

2017年07月26日

中远海控 (601919.SH)

业绩筑底供需向好，并购重组协同增效

■事件：

中远海控(601919)完成回复收购东方海外国际报告书草案信息披露的事后问询函，发布相关修订稿及备查文件，并公告提示A股股票将于26日复牌。

■点评：

公司上半年业绩强势扭亏为盈。根据半年业绩预报，预计1H2017实现未经审计归母净利润18.5亿元，相比去年同期归母净利润-72.09亿，同比增加超过90亿，业绩大幅改善。

市场企稳助力公司业绩筑底。全球集运市场运力扩张增速在2015年达到顶峰，市场开始出现较多闲置运力；全球贸易低迷导致货运需求疲弱，各大玩家降价夺市，量价双重挤压给公司经营造成较大压力。但2016年下半年起，供需改善迹象显现，市场企稳向好。报告期内公司集装箱业务平均运价同比上升，货运量同比增长34.72%，盈利在去年四季度基础上持续扩大。

并购重组促进公司协同增效。重组后上市公司运力将达290万标准箱(含订单)左右，规模跻身全球前列，有效巩固公司行业地位、增强抗风险能力，并且将产生显著的协同效应，包括航线网络和船队结构优化、部分港口多缺箱互补、供应商成本优化、管理成本和信息系统优化等。据公司披露，本次交易选取2%协同效应比例及8倍EV/EBITDA，测算得协同效应现值约26.94亿美元。

■要约收购致公司短期资金承压，拟保留标的品牌或触发其他重要事项。

本次交易对价为每股78.67港元，标的公司100%股权对应价值492.31亿港元，约合62亿美元、428.70亿人民币，对应1.40倍PB。由于为现金要约，资金来源为子公司自有资金及中国银行不超65亿美元过桥贷款，因此预计公司短期资金面承压。另外，公司拟在要约结束后保留东方海外的品牌及上市地位，为使其公众持股达25%，或将触发公司定增、向独立第三方出售现有股票，由标的公司发行红股或永久性可转换证券等事项。

■投资建议：我们认为集运业供需改善及本次并购将为公司盈利带来向上弹性，预计公司2017-2018年EPS分别为0.31元和0.41元，给予“买入-A”评级，六个月目标价7.75元，相当于2017年25倍动态市盈率。

■风险提示：全球经济低迷，集运市场供需失衡，并购方案终止

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	57,489.9	71,160.2	81,724.0	88,909.1	95,352.5
净利润	283.4	-9,906.0	3,164.1	4,166.5	5,025.9
每股收益(元)	0.03	-0.97	0.31	0.41	0.49
每股净资产(元)	2.41	1.79	2.20	2.60	3.10

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	192.9	-5.5	17.3	13.1	10.9
市净率(倍)	2.2	3.0	2.4	2.1	1.7
净利润率	0.5%	-13.9%	3.9%	4.7%	5.3%
净资产收益率	1.1%	-54.1%	14.1%	15.7%	15.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.1%	-6.9%	6.4%	7.8%	11.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

航运

投资评级 买入-A

调高评级

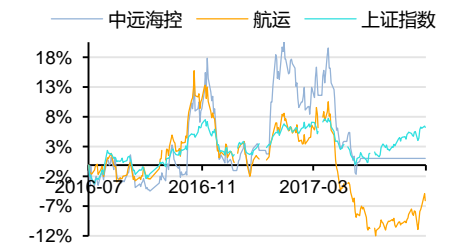
6个月目标价：7.75元

股价(2017-05-16) 5.35元

交易数据

总市值(百万元)	54,657.07
流通市值(百万元)	40,850.86
总股本(百万股)	10,216.27
流通股本(百万股)	7,635.67
12个月价格区间	5.06/6.38元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.72	-5.5	-7.56
绝对收益	0.0	-2.01	0.0

胡光悱

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040005

hugy@essence.com.cn

021-35082762

相关报告

中远海控：四季度盈利改

善，集运复苏利好公司发
展/张龙 2017-03-31

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	57,489.9	71,160.2	81,724.0	88,909.1	95,352.5	成长性					
减:营业成本	55,108.2	71,865.8	72,712.5	77,951.8	82,549.8	营业收入增长率	-10.7%	23.8%	14.8%	8.8%	7.2%
营业税费	76.0	124.8	121.7	135.3	151.4	营业利润增长率	-15339.7	263.2%	-137.5%	45.4%	34.3%
销售费用	131.3	65.5	151.2	149.8	141.6	净利润增长率	-21.8%	-3595.5	-131.9%	31.7%	20.6%
管理费用	4,153.2	4,130.0	4,740.0	5,227.9	5,557.1	EBITDA 增长率	-32.1%	-178.9%	-350.4%	16.3%	15.1%
财务费用	2,282.3	1,815.6	2,043.0	2,075.5	2,082.4	EBIT 增长率	-95.3%	-5963.0	-182.2%	27.5%	23.3%
资产减值损失	-5.5	109.7	57.6	53.9	73.7	NOPLAT 增长率	-98.4%	-6189.2	-158.2%	27.5%	23.3%
加:公允价值变动收益	6.1	15.2	-	-	-	投资资本增长率	12.0%	-37.2%	5.4%	-19.5%	10.1%
投资和汇兑收益	2,071.1	-976.6	1,070.3	1,000.0	1,000.0	净资产增长率	4.6%	-16.4%	11.0%	10.0%	11.0%
营业利润	-2,178.3	-7,912.6	2,968.3	4,315.0	5,796.5	利润率					
加:营业外净收支	3,934.2	-675.9	1,250.4	1,240.3	904.7	毛利率	4.1%	-1.0%	11.0%	12.3%	13.4%
利润总额	1,755.8	-8,588.4	4,218.7	5,555.4	6,701.2	营业利润率	-3.8%	-11.1%	3.6%	4.9%	6.1%
减:所得税	-35.7	512.8	1,054.7	1,388.8	1,675.3	净利润率	0.5%	-13.9%	3.9%	4.7%	5.3%
净利润	283.4	-9,906.0	3,164.1	4,166.5	5,025.9	EBITDA/营业收入	7.5%	-4.8%	10.4%	11.1%	11.9%
						EBIT/营业收入	0.2%	-8.6%	6.1%	7.2%	8.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	487	311	185	156	133
						流动资产周转天数	-40	-43	-31	-31	-30
						流动营业资本周转天数	290	221	208	210	210
						应收账款周转天数	31	32	32	32	32
						存货周转天数	11	8	10	9	8
						总资产周转天数	930	678	529	491	458
						投资资本周转天数	553	385	265	226	197
						投资回报率					
						ROE	1.1%	-54.1%	14.1%	15.7%	15.9%
						ROA	1.2%	-7.6%	2.6%	3.4%	4.2%
						ROIC	0.1%	-6.9%	6.4%	7.8%	11.9%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
						管理费用率	7.2%	5.8%	5.8%	5.9%	5.8%
						财务费用率	4.0%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%
						三费/营业收入	11.4%	8.4%	8.5%	8.4%	8.2%
						偿债能力					
						资产负债率	69.7%	68.6%	65.4%	62.4%	57.9%
						负债权益比	229.8%	218.7%	189.1%	166.3%	137.6%
						流动比率	1.60	1.35	1.74	1.32	1.66
						速动比率	1.54	1.31	1.63	1.29	1.57
						利息保障倍数	0.05	-3.36	2.45	3.08	3.78
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,791.5	-9,101.2	3,164.1	4,166.5	5,025.9	EPS(元)	0.03	-0.97	0.31	0.41	0.49
加:折旧和摊销	4,193.0	2,725.1	3,468.6	3,468.6	3,468.6	BVPS(元)	2.41	1.79	2.20	2.60	3.10
资产减值准备	-5.5	109.7	-	-	-	PE(X)	192.9	-5.5	17.3	13.1	10.9
公允价值变动损失	-6.1	-15.2	-	-	-	PB(X)	2.2	3.0	2.4	2.1	1.7
财务费用	1,780.6	694.3	2,043.0	2,075.5	2,082.4	P/FCF	-5.7	-12.6	13.2	17.9	20.1
投资损失	-2,071.1	976.6	-1,070.3	-1,000.0	-1,000.0	P/S	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	1,508.1	804.8	-	-	-	EV/EBITDA	37.5	-27.7	11.1	7.9	6.9
营运资金的变动	-489.5	4,155.2	-7,088.1	8,695.0	-8,397.8	CAGR(%)	32.5%	-182.0%	26.8%	32.5%	-182.0%
经营活动产生现金流量	6,663.7	1,519.5	517.2	17,405.6	1,179.0	PEG	5.9	0.0	0.6	0.4	-0.1
投资活动产生现金流量	-6,949.3	4,986.4	743.2	1,059.8	1,069.2	ROIC/WACC	0.0	-1.0	1.0	1.2	1.8
融资活动产生现金流量	-7,458.5	-9,497.9	3,003.1	-15,232.1	651.3	REP	90.5	-1.5	1.6	1.3	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡光烽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034