2015-8-27

公司报告（点评报告）

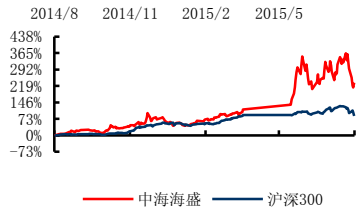
评级 买入 维持

中海海盛（600896）

一致行动人连续增持构筑安全边际，股价下跌带来买入机会

分析师 韩轶超
☎ (8621)68751781
✉ hanyc@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490512020001
联系人 杨靖凤
☎ （8621）68751636
✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《中海海盛年报点评》2007-3-27

报告要点

■ 事件描述

中海海盛连续 2 天发布公告，公司控股股东上海览海上寿医疗产业有限公司（下称“览海上寿”）的一致行动人上海人寿保险股份有限公司（下称“上海人寿”）增持公司股份合计 182.94 万股，占公司总股本的 0.31%。增持后，览海上寿及其一致行动人上海人寿合计持有公司股份从 15.6%上升至 15.91%。8 月 27 日，公司收盘价 12.98 元。

■ 事件评论

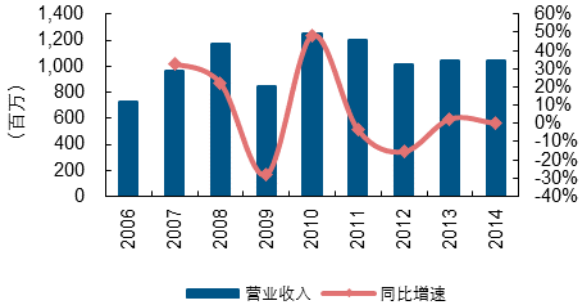
- **主营干散货运输，同业竞争困扰原股东许久。**中海海盛所经营的干散货运输业务一直与原股东中海集团旗下中海发展的干散货业务有同业竞争关系，因此中海海盛的业务属性问题始终困扰着集团。
- **转让股份后大股东发生变更，转让价格具有重要参考依据。**1）今年 6 月，大股东中国海运以 12.55 元/股的价格协议转让公司 8200 万股股份至览海上寿，完成后览海上寿持有公司 14.11%股份并称为第一大股东。通过这一变更，一方面中国海运集团将旗下的 A 股上市平台进行了及时处置（未来注册制出台意味着壳资源的贬值），另一方面实际控制人密春雷旗下的览海集团用最快的速度获得了对上市公司的相对掌控权。同时，考虑到 12.55 元是大股东目前股权的获得成本，我们可以将这一价格视为安全底线。2）公司控股股东及一致行动人最近 2 天的持续增持说明其对公司未来发展的信心，考虑到增持的平均价格大约在 12.55 元附近，再次反映了这一安全底线的重要性。
- **转型预期明确，保险与医疗概率偏大。**我们根据公司的人事任命和实际控制人旗下览海集团的资产以及近期的对外投资情况来判断，中海海盛转型介入保险、医疗行业的可能性较大，同时从估值层面来说，也会明显超越目前航运企业的平均水平。
- **给予“买入”评级。**考虑到：1）通过股份转让和大股东及一致行动人的增持价格来看，12.55 元是公司的安全线，目前股价仅高于安全线 3%；2）根据公司的人事任命和实际控制人旗下览海集团的资产以及近期的对外投资情况来判断，中海海盛转型介入保险、医疗行业的可能性较大，同时从估值层面来说，也会明显超越目前航运企业的平均水平。我们预计公司 2015 年 EPS 为 0.08 元、-0.28 元和-0.30 元，给予公司“买入”评级。

主营干散货运输，同业竞争困扰原股东许久

中海海盛主营国内、国际沿海煤炭、铁矿石、粮食等大宗散货及液体化学品特种货物的海上运输业务，兼营贸易、船务代理等业务。根据公司官网资料，目前拥有散货船 20 艘、油轮/化工品船 4 艘，合计 123 万载重吨。

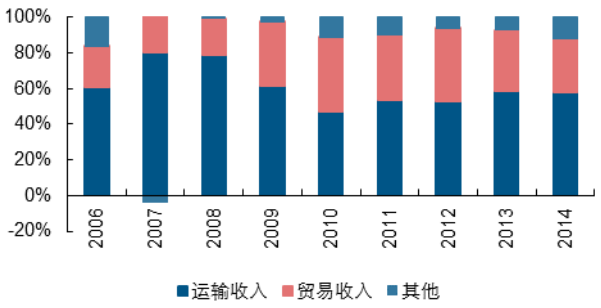
但是，由于中海海盛所经营的干散货运输业务一直与原股东中海集团旗下中海发展的干散货业务有同业竞争关系，因此中海海盛的业务属性问题始终困扰着集团。

图 1：中海海盛营业收入



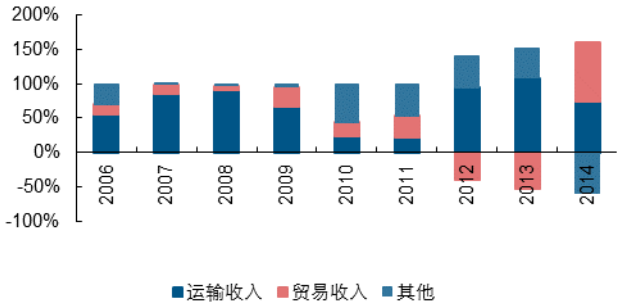
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：中海海盛营业收入结构



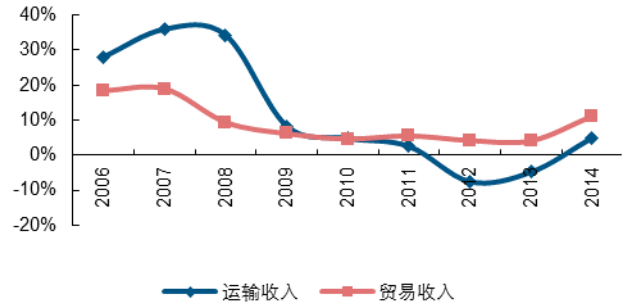
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：中海海盛营业毛利结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：中海海盛毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

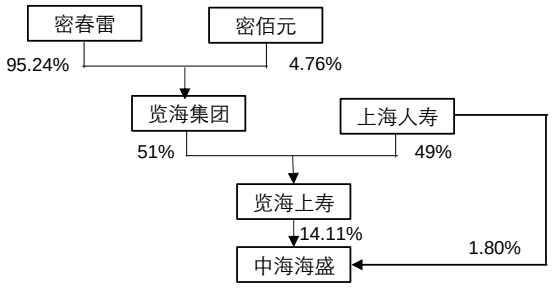
转让股份后大股东发生变更，转让价格具有重要参考依据

2015 年 6 月 4 日，大股东中国海运以 12.55 元/股的价格协议转让公司 8200 万股股份至览海上寿，完成后览海上寿持有公司 14.11%股份，中国海运为 13.38%。**通过这一变更，一方面中国海运集团将旗下的 A 股上市平台进行了及时处置（未来注册制出台意味着壳资源的贬值），另一方面实际控制人密春雷旗下的览海集团用最快的速度获得了对上市公司的相对掌控权。同时，考虑到 12.55 元是大股东目前股权的获得成本，我们可以将这一价格视为安全底线。**

6 月 11 日，公司公布非公开发行预案，拟向览海投资以不低于 6.85 元的价格发行 2.92 亿股，募集不超过 20 亿元，锁定期 3 年。鉴于览海上寿和览海投资的实际控制人都是密春雷，股权转让和增发均完成后，览海上寿与览海投资合计持有公司 42.82%股份。

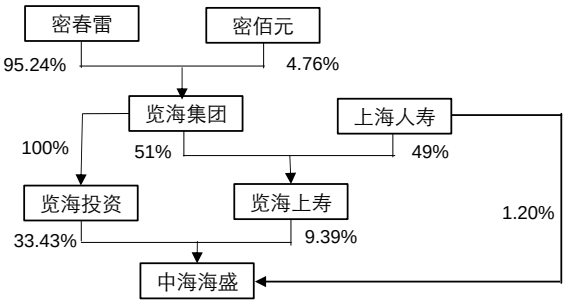
8 月 27 日，中海海盛连续 2 天发布公告，公司控股股东上海览海上寿医疗产业有限公司（下称“览海上寿”）的一致行动人上海人寿保险股份有限公司（下称“上海人寿”）增持公司股份合计 182.94 万股，占公司总股本的 0.31%。增持后，览海上寿及其一致行动人上海人寿合计持有公司股份从 15.6%上升至 15.91%。**公司控股股东及一致行动人的持续增持说明其对公司未来发展的信心，考虑到增持的平均价格大约在 12.55 元附近，再次反映了这一安全底线的重要性。**

图 5：中海海盛目前股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：中海海盛完成增发后的股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：中海海盛主要股东明细（截至 2015 年 8 月 27 日）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	上海览海上寿医疗产业有限公司	82,000,000	14.11	A股流通股
2	中国海运(集团)总公司	77,802,500	13.38	A股流通股
3	上海人寿保险股份有限公司	10,472,826	1.80	限售流通A股
合	计	170,275,326	29.29	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：中海海盛主要股东明细（非公开发行完成后预计）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	上海览海投资有限公司	291,970,802	33.43	限售流通A股
2	上海览海上寿医疗产业有限公司	82,000,000	9.39	A股流通股
3	中国海运(集团)总公司	77,802,500	8.91	A股流通股
4	上海人寿保险股份有限公司	10,472,826	1.20	限售流通A股
合	计	462,246,128	52.93	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

转型预期明确，保险与医疗概率偏大

我们根据公司的人事任命和实际控制人旗下览海集团的资产以及近期的对外投资情况来判断，中海海盛转型介入保险、医疗行业的可能性较大，同时从估值层面来说，也会明显超越目前航运企业的平均水平。

一方面，公司近期当选的董事、独立董事较多具有保险和医疗背景。8 月 10 日，公司通过临时股东大会决议，完成了对新一届董事、独立董事等的选举任命，其中：1）密春雷、谢娜、段肖东均在上海人寿就职，具有保险行业背景。2）杜祥、毕文瀚、刘蕾具备医疗或者医疗器械行业背景。

表 3：中海海盛新一届董监高候选人情况

姓名	性别	职务	履历
密春雷	男	董事候选人	1978年出生，会计师，高级工商管理硕士，上海市政协委员。现任览海控股（集团）有限公司董事长，上海人寿保险股份有限公司董事长。
杨吉贵	男	董事候选人	1966年出生，工商管理硕士，高级会计师，曾任广州海运（集团）有限公司供贸事业部总会计师、中海供贸有限公司计财部主任、中国海运（集团）总公司计财部副部长，计财部副部长（主持工作）、计财部部长，中国海运（集团）总公司计财部总经理，中国海运（集团）总公司财务金融部总经理，中国海运（集团）总公司总经理助理、财务金融部总经理。现任中国海运（集团）总公司副总会计师、财务金融部总经理。
杜祥	男	董事候选人	1963年出生，研究生学历，博士学位。教授，主任医师。博士生导师。曾任复旦大学附属肿瘤医院副院长，作为中组部第七批援疆干部挂职新疆医科大学第一附属医院副院长，国家临床重点专科病理科学科带头人、卫生部临床重点学科临床病理学科带头人，上海市领军人才、上海市优秀学科带头人。宁波市医学会副会长，宁波市临床病理诊断中心主任。2002.03-2005.1就读于中欧国际工商学院，获医院管理文凭。2003-2014期间曾作为主要负责人参与上海质子重离子医院的建设。
谢娜	女	董事候选人	1976年出生，多伦多大学应用科学与工程学士，斯坦福大学商学院工商管理硕士。曾任摩立特集团咨询经理，红杉资本中国基金投资经理、副总裁。现任上海人寿保险股份有限公司投资副总监。
毕文瀚	男	独立董事候选人	1964年出生，中国医科大学医疗系英语医学专业，学士学位。现任国康医药器材有限公司董事总经理。毕文瀚先生曾任职于国家卫生部，在卫生、医药领域和企业管理方面拥有丰富的经验。
刘蕾	女	独立董事候选人	1973年出生，工商管理学硕士，具中国注册会计师资格，英国特许公认会计师（ACCA）。刘蕾女士曾就职于德勤会计师事务所担任审计工作，之后15年中在多家国际医药公司担任审计及兼并收购的工作，包括赛诺菲（中国）投资有限公司，葛兰素中国及勃林格殷格翰（中国）投资有限公司等。现任勃林格殷格翰（中国）投资有限公司业务拓展副总裁。
周斌	男	独立董事候选人	1970年出生，硕士研究生，自2002年起担任上海虹桥正瀚律师事务所高级合伙人，现任上海虹桥正瀚律师事务所高级合伙人，上海对外经贸大学兼职教授，上海仲裁委员会金融仲裁员。周斌先生长期为大型的跨国企业及中外资金融机构提供金融、房地产等领域内的法律服务，在金融法律服务领域积累了丰富的诉讼和非诉讼经验，具有较高的法律专业技能及丰富的金融法律实务经验和技能。

段肖东	男	监事候选人	1975年出生，高级工商管理学硕士。曾任上海中瀛（企业）集团办公室主任，总裁助理。现任览海（控股）集团总裁助理、上海人寿保险股份有限公司北京代表处主任。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

另一方面，从实际控制人旗下览海集团的资产以及近期公司的对外投资情况来看，保险和医疗行业是公司转型概率较大的方向。览海集团旗下，注册资本较大的是上海人寿保险股份有限公司和上海览海上寿医疗产业有限公司，两家公司分属保险行业和医疗行业。同时，公司 8 月对外投资并设立了 2 家公司，其一是出资 100 万美元在新加坡设立一家以医疗产品销售、石油贸易为主营业务的全资子公司，其二是在上海自由贸易试验区共同投资设立的“上海海盛融资租赁有限公司”，注册资本 5 亿，公司和上海人寿分别持股 50%和 25%。

表 4：览海集团直接或间接控制的核心企业和关联企业

公司名称	注册资本（万）	持股比例（%）	主营业务
上海览海上寿医疗产业有限公司	20,000	51	医疗领域
上海中瀛产业股份有限公司	20,000	99	投资管理、房产开发
上海人寿保险股份有限公司	200,000	20	保险业
上海中瀛览海房地产开发有限公司	48,000	100	房产开发
上海盈谷房地产有限公司	10,000	100	商业开发
内蒙古中瀛天山能源开发有限公司	20,000	61	能源开发
上海瀛金实业发展有限公司	1,000	100	贸易
上海览海投资有限公司	10,000	100	投资管理
上海中瀛览海广场置业有限公司	1,000	100	房产开发
上海中瀛建德房地产开发有限公司	5,000	65	房产开发
上海中瀛工业科技研究有限公司	1,000	100	工业园区开发
上海崇明公路养护工程有限公司	2,000	98.5	道路养护维修

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：览海集团最近三年经审计的主要财务数据（单位：万）

项目	2014年12月31日	2013年12月31日	2012年12月31日
总资产	446,326	440,473	355,647
总负债	286,656	289,305	240,968
归属母公司所有者权益	149,069	140,642	104,826
资产负债率（%）	64.23	65.68	67.75
项目	2014年度	2013年度	2012年度
营业收入	46,607	106,794	131,980
归属母公司所有者净利润	8,044	14,815	11,813
净资产收益率（%）	5.4	10.53	11.27

资料来源：公司公告，长江证券研究部

上海人寿：自贸区内首家注册设立的金融机构，中海集团参股设立

作为公司目前大股东的一致行动人，上海人寿保险股份有限公司是注册在中国（上海）自由贸易试验区内的首家全国性人身保险公司，注册资本金 20 亿元人民币。上海人寿是由览海控股（集团）有限公司、中海集团投资有限公司、上海电气（集团）有限公司、上海城投资产管理（集团）有限公司、上海外高桥（集团）有限公司、福州宝龙商业经营管理有限公司、上海陆家嘴金融发展有限公司、上海国际集团资产管理有限公司、上海国际信托有限公司、上海俪铭投资发展有限公司等国内 10 家国有、民营企业共同发起设立。

据了解，**上海人寿是《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》颁布后第一家获批筹建的全国性保险公司，也是在上海自贸区内注册设立的首家大型法人金融机构。**

公司的经营范围：普通型保险，包括人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险;万能型保险；上述业务的再保险业务；国际法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其它业务。

表 6：上海人寿股东及其持股情况（持股 5%以上）

股东名称	持股数	股权比例
览海控股（集团）有限公司	40000万	20%
中海集团投资有限公司	32000万	16%
上海电气（集团）总公司	28000万	14%
上海城投资产管理（集团）有限公司	28000万	14%
上海外高桥（集团）有限公司	20000万	10%
福州宝龙商业经营管理有限公司	18000万	9%
上海陆家嘴金融发展有限公司	12000万	6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

现有船队重置成本测算：约 26 亿

按照公司官网公布的船队明细，我们测算公司现有船舶的重置成本约为 26 亿，比账面的 40 亿固定资产净值水平贬值约 35%。如果公司决定未来处置这部分资产，将可以带来约 26 亿的现金收入。

表 7：公司现有船队重置成本计算明细

序号	船名	船龄	载重吨	船舶类型	重置成本（万）
1	宝盛	8	47,260	散货船	7,440
2	盛兴海	6	57,291	散货船	8,680
3	盛旺海	6	57,208	散货船	8,680
4	盛达海	5	57,613	散货船	9,300
5	盛荣海	5	57,640	散货船	9,300
6	盛昌海	5	57,562	散货船	9,300
7	玉龙岭	4	32,005	散货船	9,052

8	九峰岭	4	32,033	散货船	9,052
9	七仙岭	3	34,551	散货船	10,044
10	盛平海	3	56,564	散货船	11,780
11	盛安海	3	56,564	散货船	11,780
12	盛诚海	2	56,632	散货船	13,020
13	盛恒海	2	56,649	散货船	13,020
14	盛发海	6	57,630	散货船	8,680
15	金海涛	2	7,914	油轮/化学品船	10,000
16	金海澜	2	7,900	油轮/化学品船	10,000
17	宝瑞岭	1	47,522	散货船	13,640
18	新靖海	9	68,377	散货船	6,820
19	新宁江	14	46,056	散货船	3,720
20	新达江	13	41,740	散货船	4,340
21	新平海	6	68,636	散货船	8,680
22	新红海	4	74,044	散货船	11,780
23	三鼎长春	3	75,507	油轮	24,800
24	三鼎长乐	2	75,461	油轮	26,040
合计					**258,948**

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资建议

考虑到：1）通过股份转让和大股东及一致行动人的增持价格来看，12.55 元是公司的安全线，目前股价仅高于安全线 3%；2）根据公司的人事任命和实际控制人旗下览海集团的资产以及近期的对外投资情况来判断，中海海盛转型介入保险、医疗行业的可能性较大，同时从估值层面来说，也会明显超越目前航运企业的平均水平。

我们预计公司 2015 年 EPS 为 0.08 元、-0.28 元和-0.30 元，给予公司“买入”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**1044**	**998**	**1008**	**1020**
营业成本	1003	945	955	963
毛利	**41**	**54**	**53**	**57**
%营业收入	3.9%	5.4%	5.2%	5.6%
营业税金及附加	0	0	0	0
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	8	8	8	8
%营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	67	65	66	66
%营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
财务费用	203	178	196	211
%营业收入	19.5%	17.9%	19.4%	20.7%
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	25	230	25	25
营业利润	**-218**	**33**	**-192**	**-203**
%营业收入	-20.9%	3.3%	-19.0%	-19.9%
营业外收支	45	40	30	30
利润总额	**-173**	**73**	**-162**	**-173**
%营业收入	-16.6%	7.3%	-16.1%	-17.0%
所得税费用	6	18	16	17
净利润	-179	54	-178	-191
归属于母公司所有者的净利润	**-194.1**	**47.1**	**-161.9**	**-173.4**
少数股东损益	15	7	-16	-17
EPS（元/股）	**-0.33**	**0.08**	**-0.28**	**-0.30**

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流净额	**64**	**-32**	**170**	**185**
取得投资收益	21	230	25	25
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-149	-410	-410	-310
其他	21	0	0	0
投资活动现金流净额	**-127**	**-180**	**-385**	**-285**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	219	384	387	287
筹资成本	198	-185	-171	-185
其他	-396	0	0	0
筹资活动现金流净额	**21**	**199**	**216**	**102**
现金净流量	**-42**	**-13**	**1**	**1**

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	113	100	101	102
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	204	195	197	199
存货	81	76	77	77
预付账款	10	9	9	10
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	**464**	**434**	**438**	**443**
可供出售金融资产	1776	1776	1776	1776
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	151	151	151	151
投资性房地产	9	9	9	9
固定资产合计	4029	4271	4502	4621
无形资产	1	1	1	1
商誉	3	3	3	3
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	36	36	36	36
资产总计	**6468**	**6680**	**6915**	**7039**
短期贷款	2808	3192	3580	3866
应付款项	121	114	115	116
预收账款	4	3	3	3
应付职工薪酬	10	9	9	9
应交税费	-205	1	1	1
其他流动负债	56	53	54	54
流动负债合计	**2793**	**3372**	**3761**	**4050**
长期借款	796	796	796	796
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	414	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	**4010**	**4175**	**4564**	**4852**
归属于母公司	2049	2089	1951	1804
少数股东权益	409	417	400	383
股东权益	**2458**	**2505**	**2351**	**2187**
负债及股东权益	**6468**	**6680**	**6915**	**7039**

基本指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EPS	-0.334	0.081	-0.279	-0.298
BVPS	3.52	3.59	3.36	3.10
PE	-38.87	160.10	-46.60	-43.52
PEG	10.52	-43.32	12.61	11.77
PB	3.68	3.61	3.87	4.18
EV/EBITDA	72.16	30.20	64.57	60.82
ROE	-9.5%	2.3%	-8.3%	-9.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘　露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨　忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于市场
	中　　性：	相对表现与市场持平
	看　　淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对大盘涨幅大于 10%
	增　　持：	相对大盘涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对大盘涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

研究部/机构客户部

上海
浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
（200122）
电话：021-68751100
传真：021-68751151

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
（430015）
传真：027-65799501

北京
西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
（100032）
传真：021-68751791

深圳
深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
（518000）
传真：0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。