

# 年化股息率近 20%，周期成长属性凸显

## 二季度业绩再创历史新高，成本优势持续凸显

2022 年上半年公司净利润为 11.70 亿美元（约 79.05 亿人民币），同比增长 139.80%，超越 2021 年全年业绩。主要归因于：1) 2022 年上半年公司平均运费为 1239.1 美元/TEU，同比增长 60.8%，叠加 4 月 1 日部分新签约价开始执行。2) 公司持续在亚洲市场扩展业务以及有效的成本控制，上半年运力规模微降 1.1%，但是集装箱运量同比增长 8.1%；自有运力比例较 2021 年底提升 10.2pct 至 82.6%，随着后续运力持续交付，预计 2023 年或将提升至 90% 以上，成本优势持续凸显。3) 上半年公司出售 1 艘集装箱船和 5 艘干散货船，处置收益约 4300 万美元，完全退出干散货业务。预计下半年公司将继续出售 3 艘集装箱船以优化船队结构。

## 2022 年中期派息率维持 70%，年化股息率近 20%

2022 年中期公司股息为 2.4 港币，以 2022 年 8 月 17 日收盘价计算，对应股息率为 9.82%，年化股息率近 20%。公司具有历史高分红传统，2019-2021 年派息率分别为 117%、80% 和 95%；公司自有现金流覆盖资本支出后仍较为充裕，特别股息值得期待。

## 2022 年下半年旺季即将到来，周期成长属性凸显

展望 2022 年下半年传统旺季，货量有望于 8 月下旬回升，带动即期运价回升，涨幅或低于去年同期。中长期来看，公司受益于 RCEP 与中国产业链外迁，周期成长属性凸显。RCEP 将推动东南亚产业转移进一步深化，产业链上的互补关系将带动贸易运输需求大幅增长。

继续维持海丰国际“买入”评级，目标价 52 港元。预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 48.31 亿、43.99 亿和 38.74 亿美元，同比变化 53.77%、-5.03% 和 -11.94%；净利润分别为 22.46 亿、20.11 亿和 15.17 亿美元，同比增长 92.39%、-10.42% 和 -24.61%。对应 PE 分别为 3.61、4.03、5.34 倍。

## 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(千美元)	1,685,167	3,012,447	4,830,644	4,399,252	3,873,989
增长率(%)	7.22%	93.89%	53.77%	-5.03%	-11.94%
净利润(千美元)	353,688	1,167,179	2,245,575	2,011,670	1,516,637
增长率(%)	59.85%	230.67%	92.39%	-10.42%	-24.61%
ROE(%)	29.59%	77.01%	113.89%	84.52%	305.70%
EPS(元/股，摊薄)	0.08	0.43	0.83	0.75	0.56
P/E(倍)	23.94	7.24	3.61	4.03	5.34
P/B(倍)	7.04	5.55	4.10	3.31	2.88

# 海丰国际(1308.HK)

维持

买入

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

18817566082

SAC 执证编号：S1440519110001

SFC 中央编号：BRP908

发布日期：2022 年 08 月 19 日

当前股价：24.45 港元

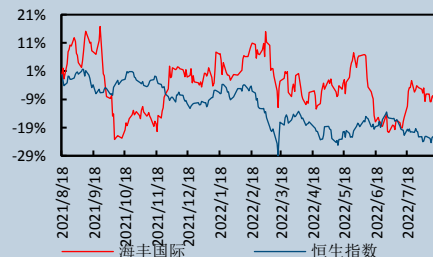
目标价格 6 个月：52 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.16/5.01	-7.74/-7.6	-5.9/18.01
12 月最高/最低价 (港元)			36.0/21.65
总股本 (万股)			268,244.44
流通 H 股 (万股)			268,244.44
总市值 (亿港元)			655.86
流通市值 (亿港元)			655.86
近 3 月日均成交量 (万股)			456.33
主要股东			
Resourceful Link Management Limited			51.27%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 22.04.27 【中信建投交通运输】海丰国际(1308): 一季度业绩超出市场预期，全年业绩有望大超预期
- 22.03.08 【中信建投航运 II】海丰国际(1308): 四季度盈利再创新高，成本优势已然显现
- 22.01.20 【中信建投交通运输】海丰国际(1308): 盈利超出预期，继续维持“买入”评级

## 目录

一、二季度收入再创新高，持续拓展亚洲市场业务.....	4
二、2022年中报派息率维持70%，年化股息率近20%.....	6
三、2022年下半年旺季即将到来，运价、货量有望回升.....	7
3.1 RCEP 协定效果逐步释放，亚洲区域内运量维持高位.....	7
3.2 亚洲区域运力继续同比下降12.8%，中长期运力供给有限.....	8
四、抓住时机扩张自有运力，优化船队结构.....	10
五、堆场、仓库面积持续扩张，端到端服务持续优化.....	13
六、上调盈利预测，维持“买入”评级.....	14
七、风险分析.....	16
八、报表预测.....	18

## 图表目录

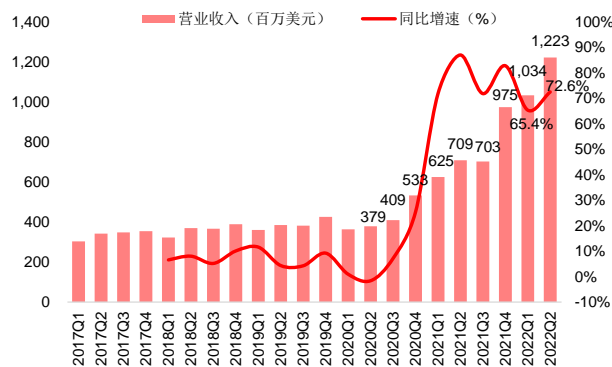
图表 1: 海丰国际单季营业收入及增速 .....	4
图表 2: 海丰国际单季集装箱航运物流收入及增速 .....	4
图表 3: 海丰国际毛利及增速 .....	4
图表 4: 海丰国际净利润及增速 .....	4
图表 5: 海丰国际单季集运量及增速 .....	5
图表 6: 海丰国际单季平均运费及增速 .....	5
图表 7: 海丰国际平均单箱收入及增速 .....	5
图表 8: 海丰国际平均单箱成本及增速 .....	5
图表 9: 海丰国际运力规模及增速 .....	5
图表 10: 海丰国际自有运力与租赁运力规模 .....	5
图表 11: 海丰国际每股股息 (港元) .....	6
图表 12: 海丰国际派息率 (%) .....	6
图表 13: 海丰国际现金及银行结余 (百万美元) .....	6
图表 14: 海丰国际资本开支 (百万美元) .....	6
图表 15: 亚洲航线集装箱运输量及同比增速 .....	7
图表 16: 亚洲航线不同年份集装箱运输量月度变化 .....	7
图表 17: 中国至日本集运量月度变化 (万吨) .....	7
图表 18: 日本至中国往航集运量月度变化 (万吨) .....	7
图表 19: 亚洲区域内运价 (美元/FEU) .....	8
图表 20: SEAFI 东南亚集装箱运价指数 .....	8
图表 21: 2002 年-2022 年 8 月 CCFI 亚洲航线周度运价走势 .....	8
图表 22: 2022 年 7 月亚洲区域集运运力同比下降 12.8% .....	9
图表 23: 东亚、中国和东南亚港口在港集装箱运力情况 (百万 TEU) .....	9
图表 24: 全球支线型船新订单占现有运力仍处于低位 .....	9
图表 25: 全球支线型船未来交付运力仍处于低位 .....	9
图表 26: 亚洲区域内主流船型 6-12 个月期租费率变化 .....	10
图表 27: 亚洲区域内主流船型 3 年期租费率变化 .....	10
图表 28: 海丰国际造船时机 (百万美元) .....	11
图表 29: 不同集装箱船型新建造价格 .....	11
图表 30: 不同集装箱船二手交易价格 (5 年船龄) .....	11
图表 31: 不同集装箱船二手交易价格 (10 年船龄) .....	11
图表 32: 不同集装箱船二手交易价格 (15 年船龄) .....	11
图表 33: 海丰国际各项成本变化 (百万美元) .....	12
图表 34: 海丰国际各项成本占比 .....	12
图表 35: 海丰国际贸易航线数量 .....	13
图表 36: 海丰国际每周挂靠次数 .....	13
图表 37: 海丰国际堆场经营面积 (万平方米) .....	13
图表 38: 海丰国际仓库经营面积 (万平方米) .....	13
图表 39: 海丰国际主要经营指标预测 .....	14

图表 40: 历次海丰国际盈利预测调整 ..... 15

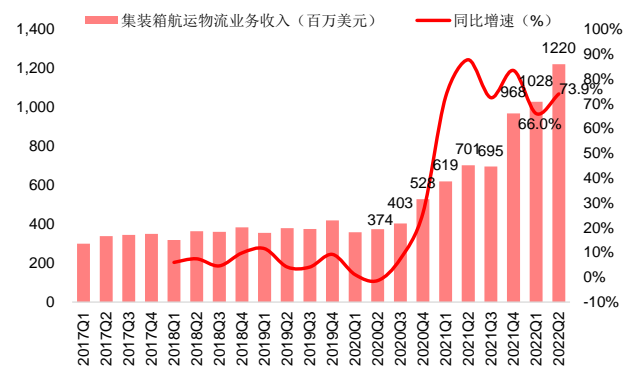
## 一、二季度收入再创新高，持续拓展亚洲市场业务

2022年上半年公司实现营业收入22.58亿美元，同比增长69.2%；毛利12.04亿美元，同比增长116.2%，毛利率由去年同期的41.8%增至53.4%；净利润11.70亿美元，同比增长140.8%，净利率由去年同期的36.6%增至50.6%。其中，公司上半年出售了1艘集装箱船和5艘干散货船，获得4300万美元处置收益，完全退出干散货业务。

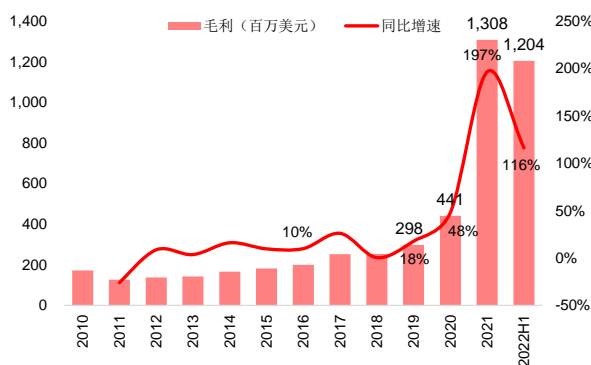
收入增长主要归因于集运物流业务的平均运费及集运量均取得有效增长。2022年上半年，公司平均单箱收入（不包括互换仓位费收入）为1239.1美元/TEU，同比增长60.8%；完成集装箱运输量161.1万TEU，同比增长8.1%。截至2022年上半年，公司集装箱运力规模达14.05万TEU，同比微降1.1%，但集装量实现同比增长8.1%，反映公司在亚洲区域内拓展更多业务，市场份额持续提升。其中，自有运力占比约82.6%，1000TEU船型运力占比40.6%，平均船龄为11.7年。

**图表1：海丰国际单季营业收入及增速**


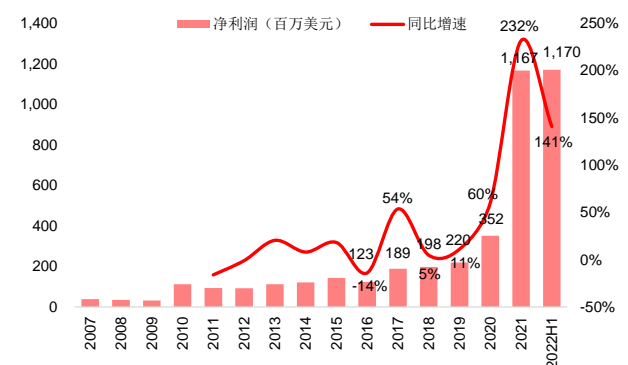
资料来源：公司公告，中信建投

**图表2：海丰国际单季集装箱航运物流收入及增速**


资料来源：公司公告，中信建投

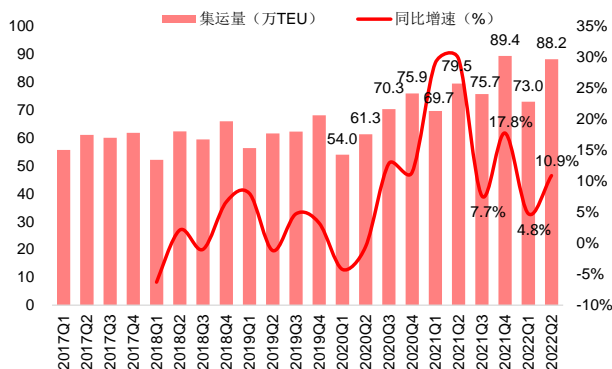
**图表3：海丰国际毛利及增速**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表4：海丰国际净利润及增速**


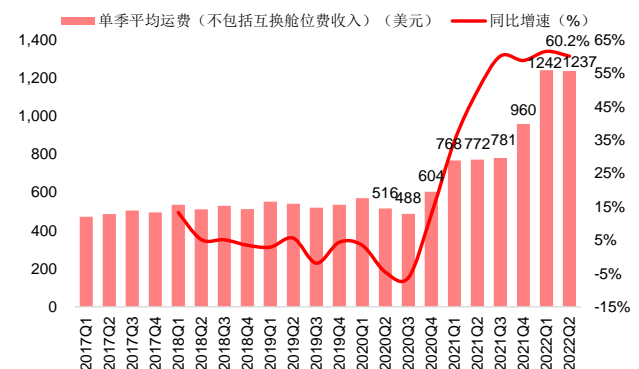
资料来源：公司公告，中信建投

图表5：海丰国际单季集运量及增速



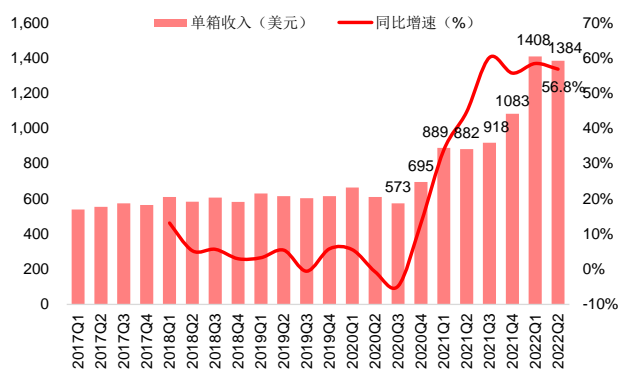
资料来源：公司公告，中信建投

图表6：海丰国际单季平均运费及增速



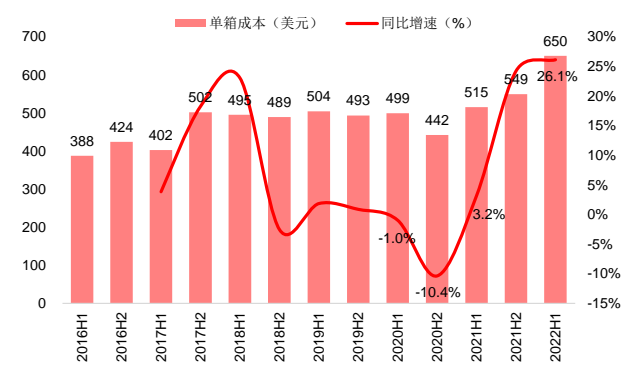
资料来源：公司公告，中信建投

图表7：海丰国际平均单箱收入及增速



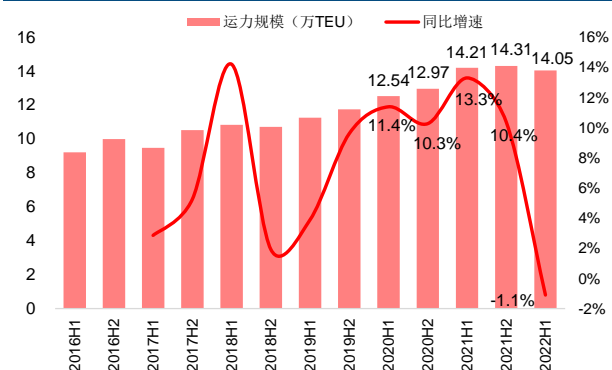
资料来源：公司公告，中信建投

图表8：海丰国际平均单箱成本及增速



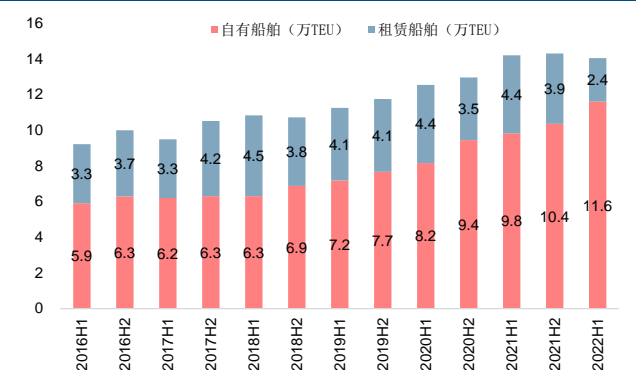
资料来源：公司公告，中信建投

图表9：海丰国际运力规模及增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表10：海丰国际自有运力与租赁运力规模

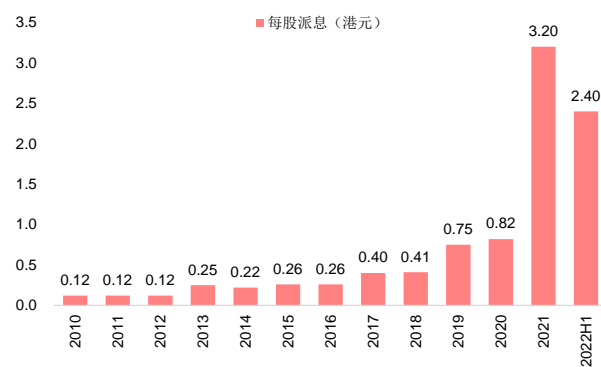


资料来源：公司公告，中信建投

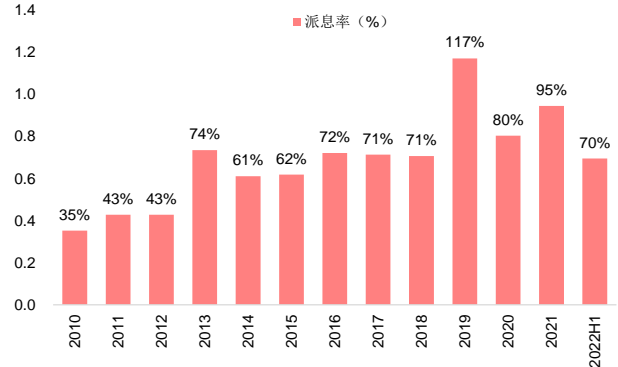
## 二、2022 年中报派息率维持 70%，年化股息率近 20%

2022 年中报派息率为 70%，不考虑特别派息下年化股息率近 20%，特别派息值得期待。2022 年中期公司股息为 2.4 港币，以 2022 年 8 月 17 日收盘价计算，对应股息率为 9.82%，年化股息率近 20%。公司具有历史高分红传统，2019-2021 年派息率分别为 117%、80% 和 95%，公司在保证净利润 70% 的派息情况下，或派发特别股息。

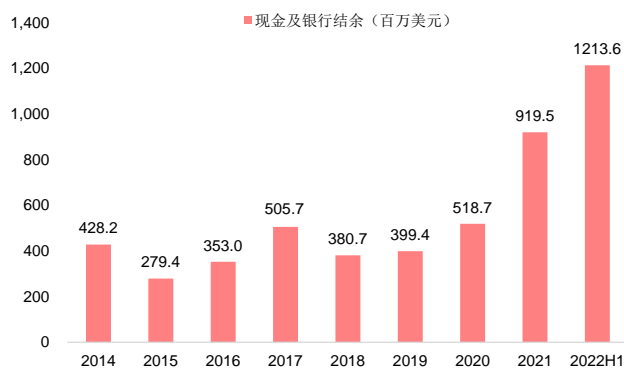
公司目前已处于净现金状态，使用自有现金流以及船舶处置收益完全可以满足未来几年的资本开支，并且按照 70% 的派息政策或将有一定的现金结余。2022 年上半年公司资本开支约 2.17 亿美元，其中 2.07 亿美元用于船舶购置款。预计 2022 年全年资本开支约 5 亿美元，其中 4.6 亿美元将用于船舶方面；2023 年资本开支约 2.5 亿美元，其中 2.5 亿美元用于船舶方面；2024 年资本开支或将大幅下降，约在几千万美元。

**图表11：海丰国际每股股息（港元）**


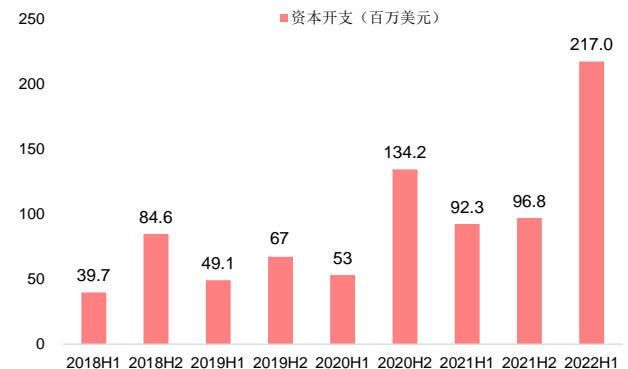
资料来源：公司公告，中信建投

**图表12：海丰国际派息率（%）**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表13：海丰国际现金及银行结余（百万美元）**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表14：海丰国际资本开支（百万美元）**


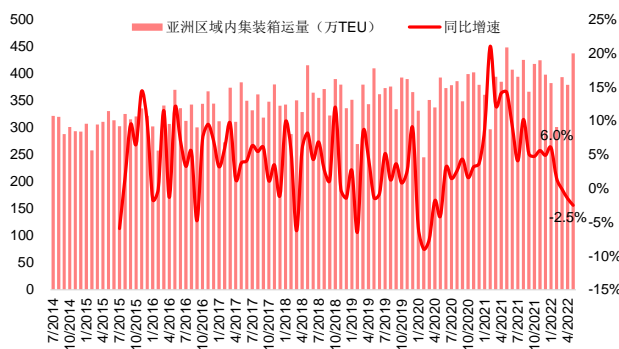
资料来源：公司公告，中信建投

### 三、2022 年下半年旺季即将到来，运价、货量有望回升

#### 3.1 RCEP 协定效果逐步释放，亚洲区域内运量维持高位

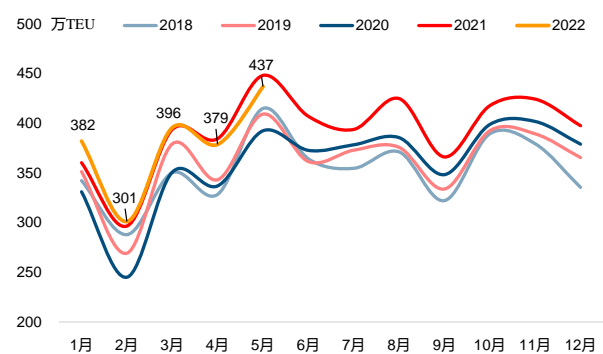
RCEP 协定效果逐步释放，亚洲区域内运量维持高位。2022 年 5 月亚洲区域内集运量为 437 万 TEU，同比下降 2.5%。2021 年 1 月中日航线集运量为 256.2 万吨，同比增长 3.24%，其中中国至日本航线货量为 188.2 万吨，同比增长 6.3%；而日本至中国航线货量为 68.0 万吨，同比下降 8.4%。

图表15： 亚洲航线集装箱运输量及同比增速



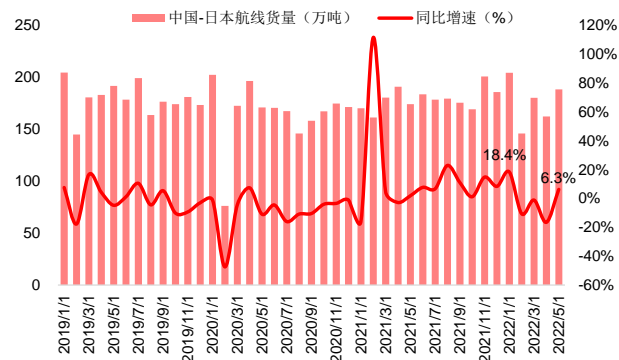
资料来源：CTS，中信建投

图表16： 亚洲航线不同年份集装箱运输量月度变化



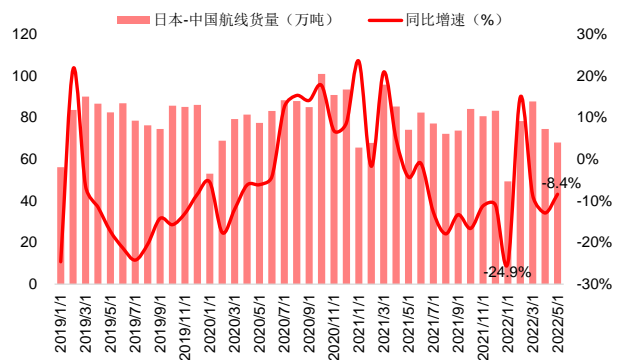
资料来源：CTS，中信建投

图表17： 中国至日本集运量月度变化（万吨）



资料来源：CTS，中信建投

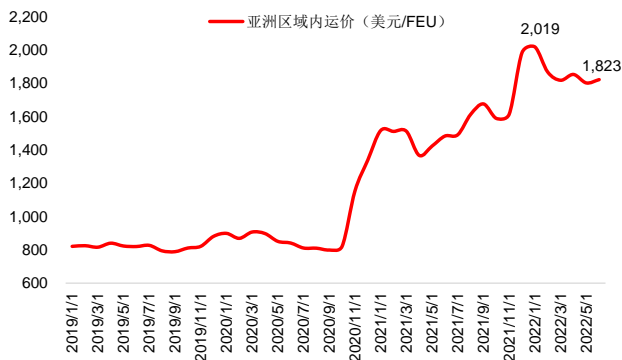
图表18： 日本至中国往航集运量月度变化（万吨）



资料来源：CTS，中信建投

近期中国港口拥堵显著改善，东南亚航线运价显著回落，2022 年下半年传统旺季，东南亚市场即期运费有望企稳回升。截至 2022 年 8 月 12 日东南亚运价指数同比下降 19.11%，较 2022 年初高峰位置下降 60.76%；2022 年上半年东南亚平均运价指数同比上升 31.54%。CCFI 东南亚、日本航线、韩国航线同比分别上涨 13.06%、29.87% 和 27.79%，较 2022 年初分别同比变化-35.8%、1.9%和 4.8%，日本和韩国航线运价相对稳定。

图表19： 亚洲区域内运价（美元/FEU）



资料来源: Drewry, 中信建投

注: 数据截至 2021 年 11 月

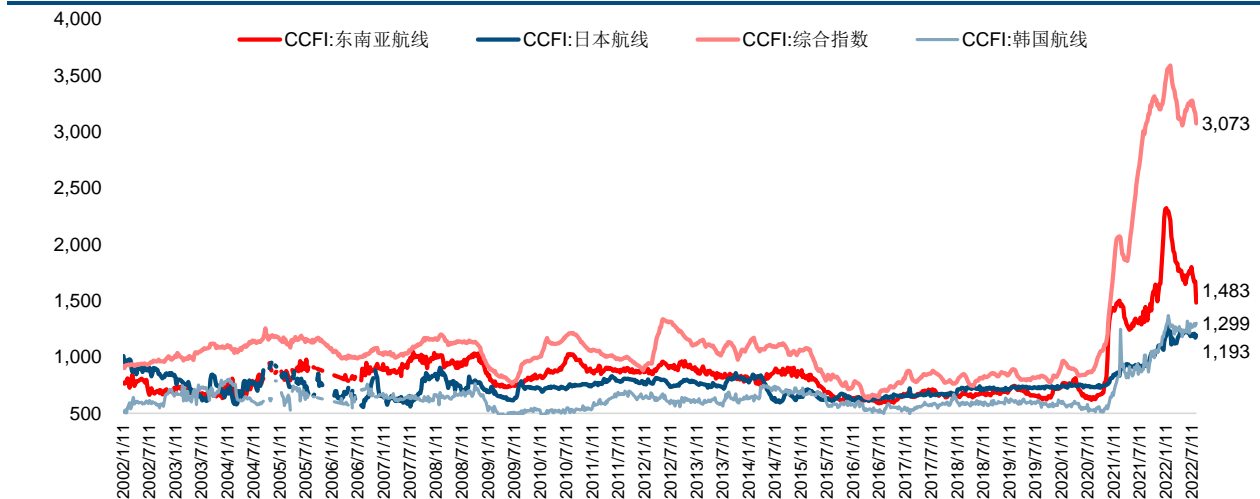
图表20： SEAFI 东南亚集装箱运价指数



资料来源: SSE, 中信建投

注: 2015 年 11 月 30 日=503.39 点

图表21： 2002 年-2022 年 8 月 CCFI 亚洲航线周度运价走势



资料来源: SSE, 中信建投

注: CCFI 指数将 1998 年 1 月 1 日设为 1000 点

### 3.2 亚洲区域运力继续同比下降 12.8%，中长期运力供给有限

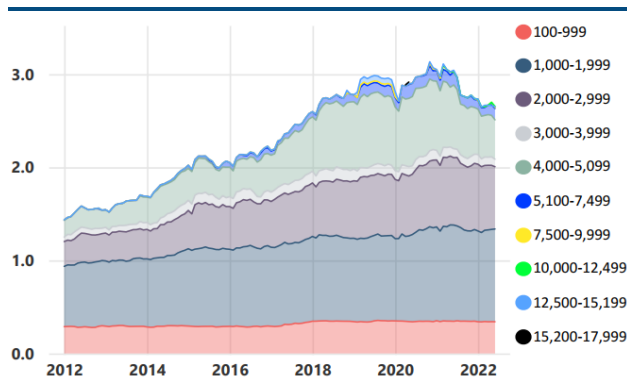
2022 年 7 月亚洲区域集运运力同比下降 12.8%，中长期来看亚洲区域运力增长有限：

1) 调入美线等主干航线的船舶往往本身租金水平较高，需要进入主干航线内以获取更高的收益，该部分船舶或难以回到亚洲区域内。

2) 支线型船新订单占现有运力仍处于低位，2022-2023 年交付运力有限。截至 2022 年 8 月，全球支线型集装箱船（100-2,999TEU）订单运力占比仅为 14.91%，仍处于历史低位。

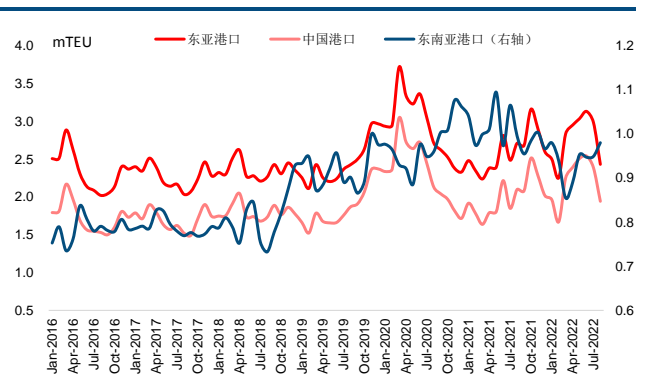
3) 2023 年国际海事组织 (IMO) 即将实施的一系列减排新规, 15 年船龄以上的船舶设施落后, 评级表现较差, 需限制主机功率或安装节能设施, 抑制了有效运力增长。截至 2022 年 8 月, 全球支线型集装箱船中超过 15 年的船舶运力占比近 38%, IMO 新规对这些船舶均有影响, 进一步抑制了区域内集装箱有效运力的增长。

图表22: 2022 年 7 月亚洲区域集运运力同比下降 12.8%



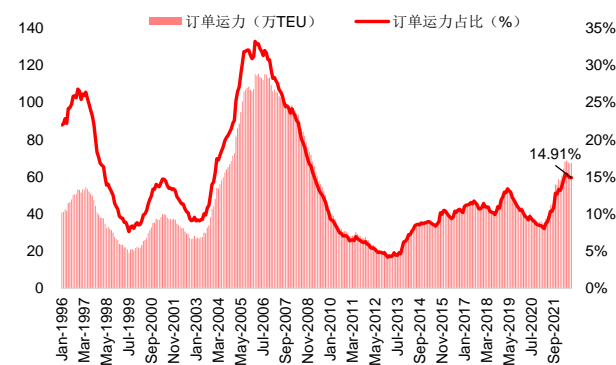
资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表23: 东亚、中国和东南亚港口在港集装箱运力情况 (百万 TEU)



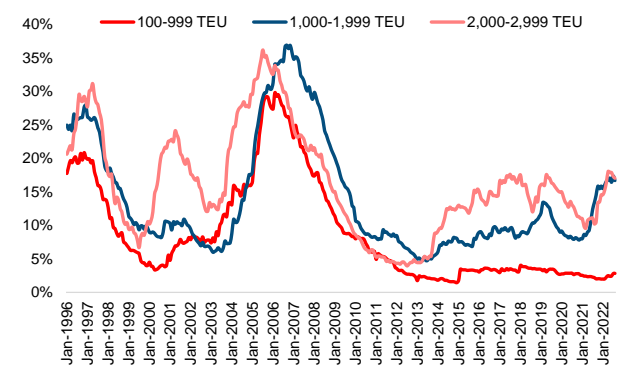
资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表24: 全球支线型船新订单占现有运力仍处于低位



资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表25: 全球支线型船未来交付运力仍处于低位

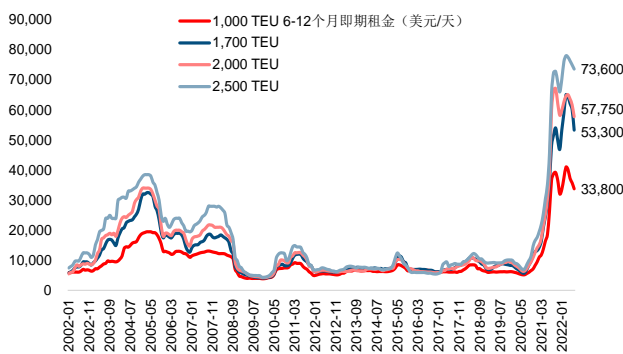


资料来源: Alphaliner, 中信建投

## 四、抓住时机扩张自有运力，优化船队结构

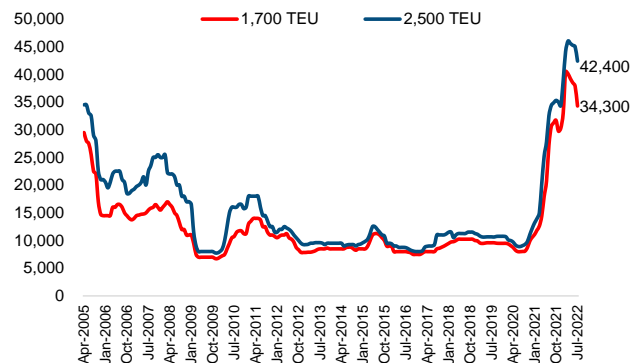
近期船舶租金有所回落，但仍处于历史高位，同比增长仍超过 500%。截至 2022 年 8 月，市场上 2,500TEU 船型 6-12 个月期租费率约 7.36 万美元/天，2,000TEU 和 1,700TEU 船型在 5 万美元/天以上，1,000TEU 船型约 3.38 万美元/天。同时，由于船舶供给十分紧张，船东的租约期限要求提高至 3 年甚至 5 年，而 2,500TEU 船型 3 年期租费率约 4.24 万美元/天，1,700TEU 船型约 3.43 万美元/天。

图表26： 亚洲区域内主流船型 6-12 个月期租费率变化



资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表27： 亚洲区域内主流船型 3 年期租费率变化

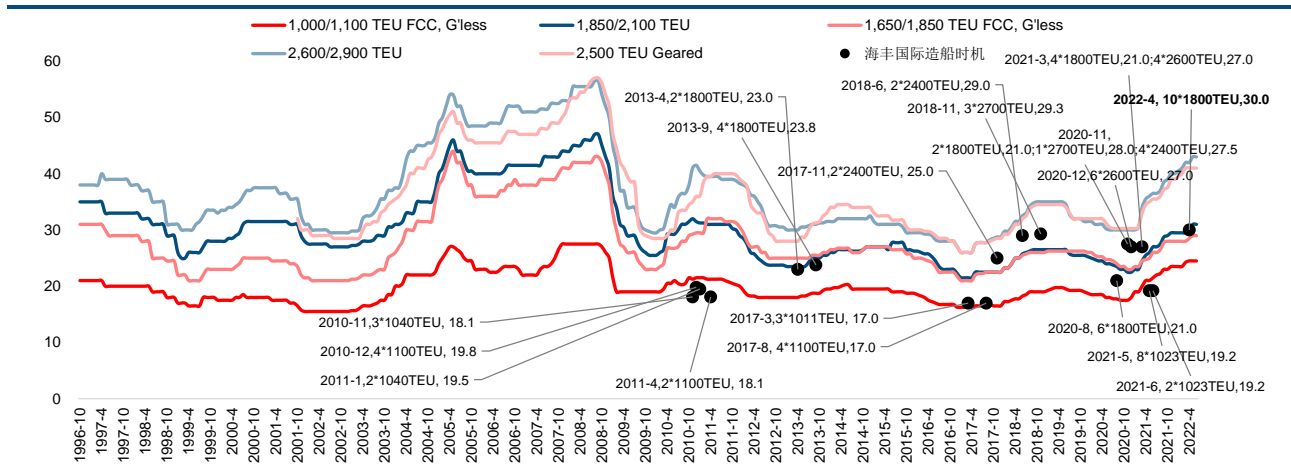


资料来源: Alphaliner, 中信建投

新造船价持续攀升，上半年公司抓住机会再增加 10 艘订单合同，以保证 2024 年公司自有运力规模持续增加。截至 2022 年 8 月，2,600/2,900TEU 船型造价约 4,300 万美元；2,500TEU 船型造价约 4,100 万美元；1,850/2,100TEU 船型造价约 3,100 万美元。2022 年 4 月，海丰国际与黄海造船签订 10 艘 1800TEU 集装箱船建造合同，预计订造价格在 3,000 万美元合理位置。

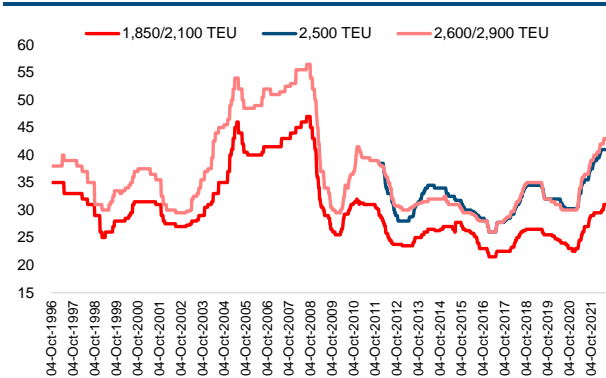
二手船交易价格略有回落，仍维持历史高位，公司计划下半年及 2023 年继续出售集装箱船，以优化船队结构。截至 2022 年 8 月，5 年船龄 1,000TEU 船型二手交易价格约 2,700 万美元，同比增长 8%；1,700TEU 船型造价约 4,000 万美元，同比增长 25%；2,500TEU 以上船型造价约 5,300 万美元，同比增长 15%。10 年、15 年船龄船型由于历史交易价格基础较低，同比上涨更加显著。

图表28: 海丰国际造船时机 (百万美元)



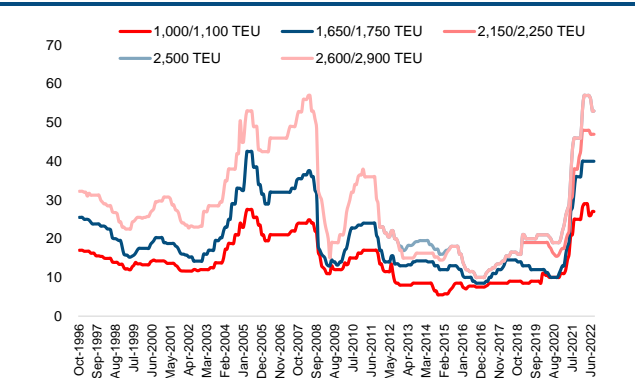
资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表29: 不同集装箱船型新建造价格



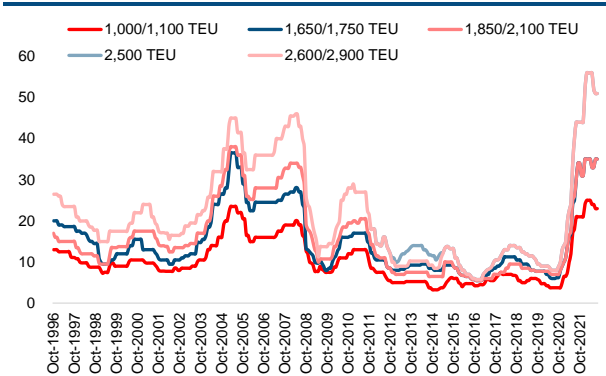
资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表30: 不同集装箱船二手交易价格 (5年船龄)



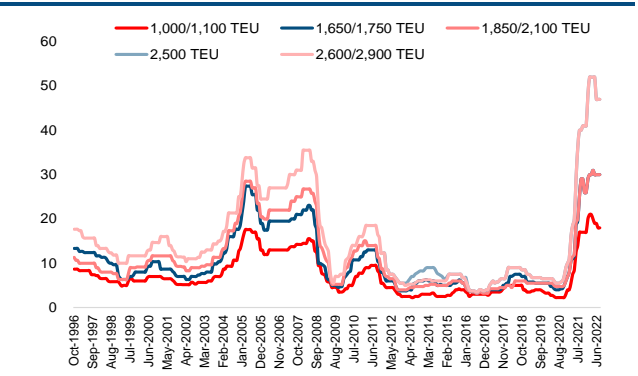
资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表31: 不同集装箱船二手交易价格 (10年船龄)



资料来源: Alphaliner, 中信建投

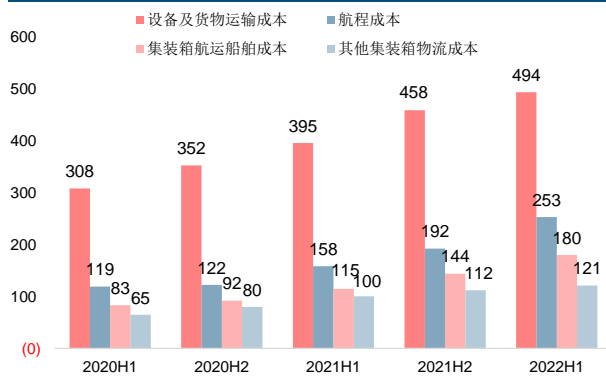
图表32: 不同集装箱船二手交易价格 (15年船龄)



资料来源: Alphaliner, 中信建投

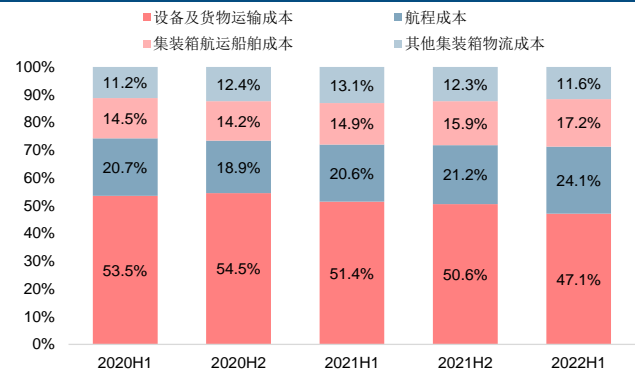
公司新接入自有船舶不断替换租赁船舶，成本优势持续凸显。公司成本中设备及货物运输成本主要包含集装箱费用、货物费等相关费用；航程成本主要是燃油费、港口费等相关费用；船舶成本主要是船舶折旧、船舶租金等相关费用。根据公司2022年半年报数据，集装箱航运船舶成本相对于2020年底增长95.6%，环比2021年下半年增长24.85%。

图表33：海丰国际各项成本变化（百万美元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表34：海丰国际各项成本占比



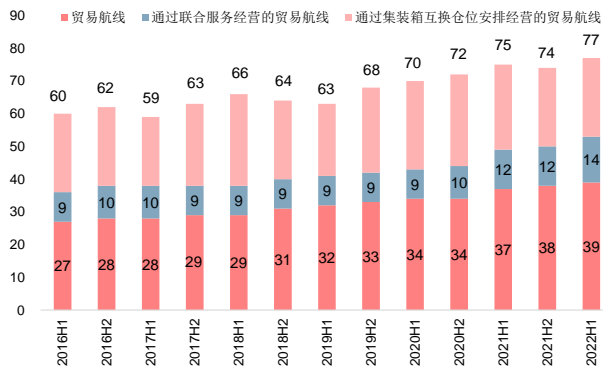
资料来源：公司公告，中信建投

## 五、堆场、仓库面积持续扩张，端到端服务持续优化

公司始终致力于为客户提供海陆一体化的综合物流服务，通过不断向产业链上下游延伸，帮助公司获得了更加稳定的盈利能力，已经成为行业内直营化跨境供应链物流的典范。陆地端的服务主要围绕港口展开，包括货代、船代、报关以及仓储等服务，所有航线到达的港口城市，都有设立公司自己的货代、船代和报关，部分港口还有物流园等设施，为客户提供一站式服务。实际的内陆运输环节外包出去，从而灵活地满足客户的需求。

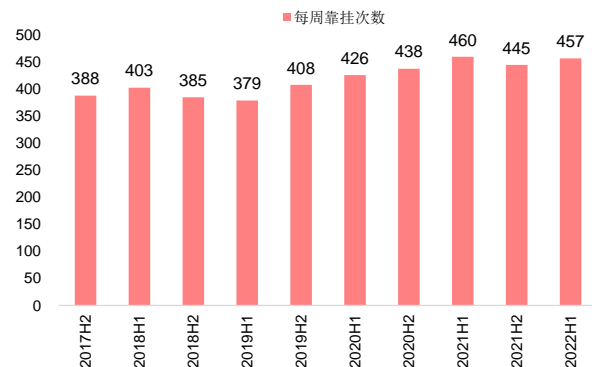
公司目前已在中国青岛、上海、宁波、天津、大连、厦门，越南海防、胡志明，泰国曼谷、林查班，印尼雅加达、泗水，南非约翰内斯堡、开普敦地区建成经营堆场、仓储业务的物流园。2022年中报显示公司拥有146.6万平方米的堆场与14.4万平方米的仓库资源，预计仓储业务毛利率可达30%以上。随着公司在更多的港口去复制物流园的运营模式，未来仓储业务的收入和毛利占比都将呈现较大幅度提升。

图表35：海丰国际贸易航线数量



资料来源：公司公告，中信建投

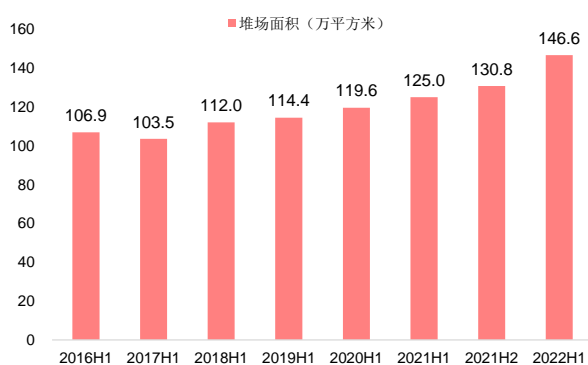
图表36：海丰国际每周挂靠次数



资料来源：公司公告，中信建投

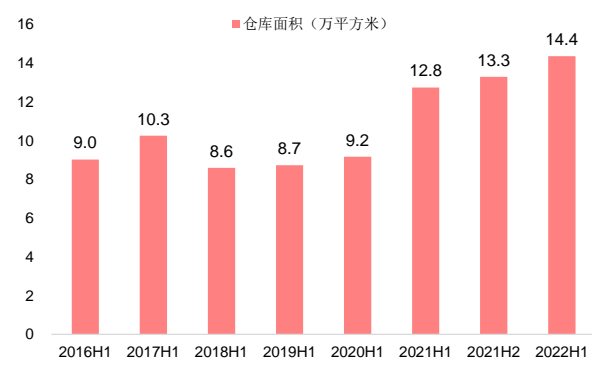
注：年度H2每周挂靠次数为全年平均

图表37：海丰国际堆场经营面积（万平方米）



资料来源：公司公告，中信建投

图表38：海丰国际仓库经营面积（万平方米）



资料来源：公司公告，中信建投

## 六、上调盈利预测，维持“买入”评级

根据公司 2022 半年报数据，我们预计公司 2022/2023/2024 年平均运费分别为 1157.7、1026.2 和 851.7 美元/TEU，同比增长 40.0%、-11.4%和-17.0%；运量分别为 348.7 万、373.0 万和 395.0 万 TEU，同比增长 11.0%、7.0%和 5.9%。

预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 48.31 亿、43.99 亿和 38.74 亿美元，同比变化 53.77%、-5.03%和-11.94%；净利润分别为 22.46 亿、20.11 亿和 15.17 亿美元，同比增长 92.39%、-10.42%和-24.61%。对应 PE 分别为 3.61、4.03、5.34 倍，EV/EBITDA 分别为 3.61、3.96、3.78 倍，股息率分别为 19.40%、17.38%、13.10%。

考虑到公司未来股息回报率或维持在 8%以上，估值水平应该为 12 倍；从历史估值水平来看，2012 年至 2019 年海丰国际的平均 PE 倍数为 11.8，因此 12 倍估值也是历史估值中枢水平。以 2024 年净利润作为稳态水平，对应目标价 52 港元，维持“买入”评级。

**图表39：海丰国际主要经营指标预测**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
集装箱运量（万 TEU）	238.6	239.9	248.3	261.4	314.2	348.72	373.01	394.96
增速	8.90%	0.60%	3.51%	5.27%	20.2%	10.98%	6.97%	5.88%
平均运费（美元/TEU）	490.5	522.1	536.6	545.1	826.9	1,157.7	1,026.2	851.7
增速	2.70%	6.40%	2.80%	1.58%	51.7%	40.00%	-11.36%	-17.00%

资料来源：公司公告，中信建投

**图表40： 历次海丰国际盈利预测调整**

预测时间	项目	2021E	2022E	2023E	2024E
2020年6月24日	营业收入(千美元)	1,783,310	1,930,126		
	增长率(%)	11.34%	8.23%		
	净利润(千美元)	295,378	342,500		
	增长率(%)	8.23%	15.95%		
2021年8月31日	营业收入(千美元)	2,803,005	3,361,058	3,478,836	
	增长率(%)	80.41%	19.91%	3.50%	
	净利润(千美元)	1,076,595	1,408,052	1,388,595	
	增长率(%)	204.39%	30.79%	-1.38%	
2022年1月21日	营业收入(千美元)	2,892,658	3,625,131	3,461,127	
	增长率(%)	86.18%	25.32%	-4.52%	
	净利润(千美元)	1,161,766	1,652,963	1,354,497	
	增长率(%)	228.47%	42.28%	-18.06%	
2022年4月27日	营业收入(千美元)		4,262,947	3,901,362	
	增长率(%)		41.51%	-8.48%	
	净利润(千美元)		1,675,576	1,358,573	
	增长率(%)		43.56%	-18.92%	
2022年8月17日	营业收入(千美元)		4,830,644	4,399,252	3,873,989
	增长率(%)		53.77%	-5.03%	-11.94%
	净利润(千美元)		2,245,575	2,011,670	1,516,637
	增长率(%)		92.39%	-10.42%	-24.61%

资料来源：中信建投

## 七、风险分析

### 全球班轮联盟监管政策变化带来的政策风险

面对集运市场运价高涨状况，美国国家工业运输联盟（NITL）等曾施压以干预班轮联盟的反垄断豁免权。短期来看，鲜有证据表明班轮联盟存在垄断定价行为；欧盟方面始终拒绝对班轮公司采取干预行动，欧盟认为托运人享受到了班轮联盟带来的航班密度增加、航线覆盖广度增加以及减少中转次数等好处。中长期来看，若集运行业运价高涨的情况持续存在，美国政府或者欧盟或将重新审视全球班轮联盟的存在，或因全球班轮联盟监管政策变化而带来的集运市场波动风险。

### 政府针对海运价格进行强制行政干预风险

2009年6月，交通运输部宣布在全国范围内实施国际集装箱班轮运价备案制度，规定所有中国港口到外国基本港出口集装箱运价必须在上海航运交易所进行备案，运价幅度应保持稳定30天。2010年9月，交通运输部宣布自10月1日起正式实行无船承运业务经营者运价备案制度。无船承运人运价备案制度的实施，完善了备案主体，形成海运市场主体的统一监管链。2013年10月29日，交通运输部出台《国际集装箱班轮运价精细化报备实施办法》，要求备案运价从海运运价增加到包括海运运价和海运相关附加费。同时，备案义务人在提高或者新设海运相关附加费时，需要征求市场意见，同时需要向国家有关部门报备，提交相关依据。显然，在备案制度下，集运海运价格仍属于市场定价范畴。但是假如未来海运价格在当前高位的基础上仍然持续不断地高涨，或对中小外贸企业产生较大影响，为保护中小出口企业利益，政府可能针对海运价格进行行政干预。

### 疫情再次加剧造成全球经济的大面积崩溃

南非新冠变异毒株“Omicron”来势凶猛，后续新冠变异病毒仍存在其他发展的可能性，或带来疫情再次严重加剧，造成全球经济的大面积崩溃，类似于2020年初新冠疫情爆发的情形，届时全球集装箱货物运输需求或大幅下降。需求大幅下降的极端情况下，现货价格存在不及预期风险。

### 燃油成本大幅度上涨

受国际原油价格波动影响，船公司燃料成本存在大幅度上涨的风险。其次，新加坡是全球燃料油最大的消费地和集散地，疫情的再次加剧或将对新加坡燃料油的产量造成影响，进而导致燃油成本大幅度上涨。最后，IMO和各国政府的环保法规政策可能大幅提升船公司的燃油成本。从历史上看，2020年全球限硫令对保税船用油市场的消费结构带来巨大的变化，低硫燃料油、MGO、LNG清洁能源等替代燃料均大幅增加了船用燃料成本，进而带来剧烈的价格波动。

### 租船成本大幅度上涨

集装箱船期租费率指数仍处于历史高位，不排除后续即期租船费率持续上升的可能。从新船交付情况来看，2022年集装箱船运力供给增加十分有限，叠加全球港口拥堵或将持续，有效运力供给或持续紧张，租船成本存在持续上涨风险，压制公司的盈利能力。

## 由于疫情影响造成货物和设备运输成本大幅度上涨

后续新冠疫情发展仍存在其他可能性，或带来疫情再次严重加剧风险。在防疫防控要求再次趋严的情况，相关防疫成本或大幅上涨，供应链各环节效率或大幅下降，导致船公司的货物和设备运输成本大幅度上涨，压制船公司的盈利能力。

## 八、报表预测

会计年度 (单位: 千美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度 (单位: 千美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>						<b>现金流量表</b>					
收入	1,685,167	3,012,447	4,632,125	4,399,252	3,873,989	经营活动所得现金流量					
销售成本	(1,240,136)	(1,693,074)	(2,128,489)	(2,091,893)	(2,073,122)	除税前利润	364,997	1,184,666	2,363,763	2,117,547	1,596,460
毛利	445,031	1,319,373	2,503,636	2,307,359	1,800,867	财务成本	13,531	15,663	15,749	19,357	20,532
其他收入及收益净额	22,911	24,267	16,890	14,001	14,001	折旧摊销	115,905	131,374	160,371	179,347	193,353
行政开支	(96,970)	(154,764)	(152,860)	(193,567)	(205,321)	投资收益/损失	(12,296)	(13,665)	(16,478)	(14,831)	(13,644)
其他开支净额	(2,452)	(4,493)	(4,632)	(5,719)	(6,198)	存货的减少	1,683	(21,092)	(71,999)	29,049	16,340
财务成本	(13,531)	(15,663)	(15,749)	(19,357)	(20,532)	经营性应收项目的减少	(29,029)	(31,366)	(103,213)	12,326	32,428
应占以下公司的利润及亏损:						经营性应付项目的增加	47,727	81,440	96,469	(8,111)	(4,161)
合营公司	9,863	15,578	16,055	14,450	13,294	其他经营现金流	(1,132)	(11,811)	(91,203)	(130,651)	(111,820)
联营公司	145	368	423	381	350	投资活动所得现金流量	-	-	-	-	-
除税前利润	364,997	1,184,666	2,363,763	2,117,547	1,596,460	购买物业、厂房及设备项目	(151,555)	(67,996)	(540,000)	(378,000)	(324,000)
所得税	(11,309)	(17,487)	(118,188)	(105,877)	(79,823)	其他投资现金流	(172,159)	121,815	6,406	15,755	87,274
年内利润	353,688	1,167,179	2,245,575	2,011,670	1,516,637	融资活动所得现金流量	-	-	-	-	-
归属于母公司的年内利润	351,624	1,162,714	2,236,985	2,003,974	1,510,835	发行股份所得款项	2,014	536	-	-	-
<b>资产负债表</b>						<b>成长能力</b>					
物业、厂房及设备	1,101,059	1,087,704	1,519,441	1,771,235	1,955,874	营业收入	7.22%	93.89%	53.77%	-5.03%	-11.94%
使用权资产	169,557	233,189	238,992	243,760	247,678	营业利润	15.89%	394.72%	99.15%	-10.13%	-24.36%
收购船舶的预付款项	38,451	145,152	101,606	87,091	1,057	EBITDA	25.53%	282.45%	90.72%	-8.80%	4.61%
商誉	1,083	1,111	1,111	1,111	1,111	归属于母公司的净利润	59.85%	230.67%	92.39%	-10.42%	-24.61%
其他无形资产	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	<b>盈利能力</b>					
于合营公司的投资	35,968	49,929	65,984	80,434	93,727	Gross Margin	19.19%	43.80%	54.05%	52.45%	46.49%
于联营公司的投资	10,441	10,494	10,917	11,298	11,648	Operating Margin	22.01%	39.47%	51.11%	48.37%	41.55%
非流动资产总额	1,358,162	1,531,065	1,939,959	2,196,837	2,313,005	EBITDA Margin	29.34%	44.21%	54.83%	52.65%	62.55%
预付土地租赁款项	-	-	-	-	-	Net Profit Margin	20.99%	38.75%	48.48%	45.73%	39.15%
船用燃油	20,384	41,476	113,475	84,427	68,087	ROE	29.59%	77.01%	113.89%	84.52%	305.70%
贸易应收款项	103,922	157,038	241,471	229,332	201,950	ROIC	24.10%	65.81%	95.65%	80.57%	634.72%
预付款项、按金及其他应收款项	21,087	34,929	53,709	53,523	48,476	<b>偿债能力</b>					
衍生金融工具	1,726	329	329	329	329	资产负债比率	41.43%	44.20%	34.27%	28.94%	25.25%
按公允价值计入损益的保本投资存款	16,845	32,105	12,915	12,915	12,915	净负债比率	44.90%	32.70%	22.95%	18.12%	80.95%
现金及银行结余	518,713	919,481	635,718	853,219	1,107,572	流动比率	1.81	1.51	1.67	1.96	2.36
流动资产总额	682,677	1,185,358	1,057,618	1,233,744	1,439,329	速动比率	1.75	1.46	1.49	1.83	2.25
总资产	2,040,839	2,716,423	2,997,577	3,430,581	3,752,334	<b>营运能力</b>					
贸易应付款项	173,039	201,857	258,922	254,471	252,187	总资产周转率	0.83	1.11	1.55	1.28	1.03
其他应付款项及应计费用	81,401	173,445	212,849	209,189	207,312	应收帐款周转率	16.22	19.18	19.18	19.18	19.18
银行借款	75,753	83,211	61,108	69,740	67,661	应付账款周转率	7.17	8.39	8.22	8.22	8.22
租赁负债	42,118	48,186	48,186	48,186	48,186	<b>每股指标 (美元)</b>					
应付股息	-	270,829	-	-	-	每股收益	0.08	0.43	0.83	0.75	0.56
应付所得税	4,051	7,695	52,008	46,590	35,125	每股经营现金流	0.12	0.50	0.88	0.82	0.64
流动负债总额	377,432	785,274	633,123	628,228	610,523	每股净资产	0.38	0.56	0.73	0.91	-
银行借款	353,140	244,060	222,953	193,212	165,551	每股股利	0.10	0.41	0.67	0.60	0.45
租赁负债	107,856	168,409	168,409	168,409	168,409	<b>估值比率</b>					
修复成本拨备	2,645	2,801	2,801	2,801	2,801	P/E	22.95	6.94	3.61	4.03	5.34
非流动负债总额	468,019	415,465	394,163	364,422	336,761	P/B	6.75	5.32	4.10	3.31	2.88
总负债	845,451	1,200,739	1,027,286	992,650	947,284	EV/EBITDA	18.54	6.88	3.61	3.96	3.78
已发行股本	34,567	34,581	34,581	34,581	34,581	股息率	3.05%	10.08%	19.40%	17.38%	13.10%
储备	1,149,920	1,467,106	1,914,503	2,315,298	2,617,465						
归属于母公司权益	1,184,487	1,501,687	1,949,084	2,349,879	2,652,046						
非控制权益	10,901	13,997	22,587	30,283	36,085						
负债权益总和	2,040,839	2,716,423	2,997,576	3,430,581	3,752,334						

资料来源: 公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

**韩军**：交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。5 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

## 研究助理

**李琛** 13122770135 lichenyf@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk