

谨慎推荐（首次）

## 航运行业专题报告

风险评级：中风险

油运中期景气度向上，集运供需格局持续改善

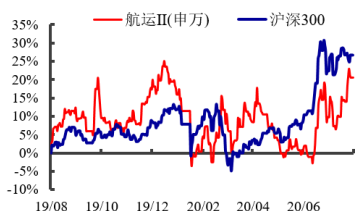
2020年8月17日

### 投资要点：

分析师：黎江涛  
SAC 执业证书编号：  
S0340519120001  
电话：0769-22119416  
邮箱：  
lijiangtao@dgzq.com.cn

分析师：张豪杰  
SAC 执业证书编号：  
S0340520070001  
电话：0769-22119416  
邮箱：  
zhanghaojie@dgzq.com.cn

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 油运：行业中期景气度向上。**2020年初，新冠肺炎疫情逐步在全球蔓延，致使原油需求下降，运价出现下跌。3月原油价格战开启，原油即期价格暴跌，行业囤油启动，而逆周期浮仓需求导致运力供给下降，从而推动运价上涨。4月，OPEC+达成减产协议，减产对原油价格起到较强支撑作用，油运行业逐渐从囤油向去库存转变，5月运价开始大幅下跌。目前全球原油库存维持在高位，短期来看原油需求并不乐观。原油将经历去库存阶段，运价仍将面临下跌压力。我们认为，本次去库存的关键因素在于疫情进展情况，一旦疫情全面受控，原油需求预计将会提升。从供给端来看，预计2020、2021年VLCC交付数量将逐年减少；叠加老船检修，在低运价环境下使用老船的性价比较低，行业拆船速度有望提升，行业运力供给或将紧缩，形成未来全球经济复苏带来行业景气度向好的中期逻辑。
- 集运：需求端向好，供给端新增有限，拆船有望提升，供需格局持续改善。**中国经济从2月开始，不断向上修复，Q1中国GDP同比下降6.8%，Q2同比+3.2%。中国PMI触底回升，欧美PMI不断改善。从微观数据来看，我们以汽车销量为例，中国7月销量同比增长16.4%，显著改善。此外，从美国、欧洲数据来看，也明显改善，进一步验证经济改善判断。因此，我们判断需求端回暖。供给端，现有订单与运力之比处于历史底部，意味着未来新增运力有限，此外，拆船量预计将回升。整体来看，供需格局改善，CCFI价格企稳回升，我们预计仍有空间。
- 投资建议：**油运行业短期存在原油库存偏高、运价持续下行的压力，但中长期来看，运力紧缩将会维持，行业景气度预计仍将向上。集运行业需求端依然向好，供给端新增有限，拆船有望提升，供需格局持续改善。航运行业重点推荐龙头个股：招商轮船（601872）、中远海能（600026）、中远海控（601919）。
- 风险提示：**全球经济下滑；新冠肺炎疫情在全球持续蔓延；国际地缘政治环境发生较大变化；原油价格大幅波动；运费价格大幅波动；航运安全风险等。

## 目 录

1. 油运：行业中期景气度向上 .....	4
1.1 原油库存偏高，运价短期存在下行压力 .....	4
1.2 运力紧缩将维持，油运行业中期景气度向上 .....	5
2. 集运：需求向好，供需格局改善 .....	6
2.1 需求端向好，最坏情况已过 .....	6
2.2 供给端优化，新增有限，拆解有望提升 .....	8
2.3 价格向上修复，预计中期仍有空间 .....	9
3. 投资建议 .....	10
4. 重点公司分析 .....	11
4.1 招商轮船（601872） .....	11
4.2 中远海能（600026） .....	13
4.3 中远海控（601919） .....	14
5. 风险提示 .....	16

## 插图目录

图 1：ICE 布油走势（美元/桶） .....	4
图 2：中国进口油轮运价指数 CTFI：CT1-TCE(标准航速)（美元/天） .....	4
图 3：2017 年以来美国商业原油库存情况 .....	5
图 4：2017 年以来美国战略石油储备情况 .....	5
图 5：VLCC 交付数量（艘） .....	6
图 6：VLCC 拆船数量（艘） .....	6
图 7：VLCC 拆船率（%） .....	6
图 8：全球原油轮船年龄分布 .....	6
图 9：中国 PMI 触底回升 .....	7
图 10：中国经济触底回升（%） .....	7
图 11：中国主要港口货物吞吐量增速改善（%） .....	7
图 12：主要港口集装箱吞吐量同比回升（%） .....	7
图 13：美、日经济不断改善 .....	8
图 14：欧元区经济显著改善 .....	8
图 15：海外核心地区（国家）汽车销量增速（%） .....	8
图 16：中国汽车销量增速显著回升（%） .....	8
图 17：订单与运力之比处于低位 .....	9
图 18：全球集装箱运力拆解 .....	9
图 19：CCFI 指数走势回暖 .....	9
图 20：CCFI 历史周期划分 .....	10
图 21：CCFI 与运力需求关系 .....	10
图 22：CCFI 与运力同比增长率 .....	10
图 23：招商轮船历年营收、归母净利润及其同比增速（亿元，%） .....	12
图 24：招商轮船 2019 年主营业务构成 .....	12
图 25：招商轮船历年毛利率、净利率（%） .....	12

---

图 26: 招商轮船历年经营活动现金净流量 (亿元) .....	12
图 27: 中远海能历年营收、归母净利润及其同比增速 (亿元, %) .....	13
图 28: 中远海能 2019 年主营业务构成 .....	13
图 29: 中远海能历年毛利率、净利率 (%) .....	13
图 30: 中远海能历年经营活动现金净流量 (亿元) .....	13
图 31: 中远海控历年营收、归母净利润及其同比增速 (亿元, %) .....	15
图 32: 中远海控 2019 年主营业务构成 .....	15
图 33: 中远海控历年毛利率、净利率 (%) .....	15
图 34: 中远海控历年经营活动现金净流量 (亿元) .....	15

## 1. 油运：行业中期景气度向上

### 1.1 原油库存偏高，运价短期存在下行压力

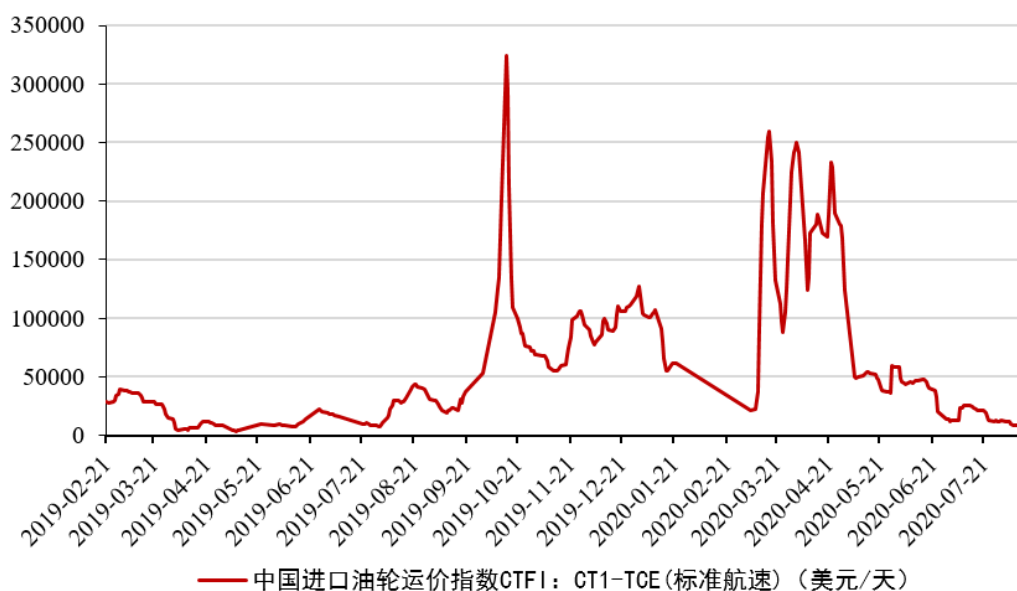
春节期间，新冠肺炎疫情在国内蔓延，而后在全球蔓延，全球经济失速，原油需求下降，运价出现下跌。2020年3月6日，沙特宣布增产，原油价格战开启。原油即期价格的暴跌，导致 contango 结构下的套利需求增加，行业囤油启动，而逆周期浮仓需求导致运力供给下降，从而推动运价上涨。2020年4月，OPEC+达成减产协议，减产于5月1日开始执行，此外沙特于6月起自愿每天减产100万桶。减产对原油价格起到较强支撑作用，油运行业逐渐从囤油向去库存转变，5月份运价开始大幅下跌。

图1：ICE布油走势（美元/桶）



数据来源：wind，东莞证券研究所

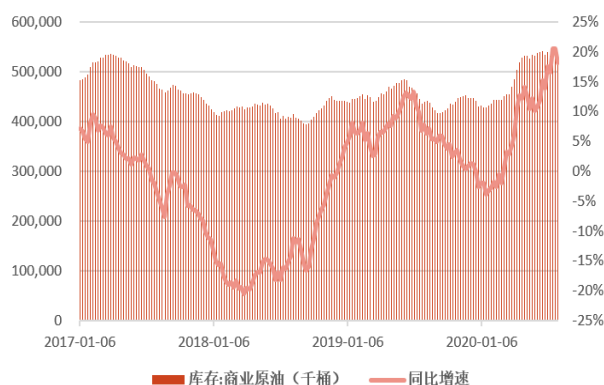
图2：中国进口油轮运价指数CTFI：CT1-TCE(标准航速)（美元/天）



数据来源：wind，东莞证券研究所

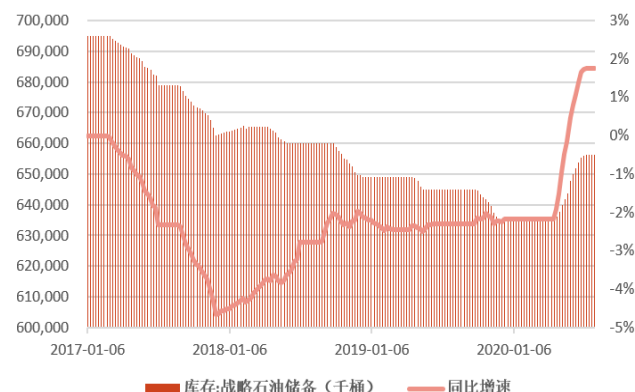
前期油价暴跌催生了囤油需求，目前全球原油库存维持在高位。2020年3月以来，美国商业原油库存量持续同比增长；到7月份美国商业原油库存量处于2017年3月份以来的高位，同比增速达到20.48%。今年6月份以来，美国战略石油储备量持续增长，截止7月31日，储备量为65614.1万桶，重回2018年10月份的水平。中国方面，根据隆众资讯的数据，截止7月22日，中国港口商业原油库存量为3299.4万吨，环比下降0.7%。预计近期国内港口商业原油库存将继续维持高位运行。

图3：2017年以来美国商业原油库存情况



资料来源：同花顺金融，东莞证券研究所

图4：2017年以来美国战略石油储备情况



资料来源：EIA，同花顺金融，东莞证券研究所

目前，美国、印度等国的疫情防控形势未见明显好转，欧洲等地新增病例数有抬头迹象，短期来看原油需求并不乐观。原油或将经历去库存阶段，届时运价将面临下跌压力。同时，当海上浮仓库存释放时，下游需求若没有明显增长，则运力供给的增加将加剧供需失衡，运价将进一步下跌。运价下跌持续的时间取决于原油库存去化所需的时间，从过去的原油库存周期来看，去库存周期通常为12个月。当前来看，原油去库存所需时间主要取决于全球疫情控制的情况。同时，运价通常早于库存见底。

## 1.2 运力紧缩将维持，油运行业中期景气度向上

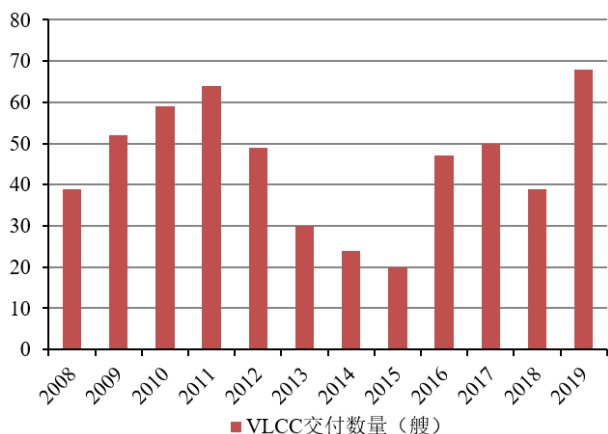
我们认为，本次去库存的关键因素在于疫情进展情况，如果疫情全面受控，或疫苗研发成功大规模使用，全球经济将迎来较快修复，原油需求或将得到提升。从供给端来看，VLCC新船2019年实际交付68艘，行业面临较大的交付压力，预计2020年和2021年VLCC交付数量将逐年减少。

2019年VLCC拆船量和拆解率大幅降低。2018年由于前三季度行业运价低迷，全年VLCC拆船量达到31艘，拆船率4.22%；2019年，基于前期较大的拆船量以及船东对油运市场的预期，全球VLCC拆船量仅4艘。受今年疫情影响，全球主要拆船国孟加拉、巴基斯坦、印度的拆船业陷入停滞，影响了行业拆船淘汰旧产能的进度。同时前期油价暴跌刺激的补库存需求，以及原油contango升水提升的套利需求，导致运价暴涨，也是行业拆船进度较慢的原因。

此外，全球原油轮船中，20岁及以上的老船占比5%，15-19岁的船占比20%。根据规定，15年以下的船舶需每五年进坞检修，15年以上的船2.5年就需进坞检修，而检修成本也随着船龄的增长而增加，同时船龄越高其面临风险越高，货主运价往往也更低，

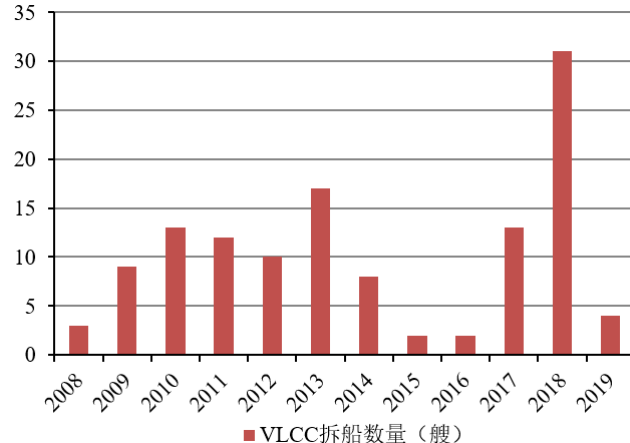
因此从船龄结构来看，老旧船本身就存在拆船动力。

图5：VLCC交付数量（艘）



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图6：VLCC拆船数量（艘）



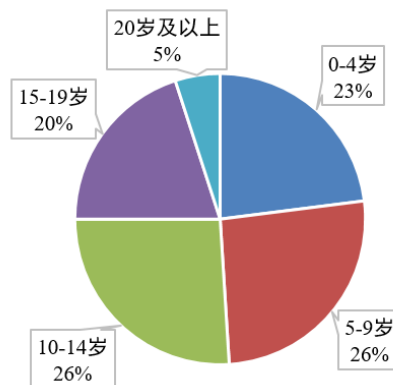
资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图7：VLCC拆船率（%）



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图8：全球原油轮船年龄分布



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

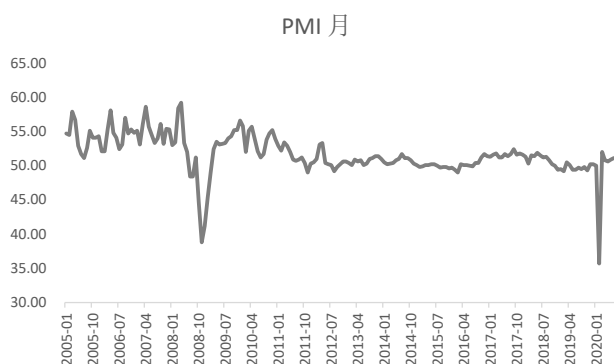
随着本轮去库存的推进，短期运价下跌或将不可避免。叠加赶上老船检修，在低运价环境下使用老船的性能比较低，行业拆船速度有望得到提升，行业运力供给将会紧缩，形成未来全球经济复苏带来行业景气度向好的中期逻辑。

## 2. 集运：需求向好，供需格局改善

### 2.1 需求端向好，最坏情况已过

中国经济持续修复。今年受疫情影响，需求端受到一定冲击。但是中国经济明显修复。PMI由2020年2月的35.70提升到7月的51.10，显著改善。此外，从GDP来看，2020年Q1中国GDP同比下降6.80%，Q2已经回到3.20%的增长。

图9：中国PMI触底回升



资料来源：wind，东莞证券研究所

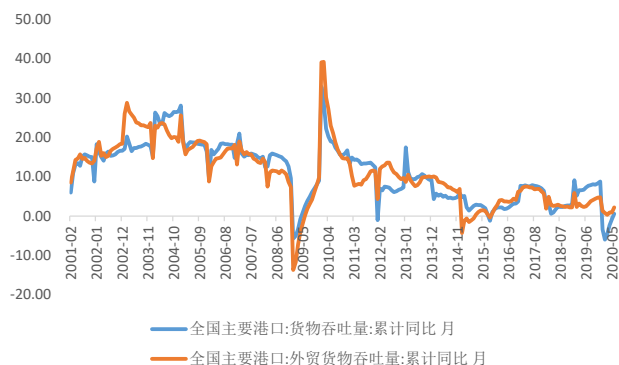
图10：中国经济触底回升（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

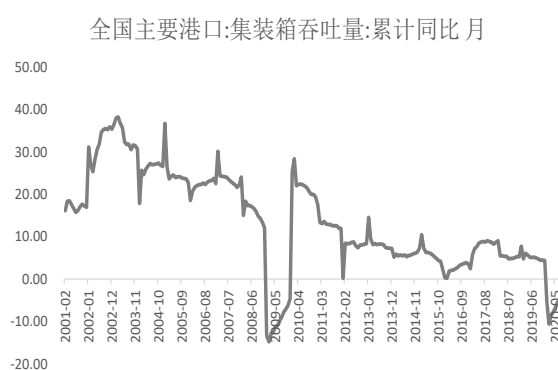
根据交通部统计，上半年国内主要港口货物吞吐量累计同比已经转正，1-6月中国主要港口货物吞吐量累计同比分别为-3.40%、-6.00%、-4.60%、-2.30%、-0.80%、+0.60%，逐渐向上修复。主要港口外贸货物吞吐量也逐渐改善，1-6月中国主要港口外贸货物吞吐量累计同比分别为+1.30%、+0.80%、+0.30%、+0.90%、+0.90%、+2.20%。从主要港口集装箱累计吞吐量同比数据来看，也有所改善，1-6月累计同比分别为-5.30%、-10.60%、-8.50%、-7.80%、-6.80%、-5.40%，降幅不断收窄。

图11：中国主要港口货物吞吐量增速改善（%）



资料来源：wind，交通部，东莞证券研究所

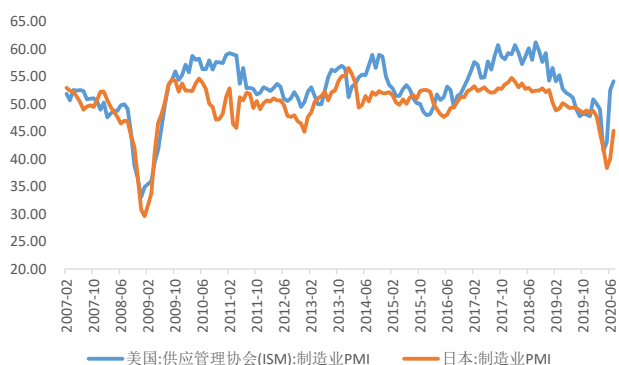
图12：主要港口集装箱吞吐量同比回升（%）



资料来源：wind，交通部，东莞证券研究所

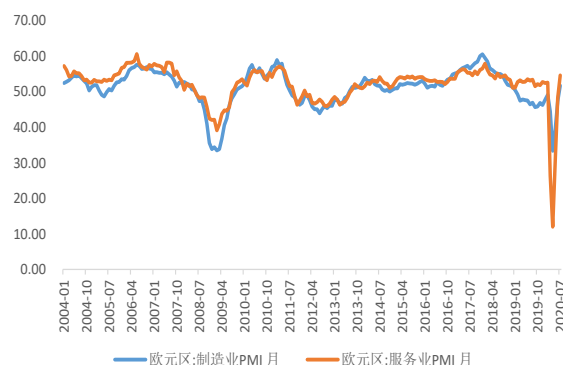
从海外核心经济体来看，经济向上修复。美国2020年1-7月PMI分别为50.90、50.10、49.10、41.50、43.10、52.60、54.20，趋势向上修复。日本制造业PMI也呈现修复态势，1-7月分别为48.80、47.80、44.80、41.90、38.40、40.10、45.20。欧元区制造业、服务业PMI显著恢复，1-7月制造业PMI分别为47.90、49.20、44.50、33.40、39.40、47.40、51.80，明显改善。

图13：美、日经济不断改善



资料来源：wind，东莞证券研究所

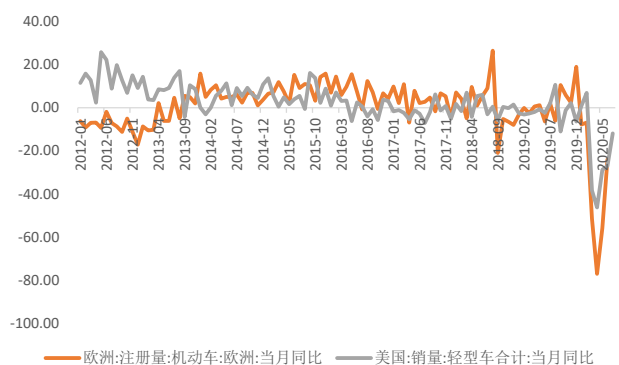
图14：欧元区经济显著改善



资料来源：wind，东莞证券研究所

从更微观的数据来看，也可以验证以上观点。我们以全球核心国家或地区汽车销量数据为例，中国 1-7 月汽车销量分别同比为-18.68%、-79.10%、-43.29%、+4.41%、+14.48%、+11.62%、+16.40%，显著回暖。而从美国来看，美国轻型车销量月度同比 1-7 月分别为+0.77%、+6.87%、-38.27%、-46.11%、-28.64%、-27.06%、-11.86%。从欧元区汽车注册量单月同比数据来看，也逐渐回暖。

图15：海外核心地区（国家）汽车销量增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图16：中国汽车销量增速显著回升（%）



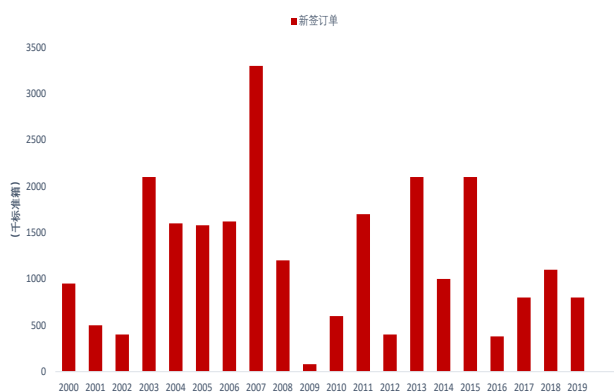
资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.2 供给端优化，新增有限，拆解有望提升

从在手订单来看，全球集装箱订单与运力之比在 2008 年之后不断下滑，目前处于非常低的水平，意味着未来新增运力非常有限。此外，从集装箱拆解来看，2020 年受疫情影响，拆解量不大，但是预计伴随经济活动影响不断减弱，拆解量预计将提升。伴随经济活动修复，我们预计运力供给端增速与运力需求增速差将不断收敛，2021 年预计需求增速将高于供给增速。

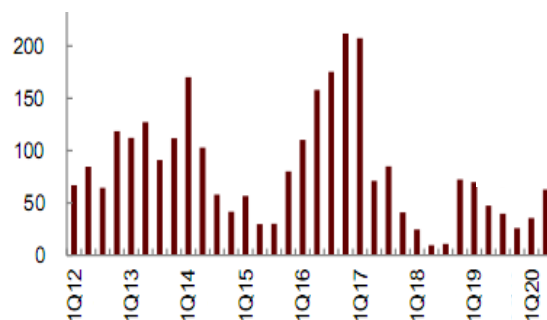


图17：新签订单处于低位



资料来源：clarksons, alphasliner, 东莞证券研究所

图18：全球集装箱运力拆解（千标准箱）

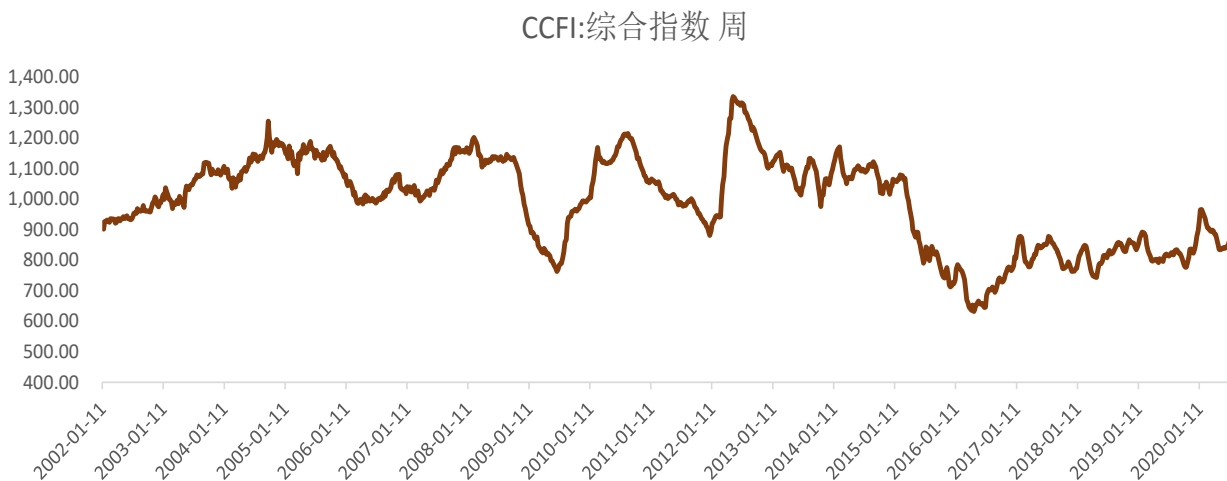


资料来源：clarksons, alphaline, 东莞证券研究所

### 2.3 价格向上修复，预计中期仍有空间

伴随经济修复，运力供需结构改善，CCFI 价格指数回暖。从 2002 年至今 CCFI 价格指数来看，2016 年触底回升，整个向上趋势延续到现在。下面，我们简单复盘 CCFI 综合指数历史走势。

图19：CCFI指数走势回暖



资料来源：wind, 东莞证券研究所

CCFI 自 1998 年发布至今已经 20 多年，集运市场大致经历了 5 个周期，第 6 个周期从 2016 年开启。2008 年全球金融危机爆发前，需求端主导集运市场，CCFI 的三起三落真实地反映出了全球货物贸易的发展和集装箱运输需求的变化对市场的作用。此阶段中，三次上升的特点有所不同：从 1998 年的快速上升并长期保持，到 2002 年起的缓慢爬升，再到 2006 年起的震荡攀升，每次上升的难度在增加。原因在于供给端船队规模快速增长。全球金融危机爆发前，集运市场需求增长基本保持在 10% 左右，而供给的增长从 5% 升至 15%。

图20：CCFI历史周期划分



资料来源：上海航运交易所，东莞证券研究所

图21：CCFI与运力需求关系



资料来源：上海航运交易所，东莞证券研究所

全球金融危机爆发后，集运市场需求增长的驱动力明显减弱（增幅缩窄至0~5%区间内），供给侧结构性改革对市场的提振发挥了主导作用（供给增长从10%降至5%以下）。此阶段，供给侧结构性改革主要体现在：撤销新船订单、推迟新船交付；以经济航速航行；船舶大型化、节能化；组成更为强大的航运联盟和并购重组等。但改革空间越来越窄，提振作用越来越弱，从2012年的明显拉升到2014年的宽幅震荡，再到2016年的连续探底。

图22：CCFI与运力同比增长率



资料来源：上海航运交易所，东莞证券研究所

从运价走势来看，当前市场运价的波动幅度明显减缓，预示着班轮公司将从竞争走向竞合。始于2015年的新一轮班轮公司的兼并重组浪潮高过前几轮，集运市场的集中度明显上升，CR5由2008年年底的46%升至2020年的67%，市场集中度已由低集中寡占型区间升至高集中寡占型。综合以上分析，需求端若恢复正常，拆船数量提升，在格局优化背景下，中期合理CCFI指数有望回到1000左右。

### 3. 投资建议

油运：2020年初，新冠肺炎疫情逐步在全球蔓延，致使原油需求下降，运价出现下

跌。3月原油价格战开启，原油即期价格暴跌，行业囤油启动，而逆周期浮仓需求导致运力供给下降，从而推动运价上涨。4月，OPEC+达成减产协议，减产对原油价格起到较强支撑作用，油运行业逐渐从囤油向去库存转变，5月运价开始大幅下跌。目前全球原油库存维持在高位，短期来看原油需求并不乐观。原油将经历去库存阶段，运价仍将面临下跌压力。我们认为，本次去库存的关键因素在于疫情进展情况，一旦疫情全面受控，原油需求预计将会提升。从供给端来看，预计2020、2021年VLCC交付数量将逐年减少；叠加老船检修，在低运价环境下使用老船的性价比较低，行业拆船速度有望提升，行业运力供给或将紧缩，形成未来全球经济复苏带来行业景气度向好的中期逻辑。

集运：需求端向好，供给端新增有限，拆船有望提升，供需格局持续改善。中国经济从2月开始，不断向上修复，Q1中国GDP同比下降6.8%，Q2同比+3.2%。中国PMI触底回升，欧美PMI不断改善。从微观数据来看，我们以汽车销量为例，中国7月销量同比增长16.4%，显著改善。此外，从美国、欧洲数据来看，也明显改善，进一步验证经济改善判断。因此，我们判断需求端回暖。供给端，现有订单与运力之比处于历史底部，意味着未来新增运力有限，此外，拆船量预计将回升。整体来看，供需格局改善，CCFI价格企稳回升，我们预计仍有空间。

航运行业重点推荐龙头个股：招商轮船（601872）、中远海能（600026）、中远海控（601919）。

## 4. 重点公司分析

### 4.1 招商轮船（601872）

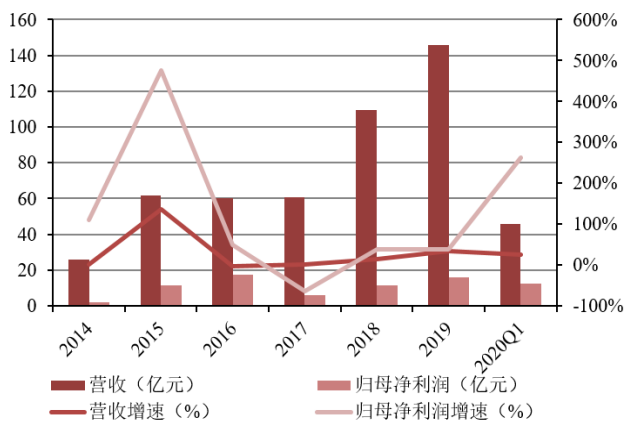
公司成立于2004年，并于2006年在A股上市，是大型驻港央企招商局集团整合旗下远洋运输资产。经过十几年的发展，公司已形成了“油、散、气、特”业务格局，主营业务包括原油运输、干散货运输、LNG运输、滚装运输、件杂货运输等。公司油轮、干散货、滚装、件杂货等船队根据市场情况，通过即期市场租船、期租租船、与货主签署COA合同、参与市场联营体（POOL）运作、对外提供船舶技术管理和商务管理服务等多种方式开展生产经营活动。

公司是目前国内运力规模最大的远洋油轮船队之一。油轮依托大客户和大船队稳健开展全球经营，竞争优势稳步发挥；散货船队通过创新稳步扩大经营规模，注重大数据研究，科学开辟航线，提高重载率，对外输出管理品牌，自有、合资和外管船组合经营初见规模；LNG船队依托国家“一带一路”倡议，积极拓展新的稳定收益项目，深度参与亚马尔项目。同时，公司对现有船队不断优化结构和适度扩张规模。截至2019年末，公司共拥有船舶176艘，3209.75万载重吨，平均船龄6.41年。其中拥有51艘100%权益的VLCC油轮及拥有和控制31艘40万吨级VLOC，自有VLCC和VLOC船队规模位居世界第一，滚装船队规模居国内领先。

公司股东实力雄厚，公司具有较强的资源整合能力。公司控股股东为招商局轮船有限公司，持有公司54.39%的股份；实控人为招商局集团有限公司，招商局集团是中国民

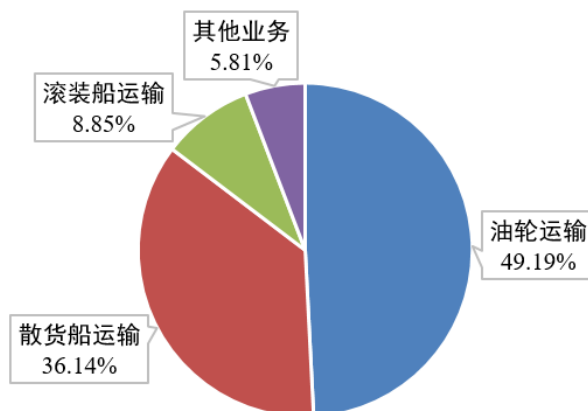
族工商业的先驱，创立于 1872 年晚清洋务运动时期，是中央直接管理的国有重要骨干企业，集团利润总额、净利润和总资产在央企中均排名第一。除招商局集团外，公司主要股东中国石化、大船集团等均为实力雄厚、国际知名的央企/央企子公司。

图23：招商轮船历年营收、归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图24：招商轮船2019年主营业务构成



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图25：招商轮船历年毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图26：招商轮船历年经营活动现金净流量（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2019年，公司实现营收145.56亿元，同比增长33.17%；实现归母净利润16.13亿元，同比增长38.22%。2019年，公司油轮运输/散货船运输/滚装船运输分别实现营收71.61/52.61/12.89亿元，分别同比增长49.93%/30.30%/-4.04%，占营业总收入的比重分别为49.19%/36.14%/8.85%。近年来，公司营收和归母净利润保持快速增长；公司预计2020年上半年归母净利润将同比增加23.2~26.2亿元，预计同比增长489%~553%；预计扣非后归母净利润将同比增加23.5~26.5亿元，预计同比增长533%~600%。上半年，国际油轮运输市场显著复苏，VLCC市场年初剧烈波动后，二季度淡季不淡，公司抓住了市场波动的机会，在市场相对高位落实了部分程租合同、COA及期租等部署。上半年公司完成收购原中外运航运旗下的散货船队及新造船陆续交付，散货船队规模进一步扩大。但受疫情、淡季等多种因素影响，国际国内干散货航运市场、滚装航运市场上半年深度低

迷，部分影响了公司上半年整体业绩表现。

公司盈利能力逐步提升，现金流情况持续改善。2020年一季度，公司毛利率为31.65%，同比提升14.42个百分点；净利率为27.36%，同比提升18.43个百分点。公司近年来毛利率、净利率水平逐步回升，盈利能力持续增强。一季度，公司经营活动现金净流量为14.75亿元，同比增长70.72%。公司近年来回款能力持续提升，现金流情况不断改善。

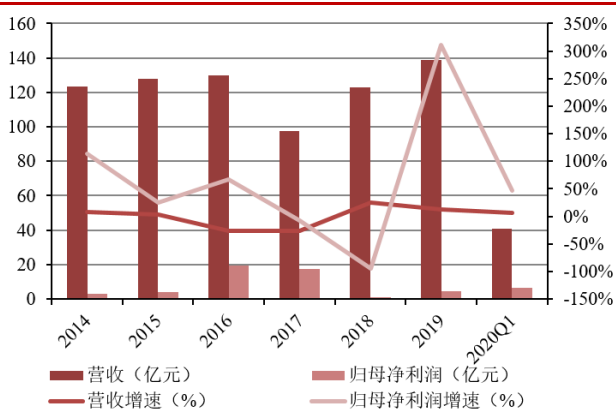
## 4.2 中远海能（600026）

公司是由原中国远洋、中国海运两大集团能源运输板块重组而成，主营业务为从事国际和中国沿海原油及成品油运输、国际液化天然气(LNG)运输以及国际化学品运输。

按运力规模统计，公司是全球第一大油轮船东。截至2020年7月20日，公司共拥有和控制油轮运力165艘，2292万载重吨，其中，自有运力123艘，1877.5万载重吨；租入运力10艘，274.7万载重吨。合营合资企业运力32艘，139.8万载重吨；另有订单运力14艘，277.1万载重吨。公司也是中国沿海原油和成品油运输领域的龙头企业。在沿海原油运输领域，公司一直保持着行业龙头地位和55%以上的市场份额。2018年3月公司完成收购中石油成品油船队后，已跃升为沿海成品油运输市场的龙头企业。

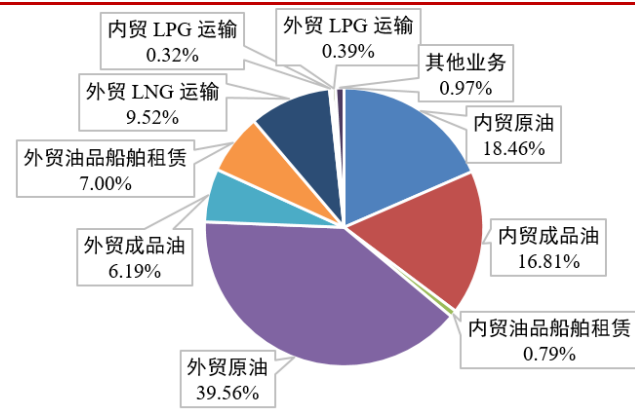
公司也是中国LNG运输业务的引领者，是世界LNG运输市场的重要参与者。公司所属全资的上海中远海运液化天然气投资有限公司，和持有50%股权的中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）是中国目前仅有的两家大型LNG运输公司。截至2020年7月20日，公司共参与投资41艘LNG船舶，其中，投入运营的LNG船舶36艘，607.3万立方米，在建LNG船舶5艘，87万立方米。

图27：中远海能历年营收、归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

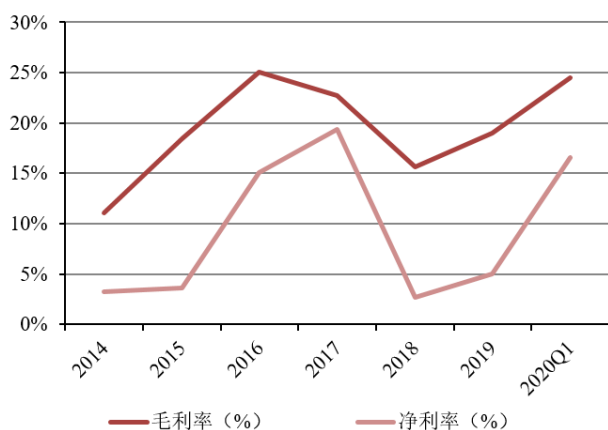
图28：中远海能2019年主营业务构成



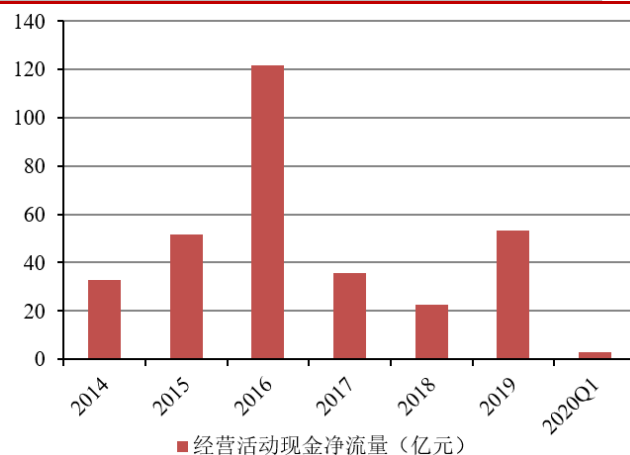
资料来源：公司2019年年报，东莞证券研究所

图29：中远海能历年毛利率、净利率（%）

图30：中远海能历年经营活动现金净流量（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2019年，公司实现营收138.80亿元，同比增长12.97%；实现归母净利润4.32亿元，同比增长310.54%。在公司整体业务结构中，沿海（内贸）油运业务和LNG运输业务的收益水平总体稳定，2019年该两项业务的收入占比约46%，毛利贡献占比约75.2%，为公司经营业绩提供“安全垫”；国际（外贸）油运业务因市场运价波动剧烈，为公司经营业绩提供周期弹性。

公司预计2020年上半年实现归母净利润27.6~29.6亿元，预计同比增长488%~531%；预计扣非后归母净利润将同比增加22.7~24.7亿元，预计同比增长471%~513%。上半年，全球石油供给大幅高于消费需求，石油运输及储油需求旺盛，国际油轮运价波动剧烈，均值高于去年同期。超大型油轮（VLCC）TD3C（中东-中国）航线平均等价期租租金（TCE）为82,200美元/天，同比增加约303.74%。面对市场波动，公司加强研判市场，利用规模优势调整船舶摆位，在运价高位阶段积极揽货，锁定收益。内贸油品运输方面，新冠疫情对市场的影响有限，二季度基本恢复正常。LNG运输方面，截至六月末公司共有36艘参与投资的LNG船在运营，同比增加6艘，利润持续增厚。

公司盈利能力逐步回升，现金流情况不断好转。2020年一季度，公司毛利率为24.50%，同比提升0.06个百分点；净利率为16.60%，同比提升3.55个百分点。公司近年来毛利率、净利率水平持续攀升，整体盈利能力不断增强。2019年，公司经营活动现金净流量为53.47亿元，同比提升128.70%，现金流情况大幅改善。

### 4.3 中远海控（601919）

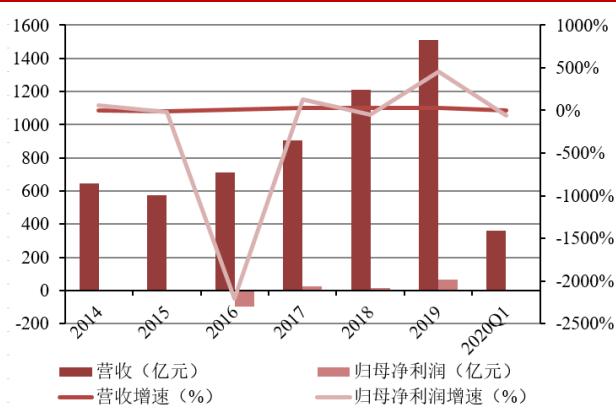
公司主要通过全资子公司中远海运集运和间接控股子公司东方海国际，经营国际、国内海上集装箱运输服务及相关业务；以及通过中远海运港口从事集装箱和散杂货码头的装卸和堆存业务。

集装箱航运业务方面：2019年，公司共有10艘大型集装箱船舶交付使用，合计运力约17.9万标准箱。截至2019年底，公司旗下双品牌经营的集装箱船队规模达507艘、296.79万标准箱，比2018年底增长7.6%，运力规模继续位列全球班轮行业第三。公司设有覆盖全球范围的集装箱航运销售、服务网点约700个，共计经营274条国际航线（含国际支线）、58条中国沿海航线及88条珠江三角洲和长江支线，所经营的船队在全球

约 105 个国家和地区的 356 个港口均有挂靠。

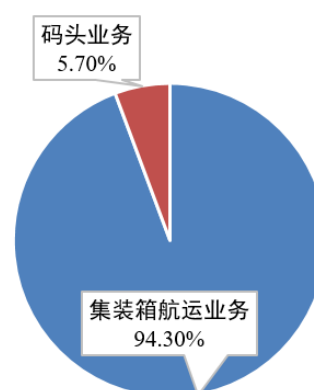
港口业务方面：公司旗下中远海运港口在全球 36 个港口投资 48 个集装箱码头，营运及管理 290 个泊位，其中 197 个为集装箱泊位，总设计年处理量能力达 1.13 亿标准箱，码头网络遍及中国沿海五大港口群、欧洲、南美洲、中东、东南亚及地中海等。根据德鲁里 2019 年全球集装箱营运商回顾及展望报告中公布的数据计算，中远海运维持其市场领先地位，以总吞吐量计算，2018 年占全球码头市场总份额约 13.5%，排名世界第一位；以权益吞吐量计算，占全球市场份额约 5.9%，排名世界第三位。

图31：中远海控历年营收、归母净利润及其同比增速（亿元，%）



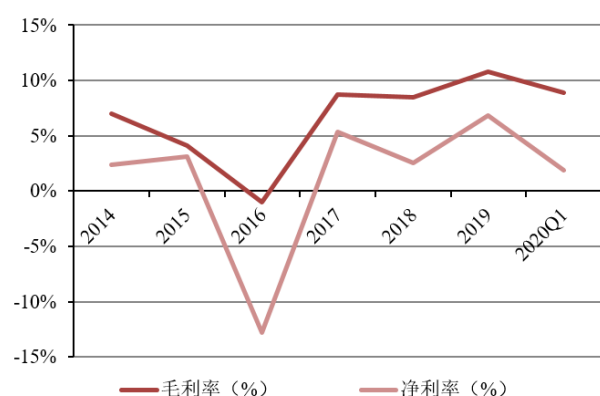
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图32：中远海控2019年主营业务构成



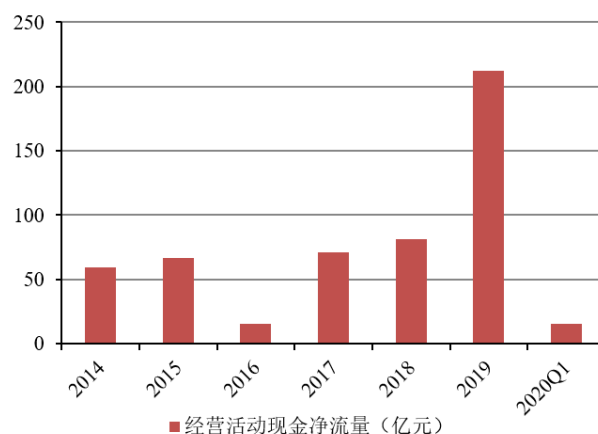
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图33：中远海控历年毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图34：中远海控历年经营活动现金净流量（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2019 年，公司实现营收 1510.57 亿元，同比增长 25.02%；实现归母净利润 67.64 亿元，同比增长 449.92%。2019 年，公司集装箱航运业务、码头业务分别实现营收 1448.06、87.51 亿元。2020 年第一季度，公司实现营收 361.09 亿元，同比增长 2.95%；实现归母净利润 2.92 亿元，同比降低 57.59%。一季度受疫情影响，公司归母净利润出现下滑。

近年来，公司盈利能力不断增强，现金流情况大幅好转。2019 年，公司毛利率、净利率分别为 10.74%、6.85%，分别同比提升 2.28、4.35 个百分点。公司毛利率、净利率

水平近年来持续攀升，整体盈利能力不断增强。2019 年，公司经营活动现金净流量为 212.02 亿元，同比大幅增长 160.76%，公司回款能力持续提升，现金流状况大幅好转。

## 5. 风险提示

- (1) 全球经济下滑风险；
- (2) 新冠肺炎疫情在全球持续蔓延风险；
- (3) 国际地缘政治环境发生较大变化风险；
- (4) 原油价格大幅波动风险；
- (5) 运费价格大幅波动风险；
- (6) 航运安全风险等。



**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn