

2016-3-28

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **维持**

分析师 韩轶超

 (8621)68751781

 hanyu@cjsc.com.cn

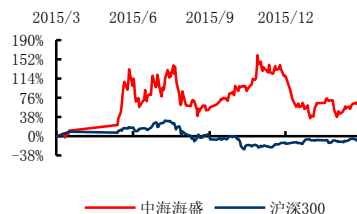
执业证书编号: S0490512020001

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

《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》2015-8-27

《中海海盛年报点评》2007-3-27

**中海海盛 (600896)**

## 转型路径逐步明朗, 配置价值彰显

### 报告要点

#### ■ 事件描述

中海海盛 2015 年实现营业收入 9.52 亿元, 同比下降 8.79%, 毛利率同比上升 1.19 个百分点至 5.07%, 归属净利润 0.24 亿元, 扭亏为盈。实现 EPS 为 0.04 元, 2014 为-0.33 元。

4 季度公司实现归属净利润-0.62 亿元, 对应实现 EPS 为-0.11 元。2015 年 1-3 季度对应 EPS 分别为 0.24 元、-0.06 元和-0.03 元。

#### ■ 事件评论

➤ **散运市场低迷拖累营收, 投资收益支撑归属净利转正。**2015 年公司营业收入跌幅较大, 同比下降 8.79%, 主要受海运散货市场供需严重失衡的影响, 干散货运价指数 BDI 平均值较 2014 年同比下跌 35.0%。公司 2015 年货运量为 998 万吨, 同比下跌 24%, 导致占公司总收入一半以上的运输业务收入同比下跌 16%。受益于公司严格成本控制措施, 毛利率同比上升 1.19 个百分点至 5.07%。最终, 公司实现归属净利润 0.24 亿, 2014 年为-1.94 亿, 盈利扭亏为盈的主要原因是公司出售股票致投资收益增长 5.1 亿。

➤ **预期逐步兑现, 转型医疗路径逐步明朗。**自 2015 年 6 月大股东中海集团向览海上寿转让股权以来, 公司转型医疗产业路径逐渐明朗: 1) 大股东由中海集团转变为览海投资, 目前持有公司 33.43% 股份。实际控制人密春雷旗下览海集团积极布局医疗保险行业, 亦先后成立 4 家医疗相关子公司, 经营范围涉及医疗设备租赁、医疗产品销售、“互联网+医疗”等。据公司 2 月披露的公告, 国内 3 家医疗子公司已收到相关部门颁发的营业执照。2) **航运资产剥离开始。**公司 11 月 6 日公告拟出售子公司中海化工 100% 股权与深圳沥青 70% 股权于中国海运旗下公司, 预示着开始剥离航运资产, 为转型医疗产业卸下航运资产包袱。

➤ **转型加速, 维持“买入”评级。**考虑到公司转型医疗产业路径逐渐清晰, 受海运业低迷行情的影响将大幅减小, 未来公司的亮点来自: 1) 览海集团医疗相关资产将为公司全面布局医疗行业提供支撑, 预计后续将加快医疗健康产业转型; 2) 根据我们的测算, 公司现有船舶的重置成本约 26 亿, 意味着航运资产的剥离将为公司带来近 26 亿现金收入, 为公司转型医疗带来更多可能性。出于谨慎性原则, 我们暂不考虑公司出售海运资产和转型后的收入, 据此预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.02 元、-0.12 元和-0.13 元, 维持对公司的“买入”评级。

**风险提示: 散运主业持续恶化、转型进度不及预期**

表 1: 公司全年财务数据 (单位: 百万)

|               | 2015   | 2014  | 同比       |
|---------------|--------|-------|----------|
| 营业收入          | 952.25 | 1044  | -8.79%   |
| 营业成本          | 903.96 | 1003  | -9.92%   |
| 毛利率 (%)       | 5.07%  | 3.88% | 1.19%    |
| 管理费用          | 68.13  | 67    | 1.13%    |
| 财务费用          | 179.82 | 203   | -11.59%  |
| 投资净收益         | 534.03 | 25    | 2070.84% |
| 营业利润          | 27.95  | -218  | n.m      |
| 营业外收支净额       | 71.97  | 45    | 59.87%   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 24.14  | -194  | n.m      |
| EPS (元)       | 0.04   | -0.33 | n.m      |

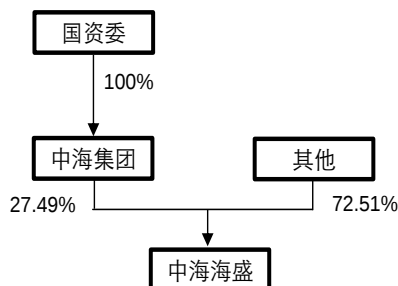
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 2: 公司单季度财务数据 (单位: 百万)

|         | 2015Q4 | 同比      | 环比      | 2015Q3 | 2015Q2 | 2015Q1 | 2014Q4 |
|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 279    | -11.0%  | 21.1%   | 231    | 241    | 202    | 314    |
| 营业成本    | 273    | -12.2%  | 33.2%   | 205    | 226    | 199    | 311    |
| 毛利率 (%) | 2.01%  | 1.3%    | -8.9%   | 10.92% | 6.04%  | 1.46%  | 0.70%  |
| 管理费用    | 30     | 7.4%    | 111.8%  | 14     | 13     | 12     | 28     |
| 财务费用    | 40     | -22.9%  | -10.7%  | 45     | 47     | 48     | 52     |
| 投资净收益   | 298    | 2537.7% | 2398.1% | 12     | 20     | 205    | 11     |
| 营业利润    | -67    | -8.5%   | 181.5%  | -24    | -27    | 146    | -73    |
| 营业外收支净额 | 40     | 60.5%   | 47.3%   | 27     | 6      | 0      | 25     |
| 归属净利润   | -62    | 15.9%   | 207.4%  | -20    | -35    | 140    | -53    |
| EPS (元) | -0.11  | 15.9%   | 207.4%  | -0.03  | -0.06  | 0.24   | -0.09  |

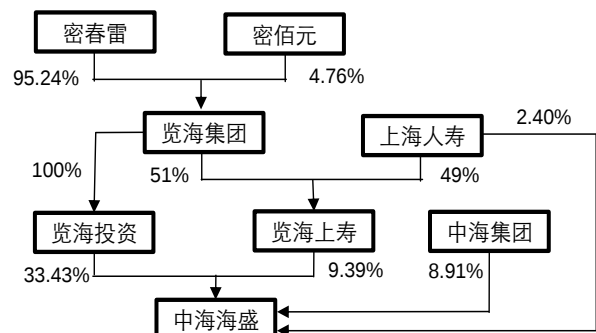
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 1: 中海海盛 2014 年股权结构 (截止 2014 年年报)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 2: 中海海盛目前股权结构 (截止 2016 年 3 月 15 日)



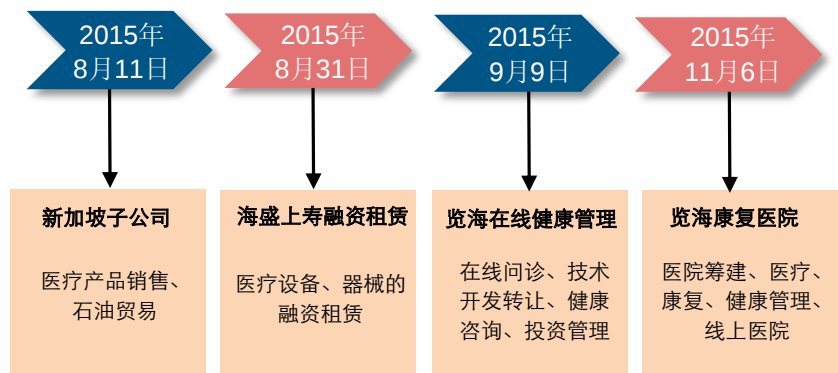
资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3：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，长江证券研究所

图 3：中海海盛 2015 年 8 月以来设立的医疗相关子公司



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：公司现有船队重置成本计算明细

| 序号 | 船名  | 载货吨    | 船舶类型 | 重置成本(万) |
|----|-----|--------|------|---------|
| 1  | 宝盛  | 46,000 | 散货船  | 7,440   |
| 2  | 盛兴海 | 54,000 | 散货船  | 8,680   |
| 3  | 盛旺海 | 54,000 | 散货船  | 8,680   |
| 4  | 盛达海 | 55,000 | 散货船  | 9,300   |
| 5  | 盛荣海 | 55,000 | 散货船  | 9,300   |
| 6  | 盛昌海 | 55,000 | 散货船  | 9,300   |
| 7  | 玉龙岭 | 31,000 | 散货船  | 9,052   |
| 8  | 九峰岭 | 31,000 | 散货船  | 9,052   |
| 9  | 七仙岭 | 34,551 | 散货船  | 10,044  |
| 10 | 盛平海 | 54,000 | 散货船  | 11,780  |

|           |      |        |         |                |
|-----------|------|--------|---------|----------------|
| 11        | 盛安海  | 54,000 | 散货船     | 11,780         |
| 12        | 盛诚海  | 54,000 | 散货船     | 13,020         |
| 13        | 盛恒海  | 54,000 | 散货船     | 13,020         |
| 14        | 盛发海  | 55,000 | 散货船     | 8,680          |
| 15        | 金海涛  | 6,000  | 油轮/化学品船 | 10,000         |
| 16        | 金海澜  | 6,000  | 油轮/化学品船 | 10,000         |
| 17        | 宝瑞岭  | 46,000 | 散货船     | 13,640         |
| 18        | 新靖海  | 67,500 | 散货船     | 6,820          |
| 19        | 新宁江  | 45,000 | 散货船     | 3,720          |
| 20        | 新达江  | 40,000 | 散货船     | 4,340          |
| 21        | 新平海  | 66,851 | 散货船     | 8,680          |
| 22        | 新红海  | 71,000 | 散货船     | 11,780         |
| 23        | 三鼎长春 | 65,000 | 油轮      | 24,800         |
| 24        | 三鼎长乐 | 65,000 | 油轮      | 26,040         |
| <b>合计</b> |      |        |         | <b>258,948</b> |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**风险提示：散运主业持续恶化、转型进度不及预期**

## 主要财务指标

|                  | 2015A | 2016E | 2017E  | 2018E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)        | 952   | 869   | 853    | 816    |
| 增长率(%)           | 0%    | -9%   | -2%    | -4%    |
| 归属母公司所有者净利润(百万元) | 24.1  | 15.0  | -105.8 | -111.6 |
| 增长率(%)           | 0%    | -38%  | -805%  | -5%    |
| 每股收益(元)          | 0.028 | 0.017 | -0.121 | -0.128 |
| 净资产收益率(%)        | 1.6%  | 0.4%  | -3.1%  | -3.4%  |
| 每股经营现金流(元)       | 0.22  | 0.11  | 0.18   | 0.19   |

## 财务报表及指标预测

| 利润表(百万元)             |             |             |               |               | 资产负债表(百万元)     |             |             |             |             |
|----------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                      | 2015A       | 2016E       | 2017E         | 2018E         |                | 2015A       | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
| <b>营业收入</b>          | <b>952</b>  | <b>869</b>  | <b>853</b>    | <b>816</b>    | 货币资金           | 410         | 217         | 213         | 204         |
| 营业成本                 | 904         | 824         | 805           | 773           | 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>毛利</b>            | <b>48</b>   | <b>44</b>   | <b>48</b>     | <b>42</b>     | 应收账款           | 168         | 154         | 151         | 144         |
| %营业收入                | 5.1%        | 5.1%        | 5.6%          | 5.2%          | 存货             | 56          | 51          | 50          | 48          |
| 营业税金及附加              | 1           | 1           | 1             | 1             | 预付账款           | 100         | 92          | 89          | 86          |
| %营业收入                | 0.2%        | 0.2%        | 0.2%          | 0.2%          | 其他流动资产         | 1           | 1           | 1           | 1           |
| 销售费用                 | 7           | 7           | 7             | 7             | <b>流动资产合计</b>  | <b>789</b>  | <b>561</b>  | <b>550</b>  | <b>527</b>  |
| %营业收入                | 0.8%        | 0.8%        | 0.8%          | 0.8%          | 可供出售金融资产       | 980         | 980         | 980         | 980         |
| 管理费用                 | 68          | 63          | 61            | 59            | 持有至到期投资        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| %营业收入                | 7.2%        | 7.2%        | 7.2%          | 7.2%          | 长期股权投资         | 152         | 152         | 152         | 152         |
| 财务费用                 | 180         | 201         | 212           | 220           | 投资性房地产         | 8           | 8           | 8           | 8           |
| %营业收入                | 18.9%       | 23.1%       | 24.9%         | 26.9%         | 固定资产合计         | 3584        | 3430        | 3423        | 3411        |
| 资产减值损失               | 298         | 0           | 0             | 0             | 无形资产           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益             | 0           | 0           | 0             | 0             | 商誉             | 3           | 3           | 3           | 3           |
| 投资收益                 | 534         | 250         | 25            | 25            | 递延所得税资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>          | <b>28</b>   | <b>22</b>   | <b>-209</b>   | <b>-219</b>   | 其他非流动资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| %营业收入                | 2.9%        | 2.6%        | -24.5%        | -26.8%        | <b>资产总计</b>    | <b>5516</b> | <b>5134</b> | <b>5115</b> | <b>5080</b> |
| 营业外收支                | 72          | 40          | 30            | 30            | 短期贷款           | 2999        | 669         | 834         | 995         |
| <b>利润总额</b>          | <b>100</b>  | <b>62</b>   | <b>-179</b>   | <b>-189</b>   | 应付款项           | 88          | 80          | 78          | 75          |
| %营业收入                | 10.5%       | 7.2%        | -21.0%        | -23.2%        | 预收账款           | 12          | 11          | 11          | 10          |
| 所得税费用                | 25          | 16          | 18            | 19            | 应付职工薪酬         | 10          | 8           | 8           | 8           |
| 净利润                  | 75          | 47          | -197          | -208          | 应交税费           | -134        | 1           | 1           | 1           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>24.1</b> | <b>15.0</b> | <b>-105.8</b> | <b>-111.6</b> | 其他流动负债         | 11          | 10          | 10          | 10          |
| 少数股东损益               | 51          | 32          | -91           | -96           | <b>流动负债合计</b>  | <b>2985</b> | <b>779</b>  | <b>942</b>  | <b>1098</b> |
| <b>EPS(元/股)</b>      | <b>0.03</b> | <b>0.02</b> | <b>-0.12</b>  | <b>-0.13</b>  | 长期借款           | 353         | 353         | 353         | 353         |
| <b>现金流量表(百万元)</b>    |             |             |               |               | 应付债券           | 0           | 0           | 0           | 0           |
|                      | 2015A       | 2016E       | 2017E         | 2018E         | 递延所得税负债        | 221         | 0           | 0           | 0           |
| <b>经营活动现金流净额</b>     | <b>190</b>  | <b>99</b>   | <b>161</b>    | <b>167</b>    | 其他非流动负债        | 6           | 6           | 6           | 6           |
| 取得投资收益               | 55          | 250         | 25            | 25            | <b>负债合计</b>    | <b>3565</b> | <b>1138</b> | <b>1301</b> | <b>1457</b> |
| 长期股权投资               | 0           | 0           | 0             | 0             | 归属于母公司         | 1488        | 3501        | 3411        | 3316        |
| 无形资产投资               | 0           | 0           | 0             | 0             | 少数股东权益         | 463         | 495         | 403         | 307         |
| 固定资产投资               | 2           | -9          | -159          | -158          | <b>股东权益</b>    | <b>1951</b> | <b>3996</b> | <b>3815</b> | <b>3623</b> |
| 其他                   | 552         | 0           | 0             | 0             | <b>负债及股东权益</b> | <b>5516</b> | <b>5134</b> | <b>5115</b> | <b>5080</b> |
| <b>投资活动现金流净额</b>     | <b>554</b>  | <b>241</b>  | <b>-134</b>   | <b>-133</b>   | <b>基本指标</b>    |             |             |             |             |
| 债券融资                 | 0           | 0           | 0             | 0             |                | 2015A       | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
| 股权融资                 | 1           | 2000        | 0             | 0             | EPS            | 0.028       | 0.017       | -0.121      | -0.128      |
| 银行贷款增加(减少)           | -253        | -2330       | 165           | 160           | BVPS           | 2.56        | 6.02        | 5.87        | 5.70        |
| 筹资成本                 | 196         | -203        | -197          | -203          | PE             | 446.04      | 716.59      | -101.74     | -96.46      |
| 其他                   | -392        | 0           | 0             | 0             | PEG            | -1.67       | -2.69       | 0.38        | 0.36        |
| <b>筹资活动现金流净额</b>     | <b>-448</b> | <b>-533</b> | <b>-31</b>    | <b>-43</b>    | PB             | 4.82        | 2.05        | 2.10        | 2.16        |
| <b>现金净流量</b>         | <b>296</b>  | <b>-193</b> | <b>-4</b>     | <b>-9</b>     | EV/EBITDA      | 36.45       | 29.93       | 69.53       | 69.69       |
|                      |             |             |               |               | ROE            | 1.6%        | 0.4%        | -3.1%       | -3.4%       |

## 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。 |                  |  |

## 联系我们

### 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：10060000。

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形范围内，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所，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。