

中远海控(601919)/航运

集运量价齐升业绩回暖 推进并购有望跻身三甲

评级: 买入(首次)

市场价格: 5.35

目标价格: 6.4

分析师: 焦俊

执业证书编号: S0740517050001

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

联系人: 扈世民

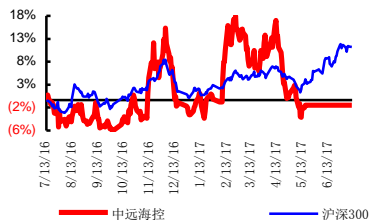
电话: 010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	10,216
流通股本(百万股)	10,216
市价(元)	5.35
市值(百万元)	54,657
流通市值(百万元)	54,657

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,490	71,160	85,250	89,939	94,436
增长率 yoy%	-10.7	23.8	19.8	5.5	5.0
净利润	283.4	-9,906.0	3,451.5	4,285.9	4,700.9
增长率 yoy%	-21.8	-3595.5	134.8	24.2	9.7
每股收益(元)	0.03	-0.97	0.34	0.42	0.46
每股现金流量	-0.76	-0.29	0.25	0.44	0.46
净资产收益率	1.1	-54.1	15.2	15.9	14.8
P/E	192.9	-5.5	15.8	12.8	11.6
P/B	2.2	3.0	2.4	2.0	1.7

备注: 股价为 2017 年 5 月 17 日停牌时收盘价。

投资要点

- **集运行业兼并重组再洗牌, 集中度提升助力业绩向好。**16 年 3 月国内航运巨头中国远洋和中国海运完成战略重组, 重组后的中远海控专注集装箱运输业务, 成为集装箱运输 A 股唯一上市平台, 集装箱运力跃居世界第 4。跨太平洋线(美线)和亚欧线(欧线)是公司主要收入来源, 16 年美欧航线营业收入占比 49%。公司所属 OCEAN 联盟在跨太平洋线(美线)、亚欧线(欧线)市占率分别为 41%、35%, 市场高份额有利于公司优化自身航线网络、降低运营成本。
- **受益进出口贸易景气向上, 集装箱运量增速回暖。**美欧制造业 PMI 持续走高, 17Q3 进出口增速有望延续回暖态势, 我们预计 17 年跨太平洋线(美线)和亚欧线(欧线)航线运量增速为 5%、4%。16Q1 集装箱运量基数较低, 17Q1 公司集装箱运量同比增长较快, 我们预计 17 年公司集装箱运量整体增速 18%。我们判断 17 年行业新增运力增速为 2.9%, 目前行业闲置运力下降至 2.66%, 闲置运力占比处于历史低位, 对下半年运力投放影响较弱。
- **集装箱运价表现强劲, 有力增厚 17 年公司业绩。**16 年集运市场运价降至历史新低点, 行业普遍承受亏损压力。17H1 跨太平洋线(美线)、亚欧线(欧线)运价增速明显, 运价回调力度超出市场预期, 行业景气度持续上升。我们预计 2017 年跨太平洋线(美线)、亚欧线(欧线)和其他线运价同比增速 42%、42%和 20%。
- **推进东方海外收购进程, 优质资产有望增厚业绩。**集装箱航运同质性较强且规模效应显著, 如果收购交易完成, 中远海控运力占比全球 11.6%, 排名跻身三甲, 在手订单超过 290 万 TEU。亚欧线(欧线)市占率提升至 13%, 排名第三; 跨太平洋线(美线)市场占有率提升至 15%, 排名第一。中远海控和东方海外同属 OCEAN 联盟, 如果收购交易完成提高运力和市场份额, 更重要航线网络的协同、优质客户积累和先进管理经验。我们预计 2018 年中远海控投资收益 10.2~15.6 亿元, 对应业绩弹性 23.8%~36.4%。
- **盈利预测和投资建议:**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 852.5、899.4、944.4 亿元, 同比增长 19.8%、5.5%、5.0%, 归属于母公司净利润为 34.5、42.9、47.0 亿元, 同比增长 134.8%、24.2%、9.7%, 对应的每股收益 EPS 分别为 0.34、0.42、0.46 元, 给予 6.4 元目标价, 对应 2017 年 15.8XPE。随着全球进出口贸易回暖, 集运行业迎来复苏, 集运主业有望量价齐升; 推进东方海外收购进程, 如收购交易完成、优质资产有望增厚公司业绩。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**美欧反垄断审查不确定性、收购完成交易时间不及预期、市场需求低于预期、运力投放超出预期、油价增长超出预期。

## 内容目录

集运行业兼并重组再洗牌 集中度提升助力业绩向好 .....	- 4 -
重组后公司集装箱运力跃居全球第 4 位 .....	- 4 -
公司所属 OCEAN 联盟美欧航线市占率名列前茅 .....	- 5 -
受益进出口贸易景气向上 集运有望实现量价齐升 .....	- 6 -
我们预计 2017 年公司集装箱运量整体增速 18% .....	- 6 -
我们预计 2017 年新增运力维持在较低水平 .....	- 8 -
集装箱运价表现强劲，有力增厚 17 年公司业绩 .....	- 9 -
推进收购东方海外进程 优质资产有望增厚业绩 .....	- 10 -
有望收购东方海外国际 集运运力跻身三甲 .....	- 10 -
东方海外集运优质龙头 优质资产有望增厚公司业绩 .....	- 12 -
盈利预测和投资建议：目标价：6.4 元，首次覆盖给予“买入”评级 .....	- 14 -
风险提示 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1：重组后 A 股唯一集装箱航运上市平台 .....	- 4 -
图表 2：2016 年集运业务收入占比 93.5% .....	- 5 -
图表 3：公司国际航线占比 63%，航线网络布局全球 .....	- 5 -
图表 4：2016 年跨太平洋线、亚欧线收入占比 49% .....	- 5 -
图表 5：集运市场原有的 16 家龙头重组为 9 家 .....	- 6 -
图表 6：新的三大联盟市场占有率达 73% .....	- 6 -
图表 7：OCEAN 联盟在跨太平洋线（美线）市占率 41% .....	- 6 -
图表 8：OCEAN 联盟在亚欧线（欧线）市占率 35% .....	- 6 -
图表 9：我们预计 17Q3 将延续进出口增速回暖态势 .....	- 7 -
图表 10：2016 年下半年以来主要经济体进出口贸易呈复苏态势 .....	- 7 -
图表 11：我们预计 2017 年中国进出口增速有望达 9% .....	- 7 -
图表 12：17 年 1-5 月跨太平洋线（美线）集装箱运量增速 5.3% .....	- 8 -
图表 13：17 年 1-5 月亚欧线（欧线）集装箱运量增速 4.2% .....	- 8 -
图表 14：16Q1 运力低基数，17Q1 公司主要航线增速均在 40% 以上 .....	- 8 -
图表 15：我们预计 2017 年行业新增运力增速为 2.9% .....	- 9 -
图表 16：2017H1 美西线平均运价 1611 美元/TEU .....	- 10 -
图表 17：2017H1 欧洲线平均运价 936 美元/TEU .....	- 10 -
图表 18：美西线 SCFI：17Q1 同比增长 59%、17Q2 同比增长 67% .....	- 10 -
图表 19：欧洲线 SCFI：17Q1 同比增长 125%、17Q2 同比增长 67% .....	- 10 -
图表 20：董氏兄弟拥有东方海外 68.7% 控股股权 .....	- 11 -
图表 21：如完成收购，中远海控运力占比 11.6%，排名跻身三甲 .....	- 12 -

图表 22: 2016 年东方海外营收同比下降 11% .....	- 12 -
图表 23: 自 2010 年以来东方海外毛利率 7.5%以上(16 年除外) .....	- 12 -
图表 24: 自 2010 年以来东方海外集装箱运量复合增长率 4.2% .....	- 13 -
图表 25: 2016 年亚澳航线(亚洲、澳洲线)运量占比达 52.2% .....	- 13 -
图表 26: 自 2010 年以来东方海外单箱毛利润优于中远海控 .....	- 14 -
图表 27: 我们预计 18 年中远海控投资收益业绩弹性 23.8%~36.4% .....	- 14 -
图表 28: 可比公司估值情况 .....	- 15 -
图表 29: 财务报表摘要 .....	- 17 -

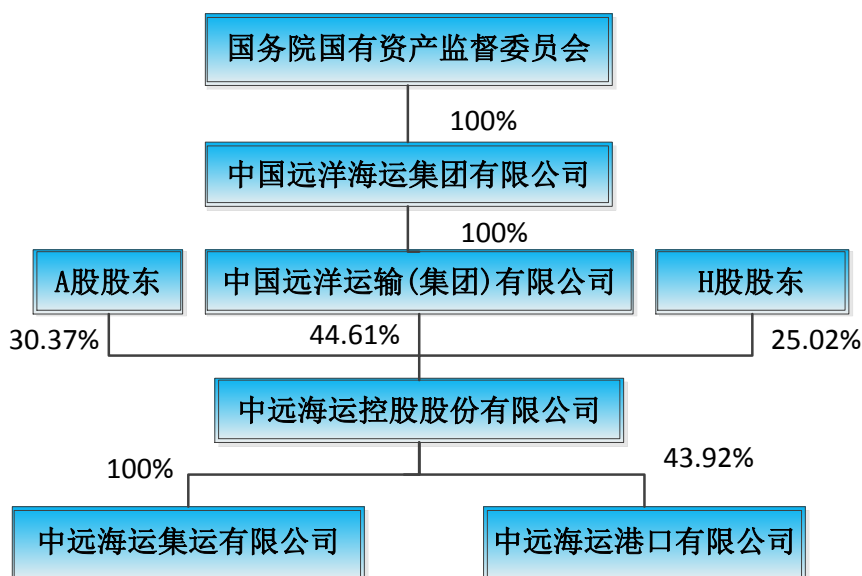
## 集运行业兼并重组再洗牌 集中度提升助力业绩向好

重组后公司集装箱运力跃居全球第 4 位

### ■ 重组后 A 股唯一集装箱航运上市平台

2016 年国内航运巨头中国远洋和中国海运完成战略重组，重组后的中远海控专注集装箱运输业务，剥离干散货业务，采用租赁方式运营原中海集运旗下全部运力，收购其原有航线网络资产，成为集装箱运输 A 股唯一上市平台，公司简称由中国远洋改为中远海控，集装箱运力全球排名第 4。

图表 1: 重组后 A 股唯一集装箱航运上市平台

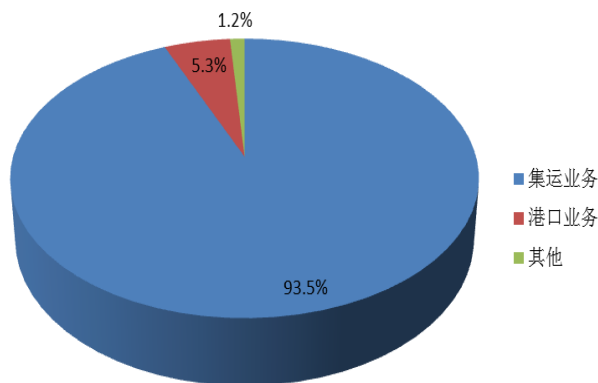


来源：公司官网，中泰证券研究所

### ■ 集装箱运输业务收入占比九成以上

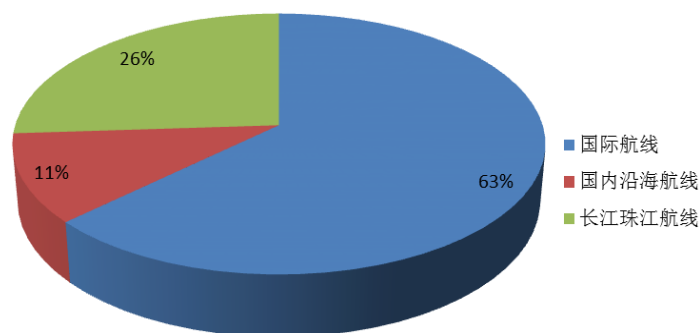
重组后的中远海控以集装箱航运、码头经营为主营业务，截止 2017Q1，公司经营的船队包括集装箱船 327 艘，运力达 170 万 TEU，集装箱船队经营规模排名全球第 4 位。公司共经营国际、国内航线 330 条，其中，国际航线 207 条，占比 63%；服务全球 76 个国家（地区）的 242 个港口。根据公司年报数据，2016 年集装箱运输业务收入 665.7 亿元，占比达 93.5%。

图表 2：2016 年集运业务收入占比 93.5%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 3：公司国际航线占比 63%，航线网络布局全球

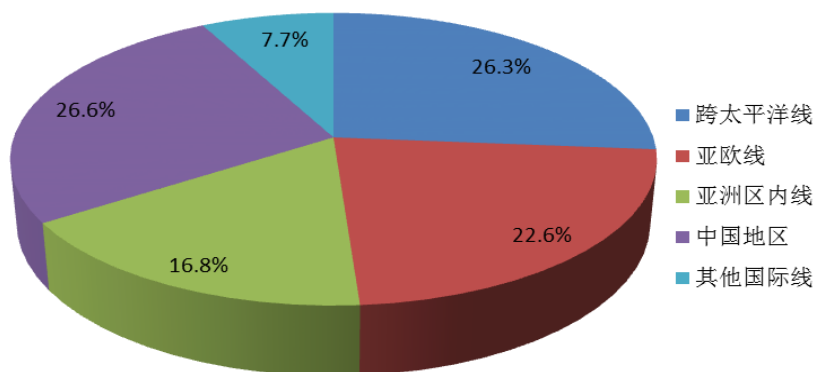


来源：公司年报，中泰证券研究所

■ 跨太平洋线和亚欧线是公司主要收入来源

公司按照航线区位分 5 部分：跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）、亚洲区内（包括大洋洲）、其他国际（包括大西洋）、中国线。跨太平洋线（美线）和亚欧线（欧线）是公司主要收入来源，2016 年跨太平洋线（美线）和亚欧线（欧线）收入占比 49%。

图表 4：2016 年跨太平洋线、亚欧线收入占比 49%



来源：公司年报，中泰证券研究所

公司所属 OCEAN 联盟美欧航线市占率名列前茅

■ 重组后新三大联盟市场占有率提升至 73%

集装箱航运经历 2015-16 年企业大量兼并重组，市场集中度提升有利于控制运力投放节奏、保护运价、避免恶性竞争给行业带来的危害。集装箱航运市场原有的 16 家龙头标的重组为 9 家，兼并重组带来原有四大联盟重新洗牌，新三大联盟市场占有率达 73%，同比提高 11pct。OCEAN 联盟将共同运营 41 条东西干线和中东、红海航线，有利于加强公司在东西干线的优势。通过联盟高效合作，有利于优化自身航线网络、降低运营成本。

**图表 5: 集运市场原有的 16 家龙头重组为 9 家**

2016.2	中远和中海合并，旗下集运整合至中远海控
2016.6	赫伯罗特和阿拉伯轮船合并
2016.8	韩进海运破产
2016.11	三井、日本邮船和川崎合并集运业务
2016.12	马士基收购汉堡南美
2017.7	中远海控和上港集团收购东方海外

来源: Alphaliner, 中泰证券研究所

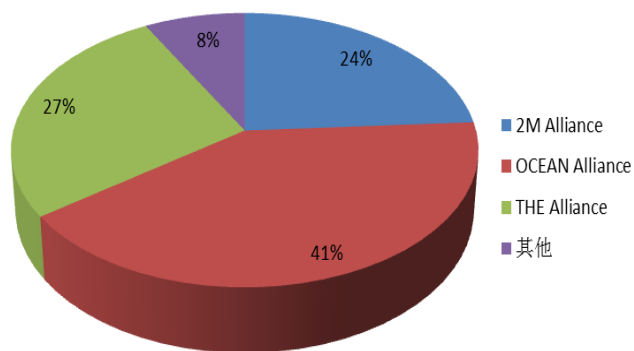
**图表 6: 新的三大联盟市场占有率达 73%**

联盟名称	联盟成员	市场份额
2M	马士基、地中海	31%
OCEAN	中远海控、达飞、长荣、东方海外	26%
THE	赫伯罗特、阳明、日本三井、日本邮船和川崎合营公司	16%

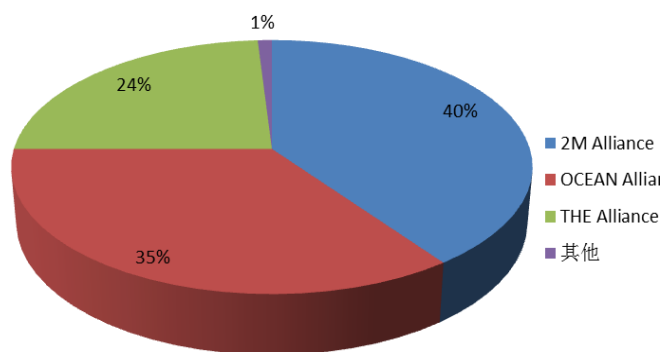
来源: Alphaliner, 中泰证券研究所

### ■ 公司所在 OCEAN 联盟在美欧航线市占率排名居前

跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）是集装箱航运公司主要收入来源。16 年行业重组洗牌后，跨太平洋线（美线）主要参与集运公司 15 家，同比减少 7 家；亚欧线（欧线）主要参与集运公司 11 家，同比减少 6 家。新三大联盟成立后，联盟在跨太平洋线（美线）市占率 92%、亚欧线（欧线）市占率 99%，实现了跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）联盟化经营。OCEAN 联盟在跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）的市占率 41%、35%，排名分别为第一、第二。

**图表 7: OCEAN 联盟在跨太平洋线（美线）市占率 41%**


来源: Alphaliner, 中泰证券研究所

**图表 8: OCEAN 联盟在亚欧线（欧线）市占率 35%**


来源: Alphaliner, 中泰证券研究所

## 受益进出口贸易景气向上 集运有望实现量价齐升

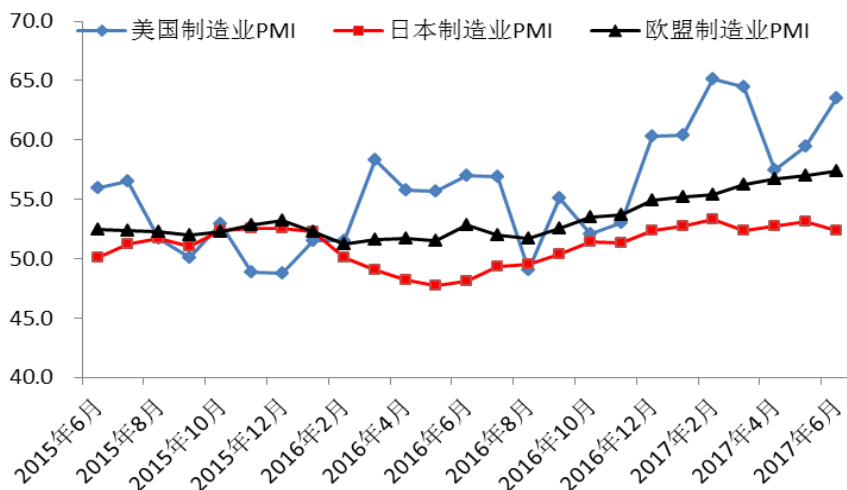
我们预计 2017 年公司集装箱运量整体增速 18%



■ **制造业 PMI持续走高 17Q3进出口增速有望延续回暖态势**

2016年下半年以来全球经济增速回暖，进出口贸易呈复苏态势。制造业指数PMI具有先导性指标，一般领先1个季度。2017年6月美、欧、日制造业 PMI指数分别为63.5、52.4和57.4，同比增长11.4%、9%和8.7%，我们预计17Q3将延续进出口增速回暖态势，利好集运行业景气上升。

**图表9：我们预计17Q3将延续进出口增速回暖态势**

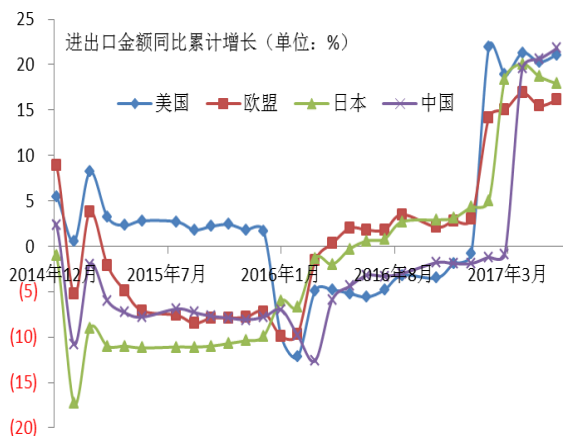


来源：Wind, 中泰证券研究所

■ **我们预计2017年中国进出口增速有望达9%**

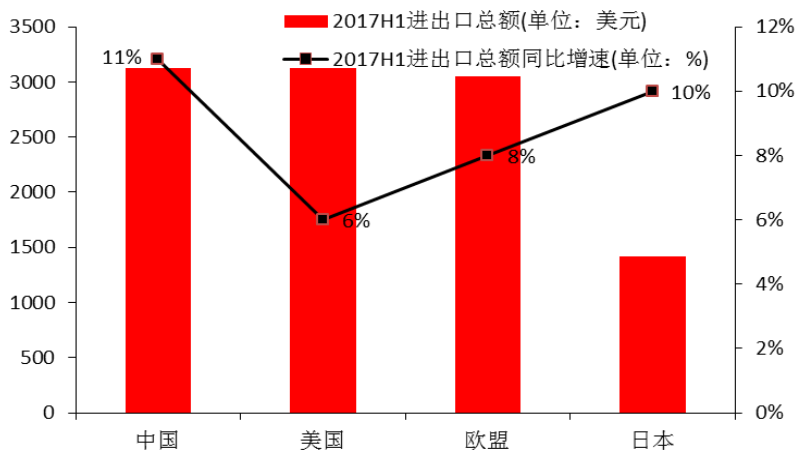
受益于进出口回暖，2017H1 集运行业景气度继续上升。2017H1 中国进出口总额 3126 亿美元，同比增长 11%，美欧日等主要经济体进出口总额增速均在 6%以上，我们预计 2017 年中国进出口增速有望达 9%。

**图表 10：2016 年下半年以来主要经济体进出口贸易呈复苏态势**



来源：Wind, 中泰证券研究所

**图表 11：我们预计 2017 年中国进出口增速有望达 9%**

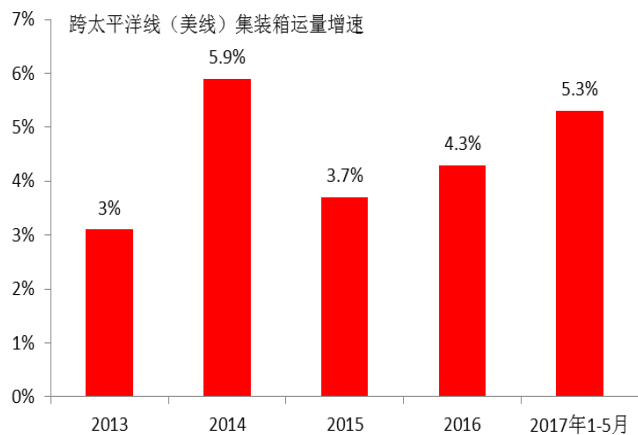


来源：Wind, 中泰证券研究所

■ **我们预计2017年跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）增速为5%、4%**  
集装箱航运受进出口增速影响较大，表现为较强的周期性。截止 2017

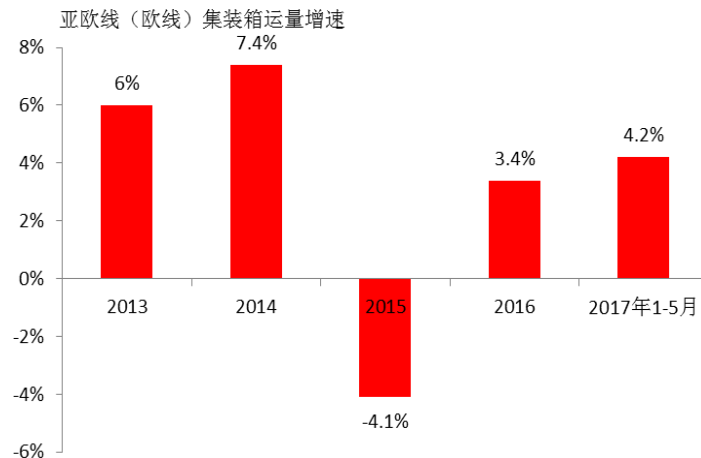
年 5 月，跨太平洋线（美线）集装箱运量同比增速 5.3%；亚欧线（欧线）集装箱运量同比增速 4.2%。美欧航线运量增速均高于 2015、16 年，集运运量增速回暖显著。2017H1 中远海控实现归母净利润 18.5 亿、扭转 16 年亏损态势，我们预计 2017 年跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）增速为 5%、4%。

**图表 12：17 年 1-5 月跨太平洋线（美线）集装箱运量增速 5.3%**



来源：Alphaliner，中泰证券研究所

**图表 13：17 年 1-5 月亚欧线（欧线）集装箱运量增速 4.2%**

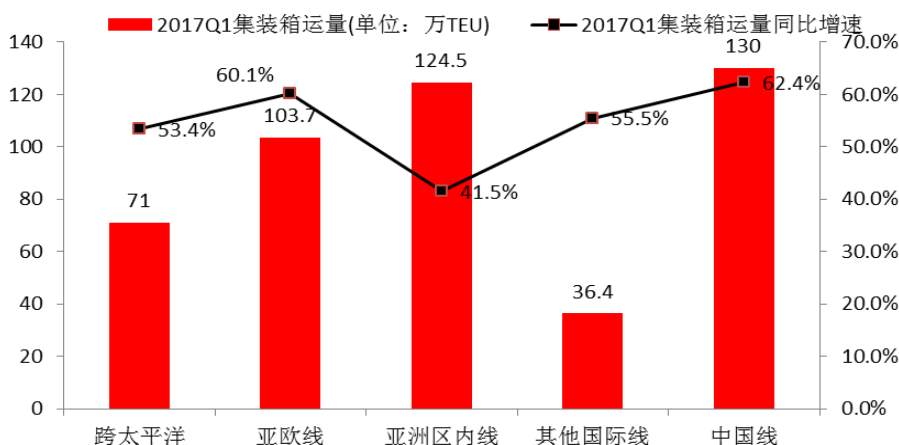


来源：Alphaliner，中泰证券研究所

■ 我们预计2017年公司集装箱运量整体增速18%

2016 年 3 月，公司采用租赁方式运营原中海集运全部运力，根据年报数据运力同比增长 87.4%。16Q1 集装箱运量基数较低，17 年公司集装箱运量同比增长较快。17Q1 公司集装箱运量 465 万 TEU，同比增长 53.9%，17Q1 公司主要航线增速均在 40% 以上。考虑到 16Q1 集装箱运量基数较低和行业集装箱运量增速，我们预计 2017 年公司集装箱运量整体增速 18%

**图表 14：16Q1 运力低基数，17Q1 公司主要航线增速均在 40% 以上**



来源：wind，中泰证券研究所

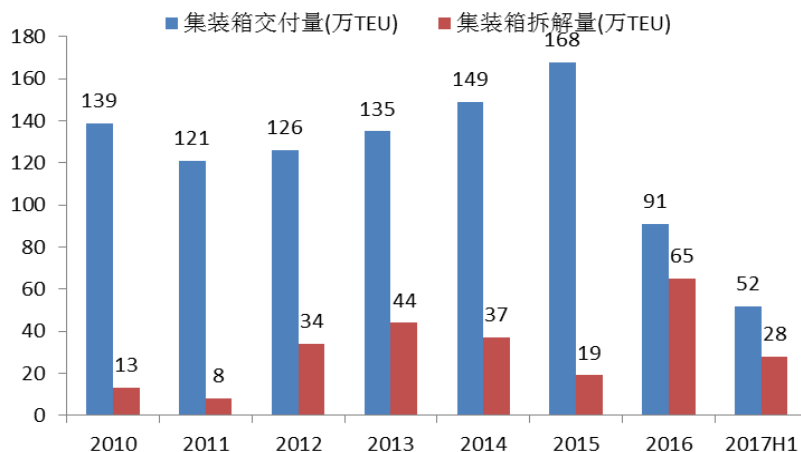
我们预计 2017 年新增运力维持在较低水平

■ 我们预计 2017 年行业新增运力增速为 2.9%



2017H1 集装箱航运交付运力 52 万 TEU、拆解运力 28 万 TEU，所以新增 24 万 TEU，占 2016 年行业总运力 1.2%。近 6 年来集运市场持续不景气、新船订单维持低位。2016 年新签订单 28.1 万 TEU，仅为 2015 年新签订单量的 12%。截至 5 月底，2017 年新签订单仅 2 万 TEU。根据 Clarkson 预测 17H2 名义运力增长 34 万 TEU，我们预计 2017 年行业新增运力增速为 2.9%。

**图表 15：我们预计 2017 年行业新增运力增速为 2.9%**



来源：AlphaLiner，中泰证券研究所

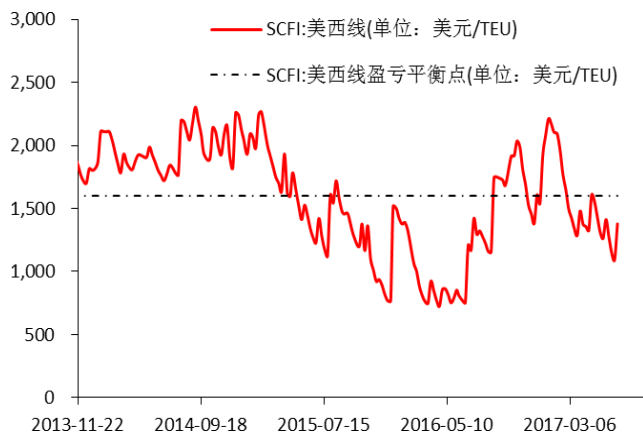
#### ■ 闲置运力占比处低位 对下半年运力投放影响减弱

自 2008 年以来集装箱航运普遍亏损，班轮公司放，2017 年初行业闲置运力 7.4%，截止 6 月底行业闲置运力 2.66%，17H1 闲置运力投放 90 万 TEU 已经基本被市场消化。目前闲置运力占比处于较低历史水平，对下半年运力投放影响较弱。

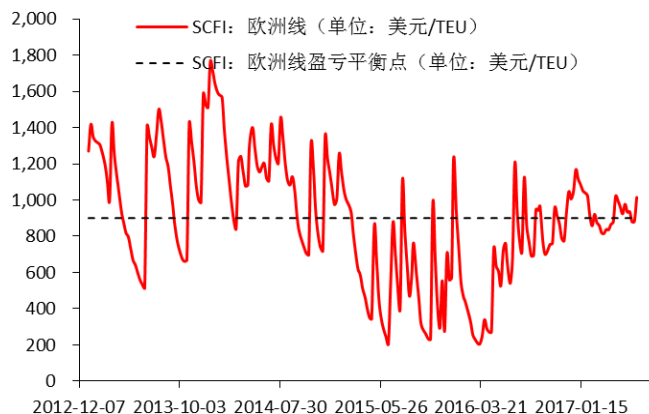
#### 集装箱运价表现强劲，有力增厚 17 年公司业绩

#### ■ 我们预计 2017 年跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）和其他线运价同比增速 42%、42%和 20%。

2016 年集运市场运价降至历史新低，SCFI：综合指数收于 400 点，行业普遍承受亏损压力。截止 17 年 6 月底，SCFI：综合指数收于 919 点，17 上半年 SCFI：综合指数平均值 861，同比增长 62%；17 上半年 SCFI：美西线平均运价 1565 美元/TEU，同比增长 62%；欧洲线平均运价 936 美元/TEU，同比增长 95%。我们预计 2017 年跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）和其他线运价同比增速 42%、42%和 20%。

**图表 16: 2017H1 美西线平均运价 1611 美元/TEU**


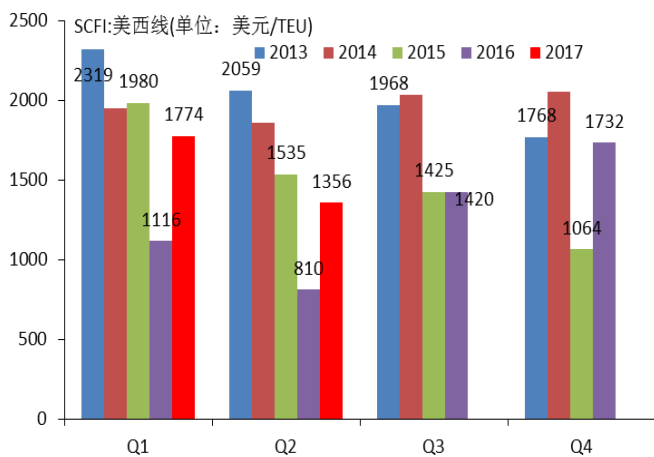
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 2017H1 欧洲线平均运价 936 美元/TEU**


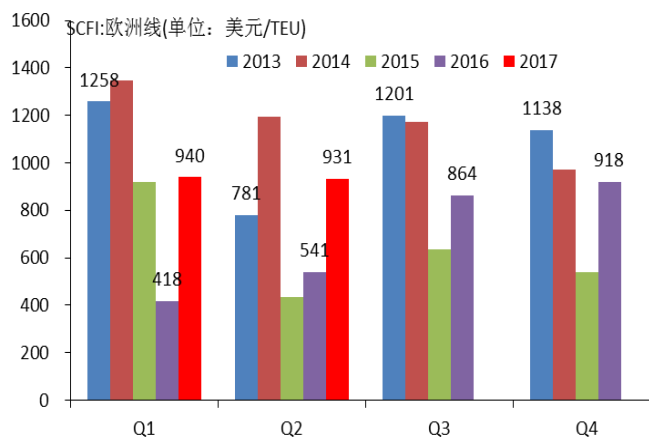
来源: wind, 中泰证券研究所

### ■ 17H1 美欧航线运价增长强劲、欧洲线好于美西线

跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）运价增速明显，走出 16 年运价低谷，行业景气度持续上升。分季度来看，17 年美西线 SCFI：一季度平均运价 1774 美元/TEU，同比增长 59%、二季度平均运价 1356 美元/TEU，同比增长 67%；17 年欧洲线 SCFI：一季度平均运价 940 美元/TEU，同比增长 125%、二季度平均运价 1356 美元/TEU，同比增长 67%；受益进出口贸易增速回暖和 16Q1 低基数，17H1 美欧航线运价增长强劲，欧洲线好于美西线。

**图表 18: 美西线 SCFI: 17Q1 同比增长 59%、17Q2 同比增长 67%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 19: 欧洲线 SCFI: 17Q1 同比增长 125%、17Q2 同比增长 67%**


来源: wind, 中泰证券研究所

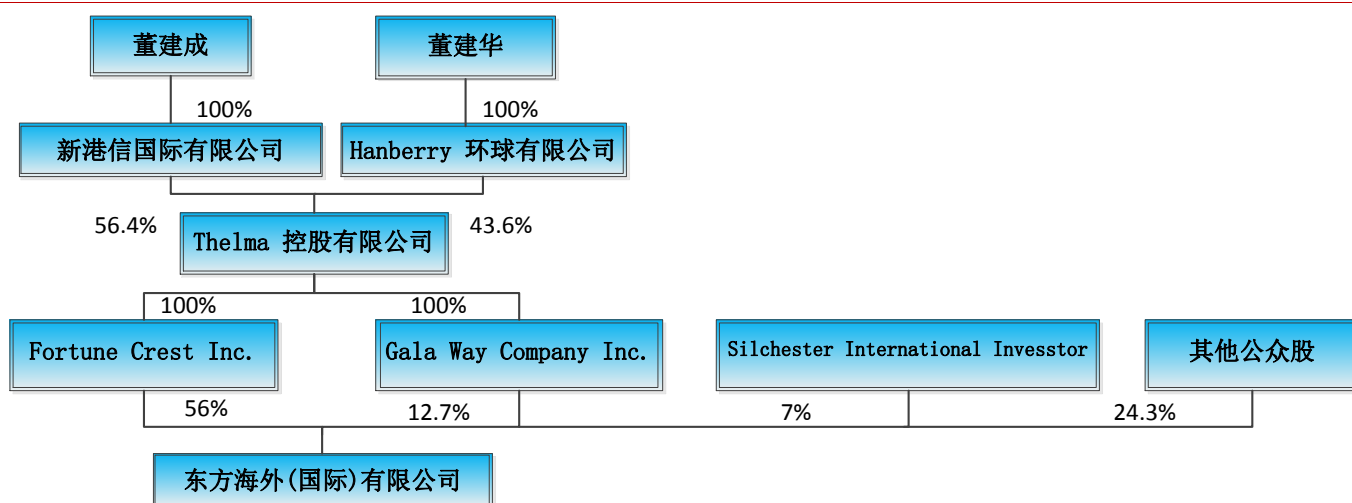
## 推进收购东方海外进程 优质资产有望增厚业绩

有望收购东方海外国际 集运运力跻身三甲

■ 公司发布《重大资产购买报告书》(草案)

2017年7月26日公司发布《重大资产购买报告书》(草案),中远海控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。本次要约收购为附条件的自愿性全面现金要约收购。Faulkner Global与上港BVI联合收购东方海外国际至少已发行股份的68.7%的股份,至多为东方海外国际全部已发行股份,收购价格78.67港币/股。东方海外由香港董浩云先生创立,主营业务为集装箱运输和物流业务,集运排名世界第7。董建成、董建华通过信托等形式拥有公司68.7%控股股权,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。

图表 20: 董氏兄弟拥有东方海外 68.7% 控股股权

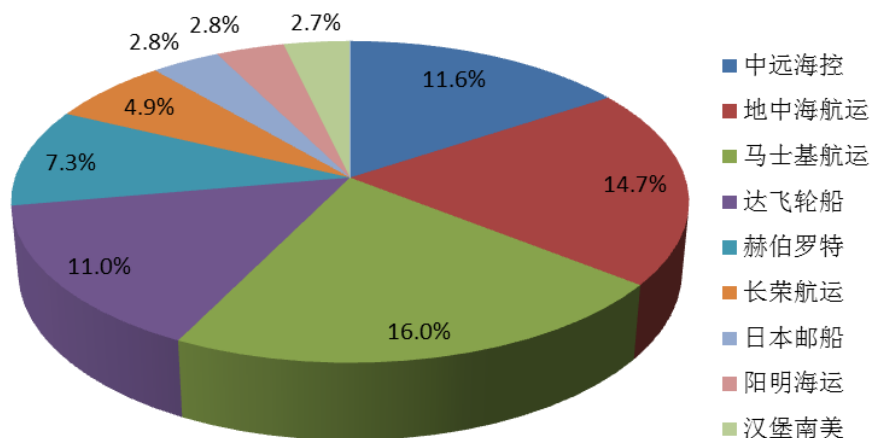


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

■ 若完成收购交易, 公司运力排名跻身三甲

集装箱航运同质性较强且规模效应显著, 如完成收购交易有利于公司利用规模和成本优势提高竞争力和行业话语权。截止 2017H1, 东方海外国际在行业排名第 7, 运力占比 3.3%。此次收购完成后中远海控运力占比提升至 11.6%, 排名提升至全球第 3 位, 在手订单超过 290 万 TEU。欧线周运力 5.8 万 TEU, 市场占有率 13%, 排名第三; 北美线周运力 7.8 万 TEU, 市场占有率 15%, 排名第一。中远海控和东方海外同属 OCEAN 联盟, 完成收购后公司提高了整体运力和市场份额, 我们认为更重要航线网络协同、优质客户积累和先进的管理经验。

**图表 21：如完成收购，中远海控运力占比 11.6%，排名跻身三甲**



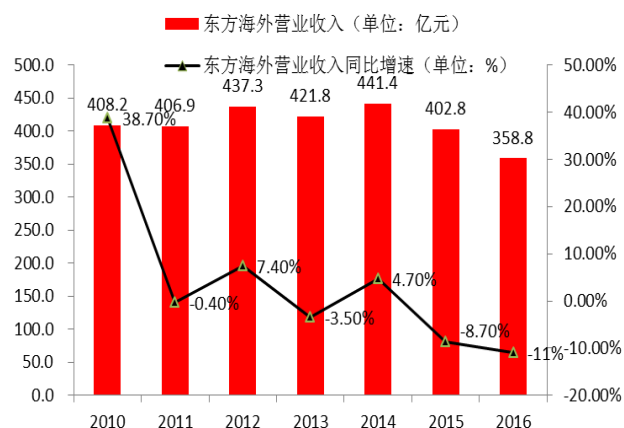
来源：Alphaliner，中泰证券研究所

**东方海外集运优质龙头 优质资产有望增厚公司业绩**

■ **自 2010 年以来东方海外整体经营状况好于中远海控**

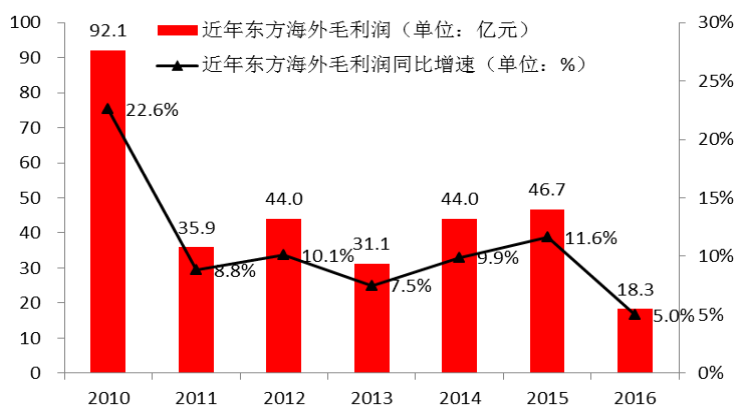
东方海外主营业务为集装箱运输和物流业务，二者营收占比 99.3%，贡献毛利润占比 95%。随着集运市场持续低迷，近两年东方海外营收持续下滑，2016 年公司营业收入 358.8 亿元，同比下降 11%。面对严峻市场形势，公司积极加强成本控制，自 2010 年以来毛利率均在 7.5% 以上 (除 2016 年个别年份)、仅 16 年出现亏损，整体经营状况好于中远海控。

**图表 22：2016 年东方海外营收同比下降 11%**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 23：自 2010 年以来东方海外毛利率 7.5% 以上 (16 年除外)**

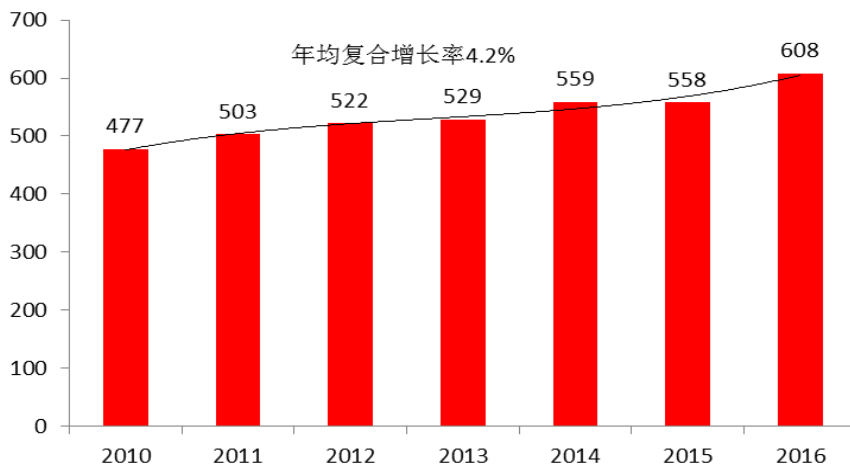


来源：公司年报，中泰证券研究所

■ **我们预计 2017 年东方海外集装箱运量整体增速 5%**

2010 年以来，东方海外集装箱运量保持稳步增长，复合增长率 4.2%。2016 年东方海外集装箱运量 608 万 TEU，排名居世界第七位。随着美欧进出口贸易复苏，2017Q1 东方海外集装箱运量 147 万 TEU，同比增长 7.1%，我们预计 2017 年东方海外集装箱运量整体增速 5%。

**图表 24：自 2010 年以来东方海外集装箱运量复合增长率 4.2%**

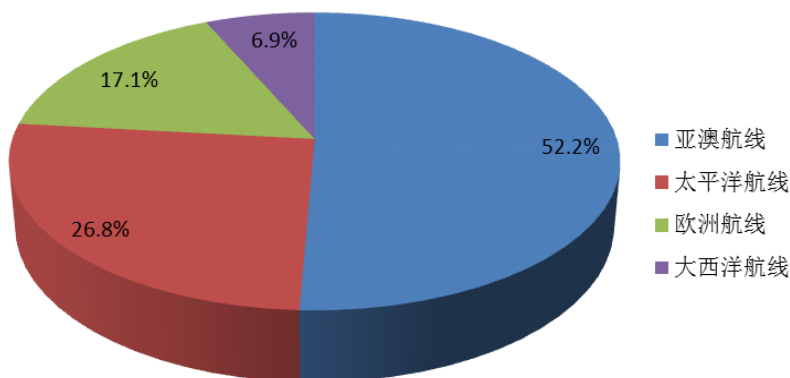


来源：公司年报，中泰证券研究所

■ **完成收购后中远海控和东方海外航线互补性强**

东方海外航运经营按区域分为 4 大航线：太平洋航线(北美线)、亚澳航线(亚洲、澳洲线)、欧洲航线和大西洋航线。太平洋航是公司传统的收入来源，近 5 年来亚澳航线后来居上，2016 年亚澳航线运量占比达 52.2%。完成收购后中远海控和东方海外互补性强，太平洋航线(北美线)强强联合，市场占有率提升至 15%，排名第一；欧洲线市场占有率提升至 13%，排名第三。

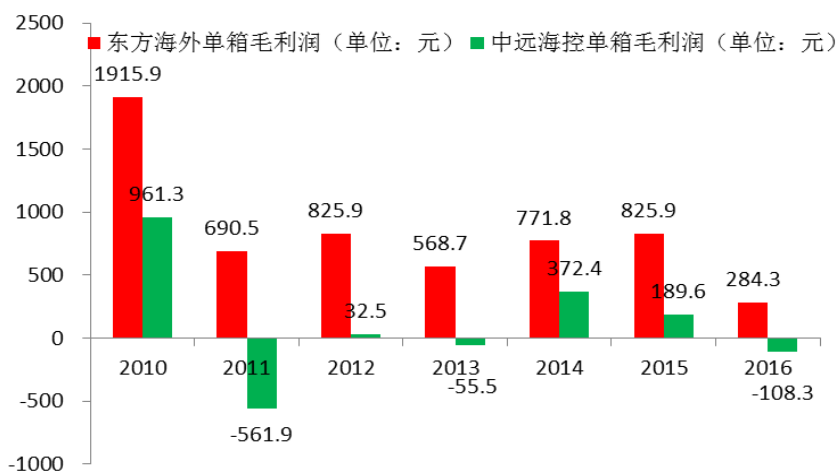
**图表 25：2016 年亚澳航线(亚洲、澳洲线)运量占比达 52.2%**



来源：公司官网，中泰证券研究所

■ **汲取先进管理经验，优化航线网络和船队结构提升公司业绩**

东方海外采用的大型集装箱船先进设计，2016 年单船规模 7548TEU/船。近 6 年来集装箱航运市场持续低迷，东方海外单箱毛利润始终维持正值，中远海控 2011、2013、2016 年单箱毛利润为负值。2016 年东方海外单箱毛利润 284.3 元，同期中远海控单箱毛利润为-108.3 元。如果中远海控完成收购交易，有利于汲取东方海外先进管理经验，优化航线网络和船队结构，提高集运业务单箱毛利率。

**图表 26：自 2010 年以来东方海外单箱毛利润优于中远海控**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**■ 我们预计 2018 年中远海控投资收益 10.2~15.6 亿元**

如完成收购交易，中远海控和东方海外协同效应进一步增强。两家公司均属于 OCEAN 联盟，有利于两家公司在联盟框架内实现客户资源共享，优化配置集装箱运力。收购完成后提高两家码头资源综合利用率，集装箱运力优化配置降低综合成本。按照收购协议至少收购控股股东 68.7%、至多收购全部 100%，假设收购在 17 年可以完成、过桥贷款利率 3%，我们预计 2018 年中远海控投资收益 10.2~15.6 亿元，对应业绩弹性 23.8%~36.4%。

**图表 27：我们预计 18 年中远海控投资收益业绩弹性 23.8%~36.4%**

	至少收购控股股东 68.7%	至多收购全部 100%
上港集团收购比例	9.90%	9.90%
中远海控收购比例	58.80%	90.10%
中远海控支付金额 (亿元)	251.3	385
我们预计 18 年东方海外净利润 (亿元)	30.1	30.1
假设过桥贷款利率	3.00%	3.00%
利息费用	7.5	11.6
中远海控投资收益 (亿元)	10.2	15.6
中远海控 2018 年净利润 (亿元)		43
投资收益业绩弹性	23.6%	36.2%

来源：wind，中泰证券研究所

**盈利预测和投资建议：目标价：6.4 元，首次覆盖给予“买入”评级**



**图表 28：可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600428.SH	中远海特	6.43	0.02	0.07	0.13	288	93	51
601866.SH	中远海发	3.52	0.03	0.035	0.04	112	98	91
600026.SH	中远海能	6.31	0.48	0.27	0.33	13.1	23.4	19.1

来源：wind，中泰证券研究所 注：股价为 2017 年 7 月 17 日收盘价

- **重要假设：**(1) 2017 年公司集装箱运量整体增速 18%；(2) 2017 年跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）和其他线运价同比增速 42%、42% 和 20%，相关分析详前面章节。
- **集运行业兼并重组再洗牌，集中度提升助力业绩向好。**16 年 3 月国内航运巨头中国远洋和中国海运完成战略重组，重组后的中远海控专注集装箱运输业务，成为集装箱运输 A 股唯一上市平台，集装箱运力跃居世界第 4。跨太平洋线（美线）和亚欧线（欧线）是公司主要收入来源，16 年美欧航线营业收入占比 49%。公司所属 OCEAN 联盟在跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）市占率分别为 41%、35%，市场高份额有利于公司优化自身航线网络、降低运营成本。
- **受益进出口贸易景气向上，集装箱运量增速回暖。**美欧制造业 PMI 持续走高，17Q3 进出口增速有望延续回暖态势，我们预计 17 年跨太平洋线（美线）和亚欧线（欧线）航线运量增速为 5%、4%。16Q1 集装箱运量基数较低，17Q1 公司集装箱运量同比增长较快，我们预计 17 年公司集装箱运量整体增速 18%。我们判断 17 年行业新增运力增速为 2.9%，目前行业闲置运力下降至 2.66%，闲置运力占比处于历史低位，对下半年运力投放影响较弱。
- **集装箱运价表现强劲，有力增厚 17 年公司业绩。**16 年集运市场运价降至历史新低点，行业普遍承受亏损压力。17H1 跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）运价增速明显，运价回调力度超出市场预期，行业景气度持续上升。我们预计 2017 年跨太平洋线（美线）、亚欧线（欧线）和其他线运价同比增速 42%、42% 和 20%。
- **推进东方海外收购进程，优质资产有望增厚业绩。**集装箱航运同质性较强且规模效应显著，如果收购交易完成，中远海控运力占比全球 11.6%，排名跻身三甲，在手订单超过 290 万 TEU。亚欧线（欧线）市占率提升至 13%，排名第三；跨太平洋线（美线）市场占有率提升至 15%，排名第一。中远海控和东方海外同属 OCEAN 联盟，如果收购交易完成提高运力和市场份额，更重要航线网络的协同、优质客户积累和先进管理经验。我们预计 2018 年中远海控投资收益 10.2~15.6 亿元，对应业绩弹性 23.8%~36.4%。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 852.5、899.4、944.4 亿元，同比增长 19.8%、5.5%、5.0%，归属于母公司净利润为 34.5、42.9、47.0 亿元，同比增长 134.8%、24.2%、9.7%，对应的每股收益 EPS 分别为 0.34、0.42、0.46 元，给予 6.4 元目标价，对应 2017 年 15.8XPE。随着全球进出口贸易回暖，集运行业迎来复苏，

集运主业有望量价齐升；推进东方海外收购进程，如收购交易完成、优质资产有望增厚公司业绩。首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- **美欧反垄断审查不确定性、收购交易时间不及预期**  
收购要约发出前提条件包括：(1)发改委、国资委和外管局审批；(2)中国、美国和欧盟相关部门反垄断审批，国内一般需要 3-6 个月、美欧反垄断审查存在一定不确定性；(3)公司股东大会审批。只有满足上述条件，公司才能发出收购要约。
- **市场需求低于预期、运力投放超出预期**  
随着 2016 年集运行业大量企业兼并重组，集中度提升有利于控制运力投放、保障运价。加上 2017 年全球进出口回暖，集运行业步入复苏通道。但全球集装箱运力过剩的局面没有根本改变，新的三大联盟市场占有率达 73%、即 CR9=73%，行业集中度存在进一步提高的空间，存在个别公司运力加速投放引发供需失衡的风险。
- **油价增长超出预期**  
船舶燃油是集装箱航运企业重要成本，包含在设备及货物运输成本中。2016 年船舶燃油单耗同比 2015 年下降 5.1%，因此油价增长超出预期成为影响公司业绩风险之一。

图表 29: 财务报表摘要

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F	资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	57,490	71,160	85,250	89,939	94,436	货币资金	33,015	32,512	35,022	43,500	50,223
营业成本	55,108	71,866	74,253	78,157	81,781	存货	1,469.2	1,564.7	3,131.8	1,350.4	3,088.0
毛利率	4.14%	-0.99%	12.90%	13.10%	13.40%	应收账款	4,920.1	7,721.5	7,307.2	8,544.6	8,145.1
营业税金及附加	76.0	124.8	127.9	134.9	141.7	其他流动资产	1,227.0	841.5	1,211.7	1,166.1	1,085.1
营业费用	131.3	65.5	85.2	89.9	94.4	<b>流动资产合计</b>	<b>41,852</b>	<b>45,362</b>	<b>48,406</b>	<b>57,337</b>	<b>64,495</b>
营业费用率	0.23%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%	固定资产	79,573.1	43,573.5	40,199.6	36,825.6	33,451.7
管理费用	4,153.2	4,130.0	4,177.2	4,047.2	4,249.6	长期股权投资	15,388.4	20,430.6	20,430.6	20,430.6	20,430.6
管理费用率	7.22%	5.80%	4.90%	4.50%	4.50%	无形资产	2,313.3	2,102.6	2,008.0	1,913.4	1,818.7
财务费用	2,282.3	1,815.6	1,815.6	1,815.6	1,815.6	其他长期资产	2,160.2	1,479.4	2,333.9	2,380.6	2,428.2
财务费用率	3.97%	2.55%	2.13%	2.02%	1.92%	<b>非流动资产合计</b>	<b>106,342</b>	<b>74,290</b>	<b>71,633</b>	<b>68,204</b>	<b>64,802</b>
投资收益	2,071.1	-976.6	1,008.7	1,008.7	1,008.7	<b>资产总计</b>	<b>148,193</b>	<b>119,653</b>	<b>120,039</b>	<b>125,541</b>	<b>129,297</b>
<b>营业利润</b>	<b>-2,178.3</b>	<b>-7,912.6</b>	<b>5,800.0</b>	<b>6,703.0</b>	<b>7,361.8</b>	短期借款	2,867.9	3,246.9	0.0	0.0	0.0
营业利润率	-3.79%	-11.12%	6.80%	7.45%	7.80%	应付账款	11,217.4	20,818.6	13,133.5	17,757.2	15,379.1
营业外收入	4,382.6	605.8	600.0	600.0	600.0	其他流动负债	11,966.0	9,409.1	14,785.4	10,819.0	11,296.2
营业外支出	448.5	1,281.7	500.0	500.0	500.0	<b>流动负债合计</b>	<b>26,147</b>	<b>33,501</b>	<b>28,062</b>	<b>28,615</b>	<b>26,808</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,755.8</b>	<b>-8,588.4</b>	<b>5,900.0</b>	<b>6,803.0</b>	<b>7,461.8</b>	长期借款	57,301.7	29,253.0	29,253.0	29,253.0	29,253.0
所得税	-35.7	512.8	1,475.0	1,700.8	1,865.5	其他长期负债	2,565.9	1,497.9	2,526.7	2,196.9	2,073.8
所得税率	-2.03%	-5.97%	25.00%	25.00%	25.00%	<b>非流动性负债合计</b>	<b>77,109</b>	<b>48,603</b>	<b>49,051</b>	<b>48,905</b>	<b>48,853</b>
少数股东损益	20,284.2	19,225.6	20,199.1	21,015.4	21,910.8	<b>负债合计</b>	<b>103,256</b>	<b>82,104</b>	<b>77,113</b>	<b>77,520</b>	<b>75,661</b>
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>283.4</b>	<b>-9,906.0</b>	<b>3,451.5</b>	<b>4,285.9</b>	<b>4,700.9</b>	股本	10,216.3	10,216.3	10,216.3	10,216.3	10,216.3
净利率	0.49%	-13.92%	4.05%	4.77%	4.98%	资本公积	27,902.4	27,502.8	27,459.6	27,452.6	27,471.6
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.97</b>	<b>0.34</b>	<b>0.42</b>	<b>0.46</b>	<b>股东权益合计</b>	<b>24,653</b>	<b>18,323</b>	<b>22,726</b>	<b>27,005</b>	<b>31,725</b>
						少数股东权益	20,284.2	19,225.6	20,199.1	21,015.4	21,910.8
						<b>负债股东权益总计</b>	<b>148,193</b>	<b>119,653</b>	<b>120,039</b>	<b>125,541</b>	<b>129,297</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>盈利预测分析</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
归属于母公司股东的净利润	283.4	-9,906.0	3,451.5	4,285.9	4,700.9	<b>成长性指标</b>					
少数股东损益	20,284.2	19,225.6	20,199.1	21,015.4	21,910.8	营业收入增长率(%)	-10.7	23.8	19.8	5.5	5.0
折旧和摊销	4,193.0	2,725.1	3,468.6	3,468.6	3,468.6	净利润增长率(%)	-21.8	-3595.5	134.8	24.2	9.7
营运资金变动	-489.5	4,155.2	-6,485.7	-2,756.5	-2,263.4	<b>盈利能力指标</b>					
财务费用	1,780.6	694.3	1,815.6	1,815.6	1,815.6	毛利率(%)	4.1	-1.0	12.9	13.1	13.4
<b>经营现金流</b>	<b>6,663.7</b>	<b>1,519.5</b>	<b>2,214.8</b>	<b>8,134.2</b>	<b>7,608.4</b>	EBIT Margin(%)	-3.4	-7.1	7.8	8.4	8.7
可出售金融资产变动	85.3	-107.4	43.2	7.0	-19.1	EBITDA Margin(%)	3.9	-3.2	11.8	12.2	12.3
投资收益	2,071.1	-976.6	1,008.7	1,008.7	1,008.7	净利率(%)	0.5	-13.9	4.0	4.8	5.0
资产变卖	167.2	165.0	0.0	0.0	0.0	PEG	-8.8	-	-	0.5	1.2
<b>投资现金流</b>	<b>-6,949.3</b>	<b>4,986.4</b>	<b>681.6</b>	<b>1,068.5</b>	<b>1,077.8</b>	<b>偿债能力指标</b>					
资本公积变动	-9.2	3,461.5	951.6	-7.0	19.1	资产负债率(%)	69.7	68.6	64.2	61.7	58.5
财务费用	-2,282.3	-1,815.6	-1,815.6	-1,815.6	-1,815.6	流动比率	1.6	1.4	1.7	2.0	2.4
股息支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>估值指标</b>					
短期借款变动	-259.7	379.0	-3,246.9	0.0	0.0	净资产收益率(%)	1.1	-54.1	15.2	15.9	14.8
<b>融资现金流</b>	<b>-7,458.5</b>	<b>-9,497.9</b>	<b>-386.5</b>	<b>-4,725.2</b>	<b>-3,962.3</b>	P/E(倍)	192.9	-5.5	15.8	12.8	11.6
<b>现金净流量</b>	<b>-7,744</b>	<b>-2,992</b>	<b>2,510</b>	<b>4,477</b>	<b>4,724</b>	P/B(倍)	2.2	3.0	2.4	2.0	1.7

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	买入	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。