

公司研究/更新报告

2017年05月11日

交通运输/水路运输 II

投资评级：增持（维持评级）

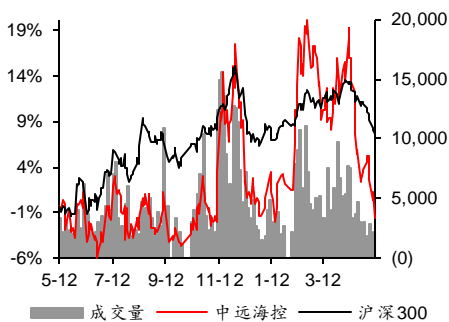
当前价格(元): 5.22
合理价格区间(元): 6.28~6.87

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): 一季度业绩预告, 公司扭亏为盈》2017.04
- 2 《中远海控(601919,增持): 业绩意料之中: 2017 或扭亏为盈》2017.04
- 3 《中远海控(601919,增持): 跻身全球第四, 公司迎来新机遇》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

运价上涨, 推动公司扭亏为盈

中远海控(601919)

运价上涨, 助力集运公司扭亏为盈; 上调盈利预测

公司受益于货运量和单箱收入的改善, 运营数据和业绩逐步向好。相较于2016年行业运价触底, 2017年以来, 集运各航线运价水平均大幅上涨。基于需求端的改善, 特别是欧线回程订舱持续, 我们预计2Q17公司欧洲航线和美线均将迎来新一轮运价上涨。考虑到单箱收入和货运量上升, 我们上调对公司2017-2019年的盈利预测。同时我们提高目标价格区间至6.28-6.87元, 维持“增持”评级。

2017年以来, 公司货运量和收入双上升

截至2017年1-3月, 公司共完成465万标准箱运输, 同比增长54%, 单箱收入为人民币3,675元/标准箱, 同比增长11%。来自集装箱航运的总收入同比增长71%, 至人民币171亿元。两大主要航线: 1) 跨太平洋航线完成集装箱量71万标准箱(同比增长53%), 平均单箱收入为人民币6,999元; 2) 亚欧航线完成集装箱量104万标准箱(同比增60%), 平均单箱收入为人民币4,783元。

集运行业基本面改善支持运价进一步提升

对所有主要航线和非主要航线而言, 集装箱航运的运价均大幅超出了去年的平均水平(1Q17上海出口集装箱运价指数SCFI同比增长64%), 我们预计受集运行业基本面改善, 如高旧船舶拆解率(拆解率3%)、高闲置率(7%)、稳定的需求增速(2.5%)以及持续的行业重组整合支撑, 运价上升势头将延续至2H17。

上调盈利预测及目标价格区间至6.28-6.87元

我们上调对中远海控旗下所有航线的运价预测, 并预计伴随新航运联盟正式运行和公司成本的优化管理, 将推动单箱成本下降, 因此我们分别将2017/2018年净利润分别上调42%和11%至人民币17亿元和人民币28亿元。我们6.28-6.87元的最新目标价基于3.2x-3.5x 2017PB(历史3年平均PB+0.5标准差)。鉴于市况改善、公司利润上行空间强劲, 我们认为公司目前估值吸引, 维持“增持”评级。

风险提示: 进一步的运价上调不及预期; 经济增长乏力; 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)	4.99-6.38
总市值(百万元)	53,329
总资产(百万元)	120,574
每股净资产(元)	1.84

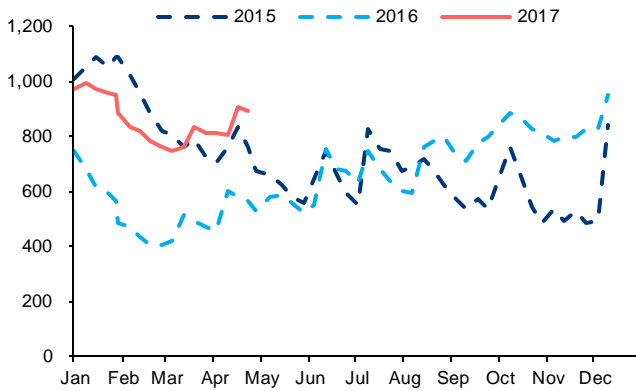
资料来源: 公司公告

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	79,151	85,701	90,717
+/-%	1.03	9.42	11.23	8.28	5.85
归属母公司净利润(百万元)	469.30	(9,906)	1,724	2,790	3,470
+/-%	29.45	(2,211)	(117.41)	61.80	24.38
EPS(元, 最新摊薄)	0.05	(0.97)	0.17	0.27	0.34
PE(倍)	113.63	(5.38)	30.93	19.12	15.37

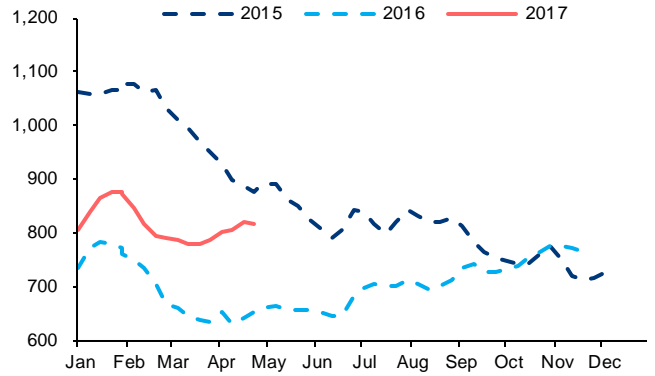
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 上海出口集装箱运价指数



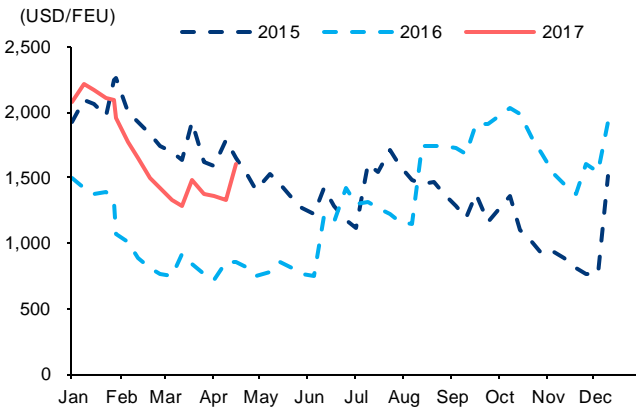
资料来源: SSE, 华泰证券研究所

图表2: 中国出口集装箱运价指数



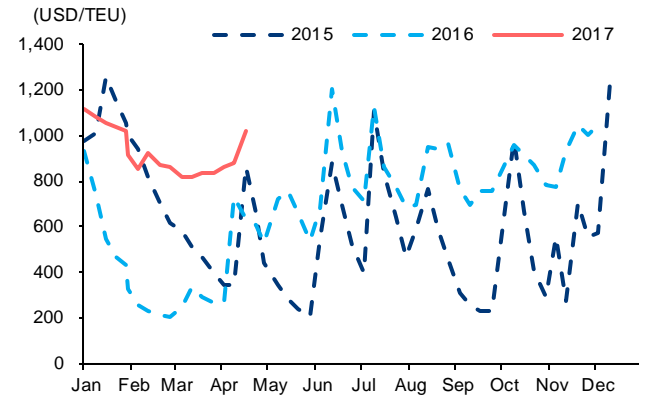
资料来源: SSE, 华泰证券研究所

图表3: 上海-美国西海岸



资料来源: SSE, 华泰证券研究所

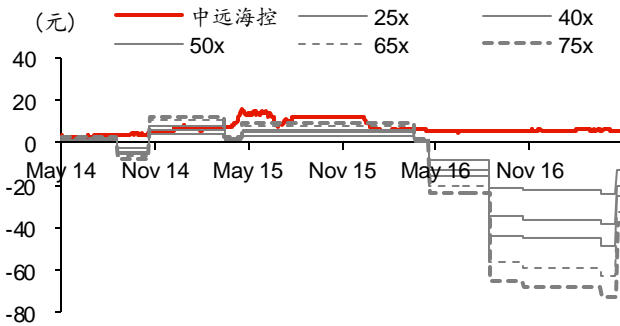
图表4: 上海-欧洲



资料来源: SSE, 华泰证券研究所

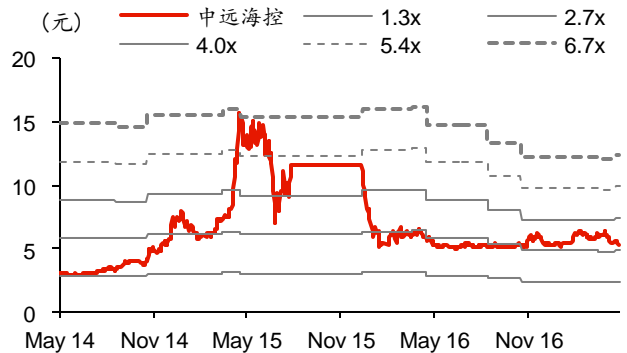
PE/PB - Bands

图表5: 中远海控历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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	49,580	51,469	45,632
现金	34,227	32,512	35,646	36,244	29,306
应收账款	6,265	5,932	6,372	6,989	7,479
其他应收账款	1,654	1,790	1,923	2,109	2,257
预付账款	1,389	2,469	2,652	2,909	3,113
存货	1,502	1,565	1,864	1,989	2,087
其他流动资产	1,607	1,095	1,122	1,230	1,390
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	132,453	139,519	133,657
流动负债	29,946	33,501	40,450	39,257	31,632
短期借款	2,955	3,247	3,572	3,929	3,536
应付账款	11,469	16,772	20,237	21,232	22,459
其他流动负债	15,522	13,481	16,642	14,096	5,637
非流动负债	77,376	48,603	50,905	53,445	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	19,068
负债合计	107,322	82,104	91,356	92,703	79,726
少数股东权益	24,612	19,226	21,050	23,979	27,623
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
资本公积	31,395	27,503	33,352	42,817	54,589
留存公积	(8,155)	(18,401)	(22,315)	(28,647)	(36,523)
归属母公司股	28,560	18,323	20,048	22,837	26,308
负债和股东权益	160,493	119,653	132,453	139,519	133,657

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	6,114	3,993	5,426
净利润	2,209	(9,101)	2,029	3,282	4,083
折旧摊销	4,205	2,725	1,643	1,790	1,789
财务费用	2,272	1,816	1,403	1,470	1,337
投资损失	(2,370)	976.60	(1,540)	(1,617)	(1,662)
营运资金变动	1,022	5,115	4,633	66.59	822.23
其他经营现金	(265.96)	(11.39)	(2,053)	(998.22)	(943.23)
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	(15.50)	(1,555)	(304.17)
现金净增加额	(7,052)	(1,709)	1,772	337.92	(3,922)

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	65,036	71,160	79,151	85,701	90,717
营业成本	61,810	71,866	74,099	79,045	82,949
营业税金及附加	81.56	124.84	138.86	150.36	159.16
营业费用	131.26	65.46	63.22	68.46	72.46
管理费用	4,727	4,130	3,989	4,319	4,572
财务费用	2,272	1,816	1,403	1,470	1,337
资产减值损失	17.78	109.67	121.98	132.07	139.80
公允价值变动收益	6.11	15.21	16.92	18.32	19.39
投资净收益	2,370	(976.60)	1,540	1,617	1,662
营业利润	(1,628)	(7,913)	3,509	5,829	7,105
营业外收入	4,465	605.77	673.79	729.55	772.25
营业外支出	569.44	1,282	426.21	480.45	316.75
利润总额	2,268	(8,588)	3,757	6,078	7,561
所得税	59.15	512.79	362.46	586.48	729.49
净利润	2,209	(9,101)	2,029	3,282	4,083
少数股东损益	1,739	804.77	304.28	492.34	612.39
归属母公司净利润	469.30	(9,906)	1,724	2,790	3,470
EBITDA	4,849	(3,372)	3,659	5,152	5,884
EPS(元)	0.05	(0.97)	0.17	0.27	0.34

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	11.23	8.28	5.85
营业利润	(11,490)	(386.00)	(144.35)	66.12	21.89
归属母公司净利润	29.45	(2,211)	(117.41)	61.80	24.38
获利能力(%)					
毛利率	4.96	(0.99)	6.38	7.77	8.56
净利率	0.72	(13.92)	2.56	3.83	4.50
ROE	1.64	(54.06)	8.60	12.22	13.19
ROIC	0.77	(15.90)	3.17	4.73	5.89
偿债能力					
资产负债率(%)	37.70	27.16	25.89	25.93	24.36
净负债比率(%)	49.42	(0.03)	(3.31)	(0.14)	6.04
流动比率	1.56	1.35	1.23	1.31	1.44
速动比率	1.51	1.31	1.18	1.26	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.51	0.60	0.61	0.68
应收账款周转率	12.71	11.43	12.42	12.26	12.13
应付账款周转率	5.78	5.09	3.66	3.72	3.69
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	(0.97)	0.17	0.27	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.15	0.60	0.39	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.80	1.79	1.96	2.24	2.58
估值比率					
PE(倍)	113.63	(5.38)	30.93	19.12	15.37
PB(倍)	1.56	4.31	2.74	2.40	2.09
EV_EBITDA(倍)	16.85	(24.24)	20.38	15.29	14.57

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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