

公司研究/公告点评

2017年07月12日

交通运输/水路运输 II

投资评级: 买入 (维持评级)

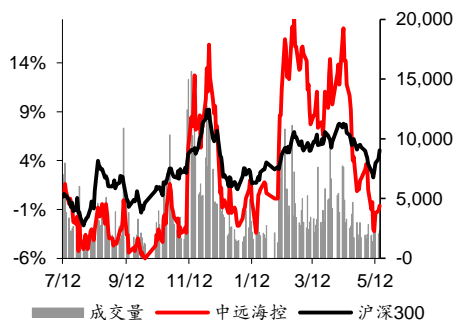
当前价格(元): 5.35
合理价格区间(元): 6.7-7.3

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,买入): 1H17 业绩预盈公告, 超市场预期》2017.07
- 2 《中远海控(601919,增持): 运价上涨, 推动公司扭亏为盈》2017.05
- 3 《中远海控(601919,增持): 一季度业绩预告, 公司扭亏为盈》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

492 亿港币收购东方海外国际

中远海控(601919)

中远海控与东方海外国际达成收购协议, 收购价每股 78.67 港币

中远海控于7月9日宣布以492亿港币(约合63亿美元)的价格收购东方海外国际。该交易为集装箱航运行业内又一重大整合, 并令中远海控跻身世界前三大集运班轮公司。该邀约为中远海控和上港集团(SIPG)共同发出, 以78.67港币/股的价格联合收购东方海外国际全部股份。在东方海外国际已发行股本中, 68.7%为不可撤销承诺, 其中上港集团将收购9.9%股份, 中远海控将收购58.8%。其余31.3%为有效交出以供接纳股份, 全部由中远海控收购。先决条件的最后完成日期为2018年6月30日。该邀约尚需相关政府及监管部门审批。

中远海控: 跻身全球第三, 将推动增长并带来协同效应

每股78.67港币的收购价格对应东方海外国际1.4x 2016PB(目前公司估值为1.1x 2016PB)。我们认为溢价合理, 因为: 1) 集装箱航运业处于上升周期; 2) 预计本次收购将优化中远海控航线网络布局, 从而带来协同效应。而且, 东方海外国际的核心竞争力之一便是其IT系统IRIS4, 该系统为区域一体化信息管理系统, 用于提高运营效率与减少运营成本。目前中远海控使用的是2002年从东方海外国际购入的IRIS2。在收购完成后, 中远海控将得以升级其IT系统, 并将其所有部门的业务流程、船舶运输数据与财务信息整合至同一系统。中远海控将通过外部债务融资筹集收购所需的全部资金。

东方海外国际: 继续在香港上市, 保留东方海外品牌

在交易达成后, 东方海外国际将继续在香港交易所上市, 自由流通股本将取决于最终接纳程度, 有可能会少于25%。中远海控管理层指引称中远海控与上港集团会根据香港上市监管条例采取适当行动恢复东方海外国际的公众持股量。在交易完成后, 东方海外国际将继续加强其核心集装箱业务, 并将成为中远海控旗下更大平台的一部分。

行业整合态势持续

在集运行业, 规模经济效应的重要性对集运公司而言日益提高。去年, CMA CGM以25亿美元的价格收购了NOL, 今年Maersk以40亿美元的价格收购了Hamburg Sud。而在7月, 三家日本航运公司(NYK, MOL和K Line)正式成立了合资企业Ocean Network Express。在收购完成后, 中远海控与东方海外国际将成为世界第三集运班轮公司, 船只数量将超过400, 运力将超过290万标准箱(包含已订新船)。世界前三大集运公司不再来自于欧洲, 我们期待中远海控的全球航运网络及议价能力的进一步增强, 从而推动其在未来持续增长。

风险提示: 1) 收购交易未通过中国政府相关机构批准; 2) 收购交易未通过国际反垄断组织批准; 3) 收购进度不及预期。

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)	5.06-6.38
总市值(百万元)	54,657
总资产(百万元)	120,574
每股净资产(元)	1.84

资料来源: 公司公告

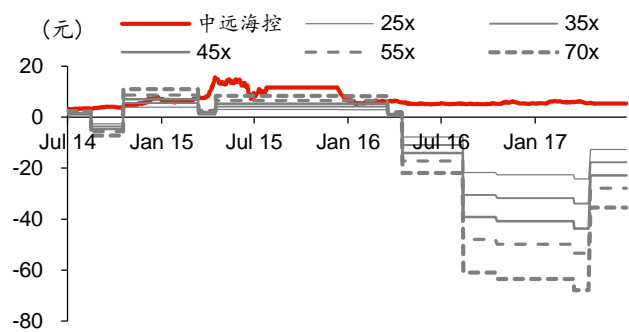
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	65,036	71,160	86,296	91,690	99,343
+/-%	1.03	9.42	21.27	6.25	8.35
归属母公司净利润(百万元)	469.30	(9,906)	3,001	4,403	6,751
+/-%	29.45	(2,211)	(130.30)	46.71	53.31
EPS(元, 最新摊薄)	0.05	(0.97)	0.29	0.43	0.66
PE(倍)	116.46	(5.52)	18.21	12.41	8.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

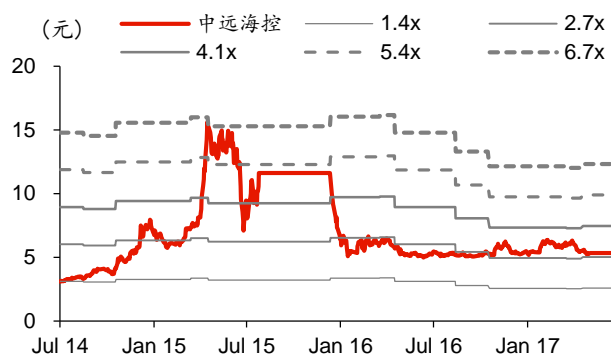
PE/PB - Bands

图表1: 中远海控历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 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	52,194	56,833	55,094
现金	34,227	32,512	37,574	40,501	37,578
应收账款	6,265	5,932	6,675	7,546	8,099
其他应收账款	1,654	1,790	2,014	2,277	2,444
预付账款	1,389	2,469	2,778	3,140	3,370
存货	1,502	1,565	1,993	2,079	2,182
其他流动资产	1,607	1,095	1,159	1,290	1,422
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	135,067	144,884	143,120
流动负债	29,946	33,501	40,446	38,698	28,450
短期借款	2,955	3,247	3,572	3,929	3,536
应付账款	11,469	16,772	20,946	22,437	23,478
其他流动负债	15,522	13,481	15,929	12,332	1,436
非流动负债	77,376	48,603	50,905	53,444	48,090
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	21,193	19,063
负债合计	107,322	82,104	91,352	92,142	76,539
少数股东权益	24,612	19,226	22,391	27,014	34,102
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
资本公积	31,395	27,503	37,684	52,622	75,523
留存公积	(8,155)	(18,401)	(25,213)	(35,207)	(50,529)
归属母公司股	28,560	18,323	21,325	25,728	32,478
负债和股东权益	160,493	119,653	135,067	144,884	143,120

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	8,023	6,299	9,400
净利润	2,209	(9,101)	3,531	5,180	7,942
折旧摊销	4,205	2,725	1,643	1,790	1,789
财务费用	2,272	1,816	1,385	1,412	1,221
投资损失	(2,370)	976.60	(1,540)	(1,617)	(1,662)
营运资金变动	1,022	5,115	4,966	363.44	331.25
其他经营现金	(265.96)	(11.39)	(1,962)	(829.64)	(221.21)
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	1,075	(238.20)	1,965
现金净增加额	(7,052)	(1,709)	2,862	1,655	(1,653)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	65,036	71,160	86,296	91,690	99,343
营业成本	61,810	71,866	79,213	82,624	86,717
营业税金及附加	81.56	124.84	151.40	160.86	174.29
营业费用	131.26	65.46	68.93	73.24	79.35
管理费用	4,727	4,130	4,349	4,621	5,007
财务费用	2,272	1,816	1,385	1,412	1,221
资产减值损失	17.78	109.67	132.99	141.30	153.10
公允价值变动收益	6.11	15.21	18.45	19.60	21.24
投资净收益	2,370	(976.60)	1,540	1,617	1,662
营业利润	(1,628)	(7,913)	6,270	9,352	14,204
营业外收入	4,465	605.77	734.62	780.54	845.68
营业外支出	569.44	1,282	465.38	539.46	342.32
利润总额	2,268	(8,588)	6,539	9,593	14,708
所得税	59.15	512.79	630.91	925.61	1,419
净利润	2,209	(9,101)	3,531	5,180	7,942
少数股东损益	1,739	804.77	529.63	777.02	1,191
归属母公司净利润	469.30	(9,906)	3,001	4,403	6,751
EBITDA	4,849	(3,372)	5,412	7,341	10,333
EPS (元)	0.05	(0.97)	0.29	0.43	0.66

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	21.27	6.25	8.35
营业利润	(11,490)	(386.00)	(179.24)	49.16	51.88
归属母公司净利润	29.45	(2,211)	(130.30)	46.71	53.31
获利能力 (%)					
毛利率	4.96	(0.99)	8.21	9.89	12.71
净利率	0.72	(13.92)	4.09	5.65	7.99
ROE	1.64	(54.06)	14.07	17.11	20.79
ROIC	0.77	(15.90)	5.40	7.11	10.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.70	27.16	25.39	24.97	22.75
净负债比率 (%)	49.42	(0.03)	(7.52)	(8.19)	(7.53)
流动比率	1.56	1.35	1.29	1.47	1.94
速动比率	1.51	1.31	1.24	1.41	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.51	0.64	0.63	0.69
应收账款周转率	12.71	11.43	12.93	12.15	12.27
应付账款周转率	5.78	5.09	3.78	3.68	3.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	(0.97)	0.29	0.43	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.15	0.79	0.62	0.92
每股净资产(最新摊薄)	2.80	1.79	2.09	2.52	3.18
估值比率					
PE (倍)	116.46	(5.52)	18.21	12.41	8.10
PB (倍)	1.91	2.98	2.56	2.12	1.68
EV_EBITDA (倍)	21.77	(21.91)	13.63	10.54	8.10

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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