

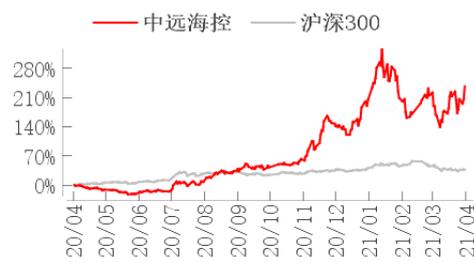
长风破浪大船起航

——中远海控 2020 年年报点评

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月31日)	13.52元
目标价格	19.36元
52周最高价/最低价	17.65/3.14元
总股本/流通A股(万股)	1,225,953/1,123,790
A股市值(百万元)	165,749
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年04月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	19.29	4.68	10.76	237.32
相对表现	17.57	8.33	6.55	214.39
沪深300	1.72	-3.65	4.21	22.93



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520090003

相关报告

集运步入景气周期, 格局优化提升长期价	2020-11-21
值: 中远海控跟踪报告	
集运步入复苏周期, 中远海控大船起航	2020-11-06

核心观点

- 公司发布 2020 年年报, 全年归母净利润大幅提升至 99.27 亿元。中远海控发布 2020 年全年财务数据, 2020 年公司实现营业收入 1712.59 亿元, 同比增长 13.37%, 实现归母净利润为 99.27 亿元, 同比增长 46.76%, 实现扣非归母净利润为 95.93 亿元, 同比增长 505.1%。公司全年毛利率提升至 14.21%, 净利率提升至 7.7%, ROE 为 25.05%。由于公司母公司资产负债表未分配利润项目为负, 公司 2020 年度不进行利润分配, 但拟向全体股东每 10 股转增 3 股。
- 集运行业迈入景气周期, 公司集运业务量价齐升释放盈利弹性。业务量环节, 公司集运货运量为 2634.45 万 TEU, 同比增长 2.35%, 其中中远海运集运实现货运量 1888.25 万 TEU, 同比增长 0.52%。运价角度, 全年 CCFI 与 SCFI 综合指数运价均值都实现大幅度提升, 以 CCFI 指数为例全年运价均值为 984 点, 同比上涨 19.5%, 其中 2020 年 Q4 均值为 1250 点, 同比上涨 37.4%。拆分公司单箱收入水平, 集运航线外贸单箱收入为 1011 美元/TEU, 同比上涨 13.6%, 内贸市场单箱收入为 2177 元/TEU, 同比上涨 0.7%。公司全年集运收入 1660.09 亿元, 同比增长 14.64%。
- 完善航运网络, 拓展端到端服务能力。截止 2020 年公司运力合计 307.3 万 TEU, 同比增长 3.6%; 目前合计运营 278 艘国际航线, 54 艘中国沿海航线, 挂靠全球 105 个国际和地区的 352 个港口。公司依托全球化网络布局优势, 构建起覆盖更广、效率更高的陆海一体化服务通道。

财务预测与投资建议

- 考虑到今年集运市场仍处于供需改善周期, 行业运价确定性抬升, 我们上调公司 2021/2022 年 EPS 至 2.42/1.45 元, (原预测为 1.12/0.93 元), 引入 2023 年 EPS 盈利预测为 1.02 元。参考可比公司, 同时考虑到今年集运行业处于景气度高位, 明年行业业绩下滑风险, 按照可比公司 14 倍估值给予 40% 折价给予 2021 年 8 倍 PE, 上调目标价为 19.36 元, 维持买入评级。

风险提示

疫情影响全球外贸需求, 行业开启恶性价格战, 油价大幅上涨

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	151,057	171,259	202,381	194,200	193,738
同比增长(%)	25.0%	13.4%	18.2%	-4.0%	-0.2%
营业利润(百万元)	12,062	13,931	36,302	22,933	17,345
同比增长(%)	296.2%	15.5%	160.6%	-36.8%	-24.4%
归属母公司净利润(百万元)	6,764	9,927	29,623	17,722	12,547
同比增长(%)	449.9%	46.8%	198.4%	-40.2%	-29.2%
每股收益(元)	0.55	0.81	2.42	1.45	1.02
毛利率(%)	10.7%	14.2%	24.0%	18.4%	16.1%
净利率(%)	4.5%	5.8%	14.6%	9.1%	6.5%
净资产收益率(%)	23.2%	25.0%	49.3%	20.8%	12.5%
市盈率	22.3	15.2	5.1	8.5	12.0
市净率	4.3	3.4	2.0	1.6	1.4

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

考虑到目前即期市场运价均值大幅抬升，同时集运行业处于供需改善周期，我们上调对 2021 年与 2022 年公司单箱收入服务，预计公司 2021/2022 年 EPS 至 2.42/1.45 元，（原预测为 1.12/0.93 元），引入 2023 年 EPS 盈利预测为 1.02 元。

表 1：盈利预测调整表

核心假设及盈利预测 变动分析表				
人民币百万元(标注除外)	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设——单箱收入(元/TEU)	6320.94	6393.77	6894.19	6541.02
yoy	6.97%	1.15%	16.03%	-5.12%
分产品盈利预测				
集运板块				
销售收入(百万元)	172,408	175,237	195,062	186,556
变动幅度			13.1%	6.5%
毛利率	17.54%	16.55%	23.77%	18.08%
变动幅度			6.2%	1.5%
码头业务				
销售收入(百万元)	8,673	9,017	8518.93	8844.58
变动幅度			-1.8%	-1.9%
毛利率	25.08%	23.59%	25.1%	23.6%
变动幅度			0.00%	0.00%
不含内部抵消销售收入合计(百万元)	181,081	184,254	203,581	195,400
变动幅度			12.4%	6.0%
综合毛利率	18.03%	17.00%	23.97%	18.45%

变动幅度			5.9%	1.4%
主要财务数据变动分析表				
人民币百万元(标注除外)	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	179,881	183,054	202,381	194,200
变动幅度			12.5%	6.1%
营业利润	18,274	15,991	36,302	22,933
变动幅度			98.7%	43.4%
归属母公司净利润	13,678	11,372	29,623	17,722
变动幅度			116.6%	55.8%
每股收益(元)	1.12	0.93	2.42	1.45
变动幅度			116.6%	55.8%
毛利率(%)	18.03%	17.00%	23.97%	18.45%
变动幅度			5.9%	1.4%
净利率(%)	7.60%	6.21%	14.64%	9.13%
变动幅度			7.03%	2.91%

数据来源: wind, 东方证券研究所

表 2: 盈利预测拆分表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
集运业务					
销售收入(百万元)	144,806.0	166,000.0	195,062.0	186,555.8	185,801.2
增长率		14.6%	17.5%	-4.4%	-0.4%

毛利率	9.3%	13.6%	23.8%	18.1%	15.6%
港口业务					
销售收入(百万元)	8,750.0	7,006.0	8,518.9	8,844.6	9,137.1
增长率		-19.9%	21.6%	3.8%	3.3%
毛利率	31.4%	24.4%	25.1%	23.6%	22.8%
合计	153,556.0	173,006.0	203,580.9	195,400.4	194,938.3
增长率		12.7%	17.7%	-4.0%	-0.2%
综合毛利率	10.7%	14.2%	24.0%	18.4%	16.1%

数据来源: wind, 东方证券研究所

投资建议

参考可比公司估值, 我们考虑到今年集运行业处于历史景气度高位, 对比同行中远海控将在 2022 年盈利出现同比下滑趋势, 我们在可比航运公司 14 倍基础上给予 40% 折价, 给予中远海控 2021 年 8 倍 PE, 上调目标价为 19.36 元, 维持买入评级。

表 3: 可比公司估值表 (截止 2021/3/31)

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
招商轮船	601872.SH	5.22	0.41	0.4	0.5	0.57	31.07	13.05	10.44	9.16
中远海能	600026.SH	6.64	0.5	0.54	0.63	0.65	59.60	12.30	10.54	10.22
渤海轮渡	603167.SH	8.67	0.26	0.7	0.85	0.8	12.43	12.39	10.20	10.84
海丰国际	1308.HK	22.27	0.86	1	1.1	1.2	10.22	22.27	20.25	18.56
中远海特	600428.SH	3.95	0.06	0.25	0.36	0.36	79.00	15.80	10.97	10.97
调整后平均估值水平:							40	14	11	10

数据来源: wind, 东方证券研究所

风险提示

- 1) 疫情影响全球外贸需求, 若疫情无法有效控制将会影响明年集运市场需求。公司单价不变情况下, 若货运量下滑 1%, 预计减少公司税前利润 2 亿元。
- 2) 行业开启价格战, 若龙头重回份额诉求开启价格竞争, 将造成行业价格低迷。公司货量不变下, 若单价下滑 1%, 预计减少公司税前利润 16 亿元。
- 3) 油价大幅上涨, 低硫油价格大幅上涨扩大公司成本。2020 年开始行业大规模使用低硫油, 若假设燃油成本占营业成本比重为 20%, 油耗不变情况下, 若油价单位上涨 5%, 预计增加成本 13 亿元。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	50,330	52,851	75,859	97,258	107,340	营业收入	151,057	171,259	202,381	194,200	193,738
应收票据、账款及款项融资	8,831	9,562	11,565	10,970	11,008	营业成本	134,830	146,925	153,880	158,375	162,635
预付账款	2,266	1,321	2,298	1,852	2,024	营业税金及附加	226	192	227	218	217
存货	4,054	3,232	4,006	3,803	4,070	营业费用	68	58	68	65	65
其他	6,821	5,000	5,394	5,275	5,256	管理费用及研发费用	10,043	9,849	10,625	11,451	12,373
流动资产合计	72,302	71,966	99,123	119,158	129,697	财务费用	5,015	4,132	5,024	4,863	4,639
长期股权投资	30,763	31,346	32,913	34,558	35,595	资产、信用减值损失	23	117	(8)	0	0
固定资产	101,112	99,193	100,091	100,487	100,787	公允价值变动收益	299	(27)	198	100	0
在建工程	2,958	3,552	4,742	5,933	6,623	投资净收益	9,978	2,862	2,556	2,574	2,474
无形资产	7,376	6,981	6,690	6,400	6,109	其他	933	1,110	983	1,032	1,062
其他	47,713	58,889	55,161	55,103	55,103	营业利润	12,062	13,931	36,302	22,933	17,345
非流动资产合计	189,922	199,960	199,597	202,481	204,217	营业外收入	45	109	0	0	0
资产总计	262,224	271,926	298,720	321,639	333,914	营业外支出	180	92	0	0	0
短期借款	14,752	4,130	8,700	8,000	7,000	利润总额	11,927	13,948	36,302	22,933	17,345
应付票据及应付账款	21,802	33,552	30,012	33,528	33,074	所得税	1,577	760	4,792	3,027	2,290
其他	33,873	36,323	34,374	35,022	34,697	净利润	10,350	13,187	31,511	19,906	15,055
流动负债合计	70,428	74,006	73,085	76,550	74,771	少数股东损益	3,586	3,260	1,888	2,184	2,508
长期借款	79,503	63,499	63,499	63,499	63,499	归属于母公司净利润	6,764	9,927	29,623	17,722	12,547
应付债券	13,018	9,453	9,453	9,002	8,000	每股收益(元)	0.55	0.81	2.42	1.45	1.02
其他	30,149	46,272	39,662	39,662	39,662						
非流动负债合计	122,671	119,223	112,614	112,162	111,161						
负债合计	193,099	193,229	185,699	188,712	185,932						
少数股东权益	33,766	34,783	36,671	38,854	41,363	主要财务比率					
实收资本(或股本)	12,260	12,260	12,260	12,260	12,260						
资本公积	33,399	34,493	34,493	34,493	34,493	成长能力					
留存收益	(9,423)	(26)	29,597	47,319	59,867	营业收入	25.0%	13.4%	18.2%	-4.0%	-0.2%
其他	(876)	(2,813)	0	0	0	营业利润	296.2%	15.5%	160.6%	-36.8%	-24.4%
股东权益合计	69,125	78,697	113,021	132,926	147,982	归属于母公司净利润	449.9%	46.8%	198.4%	-40.2%	-29.2%
负债和股东权益总计	262,224	271,926	298,720	321,639	333,914	获利能力					
						毛利率	10.7%	14.2%	24.0%	18.4%	16.1%
						净利率	4.5%	5.8%	14.6%	9.1%	6.5%
						ROE	23.2%	25.0%	49.3%	20.8%	12.5%
						ROIC	7.9%	9.2%	18.3%	10.7%	7.9%
						偿债能力					
						资产负债率	73.6%	71.1%	62.2%	58.7%	55.7%
						净负债率	109.2%	58.4%	22.9%	3.1%	0.0%
						流动比率	1.03	0.97	1.36	1.56	1.73
						速动比率	0.97	0.93	1.30	1.51	1.68
						营运能力					
						应收账款周转率	17.5	19.2	19.7	17.8	18.2
						存货周转率	33.0	40.3	42.5	40.6	41.3
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.55	0.81	2.42	1.45	1.02
						每股经营现金流	1.73	3.67	2.48	2.71	1.80
						每股净资产	2.88	3.58	6.23	7.67	8.70
						估值比率					
						市盈率	22.3	15.2	5.1	8.5	12.0
						市净率	4.3	3.4	2.0	1.6	1.4
						EV/EBITDA	12.1	8.2	4.1	5.8	6.9
						EV/EBIT	11.3	10.7	4.7	7.0	8.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn