

**中远海控(601919)/航运**
**中报业绩扭亏符合预期 集运量价齐升回暖延续**
**评级：买入(维持)**

市场价格：7.79

目标价格：8.5

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

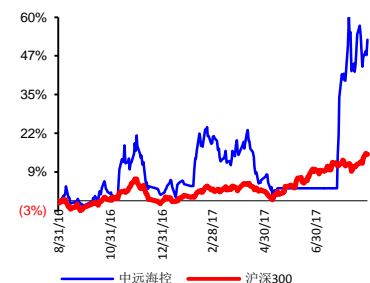
联系人：扈世民

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)	7.79
市值(百万元)	79,583
流通市值(百万元)	79,583

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 集运量价齐升业绩回暖 推进并购有望跻身三甲

**公司盈利预测及估值**

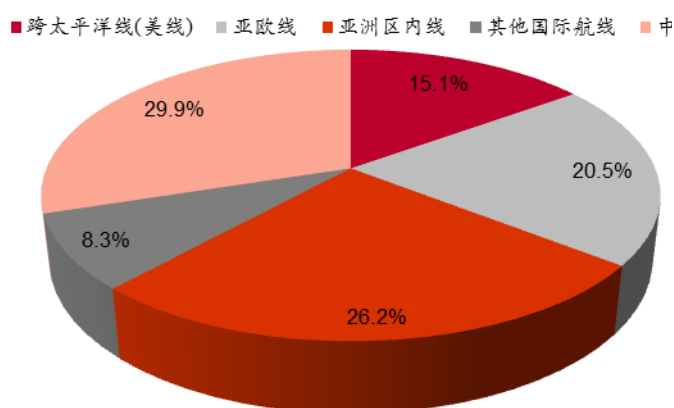
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,490	71,160	89,520	94,443	99,165
增长率 yoy%	-10.7	23.8	25.8	5.5	5.0
净利润	283.4	-9,906.0	3,802.2	4,641.8	4,958.7
增长率 yoy%	-21.8	-3595.5	138.4	22.1	6.8
每股收益(元)	0.03	-0.97	0.37	0.45	0.49
每股净资产(元)	2.4	1.8	2.3	2.7	3.2
净资产收益率	1.1	-54.1	16.5	16.8	15.2
P/E	-	-	20.9	17.1	16.0
P/B	3.2	4.3	3.4	2.9	2.4

备注：股价为2017年8月31日收盘价

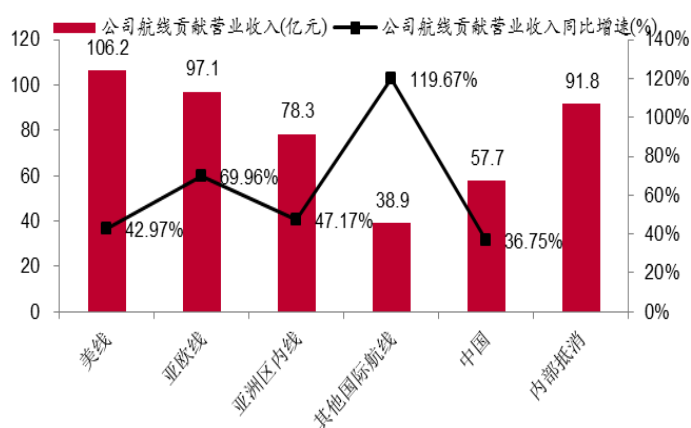
**投资要点**

- 事件：中远海控2017半年度报告：2017H1公司实现营业收入434.7亿元，同比增长39.5%；实现归母净利润18.6亿元，16年同期归母净利润-71.7亿元。17H1扣非后归母净利润7.5亿，业绩回暖符合市场预期；我们认为17H1业绩增长来源集装箱航运复苏、出售青岛前湾码头等获得非经常性损益。**
- 受益进出口贸易回暖，17H1集装箱运量同比增长34.9%。**根据交通运输部公布数据，2017H1全国规模以上港口集装箱吞吐量同比增长8.8%，较16年同期提升6.2pct。受益进出口贸易回暖，2017H1公司完成货运量999.8万TEU，同比增长34.9%，其中太平洋线(美线)和欧线运量增速分别为35.2%、27.6%；考虑16Q1运力低基数和圣诞节备货推动需求增长，我们预测2017年公司集装箱运量增速20%。
- 运价反弹强劲增厚业绩，联盟化运营降低成本。**2017H1 SCFI综合指数同比增长61%；SCFI美西线平均运价同比增长62%；欧线平均运价同比增长95%。受益航线运价提升，17H1公司平均单箱收入为3691元，同比上升16.3%，其中国际航线平均单箱收入4574元，同比上升19.7%。联盟化运营有利于优化航线网络及运力布局，实现规模效、降低运营成本。2017H1公司平均单箱成本同比下降2.5%，助力公司业绩回暖。
- 新联盟提高市场集中度，行业供需增速有望维持弱平衡。**新成立三大联盟市占率提升至73%，欧、美航线基本实现联盟化运营。截止6月底闲置运力比率已降至2.7%，对运力投放影响减弱。对比订单交付和旧船拆解，我们预计17-18年运力增速约为3%和4.2%，供需增速整体有望维持弱平衡；随着2018年巨型集装箱船(>7500TEU)订单交付，欧美航线运力将略承压。
- 推进东方海外收购进程，优质资产有望增厚业绩。**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联合收购东方海外。如收购完成，中远海控运力占比全球11.6%，排名跻身三甲。跨太平洋线(美线)市场占有率提升至15%，排名第一。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895.2、944.4、991.7亿元，同比增长25.8%、5.5%、5.0%，归属于母公司净利润为38.0、46.4、49.6亿元，同比增长138.4%、22.1%、6.8%，对应的每股收益EPS分别为0.37、0.45、0.49元，目标价调整为8.5元，对应2017年20.9XPE。受益进出口贸易回暖，集运主业量价齐升回暖延续；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。维持“买入”评级。**

**风险提示：**运力投放超出预期、油价增长超出预期、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。

**图表 1：2017H1 美线、欧线集装箱运量占比 35.6%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 2：2017H1 美线、欧线集装箱收入占比 55.1%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3：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: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	57,490	71,160	89,520	94,443	99,165	货币资金	33,015	32,512	35,940	44,222	51,986
营业成本	55,108	71,866	77,703	81,882	85,877	存货	1,469.2	1,564.7	3,350.0	1,345.8	3,314.9
毛利率	4.14%	-0.99%	13.20%	13.30%	13.40%	应收账款	4,920.1	7,721.5	8,059.9	8,585.8	8,939.7
营业税金及附加	76.0	124.8	134.3	141.7	148.7	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	89.5	94.4	99.2	流动资产合计	41,852	45,362	50,503	58,103	67,509
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	4,386.5	4,249.9	4,462.4	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%	2.03%	1.92%	1.83%	非流动资产合计	106,342	74,290	71,633	68,204	64,802
投资收益	2,071.1	-976.6	1,008.7	1,008.7	1,008.7	资产总计	148,193	119,653	122,136	126,307	132,311
营业利润	-2,178.3	-7,912.6	6,399.4	7,268.0	7,770.9	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%	7.15%	7.70%	7.84%	应付账款	11,217.4	20,818.6	14,711.1	17,652.0	17,143.9
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	14,847.6	10,816.3	11,357.5
营业外支出	448.5	1,281.7	500.0	500.0	500.0	流动负债合计	26,147	33,501	29,710	28,508	28,642
利润总额	1,755.8	-8,588.4	6,499.4	7,368.0	7,870.9	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	1,624.9	1,842.0	1,967.7	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%	非流动性负债合计	77,109	48,603	49,051	48,905	48,853
少数股东损益	20,284.2	19,225.6	20,298.0	21,182.1	22,126.7	负债合计	103,256	82,104	78,761	77,413	77,495
归属于母公司股东的净利润	283.4	-9,906.0	3,802.2	4,641.8	4,958.7	股本	10,216.3	10,216.3	10,216.3	10,216.3	10,216.3
净利率	0.49%	-13.92%	4.25%	4.91%	5.00%	资本公积	27,902.4	27,502.8	27,459.6	27,452.6	27,471.6
每股收益(元)	0.03	-0.97	0.37	0.45	0.49	股东权益合计	24,653	18,323	23,077	27,712	32,690
						少数股东权益	20,284.2	19,225.6	20,298.0	21,182.1	22,126.7
						负债股东权益总计	148193	119653	122136	126307	132311

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	283.4	-9,906.0	3,802.2	4,641.8	4,958.7	成长性指标					
少数股东损益	20,284.2	19,225.6	20,298.0	21,182.1	22,126.7	营业收入增长率(%)	-10.7	23.8	25.8	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	-138.4	22.1	6.8
营运资金变动	-489.5	4,155.2	-6,017.6	2,137.4	-1,529.6	盈利能力指标					
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	13.2	13.3	13.4
经营现金流	6,663.7	1,519.5	3,132.4	11,938.9	8,649.0	EBIT Margin(%)	-3.4	-7.1	8.1	8.6	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	11.9	12.2	12.1
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	4.2	4.9	5.0
资产变卖	167.2	165.0	0.0	0.0	0.0	PEG	-	-	-	0.8	2.4
投资现金流	-6,949.3	4,986.4	681.6	1,068.5	1,077.8	偿债能力指标					
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	64.5	61.3	58.6
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	估值指标					
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	16.5	16.8	15.2
融资现金流	-7,458.5	-9,497.9	-386.5	-4,725.2	-1,962.3	P/E(倍)	-	-	20.9	17.1	16.0
现金净流量	-7,744	-2,992	3,427	8,282	7,764	P/B(倍)	3.2	4.3	3.4	2.9	2.4

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
	增持	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	增持	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。