

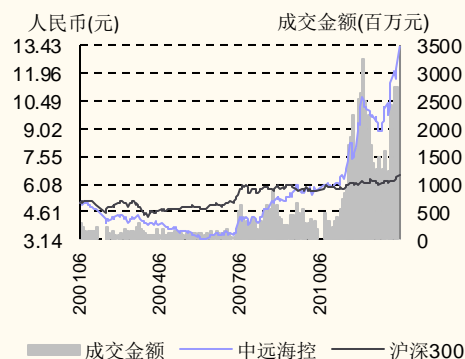
## 中远海控 (601919.SH) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.43 元  
 目标价格 (人民币): 17.51-17.51 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	122.60
已上市流通 A 股(亿股)	86.57
流通港股(亿股)	25.81
总市值(亿元)	1,646.45
年内股价最高最低(元)	13.43/3.14
沪深 300 指数	5268
上证指数	3503



## 沧海横流显本色，正是扬帆搏浪时

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	120,830	151,057	168,928	192,664	201,400
营业收入增长率	33.57%	25.02%	11.83%	14.05%	4.53%
归母净利润(百万元)	1,230	6,764	10,370	18,042	15,262
归母净利润增长率	-53.79%	449.92%	53.31%	73.98%	-15.41%
摊薄每股收益(元)	0.120	0.552	0.846	1.472	1.245
每股经营性现金流净额	0.79	1.18	1.73	2.51	2.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.37%	19.13%	24.94%	34.43%	24.79%
P/E	33.56	9.55	14.25	8.19	9.68
P/B	1.80	1.83	3.55	2.82	2.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **集装箱综合物流服务龙头，规模、效益、差异化服务能力领先：**公司为中国远洋海运集团旗下集装箱业务运营主体，收购重组中海集运、东方海外后集装箱船运力提升至目前约 303 万 TEU，份额 12.5%位列全球第三；集装箱码头方面，2019 年总吞吐量与总设计处理能力世界第一，海运与码头板块领先优势明显：1) 通过控股海内外港口码头提升衔接效率，准班率指标下的服务质量领先；2) 单箱收入享有龙头溢价，规模效应+网络效应下成本具备优势，利润率升至第一梯队；3) 结合自身特点稳步推进端到端，立立海陆联运、通过多式联运、仓储等业务向陆运端延伸，提供差异化服务。
- **短期景气延续：集装箱周转秩序失衡，运价持续性或超预期。**2020 年集装箱周转秩序失衡，经历空箱回运受限、进出口不平衡、缺箱问题加剧显著降低有效供给三个阶段、层层递进式的供需紧张，即期运价大幅上涨，欧美需求持续，疫苗未普及而码头拆箱、出港效率难恢复的情况下，高运价或持续至 21Q3。我们认为格局稳态下船公司运力管控能力增强，后续高运价回落节奏预计缓和、周期拉长，回落后或将维持在高于过去的水平上运行。
- **中长期格局之变：稳态下协同大于竞争，运价中枢温和抬升。**竞争角度，班轮公司中长期大规模运力扩张的动机与性价比降低，预计未来份额竞争趋缓，供给侧向好：① 动机方面，龙头东西干线军备竞赛难以出清靠后的公司、南北线面临反垄断制约，扩张意愿低；对于排名靠后的公司，前十家公司梯队间差距大、追赶成本高，梯队内部多为联盟舱位共享，互相竞争排名意义不大。② 性价比方面，需求低增速预期使得运力投放变得谨慎。**协同角度**，头部班轮公司/联盟经历行业出清后集中度提升，应对需求波动的运力调节能力较以往显著提升，能够有效平抑运价波动，对运价形成托底。即期高运价推涨 2021 年长协价，同时后疫情时代主干航线长协货量比例有望增长，中期供需向好下运价稳定性与中枢或上移。此外，数字化建设+端到端战略下船公司管理半径增加、开始延伸产业链，集装箱综合物流服务能力有助于提升定价权、增加客户粘性与产业链地位。

## 投资建议

- 预计公司 2020-2022 年归母净利润为 103.7/180.4/152.6 亿元，EPS 为 0.85/1.47/1.25 元，对应 PE16/9/11 倍。给予 21 年业绩 9 倍 EV/EBITDA，对应目标价 17.51 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 航企大规模运力扩张，全球经济超预期下滑，价格监管，汇率大幅波动等。

周儒飞 联系人  
 zhourufei@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005

## 投资要件

### ■ 关键假设

我们假设公司 2020-2022 年集装箱海运量增速 2.9%、6.6%、5.0%；集运单箱收入增速 10.5%、7.7%、-0.2%；单箱成本增速 3.1%、3.0%、2.9%。

此外，基于美线往返程利用率 100%、40%，长协比例 56%，FEU 与 TEU 换算系数 0.8，汇率 6.7，测算 2021 年美线长协价每提升 100 美元/FEU 对应净利润贡献 7.8 亿元。

### ■ 我们区别于市场的观点

市场此前预期：① 短期供需错配导致的高运价不可持续，春节后回落；② 短期景气度将会导致运价大起大落，对后续市场造成不利；③ 中期船公司仍有大规模运力扩张意愿。

我们的观点：① 欧美需求持续高增下存量集装箱周转压力大，短时间难以缓解，疫苗或最早于 6 月大面积落地，在此之前当地拆箱、出港效率难有提升，供需紧张或持续至 21Q3。② 班轮公司应对需求波动的运力调配能力显著增强，且明后年整体实际供需差向好，运价即使回落节奏或将缓和、周期拉长，预计回落后仍将保持在高于过去的水平上运行，需关注舱位利用率以及名义供给-实际供给的变化。③ 中长期格局，本来行业整合后剩余公司因政府相关背景出清可能性低，观察份额竞争需要从船公司扩张动机来看，龙头公司面临东西干线军备竞赛性价比低、南北干线受反垄断制约，扩运力意愿低，经营策略转变；后位公司份额差距大，船舶购置及航线网络建设成本高昂，短期新增运力以补结构为主；此外低需求增速预期促使船公司订船相对过往更谨慎。

### ■ 股价上涨的催化因素

运价延续高增长，持续性符合或超出我们预判。

### ■ 估值和目标价格

考虑到公司重组前散运业务亏损存在于未分配利润，东方海外为纯负债收购，传统周期股 PB 估值方式无法反映公司真实价值。我们认为合理的估值方式为：

1) 市盈率 P/E：基于格局稳定，中长期供需向好下公司盈利中枢提升，PE 适用。横向对比公司 PE (TTM) 在海外可比公司中相对低位；纵向对比来看，目前处于近四年均值左右 19x。保守给予公司 2021 年业绩 12 倍 PE，对应合理市值约 2165 亿元，对应股价 17.66 元。

2) EV/EBITDA：考虑到公司存在较高经营杠杆和财务杠杆，EV/EBITDA 适用。横向对比目前 9.5x 在海外可比公司中处于相对中位；纵向对比处于近三年均值左右。保守给予公司 2021 年业绩 9 倍 EV/EBITDA，对应合理股权市值约 2146 亿元，对应股价 17.51 元。

综上，我们认为给予公司 2021 年业绩 9 倍 EV/EBITDA，合理目标价 17.51 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 投资风险

航企大规模运力扩张，全球经济超预期下滑，价格监管，人民币汇率大幅波动等。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1. 中远海控：集装箱综合物流服务龙头的转变.....	6
1.1 全球第三大班轮公司，运输与码头业务均为全球前列.....	6
1.2 龙头溢价+成本优势，公司盈利水平回升至第一梯队.....	8
1.3 因地制宜、稳步推进数字化与端到端，集装箱物流模块化服务能力优先.....	11
2. 短期高景气延续：集装箱周转秩序失衡，运价持续性超预期.....	13
2.1 熊牛转换的背后，需求超预期+集装箱低周转下有效供给严重不足.....	13
2.2 运价回落预计缓和，关注舱位利用率与名义供给 vs 实际供给变化.....	17
3. 中长期格局之变：稳态下协同大于竞争，运价中枢温和抬升.....	20
3.1 竞争要素：份额扩张的动机与性价比降低.....	20
3.2 同质化向差异化竞争转变，集装箱综合物流服务能力为未来方向.....	24
4. 投资建议及盈利预测.....	26
5. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：中远海控经历两轮兼并重组后份额明显提升.....	6
图表 2：中远海控现有运力份额位列全球第三.....	6
图表 3：中远海控在运船队结构（万 TEU，截至 20Q3）.....	6
图表 4：中远海控分航线集装箱运输量占比.....	7
图表 5：中远海控分航线单箱收入情况.....	7
图表 6：2019 年全球贸易量按航线/区域分布.....	7
图表 7：中远海控在主要航线运力份额领先.....	7
图表 8：中远海运港口集装箱吞吐量情况.....	8
图表 9：2020 前三季度公司码头业务分地区吞吐量.....	8
图表 10：公司总吞吐量与设计处理能力同业领先.....	8
图表 11：中远海控持续布局海内外集装箱码头投资建设.....	8
图表 12：双品牌到离港准班率同业领先.....	8
图表 13：双品牌收发货准班率同业领先.....	8
图表 14：中远海控营收及扣非净利自低谷回升.....	9
图表 15：中远海控集装箱航运业务收入占比超 95%.....	9
图表 16：中远海控营业成本构成.....	9
图表 17：集装箱业务单箱成本构成.....	9
图表 18：中远海控 2020 年前三季度在主要航线箱量表现优于行业.....	10
图表 19：中远海控在大船配备上领先.....	10
图表 20：大船规模效应明显.....	10
图表 21：龙头马士基在各航线运力分布相对均衡.....	10

图表 22: 双品牌下中远海控货量份额均衡性提升.....	10
图表 23: 协同效应下双品牌 EBIT 利润率提升 .....	11
图表 24: 中远海控 EBITDA 利润率回升至第一梯队.....	11
图表 25: 海陆空运输指标对比 (以中国-欧洲鞋盒运输为例) .....	11
图表 26: 中远海控中欧班列与中欧陆海快线路径图.....	12
图表 27: 中欧陆海快线箱运量稳步增长.....	12
图表 28: 中远海运集运北美仓库分布图.....	13
图表 29: 北美四大码头区域具备完善的仓储配送网络.....	13
图表 30: 中远海控持续推进港口码头仓储资源建设.....	13
图表 31: 4-5 月空白航班运力占比大幅提升.....	14
图表 32: 上半年班轮公司通过退租等形式进行运力闲置.....	14
图表 33: 北美两大港口上半年空箱出口量明显下滑.....	14
图表 34: 中国至美国、欧美出口金额攀升.....	15
图表 35: 亚洲至北美往返箱量差额快速攀升.....	15
图表 36: 亚洲至欧洲往返箱量差额快速攀升.....	15
图表 37: 美线主要港口出口集装箱量增速大多为负 .....	15
图表 38: 美线回程运价情况.....	15
图表 39: 欧线回程运价情况.....	15
图表 40: 圣佩德罗湾入境集装箱平均滞留时间接近 5 天.....	16
图表 41: 11 月圣佩德罗湾滞留超 5 天的箱量占比 24%.....	16
图表 42: 洛杉矶-长滩港集卡周转时间拉长至 84 分钟.....	16
图表 43: 美线港口空箱数量下半年快速提升.....	16
图表 44: 洛杉矶港未来三周延续高增速.....	17
图表 45: 美国零售商联合会预计进口箱量持续增长.....	17
图表 46: 欧美国家当前疫苗覆盖人口比例.....	17
图表 47: 舱位利用率是单箱价格变动的重要参照.....	18
图表 48: 近年来全球集运市场往返程利用率情况.....	18
图表 49: 闲置运力比例由 11% 回落至 2% 左右.....	18
图表 50: 船公司根据需求波动调节运力.....	18
图表 51: 美国消费者信心指数 4 月起持续回升.....	18
图表 52: 美国进入新一轮补库存周期.....	18
图表 53: 未来三年集装箱船运力净增量下滑.....	19
图表 54: 新船订单比例处于历史低位.....	19
图表 55: 全球集运市场近年来供需增速变化.....	19
图表 56: 2020Q3 需求-实际运力增速差转正.....	19
图表 57: 集运行业基本要素的变化.....	20
图表 58: 本轮集运行业整合事件梳理.....	20
图表 59: 行业整合出清后 CR5 长途航线运力份额超 70%.....	21
图表 60: 三大班轮联盟在东西航线的份额占据主导.....	21

图表 61: 船舶大型化对港航整体成本下降的影响有限.....	22
图表 62: 马士基在非洲、拉美航线的运力份额接近 30%.....	22
图表 63: 前十大班轮公司间呈现梯队分布.....	23
图表 64: 赫伯罗特、ONE 大船比例总体偏低.....	23
图表 65: 全球集装箱运量与 GDP 乘数近十年来趋于下降.....	23
图表 66: 达飞 SEAPRIORITY 系列产品根据服务提供不同定价.....	24
图表 67: 航运区块链的应用有望大幅优化集装箱运输操作流程.....	25
图表 68: 马士基“ALL THE WAY”端到端战略.....	26
图表 69: 马士基电商平台占比短约货量的比例达 53%.....	26
图表 70: 中远海控收入成本拆分.....	27
图表 71: 中远海控 2021 年美线长协价每提升 100 美元/FEU 对应净利润贡献 7.8 亿元.....	27
图表 72: 中远海控 PE (TTM) 可比公司情况.....	28
图表 73: 中远海控市盈率 PE (TTM).....	28
图表 74: 中远海控 EV/EBITDA 可比公司情况.....	28
图表 75: 中远海控 EV/EBITDA.....	28



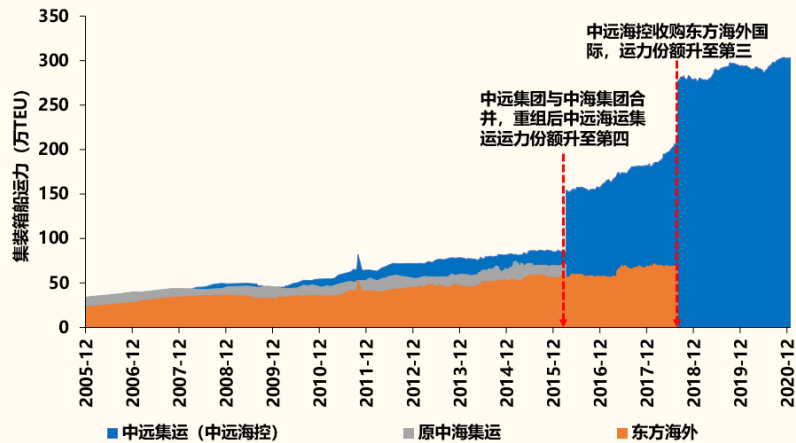
## 1. 中远海控：集装箱综合物流服务龙头的转变

### 1.1 全球第三大班轮公司，运输与码头业务均为全球前列

- **运力份额全球第三，兼并重组后行业地位显著提升。**公司隶属于中国远洋海运集团有限公司，为集团下集装箱航运供应链服务的核心运营主体。公司在本轮集运行业低谷时期经历大规模重组，2016 年原中远集团旗下“中远集运”整合原中海集团旗下“中海集运”的集装箱业务，组建形成中远海运集运，运力规模达到 154.13 万 TEU，升至全球第四；2018 年公司收购东方海外国际，双品牌协同发展，份额进一步提升至全球第三。

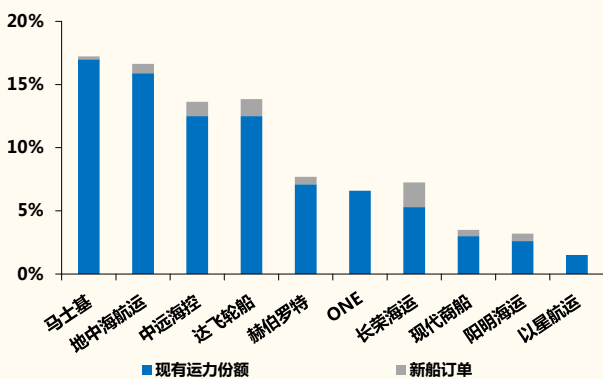
根据 Alphaliner 统计，公司当前运营集装箱船 504 艘，运力 303.02 万 TEU，份额比例 12.5%，领先第五名赫伯罗特 5.4pct，其中自有/租赁运力分别占比 51.2%、48.8%。在船队运力结构上，公司在运船舶中各船型分布相对平均，15000+TEU 大船占比 18%；在航线网络布局上，公司设有覆盖全球的集装箱航运销售、服务网点约 700 个，经营 278 条国际航线、56 条中国沿海航线及 88 条珠江三角洲和长江支线。

图表 1：中远海控经历两轮兼并重组后份额明显提升



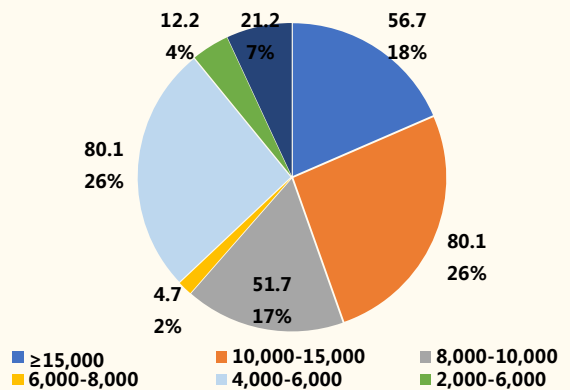
来源：Wind, Alphaliner, 公司公告, 国金证券研究所

图表 2：中远海控现有运力份额位列全球第三



来源：Alphaliner, 国金证券研究所

图表 3：中远海控在运船队结构 (万 TEU, 截至 20Q3)

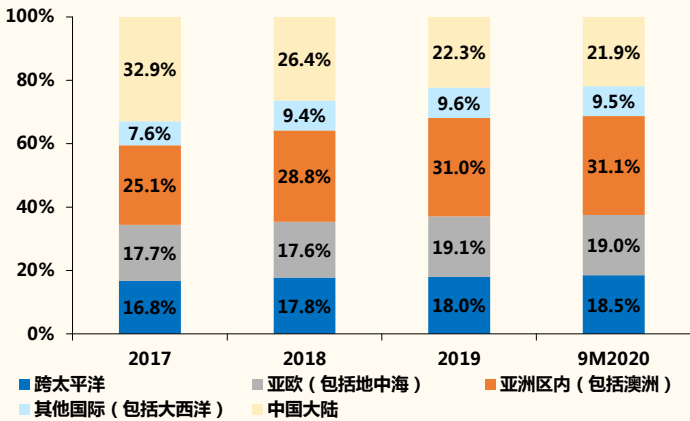


来源：公司公告, 国金证券研究所

- **航线分布上，中远海控在三大主要市场跨太平洋、亚欧、亚洲区域内箱量占比较高，运力份额位居前列。**从国际航线结构来看，公司收购东方海外后，在跨太平洋（美洲）、亚欧、亚洲区域内的集装箱运输量比例明显提升，三大航线合计箱量占比由 2017 年提升 9.1pct 至 2020 前三季度的 68.7%。从全球集装箱贸易整体分布情况来看，东西向（跨太平洋、跨大西洋、亚

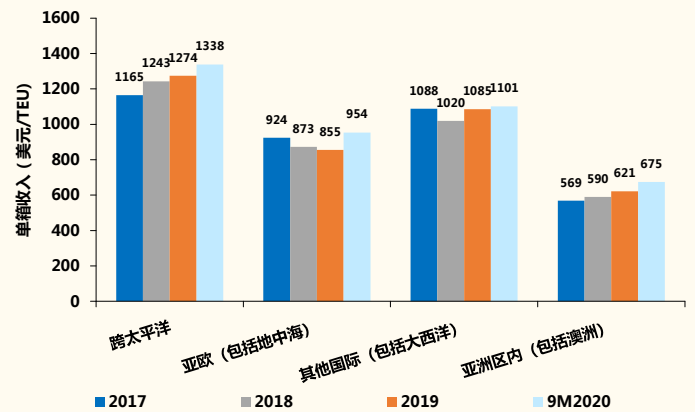
欧)、南北向(非洲、南美及澳新航线)的箱量占比分别为 36.6%、14.8%,为两大主要干线市场;亚洲内箱量占比 15.2%,为贸易最为活跃的区域市场。根据 Alphaliner 统计,公司在远东-北美、远东-欧洲、远东区域内、中东/南亚次大陆、澳新航线运力份额领先,分别位列第 1/3/1/2/3。

图表 4: 中远海控分航线集装箱运输量占比



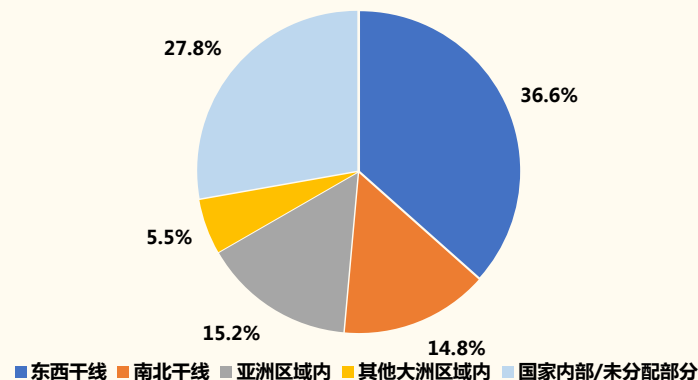
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 中远海控分航线单箱收入情况



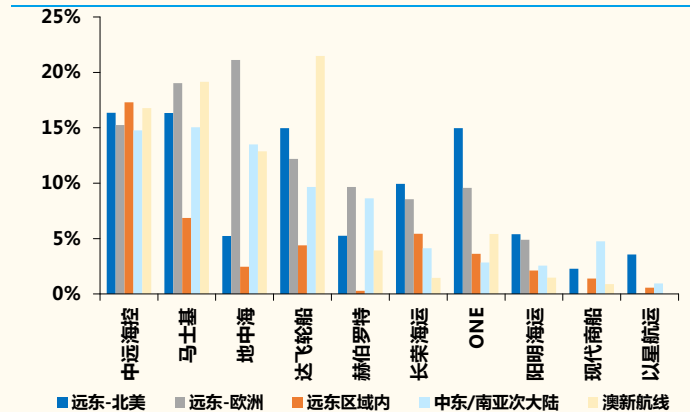
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2019 年全球贸易量按航线/区域分布



来源: Drewry, 国金证券研究所

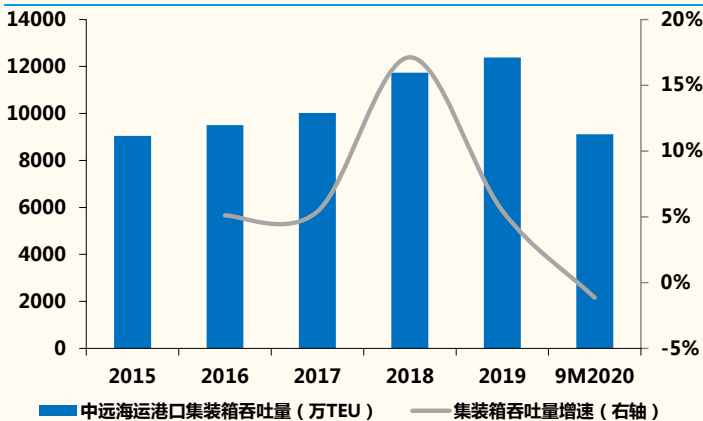
图表 7: 中远海控在主要航线运力份额领先



来源: Alphaliner (2020.01), 国金证券研究所

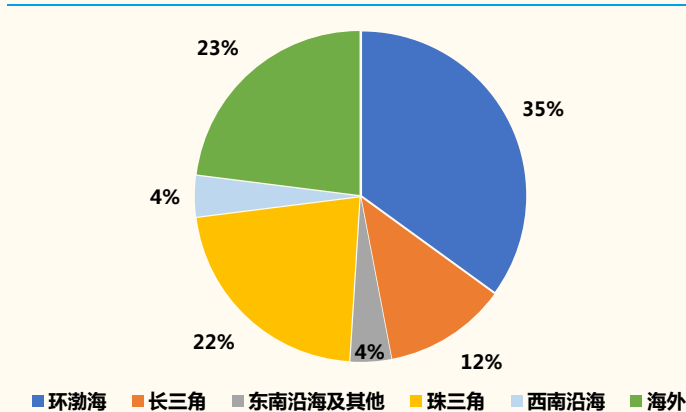
- 集装箱港口码头总吞吐量与设计处理能力世界第一, 港航协同下集运服务质量同业领先。公司集装箱码头业务由间接控股子公司中远海运港口(1199.HK)运营,截至 2020H1,公司在全球 36 个港口营运及管理 360 个泊位,总目标年处理能力达约 1.33 亿标准箱。根据德鲁里统计,集团旗下集装箱码头 2019 年总吞吐量排名蝉联世界第一。此外,公司近年来持续布局海内外港口码头投资建设,通过参控股形式对码头产生经营上的影响力/管控力,提升集装箱作业衔接效率,基于此,中远海运集运与东方海外在到离港、收发货准班率指标上保持同业领先,服务质量突出。

图表 8：中远海运港口集装箱吞吐量情况



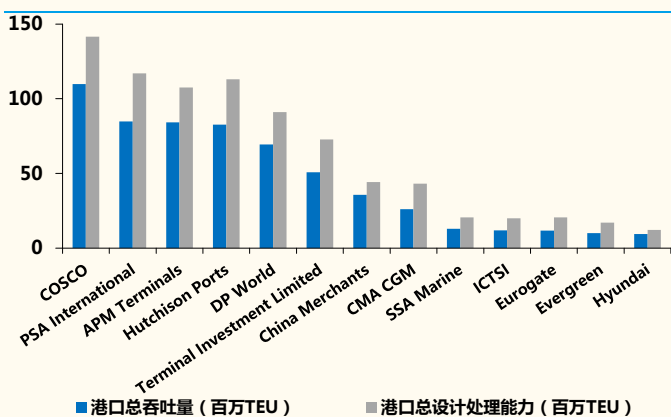
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2020 前三季度公司码头业务分地区吞吐量



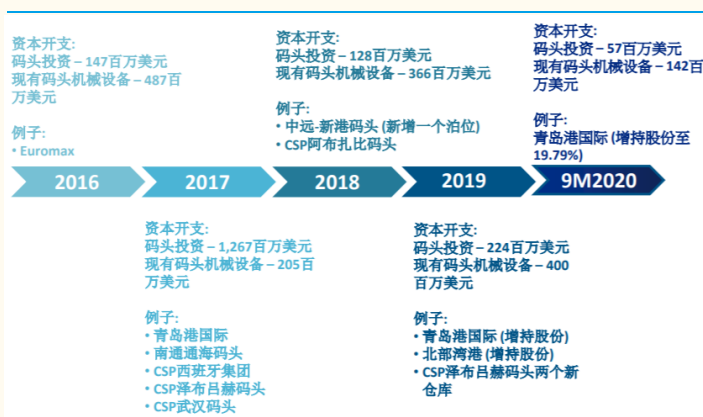
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司总吞吐量与设计处理能力同业领先



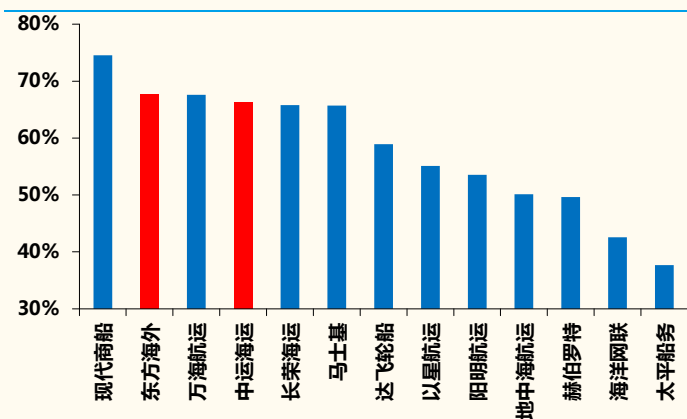
来源：Drewry，国金证券研究所

图表 11：中远海控持续布局海内外集装箱码头投资建设



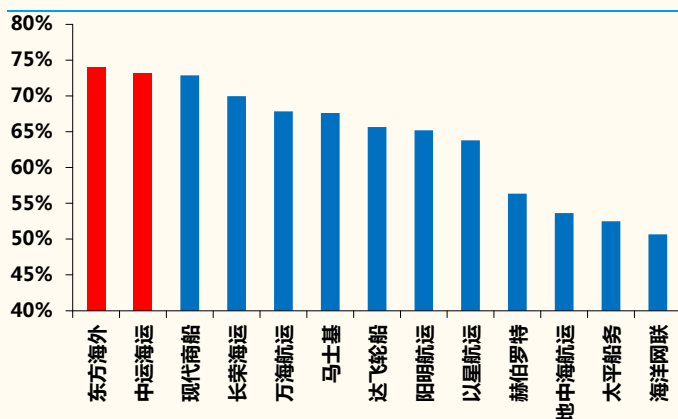
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：双品牌到离港准班率同业领先



来源：上海航交所，国金证券研究所

图表 13：双品牌收发货准班率同业领先



来源：上海航交所，国金证券研究所

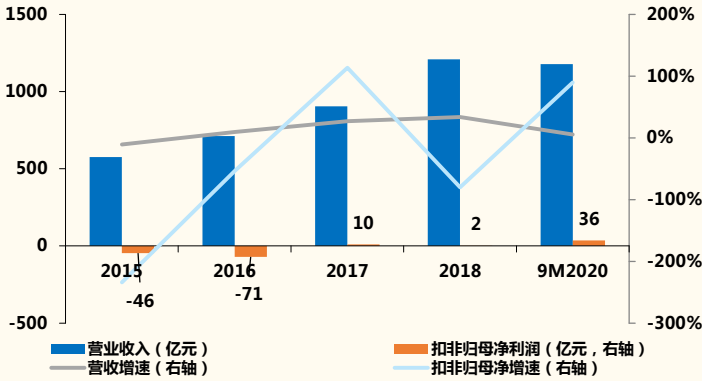
### 1.2 龙头溢价+成本优势，公司盈利水平回升至第一梯队

- 业绩表现方面，行业周期低谷叠加收购重组导致公司近年来利润波动明显。具体来看，2015-2016 年为本轮集运周期低谷，行业大面积亏损，且公司 2016 年重组前散运业务已连续多年亏损，2018 年业绩下滑主要为运价低



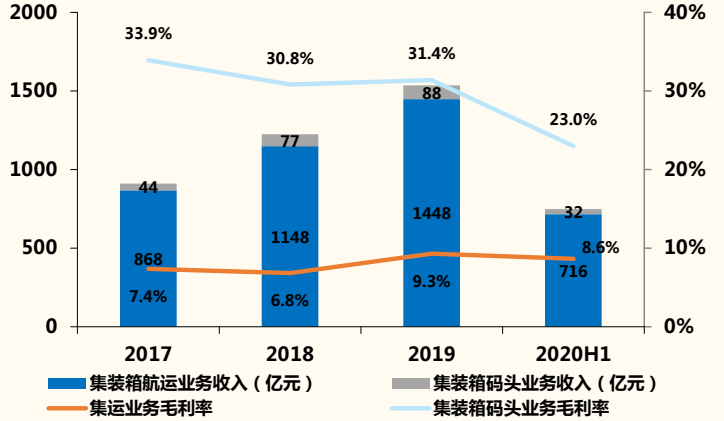
迷和收购东方海外导致财务费用显著增加，2019年东方海外并表后利润大幅增加。2020年前三季度受益于供需错配推涨运价，扣非归母净利润同比+89.7%至35.8亿元，其中Q3增速高达223%。

图表 14：中远海控营收及扣非净利自低谷回升



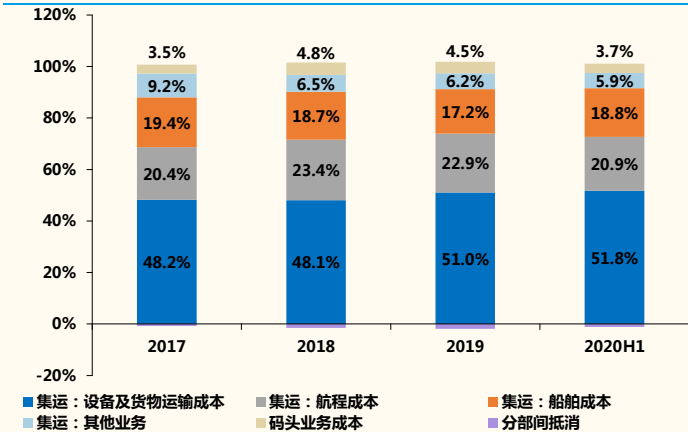
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：中远海控集装箱航运业务收入占比超 95%



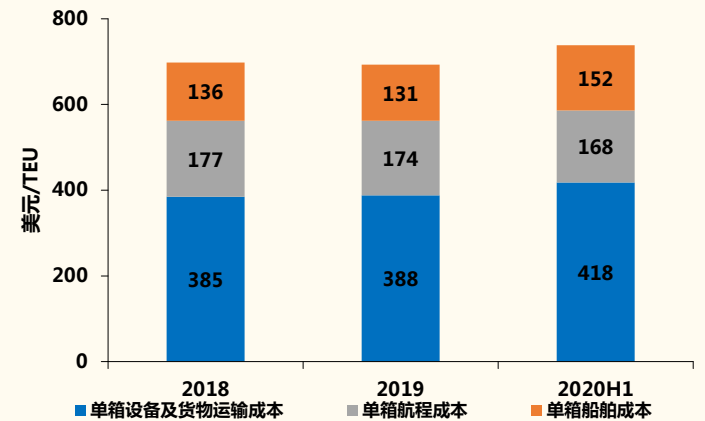
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表 16：中远海控营业成本构成



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

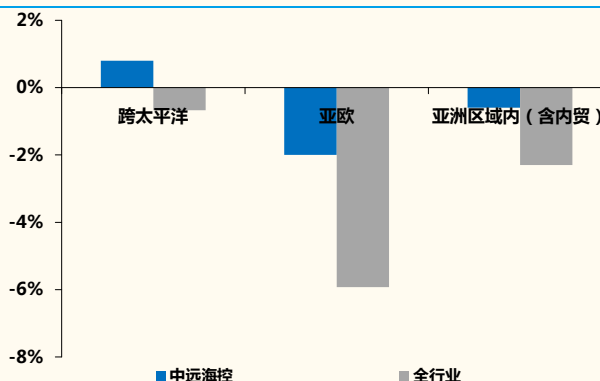
图表 17：集装箱业务单箱成本构成



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

- 原有供应链模式受冲击，后疫情时代集运客户需求将从价格逐渐转向服务，龙头溢价将日趋明显。新冠疫情对全球供应链韧性造成极大冲击，对于采用低库存/极限库存策略、供应链偏紧的贸易商来说，疫情下的出货稳定性、时效性大幅下滑，同时临时物流成本显著增加。我们认为后疫情时代货主对于集装箱海运的需求将从单纯追求低运价逐渐转变为追求高质量服务，对供应链稳定性与安全性的重视程度提升，因此经营稳定、运力与航线网络完善、具备服务优势的头部班轮公司将更为受益：1) 价方面，目前各航线上头部公司单箱运价普遍比第二梯队公司贵 50-100 美元，龙头具备一定溢价；2) 量方面，以中远海控为例，疫情扰动下公司在跨太平洋（亚洲-美洲）、亚欧、亚洲区域内的集装箱运量增速均高于行业整体，一定程度上反映对供应链服务稳定性有诉求的客户相对更青睐中远海控。

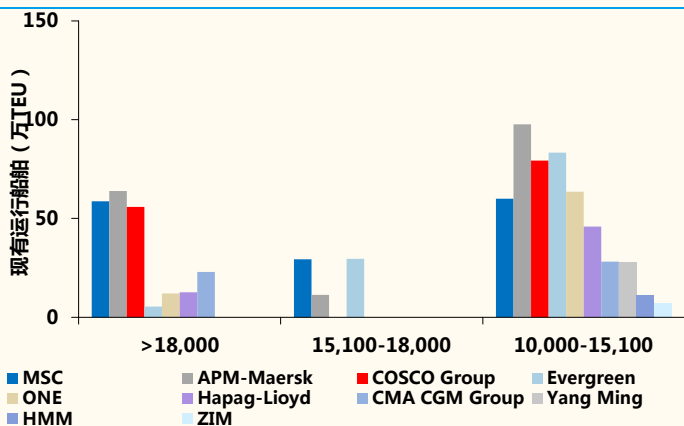
图表 18: 中远海控 2020 年前三季度在主要航线箱量表现优于行业



来源: Bloomberg, CTS, 公司公告, 国金证券研究所

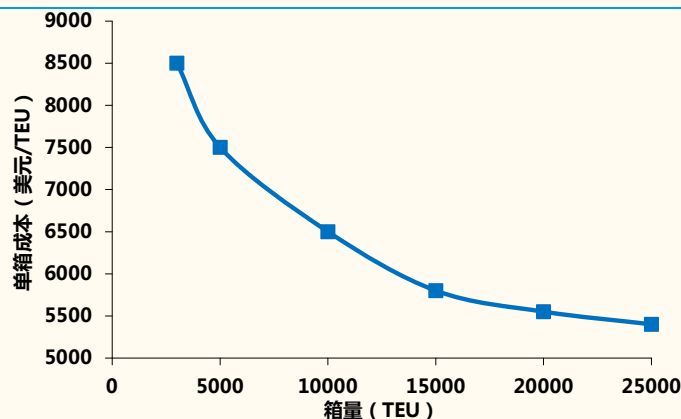
■ **强规模效应与网络效应下，龙头单位成本具备优势。**根据中国船舶工业经济与市场研究中心测算，18000TEU 集装箱船相比 15000TEU、10000TEU 集装箱的单箱成本下降 2%、13%左右，而目前 18000+TEU 大船主要集中在马士基、地中海、中远海控等头部公司手中，其成本优势更为明显。此外，集运行业网络效应同样十分明显，覆盖率更广的航线网络意味着更优的往返程装载率与运力调配灵活性，龙头马士基在各主要航线份额均位居前列，在全球竞争中保持领先；而中远海控在收购东方海外后在东西干线市场以外的航线得以补充完善。

图表 19: 中远海控在大船配备上领先



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 20: 大船规模效应明显



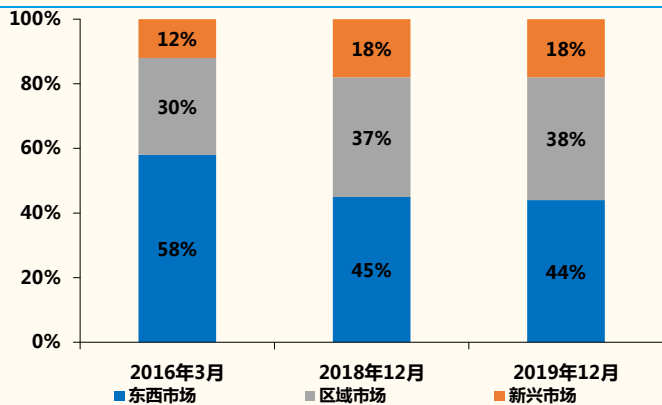
来源: 中国船舶工业经济与市场研究中心, 国金证券研究所

图表 21: 龙头马士基在各航线运力分布相对均衡



来源: 马士基业绩会材料, 国金证券研究所

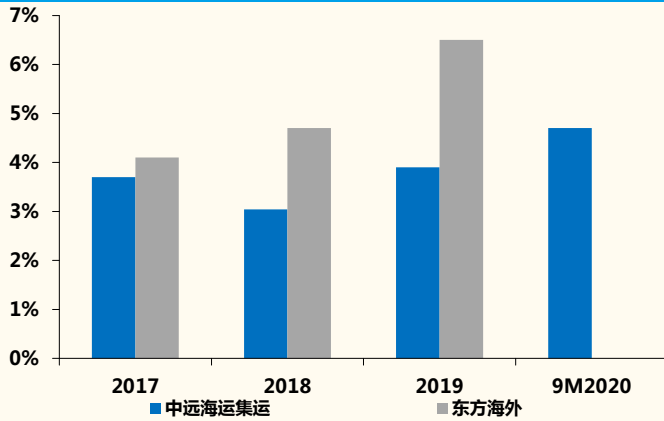
图表 22: 双品牌下中远海控货量份额均衡性提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

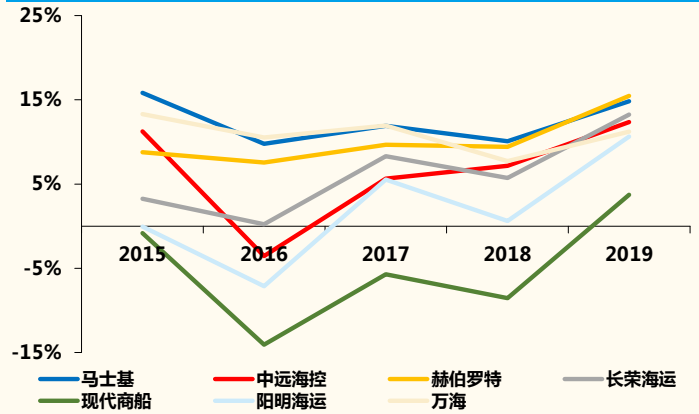
- 双品牌协同效应持续显现，公司盈利能力逐步接近行业第一梯队。收购东方海外国际后，公司除了运力规模的直接提升，还能够充分吸收东方海外在国际化管理、信息系统建设等方面的优势（例如 IRIS2 升级 IRIS4、引入 Cargo Smart 系统等），提升公司整体营运效率与利润率水平。

图表 23：协同效应下双品牌 EBIT 利润率提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：中远海控 EBITDA 利润率回升至第一梯队



来源：Bloomberg，国金证券研究所

### 1.3 因地制宜、稳步推进数字化与端到端，集装箱物流模块化服务能力优先

- 端到端服务：聚焦集运主业，以港口码头为基点开展多式联运服务。与马士基提出“Assets + Service + Technology = Uniqueness”的经营理念类似，中远海控端到端的战略同样是聚焦于资产布局、服务质量和数字化建设。
- 但由于公司背景、经营策略的差异，马士基更多地采取纵向并购货代、报关行的替代战略，而公司则是聚焦集运综合服务，立足海运段、通过港航联动、海铁联动的多式联运服务向陆运端延伸，以差异化产品提升客户体验。
- (1) 开通中欧班列，丰富洲际运输服务产品矩阵。公司 2018 年与铁总合作新开了自主运营的中欧班列，2019 年新开中欧班列 26 条，共开行 34 条，发运 719 列，总箱量同比增长 173%。洲际铁路运输产品主要针对货值中等、时效要求中等、成本敏感性中等的客户群体，在运输可靠性、准点、无甩箱等方面具备优势；以中欧鞋盒运输为例，成本 3 倍于海运、为空运的 1/4，时效快于海运近 50%，同时如果每周多班发车，运输时间可进一步缩短。

图表 25：海陆空运输指标对比（以中国-欧洲鞋盒运输为例）

	海运	空运	铁路
运输时效	34 天	5 天	23 天
成本	0.37 美元/盒	4.04 美元/盒	1.11 美元/盒
CO2	1.336 千克	54.128 千克	1.640 千克

来源：马士基官网，国金证券研究所

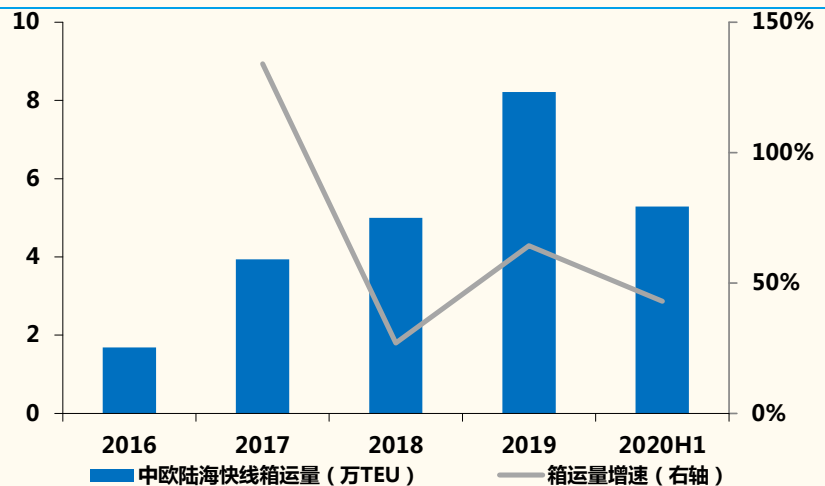
图表 26：中远海控中欧班列与中欧陆海快线路径图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **(2) 中欧陆海快线，依托比港实现高效海铁联运。**中欧陆海快线起始于公司全资控股的希腊比雷埃夫斯港口，途经北马其顿，塞尔维亚，到达匈牙利、奥地利、捷克及斯洛伐克等中东欧内陆区域。具体运输路径为海运至比雷埃夫斯港+铁路运至中东欧，比传统路线（绕行直布罗陀海峡-英吉利海峡-鹿特丹港-铁路/水运至中东欧），全程运输时间可缩短 7 天左右，在运输时效性、安全性方面同样具备明显优势，受到大客户、甚至是同业的广泛青睐。
- 2019 年中欧陆海快线共发运 1365 列，完成箱运量同比增长 64.3%；同时 2019 年底公司收购欧亚铁路物流公司（PEARL）60% 股权，进一步巩固陆海快线铁路运输通道的资源建设。中欧陆海快线产品的背后是公司全球化布局能力以及海外当地资源的协调能力，可以说是基于国家“一带一路”战略的生动实践。

图表 27：中欧陆海快线箱运量稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- **持续布局码头配套仓储服务。**公司同样基于港口码头，开展仓储配送和 CFS 货站业务。公司目前已在北美六大码头建立起核心区仓库网络，实现美国本土 48 个州的高效配送（2B/2C），在疫情期间利用码头空余资源为大电商客户提供仓储服务，帮助其提高周转效率。在欧洲区域，公司 2019 年收购泽布吕赫码头的 2 个仓库，并持续推进阿布扎比一期仓库建设，预计 2021 年将在欧洲拥有 9.2 万平方米仓储面积，基于 CFS 货运站进一步加快港口码头后方的仓储配送等供应链延伸服务。



图表 28：中远海运集运北美仓库分布图



来源：中远海运集运，国金证券研究所

图表 29：北美四大码头区域具备完善的仓储配送网络

	亚特兰大	洛杉矶	休斯顿	新泽西
面积	5万平方英尺	21万平方英尺	12万平方英尺	10万平方英尺
特点	丰富的家具品类操作经验	具有SFP资质	电子产品检测	逆向供应链服务
		距离长滩 40KM	距离休斯顿港 50KM	距离纽约港 65KM
配送	B2C/B2B/退换货	B2C/B2B/FBA/退换货/自提	B2C/B2B (中大件)	B2C/B2B/FBA/退换货
尾程	Fedex Ground 库内固定2台 Fedex卡车	Fedex Ground/DHL 库内固定2台 Fedex卡车	Fedex Ground	Fedex Ground & DHL

来源：中远海运集运，国金证券研究所

图表 30：中远海控持续推进港口码头仓储资源建设

	总面积 (万平方米)	仓库面积 (万平方米)	资本开支	投运时间
阿布扎比 CFS 一期	27.40	5.07	7700 万美元	2020Q4
Verbrugge CFS	7.79	4.16	1300 万欧元	已开始运营
南沙 CFS	20.62	N/A	9.86 亿元人民币	预计 2022 年
厦门 CFS	2.38	N/A	1.3 亿元人民币	预计 2022 年

来源：公司公告，国金证券研究所

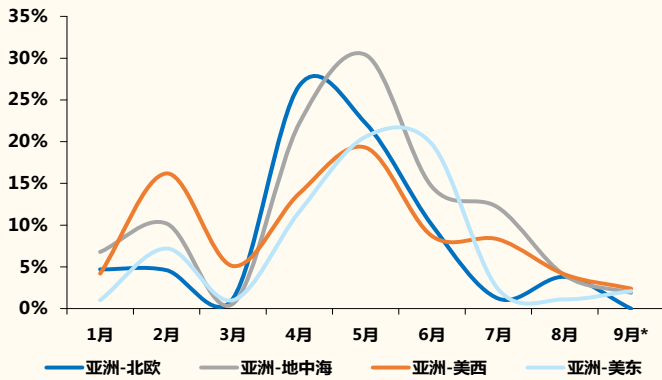
## 2. 短期高景气延续：集装箱周转秩序失衡，运价持续性或超预期

### 2.1 熊牛转换的背后，需求超预期+集装箱低周转下有效供给严重不足

- 熊牛转换、市场失衡、运价大涨，激荡 2020 年从集运三段论说起。缺箱与拥堵是 2020 年下半年集运市场的主旋律，集装箱周转秩序紊乱极大程度上影响到市场供需平衡。我们自发布行业周报《集运三段论：高价持续，格局向好，中枢上移》以来持续提示本轮运价持续性超预期可能，认为供需错配推涨运价将持续到 2021 年二季度末至三季度，将大幅提振公司全年业绩。回顾当前市场以缺箱为主要特征的供需关系，我们认为应当基于全年市场变化去理解层层递进的供需错配。
- ① 秩序打破的伊始，大量空白航班导致空箱回运受影响。疫情导致集运需求休克式下滑，促使班轮公司采取退租、停航等措施对运力进行闲置，且由于行业经历整合出清后市场集中度明显提升、各公司之间运力管控具备较强的协同性，保障舱位利用率维持稳定，抑制运价大幅度下跌。而且大量停航、空白航班同时也意味着亚洲至欧美的运力缩减，空箱无法从欧美港口收集回中国等出口国，根据德鲁里预计，Q2 部分航线回程空班比例达到 30%，为后续空箱短缺提供基础。

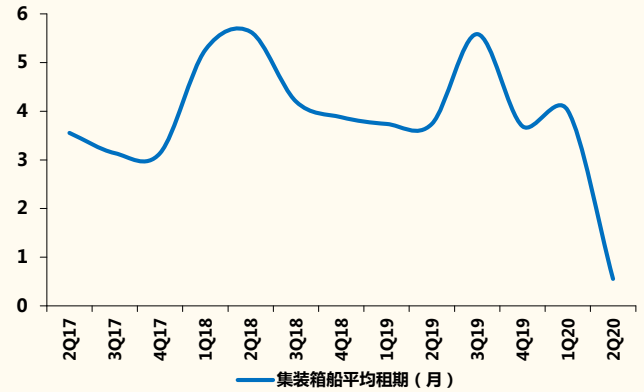


图表 31：4-5 月空白航班运力占比大幅提升



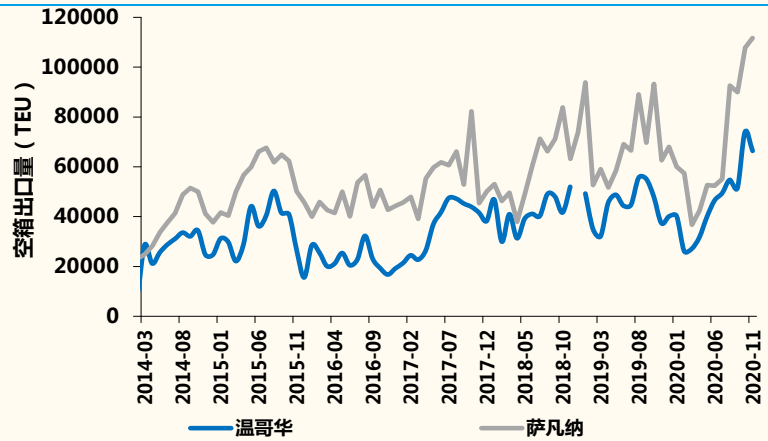
来源：Drewry，国金证券研究所

图表 32：上半年班轮公司通过退租等形式进行运力闲置



来源：Drewry，国金证券研究所

图表 33：北美两大港口上半年空箱出口量明显下滑

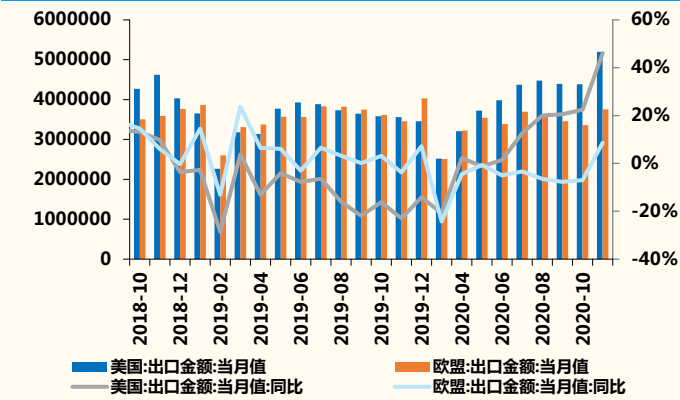


来源：Bloomberg，国金证券研究所

- ② 美线需求超预期，供需错配由缺船逐步向缺箱演变，主干航线回程箱量较低导致东西航线正常的集装箱往返程周转秩序被扰乱。随着 6 月起中国疫情稳定，制造业加速复工复产，同时欧美疫情爆发使得服务消费大量向实物商品消费转变，补库存需求强烈，美线进口量显著增长。由于此前班轮公司运力投放谨慎，引发“缺船”下的供需错配，美线运价加速上涨，同时在运力虹吸效应下各区域市场运价呈现阶梯式上涨。

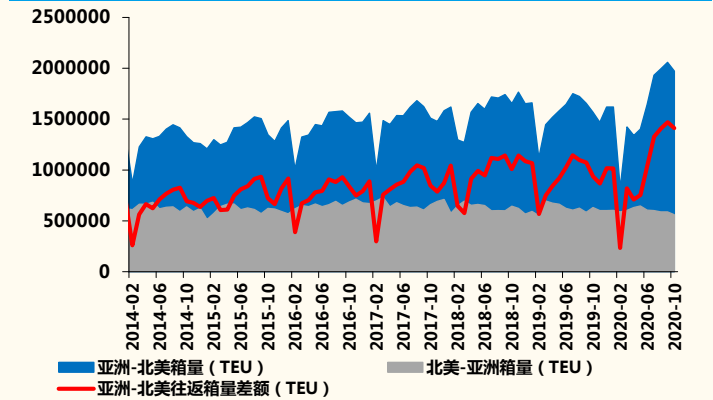
而在中国出口高增、欧美因疫情出口下滑的情况下，中国与欧美贸易差额不断扩大，亚洲-北美、亚洲-欧洲往返集装箱量不平衡问题加剧，回程箱量较低导致东西航线正常的集装箱往返程周转秩序被扰乱，三季度起美线、欧线回程运价持平或小幅下滑，反映出回程整体舱位利用率相对较低。进入四季度后，美线主要港口出口箱量大多依旧为负增长，12 月回程运价上涨主要系运力紧张所致（部分公司加快空箱运出而减少接受美国出口货物）。对于回程低运量导致的往返程周转秩序扰乱，大概率将在疫苗普及、欧美复工复产顺利的情况下才能缓解，建议以回程运价作为观察回程供需与舱位利用率的参考指标。

图表 34：中国至美国、欧美出口金额攀升



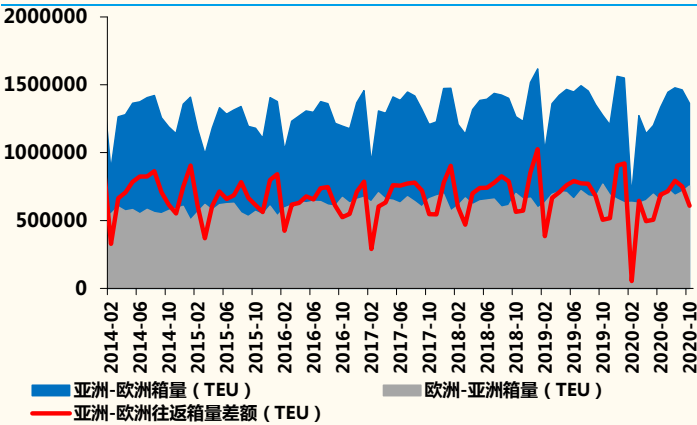
来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：亚洲至北美往返箱量差额快速攀升



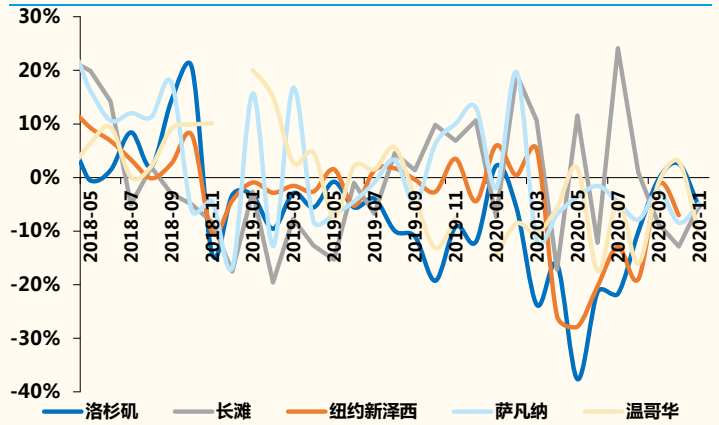
来源：Bloomberg，CTS，国金证券研究所

图表 36：亚洲至欧洲往返箱量差额快速攀升



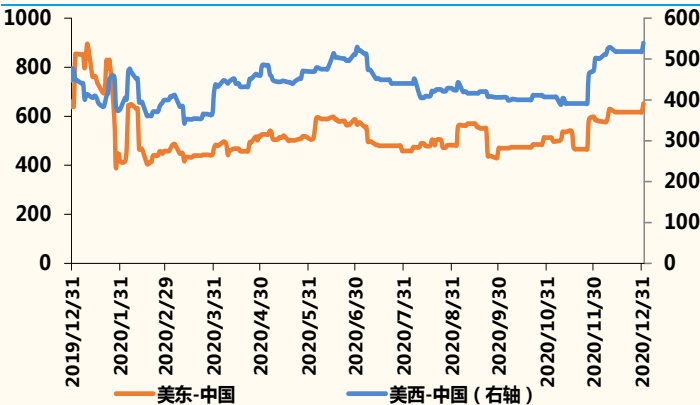
来源：Bloomberg，CTS，国金证券研究所

图表 37：美线主要港口出口集装箱量增速大多为负



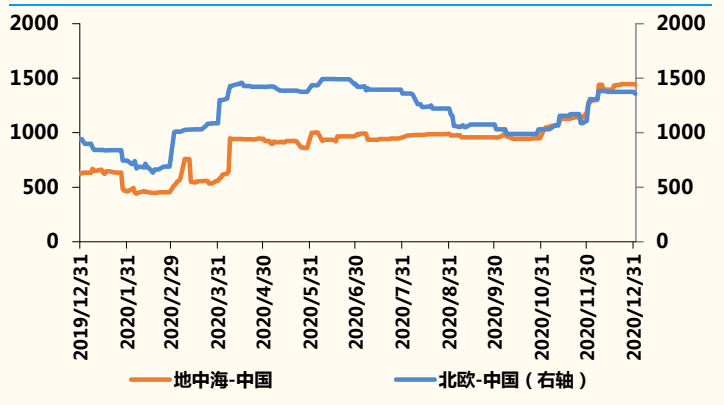
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 38：美线回程运价情况



来源：FBX，国金证券研究所

图表 39：欧线回程运价情况

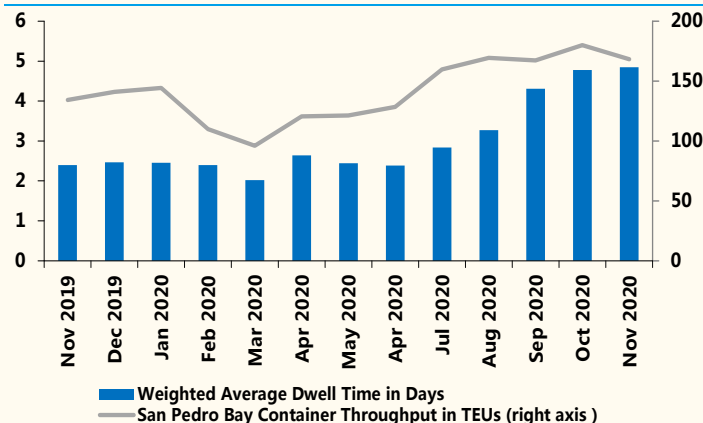


来源：FBX，国金证券研究所

- ③ 缺箱问题加剧减少有效供给，供需紧张愈演愈烈。在进口需求持续增加、集装箱源源不断流入的情况下，欧美港口由于疫情影响下码头无法正常生产作业，当地拆箱、出港效率显著下滑，造成港口拥堵、集装箱大规模积压。根据 PMSA 统计，圣佩德罗湾入境集装箱平均滞留时间从上半年 2-3 天的水平增加至 10 月的 5 天左右；而洛杉矶-长滩港集装箱卡车平均周转

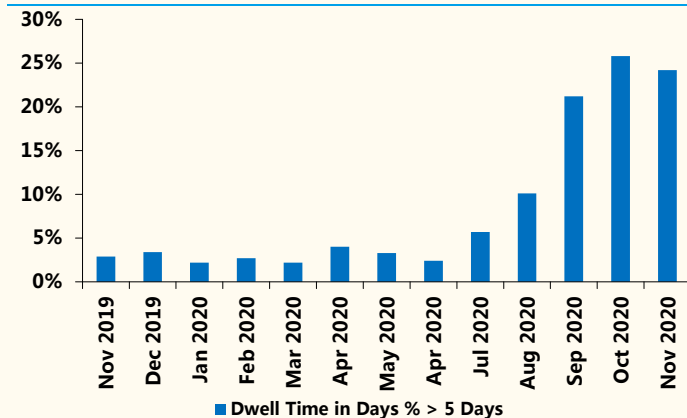
时间从6月的58分钟持续增加至11月的84分钟。港口生产端的限制使得集装箱积压问题日趋严重，洛杉矶、长滩空箱数量同比增速高达34.2%、55.0%。欧美进口国集装箱积压导致出口国缺箱问题严峻，在本就趋紧的供需关系下进一步导致有效运力供给不足，推涨运价。

图表 40: 圣佩德罗湾入境集装箱平均滞留时间接近 5 天



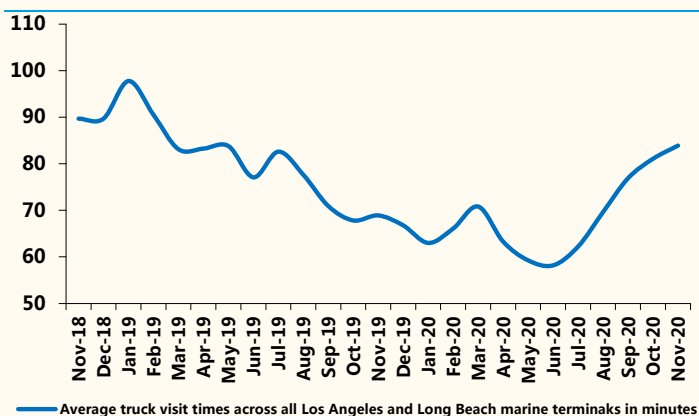
来源: PMSA, 国金证券研究所

图表 41: 11 月圣佩德罗湾滞留超 5 天的箱量占比 24%



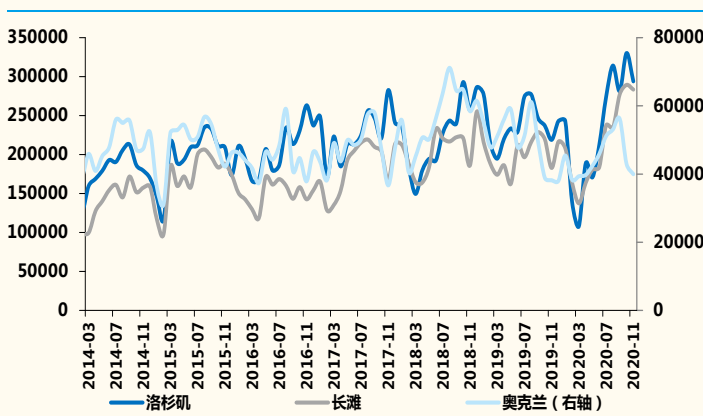
来源: PMSA, 国金证券研究所

图表 42: 洛杉矶-长滩港集卡周转时间拉长至 84 分钟



来源: IHS Markit, 国金证券研究所

图表 43: 美线港口空箱数量下半年快速提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 不应低估的运价持续性，供需紧张或持续至 2021 年三季度。此前市场对本轮运价行情的普遍预期是 2021 年春节后运价回落，原因在于：① 农历新年的两周亚洲工厂暂时停止出货，欧美港口得以“喘息”；② 一季度后疫苗落地、码头作业恢复，集装箱周转问题缓解带动有效供给回升。但从市场实际状况来看，运价的持续性或将超出预期：
- (1) 节前旺季出货需求或部分延后，出现“年前旺季不旺、年后淡季转旺”。在供需不平衡显著加剧的情况下，船公司持续颁布跳港、空班计划，舱位高度紧缺下实际运价极高，影响出货意愿，部分货主将出货安排延迟至年后，对年后需求和运价形成支撑。
- (2) 集装箱周转问题短时间内缓解可能性较低。美西圣佩德罗湾 11 月在箱量环比小幅回落的情况下，集装箱滞留时间依旧在增加，存量进口箱周转压力较大；而根据中国集装箱工业协会披露，中国集装箱的平均周转时间已从 60 天跃升至 100 天，在 2021 年初进口量预计持续增长的情况下，箱子问题短时间内及时有效缓解的可能性较低。
- 3) 春节后需求或延续高增至 Q3 旺季，根据美国零售商联合会预计，2021 年 1-4 月美国海运集装箱进口量增速分别为 2.4%/2.6%/17.8%/8.3%，Q2

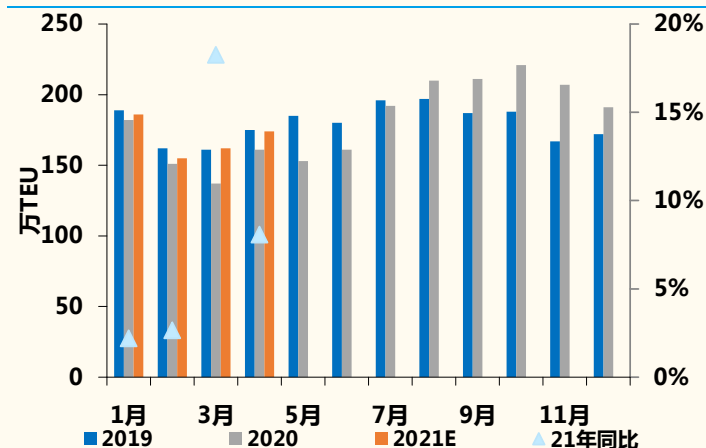
进口需求依旧强劲；而在美国疫苗没有大范围落地前，当地拆箱、出港效率仍较难提升，供给端压力持续。美国此前计划 2021 年 3 月至 4 月大多数普通人接种新冠疫苗，至夏季多数人免疫、恢复正常生活，但从目前进度来看，由于分发管理问题，接种速度或慢于预期。倘若 2021Q3 前疫苗未能大范围落地，则在需求推动下供需紧张将持续至传统旺季，下半年运价存在超预期可能。

图表 44：洛杉矶港未来三周延续高增速

Dec 27 – Jan 02 (Week 53)				Jan 03 – Jan 09 (Week 01)				Jan 10 – Jan 16 (Week 02)			
Import Volumes (TEU)				Import Volumes (TEU)				Import Volumes (TEU)			
<b>116,501</b>				<b>151,164</b>				<b>160,424</b>			
% Change from previous week: ▼ 0.34				% Change from previous week: ▲ 29.75				% Change from previous week: ▲ 6.13			
% Change from Previous Year: ▲ 48.44				% Change from Previous Year: ▲ 82.57				% Change from Previous Year: ▲ 66.87			
Container Volumes (est)				Container Volumes (est)				Container Volumes (est)			
	Local Delivery	On-Dock Rail	Off-Dock Rail		Local Delivery	On-Dock Rail	Off-Dock Rail		Local Delivery	On-Dock Rail	Off-Dock Rail
20 FT	5,979	2,376	816	20 FT	8,194	3,258	1,119	20 FT	7,702	3,059	1,049
40 FT	34,489	13,781	4,764	40 FT	44,422	17,751	6,137	40 FT	47,448	18,959	6,553
45 FT	1,205	469	154	45 FT	1,438	557	186	45 FT	1,776	691	229
Other	154	-	-	Other	454	-	-	Other	1,166	-	-
Total	41,827	16,626	5,734	Total	54,508	21,566	7,442	Total	58,092	22,709	7,831

来源：洛杉矶港官网，国金证券研究所

图表 45：美国零售商联合会预计进口箱量持续增长



来源：Global Port Tracker，国金证券研究所

图表 46：欧美国家当前疫苗覆盖人口比例

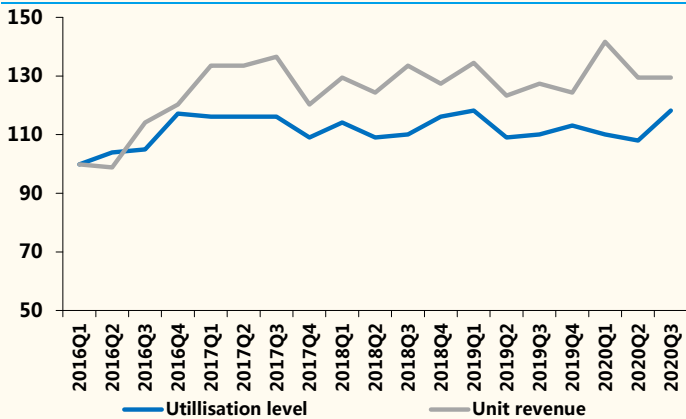
	已接种剂置	覆盖人口比例	已批准疫苗
英国	62.6 万	0.94%	辉瑞-BioNTech、牛津-阿斯利康
美国	279.4 万	0.84%	辉瑞-BioNTech、Moderna
加拿大	7.6 万	0.20%	辉瑞-BioNTech、Moderna
德国	7.8 万	0.09%	辉瑞-BioNTech
意大利	0.9 万	0.02%	辉瑞-BioNTech
俄罗斯	44 万	0.30%	辉瑞-BioNTech

来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2.2 运价回落预计缓和，关注舱位利用率以及名义供给-实际供给变化

- 班轮公司应对需求波动的运力调配能力增强，舱位利用率稳定的情况下，即期运价回落节奏预计相对缓和。若供需紧张持续至 2021 年下半年，即期运价高涨将显著提振公司业绩表现。而对于短期运价高景气度之后的市场变化，我们认为集运或与油运、散运行情的大起大落存在明显差异，运价回落进程需关注船公司舱位利用率的变化。单箱运价变化基于舱位利用率波动，高舱位利用率下船公司提价能力较强，利用率相对稳定的情况下运价波动性预计缓和。
- 从 2020 上半年疫情来看，船公司应对需求波动的运力调节能力得到充分验证，行业经历整合后市场集中度明显提升，格局出清使得运力管控具备较强的协同性，而运力管控的动机来自于客户需求变化以及船公司自身的盈利保障。对于未来由于需求明显下滑导致的运价下跌，班轮公司能够对船队运力进行有效的统筹配置、平抑运价波动性；对于海外港口复工复产、集装箱周转逐渐恢复导致的有效供给增加，我们认为由于各地恢复进度不同以及各船公司箱量周转差异，对运价的影响周期较长、相对缓和。

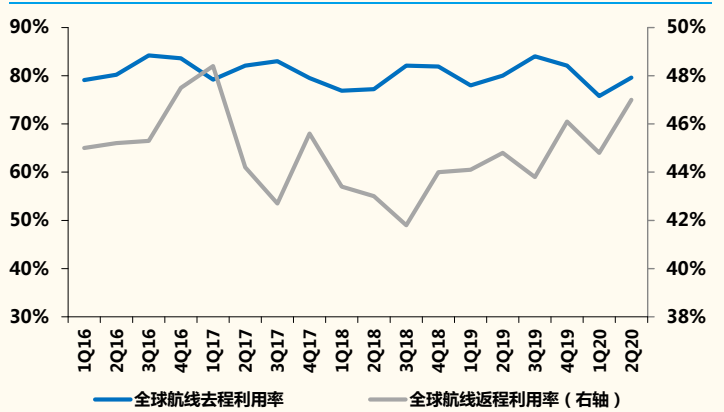
图表 47: 舱位利用率是单箱价格变动的重要参照



来源: MDS Transmodal, 国金证券研究所

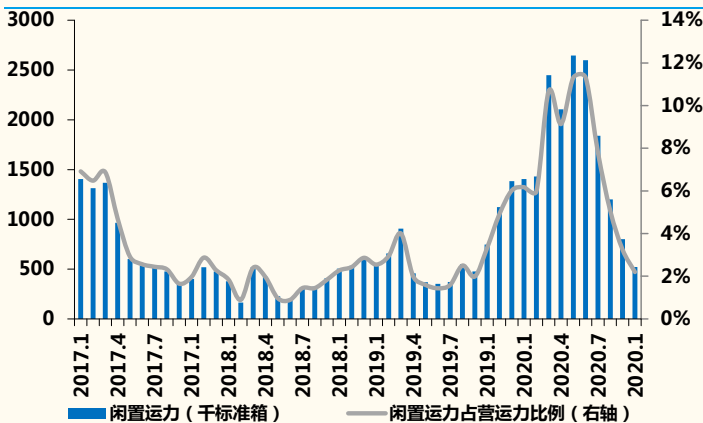
注: 两大指标均为指数, 以 2016Q1 为 100

图表 48: 近年来全球集运市场往返程利用率情况



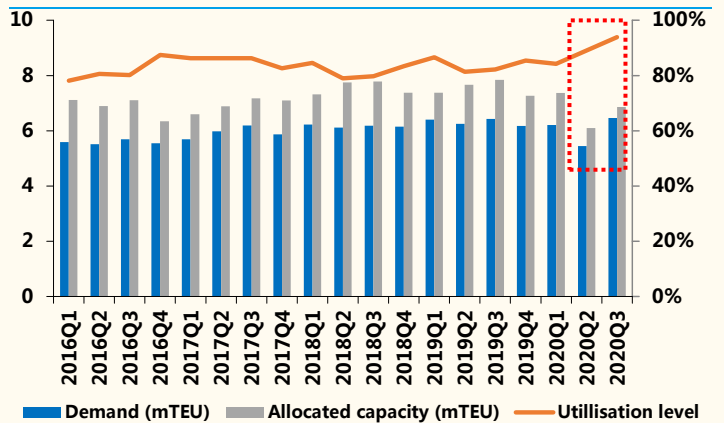
来源: Drewry, 国金证券研究所

图表 49: 闲置运力比例由 11% 回落至 2% 左右



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

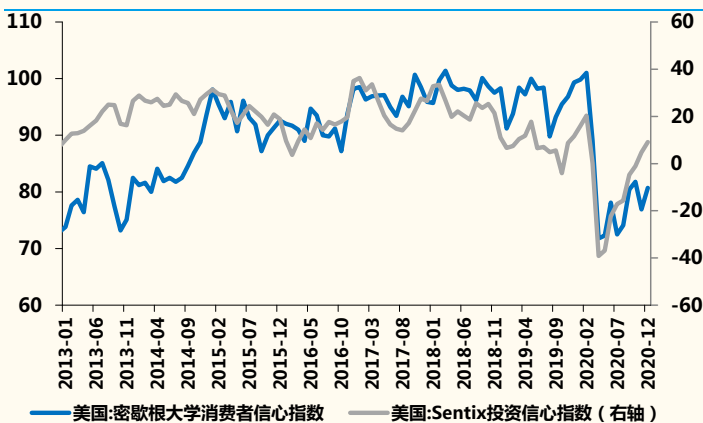
图表 50: 船公司根据需求波动调节运力



来源: MDS Transmodal, 国金证券研究所

■ 中期供需关系向好对运价形成支撑。需求端, 美国已进入新一轮的补库存周期, 美国两党新达成的 9000 亿美元支出法案将进一步刺激消费, 而中欧投资协定落成同样利好欧线贸易需求; 供给端, 新船订单比例 8% 左右的历史低位意味着未来 2-3 年的运力增速有限。

图表 51: 美国消费者信心指数 4 月起持续回升



来源: Wind, 国金证券研究所

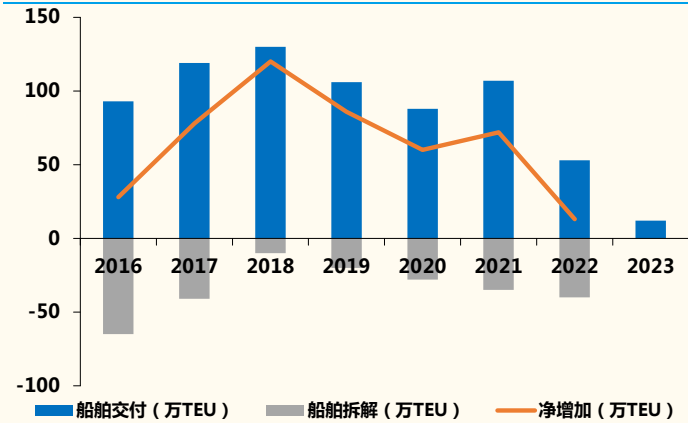
图表 52: 美国进入新一轮补库存周期



来源: Wind, 国金证券研究所

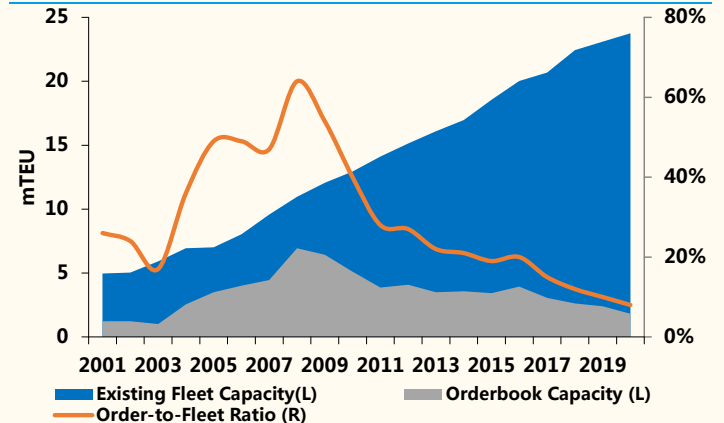


图表 53: 未来三年集装箱船运力净增量下滑



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

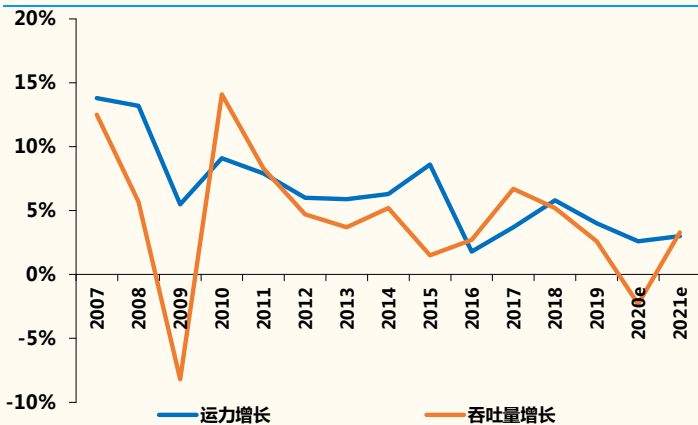
图表 54: 新船订单比例处于历史低位



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

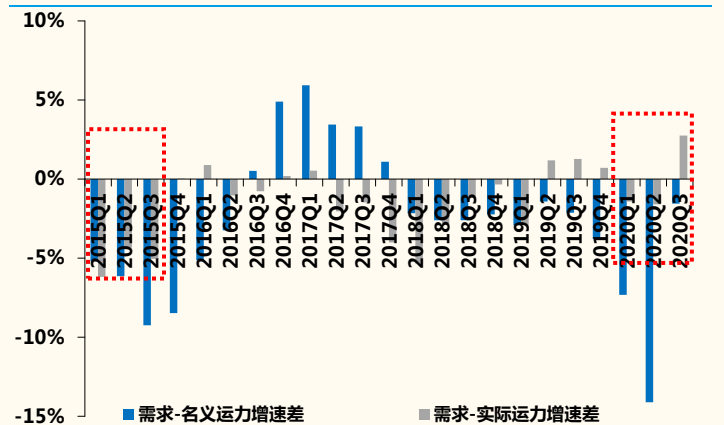
- 关注名义供需差与实际供需差变化。目前主流航运咨询机构对 2021 年供需变化的预计较为一致, 即供给低增速下需求显著恢复, 需求-供给差转为正值。我们认为近年来名义供需差的参考意义有所下降, 2018Q2 以来实际供给普遍低于名义供给, 尤其在疫情下更为明显, 在需求负增长的情况下实际供给也显著下滑。名义运力与实际运力的差异体现在闲置运力、船舶航速以及航线、集装箱的周转, 两者之差一定程度上反映班轮公司对于运力的调节能力。我们认为在实际供给低于名义供给、需求-名义供给差转正的情况下, 需求-实际供给差指标将在 2021-2022 年持续向好, 对运价形成积极支撑。未来即使运价高位回落, 也将维持在高于过去的水平上运行。

图表 55: 全球集运市场近年来供需增速变化



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 56: 2020Q3 需求-实际运力增速差转正



来源: Alphaliner, Maersk, 国金证券研究所

### 3. 中长期格局之变：稳态下协同大于竞争，运价中枢温和抬升

图表 57：集运行业基本要素的变化

类别	要素	影响	具体内容	改变？	具体内容
竞争	规模经济	结构性产能过剩	班轮公司总是建造大型船只、追求规模经济，导致持续的产能过剩。	船公司对单纯规模经济优势的追求弱化	船公司新船订造更多是为了匹配需求，而不是单纯追求规模效应；对份额的追求弱化。
	行业集中度	运力不具备统一性、协调性，竞争激烈	市场参与主体多，没有主导者维持市场稳定。	行业重组	行业整合出清后市场集中度提升，头部公司能够根据需求匹配供给，提升运价中枢
产品模式	服务产品标准化	产品差异化程度有限；价格竞争	价格成为主要的竞争途径	出现变化可能	客户对于集装箱供应链产品的需求从单一的价格逐渐转变为对服务的追求（价格、服务、安全）
	产品的即时性、易逝性	追求短期效益- 侵蚀运价	未使用的舱位供给无法被存储，导致航企降低运价以追求利用率提升。	无	改变有限
	缺乏弹性需求曲线	运价波动对需求影响有限	海运费在制成品到岸成本中可以忽略不计，对市场需求影响较小。	无	正常情况下提高运价对需求影响有限，因此能够保持持续的盈利能力（2020年由于疫情导致运价飙升、影响货主出货意愿的情况较为特殊）
经营模式	高经营杠杆	追求短期效益- 侵蚀运价	航线网络意味着高昂的固定成本，导致公司追求高利用率。	无	改变有限

来源：Drewry，国金证券研究所

#### 3.1 竞争要素：份额扩张的动机与性价比降低

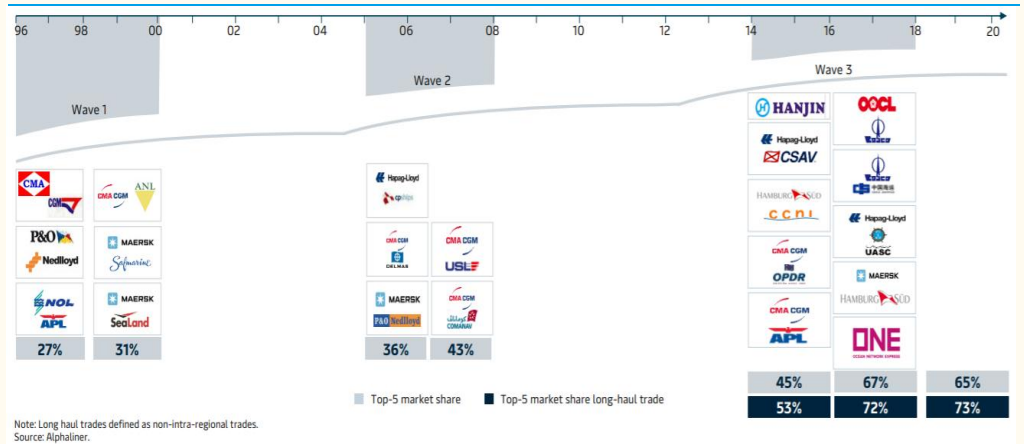
- 要素一：行业集中度，本轮兼并整合实现格局出清，CR5 运力份额由 36% 提升至 65%。2013-2016 年行业低谷期头部班轮公司经历大规模兼并重组/破产，自 2018 年中远海控完成对东方海外的整合后，行业运力份额 CR5、CR10 分别达到 65%、84%，在长距离航线上 CR5 达到 73%。此外，三大航运联盟的形成进一步提升运力集中度，根据德鲁里统计，三大联盟在欧线运力占比接近 100%，美西、美东分别为 83%、100%。

图表 58：本轮集运行业整合事件梳理

时间	班轮公司	当时运力排名	详情
2014年12月	赫伯罗特	6	赫伯罗特Hapag-Lbyd与智利南美轮船CSAV的集装箱班轮业务完成合并，成为全球第四大班轮公司
	智利南美	20	
2015年12月8日	达飞轮船	3	达飞轮船CM A CGM 24亿美元收购东方海皇NOL，并于2016年9月2日完成全面收购
	东方海皇	13	
2015年12月	中国远洋集运	6	中远中海合并，中国远洋海运集团在上海正式成立，于2016年底完成合并，整合后运力排名上升至第四
	中海集运	7	
2016年6月30日	赫伯罗特	5	赫伯罗特宣布与阿拉伯轮船就合并事宜达成一致，整合后赫伯罗特运力排名不变
	阿拉伯轮船	10	
2016年8月31日	韩进海运	7	韩进海运宣布进入破产重整程序，于2017年2月17日正式宣布破产
2016年10月31日	日本邮船	11	日本三大航运企业宣布将新设立公司合并旗下集运班轮业务，新公司计划于2017年7月1日成立，于2018年4月1日正式运营，整合后运力排名升至第六
	商船三井	12	
	川崎汽船	15	
2016年12月1日	马士基	1	马士基航运宣布收购德国集运公司汉堡南美船务集团，并于2017年底完成合并，巩固自身行业第一的地位
	汉堡南美	9	
2017年7月9日	中远海运集运	4	中远海控宣布要约收购东方海外，于2018年7月完成收购，整合后运力规模超越达飞轮船，排名第三
	东方海外	7	

来源：中华航运网，公司公告，国金证券研究所

图表 59：行业整合出清后 CR5 长途航线运力份额超 70%



来源：马士基，Alphaliner，国金证券研究所

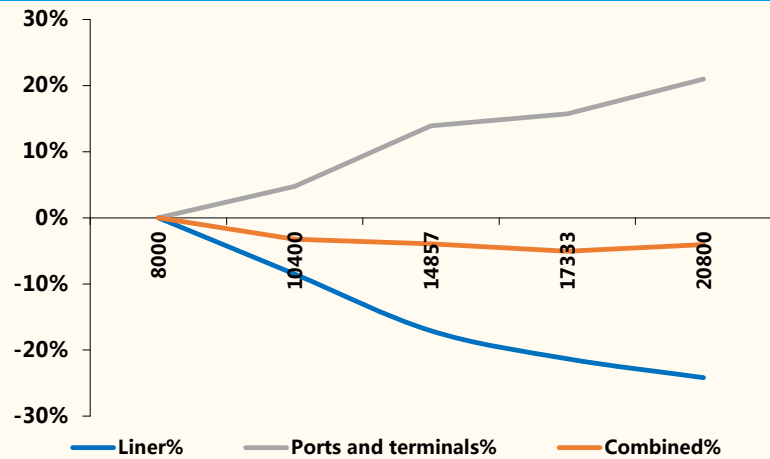
图表 60：三大班轮联盟在东西航线的份额占据主导

航运联盟	班轮公司	运力排名	公司运力份额	联盟运力份额	亚洲-北欧	亚洲-地中海	亚洲-美东	亚洲-美西
2M	马士基	1	17.0%	32.9%	32%	44%	32%	17%
	地中海航运	2	15.9%					
Ocean Alliance	中远海控	3	12.5%	30.3%	44%	34%	43%	37%
	达飞轮船	4	12.5%					
	长荣海运	7	5.3%					
THE Alliance	赫伯罗特	5	7.1%	19.3%	24%	22%	25%	29%
	ONE	6	6.6%					
	现代商船	8	3.0%					
	阳明海运	9	2.6%					
合计			82.5%	100%	100%	100%	83%	

来源：Alphaliner，Drewry，国金证券研究所

- **要素二：规模经济，更进一步的船舶大型化规模经济优势预计有限，船公司对单纯规模经济优势的追求弱化，新增运力以匹配需求为主。**马士基引领的大船化（18000TEU 级的 Triple E 集装箱船）开启了上一轮集运军备竞赛，龙头利用规模经济带来的成本优势发动价格战。从实际效果来看，大船化带来的供给过剩、低价竞争确实出清了一部分企业，但目前看剩余玩家均具备大船化策略的跟随能力，头部企业除了传统的欧洲集运巨头，排名靠后的公司大多为国企/国家性财团背景，拥有政府在融资、产业政策方面的支持，因此龙头进一步发动大船军备竞赛的性价比降低。
- 此外，从集装箱海运产业链整体来看，大型化带来班轮公司单位成本的下降，但是港口码头为了适应大船装卸产生的成本在增加，港航整体的成本下降不明显，因此船公司后续进一步大规模订造 25000+TEU 船的空间预计有限。

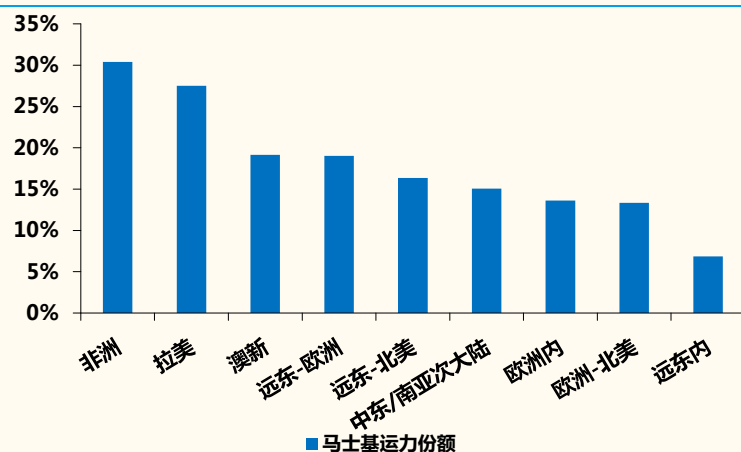
图表 61：船舶大型化对港航整体成本下降的影响有限



来源：Drewry，国金证券研究所

- 份额扩张的动机：市场对行业中长期供给侧增长存在分歧，我们认为不妨从班轮公司运力扩张的动机和性价比来看，龙头经营策略转变+梯队间差异较大或抑制大规模运力扩张的意愿。
- （1）龙头马士基东西干线军备竞赛性价比低、南北干线面临反垄断监管制约，运力大规模扩张意愿降低，经营策略转变。除了上述提到的东西干线排名靠后的班轮公司具有政府/财团背景，制约了马士基在东西干线的进一步军备竞赛；此外，根据《卡特尔集体豁免条例》：“条例允许航运公司相互结盟，并且只要市场份额不超过 30%，就享有欧盟竞争法的豁免权；联盟仍然可以突破这个门槛，但必须自我评估，以确保他们不滥用其市场强势地位，避免成为反垄断调查的目标。”而马士基目前在非洲、拉美航线的运力份额接近 30%，进一步扩张的空间有限。
- 在经营策略上，马士基近年来着重发展数字化、端到端服务，重视资本开支纪律性，意欲压减海运业务，转向产业链延伸。

图表 62：马士基在非洲、拉美航线的运力份额接近 30%



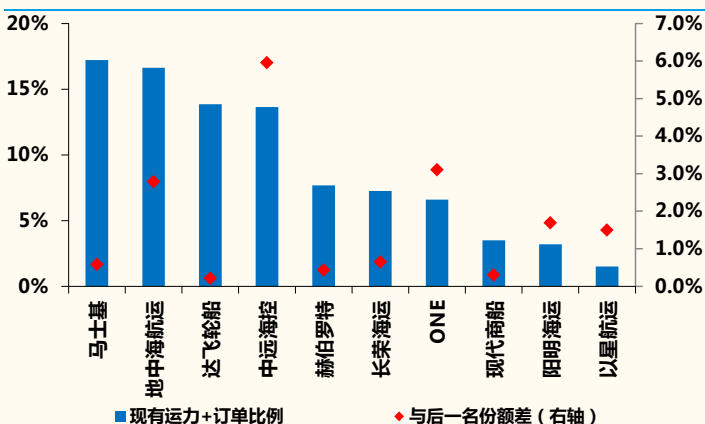
来源：Alphaliner (2020.01)，国金证券研究所

- （2）班轮公司梯队间份额差距较大、追赶成本高，梯队内部多为联盟盟友、在舱位共享等机制下相互竞争意义较低，排名靠后的公司新增运力以补充运力结构为主。本轮行业整合后前十大班轮公司间形成梯队分布，份

额差距较大，考虑到新船订单比例，二三名、四五名、七八名分别相差2.8%、6.0%、3.1%，而梯队内部的份额差在0.2%-0.7%之间。因此靠后公司船舶运力层面的追赶成本就非常非常大，同时集运具有较强的网络效应，航线网络建设等方面的成本同样高昂，因此班轮公司以跨梯队份额竞争为目标的大规模运力扩张的性价比和意愿较低；而梯队内部差距小，但大多属于同一航运联盟，本就有舱位共享机制，相互竞争排名的上下更替意义相对较弱。

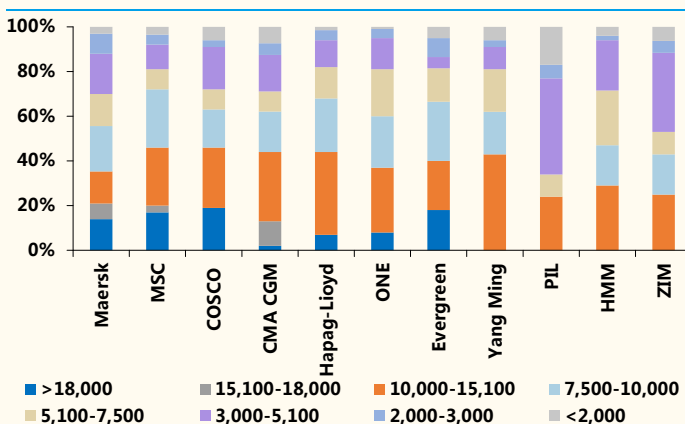
- 以近期赫伯罗特、ONE 订造 12 艘 23000+TEU 集装箱船为例，两者 18000+TEU 大船比例与新船订单比例均较低，订船更多是为了补充、完善运力结构，而不是军备竞赛。我们认为班轮公司后续新增运力主要是相对温和的船队更新换代，保持船队结构中大船比例/自有船比例与整体运力份额相匹配，以此在主干航线内维持竞争力、匹配相应市场的需求变化。

图表 63：前十大班轮公司间呈现梯队分布



来源：Alphaliner，国金证券研究所

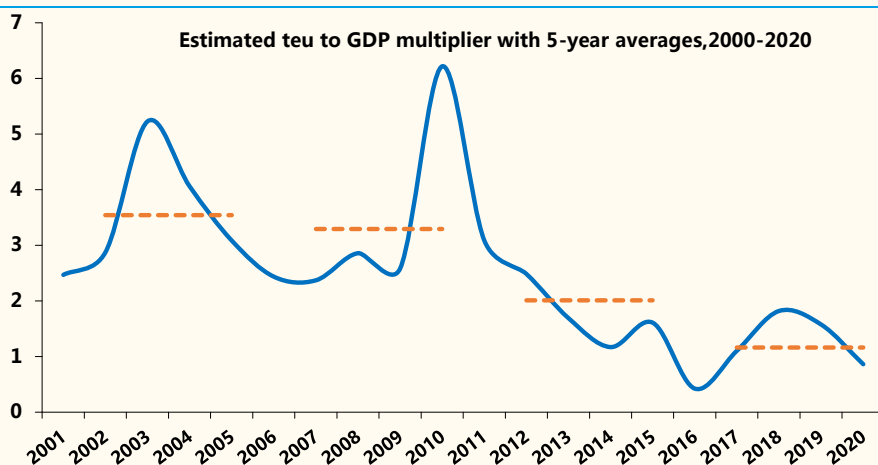
图表 64：赫伯罗特、ONE 大船比例总体偏低



来源：Alphaliner，国金证券研究所

- (3) 需求增速中枢下移不会因为疫情波动而改变，船公司运力增长受需求低增速预期制约，扩张策略性价比低。集装箱运输量增速与全球 GDP 增速乘数指标已连续多年下滑，全球贸易较大概率将长期保持低增速运行，2008 年时的过度乐观（新船订单比例约 60%）已成为经验教训，在需求低增速预期下船公司对于新增运力将更为谨慎。

图表 65：全球集装箱运量与 GDP 乘数近十年来趋于下降



来源：Wind，Drewry，国金证券研究所



### 3.2 同质化向差异化竞争转变，集装箱综合物流服务能力为未来方向

- **要素：产品差异化，体现在产品服务差异化以及集装箱综合物流模块化解决方案，即马士基提出的“Assets + Service + Technology = Uniqueness”。**
- **① 龙头依靠准班率指标为代表的服务质量以及完善的航线网络，提供更优质的服务。**疫情中暴露的供应链风险促使客户对集装箱运输稳定性和安全性的重视度提升，货主诉求从单纯的低价格逐渐转变为对服务的追求（稳定、安全），因此具备服务质量、航线网络覆盖率优势的龙头公司将一定程度上体现出产品差异化。
- **② 差异化增值服务下的产品分层。**龙头公司也在寻求产品分层，法国达飞轮船此前密集推出客户细分层次产品 SEAPRIORITY 系列，以及盐田到洛杉矶 12 天服务，提供保舱保柜、优先上船、放箱等优质服务。此外，疫情加速美国线上渗透和 BOPIS(Buy Online and Pickup in Stores)等消费习惯的形成，运输服务的中高端产品分层或高度契合跨境电商的增长。

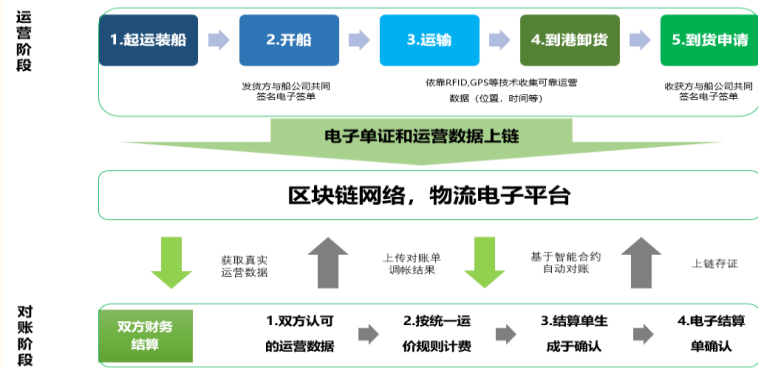
图表 66：达飞 SEAPRIORITY 系列产品根据服务提供不同定价

	CMA CGM	SEAPRIORITY GO	SEAPRIORITY GET	SEAPRIORITY REACH	EXX RAIL	INLAND EMPIRE
Services eligible		All Transpacific services (Eastbound)	PRX, EX1, JAX	PRX, EX1, JAX	EXX	PRX, EX1, JAX
Coverage		All origins	Los Angeles (Fenix Marine Terminal)	Chicago, Memphis, Dallas, Kansas City, New York	Chicago, Memphis, Kansas City, Dallas & New York (Traffic Terminal)	Los Angeles (Fenix Marine Terminal)
Applicable container size		All sizes (including reefers ***)	40' ST, 40' HC and 45' HC (max 14tons gw)	40' ST and 40' HC (max 14tons gw)	40' ST / 40' HC / 45' HC	20' 40' ST / 40' HC / 45' HC
Equipment release priority		✓	✓	✓	✓	✗
Space on board priority		✓	✓	✓	✓	✗
Discharge and chassis priority		✗	✓	✓	✓	✓
Dedicated customer desk		✗	✓	✓	✓	✓
Money-back guarantee		✓	✓	✓	✗	✓
Daily domestic rail departure priority		✗	✗	✓	✓	N/A
Product highlights		A priority status for the equipment release and space on board.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Priority discharge at POD</li> <li>Container dropped on chassis and available for pick-up within 24h upon discharge</li> <li>No truck appointment needed</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Container discharged in priority and immediately drayed up to the rail ramp</li> <li>Loaded on a daily domestic train</li> <li>Transit time savings of 4 to 6-days vs standard service</li> <li>Faster branch time (average day performance)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Priority discharge from EXX vessel</li> <li>Daily domestic rail departure from Los Angeles</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Priority discharge at POD</li> <li>Direct pick up at Rialto, CA yard</li> <li>Daily truck departure priority from port to off-dock yard</li> <li>4 workdays free time at Rialto, CA</li> <li>Empty return to Rialto vs LAX port</li> </ul>
Rates		+ 1 750 USD per unit GUAD5	+ 2 250 USD per unit GUAD9	+ 2 750 USD per unit GUAD2	+ 3 250 USD per unit GUAD6	+ 1 200 USD per unit GUAD10
LARA Code						
Effective Dec 1 – 14 <sup>th</sup> 2020						

来源：搜航网，国金证券研究所

- **③ 数字化+端到端建设下的集装箱综合物流模块化解决方案，对单一集装箱海运服务商形成“降维打击”。**客户对供应链服务更灵活、更可靠、更可预测性的需求变化，使得集装箱物流价值链相应做出改变。
- **灵活性方面，**不同行业、不同规模客户对于集装箱运输的收发货地点、运输方式的要求更加多元化，对集装箱综合物流服务能力、模块化解决方案的需求有所增加。以中远海控为例，公司依托中欧班列、中欧陆海快线资源、自有卡车团队、自营港口资源以及陆港仓库资源，能够为汽车、新鲜蔬果、电子产品、工程设备等不同行业客户提供多场景运输目的地触达，实现全程运输解决方案，具备较为明显的产品差异化。
- **可靠性与可预测性方面，**数字化建设显著提升了船公司的管理半径，对运输各环节实现可视化追踪。中远海控 2019 年 9 月上线可视化航运电商平台 Syncon Hub，2019 年内贸箱量同比增长 14%，交易额超 13 亿元，已覆盖所有外贸航线，完成箱量同比增长超过 150%。而航运区块链网络 GSBN 的推行使得无纸化单证成为可能，并且运作模式日渐成熟，将在很大程度上优化集装箱产业链各环节的信息交互效率。
- **数字化能力的提升同时也促进了端到端服务对于集装箱陆端环节的触达与追踪，两者协同效应非常明显。**

图表 67：航运区块链的应用有望大幅优化集装箱运输操作流程



来源：德勤，国金证券研究所

- **从龙头马士基看未来数字化与端到端的战略意义。**端到端模式的成功需要漫长的校验过程，因此对中远海控来说，端到端战略更多是体现为择机投资建设港口码头，在此基础上延伸到多式联运、仓储等环节。而马士基等公司则采用直接收购货代、报关行的方式，尽管当前不同公司对于数字化、端到端的理解与发展策略存在差异，但龙头马士基的路径对未来行业变革具有一定参考意义。

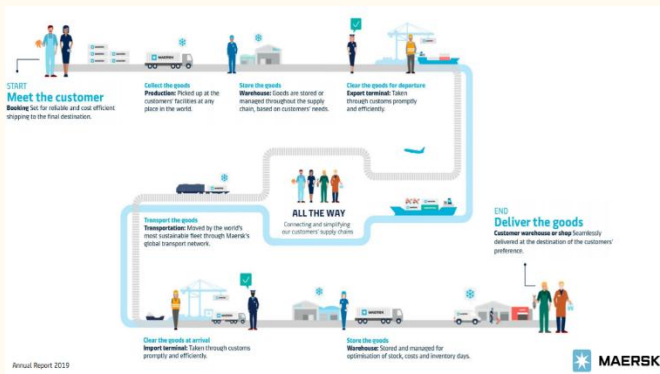
端到端方面，马士基采用直接、明确的投资并购策略，于 2019 年起开始整合丹马士供应链管理服务、收购美国知名报关行 Vandegrift Inc、收购北美仓储配送公司 Performance Team、收购瑞典报关行 KGH，以纵向并购方式为主积极开拓端到端业务、延伸产业链。而在数字化建设方面，马士基同样推出全球领先的区块链网络 TradeLens 与电商平台 Maersk SPOT，其中 SPOT 平台订舱量占马士基短约货量的比例已快速攀升至 2020Q3 的 53%。

- **数字化建设与端到端协同效应极强，最终目标为打造集装箱生态链闭环。**我们认为数字化与端到端相配合的深层次意义在于：
  - 1) **强化船公司产业链地位与议价权，**将运价管理、舱位管理的定价权更多地集中在船公司处；同时在大型货代的客户中细分出中小型客户（二代、三代），使其拥有继续依附于大货代、自立或者直接与 SPOT 合作的多种选择，弱化了大型货代的规模与影响力。截至 20Q3，SPOT 平台订舱量中约 80%来自于货代，预计中小货代占据多数。
  - 2) **定义 B 端客户画像，精准满足客户服务需求。**通过航运电商平台触达更多客户，弱化 NVO/BCO 对客户的定义，从服务导向、价格导向等维度重新划分客户需求类型，针对性地提供标准化的集装箱综合服务。
  - 3) **以数字化平台方式，更加高效、温和地进行产业链延伸，**大货代层面对其有效的抵抗手段暂时有限。
- **展望集装箱物流综合服务的未来，**我们认为马士基最终的征途或是基于集装箱海运的份额与利润优势，上下游垂直整合实现业务环节延伸并从被收购的货代、报关行处获取巨量数据资源、客户画像，从而构建 B2B 集装箱综合物流生态链闭环，继而探索“流量变现”路径。

而其中的风险点/最大障碍来自于监管层以及传统船公司作为重资产运营“甲方”向轻资产运营“乙方”的角色转变。

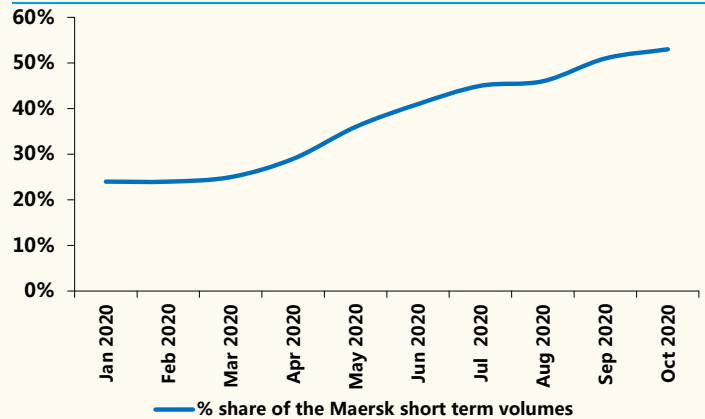
尽管马士基的路径依旧存在战略实施效果与节奏的不确定性，但集装箱综合物流服务能力将是未来行业的重要发展方向，能够对单一集装箱海运服务商形成一定降维打击。

图表 68: 马士基“ALL THE WAY”端到端战略



来源: 马士基业绩会材料, 国金证券研究所

图表 69: 马士基电商平台占比短约货量的比例达 53%



来源: 马士基业绩会材料, 国金证券研究所

- **章节总结:** 从竞争角度看, 班轮公司中长期大规模运力扩张的意愿与性价比降低, 预计未来份额竞争趋缓, 供给侧向好; 从协同角度, 头部班轮公司/联盟经历行业出清后集中度提升, 形成运力调节联盟(并非价格联盟), 应对需求波动的运力管控能力较以往显著提升, 能够有效平抑运价波动, 对运价形成拖底。在中期供需向好的情况下, 集运运价中枢或将持续上移; 此外, 高位在即期运价或导致 2021 年长协价格大幅提升, 同时供应链风险担忧下主干航线长协货量比例有望增长, 运价稳定性与中枢或持续上移, 预计 2021 年美线长协价每提升 100 美元/FEU 对应净利润贡献 7.8 亿元。

产品端, 差异化服务与集装箱综合物流模块化解决方案的提供有助于船公司定价权提升, 增加客户粘性与产业链地位, 龙头公司盈利水平与估值中枢有望抬升。

#### 4. 投资建议及盈利预测

- 考虑到: 1) 集运短期高景气度持续、运价回落预计缓和; 2) 中长期格局稳定, 运价中枢上移, 即期高运价有望大幅提升 2021 年美线长协价, 中性假设下, 每提升 100 美元/FEU 对应净利润贡献 7.8 亿元; 3) 中远海控运力份额全球第三, 龙头溢价+成本优势保障利润率行业领先, 港航协同保障高准班率服务质量, 稳步推进数字化、端到端战略形成差异化集装箱综合物流服务能力。
- 我们预计公司 2020-2022 年营业收入 1689.3、1926.7、2014.0 亿元, 其中: 集运业务收入 1632.69、1867.45、1956.22 亿元, 增速 12.75%、14.38%、4.75%; 港口业务收入 86.58、89.19、92.78 亿元。预计 2020-2022 年毛利率分别为 15.76%、18.92%、16.47%。
- 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 103.70、180.42、152.62 亿元, EPS 为 0.85、1.47、1.25 元, 对应当前股价 16/9/11 倍, 因此在运价高涨、高盈利预期下, 即使公司自低点来涨幅明显, 但当前估值并未明显高估, 仍具备较强投资价值。

图表 70：中远海控收入成本拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	904.64	1208.30	1510.57	1689.28	1926.64	2014.00
yoy	27.13%	33.57%	25.02%	11.83%	14.05%	4.53%
集运业务收入（亿元）	867.51	1148.45	1448.06	1632.69	1867.45	1956.22
yoy		32.38%	26.09%	12.75%	14.38%	4.75%
港口业务收入（亿元）	43.58	77.12	87.51	86.58	89.19	92.78
yoy		76.97%	13.47%	-1.06%	3.01%	4.03%
分部间抵消	-6.45	-17.27	-25.00	-30	-30	-35
营业成本（亿元）	826.05	1106.05	1348.30	1422.97	1562.03	1682.29
yoy		33.90%	21.90%	5.54%	9.77%	7.70%
集装箱航运业务成本	803.60	1069.90	1313.20	1393.07	1530.33	1653.13
yoy		33.14%	22.74%	6.08%	9.85%	8.02%
码头业务成本	28.79	53.35	60.04	59.41	61.19	63.66
yoy		85.32%	12.53%	-1.06%	3.01%	4.03%
分部间抵消	-6.34	-17.20	-24.94	-30	-30	-35
毛利率	8.69%	8.46%	10.74%	15.76%	18.92%	16.47%
集运业务	7.37%	6.84%	9.31%	14.68%	18.05%	15.49%
码头业务	33.93%	30.82%	31.39%	31.39%	31.39%	31.39%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 71：中远海控 2021 年美线长协价每提升 100 美元/FEU 对应净利润贡献 7.8 亿元

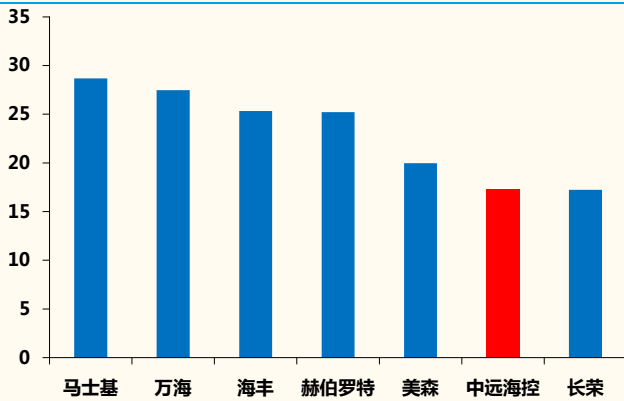
长协比例	长协价格（美元/FEU）										
	1550	1650	1750	1850	1950	2050	2150	2250	2350	2450	2550
52%	7.22	13.41	19.60	25.78	31.97	38.16	44.35	50.54	56.73	62.92	69.10
54%	7.50	13.92	20.35	26.78	33.20	39.63	46.06	52.48	58.91	65.34	71.76
56%	7.78	14.44	21.10	27.77	34.43	41.10	47.76	54.43	61.09	67.76	74.42
58%	8.05	14.96	21.86	28.76	35.66	42.57	49.47	56.37	63.27	70.17	77.08
60%	8.33	15.47	22.61	29.75	36.89	44.03	51.17	58.31	65.45	72.59	79.74

来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于中远海控未分配利润内保留 2016 年散运业务剥离前造成的亏损，以及 2018 年收购东方海外时采用纯借款收购，我们认为传统周期股 PB 估值方式无法反映公司集运业务主体的真实价值。我们认为合理的估值方式为：
- **市盈率 P/E**：主要基于格局稳定，中长期供需向好下公司盈利中枢提升，同时数字化、端到端带来的集装箱综合物流转型、产业链地位提升有望带来估值重塑。横向对比来看，公司 PE（TTM）在可比公司中处于相对低位；纵向对比来看，公司目前 19 倍左右 PE（TTM）低于近三年平均水平 33%、低于近四年均值（中远中海重组后）1.3%，基本接近，估值相对中性。我们保守给予公司 2021 年业绩 12 倍 PE，对应合理市值约 2165 亿元，对应股价 17.66 元。



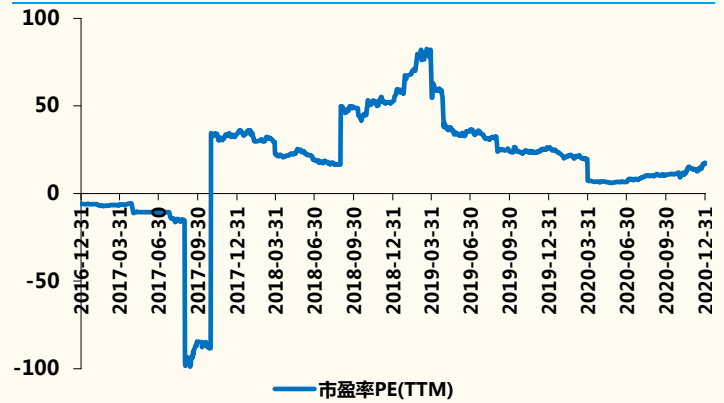
图表 72: 中远海控 PE (TTM) 可比公司情况



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

注: 结算日期为 2020 年 12 月 28 日

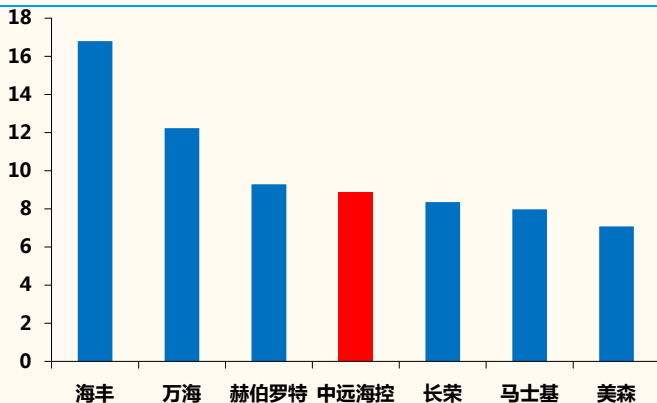
图表 73: 中远海控市盈率 PE (TTM)



来源: Wind, 国金证券研究所

- EV/EBITDA:** 考虑到公司为重资产运营, 存在经营杠杆(租金&船舶折旧)和财务杠杆, EV/EBITDA 具备适用性。横向对比来看, 公司 EV/EBITDA 在可比公司中处于相对中位; 纵向对比来看, 公司目前 9.5 倍左右 EV/EBITDA 高于近四年平均水平(中远中海重组后) 242%、低于近三年均值(17 年前 EBITDA 为负值, 近三年与当前可比性更强) 4%, 基本接近, 估值相对中性。我们保守给予公司 2021 年业绩 9 倍 EV/EBITDA, 对应合理股权市值约 2146 亿元, 对应股价 17.51 元。

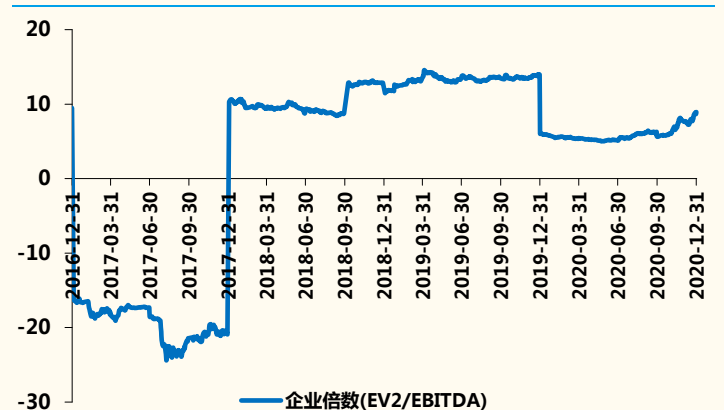
图表 74: 中远海控 EV/EBITDA 可比公司情况



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

注: 结算日期为 2020 年 12 月 29 日

图表 75: 中远海控 EV/EBITDA



来源: Wind, 国金证券研究所

- 综上所述, 我们认为给予公司 9 倍 EV/EBITDA 估值较为合理, 对应合理目标价 17.51 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。**

## 5. 风险提示

- 航企大规模运力扩张:** 目前集运格局稳态, 主要班轮公司运力资本开支较为克制, 但不排除个别船东大幅增加新船订单, 对行业供给产生不利影响。
- 全球经济超预期下滑:** 集运需求与源自于国际贸易, 若出现系统性风险导致集装箱进出口贸易大幅下滑, 将显著影响班轮公司收入。



- **价格监管：**2020年下半年起集装箱运价大幅上涨，引发各国监管部门关注，若国际贸易物流成本上涨过高或者运价报备不合理，可能会对运价进行一定限制。
- **环保监管政策：**低硫油、碳排放等船舶环保政策将增加公司新船购置、现有运力改造的成本，还包括船员培训等额外成本。
- **行业价格战：**海上运输可能发生安全事故，对公司成本、运力调配等方面产生不利影响。
- **人民币汇率大幅波动：**公司较大部分收入来自于海外，人民币汇率大幅贬值对公司收入确认以及资产负债表将造成较大影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>90,464</b>	<b>120,830</b>	<b>151,057</b>	<b>168,928</b>	<b>192,664</b>	<b>201,400</b>	货币资金	26,090	33,995	50,330	53,763	66,287	78,119
增长率		33.6%	25.0%	11.8%	14.1%	4.5%	应收账款	7,933	11,616	11,685	13,528	14,637	14,473
<b>主营业务成本</b>	<b>-82,605</b>	<b>-110,605</b>	<b>-134,830</b>	<b>-142,297</b>	<b>-156,203</b>	<b>-168,229</b>	存货	2,330	4,101	4,054	4,288	4,494	4,609
%销售收入	91.3%	91.5%	89.3%	84.2%	81.1%	83.5%	其他流动资产	3,089	10,592	6,233	7,155	7,415	7,628
<b>毛利</b>	<b>7,859</b>	<b>10,225</b>	<b>16,227</b>	<b>26,630</b>	<b>36,461</b>	<b>33,171</b>	流动资产	39,442	60,304	72,302	78,734	92,832	104,829
%销售收入	8.7%	8.5%	10.7%	15.8%	18.9%	16.5%	%总资产	29.6%	26.4%	27.6%	29.8%	33.6%	36.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-166</b>	<b>-231</b>	<b>-226</b>	<b>-253</b>	<b>-289</b>	<b>-302</b>	长期投资	29,468	36,558	37,691	37,208	37,215	37,222
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	57,394	115,267	104,070	101,942	100,740	102,252
<b>销售费用</b>	<b>-53</b>	<b>-61</b>	<b>-68</b>	<b>-68</b>	<b>-77</b>	<b>-81</b>	%总资产	43.1%	50.5%	39.7%	38.5%	36.4%	35.3%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	5,453	13,798	13,585	13,593	13,699	13,999
<b>管理费用</b>	<b>-5,179</b>	<b>-6,833</b>	<b>-9,766</b>	<b>-9,460</b>	<b>-10,597</b>	<b>-10,876</b>	非流动资产	93,748	167,839	189,922	185,909	183,854	184,737
%销售收入	5.7%	5.7%	6.5%	5.6%	5.5%	5.4%	%总资产	70.4%	73.6%	72.4%	70.2%	66.4%	63.8%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>-277</b>	<b>-338</b>	<b>-385</b>	<b>-403</b>	<b>资产总计</b>	<b>133,190</b>	<b>228,144</b>	<b>262,224</b>	<b>264,643</b>	<b>276,687</b>	<b>289,567</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	19,566	57,327	33,287	24,597	20,000	20,000
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,461</b>	<b>3,079</b>	<b>5,890</b>	<b>16,511</b>	<b>25,113</b>	<b>21,510</b>	应付款项	20,693	26,335	30,589	31,337	32,076	32,318
%销售收入	2.7%	2.5%	3.9%	9.8%	13.0%	10.7%	其他流动负债	3,233	5,117	6,552	7,455	8,908	8,780
<b>财务费用</b>	<b>-1,730</b>	<b>-2,967</b>	<b>-5,015</b>	<b>-3,516</b>	<b>-3,093</b>	<b>-2,760</b>	流动负债	43,492	88,779	70,428	63,389	60,984	61,098
%销售收入	1.9%	2.5%	3.3%	2.1%	1.6%	1.4%	长期贷款	30,038	47,052	79,503	79,503	79,503	79,503
<b>资产减值损失</b>	<b>-13</b>	<b>-54</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	15,950	35,960	43,168	42,803	42,827	42,836
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-77</b>	<b>299</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	89,479	171,791	193,099	185,696	183,314	183,437
<b>投资收益</b>	<b>3,919</b>	<b>2,235</b>	<b>9,978</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>20,669</b>	<b>22,886</b>	<b>35,360</b>	<b>41,582</b>	<b>52,407</b>	<b>61,564</b>
%税前利润	68.7%	58.1%	83.7%	15.2%	9.8%	11.3%	其中：股本	10,216	10,216	12,260	12,260	12,260	12,260
<b>营业利润</b>	<b>4,957</b>	<b>3,045</b>	<b>12,062</b>	<b>16,435</b>	<b>25,461</b>	<b>22,190</b>	未分配利润	-16,567	-15,276	-10,275	-4,053	6,772	15,929
<b>营业利润率</b>	<b>5.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.7%</b>	<b>13.2%</b>	<b>11.0%</b>	少数股东权益	23,041	33,467	33,766	37,366	40,966	44,566
<b>营业外收支</b>	<b>746</b>	<b>801</b>	<b>-135</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>133,190</b>	<b>228,144</b>	<b>262,224</b>	<b>264,643</b>	<b>276,687</b>	<b>289,567</b>
<b>税前利润</b>	<b>5,703</b>	<b>3,845</b>	<b>11,927</b>	<b>16,435</b>	<b>25,461</b>	<b>22,190</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>6.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>13.2%</b>	<b>11.0%</b>		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>-872</b>	<b>-819</b>	<b>-1,577</b>	<b>-2,465</b>	<b>-3,819</b>	<b>-3,329</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>15.3%</b>	<b>21.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股收益	0.261	0.120	0.552	0.846	1.472	1.245
<b>净利润</b>	<b>4,831</b>	<b>3,026</b>	<b>10,350</b>	<b>13,970</b>	<b>21,642</b>	<b>18,862</b>	每股净资产	2.023	2.240	2.884	3.392	4.275	5.022
<b>少数股东损益</b>	<b>2,169</b>	<b>1,796</b>	<b>3,586</b>	<b>3,600</b>	<b>3,600</b>	<b>3,600</b>	每股经营现金净流	0.694	0.791	1.182	1.732	2.509	2.241
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,662</b>	<b>1,230</b>	<b>6,764</b>	<b>10,370</b>	<b>18,042</b>	<b>15,262</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.338	0.589	0.498
<b>净利率</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>9.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.88%	5.37%	19.13%	24.94%	34.43%	24.79%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.00%	0.54%	2.58%	3.92%	6.52%	5.27%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	投入资本收益率	1.93%	1.34%	2.59%	7.09%	10.27%	8.29%
<b>净利润</b>	<b>4,831</b>	<b>3,026</b>	<b>10,350</b>	<b>13,970</b>	<b>21,642</b>	<b>18,862</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>2,169</b>	<b>1,796</b>	<b>3,586</b>	<b>3,600</b>	<b>3,600</b>	<b>3,600</b>	主营业务收入增长率	27.13%	33.57%	25.02%	11.83%	14.05%	4.53%
<b>非现金支出</b>	<b>2,349</b>	<b>4,218</b>	<b>5,370</b>	<b>6,535</b>	<b>6,681</b>	<b>6,944</b>	EBIT增长率	N/A	25.10%	91.27%	180.34%	52.10%	-14.35%
<b>非经营收益</b>	<b>-1,260</b>	<b>676</b>	<b>-4,916</b>	<b>1,855</b>	<b>1,795</b>	<b>1,715</b>	净利润增长率	-126.87%	-53.79%	449.92%	53.31%	73.98%	-15.41%
<b>营运资金变动</b>	<b>1,172</b>	<b>159</b>	<b>3,685</b>	<b>-1,123</b>	<b>642</b>	<b>-42</b>	总资产增长率	11.31%	71.29%	14.94%	0.92%	4.55%	4.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7,092</b>	<b>8,079</b>	<b>14,489</b>	<b>21,237</b>	<b>30,760</b>	<b>27,479</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-11,074</b>	<b>-19,661</b>	<b>-10,877</b>	<b>-3,108</b>	<b>-4,580</b>	<b>-7,780</b>	应收账款周转天数	24.5	22.5	20.8	21.0	20.0	19.0
<b>投资</b>	<b>-5,355</b>	<b>-21,236</b>	<b>12,829</b>	<b>490</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	8.6	10.6	11.0	11.0	10.5	10.0
<b>其他</b>	<b>1,196</b>	<b>1,553</b>	<b>2,445</b>	<b>2,493</b>	<b>2,493</b>	<b>2,493</b>	应付账款周转天数	73.1	60.0	56.4	60.5	57.0	53.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-15,233</b>	<b>-39,344</b>	<b>4,397</b>	<b>-126</b>	<b>-2,087</b>	<b>-5,287</b>	固定资产周转天数	198.2	330.7	244.3	212.8	183.7	178.0
<b>股权募资</b>	<b>967</b>	<b>99</b>	<b>7,708</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>5,464</b>	<b>41,950</b>	<b>-2,862</b>	<b>-8,937</b>	<b>-4,597</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	84.42%	151.93%	107.65%	78.90%	48.37%	31.41%
<b>其他</b>	<b>-4,740</b>	<b>-3,737</b>	<b>-13,520</b>	<b>-8,741</b>	<b>-11,552</b>	<b>-10,359</b>	EBIT利息保障倍数	1.4	1.0	1.2	4.7	8.1	7.8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,691</b>	<b>38,312</b>	<b>-8,673</b>	<b>-17,678</b>	<b>-16,149</b>	<b>-10,359</b>	资产负债率	67.18%	75.30%	73.64%	70.17%	66.25%	63.35%
<b>现金净流量</b>	<b>-6,450</b>	<b>7,047</b>	<b>10,214</b>	<b>3,433</b>	<b>12,524</b>	<b>11,832</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	9	16
增持	1	2	3	6	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>1.67</b>	<b>1.43</b>	<b>1.40</b>	<b>1.17</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402