

公司研究/季报点评

2019年11月01日

交通运输/水路运输 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.61  
合理价格区间(元): 5.06~5.34

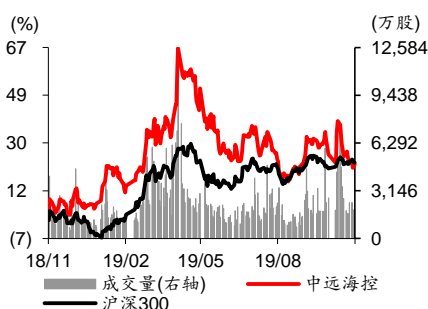
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**林霞颖** 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492284  
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1 《中远海控(601919 SH,增持): 业绩符合预期, 协同效应逐步体现》2019.09
- 2 《中远海控(601919,增持): 业绩好于预期, 协同效应初现》2019.04
- 3 《中远海控(601919,增持): 不确定性依旧, 集运短期承压》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩超预期, 主因协同效应驱动

## 中远海控(601919)

### 业绩超预期, 盈利能力进一步提升

中远海控发布 2019 年三季度业绩。前三季度, 公司实现营业收入 1,116 亿元, 同比增长 35.9%; 归母净利润 21.2 亿元, 同比增长 145.3%, 超我们的预期; 扣非归母净利润 18.9 亿元, 同比大幅扭亏 (去年同期亏损 3.8 亿元)。业绩大幅增长主要因东方海外并表以及协同效应贡献。为体现最新的三季报业绩和未来潜在的协同效应贡献, 我们分别上调 2019/2020/2021 年盈利 12.4%/10.3%/8.7%至 27.4/29.6/36.6 亿元。受宏观经济放缓、贸易摩擦和低硫条规的负面影响, 行业不确定性增加, 估值承压。我们基于 1.8x-1.9x 2019E PB, 调整目标价至 5.06-5.34 元, 维持“增持”评级。

### 市场疲软, 但公司集运业务表现亮眼

2019 年前三季度, 公司集运业务实现营收 1,068.6 亿元, 同增 37.4%; 货运量 1,910 万 TEU, 同增 23.8%; 净利润 22.1 亿元, 同增 90.7%。其中, 中远海运集运实现收入 725.4 亿元, 同增 9.6%; 货运量 1,395 万 TEU, 同增 1.7%; 净利润 10.0 亿元, 同增 66.8%, 增长亮眼, 盈利能力提升。受贸易摩擦和全球经济下行压力, 前三季度 SCFI 指数美西线均值为 1,566 美元/FEU, 基本与去年同期持平; 欧洲线均值为 762 美元/TEU, 同比下滑 8.5%。公司主干航线单箱收入均优于市场表现, 第三季度各航线环比均有所提升。受制宏观因素, 我们认为短期主干航线的市场运价仍有压力。

### 码头业务贡献稳健收益

2019 年前三季度, 公司码头业务实现营业收入 67.7 亿元, 同增 29.7%; 集装箱码头业务总吞吐量 9,711 万 TEU, 同增 9.0%, 其中控股码头完成 2,017 万 TEU, 同比增长 18.2%。根据交通运输部数据, 同期全国沿海港口集装箱吞吐量增速仅 4.3%, 公司表现优于行业平均水平。

### 受益协同协议, 单箱成本继续下降

受益于东方海外的合并, 公司通过优化运力布局、提高运营效率和集中采购等优势, 协同效应逐步体现, 单箱成本出现下降趋势。前三季度, 公司集运业务实现 EBIT 利润率 4.9%, 同比上涨 1.46 个百分点。排除东方海外并表影响, 公司自身 EBIT 利润率同比提升 1.52 个百分点至 4.3%。基于宏观因素的负面影响, 板块估值承压。我们下调估值倍数至 1.8x-1.9x 2019E PB (公司历史三年均值减 1 个标准差, BVPS 2.81 元, 前值采用 2.2x-2.4x 2019E PB), 调整目标价至 5.06-5.34 元。

风险提示: 自然灾害、中美贸易关系恶化、经济危机、运价上涨低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	12,260
流通 A 股 (百万股)	7,636
52 周内股价区间 (元)	3.79-6.32
总市值 (百万元)	56,516
总资产 (百万元)	264,305
每股净资产 (元)	2.51

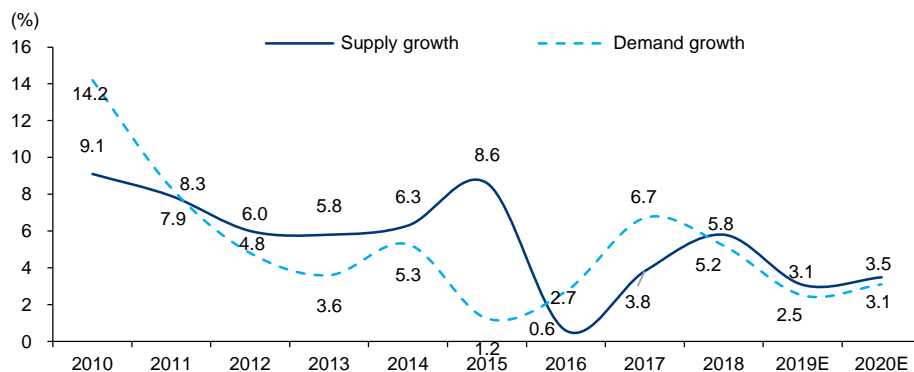
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	90,464	120,830	149,068	168,178	191,891
+/-%	27.13	33.57	23.37	12.82	14.10
归属母公司净利润 (百万元)	2,662	1,230	2,742	2,963	3,662
+/-%	126.87	(53.79)	122.94	8.04	23.60
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.10	0.22	0.24	0.30
PE (倍)	21.23	45.95	20.61	19.08	15.43

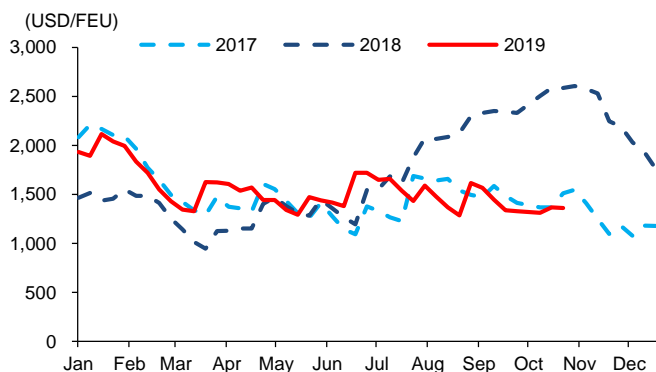
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 集装箱运输: 供需增速



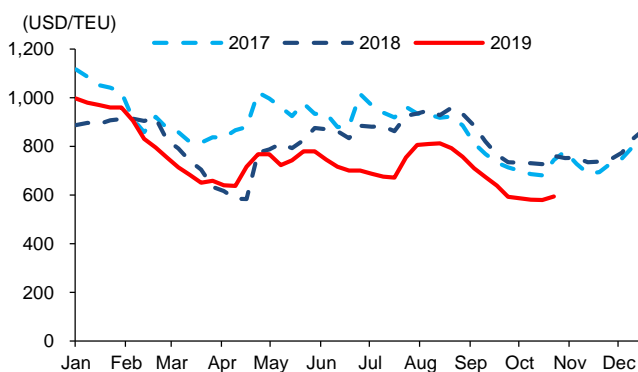
资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

图表2: SCFI: 上海至美西航线即期运费



资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

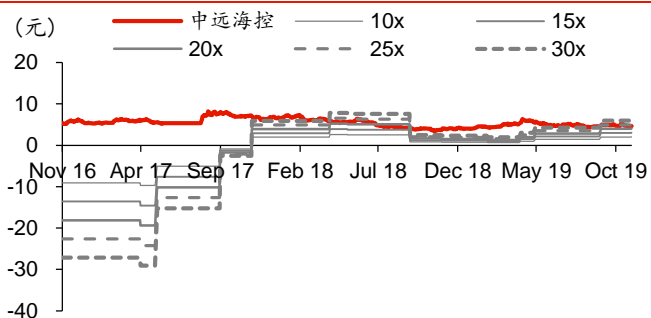
图表3: SCFI: 上海至欧洲航线即期运费



资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

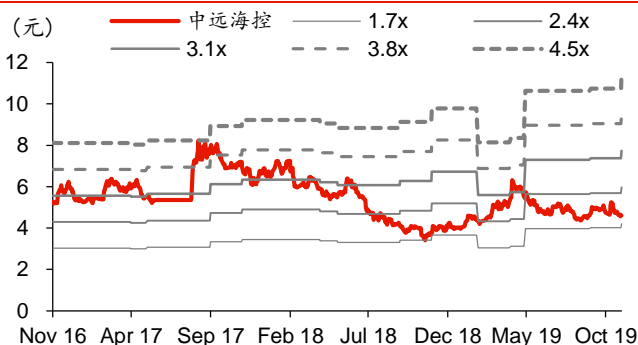
PE/PB - Bands

图表4: 中远海控历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 中远海控历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	39,442	60,304	72,110	84,054	101,759
现金	26,090	33,995	44,872	53,478	66,990
应收账款	6,196	8,719	10,756	12,135	13,846
其他应收账款	1,439	2,608	3,217	3,630	4,142
预付账款	1,684	2,443	2,923	3,302	3,755
存货	2,330	4,101	4,907	5,543	6,303
其他流动资产	1,703	8,439	5,434	5,966	6,723
非流动资产	93,748	167,839	169,250	164,199	160,113
长期投资	25,862	28,877	28,877	28,877	28,877
固定投资	49,114	109,463	116,517	112,460	108,491
无形资产	4,541	7,958	7,958	7,958	7,958
其他非流动资产	14,230	21,541	15,897	14,903	14,787
资产总计	133,190	228,144	241,359	248,252	261,872
流动负债	43,492	88,779	58,815	62,154	66,547
短期借款	10,940	48,221	15,021	15,171	15,626
应付账款	16,434	20,039	23,978	27,084	30,799
其他流动负债	16,119	20,519	19,817	19,899	20,121
非流动负债	45,987	83,012	112,705	111,223	114,225
长期借款	30,038	47,052	76,787	75,287	78,287
其他非流动负债	15,950	35,960	35,919	35,936	35,938
负债合计	89,479	171,791	171,521	173,377	180,772
少数股东权益	23,041	33,467	35,386	37,460	40,023
股本	10,216	10,216	12,260	12,260	12,260
资本公积	27,719	28,216	33,875	33,875	33,875
留存公积	(15,715)	(14,424)	(11,682)	(8,719)	(5,057)
归属母公司股东权益	20,669	22,886	34,453	37,415	41,077
负债和股东权益	133,190	228,144	241,359	248,252	261,872

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	7,092	8,131	18,231	13,714	14,790
净利润	4,831	3,026	4,662	5,037	6,225
折旧摊销	2,336	4,216	5,471	5,808	5,895
财务费用	1,730	2,967	6,291	5,759	5,382
投资损失	(3,919)	(2,235)	(2,800)	(2,500)	(2,650)
营运资金变动	1,172	158.69	2,221	(208.67)	(328.14)
其他经营现金	941.95	(2.19)	2,387	(180.45)	265.79
投资活动现金	(15,233)	(39,344)	(6,423)	2,000	650.00
资本支出	11,146	19,888	9,623	300.00	1,200
长期投资	3,316	202.22	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(771.33)	(19,254)	3,200	2,300	1,850
筹资活动现金	2,797	37,567	(931.37)	(7,108)	(1,927)
短期借款	7,693	37,281	(33,200)	150.21	455.14
长期借款	784.79	17,014	29,735	(1,500)	3,000
普通股增加	0.00	0.00	2,043	0.00	0.00
资本公积增加	215.88	497.19	5,659	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,897)	(17,225)	(5,169)	(5,759)	(5,382)
现金净增加额	(6,450)	7,099	10,877	8,606	13,513

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	90,464	120,830	149,068	168,178	191,891
营业成本	82,605	110,605	132,343	149,488	169,992
营业税金及附加	165.60	230.75	246.23	277.80	316.97
营业费用	53.09	61.46	62.64	70.67	80.63
管理费用	5,166	6,833	8,348	9,418	10,746
财务费用	1,730	2,967	6,291	5,759	5,382
资产减值损失	12.77	2.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(77.27)	400.00	(200.00)	(800.00)
投资净收益	3,919	2,235	2,800	2,500	2,650
营业利润	4,957	3,045	4,977	5,466	7,224
营业外收入	872.68	840.09	589.95	541.29	182.91
营业外支出	126.48	39.50	82.95	81.29	82.91
利润总额	5,703	3,845	5,484	5,926	7,324
所得税	872.35	818.96	822.67	888.84	1,099
净利润	4,831	3,026	4,662	5,037	6,225
少数股东损益	2,169	1,796	1,920	2,074	2,563
归属母公司净利润	2,662	1,230	2,742	2,963	3,662
EBITDA	9,023	10,228	16,739	17,032	18,501
EPS (元, 基本)	0.26	0.12	0.22	0.24	0.30

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.13	33.57	23.37	12.82	14.10
营业利润	162.72	(38.58)	63.48	9.81	32.17
归属母公司净利润	126.87	(53.79)	122.94	8.04	23.60
获利能力 (%)					
毛利率	8.69	8.46	11.22	11.11	11.41
净利率	2.94	1.02	1.84	1.76	1.91
ROE	12.88	5.37	7.96	7.92	8.91
ROIC	10.81	4.40	8.75	9.17	10.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.18	75.30	71.06	69.84	69.03
净负债比率 (%)	55.44	60.76	58.84	57.43	56.99
流动比率	0.91	0.68	1.23	1.35	1.53
速动比率	0.85	0.63	1.14	1.26	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.67	0.64	0.69	0.75
应收账款周转率	14.72	15.80	14.81	14.22	14.29
应付账款周转率	4.98	6.07	6.01	5.86	5.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.10	0.22	0.24	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.66	1.49	1.12	1.21
每股净资产(最新摊薄)	1.69	1.87	2.81	3.05	3.35
估值比率					
PE (倍)	21.23	45.95	20.61	19.08	15.43
PB (倍)	2.73	2.47	1.64	1.51	1.38
EV_EBITDA (倍)	15.87	14.00	8.55	8.41	7.74

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com