2.03	41.49	18.76	20.76
在建工程	8,279.57	5,804.17	3,518.50	2,159.10	1,325.46	公允价值变动收益	0.00	(77.27)	51.92	52.96	54.02
无形资产	4,542.61	7,957.98	7,579.02	7,200.06	6,821.10	投资净收益	3,918.92	2,235.04	2,796.33	2,609.22	2,671.59
其他	5,949.14	15,737.17	12,005.05	12,766.45	13,476.03	其他	(8,157.05)	(5,092.48)	(5,696.51)	(5,324.36)	(5,451.22)
非流动资产合计	93,747.81	167,839.41	161,215.32	159,032.78	156,724.24	营业利润	4,956.84	3,044.73	4,360.76	6,258.95	11,884.30
资产总计	133,190.00	228,143.80	193,906.42	203,330.17	213,406.13	营业外收入	872.68	840.09	851.00	847.33	848.56
短期借款	10,939.80	48,220.62	17,617.86	17,617.86	17,617.86	营业外支出	126.48	39.50	68.00	58.33	61.56
应付票据及应付账款	16,433.61	20,096.86	23,569.38	23,671.34	21,222.45	利润总额	5,703.04	3,845.32	5,143.76	7,047.95	12,671.30
其他	16,118.59	20,461.64	18,039.51	19,902.84	18,566.63	所得税	872.35	818.96	786.80	1,057.19	1,900.69
流动负债合计	43,491.99	88,779.12	59,226.75	61,192.05	57,406.95	净利润	4,830.69	3,026.36	4,356.96	5,990.76	10,770.60
长期借款	30,037.75	47,051.67	47,051.67	47,051.67	47,051.67	少数股东损益	2,168.75	1,796.34	1,385.65	2,716.90	4,901.01
应付债券	13,385.25	17,828.85	16,355.50	15,856.53	16,680.29	归属于母公司净利润	2,661.94	1,230.03	2,971.31	3,273.86	5,869.59
其他	2,564.43	18,131.28	7,397.87	9,364.53	11,631.23	每股收益(元)	0.22	0.10	0.24	0.27	0.48
非流动负债合计	45,987.43	83,011.80	70,805.04	72,272.73	75,363.19						
负债合计	89,479.42	171,790.92	130,031.79	133,464.78	132,770.13						
少数股东权益	23,041.29	33,466.68	34,852.32	37,569.22	42,470.23	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	10,216.27	10,216.27	12,259.53	12,259.53	12,259.53	成长能力					
资本公积	27,718.64	28,215.83	28,215.83	28,215.83	28,215.83	营业收入	27.13%	33.57%	10.70%	7.51%	2.57%
留存收益	12,003.71	13,791.47	16,762.78	20,036.64	25,906.23	营业利润	-162.65%	-38.58%	43.22%	43.53%	89.88%
其他	(29,269.33)	(29,337.36)	(28,215.83)	(28,215.83)	(28,215.83)	归属于母公司净利润	-126.87%	-53.79%	141.57%	10.18%	79.29%
股东权益合计	43,710.58	56,352.89	63,874.63	69,865.39	80,635.99	获利能力					
负债和股东权益总	133,190.00	228,143.80	193,906.42	203,330.17	213,406.13	毛利率	8.69%	8.46%	10.00%	10.02%	13.71%
						净利率	2.94%	1.02%	2.22%	2.28%	3.98%
						ROE	12.88%	5.37%	10.24%	10.14%	15.38%
						ROIC	9.65%	6.30%	4.72%	5.85%	10.13%
						偿债能力					
						资产负债率	67.18%	75.30%	67.06%	65.64%	62.21%
						净负债率	84.42%	156.54%	122.86%	90.24%	69.87%
						流动比率	0.91	0.68	0.55	0.72	0.99
						速动比率	0.85	0.63	0.52	0.64	0.96
						营运能力					
						应收账款周转率	14.27	15.59	14.76	25.29	25.29
						存货周转率	46.45	37.58	45.19	43.17	46.70
						总资产周转率	0.72	0.67	0.63	0.72	0.71
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.10	0.24	0.27	0.48
						每股经营现金流	0.58	0.66	0.58	1.30	0.56
						每股净资产	1.69	1.87	2.37	2.63	3.11
						估值比率					
						市盈率	23.53	50.93	21.08	19.14	10.67
						市净率	3.03	2.74	2.16	1.94	1.64
						EV/EBITDA	14.20	15.91	16.20	12.57	8.51
						EV/EBIT	19.40	28.62	22.71	16.71	10.29

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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