

## 运价景气下，释放盈利弹性

## ——中远海控一季度业绩点评

## 核心观点

- 2021 年一季度实现归母净利润 154.5 亿元，同比增长 52 倍。中远海控发布 2021 年一季度财务数据，2021 年一季度公司实现营业收入 648.4 亿元，同比增长 79.58%，实现归母净利润为 154.5 亿元，同比增长 5200.62%，实现扣非归母净利润为 154.1 亿元，同比增长 20237.74%。公司 Q1 毛利率提升至 33.21%，净利率提升至 27.45%，ROE 达到 29.89%。
- 集运行业迈入景气周期，一季度量价齐升释放盈利弹性。业务量环节，公司集运货运量为 678.36 万 TEU，同比增长 20.99%。运价角度，一季度 CCFI 与 SCFI 综合指数运价均值都实现大幅度提升，以 CCFI 指数为例一季度运价均值为 1960.99 点，同比上涨 113.33%，环比提升 56.8%。拆分公司单箱收入水平，一季度集运航线外贸单箱收入为 1609 美元/TEU，同比上涨 69.5%，内贸单箱收入为 2298 元/TEU，同比下降 3.4%。
- 完善航运网络，拓展端到端服务能力。截止 2021 年一季度公司运力合计 303.96 万 TEU，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。此轮集运行情来自于中国制造的比较优势导致出口产业链的红利很难逆转、中国基建的比较优势凸显海外港口低效堵港、中国治理的比较优势驱动中国经济复苏领跑全球。受益于运价上涨，我们维持行业全年景气判断。

## 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 2021/2022/2023 年 EPS 至 3.35/2.3/1.02 元，(原预测为 2.42/1.45/1.02 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 13 倍估值给予 40%折价给予 2021 年 8 倍 PE，上调目标价为 26.8 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	215,537	206,159	193,539
同比增长(%)	25.0%	13.4%	25.9%	-4.4%	-6.1%
营业利润(百万元)	12,062	13,931	49,471	35,012	17,360
同比增长(%)	296.2%	15.5%	255.1%	-29.2%	-50.4%
归属母公司净利润(百万元)	6,764	9,927	41,053	28,207	12,561
同比增长(%)	449.9%	46.8%	313.5%	-31.3%	-55.5%
每股收益(元)	0.55	0.81	3.35	2.30	1.02
毛利率(%)	10.7%	14.2%	28.6%	23.2%	16.0%
净利率(%)	4.5%	5.8%	19.0%	13.7%	6.5%
净资产收益率(%)	23.2%	25.0%	62.3%	27.7%	10.3%
市盈率	33.1	22.6	5.5	7.9	17.8
市净率	6.3	5.1	2.6	1.9	1.7

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  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	18.28 元
目标价格	26.8 元
52周最高价/最低价	18.85/3.14 元
总股本/流通A股(万股)	1,225,953/1,123,790
A股市值(百万元)	224,104
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年05月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	17.8	29.66	51.27	408.27
相对表现	19.02	30.4	53.06	391.71
沪深300	-1.22	-0.74	-1.79	16.56



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖伟

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

- 长风破浪大船起航：——中远海控 2020 年 2021-04-01 年报点评
- 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

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，我们调整对 2021 年与 2022 年公司单箱收入假设。原假设下 2021/2022 年单箱收入变动幅度为 16%/-5%，现调整为 24%/-5%，调整公司 2021/2022/2023 年 EPS 至 3.35/2.3/1.02 元（原预测为 2.42/1.45/1.02 元）。

表 1：中远海控业务拆分表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>集运业务</b>					
销售收入（百万元）	144,806.0	166,000.0	208,217.7	198,514.4	185,601.8
增长率		14.6%	25.4%	-4.7%	-6.5%
毛利率	9.3%	13.6%	28.6%	23.0%	15.5%
<b>港口业务</b>					
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%
<b>合计</b>	<b>153,556.0</b>	<b>173,006.0</b>	<b>216,736.6</b>	<b>207,359.0</b>	<b>194,738.8</b>
增长率		12.7%	25.3%	-4.3%	-6.1%
综合毛利率	10.7%	14.2%	28.6%	23.2%	16.0%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表

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）	6894.19	6541.02	7381.04	6980.98
yoy	16.03%	-5.12%	24.22%	-5.42%
分产品盈利预测				
集运板块				

销售收入（百万元）	195,062	186,556	208,218	198,514
变动幅度			6.7%	6.4%
毛利率	23.77%	18.08%	28.60%	23.00%
变动幅度			4.8%	4.9%
<b>码头业务</b>				
销售收入（百万元）	8,519	8,845	8518.93	8844.58
变动幅度				
毛利率	25.08%	23.59%	25.1%	23.6%
变动幅度				
不含内部抵消销售收入合计（百万元）	<b>203,581</b>	<b>195,400</b>	<b>216,737</b>	<b>207,359</b>
变动幅度			6.5%	6.1%
综合毛利率	<b>23.97%</b>	<b>18.45%</b>	<b>28.60%</b>	<b>23.20%</b>
变动幅度			4.6%	4.8%
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	
	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
营业收入	202,381	194,200	215,537	206,159
变动幅度			6.5%	6.2%
营业利润	36,302	22,933	49,471	35,012
变动幅度			36.3%	52.7%
归属母公司净利润	29,623	17,722	41,053	28,207
变动幅度			38.6%	59.2%
每股收益（元）	2.42	1.45	3.35	2.30
变动幅度			38.6%	59.1%
毛利率(%)	23.97%	18.45%	28.61%	23.18%

变动幅度			<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>
净利率(%)	14.64%	9.13%	19.05%	13.68%
变动幅度			4.41%	4.56%

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 13 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 26.8 元，维持买入评级。

表 3：可比公司估值表（截止 2021/4/29）

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	4.9	0.41	0.4	0.5	0.57	31.07	12.25	9.80	8.60
中远海能	600026.SH	6.34	0.5	0.54	0.63	0.65	59.60	11.74	10.06	9.75
渤海轮渡	603167.SH	8.22	0.26	0.7	0.85	0.8	12.43	11.74	9.67	10.28
海丰国际	1308.HK	25.22	0.86	1	1.1	1.2	10.22	25.22	22.93	21.02
中远海特	600428.SH	4.13	0.06	0.25	0.36	0.36	79.00	16.52	11.47	11.47
调整后平均估值水平：							41	13	10	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	86,164	118,184	129,285	营业收入	151,057	171,259	215,537	206,159	193,539
应收票据、账款及款项融资	8,831	9,562	12,317	11,646	10,997	营业成本	134,830	146,925	153,880	158,375	162,635
预付账款	2,266	1,321	2,448	1,966	2,022	营业税金及附加	226	192	242	231	217
存货	4,054	3,232	4,006	3,803	4,070	营业费用	68	58	73	69	65
其他	6,821	5,000	5,622	5,477	5,252	管理费用及研发费用	10,043	9,849	10,645	11,469	12,373
<b>流动资产合计</b>	<b>72,302</b>	<b>71,966</b>	<b>110,557</b>	<b>141,076</b>	<b>151,625</b>	财务费用	5,015	4,132	4,972	4,707	4,425
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	100,486	100,786	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	<b>营业利润</b>	<b>12,062</b>	<b>13,931</b>	<b>49,471</b>	<b>35,012</b>	<b>17,360</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>189,922</b>	<b>199,960</b>	<b>199,597</b>	<b>202,480</b>	<b>204,217</b>	营业外收入	45	109	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>262,224</b>	<b>271,926</b>	<b>310,153</b>	<b>343,556</b>	<b>355,842</b>	营业外支出	180	92	0	0	0
短期借款	14,752	4,130	8,700	8,000	7,000	<b>利润总额</b>	<b>11,927</b>	<b>13,948</b>	<b>49,471</b>	<b>35,012</b>	<b>17,360</b>
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	6,530	4,622	2,292
其他	33,873	36,323	34,377	35,025	34,697	<b>净利润</b>	<b>10,350</b>	<b>13,187</b>	<b>42,940</b>	<b>30,390</b>	<b>15,069</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>70,428</b>	<b>74,006</b>	<b>73,089</b>	<b>76,553</b>	<b>74,771</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,764</b>	<b>9,927</b>	<b>41,053</b>	<b>28,207</b>	<b>12,561</b>
应付债券	13,018	9,453	9,453	9,002	8,000	每股收益(元)	0.55	0.81	3.35	2.30	1.02
其他	30,149	46,272	39,662	39,662	39,662						
<b>非流动负债合计</b>	<b>122,671</b>	<b>119,223</b>	<b>112,614</b>	<b>112,162</b>	<b>111,161</b>						
<b>负债合计</b>	<b>193,099</b>	<b>193,229</b>	<b>185,703</b>	<b>188,715</b>	<b>185,932</b>						
少数股东权益	33,766	34,783	36,671	38,854	41,363	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	12,260	12,260	12,260	12,260	12,260		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	33,399	34,493	34,493	34,493	34,493	<b>成长能力</b>					
留存收益	(9,423)	(26)	41,027	69,234	81,795	营业收入	25.0%	13.4%	25.9%	-4.4%	-6.1%
其他	(876)	(2,813)	0	0	0	营业利润	296.2%	15.5%	255.1%	-29.2%	-50.4%
<b>股东权益合计</b>	<b>69,125</b>	<b>78,697</b>	<b>124,451</b>	<b>154,841</b>	<b>169,910</b>	归属于母公司净利润	449.9%	46.8%	313.5%	-31.3%	-55.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>262,224</b>	<b>271,926</b>	<b>310,153</b>	<b>343,556</b>	<b>355,842</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	10.7%	14.2%	28.6%	23.2%	16.0%
						净利率	4.5%	5.8%	19.0%	13.7%	6.5%
						ROE	23.2%	25.0%	62.3%	27.7%	10.3%
						ROIC	7.9%	9.2%	23.4%	14.3%	7.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	73.6%	71.1%	59.9%	54.9%	52.3%
						净负债率	109.2%	58.4%	12.5%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.03	0.97	1.51	1.84	2.03
						速动比率	0.97	0.93	1.46	1.79	1.97
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	17.5	19.2	20.3	17.7	17.6
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.55	0.81	3.35	2.30	1.02
						每股经营现金流	1.73	3.67	3.31	3.56	1.86
						每股净资产	2.88	3.58	7.16	9.46	10.49
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	33.1	22.6	5.5	7.9	17.8
						市净率	6.3	5.1	2.6	1.9	1.7
						EV/EBITDA	16.6	11.3	4.5	5.9	9.6
						EV/EBIT	15.6	14.8	4.9	6.7	12.3

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](http://www.dfzq.com.cn)