

交通运输

2017年08月07日

中远海控 (601919)

——全球 Top3 班轮集团，量价齐升带来极高业绩弹性

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年08月04日

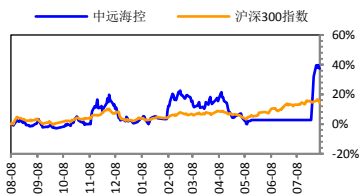
收盘价(元)	7.16
一年内最高/最低(元)	7.52/5.01
市净率	3.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	54671
上证指数/深证成指	3262.08/10361.23

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	1.84
资产负债率%	68.04
总股本/流通A股(百万)	10216/7636
流通B股/H股(百万)	-/2581

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中远海控(601919)点评：行业回暖量价齐升，业绩大幅改善再次推荐买入》
2017/07/26

《供需改善，运价提升，长看集运回暖——交通运输行业 2017 年下半年投资策略》
2017/07/11

证券分析师

陆达 A0230516070002
luda@swsresearch.com

研究支持

匡培钦 A0230117040004
kuangpq@swsresearch.com

联系人

匡培钦
(8621)23297818x7717
kuangpq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **供需改善，2017年或为集运复苏元年。**供需决定航运企业的景气，直接影响航运运价。我们在集运行业深度研究《供需改善旺季催化，长看集运回暖》中提到，2017年集运市场供需已得到改善，供给增速在4%左右，需求端受美欧经济复苏影响，有望达到5%；长看未来两年，2018年、2019年供给增速分别为4.18%、2.61%，需求至少到达3%以上并有望继续超预期，供需结构大幅改善，成为运价上涨原动力。
- **新三大联盟形成，或合力维护运价稳定。**过去几年集运行业的低迷，导致了行业的发生多场“联姻”，以及美线巨头韩进的破产。目前，新的三大联盟已经形成，一方面，提高了联盟成员的自律性，制约了各大集运企业之间的恶性竞争；另一方面，16年集运运价创新低，集运企业整体亏损严重，龙头企业提价动力强。截止7月，2017年新船订单仅4.5万TEU，仅为2016年的15.33%，是2015年的1.95%，侧面体现了行业整体对于运力的控制力。
- **中远海控2016年重组完成，再度收购东方海外后，将跻身全球第三大集运集团。**16年公司完成重组，剔除散运业务，专注于集装箱运输相关业务，目前公司拟更进一步收购东方海外国际，完成后将达到240万TEU，成为全球第三大集运集团。主营远洋运输业务，集装箱船队在全球79个国家和地区的254个港口挂靠，共经营205条国际航线，遍布全球。目前，公司已加入海洋联盟，可与盟友最大程度共享舱位，提高运载率，降低单箱成本。
- **集运业务重资产，海控租船比例高，拥有极高的运力弹性。**航运行业作为重资产行业，收入及业务量的增长不会带来成本的线性增长，因此旺季中毛利率增长快，收入转化为利润的弹性大。同时，相比于行业内其他公司，中远海控租船比例达到72%，而可比公司均在50%以下，高比例的租船带来的是行业复苏中更大的业绩弹性。经过我们详细的模型测算，2018年在乐观假设下单个航线提价1%对公司净利润的提升在2.5亿左右。
- **集运板块已开始盈利，2019年利润有望破百。**根据业绩快报，中远海控2017年上半年实现净利润18.5亿，剔除10亿非经常性损益后，仍拥有8.5亿左右净利润，我们判断集运利润在5亿左右，这表明中远海控已从亏损步入盈利时代。根据我们的模型测算，在乐观假设下，中远海控2019年利润有望破百，悲观假设下亦有43亿经营性利润。未来东方海外顺利并表，根据其行业规模及其优质的管理能力，利润水平仍有50%左右的提升空间。
- **调整盈利预测，强调“买入”评级。**我们判断2017年是集运复苏元年，量价齐升叠加超收入弹性，将带来中远海控业绩超预期上涨。据此我们调整盈利预测，预计公司2017至2019年EPS分别为0.43元、0.59元、0.77元（原预测为0.32元、0.47元、0.78元），对应现价PE分别为17倍、12倍、9倍，周期回暖，基本面改善，具有长期投资价值，再次强调“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏及贸易回暖低于预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	71,160	20,101	89,221	96,519	100,433
同比增长率(%)	23.78	37.60	25.38	8.18	4.06
净利润(百万元)	-9,906	270	4,408	6,017	7,873
同比增长率(%)	-	-	-144.50	36.50	30.85
每股收益(元/股)	-0.97	0.03	0.43	0.59	0.77
毛利率(%)	-1.0	7.7	10.4	12.0	13.4
ROE(%)	-54.1	1.4	18.6	20.2	20.9
市盈率	-7		17	12	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们判断 2017 年是集运复苏元年，量价齐升叠加超强收入弹性，将带来中远海控业绩超预期上涨。我们调整盈利预测，预计公司 2017 至 2019 年 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.77 元（原预测为 0.32 元、0.47 元、0.78 元），对应现股价 PE 分别为 17 倍、12 倍、9 倍，周期回暖，基本面改善，具有长期投资价值，强调“买入”评级。

关键假设点

全球经济复苏，贸易回暖趋势按现状态持续发展。

有别于大众的认识

市场认为：2018 年面临运力交付压力，今年的集运复苏难以持续。

我们认为：首先，根据现有订单情况，2018 年确实存在运力交付压力，我们在集运行业深度研究《供需改善旺季催化，长看集运回暖》已有探讨，考虑到拆船后，我们判断 2018 年集运运力增速在 4.2% 左右；其次，回顾过往集运上涨行情，我们发现运价上涨并非一定需要供给增速大于需求增速，而只需剪刀差缩小即可，假设 2018 需求增速恢复到均速 3%，与过往年份相比剪刀差仍较小；最后，我们认为随着新的竞争格局形成，新的联盟自律性更强，拥有更强维持运价的动力。

市场认为：海控 PB 估值较贵，投资风险较大。

我们认为：从 PB 角度来看，目前公司 PB 为 3.92，从表面上看确实相对较高，但实际上海控相比于行业内其他公司而言租船比例更高，其中 72% 的运力通过租船获得，这与其 2016 年的整合具有一定关系，而其他可比公司的租赁运力占比在 50% 以下，因此在对比中，对折后对比相对合适。考虑到 A 股的溢价，我们认为目前仅看 PB 相对合理，同时我们认为 PE 估值可能更加合理。我们测算 2019 年乐观利润有望破百，给予旺季 10 倍 PE，目前存在 40% 空间，长期具备投资价值。

股价表现的催化剂

运价上升超预期。

全球贸易复苏超预期。

核心假设风险

经济复苏及贸易回暖低于预期。

安全事故。

目录

0. 前言：承上启下，探寻中远海控盈利弹性	6
1. 行业回顾：供需改善行业整合，运价持续回升	6
2. 跻身全球集运前三甲，运力充足蓄势待发	8
2.1 重组完成聚焦集运，已成为全球第三大班轮公司	9
2.2 航线分布完善，新联盟契合度高	11
2.3 集运码头业务稳健发展，港航联动互促发展	13
2.4 收购东方海外国际，市场地位进一步提升	15
3. 模型预测：乐观假设下，2018 年利润有望破百	18
3.1 收入端：17、18 年分别上升 34%、12%	19
3.2 成本端：17、18 年分别上涨 16.32%、5.20%	21
3.3 利润拆分：非经常性损益影响下降	23
3.4 运价及油价对利润具备较高弹性	25
3.5 股价随运价及业绩同步增长	26
3.6 考虑集运行情复苏，当前估值给予“买入”评级	27

图表目录

图 1: GCFI 月度均值环比复合增速 1.95%.....	8
图 2: 公司主要架构.....	9
图 3: 中远中海重组情况一览.....	10
图 4: 公司运力大幅增长 (各年底数据).....	11
图 5: 公司集装箱运输量同步上升.....	11
图 6: 航线及挂靠港口数逐年增长.....	12
图 7: 单箱成本持续走低.....	13
图 8: 集运成本增速低于货运量增速.....	13
图 9: 中远海运港口海外分布图.....	14
图 10: 中远海运港口国内分布图.....	14
图 11: 参控股码头吞吐量.....	14
图 12: 码头业务毛利润稳步增长.....	14
图 13: 东方海外国际货运量整体稳步增长.....	15
图 14: 集运低景气, 东方海外整体收入稳中微降.....	15
图 15: 中远海控 2016 年各航线收入 (亿人民币).....	16
图 16: 东方海外国际 2016 年各航线收入 (亿美元).....	16
图 17: 东方海外国际利润弹性较大.....	17
图 18: 单箱收入稳中有升 (单位: 元/TEU).....	21
图 19: 集运标的股价随 GCFI 走势具有一致性.....	26
图 20: 公司上市以来 PB 走势.....	27
表 1: 近 15 年 5 个小周期上行段情况一览.....	6
表 2: 近 5 年经济贸易数据对比.....	7
表 3: 未来三年运力增速测算 (万 TEU).....	7
表 4: 各集运巨头 2016 年均亏损惨重 (百万美元).....	8
表 5: 全球前十集运公司运力对比 (截至 2017 年 8 月 1 日).....	10
表 6: 公司船型结构 (截至 2017 年 3 月 31 日数据).....	11
表 7: 各航线收入和单箱收入情况.....	12

表 8: 海洋联盟成员运力及航线.....	13
表 9: 各地区吞吐量对比	15
表 10: 各航企含订单运力情况 (2017/06/30)	16
表 11: 历史收购协同效应	17
表 12: 收购协同效应测算 (百万美元)	17
表 13: 近十年净利润对应现收购价 PE 情况	18
表 14: 乐观和悲观假设下, 2017-2019 年核心指标一览(百万元)	18
表 15: 2017 年-2019 年收入预测 (单位: 百万元)	20
表 16: 港口等其他收入预测一览 (单位: 百万元)	21
表 17: 2017-2019 年总成本预测 (单位: 百万元)	22
表 18: 设备及货物运输成本主要通过货运量及单箱收入反推 (单位: 百万元) ..	22
表 19: 航程、船舶及其他成本测算主要考虑油价和运力规模扩张 (单位: 百万元)	23
表 20: 公司非经常性损益情况	23
表 21: 中远海控自有集装箱船龄及船型结构 (Clarksons 上半年统计数据)	24
表 22: 2017-2019 年海控集运净利润测算 (单位: 百万元)	24
表 23: 乐观假设下, 各航线运价提升对净利润的弹性一览 (单位: 百万元)	25
表 24: 悲观假设下, 各航线运价提升对净利润的弹性一览 (单位: 百万元)	25
表 25: 油价弹性高, 可能将成为业绩不确定因素之一	26
表 26: 前 5 个周期海外标的股价涨幅情况	27
表 27: 各班轮企业船舶租赁情况 (2017/08/01)	28
表 28: 可比标的旺季 PE 情况	28
表 29: 公司综合盈利预测 (百万元)	29

0. 前言：承上启下，探寻中远海控盈利弹性

我们在《供需改善旺季催化，长看集运回暖》中，已经详细阐述了我们对未来航运行业的看法。整体而言我们认为，目前集运市场供需面出现好转，17、18年需求增速有望达到4%-5%，与供给增速基本持平，是近年来供需结构最优的一年；同时看到19年，目前订单总量不足导致19年将出现供给瓶颈，届时盈利能力有望大幅提升。

本文我们将集中解决投资者关心的盈利、估值等问题，希望由此判断中远海控的股价空间。我们通过乐观和悲观两种假设，测算得公司的2017年、2018年的盈利中枢分别为44.08亿、60.17亿，目前行业仍处于大周期中爬坡阶段，给予公司买入评级。

1. 行业回顾：供需改善行业整合，运价持续回升

供需差缩小有望带来航运的大行情。航运作为强周期行业，基本符合供需关系强弱逻辑。目前随着全球经济复苏贸易回暖，集装箱运输需求增长加速，据Alphaliner预测，2017年集运需求将同比增长5%左右，Clarksons也预计将增长4.8%。同时交船减少拆船增加，预计17年集装箱总运力将增长4.2%左右。全球集运市场供需关系改善，集装箱运价回升动力充足，同时各家航企提价意愿强烈，预计运价将继续大幅回升。

表 1：近 15 年 5 个小周期上行段情况一览

上升起点	上行周期	起点	峰点	需求增速	运力增速	供需差	在手订单占比
2002年1月	35个月	914	1185	4.58%	9.49%	4.91%	24.43%
2006年7月	21个月	995	1150	9.76%	13.59%	3.83%	48.47%
2009年6月	12个月	777	1212	3.16%	5.39%	2.23%	44.39%
2011年12月	7个月	903	1316	5.93%	7.51%	1.58%	29.03%
2013年1月	21个月	1009	1146	5.34%	5.17%	-0.17%	22.74%
平均	19.2个月	919.6	1202	5.75%	8.23%	2.48%	33.81%
2017E		-		5.00%	4.20%	-0.80%	14.18%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

海内外先行指标向好，集运需求增速有望达到5%。今年一季度美国、欧盟及中国进出口贸易增速分别达到6.92%、13.2%、13.07%，均远高于前5年贸易增速，且从就业率及PMI等先导指标来看，经济复苏贸易回暖的势态将持续发展，同时Clarksons将全年集运需求增速预测值上调至4.8%，Alphaliner也预计全年集运需求将在5%左右。综合对比前几年发展形势，我们预计全年集运需求增速有望达到5%。

表 2：近 5 年经济贸易数据对比

时间	美国 GDP 增速	欧盟 GDP 增速	中国 GDP 增速	美国贸易增速	欧盟贸易增速	中国贸易增速	集运需求增速
2012	2.20%	-0.93%	7.90%	3.64%	6.19%	6.83%	3.10%
2013	1.70%	-0.28%	7.80%	1.50%	-1.64%	7.48%	5.10%
2014	2.40%	1.34%	7.30%	3.84%	-0.82%	3.55%	5.34%
2015	2.60%	2.35%	6.90%	-4.07%	3.69%	-8.13%	2.23%
2016	1.60%	1.76%	6.70%	-2.08%	-1.65%	-5.11%	3.76%
2017Q1	2.10%	1.60%	6.90%	6.92%	13.20%	13.07%	4.75%
Clarksons 预测 2017 年集运需求增速							4.80%
Alphaliner 预测 2017 年集运需求增速							5%

资料来源：Wind, Clarksons, Alphaliner, 申万宏源研究

备注：17Q1 集运需求增速为前 5 个月份中欧、中美均值

考虑现有订单及拆船情况，预计运力增速在 4% 左右。截至 6 月初在手订单量共 285.53 万 TEU，假设 17、18 后续的交船率在 80%，同时考虑到新增订单年情况，我们预计 17-19 年三年交船量分别为 125.83 万 TEU、127.03 万 TEU、71.67 万 TEU。拆船量基本与运价保持较强的负相关关系，随着运价回升，拆船动机逐步消除，拆船量大概率减小，假设拆船量后续继续回落，叠加交船量及拆船量，预计 2017 年末、2018 年末、2019 年末运力将分别达到 2082.77 万 TEU、2169.82 万 TEU、2222.17 万 TEU，增速分别为 4.20%、4.18%、2.41%。

表 3：未来三年运力增速测算（万 TEU）

	2016	2017E	2018E	2019E
年初运力	1974.27	1998.89	2082.77	2169.82
交船量	90.48	125.83	127.03	71.67
拆船量	65.86	41.95	39.98	19.33
年末运力	1998.89	2082.77	2169.82	2222.17
运力增速	1.25%	4.20%	4.18%	2.41%

资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

新联盟运营，自律性提高运价成本有保障。二季度初新三大联盟投入运营，经过三个月的航线调整及磨合，各联盟基本步入运行正轨，一方面，新联盟提高了联盟成员的自律性，制约了各大集运企业之间的恶性竞争，有效防止了运价的非市场性下跌；另一方面，16 年集运运价创新低，集运企业整体亏损严重，17 年以来各大航企提价需求旺盛，联盟制约恶性竞争的情况下各巨头提价有力。

表 4: 各集运巨头 2016 年均亏损惨重 (百万美元)

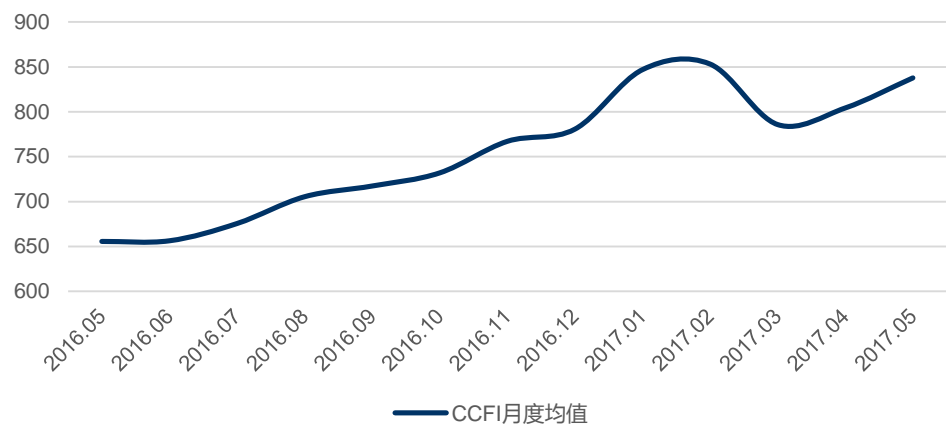
公司	营收	营收同比	净利润	利润同比
马士基	20715.00	-12.70%	-376.00	-1679.00
地中海航运	-	-	-	-
达飞轮船	15977.20	1.93%	-452.20	-1018.90
中远海运集运	9596.22	-	-990.49	-
赫伯罗特	8146.50	-14.14%	-101.75	-219.30
长荣海运	3844.91	-6.93%	-69.63	-99.88
东方海外	5300.55	-11.03%	-219.22	-502.77
日本邮船	16434.14	-15.40%	-2284.36	-2430.71
阳明海外	3564.98	-9.53%	-479.06	-222.13

资料来源: Bloomberg, 公司官网, 申万宏源研究

备注: 地中海航运未披露官方数据

随着 Q3 传统旺季来临, 预测全年以 CCFI 均值有望达到 850 以上。自去年 5 月至今, CCFI 月度均值相对稳步增长, 2017 年 5 月均值 837.32 点, 较 2016 年 5 月月度环比复合增速达 1.95%。2016 年经历了各家航运企业大幅度的运力投放, 加上行业联盟重组导致默契下降, 运价跌至冰点。2017 年随着运力投放降低, 运价从年初开始出现大幅上涨。

图 1: CCFI 月度均值环比复合增速 1.95%



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

2. 跻身全球集运前三甲, 运力充足蓄势待发

中远海控成立于 2005 年 3 月份, 同时在香港、上海两地上市, 间接控股股东为中远海运集团, 实际控制人为国务院国资委。公司作为 A 股唯一集运标的, 16 年完成重组, 目前下拥中远海运集装箱运输有限公司 100% 权益及中远海运港口有限公司 43.92% 权益, 并通过两个子公司经营集装箱运输及集装箱码头业务。其中集装箱运输业务收入贡献最高, 也是公司利润弹性最大的部分, 2016 年贡献 93.55% 收入; 其余部分主要为港口业务, 收入占比小但相对稳定, 在航运低迷期对利润有一定支撑作用。

图 2：公司主要架构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

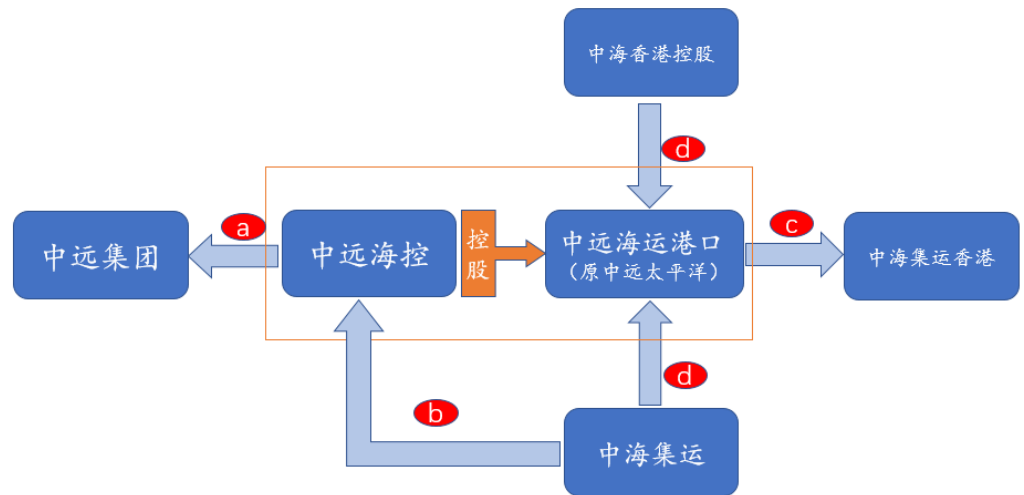
2.1 重组完成聚焦集运，已成为全球第三大班轮公司

2016年上半年完成重组，剥离散运聚焦集运。此次重组前，公司主营业务为集装箱航运、干散货航运、码头和集装箱租赁业务。此次交易共有4个方案：

- 1、公司出售中散集团100%股权给中远集团，转让价格67.68亿，成功剥离了亏损多年的干散货运输业务；
- 2、出售佛罗伦100%股权给中海集运香港，转让价格77.84亿，剥离集装箱租赁业务；
- 3、公司从中海集运购买大连集运等33家集运公司股权并向其租赁全部集装箱船舶和集装箱，购买价格76.32亿元，
- 4、间接控股公司中远太平洋（现更名中远海运港口）从中海集运、中海香港控股购买中海港口100%的股权，购买价格11.41亿元

交易完成后，中远海控将业务聚焦，更专注于集装箱运输与码头投资经营业务。

图 3：中远中海重组情况一览



注：**a**: 中远海控将中散集团100%股权售予中远集团
b: 中远海控向中海集运购买33家集运公司股权
c: 中远太平洋将佛罗伦100%股权售予中海集运香港
d: 中远太平洋分别向中海香港控股、中海集运购买中海港口51%和49%股权

资料来源：公司公告，申万宏源研究

运力达 173.60 万 TEU，不考虑东方海外，已是全球第四大集运公司。重组后公司整合原中国远洋及中海集运的集装箱运输船队，运力大幅增长。截至 2017 年 6 月 1 日，公司经营船队包括 315 艘集装箱船，运力达 173.60 万 TEU，其中自有运力 46.91 万 TEU，租赁运力 126.69 万 TEU，为全球第四大班轮公司，行业地位进一步巩固。考虑并购东方海外后，整体运力将达到 242.60 万 TEU，跻身全球前三。

表 5：全球前十集运公司运力对比（截至 2017 年 8 月 1 日）

排名	公司	总数		自有		租入	
		箱数 (万 TEU)	艘数	箱数 (万 TEU)	艘数	箱数 (万 TEU)	艘数
1	马士基航运	350.04	653	170.69	246	179.35	407
2	地中海航运	306.14	506	108.37	191	197.77	315
3	达飞集团	243.58	477	91.42	117	152.16	360
4	中远海控	179.49	322	49.31	81	130.19	241
5	赫伯罗特	152.05	218	101.64	117	50.41	101
6	长荣海运	103.98	193	54.80	105	49.17	88
7	东方海外	65.57	100	42.76	54	22.82	46
8	阳明海运	58.45	96	20.92	45	37.54	51
9	汉堡南美	55.59	102	31.35	46	24.24	56
10	日本邮船	53.36	93	24.12	41	29.23	52

资料来源：AlphaIner，申万宏源研究

手持 33 艘新船订单，逐步向低成本大船化迈进。目前公司共持有 33 艘集装箱船舶订单（包括订造和订租），合计 54.28 万 TEU。其中 1 万 TEU 以上大型集装箱船 30 艘，

4000-10000TEU 中型集装箱船 3 艘。新增船型整体偏大型集装箱船，这顺应了船舶大型化的趋势，弥补了公司现有船队在大型集装箱船上的不足，使公司经营更趋年轻化、大型化、绿色化，有利于提高船队整体竞争力。

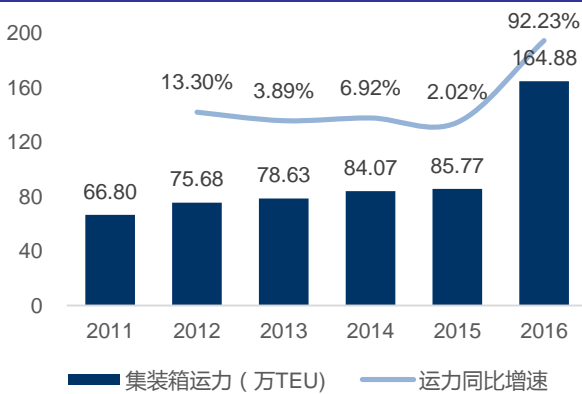
表 6: 公司船型结构 (截至 2017 年 3 月 31 日数据)

船型/标准箱	现有运力		订单运力		合计	
	箱数 (万 TEU)	艘数	箱数 (万 TEU)	艘数	箱数 (万 TEU)	艘数
≥15000	9.49	5	46.10	23	55.59	28
10000-15000	51.90	42	28.85	21	80.75	63
8000-10000	35.83	40	2.73	3	38.56	43
6000-8000	1.25	2	-	-	1.25	2
4000-6000	53.75	114	-	-	53.75	114
2000-4000	5.60	22	-	-	5.60	22
<2000	12.13	102	-	-	12.13	102
总计	169.96	327	77.68	47	247.64	374

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

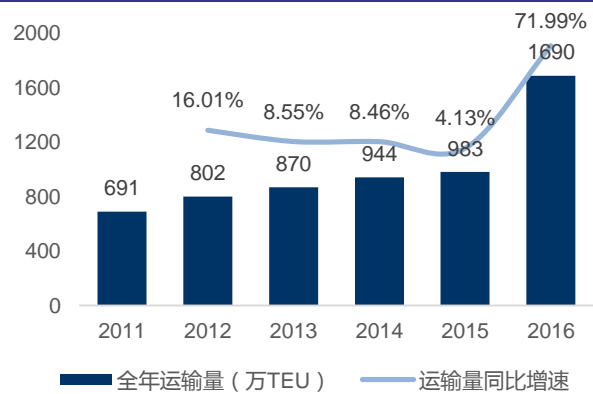
业务量大幅增长, 带来收入增长基础。重组前公司在运力投放方面谨慎进行, 同时运输也稳步增长, 但始终保持运量增速高于运力增速, 这带来了满仓率及单箱周转率的提升, 一定程度上提升了运营效率控制了单箱成本。16 年重组为公司带来了运力规模的扩张, 运力同比增长 92.23%, 集装箱运输量也同步上升 71.99%, 单箱周转率虽有短时下降, 但为运输量上升带来了空间。整体来看, 运力的增长带动了货运量的上升, 这为收入利润增长带来了量的基础, 待运价回升, 有望加速带动利润回升。

图 4: 公司运力大幅增长 (各年底数据)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 5: 公司集装箱运输量同步上升



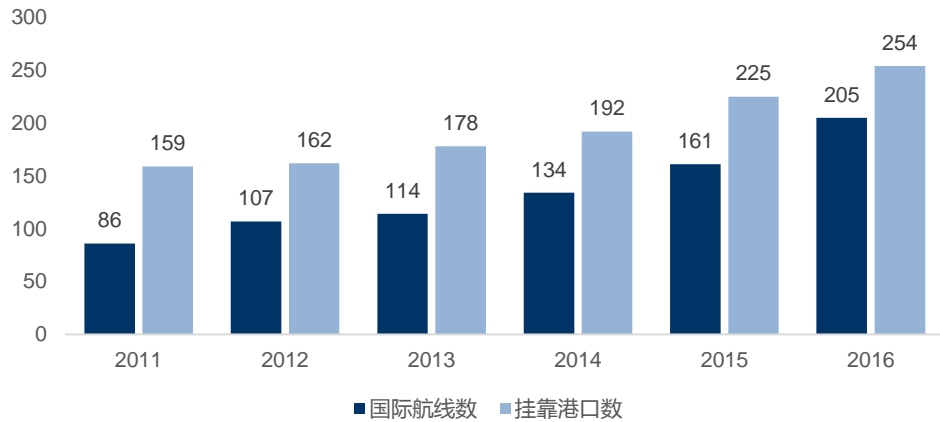
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.2 航线分布完善, 新联盟契合度高

深耕远洋运输, 航线分布完善。公司主要经营远洋运输, 集装箱船队在全球 79 个国家和地区 的 254 个港口挂靠, 共经营 205 条国际航线。其中北美航线 46 条, 欧洲航线 49 条

(包括大西洋航线)，亚太及亚洲内航线 81 条，拉非航线 29 条，航线覆盖，目前基本可满足中国至全球任意地区的海运需求。

图 6：航线及挂靠港口数逐年增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

跨太平洋航线、亚欧航线贡献主要收入。以 2017 年一季度为例，公司共实现收入 175.47 亿元，其中跨太平洋航线贡献收入 49.65 亿元，占比 28%，亚欧航线贡献收入 47.83 亿元，占比 27%，亚洲区内航线贡献收入 32.69 亿元，占比 19%。国际航线收入 146.67 亿元，占总收入比重 83%，国际海运运价敏感度相对较高，全球运价复苏中能够优先受益。

表 7：各航线收入和单箱收入情况

航线	运输量 (万 TEU)	运输量占比	收入(亿元)	占比	单箱收入(元/TEU)
跨太平洋	70.90	15.2%	49.65	28%	6999
亚欧(包含地中海)	103.70	22.3%	47.83	27%	4613
亚洲区内(包含澳洲)	124.50	26.7%	32.69	19%	2626
其他国际	36.40	7.8%	16.5	9%	4529
中国	129.90	27.9%	28.8	17%	2216
合计	465.40	100.0%	175.47	100%	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

加入海洋联盟，盟友运力充足协同效率高。2017 年 4 月 1 日，海洋联盟正式运营，成员包括达飞轮船、中远海运集运、长荣海运、东方海外四家公司，四家公司分别排名全球 3、4、6、7 位，各盟友运力充足，总运力达 574.9 万 TEU，仅次于 2M 的 734.7 万 TEU，为全球第二大联盟。目前联盟投入 323 艘集装箱船，约 350 万 TEU 运力，合作范围内运营 41 条航线，具体包括 6 条亚洲—北欧航线、5 条亚洲—地中海航线、13 条美西航线、7 条美东航线、3 条跨大西洋航线、5 条远东—波湾航线和 2 条远东—红海航线。在太平洋航线上，海洋联盟共有 20 条航线，投入约 135 艘船，130 万 TEU 运力，在航线数量和运力规模上独占鳌头。公司与海洋联盟航线分布相契合，在运价上有望与联盟协同提价，增强了提价能力，在运输服务上，有望与盟友最大程度共享舱位，提高运载率。

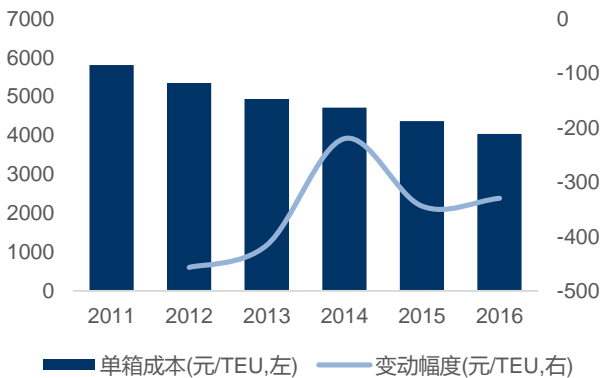
表 8：海洋联盟成员运力及航线

公司	运力 (万 TEU)	国际航线
达飞轮船	229.9	230
中远海运集运	173.6	205
长荣海运	102.4	205
东方海外	69	104

资料来源：公司官网，申万宏源研究

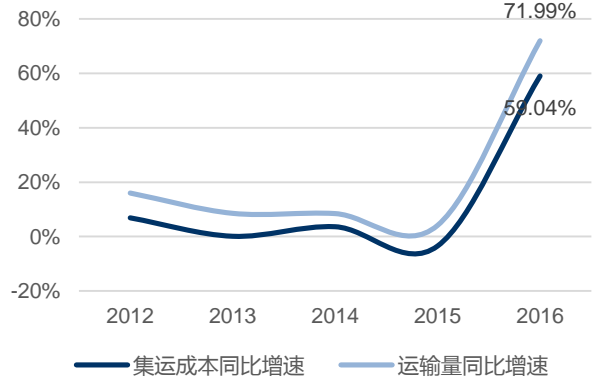
航线优化叠加联盟协作，单箱成本逐年下降。近几年，公司单箱运输成本逐年走低，2016 年单箱运输成本仅 4045.51 元/TEU，同比减少 329.55 元/TEU，较 2011 年更是减少 1765.85 元/TEU。一方面，随着公司港口挂靠点的增加，航线布局逐步优化，公司内运力协同性提升，从而降低单箱航程成本；另一方面，公司一直致力于联盟协同作战，联盟间仓位共享有效降低了运输空仓率，一定程度降低自身集装箱运输成本。随着新联盟的成立，联盟减少盟友增加，航线优化及联盟协同性将进一步提升，单箱运输成本有望进一步降低。单箱运输成本的降低使得成本增速低于运量增速，凸显规模效应增厚了公司收益。

图 7：单箱成本持续走低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：集运成本增速低于货运量增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 集运码头业务稳健发展，港航联动互促发展

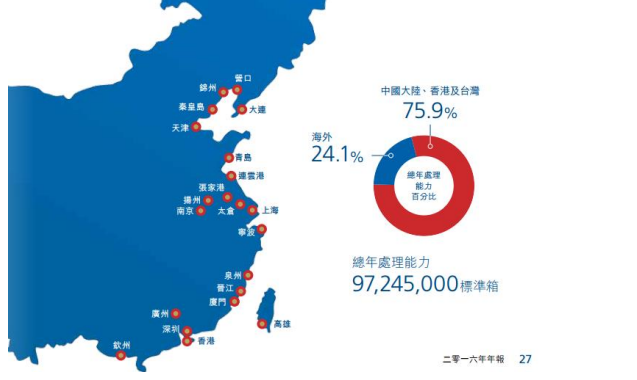
配合“一带一路”战略，全力推进码头全球化布局。公司的码头业务由控股子公司中远海运港口经营，包括集装箱和散杂货码头业务，经营模式以参、控股或独资的形式成立码头公司，组织开展相关业务的建设、营销、生产和管理工作。目前，中远海运港口在全球 30 个港口经营 158 个集装箱泊位，年处理能力 9725 万标准箱，散杂货泊位 20 个，年处理能力 4995 万吨，码头遍布中国大陆的五大港口群以及香港、台湾、东南亚、欧洲、地中海、黑海等地区。同时，中远海运港口以布局“一带一路”为主线，紧紧围绕集团枢纽港战略，加大对新兴市场、第三国市场、海外区域内市场和“一带一路”沿线国家市场的投资开发力度，努力实现从立足中国到全球布局的转变。

图 9：中远海运港口海外分布图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

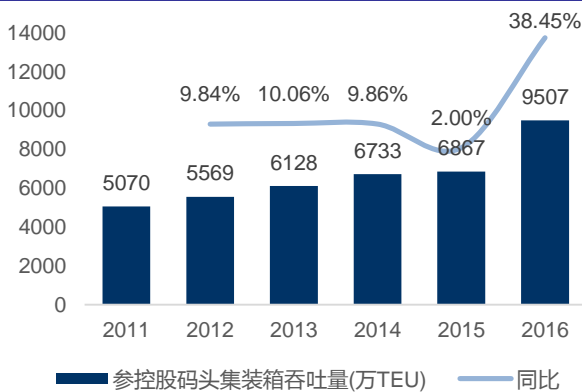
图 10：中远海运港口国内分布图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

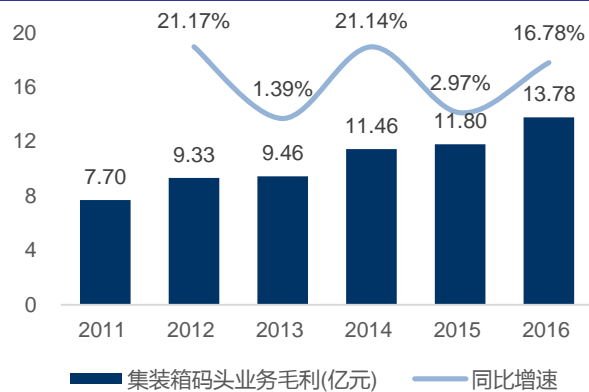
吞吐量市场份额居世界首位，码头业务营收温和复苏。2016 年，中远海运港口控股及参股码头完成集装箱吞吐量 9507.2 万 TEU，同比增长 38.45%。根据德鲁里 2016 年全球集装箱运营商回顾及展望报告相关数据计算，总吞吐量占全球市场份额约 13%，位居世界第一位。在 2016 年航运业务整体亏损的情况下，中远海运港口为公司码头及相关业务带来收入 37.63 亿元，同比增长 21.39%；带来毛利 13.78 亿元，同比增长 16.78%。航运业务收入波动剧烈的情况下，码头收入的稳定增强了公司抗风险能力。

图 11：参控股码头吞吐量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：码头业务毛利润稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

码头业务和集运业务同步发展，双向互促协同效应高。一方面，公司拥有庞大的集装箱船队规模和广泛的航线分布，将为码头业务提供稳定的航线挂靠与货量支持，协助码头业务长远可持续发展；另一方面，公司码头全球化推进布局，海外码头年处理能力达 2345 万 TEU，这方便了公司船队的挂靠有助于港航对接降低船队靠港时间，进一步提高船队的运营效率。

表 9：各地区吞吐量对比

地区	年处理能力 万 TEU	吞吐量 万 TEU	利用率	同比 %	占比 %
环渤海	2360	3261.2	1.38	4.5	34.3
长江三角洲	1487	1850.8	1.24	-3.5	19.4
东南沿海及其他	710	453.3	0.64	9.8	4.8
珠江三角洲	2702.5	2469.7	0.91	-2.1	26
西南沿海	120	113.8	0.95	23.6	1.2
海外	2345	1358.3	0.58	36.8	14.3
总数	9724.5	9507.2	0.98	5.1	100

资料来源：公司公告，申万宏源研究

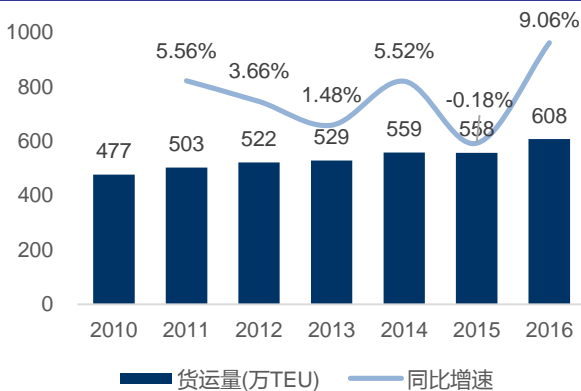
2.4 收购东方海外国际，市场地位进一步提升

拟收购东方海外国际，将成为东方海外控股股东。中远海控联合上港集团向东方海外国际的全体股东发出现金收购要约，要约收购价为 78.67 港元，当期溢价约 30%，东方海外总估值将达到 492 亿港元，折合人民币 423 亿。由于涉及 H 股上市公司，本次收购具有两个特征：

- 1) **保证收购量，兼顾上市地位：**与东方海外国际控股股东签署“不可撤销承诺”至少收购 68.7% 的股份，其余股东自愿出售；其中，上港集团收购不可撤销收购所涉及股票中的 6195.35 万股，约占总股本 9.9%；中远海控收购不可撤销收购所涉及的剩余股份（占总股本的 58.8%）以及其他在本次要约收购中拟接受要约的标的公司股东出售的股份；同时，为兼顾 H 股上市地位，股份收购会有所调整。
- 2) **两年内双品牌独立运营。**收购后两年内维持中远海运集运、东方海外国际两个品牌运营，帮助企业顺利过渡到海控旗下。

东方海外国际当前运力 69 万 TEU，为全球第七大班轮企业。东方海外国际主营集装箱海运业务，东方海外国际截止 6 月初共拥有 107 艘集装箱船，运力共 69 万 TEU，航线主要分布在跨太平洋航线及亚洲航线，同时货运量稳步增长，2016 年共完成运输量 608 万 TEU，同比增长 9.06%。

图 13：东方海外国际货运量整体稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：集运低景气，东方海外整体收入稳中微降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

完成后中远海控将跻身世界前三，行业地位及业绩弹性进一步提升。完成收购后，中远海控运力及在手订单总运力将达 300 万 TEU 以上，将超过达飞轮船，成为第三大集运企业，行业地位及影响力将进一步加强。另外，东方海外国际作为行业内的优质企业，一直以来专注于集装箱海运物流业务，集运业务占比高达 99% 以上，收购完成后将进一步增加中远海控在集装箱海运方面的专业性。

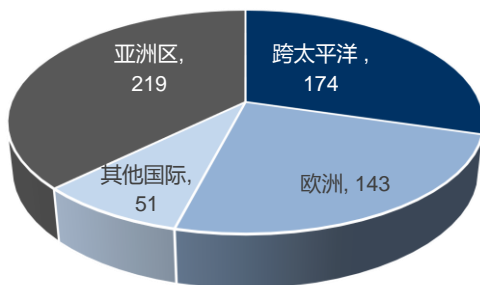
表 10：各航企含订单运力情况 (2017/06/30)

排名	公司	含订单总数		现有运力		订单	
		箱数(万 TEU)	艘数	箱数(万 TEU)	艘数	箱数(万 TEU)	艘数
1	马士基	377.18	663	342.40	638	34.78	25
2	地中海航运	323.62	524	306.61	509	17.01	15
3	中远海控 (含东方海外)	304.67	451	240.41	415	64.26	36
4	达飞轮船	249.97	476	233.05	459	16.92	17
5	赫伯罗特	154.94	221	151.94	219	3.00	2
6	长荣海运	131.95	228	103.75	195	28.20	33
7	阳明海外	70.88	104	58.27	95	12.61	9
8	日本邮船	63.33	102	56.33	97	7.00	5
9	汉堡南美	59.21	112	56.14	104	3.06	8

资料来源：Alphaliner，申万宏源研究

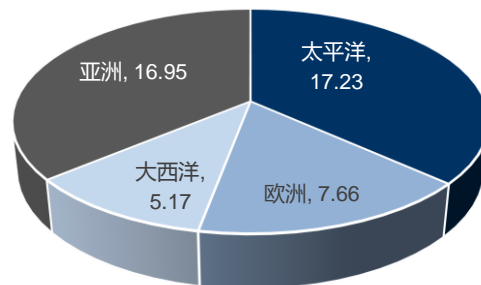
航线相近，有望带来较高协同效应。从航线收入方面来看，东方海外国际在太平洋航线、亚欧航线、包含中国的亚洲区航线收入占比分别为 36.65%、16.29%、36.06%，而中远海控在这三条航线收入占比分别为 29.60%、24.42%、37.35%，航线分布相近，且两家公司在同一联盟，本就具备一定的合作关系，合并后有望带来更高效的协同效应。

图 15：中远海控 2016 年各航线收入 (亿人民币)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：东方海外国际 2016 年各航线收入 (亿美元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

考虑收购协同效应及复苏行情业绩弹性，收购价格较为合理：

1) 协同效应价值有望达 26.94 亿美元，有效降低收购 PB 估值。参考历史上达飞收购海皇、赫伯罗特收购南美及加拿大太平洋、马士基收购钢行渣华等案例，收购产生的协同效益占合并成本的比例在 2%-4% 之间。假设此次收购效益占比 2%，则有望产生协同效益 3.37

亿美元，按 8 倍 EV/EBITDA 计算协同价值 26.94 亿美元，同时截止 2016 年底东方海外国际归属于母公司所有者的权益为 45.19 亿美元，则实际 PB 约为 0.88 倍。

表 11：历史收购协同效应

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%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 12：收购协同效应测算（百万美元）

项目	中远海控	东方海外国际
2016 年营业收入	10258.06	5297.69
2016 年营业利润	-1140.63	-138.23
2016 年综合成本	11398.69	5435.92
2016 年合计综合总成本	16834.61	
每年协同效益占比	2.00%	
每年税前协同效益	336.69	
EV/EBITDA	8	
协同效益价值	2693.54	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) 旺季行情利润弹性大，考虑行业回暖 PE 估值合理。东方海外国际为相对典型的集运企业，运价业绩弹性大，收入利润转化能力较强。公司业绩随行业周期性变动，以现 63.47 亿美元收购价计算，对应 07 年、10 年净利润 PE 均低于 5 倍，分别为 2.49 倍及 3.40 倍，对应 14 年、15 年 PE 也仅 23 倍、22 倍，估值相对合理。

图 17：东方海外国际利润弹性较大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 13：近十年净利润对应现收购价 PE 情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CCFI 年度均值	1072.98	1121.85	880.58	1130.53	990.66	1170.90	1081.80	1086.06	872.48	710.71
营业收入(亿美元)	56.51	65.48	43.51	60.35	60.13	64.60	62.33	65.23	59.58	53.01
扣非净利润(亿美元)	25.05	3.00	-4.08	18.57	1.94	2.77	0.46	2.35	2.63	-2.23
对应收购价 PE	2.53	21.16	-	3.42	32.69	22.90	138.28	27.04	24.10	-

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3. 模型预测：乐观假设下，2018 年利润有望破百

模型测算是本文最重要的部分，也是我们需要重点解读的部分。

为了能够更有效的展示量价对公司业绩的影响，我们使用了乐观、悲观两种假设，两种假设的主要不同在于对运量和运价的预测上。其中乐观假设我们基于 16 年下半年以来的运价及运量增速假设后期维持现有增长势态，悲观假设我们基于现运价及运量假设后期运价及运量增速减缓保持维稳缓增势态。另外由于东方海外国际尚未并表，因此预测过程尚未考虑东方海外国际的影响。

在乐观假设下，我们测算得 2017 年-2019 年收入分别为 898.16 亿、997.44 亿、1036.50 亿，同比分别增长 26.22%、11.05%、3.92%；扣非净利润分别为 34.16 亿、75.44 亿、97.73 亿，18 年、19 年同比增长 120.82%、29.56%；其中核心参数“吞吐量”假设分别同比增长 21.61%、7.03%、2.27%， “综合运价”假设同比增长 20.14%、5.81%、1.72%。

在悲观假设下，我们测算得 2017 年-2019 年收入分别为 886.26 亿、932.94 亿、972.16 亿，同比分别增长 24.54%、5.27%、4.20%；扣非净利润分别为 25.58 亿、28.91 亿、43.72 亿，18 年、19 年同比增长 13.03%、51.24%；其中核心参数“吞吐量”假设分别同比增长 20.78%、4.58%、3.04%， “综合运价”假设同比增长 19.27%、2.16%、1.09%。

东方海外的规模大约为中远海控的一半左右，且经营效率更高，因此在乐观假设下，我们认为，叠加东方海外国际的利润后，中远海控经营性利润 2018 年有望达到百亿元。

表 14：乐观和悲观假设下，2017-2019 年核心指标一览(百万元)

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
收入	71160.18	89816.15	99743.97	103650.12	71160.18	88625.61	93294.30	97215.55
YOY		26.22%	11.05%	3.92%		24.54%	5.27%	4.20%
营业成本	71865.80	80125.06	85820.24	87465.97	71865.80	79793.32	84023.50	86432.71
YOY		11.49%	7.11%	1.92%		11.03%	5.30%	2.87%
毛利率	-0.99%	10.79%	13.96%	15.61%	-0.99%	9.97%	9.94%	11.09%
YOY		11.78%	3.17%	1.65%		10.96%	-0.03%	1.15%
净利润	-9906.00	4837.22	8343.77	10573.46	-9906.00	3978.41	3690.84	5172.16
YOY		-	72.49%	26.72%		-	-7.23%	40.14%
扣非净利润	-7094.39	3416.33	7543.77	9773.46	-7094.39	2557.52	2890.84	4372.16
YOY		-	120.82%	29.56%		-	13.03%	51.24%

货运量假设	1690.28	2055.47	2200.00	2250.00	1690.28	2041.47	2135.00	2200.00
YOY		21.61%	7.03%	2.27%		20.78%	4.58%	3.04%
CCFI 均值假设	713.04	856.63	906.39	922.01	713.04	850.42	868.75	878.24
YOY		20.14%	5.81%	1.72%		19.27%	2.16%	1.09%
单箱收入	3445.52	3851.08	3986.43	4059.60	4209.97	4341.26	4369.76	4418.89
YOY		11.77%	3.51%	1.84%		3.12%	0.66%	1.12%

资料来源：申万宏源研究

前文提到，公司是重资产高杠杆公司，固定成本相对较高，同时销售、管理等费用也相对稳定，一旦运价高于盈亏平衡线，量价齐升带来的收入增量转化为利润的弹性更强。因此，对于收入和成本的预测是我们判断利润的最重要的途径。

总体而言，海控作为航运公司，具备航运公司报表的一般特征。

1、收入端，除开少量港口收入外，均为集装箱运输及相关驳船、拖车等收入，其中集装箱航运收入占比约 90%，直接受益于量价弹性；其他业务与运输量相关性较强。

2、成本端，集装箱的装卸和租金与业务量相关，燃油成本与油价正相关，船舶进港及折旧成本相对固定。

收入的弹性，加上成本的相对固定，带来了公司业绩的巨大弹性。

3.1 收入端：17、18 年分别上升 34%、12%

海控的收入总体而言可以分为三块，核心是对集装箱业务的收入预测：

- 1、**集装箱业务收入**，除由驳船、拖车形成的“其他”收入外，其中包括：①太平洋航线、②欧洲及地中海航线、③亚洲及国际其他航线、④国内航线，四个航线均受到量价双重因素影响。
- 2、**港口收入**，主要是由中远海运港口，以及其他港口构成，由于港口组成较为复杂，整体的收入及业绩弹性不大。
- 3、**其他收入**，其中 1-2 月散货业务未置出，形成约 11 亿收入，置出后再散货收入；此外还存在部分其他收入及互相抵扣形成的差额。

一、我们对最为核心的集装箱业务进行预测，我们的核心假设包括：

- 1、按照传统判断，运价旺季一般出现在 Q3，运量旺季在 Q3/Q4 都存在；
- 2、欧线经济复苏好于美国，我们假设未来两年仍是如此；
- 3、亚洲区域内航线、以及内贸航线量价相对稳定；
- 4、悲观与乐观假设的主要区别在于对于 2018 年量价增速的判断：

悲观假设下，我们认为 2018 年提价难度较大，且运量仅提升 4%，即基本小于等于全球集运需求；

乐观假设下，我们认为 2018 年供给仍处于高位，但由于新联盟新寡头的形成，各家有更强合力提升运价的可能，因此运价小幅的上升空间。

5、由于订单仍在动态变化中，因此对于 2019 年的供需情况，虽然会继续向好，但难以准确的预测，因此我们判断运价运量均小幅增长。

表 15：2017 年-2019 年收入预测（单位：百万元）

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
航线总收入	58730.09	78497.59	87815.27	91462.23	58730.09	77377.18	81651.48	85310.68
YOY		33.66%	11.87%	4.15%		31.75%	5.52%	4.48%
航线总运量	1690.28	2055.47	2200.00	2250.00	1690.28	2041.47	2135.00	2200.00
YOY		21.61%	7.03%	2.27%		20.78%	4.58%	3.04%
CCFI 均值	713.04	856.63	906.39	922.01	713.04	850.42	868.75	878.24
YOY		20.14%	5.81%	1.72%		19.27%	2.16%	1.09%
大连内贸集运指数	992.27	1037.89	1040.00	1040.00	992.27	1037.89	1041.25	1041.25
YOY		4.60%	0.20%	0.00%		4.60%	0.32%	0.00%
1、跨太平洋货量	250.10	320.94	355.00	368.00	250.10	314.94	330.00	341.00
YOY		28.32%	10.61%	3.66%		25.92%	4.78%	3.33%
CCFI 美线运价均值	762.17	791.72	850.00	860.00	762.17	791.72	812.50	817.50
YOY		3.88%	7.36%	1.18%		3.88%	2.62%	0.62%
太平洋线收入	17383.20	22018.85	26207.20	27472.08	17383.20	21596.50	23231.28	24158.71
YOY		26.67%	19.02%	4.83%		24.24%	7.57%	3.99%
2、亚欧线运量	360.87	473.68	515.00	527.00	360.87	473.68	500.00	525.00
YOY		31.26%	8.72%	2.33%		31.26%	5.56%	5.00%
CCFI 亚欧线均值	811.24	1140.66	1200.00	1237.50	811.24	1123.16	1125.00	1147.50
YOY		40.61%	5.20%	3.13%		38.45%	0.16%	2.00%
亚欧线收入	14349.01	22640.95	25892.25	27324.90	14349.01	22274.95	23539.36	25208.34
YOY		57.79%	14.36%	5.53%		55.24%	5.68%	7.09%
3、亚洲及其他国际运量	564.69	710.91	755.00	780.00	564.69	702.91	725.00	754.00
YOY		25.89%	6.20%	3.31%		24.48%	3.14%	4.00%
CCFI 澳新日韩航线	605.48	628.96	627.50	632.50	605.48	626.46	626.25	631.25
YOY		3.88%	-0.23%	0.80%		3.47%	-0.03%	0.80%
亚洲及其他国际收入	16952.32	21659.21	22954.73	23904.16	16952.32	21327.15	21994.39	23057.18
YOY		27.77%	5.98%	4.14%		25.81%	3.13%	4.83%
国内贸易量	514.61	549.94	575.00	575.00	514.61	549.94	580.00	580.00
YOY		6.87%	4.56%	0.00%		6.87%	5.47%	0.00%
国内运价	992.27	1037.89	1040.00	1040.00	992.27	1037.89	1041.25	1041.25
YOY		4.60%	0.20%	0.00%		4.60%	0.32%	0.00%
国内收入	10045.56	12178.57	12761.09	12761.09	10045.56	12178.57	12886.45	12886.45
YOY		21.23%	4.78%	0.00%		21.23%	5.81%	0.00%

资料来源：申万宏源研究

二、港口及替他业务收入预测。港口业务方面，由于公司港口分布广泛，我们在收入测算中给予乐观 2%、悲观 1%的同比增速。此外，集运业务中包含部分“其他业务”项目，主要是驳船和拖车等辅助性设施，我们假设其与运量线性相关。

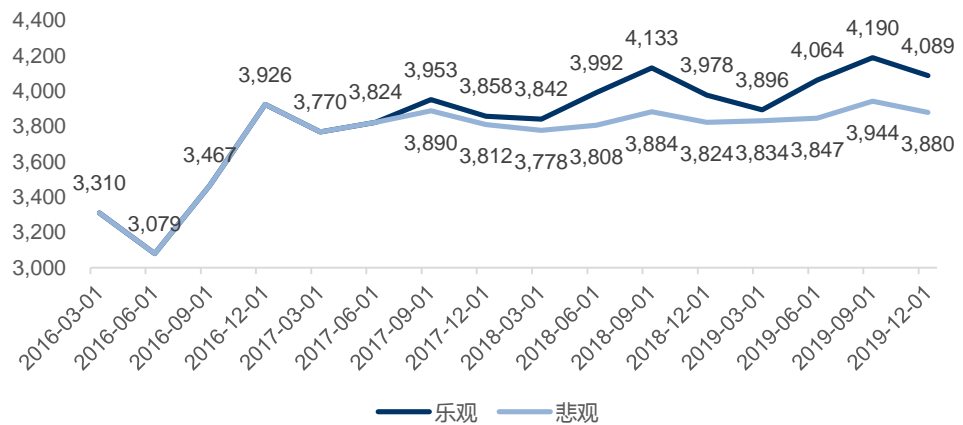
表 16：港口等其他收入预测一览（单位：百万元）

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
航线收入	58730.09	78497.59	87815.27	91462.23	58730.09	77377.18	81651.48	85310.68
YOY		33.66%	11.87%	4.15%		31.75%	5.52%	4.48%
其他集运收入（驳船拖车等）	7803.47	7430.80	7963.19	8143.06	7803.47	7389.24	7745.04	7968.12
YOY		-4.78%	7.16%	2.26%		-5.31%	4.82%	2.88%
港口及其他收入	3522.62	3887.76	3965.52	4044.83	3522.62	3859.18	3897.78	3936.75
YOY		10.37%	2.00%	2.00%		9.55%	1.00%	1.00%
干散货收入	1104.00	0.00	0.00	10.00	1104.00	0.00	0.00	0.00
YOY		-100.00%	-	-		-100.00%	-	-
营业总收入	71160.18	89816.15	99743.97	103650.12	71160.18	88625.61	93294.30	97215.55
YOY		26.22%	11.05%	3.92%		24.54%	5.27%	4.20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

三、单箱收入稳中有升。从单箱收入来看，我们的预测结果，季度结算的单箱收入在悲观假设下基本保持稳定，乐观假设下小幅上升；乐观假设下，2019 年单箱平均收入高于悲观假设下约 200 元/TEU，差别在 5%左右。

图 18：单箱收入稳中有升（单位：元/TEU）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 成本端：17、18 年分别上涨 16.32%、5.20%

公司集装箱运输成本主要由设备及运输成本、航程成本、船舶成本及其他成本（驳船、拖车等物流相关）等构成。

乐观假设下，测算得公司 2017-2019 年成本分别为 795.42 亿、836.79 亿、851.48 亿，分别同比增长 16.32%、5.20%、1.76%；

悲观假设下，测算得公司 2017-2019 年成本分别为 792.10 亿、818.82 亿、841.15 亿，分别同比增长 15.84%、3.37%、2.73%。

表 17：2017-2019 年总成本预测（单位：百万元）

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
总成本	68380.44	79541.78	83678.92	85148.15	68380.44	79210.04	81882.18	84114.88
YOY		16.32%	5.20%	1.76%		15.84%	3.37%	2.73%
设备及货物运输成本	35273.70	41607.96	43197.52	42853.90	35273.70	41324.56	41921.23	41901.59
YOY		17.96%	3.82%	-0.80%		17.15%	1.44%	-0.05%
航程成本	11776.78	12893.12	14126.64	14550.98	11776.78	12844.78	13918.63	15129.27
YOY		9.48%	9.57%	3.00%		9.07%	8.36%	8.70%
船舶成本	14200.00	14626.00	15211.04	15819.48	14200.00	14626.00	15211.04	15819.48
YOY		3.00%	4.00%	4.00%		3.00%	4.00%	4.00%
其他成本	7129.96	10414.70	11143.73	11923.79	7129.96	10414.70	10831.29	11264.54
YOY		46.07%	7.00%	7.00%		46.07%	4.00%	4.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

设备及货物运输成本主要包括集装箱装卸、转运，以及集装箱租金的成本。我们的测算主要包括两点假设：

- 1、该部分成本与运输量相关，运量在收入端以及给予预测；
- 2、考虑到规模效应，以及大船带来的单个装卸费用降低，因此我们认为单箱运输成本应小幅下降，我们假设每年单箱成本下降 3%。

表 18：设备及货物运输成本主要通过货运量及单箱收入反推（单位：百万元）

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
设备及货物运输成本	35273.70	41607.96	43197.52	42853.90	35273.70	41324.56	41921.23	41901.59
YOY		17.96%	3.82%	-0.80%		17.15%	1.44%	-0.05%
货物运输量	1690.28	2055.47	2200.00	2250.00	1690.28	2041.47	2135.00	2200.00
YOY		21.61%	7.03%	2.27%		20.78%	4.58%	3.04%
设备及货运端单箱成本	2086.86	2024.25	1963.52	1904.62	2086.86	2024.25	1963.52	1904.62
YOY		-3.00%	-3.00%	-3.00%		-3.00%	-3.00%	-3.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

航程成本主要包括油价带来的燃油成本，以及船舶进港的成本。我们的测算主要包括两点假设：

- 1、燃油成本与国际原油价格线性相关，同时会因为收到运力增速影响；

- 船舶进港成本与总运力规模相关，我们假设 17 年同比增长 3%，18、19 年分别同比增长 6%。
- 此外，我们假设船舶成本与总运力规模相关，17 年同比增长 3%，18、19 年分别增长 4%；其他（驳船、拖车）成本与总运量增速相关。

表 19：航程、船舶及其他成本测算主要考虑油价和运力规模扩张（单位：百万元）

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
航程成本	11776.78	12893.12	14126.64	14550.98	11776.78	12844.78	13918.63	15129.27
YOY		9.48%	9.57%	3.00%		9.07%	8.36%	8.70%
其中：燃油成本	7654.91	8647.59	9626.37	9780.70	7654.91	8599.25	9418.37	10358.99
YOY		12.97%	11.32%	1.60%		12.34%	9.53%	9.99%
布油均价	49.99	53.78	54.43	55.30	49.99	53.48	53.25	53.24
YOY		7.59%	1.20%	1.60%		6.99%	-0.43%	-0.01%
其中：进港成本	4121.87	4245.53	4500.26	4770.28	4121.87	4245.53	4500.26	4770.28
YOY		3.00%	6.00%	6.00%		3.00%	6.00%	6.00%
船舶成本	14200.00	14626.00	15211.04	15819.48	14200.00	14626.00	15211.04	15819.48
YOY		3.00%	4.00%	4.00%		3.00%	4.00%	4.00%
其他成本	7129.96	10414.70	11143.73	11923.79	7129.96	10414.70	10831.29	11264.54
YOY		46.07%	7.00%	7.00%		46.07%	4.00%	4.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 利润拆分：非经常性损益影响下降

重组前，补贴贡献主要利润。2008 年以来，由于整个航运市场的低迷，中远海控的前身中国远洋一直处于重度亏损状态，而同期政府为拯救船舶市场和船运市场，推出了拆船补贴方案，使得老中国远洋的账面得以盈利，有效规避了退市风险。因此在 2010-2015 大部分时间中，补贴是公司利润的主要来源。

表 20：公司非经常性损益情况

项目（单位：亿元）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
非经常性损益	固定资产处置	3.18	3.31	1.45	84.26	-5.95	2.89
	政府补贴(包括拆船补贴)	1.20	3.74	9.04	3.32	17.43	42.57
	其他营业外收益	2.23	-6.88	-11.14	-13.43	5.97	3.53
	非经常性损益合计	6.60	0.18	-0.65	74.15	17.45	49.00
扣非归母净利润	61.01	-104.67	-94.94	-71.80	-13.82	-46.16	
归母净利润	67.61	-104.49	-95.59	2.35	3.63	2.83	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据我们的总结，公司的非经常性损益主要分为两类：

- 1、补贴：包括拆船补贴和其他政府补贴；其中，拆船补贴部分，由于拆船补贴时间即将到期，且老旧船只已基本已拆解完毕，可拆空间不大，因此后续拆船补贴我们认为会逐渐减少；另外的其他补贴具备不确定性，暂不考虑其影响。测算中，我们假设每季度公司可获取补贴约 2 亿元。

表 21：中远海控自有集装箱船龄及船型结构(Clarksons 上半年统计数据)

船龄\船型	<3000TEU	3-5999TEU	6-7999TEU	8-11999TEU	12000+TEU	合计	占比
10 年以下		146128		107830	121588	375546	78.93%
10-15 年		26828		10050		36878	7.75%
16-20 年	15726	36750				52476	11.03%
21-25 年		5445				5445	1.14%
合计	15726	215151	0	117880	121588	475790	100.00%

资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

备注：统计时效问题，可能与目前实际数据有少许差异

- 2、资产出售：比如部分港口资产的出售，以及重组过程中带来的资产出售等，该部分也存在一定不确定性，因此在盈利预测中我们也暂不给予考虑。

考虑到 2017 年已有 12 亿入账，我们预测 2017 年全年共计非经常性损益 16 亿，未来两年每年获得 8 亿的补贴。

此外，公司港口业务以中远海运港口为主，2016 年其贡献利润 6.55 亿，由于港口业务相对稳定，我们假设其每年增长 2%。同时公司少数股东权益主要为共持股 53%的中远海运港口股东，鉴于中远海运港口业绩相对稳定，因此我们这里假设少数股东损益基于历史数据维稳增长。

据此，我们测算得，在乐观假设下，2017-2019 年的集运净利润分别为 28.98 亿、69.73 亿、91.91 亿，2018、2019 年分别同比增长 140.60%、31.81%；悲观假设下 2017-2019 年的集运净利润分别为 20.39 亿、23.20 亿、37.89 亿，2018、2019 年分别同比增长 13.75%、63.37%。

表 22：2017-2019 年海控集运净利润测算（单位：百万元）

项目	乐观				悲观			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
归母净利润	-9906.00	4837.22	8343.77	10573.46	-9906.00	3978.41	3690.84	5172.16
YOY			72.49%	26.72%			-7.23%	40.14%
扣非净利润	-7094.39	3416.33	7543.77	9773.46	-7094.39	2599.19	2890.84	4372.16
YOY			120.82%	29.56%			11.22%	51.24%
A 股 PE 估值		21	9	7		28	25	17
H 股 PE 估值		12	5	4		16	14	10
集运净利润		2897.95	6972.52	9190.78		2039.14	2319.58	3789.48
YOY			140.60%	31.81%			13.75%	63.37%
A 股 PE 估值		25	10	8		36	32	19
H 股 PE 估值		14	6	4		21	18	11

资料来源：公司公告，申万宏源研究

*2016 由于存在部分散货亏损及并购亏损，数据细节未披露，无法获得单独的集运净利润

3.4 运价及油价对利润具备较高弹性

欧线运价弹性优于美线，1%运价提升带来 2.5 亿利润增长。通过我们的模型，我们对所有的航线进行了弹性测算，测算结果显示：以 2018 年为例，在乐观假设下，美线提价 1%，净利润边际提升 2.62 亿；欧线提价 1%，净利润边际提升 2.59 亿。但考虑到美线有部分长期协议，不完全按照即期运价运输，因此实际弹性应该略低于欧洲航线。

表 23：乐观假设下，各航线运价提升对净利润的弹性一览（单位：百万元）

美线运价	2017E	2018E	2019E	亚欧线运价	2017E	2018E	2019E
+20%	2393.30	5241.44	5494.42	+20%	2457.46	5178.45	5464.98
+10%	1196.65	2620.72	2747.21	+10%	1228.73	2589.22	2732.49
+5%	598.33	1310.36	1373.60	+5%	614.37	1294.61	1366.24
+2%	239.33	524.14	549.44	+2%	245.75	517.84	546.50
+1%	119.67	262.07	274.72	+1%	122.87	258.92	273.25
0%	0.00	0.00	0.00	0%	0.00	0.00	0.00
-1%	-119.67	-262.07	-274.72	-1%	-122.87	-258.92	-273.25
-2%	-239.33	-524.14	-549.44	-2%	-245.75	-517.84	-546.50
亚洲内航线	2017E	2018E	2019E	内贸航线	2017E	2018E	2019E
+20%	2267.26	4590.95	4780.83	+20%	1239.68	2552.22	2552.22
+10%	1133.63	2295.47	2390.42	+10%	619.84	1276.11	1276.11
+5%	566.81	1147.74	1195.21	+5%	309.92	638.05	638.05
+2%	226.73	459.09	478.08	+2%	123.97	255.22	255.22
+1%	113.36	229.55	239.04	+1%	61.98	127.61	127.61
0%	0.00	0.00	0.00	0%	0.00	0.00	0.00
-1%	-113.36	-229.55	-239.04	-1%	-61.98	-127.61	-127.61
-2%	-226.73	-459.09	-478.08	-2%	-123.97	-255.22	-255.22

资料来源：申万宏源研究

同时我们发现，悲观假设下运价弹性虽然小幅下滑，但整体趋势基本与乐观表现一致。同样也证明了整体运价对净利润的极高弹性。

表 24：悲观假设下，各航线运价提升对净利润的弹性一览（单位：百万元）

美线运价	2017E	2018E	2019E	亚欧线运价	2017E	2018E	2019E
+20%	2308.83	4646.26	4831.74	+20%	2384.26	4707.87	5041.67
+10%	1154.42	2323.13	2415.87	+10%	1192.13	2353.94	2520.83
+5%	577.21	1161.56	1207.94	+5%	596.07	1176.97	1260.42
+2%	230.88	464.63	483.17	+2%	238.43	470.79	504.17
+1%	115.44	232.31	241.59	+1%	119.21	235.39	252.08
0%	0.00	0.00	0.00	0%	0.00	0.00	0.00
-1%	-115.44	-232.31	-241.59	-1%	-119.21	-235.39	-252.08
-2%	-230.88	-464.63	-483.17	-2%	-238.43	-470.79	-504.17
亚洲内航线	2017E	2018E	2019E	内贸航线	2017E	2018E	2019E
+20%	2200.84	4398.88	4611.44	+20%	1239.68	2577.29	2577.29
+10%	1100.42	2199.44	2305.72	+10%	619.84	1288.64	1288.64
+5%	550.21	1099.72	1152.86	+5%	309.92	644.32	644.32

+2%	220.08	439.89	461.14	+2%	123.97	257.73	257.73
+1%	110.04	219.94	230.57	+1%	61.98	128.86	128.86
0%	0.00	0.00	0.00	0%	0.00	0.00	0.00
-1%	-110.04	-219.94	-230.57	-1%	-61.98	-128.86	-128.86
-2%	-220.08	-439.89	-461.14	-2%	-123.97	-257.73	-257.73

资料来源：申万宏源研究

油价带来成本变数，1%油价影响约 2 亿利润。同时，我们对油价进行了弹性测算。我们发现，油价变化可能带来公司利润一定程度的下滑，尤其目前油价处于历史低位，未来如果出现油价上涨将对利润带来负面影响。

表 25：油价弹性高，可能将成为业绩不确定因素之一

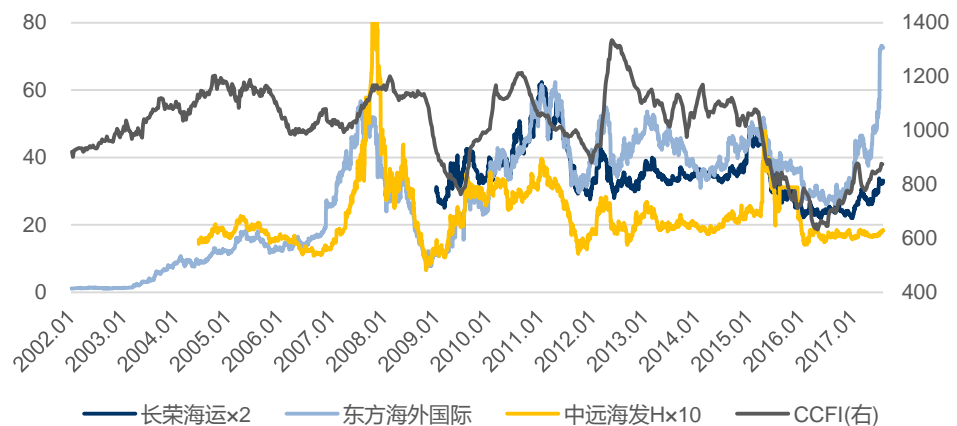
油价 (乐观假设)	2017E	2018E	2019E	油价 (悲观假设)	2017E	2018E	2019E
10%	-483.43	-2080.08	-3634.34	10%	-483.43	-2080.08	-3997.77
+5%	-241.72	-1040.04	-1817.17	+5%	-241.72	-1040.04	-1998.89
+2%	-96.69	-416.02	-726.87	+2%	-96.69	-416.02	-799.55
+1%	-48.34	-208.01	-363.43	+1%	-48.34	-208.01	-399.78
0	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00
-1%	48.34	208.01	363.43	-1%	48.34	208.01	399.78
-2%	96.69	416.02	726.87	-2%	96.69	416.02	799.55

资料来源：申万宏源研究

3.5 股价随运价及业绩同步增长

集运企业股价变动与 CCFI 走势具有一致性。我们以长荣海运、东方海外国际、中远海发（原中海集运，2016 年重组前主营集运业务）为代表来看，在 02 至 04 年、06 至 08 年、09 至 11 年、11 至 12 年、13 至 14 年等 5 个运价上升周期，各集运企业股价均有不同程度上涨；同样，在过去 5 个周期的运价下行段，各集运企业的股价也均有不同程度下跌。整体来看，集运企业股价变动与运价走势具有一致性，随新一轮行业回暖期的到来，各集运企业股价也均表现出新的上升态势。

图 19：集运标的股价随 CCFI 走势具有一致性



资料来源：Wind，申万宏源研究

前几次上涨周期来看，股价优先于运价上涨，最终幅度高于运价。运价反映集运市场的供需关系，股价反映资本市场对集运市场的预期，因此资本市场弹性相对更高，因此股价上涨要稍先于运价上涨，股价涨幅也要高于运价。以 09 年-11 年的上行期为例，CCFI 从 09 年 6 月开始回升，上涨 56%，长荣海运、东方海外国际、中远海发 H 股股价提前半年左右开始上行，晚半年左右达到峰值，分别上涨 125%、706%、312%。

表 26：前 5 个周期海外标的股价涨幅情况

周期	上升阶段	CCFI 涨幅	长荣海运涨幅	东方海外国际涨幅	中远海发 H 涨幅
2002-2006	02 年 1 月-04 年 11 月	30%	-	951%	-
2006-2009	06 年 7 月-08 年 3 月	16%	-	166%	262%
2009-2011	09 年 6 月-10 年 8 月	56%	125%	706%	312%
2011-2013	11 年 12 月-12 年 6 月	46%	43%	85%	134%
2013-2016	13 年 01 月-14 年 9 月	14%	38%	50%	169%

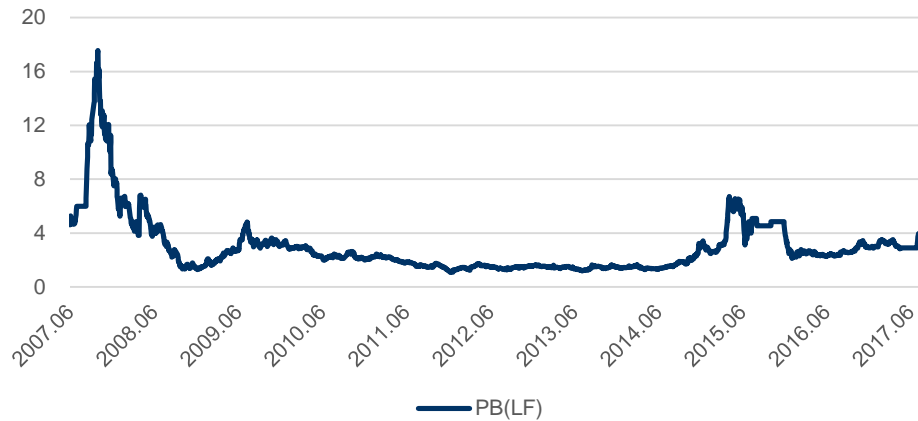
资料来源：Wind, Clarksons, 申万宏源研究

3.6 考虑集运行情复苏，当前估值给予“买入”评级

我们将从 PB/PE 两个角度考虑估值的问题。

1、PB 纵向比较，公司目前账面 PB 为 3.89 倍，处于历史低位。

图 20：公司上市以来 PB 走势



资料来源：Wind, 申万宏源研究

考虑到租入运力较高，横向对比时应打折考虑。考虑到目前公司核心资产 179.49 万 TEU 集装箱船中，49.31 万 TEU 自有算作固定资产，另外 130.19 万 TEU 经营租赁的集装箱船并未在资产体现，自有运力占比不到 30%，是同类公司中自有比例最少的。在实际运营中，租赁集装箱运营性与自有集装箱船并无太大差异，且本次租入的集运船舶多是签订了 3 年长期协议，因此租入价格也相对稳定。因此我们认为，在做横向对比的过程中，应当将目前的 PB 打折再行比较。

表 27: 各班轮企业船舶租赁情况(2017/08/01)

排名	公司	总计		自有		租赁		比例	PB
		箱数	艘数	箱数	艘数	箱数	艘数		
1	马士基航运	350.04	653	170.69	246	179.35	407	51.2%	-
2	地中海航运	306.14	506	108.37	191	197.77	315	64.6%	-
3	达飞集团	243.58	477	91.42	117	152.16	360	62.5%	-
4	中远海控	179.49	322	49.31	81	130.19	241	72.5%	3.89
5	赫伯罗特	152.05	218	101.64	117	50.41	101	33.2%	-
6	长荣海运	103.98	193	54.80	105	49.17	88	47.3%	1.01
7	东方海外	65.57	100	42.76	54	22.82	46	34.8%	1.29
8	阳明海运	58.45	96	20.92	45	37.54	51	64.2%	-
9	汉堡南美	55.59	102	31.35	46	24.24	56	43.6%	-
10	日本邮船	53.36	93	24.12	41	29.23	52	54.8%	-

资料来源: Alphaliner, Wind, 申万宏源研究

2、从 PE 的角度来看, 旺季 PE 仅 9 倍, 叠加东方海外空间更大。

乐观假设下, 我们预测 2019 年扣非净利润有望达到 97.73 亿, 参考其他航运企业过往的利润情况, 百亿利润代表着较高的景气度。同样, 参考海外航运企业的旺季估值, 我们认为本次旺季行情与 2014 年较为相似, 同样是供需改善叠加集运企业之间的联盟协同, 因此我们认为 13 倍 PE 是比较合理的。

表 28: 可比标的旺季 PE 情况

旺季峰值	CCFI 峰值	东方海外国际峰值 PE	海丰国际峰值 PE
2008 年 3 月	1150	1.45	-
2010 年 8 月	1212	4.46	4.92
2012 年 6 月	1316	18.60	8.16
2014 年 9 月	1146	15.34	10.88

资料来源: Wind, 申万宏源研究

综合来看, 集运行业处于供需改善的回暖期, 中远海控作为集运行业龙头之一, 具有较高的运价业绩弹性, 收入利润转化能力较强, 随着运价的回升, 公司利润有望大幅改善, 我们认为乐观假设与悲观假设的情况各占 50% 的出现概率, 因此我们这里取二者均值, 我们预测 2017-2019 年公司净利润分别为 44.08 亿、60.17 亿、78.73 亿, 分别同比增长 144.50%、36.51%、30.84%; 扣非净利润分别为 30.28 亿、52.17 亿、70.73 亿, 分别同比增长 142.69%、72.27%、35.56%。净利润对应 PE 分别为 17 倍、12 倍、9 倍。考虑到目前估值较低, 具有长期投资价值, 给予买入评级。

表 29：公司综合盈利预测（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	65035.59	71160.18	89220.88	96519.13	100432.84
YOY		9.42%	25.38%	8.18%	4.05%
二、营业总成本	69039.84	78111.35	85902.26	90951.38	92996.03
其中：营业成本	61810.48	71865.80	79959.19	84921.87	86949.34
营业税金及附加	81.56	124.84	170.29	176.49	178.15
销售费用	131.26	65.46	55.82	56.74	56.87
管理费用	4726.62	4130.02	4220.92	4311.62	4330.53
财务费用	2272.15	1815.56	1475.97	1464.66	1461.13
资产减值损失	17.78	109.67	20.07	20.00	20.00
加：公允价值变动收益	6.11	15.21	0.00	0.00	0.00
投资收益	2370.03	-976.60	1306.56	1338.31	1342.44
三、营业利润	-1628.10	-7912.55	4625.18	6906.07	8779.26
加：营业外收入	4465.30	605.77	1420.89	800.00	800.00
减：营业外支出	569.44	1281.66	158.41	200.00	200.00
四、利润总额	2267.76	-8588.44	5887.65	7506.07	9379.26
减：所得税	59.15	512.79	566.07	556.73	555.76
五、净利润	2208.60	-9101.23	5321.58	6949.35	8823.49
少数股东损益	1739.30	804.77	913.77	932.04	950.68
归属于母公司所有者的净利润	469.30	-9906.00	4407.81	6017.30	7872.81
YOY		-	-	36.51%	30.84%
六、全面摊薄每股收益	0.05	-0.97	0.43	0.59	0.77

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。