

公司研究/年报点评

2017年04月04日

交通运输/水路运输 II

投资评级：增持（维持评级）

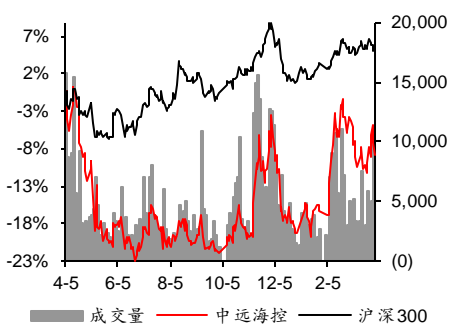
当前价格(元): 5.91
合理价格区间(元): 6.12~6.69

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1《中远海控(601919,增持): 跻身全球第四, 公司迎来新机遇》2017.02
- 2《千散见底, 集运不确定性尚存——中国远洋2011年三季报点评》2011.10
- 3《盈利将继续受制于运价低迷——中国远洋2011年中报点评》2011.08

股价走势图



资料来源: Wind

业绩意料之中; 2017 或扭亏为盈

中远海控(601919)

业绩亏损符合预期; 2016 年为集运业最残酷的一年

中远海控公布 2016 年业绩, 全年净亏损人民币 99 亿元。公司已在 1 月发布亏损业绩预警, 因此这样的业绩并不令市场意外。2016 年公司总收入人民币 712 亿元, 同比增长 9.42%, 主要由收购 CSCL 的集装箱业务推动。在扣除非经常性损益后(处置损失和政府补贴), 归属股东净亏损为 71 亿元。2016 年的集运行业遭遇了前所未有的挑战, CCFI 和 SCFI 指数平均分别同比下跌 18.5% 和 10.2%, 创历史新低。公司国际航线每标准箱(TEU)的平均收入为人民币 4,141 元(同比下跌 11.9%), 国内航线每标准箱平均收入同比下降 2.9% 至人民币 1,581 元。

受益集运行业整合大潮及运价提升; 2017 年业绩或扭亏为盈

我们对 2017 年集运市场前景持积极态度, 行业在 2016 年经历最残酷的一年后将在 2017 年实现盈利。我们认为中远海控在 2017 年有巨大盈利上升空间, 基于亚欧航线每标准箱平均运价上升 200 美元、亚美航线每标准箱平均运价上升 350 美元的假设, 我们将 2017 和 2018 年的净利润预测分别上调至人民币 12.15 亿元和人民币 25.24 亿元。

海洋联盟正式运行, 利好公司集装箱业务扩展及盈利提升

我们认为, 随着海洋联盟于 4 月 1 日正式运行, 中远海控将受益于联盟合作提供的更广泛的航线网络和更频繁的航线服务, 有机会拓展新业务和新客户。在我们看来, 海洋联盟有着更多超大型船舶、更多全球的港口配对, 班次更加频繁, 是 2M 联盟的最有力竞争者。海洋联盟主导远东-北美航线, 在该航线上的运力份额最大, 高达 41%, 其次是 THE Alliance (29%) 和 2M (24%)。在远东-欧洲航线, 海洋联盟的运力份额也高达 35%, 可与份额 40% 的 2M 一较高下。作为海洋联盟的创始成员, 中远海控将受益于运量增长和网络合作带来的成本下降。

重申“增持”评级, 提高目标价至 6.12-6.69 价格区间

基于我们对亚欧航线和亚美航线的运价水平提升, 我们上调了对公司 2017/18E 的净利润预测至 12.15 亿元和 25.24 亿元, 每股收益 0.12 元和 0.25 元。我们基于 PB 估值法, 给予公司 3.2x-3.5x 2017PB, 对应目标价格区间 6.12-6.69 元。当前股价对应 3.1x2017PB, 估值较低, 重申“增持”评级。

风险提示: 运价上涨幅度低于预期, 全球经济增速低于预期, 美国贸易保护。

公司基本资料

总股本(百万股)	10,216
流通 A 股(百万股)	7,636
52 周内股价区间(元)	4.99-6.49
总市值(百万元)	60,378
总资产(百万元)	119,653
每股净资产(元)	1.79

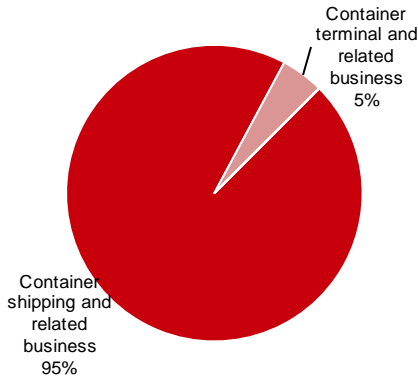
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	65,036	71,160	78,020	83,635	87,752
+/-%	1.03	9.42	9.64	7.20	4.92
净利润(百万元)	469.30	(9,906)	1,215	2,524	3,027
+/-%	29.45	(2,211)	(112.26)	107.80	19.91
EPS(元, 最新摊薄)	0.05	(0.97)	0.12	0.25	0.30
PE(倍)	136.49	(6.47)	49.71	23.92	19.95

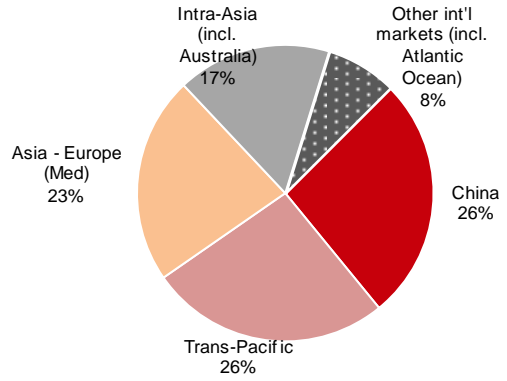
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 主营业务收入占比 (2016)



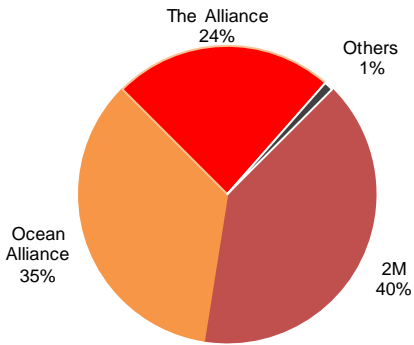
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 集装箱业务收入占比 - 分航线 (2016)



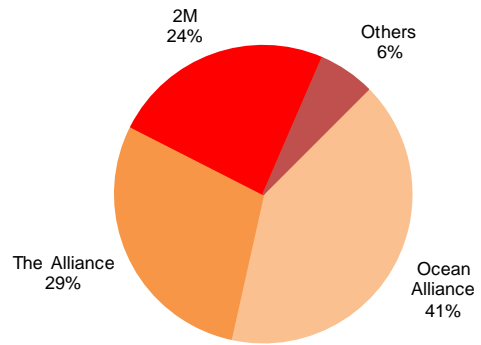
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 远东 - 欧洲各联盟运力分布



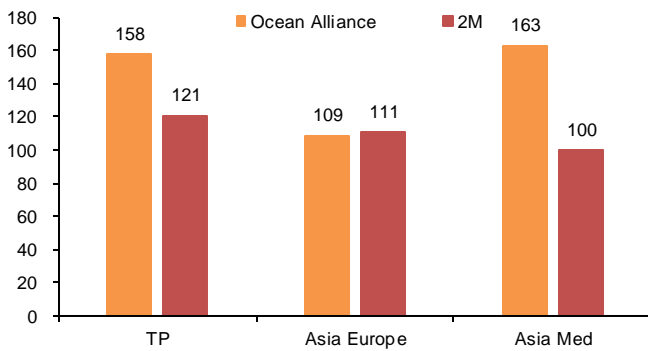
资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

图表4: 远东 - 北美各联盟运力分布



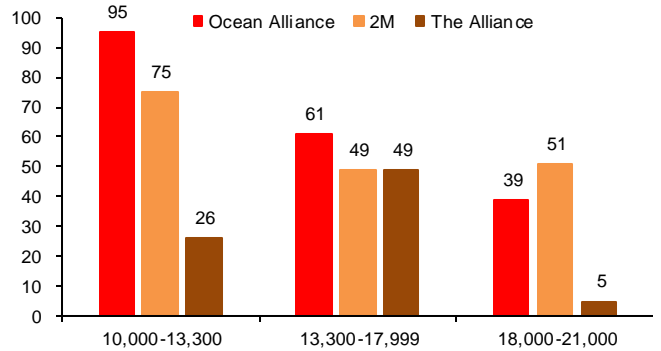
资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

图表5: 各航线对应港口数



资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

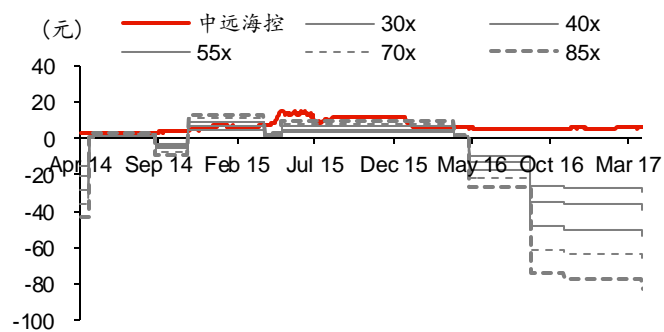
图表6: 各联盟超大型船舶数量



资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

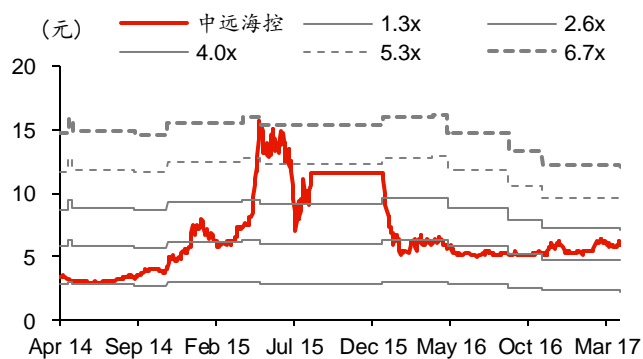
PE/PB - Bands

图表7: 中远海控历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 中远海控历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	46,643	45,362	48,811	50,044	43,266
现金	34,227	32,512	34,971	35,106	27,384
应收账款	6,265	5,932	6,324	6,853	7,266
其他应收账款	1,654	1,790	1,908	2,068	2,192
预付账款	1,389	2,469	2,632	2,852	3,024
存货	1,502	1,565	1,855	1,948	2,031
其他流动资产	1,607	1,095	1,120	1,216	1,369
非流动资产	113,850	74,290	82,873	88,051	88,025
长期投资	21,145	20,431	21,968	21,968	21,968
固定资产投资	81,081	43,574	49,629	54,089	54,069
无形资产	2,334	2,102	2,313	2,336	2,359
其他非流动资产	9,289	8,184	8,963	9,658	9,629
资产总计	160,493	119,653	131,685	138,095	131,292
流动负债	29,946	33,501	40,726	39,422	31,765
短期借款	2,955	3,247	3,572	3,929	3,536
应付账款	11,469	16,772	20,187	20,960	21,929
其他流动负债	15,522	13,481	16,968	14,534	6,300
非流动负债	77,376	48,603	50,906	53,446	48,095
长期借款	57,548	29,253	30,716	32,251	29,026
其他非流动负债	19,828	19,350	20,190	21,194	19,069
负债合计	107,322	82,104	91,632	92,868	79,860
少数股东权益	24,612	19,226	20,515	23,165	26,343
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
资本公积	31,395	27,503	31,623	40,186	50,454
留存公积	(8,155)	(18,401)	(21,158)	(26,887)	(33,757)
归属母公司股	28,560	18,323	19,538	22,062	25,089
负债和股东权益	160,493	119,653	131,685	138,095	131,292

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	7,072	1,520	5,446	3,535	4,648
净利润	2,209	(9,101)	1,429	2,969	3,561
折旧摊销	4,205	2,725	1,643	1,790	1,789
财务费用	2,272	1,816	1,409	1,487	1,365
投资损失	(2,370)	976.60	(1,540)	(1,617)	(1,662)
营运资金变动	1,022	5,115	4,676	(68.17)	580.63
其他经营现金	(265.96)	(11.39)	(2,170)	(1,026)	(985.40)
投资活动现金	(6,900)	4,986	(6,049)	(6,351)	(6,669)
资本支出	7,281	5,452	5,561	5,839	6,131
长期投资	2,083	1,188	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2,465	11,626	(11,609)	(12,190)	(12,799)
筹资活动现金	(8,238)	(9,498)	3,037	2,949	(5,625)
短期借款	(172.41)	291.72	324.69	357.16	(392.88)
长期借款	7,321	(28,295)	1,463	1,536	(3,225)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,509	(3,893)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(18,895)	22,398	(396.96)	(1,817)	(747.98)
现金净增加额	(7,052)	(1,709)	1,390	76.23	(4,366)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	65,036	71,160	78,020	83,635	87,752
营业成本	61,810	71,866	73,738	77,440	80,731
营业税金及附加	81.56	124.84	136.88	146.73	153.95
营业费用	131.26	65.46	62.32	66.81	70.09
管理费用	4,727	4,130	3,932	4,215	4,422
财务费用	2,272	1,816	1,409	1,487	1,365
资产减值损失	17.78	109.67	120.24	128.89	135.24
公允价值变动收益	6.11	15.21	16.68	17.88	18.76
投资净收益	2,370	(976.60)	1,540	1,617	1,662
营业利润	(1,628)	(7,913)	2,418	5,285	6,189
营业外收入	4,465	605.77	664.17	711.97	747.01
营业外支出	569.44	1,282	435.83	498.03	341.99
利润总额	2,268	(8,588)	2,646	5,499	6,594
所得税	59.15	512.79	255.34	530.60	636.26
净利润	2,209	(9,101)	1,429	2,969	3,561
少数股东损益	1,739	804.77	214.35	445.42	534.12
归属母公司净利润	469.30	(9,906)	1,215	2,524	3,027
EBITDA	4,849	(3,372)	2,958	4,798	5,292
EPS(元)	0.05	(0.97)	0.12	0.25	0.30

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.03	9.42	9.64	7.20	4.92
营业利润	(11,490)	(386.00)	(130.56)	118.58	17.10
归属母公司净利润	29.45	(2,211)	(112.26)	107.80	19.91
获利能力(%)					
毛利率	4.96	(0.99)	5.49	7.41	8.00
净利率	0.72	(13.92)	1.83	3.55	4.06
ROE	1.64	(54.06)	6.22	11.44	12.06
ROIC	0.77	(15.90)	2.26	4.33	5.25
偿债能力					
资产负债率(%)	37.70	27.16	26.04	26.20	24.80
净负债比率(%)	49.42	(0.03)	(1.71)	2.37	10.07
流动比率	1.56	1.35	1.20	1.27	1.36
速动比率	1.51	1.31	1.15	1.22	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.51	0.59	0.61	0.67
应收账款周转率	12.71	11.43	12.34	12.20	12.08
应付账款周转率	5.78	5.09	3.65	3.69	3.68
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	(0.97)	0.12	0.25	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.15	0.53	0.35	0.46
每股净资产(最新摊薄)	2.80	1.79	1.91	2.16	2.46
估值比率					
PE(倍)	136.49	(6.47)	49.71	23.92	19.95
PB(倍)	1.56	4.31	3.09	2.74	2.41
EV_EBITDA(倍)	16.85	(24.24)	27.11	17.64	17.37

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com