

【广发交运&海外】 中远海控(601919.SH)(1919.HK)

收购东方海外，协同效应值得期待

● **事件概述:** 公司与上港集团联合向东方海外的全体股东发出附条件的自愿性全面现金要约收购。要约价格不低于每股 78.67 港元。若收购成功，中远海控将晋升全球第三大班轮公司。

● **要约价格略高于预期，但处于合理范围**

本次要约收购对价为每股 78.67 港元，对应东方海外 16 年末净资产的 PB 估值 1.4 倍，收购价高于行业均值水平。但如果考虑收购带来的协同效应，我们认为收购价与其他可比收购案例近似，处于合理区间。

● **强强联手，协同效应值得期待**

我们认为本次收购对于中远海控有以下几点积极的影响：(1) 中远海控的运力规模将得到跃升，超越达飞轮船成为全球第三大集装箱运输公司。(2) 中远海控与东方海外的港口资源实现共享，同时还与上港集团达成合作；(3) 东方海外盈利能力长期优于中远海控，收购将增厚中远海控业绩；(4) 收购有助于中远海控吸收先进的经营理念与管理经验。

● **盈利预测与投资建议:**

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.25、0.29 与 0.37 元，按 5 月 16 日停牌价，对应 PE 为 21.5、18.5 与 14.5 倍。虽然集运行业运力供给端压力尚在，且公司 PB (LF) 估值高于行业平均水平，但我们认为集装箱航运业回暖以及本次的并购将为公司盈利带来很大的向上弹性。故维持 A 股“谨慎增持”评级。H 股方面，虽然股价相比 A 股有 30% 左右的折价，但考虑到公司 2.1 倍的 PB (LF) 高于海外可比公司均值的约 1.3 倍，故同样给予 H 股“谨慎增持”评级。

● **风险提示:** 行业新船交付量超预期；本次要约收购的不确定性；全球进出口贸易增速下行

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,489.92	71,160.18	88,252.86	93,221.49	97,388.49
增长率(%)	-10.69%	23.78%	24.02%	5.63%	4.47%
EBITDA(百万元)	2,214.20	-2,300.82	5,709.90	7,272.21	8,327.35
净利润(百万元)	283.39	-9,906.00	2,537.91	2,953.30	3,769.68
增长率(%)	-21.83%	-3,595.5%	125.62%	16.37%	27.64%
EPS (元/股)	0.028	-0.970	0.248	0.289	0.369
市盈率 (P/E)	325.17		21.54	18.51	14.50
市净率 (P/B)	3.12	2.77	2.50	2.20	1.91
EV/EBITDA	65.65	-33.94	13.53	9.89	7.88

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级 **谨慎增持**

当前价格 5.35 元

前次评级 **谨慎增持**

报告日期 2017-07-13

相对市场表现



分析师: 商 田 S0260516050001

021-60750634

shangtian@gf.com.cn

相关研究:

【广发交运&海外】中远海控 2017-04-04

(601919.SH)(1919.HK): 行业底部探明, 携海洋联盟全新起航

中国远洋(601919.SH): 成 2014-04-02

功扭亏摘帽, 业绩步入复苏之路

*ST 远洋(601919.SH): 2013 2014-01-17

年业绩扭亏为盈! 轻装上阵, 继续远航

联系人: 曹奕丰 021-60750604

caoyifeng@gf.com.cn

收购方案介绍:

1. 交易方案

中远海运控股股份有限公司通过境外全资下属公司 Faulkner Global 与上港BVI 联合向香港联交所主板上市公司东方海外国际的全体股东发出购买其持有的已发行的标的公司股份的现金收购要约。

Faulkner Global 与上港 BVI 联合收购东方海外国际至少429,950,088 股（即东方海外国际全部已发行股份的 68.7%）的股份，至多为东方海外国际全部已发行股份。**要约收购价格为每股 78.67 港元。**

其中，由上港BVI收购东方海外全部已发行股份的 9.9%，其余股份全部由 Faulkner Global 收购。Faulkner Global 至少需要收购东方海外全部已发行股份的 58.8%。

2. 先决条件

- （1）就本次收购取得国家发改委、国资委（如需）和外管局（如需）的批准或授权，并向上述机构备案、注册或作出通知；
- （2）本次收购通过商务部、欧盟、美国的反垄断审查；及
- （3）中远海控股东根据《重组办法》于股东大会通过决议，并批准本次收购。

Faulkner Global 需要在本次要约收购的先决条件获得满足或豁免之日起 7 天内发出正式要约，且上述先决条件满足或豁免不得晚于 2018年6月30日。

3. 资金来源

本次要约收购资金来源为 Faulkner Global 的自有资金及自筹资金。

中国银行将安排其境外分支机构向 Faulkner Global 提供总金额不超过 65 亿美元的银行过桥贷款；在满足各项先决条件后，相关方将就过桥贷款签署正式的贷款协议。

要约价格略高于预期，但处于合理范围

本次交易系上市公司通过附条件的自愿性全面现金要约收购东方海外国际，收购对价为每股 78.67 港元，标的公司 100%股权对应价值 492.31 亿港元。

瑞银证券的估值报告中选取了PB估值作为估值基准，并选取了 6 家公司作为东方海外国际的全球范围内的可比公司。

表1: 可比公司PB估值水平 (对应2016年年报净资产)

公司名称	P/B
马士基 (Maersk Line)	1.3
中远海控 (cosco shipping)	2.68
赫伯罗特 (Hapag-Lloyd)	0.83
长荣海运 (Evergreen)	1.06
万海航运 (Wan Hai Lines)	1.12
阳明海运 (Yang Ming)	1.24
均值	1.37
中值	1.18

数据来源: 《瑞银证券关于中远海运控股重大资产购买之估值报告》、广发证券发展研究中心

根据东方海外国际公告的2016年年度财务数据,截至2016年12月31日,归属于母公司所有者的权益为45.19亿美元,约合350.51亿港元。收购对价为492.31亿港元,以2016年年报为基准,对应PB估值1.4倍,高于行业均值与中值。

但一次收购是否合理并非单纯看估值高低,还必须考虑收购后双方的协同效应。估值报告中,瑞银证券通过研究其他几次行业内可比收购产生的协同效应,认为合并后每年产生的协同效益大约占合并双方合计综合总成本的2-4%。

表2: 可比收购案例带来的协同效应

交易名称	公告时间	协同效益金额 (百万美元)	协同效益占合并双方合计综合总成本比例
达飞海运收购东方海皇	2015 年	500	2.50%
赫伯罗特收购南美轮船	2014 年	400	3.30%
马士基收购铁行渣华	2005 年	400-600	2.2%-3.3%
赫伯罗特收购加拿大太平洋航运	2005 年	230-300	2.9%-3.8%

数据来源: 摘自《瑞银证券关于中远海运控股重大资产购买之估值报告》,广发证券发展研究中心

报告中,以 2%作为本次交易后双方产生的协同效益占双方总成本的比例,以8倍EV/EBITDA作为估值倍数,估算出中远海控收购东方海外之后产生的协同效应贴现值约为 26.94 亿美元,并认为在计算了扣除协同效益后,标的公司的估值仅相当于0.8倍PB。已经明显低于行业行业均值与中值。

表3: 瑞银证券关于收购带来协同效应的测算

项目	中远海控	东方海外国际
2016 年营业收入	10,258.06	5,297.69
2016 年营业利润	-1,140.63	-138.23
2016 年综合成本	11,398.69	5,435.92
2016 年合计综合总成本		16,834.61
每年协同效益占比		2%
每年税前协同效益		336.69
EV/EBITDA		8
协同效益价值		2,693.54

数据来源: 《瑞银证券关于中远海运控股重大资产购买之估值报告》、广发证券发展研究中心

我们认同收购估值是否合理需要额外考虑整合带来的协同效应。但却认为估值报告中的这种估值方法有待商榷。若中远海控对收购东方海外的收购考虑协同效应，则其可对比的指标也就不是单纯的PB估值，而是扣除了收购协同效应后的PB估值。

举例来说，2015年12月7日，法国达飞海运集团发布公告，收购新加坡集东方海皇集团。根据协议，达飞海运集团以每股 1.3 新加坡元（约合 0.93 美元）的价格收购东方海皇股份，收购PB为1.0倍，交易总额为24亿美元。但若是考虑到达飞收购东方海皇后产生的约5亿美元（达飞海运披露）的协同效应，则扣除协同效应后，相当于收购价19亿美元，对应收购PB为0.79倍，与本次收购的估值相似。

因此我们认为，即使在考虑协同效应后，并不能得出标的公司的收购估值明显低于行业行业均值与中值的结论，而是与行业可比的收购估值近似，处于合理区间。

强强联手，协同效应值得期待

本次要约收购涉及3家上市公司，分别是第四大集装箱班轮公司中远海控、第七大集装箱班轮公司东方海外以及全球第一大集装箱港口上港集团，可谓强强联合。

我们认为本次整合将为中远海控带来以下几点积极效应。

（1）规模效应

若收购顺利完成，则中远海控的运力规模将得到跃升，超越达飞轮船成为全球第三大集装箱运输公司。中远海控在海洋联盟中的话语权也将进一步增强。

表4：集装箱运输行业前十强份额

运力规模	公司	TEU	船数	占有率
1	马士基	3,345,337	628	16.00%
2	地中海航运	3,063,590	511	14.70%
3	达飞轮船	2,299,216	460	11.00%
4	中远海控	1,735,977	315	8.30%
5	赫伯罗特	1,530,700	222	7.30%
6	长荣航运	1,024,118	195	4.90%
7	东方海外国际	687,163	106	3.30%
8	日本邮船	592,805	105	2.80%
9	阳明海运	580,849	96	2.80%
10	汉堡南美	562,764	105	2.70%
	合计	15,422,519	2,743	73.80%
(3)	中远海控（收购后）	2,423,140	421	11.60%

数据来源：克拉克森、广发证券发展研究中心

（2）港口资源共享

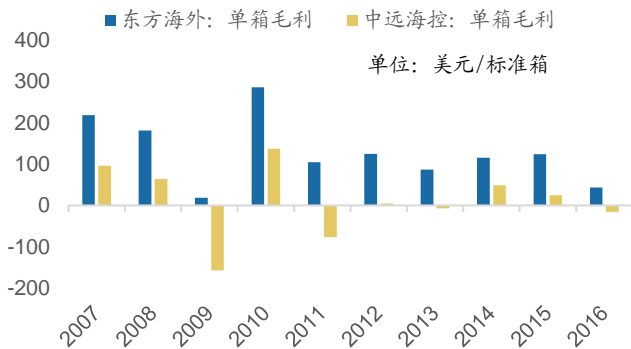
作为协同效应的一部分，中远海控与东方海外各自的港口资源可以实现共享，而上港集团的参与使得这次联合有着更为积极的意义。

（3）吸收先进经验，提升上市公司盈利能力

对比中远海控，东方海外拥有更强的盈利能力。可以看到，无论是单箱毛利，还是

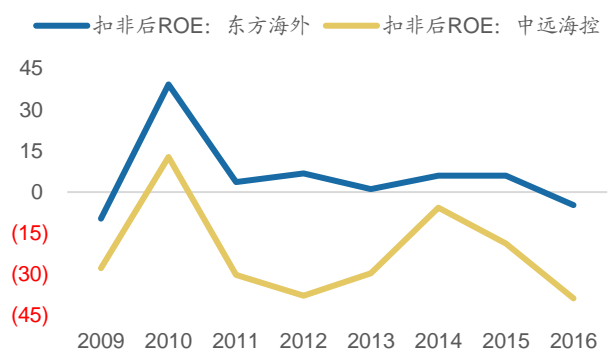
扣非后的ROE水平，东方海外都长期高于中远海控。

图1：东方海外单箱毛利多年来高于中远海控



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：扣非后ROE东方海外领先中远海控



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

除了东方海外本身将为公司贡献利润增量外，收购还有助于中远海控吸收先进的经营理念与管理经验。

盈利预测与投资建议：

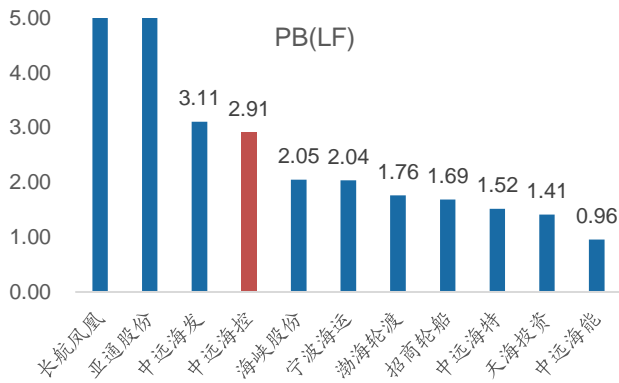
公司于7月7日披露，预计2017年上半年经营业绩同比将扭亏为盈，实现归属于上市公司股东的净利润约为18.5亿元人民币左右。并归因于（1）中远与中海改革重组的成效显现；（2）报告期内市场企稳向好，集装箱航运业务平均运价同比上升，货运量同比增长34.72%。

半年度业绩高于我们的预期。扣除一季度的盈利2.7亿元以及中远海运港口出售青岛前湾码头股权贡献的投资收益8.27亿元，预计二季度集装箱主业盈利在6-7亿元。在二季度集运运价环比一季度略有下滑（SCFI综指二季度均值为856点，较一季度的864点略有下滑）的情况下，主业盈利实现了明显增长。

我们认为盈利提升主要系（1）每年4-5月，美线集中签订新的一年期运输合约，去年签订的低价合约终止；（2）需求景气带动船只装载率提升，单位成本下行；（3）中国进口货量增长强劲，欧线回程货量明显增长。

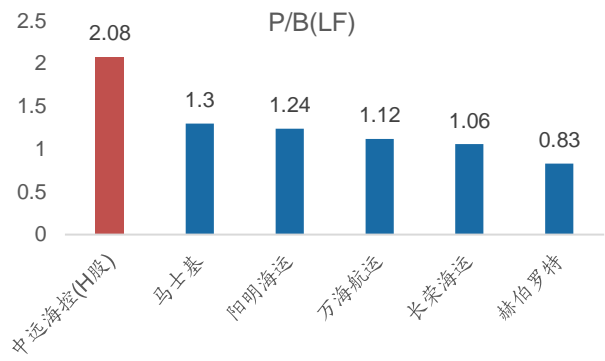
我们预计公司17-19年EPS分别为0.25、0.29与0.37元，按5月16日停牌价，对应PE为21.5、18.5与14.5倍。虽然集运行业运力供给端压力尚在，且公司PB（LF）估值高于行业平均水平，但我们认为集装箱航运业回暖以及本次的并购将为公司盈利带来很大的向上弹性。故维持A股“谨慎增持”评级。H股方面，虽然股价相比A股有30%左右的折价，但考虑到公司2.1倍的PB（LF）高于海外可比公司均值的1.3倍，故同样给予H股“谨慎增持”评级。

图3: A股可比公司PB估值水平(7月11日收盘价)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图4: 海外可比公司PB估值水平(7月11日收盘价)



数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

行业新船交付量超预期; 本次要约收购的不确定性; 全球进出口贸易增速下行

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	41852	45362	38128	44116	50925
货币资金	33015	32512	24486	29848	36110
应收及预付	6140	10444	10873	11440	11925
存货	1469	1565	1927	1987	2048
其他流动资产	1227	841	841	841	841
非流动资产	106342	74290	72312	70308	68266
长期股权投资	15388	20431	20431	20431	20431
固定资产	79573	43574	42705	41794	40840
在建工程	4991	4846	3846	2846	1846
无形资产	2319	2124	2015	1922	1834
其他长期资产	4070	3316	3316	3316	3316
资产总计	152071	120347	111134	115118	119885
流动负债	26147	33501	21616	22492	23291
短期借款	2868	3247	0	0	0
应付及预收	14176	23310	21398	22273	23072
其他流动负债	9103	6944	219	219	219
非流动负债	76131	48302	48302	48302	48302
长期借款	57302	29253	29253	29253	29253
应付债券	17241	17852	17852	17852	17852
其他非流动负债	1588	1197	1197	1197	1197
负债合计	102278	81803	69919	70794	71593
股本	10216	10216	10216	10216	10216
资本公积	27902	27503	27503	27503	27503
留存收益	-8609	-18401	-15863	-12910	-9140
归属母公司股东权益	29509	19318	21856	24809	28579
少数股东权益	20284	19226	19359	19515	19713
负债和股东权益	152071	120347	111134	115118	119885

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	57490	71160	88253	93221	97388
营业成本	55108	71866	79153	82295	85192
营业税金及附加	76	125	155	164	171
销售费用	131	65	81	86	90
管理费用	4153	4130	5122	5410	5652
财务费用	2282	1816	1882	1844	1757
资产减值损失	-6	110	0	0	0
公允价值变动收益	6	15	0	0	0
投资净收益	2071	-977	827	0	0
营业利润	-2178	-7913	2686	3423	4527
营业外收入	4383	606	666	533	480
营业外支出	448	1282	384	423	338
利润总额	1756	-8588	2968	3533	4668
所得税	-36	513	297	424	700
净利润	1792	-9101	2671	3109	3968
少数股东损益	1508	805	134	155	198
归属母公司净利润	283	-9906	2538	2953	3770
EBITDA	2214	-2301	5710	7272	8327
EPS (元)	0.03	-0.97	0.25	0.29	0.37

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	6664	1520	3137	7504	8375
净利润	1792	-9101	2671	3109	3968
折旧摊销	4193	2725	1968	2006	2044
营运资金变动	627	5115	-2704	249	253
其它	52	2781	1201	2141	2110
投资活动现金流	-6949	4986	1119	109	139
资本支出	-6774	-5038	292	109	139
投资变动	-743	9377	827	0	0
其他	568	647	0	0	0
筹资活动现金流	-6729	-8215	-12282	-2251	-2251
银行借款	29711	25444	-3247	0	0
债券融资	-34165	-22344	-6725	0	0
股权融资	272	58	0	0	0
其他	-2546	-11373	-2310	-2251	-2251
现金净增加额	-7015	-1709	-8027	5362	6263
期初现金余额	40572	33015	32512	24486	29848
期末现金余额	33557	31307	24486	29848	36110

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-10.7	23.8	24.0	5.6	4.5
营业利润增长	-15,339	-263.2	134.0	27.4	32.3
归属母公司净利润增长	-21.8	-3,595.	125.6	16.4	27.6
获利能力(%)					
毛利率	4.1	-1.0	10.3	11.7	12.5
净利率	3.1	-12.8	3.0	3.3	4.1
ROE	1.0	-51.3	11.6	11.9	13.2
ROIC	-2.4	-13.3	8.2	12.0	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	67.3	68.0	62.9	61.5	59.7
净负债比率	1.1	0.6	0.5	0.4	0.2
流动比率	1.60	1.35	1.76	1.96	2.19
速动比率	1.50	1.23	1.55	1.75	1.97
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.53	0.77	0.83	0.83
应收账款周转率	16.17	15.09	15.09	15.09	15.09
存货周转率	30.04	47.37	47.37	47.37	47.37
每股指标(元)					
每股收益	0.03	-0.97	0.25	0.29	0.37
每股经营现金流	0.65	0.15	0.31	0.73	0.82
每股净资产	2.89	1.89	2.14	2.43	2.80
估值比率					
P/E	325.2	-5.4	21.5	18.5	14.5
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	65.6	-33.9	13.5	9.9	7.9

广发交通运输行业研究小组

- 商 田： 分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心，2014年新财富非银行金融行业第三名（团队）。
- 曹奕丰： 联系人，上海复旦大学金融数学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。联系方式：caoyifeng@gf.com.cn, 021-60750602。
- 关 鹏： 联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。