

中远海控（601919.SH）

全力分红回报股东，回购彰显中长期信心

买入

核心观点

中远海控发布 2023 年中报，业绩超出此前预期。海控 2023H1 实现营业收入 918.4 亿元，同比下降 56.4%，实现归母净利润 165.6 亿元，同比下降 74.5%。Q2 单季度，公司实现营业收入 444.9 亿元，环比下降 6.0%，归母净利润 94.33 亿，环比增长 33.0%。

受制于行业景气度回落收入大幅下降，但海控成本管控能力超出预期。2023 年上半年，欧美经济受高通胀影响，消费需求整体表现不振，且 20-22 期间全球供应链紊乱问题已然得到解决，集运行业景气度明显回落，上半年中国出口集装箱运价指数 CCFI 均值仅为 1009.4，同比下滑约 69.3%，上海出口集装箱运价指数 SCFI 均值仅为 976.4，同比下滑约 56.9%，但是公司国际航线单箱运价下降比例为 60.0%，优于行业平均水平；货运量方面，海控上半年实现外贸箱量 9.39 百万 TEU，同比下降约 8.2%。利润端来看，虽然海控利润端的下滑幅度较收入端更为明显，但是这是因为集运行业本身为重资产行业，利润对价格的弹性较大所致，实际海控在成本管控方便表现较为优异，上半年公司设备及货物运输成本同比下降 54.9%，考虑到部分成本为刚性支出，变动成本方面的下降比例或较营收端更大。

海控全力分红回报股东，中期分红股息率达 5.3%。2023 年中期，海控拟向全体股东派发现金红利人民币 0.51 元（含税），合计现金红利派发总额高达 82.47 亿元（含税），约占中期利润的 50%，处于公司此前发布的《2022-2024 股东回报计划》中分红比例的上限，以 8 月 29 日收盘价计算，中期分红股息率约为 5.3%。考虑到下半年为集运传统旺季，且近期巴拿马枯水带来美线运价持续处于较高位置，预计下半年公司净利润环比有望实现增长，如维持中期分红比例，全年分红或将较为可观。

回购彰显中长期信心。除大额分红外，公司拟在自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 3 个月内，以集中竞价交易方式回购 3000-6000 万股，价格不超过 12.29 元/股。本次回购计划目标回购股数占公司总股本比例约 0.19%-0.37%，回购价格上限较 8 月 29 日收盘价具有 28.83%溢价，彰显出公司对自身长期价值的信心，有望带动二级市场的情绪修复。

风险提示：欧美经济进一步超预期下滑、安全事故、分红不及预期。

投资建议：上调盈利预测，将评级由“增持”上调为“买入”。

海控作为一梯队船东，收入成本两端均展现出优于行业平均的议价能力，考虑到公司中期业绩超预期，将 2023-2025 年净利润预测由 222.9/215.2/246.4 亿元上调至 332.8/276.5/313.5 亿元，当前 PE 估值仅为 4.6/5.6/4.9X，处于历史较低水平。此外考虑到公司全力分红回报股东，仅中期分红股息率便已达约 5.3%，高股息有望对公司长期价值形成支撑，将投资评级由“增持”上调至“买入”。

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

证券分析师：姜明

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

jiangming2@guosen.com.cn

S0980522070001

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	9.54 元
总市值/流通市值	154264/154264 百万元
52 周最高价/最低价	15.14/9.30 元
近 3 个月日均成交额	509.64 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中远海控（601919.SH）-2022 年报点评-业绩再创新高，23 年或达新平衡》——2023-04-02
 《中远海控（601919.SH）-长协提升盈利质量，积极推进港航协同和全程供应链》——2022-10-30
 《中远海控（601919.SH）-集运第一梯队船东，资产质量持续改善》——2022-07-08

盈利预测和财务指标

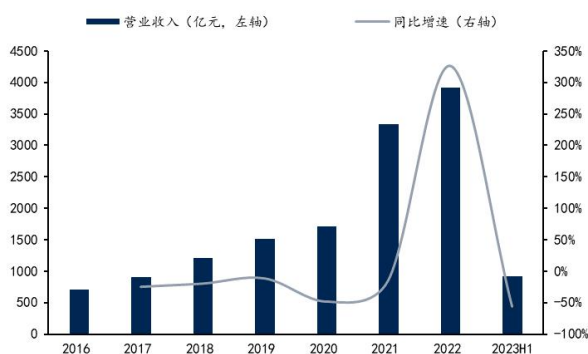
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	333,694	391,058	234,635	227,596	245,804
(+/-%)	94.8%	17.2%	-40.0%	-3.0%	8.0%
净利润(百万元)	89296	109595	33279	27649	31347
(+/-%)	799.5%	22.7%	-69.6%	-16.9%	13.4%
每股收益(元)	5.58	6.81	2.07	1.72	1.95
EBIT Margin	38.3%	40.6%	18.6%	15.4%	16.4%
净资产收益率(ROE)	67.1%	54.7%	15.3%	12.0%	12.7%
市盈率(PE)	1.7	1.4	4.6	5.6	4.9
EV/EBITDA	2.9	2.5	6.4	7.5	6.9
市净率(PB)	1.15	0.77	0.71	0.67	0.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

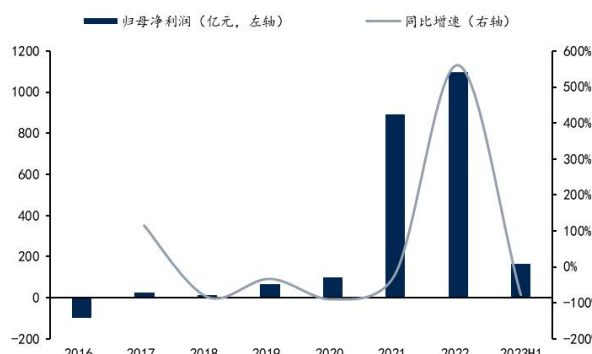
中远海控发布 2023 年中报，业绩超出此前预期。海控 2023H1 实现营业收入 918.4 亿元，同比下降 56.4%，实现归母净利润 165.6 亿元，同比下降 74.5%。Q2 单季度，公司实现营业收入 444.9 亿元，环比下降 6.0%，归母净利润 94.33 亿，环比增长 33.0%。

图1：中远海控营业收入及增速



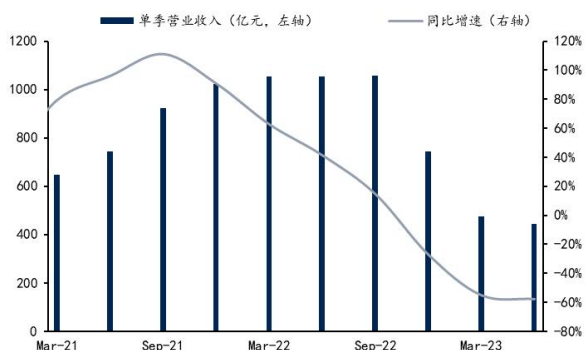
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2：中远海控归母净利润及增速



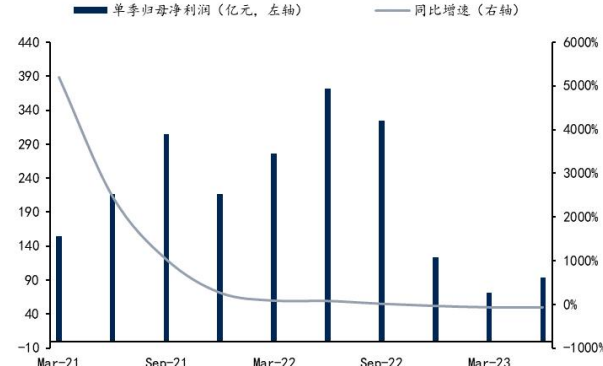
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3：中远海控单季度营业收入及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图4：中远海控单季度归母净利润及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

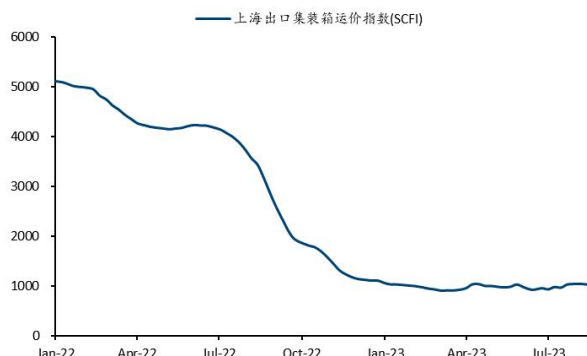
受制于行业景气度回落收入大幅下降，但海控成本管控能力超出预期。2023 年上半年，欧美经济受高通胀影响，消费需求整体表现不振，且 20-22 期间全球供应链紊乱问题已然得到解决，集运行业景气度明显回落，上半年中国出口集装箱运价指数 CCFI 均值仅为 1009.4，同比下滑约 69.3%，上海出口集装箱运价指数 SCFI 均值仅为 976.4，同比下滑约 56.9%，但是公司国际航线单箱运价下降比例为 60.0%，优于行业平均水平；货运量方面，海控上半年实现外贸箱量 9.39 百万 TEU，同比下降约 8.2%。利润端来看，虽然海控利润端的下滑幅度较收入端更为明显，但是这是因为集运行业本身为重资产行业，利润对价格的弹性较大所致，实际海控在成本管控方便表现较为优异，上半年公司设备及货物运输成本同比下降 54.9%，考虑到部分成本为刚性支出，变动成本方面的下降比例或较营收端更大。

图5: 2023H1 中国出口集装箱运价指数 CCFI 单边下行



资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图6: 2023H1 上海出口集装箱运价指数 SCFI 单边下行



资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

表1: 中远海控上半年货运量及同比增减情况

航线 (TEU)	本期	上年同期	同比增减 (%)
跨太平洋	2,106,765	2,463,591	-14.48
亚欧 (包括地中海)	2,202,295	2,360,364	-6.7
亚洲区内 (包括澳洲)	3,784,423	4,071,149	-7.04
其他国际 (包括大西洋)	1,292,017	1,327,017	-2.64
中国内贸	2,009,828	2,249,152	-10.64
合计	11,395,328	12,471,273	-8.63
外贸箱量	9,385,500	10,222,121	-8.2%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

海控全力分红回报股东，中期分红股息率达 5.4%。2023 年中期，海控拟向全体股东派发现金红利人民币 0.51 元（含税），合计现金红利派发总额高达 82.47 亿元（含税），约占中期利润的 50%，处于公司此前发布的《2022-2024 股东回报计划》中分红比例的上限，以 8 月 29 日收盘价计算，中期分红股息率约为 5.3%。考虑到下半年为集运传统旺季，且近期巴拿马枯水带来美线运价持续处于较高位置，预计下半年公司净利润环比有望实现增长，如维持中期分红比例，全年分红股息率或将较为可观。

回购彰显中长期信心。除大额分红外，公司拟在自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 3 个月内，以集中竞价交易方式回购 3000-6000 万股，价格不超过 12.29 元/股。本次回购计划目标回购股数占公司总股本比例约 0.19%-0.37%，回购价格上限较 8 月 29 日收盘价具有 28.83%溢价，彰显出公司对自身长期价值的信心，有望带动二级市场的情绪修复。

盈利预测：

1. 集装箱货运量：中远海控上半年实现货运量 11.40 百万 TEU，同比下降 8.63%，考虑到欧美上半年需求不振，但是随着下半年美国零售库存修复及基数走低，货量的同比降幅有望收窄，假设货运量 2023 全年箱量较 2022 年下降 5%，2024 年开始恢复平稳回升，即 2023-2025 年箱量增速为-5%/+2%/+3%。
2. 单箱运价：中远海控上半年外贸单箱收入为 1159.22 美元，同比下降 1736.6 美元/箱，约 60.0%，但是考虑到下半年旺季货量回升，以及巴拿马枯水后美线快速提价，预计 H2 运价环比明显回升，预计全年单箱运价降幅收窄，假设 2023 年单箱运价较 2022 年下降 45%，全年单箱收入均值为 1450.3 美元/箱。24 年由于供给继续投放，运价进一步下降 5%，25 年开始缓慢回升，假设运价回升幅度为 3%。
3. 码头业务：码头业务整体保持稳定，每年收入增长 5%
4. 供应链及内贸收入：2023 年公司大力拓展供应链业务，由过去点到点（港到港）向端到端物流拓展，有望带来供应链业务快速增长，假设 2023 年公司该业务收入总体达到 300 亿元，后续每年以 25%左右增速增长。
5. 毛利率：公司 2022 年因集运高景气，毛利率较高达 44.3%，2023 年大概率因运价下降而回落，2024 年因运价下行延续下跌趋势，25 年开始回升，预计 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 25.0%/22.2%/23.0%。
6. 费用率：预计管理费用及销售费用整体维持稳定，2023 年起因订购船舶可能新增贷款，利息收入可能减少，整体财务费用与在手现金比分别为 -1.8%/-1.8%/-1.7%。
7. 实际税率：2022 年公司实际税率为 21.4%，假设 2023-2025 期间实际税率维持 20%的水平。

表2: 中远海控盈利预测明细

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
外贸货运量 (百万 TEU)	19.9	18.9	19.3	19.9
YOY	-10%	-5%	2%	3%
单箱收入 (美元 /TEU)	2636.9	1450.3	1334.3	1374.3
YOY	23%	-45%	-8%	3%
集团航线收入 (亿人民币)	3678.7	1977.0	1829.5	1913.6
YOY	10.8%	-46.3%	-7.5%	4.6%
港口业务收入 (亿人民币)	66.97	70.3	73.8	77.5
YOY	19.0%	5.0%	5.0%	5.0%
供应链及内贸收入 (亿人民币)	164.91	300.0	372.6	466.9
YOY	NA	81.3%	24.6%	25.3%
营业总收入 (亿人民币)	3910.58	2346.40	2275.96	2458.00
YOY	17.2%	-40.0%	-3.0%	8.0%
毛利率	44.3%	25.0%	22.2%	23.0%
营业利润 (亿人民币)	1732.39	586.60	505.26	565.34
管理费用 (亿人民币)	9943.0	8916.1	9559.0	10078.0
占营业收入比重	2.5%	3.8%	4.2%	4.1%
销售费用 (亿人民币)	64.3	46.9	45.5	49.2
占营业收入比重	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用 (亿人民币)	-44.8	-33.6	-32.2	-36.0
在手现金 (亿人民币)	2368.8	1890.2	1877.7	2081.6
财务费用与在手现金比值	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.7%
实际税率	21.4%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润 (亿人民币)	1095.90	332.80	276.50	313.50
YOY	22.70%	-69.6%	-16.9%	13.4%

资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理及预测

风险提示: 欧美经济进一步超预期下滑、安全事故、分红不及预期。

投资建议: 上调盈利预测, 将评级由“增持”上调为“买入”。

海控作为一梯队船东, 收入成本两端均展现出优于行业平均的议价能力, 考虑到公司中期业绩超预期, 将 2023-2025 年净利润预测由 222.9/215.2/246.4 亿元上调至 332.8/276.5/313.5 亿元, 当前 PE 估值仅为 4.6/5.6/4.9X, 处于历史较低水平。此外考虑到公司全力分红回报股东, 仅中期分红股息率便已达约 5.3%, 高股息有望对公司长期价值形成支撑, 将投资评级由“增持”上调至“买入”。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	178328	236877	189020	187768	208159	营业收入	333694	391058	234635	227596	245804
应收款项	14261	13708	8357	8730	10102	营业成本	192541	217991	175976	177070	189269
存货净额	5409	7017	5496	5424	5739	营业税金及附加	1028	2589	5162	4893	5162
其他流动资产	4405	3091	1390	1348	1456	销售费用	66	64	47	46	49
流动资产合计	202516	261154	204724	203732	225917	管理费用	11434	10345	9223	9866	10385
固定资产	106253	119166	122917	132168	128317	研发费用	881	1386	603	664	740
无形资产及其他	7761	7683	7377	7070	6764	财务费用	3074	(4479)	(3156)	(3219)	(3597)
投资性房地产	65151	65710	65710	65710	65710	投资收益	2703	2517	3000	3000	3000
长期股权投资	31986	58067	73067	88067	103067	资产减值及公允价值变动	19	(91)	(100)	0	0
资产总计	413668	511780	473794	496747	529774	其他收入	(31)	290	(603)	(664)	(740)
短期借款及交易性金融负债	25062	20937	500	300	200	营业利润	128242	167264	49680	41276	46796
应付款项	69101	105987	74518	74177	79158	营业外净收支	(292)	(167)	0	0	0
其他流动负债	27158	32459	21506	21490	22918	利润总额	127949	167097	49680	41276	46796
流动负债合计	121321	159382	96524	95967	102276	所得税费用	24097	35759	9936	8255	9359
长期借款及应付债券	58807	34298	29298	26298	24298	少数股东损益	14556	21744	6465	5371	6089
其他长期负债	54680	64577	74577	84577	94577	归属于母公司净利润	89296	109595	33279	27649	31347
长期负债合计	113486	98874	103874	110874	118874	现金流量表（百万元）					
负债合计	234808	258256	200398	206841	221150	净利润	89296	109595	33279	27649	31347
少数股东权益	45766	53141	56373	59059	62103	资产减值准备	18	7	6	2	(0)
股东权益	133094	200383	217022	230847	246521	折旧摊销	5997	7538	11451	13054	14158
负债和股东权益总计	413668	511780	473794	496747	529774	公允价值变动损失	(19)	91	100	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	3074	(4479)	(3156)	(3219)	(3597)
每股收益	5.58	6.81	2.07	1.72	1.95	营运资本变动	44752	51792	(23842)	9385	14615
每股红利	0.60	3.80	1.03	0.86	0.97	其它	12964	9595	3227	2683	3045
每股净资产	8.31	12.45	13.48	14.34	15.32	经营活动现金流	153007	178617	24220	52774	63165
ROIC	53.96%	53.47%	16%	15%	18%	资本开支	0	(19965)	(15001)	(22001)	(10001)
ROE	67.09%	54.69%	15%	12%	13%	其它投资现金流	422	(349)	0	0	0
毛利率	42%	44%	25%	22%	23%	投资活动现金流	(219)	(46394)	(30001)	(37001)	(25001)
EBIT Margin	38%	41%	19%	15%	16%	权益性融资	(1958)	259	0	0	0
EBITDA Margin	40%	43%	23%	21%	22%	负债净变化	(7602)	(21599)	(5000)	(3000)	(2000)
收入增长	95%	17%	-40%	-3%	8%	支付股利、利息	(9662)	(61194)	(16640)	(13825)	(15674)
净利润增长率	800%	23%	-70%	-17%	13%	其它融资现金流	9174	91653	(20437)	(200)	(100)
资产负债率	68%	61%	54%	54%	53%	融资活动现金流	(27312)	(73675)	(42076)	(17025)	(17774)
股息率	6.3%	39.9%	10.8%	9.0%	10.2%	现金净变动	125477	58548	(47857)	(1251)	20391
P/E	1.7	1.4	4.6	5.6	4.9	货币资金的期初余额	52851	178328	236877	189020	187768
P/B	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6	货币资金的期末余额	178328	236877	189020	187768	208159
EV/EBITDA	2.9	2.5	6.4	7.5	6.9	企业自由现金流	0	164089	7507	28484	50931
						权益自由现金流	0	234142	(15405)	27859	51709

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032