

# 收购东方海外晋升行业第一梯队

## ——中远海控（601919）事件点评

2017年07月10日

强烈推荐/首次

中远海控 事件点评

### 事件：

7月9日，中远海运集团下属中远海控（601919.SH；01919.HK）、上港集团（600018.SH），及东方海外（国际）有限公司（东方海外，00316.HK）联合公布：中远海控及上港集团将以每股78.67港元向东方海外全体股东发出附先决条件的自愿性全面现金收购要约。假设要约获全数接纳且交易完成，中远海控将持有东方海外90.1%的股权，上港集团则持股9.9%。

### 主要观点：

#### 1. 协同优势巨大，平均成本进一步降低。

**(1) 运力规模上升，集运网络优化空间进一步提升。**合并后公司将成为全球第三大班轮公司。中远海控与东方海外均在海洋联盟中，航线网络和服务重叠度较高，东方海外在新澳航线有较强的优势，从船队配置网络规划的角度看两家公司合并后规模优势将进一步提升。合并后中远海控将成为全球第三大班轮公司，成功晋级第一梯队。

**(2) 码头船运互补，运营成本进一步下降：**东方海外与中远海控均有码头和集运的业务，合并后互补优势明显，成本有望进一步下降。

**(3) 中远集团航运服务业务大幅降低东方海外成本：**中远集团在整个航运造船产业链均有布局，整合后中远集团的修造船厂，集装箱租赁、生产厂商、船舶代理等服务均可以与东方海外共享。

**(4) 财务费用降低，**东方海外总体融资成本低于中远海控。合并后双方的融资成本有望进一步降低。

#### 2. 收购价格略高于预期，但仍处于合理区间。

本轮1.4倍PB收购东方海外略高于之前1.3倍的估值。但从行业可比交易、行业基本面改善、叠加双方的协同优势的角度来看，我们认为收购价格相对合理。

#### 3. 集运行业整体基本面大幅改善，突破盈亏平衡点，业绩弹性巨大

(1) 上半年活跃运力增速超预期，运价企稳回升，数据反向验证，集运需求真的好起来了！上半年活跃运力大增5.2%，SCFI指数企稳回升已是奇迹。上半年集运船队运力相比年初增长1.2%，闲置运力减少4%，总活跃运力增长5.2%，远高于2016年全年1.2%的运力增速。与以往活跃运力大增相比，本轮运力大增的背景下SCFI指数相对稳健，仅从年初韩进破产突发影响的临时性高位971点下降至6月的870点水平。5月份全国港口集装箱吞吐量增长10.88%，创2015年2月以来最高涨幅。需求增速好于预期，克拉克森今年连续上调集运需求增速预测，由16年末的4.0%上调至4.8%。

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 联系人：闫海

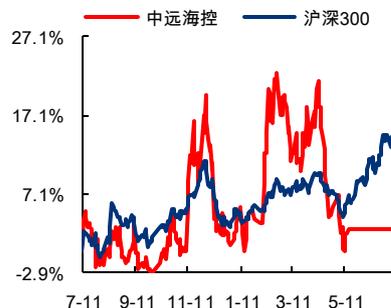
010-66554019

yanhai@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	5.35-5.29
总市值（亿元）	546.57
流通市值（亿元）	408.51
总股本/流通A股（万股）	1021627/763567
流通B股/H股（万股）	/258060
52周日均换手率	0.42

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

(2) 闲置运力大幅下降，集运下半年运力增速显著降低，旺季将至，下半年集运行情或超预期。上半年集运运力环比增长 1.2%，闲置运力从 7.1%降低至 2.5%，总活跃运力增加 5.2%。闲置运力已基本释放完毕，预计下半年总活跃运力仅增加 1.5%。增速将远低于上半年。

## 1.

表 1：东方海外与中远海控协同优势估算（百万美元）

项目	中远海控	东方海外国际
2016 年营业收入	10,258.06	5,297.69
2016 年营业利润	-1,140.63	-138.23
2016 年综合成本	11,398.69	5,435.92
2016 年合计综合总成本	16,834.61	
每年协同效益占比	2%	
每年税前协同效益	336.69	
EV/EBITDA	8.00	
协同效益价值	2,693.54	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2.

表 2：行业可比标的协同效益估算

交易名称	公告时间	协同效益金额（百万美元）	协同效益占合并双方合计综合总成本比例
达飞海运收购东方海皇	2015 年	500	2.5%
赫伯特收购南美轮船	2014 年	400	3.3%
马士基收购铁行渣华	2005 年	400-600	2.2%-3.3%
赫伯特收购加拿大太平洋海运	2005 年	230-300	2.9%-3.8%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3：收购东方海外后，公司欧线美线份额大幅上升

公司	联盟内份额	欧线全球份额	联盟内份额	美线全球份额
中远海	32%	11%	34%	14%
东方海外	10%	4%	21%	9%
达飞	34%		43%	
长荣	24%		29%	

资料来源：Alphaliner，东兴证券研究所

**表 4: 收购东方海外后, 中远海控荣升第三大班轮公司**

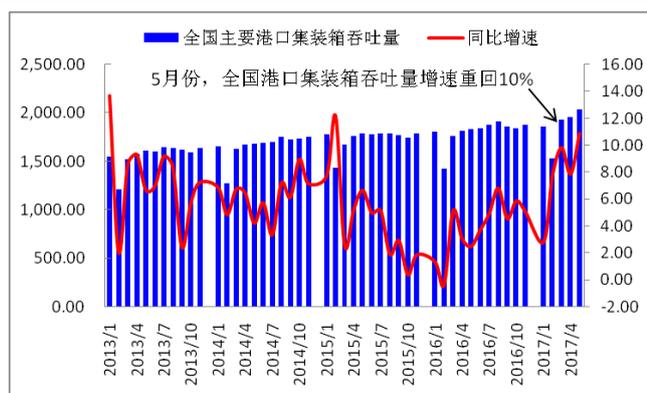
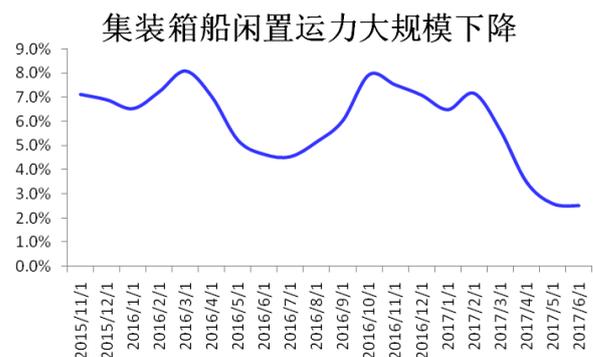
序号	公司	TEU	船数	占有率
1	马士基	3,345,337	628	16.0%
2	地中海航运	3,063,590	511	14.7%
3	中远海控+东方海外	2,423,140	421	11.6%
4	赫伯罗特	1,530,700	222	7.3%
5	长荣航运	1,024,118	195	4.9%
6	日本邮船	592,805	105	2.8%
7	阳明海运	580,849	96	2.8%
8	汉堡南美	562,764	105	2.7%

资料来源: Alphaliner、东兴证券研究所

**表 5: 班轮公司估值情况**

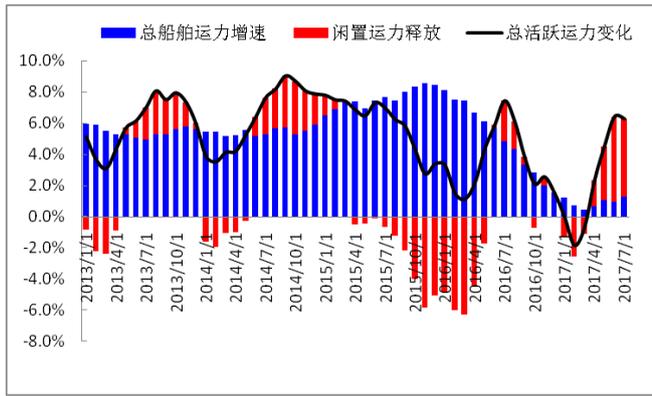
公司名称	P/B
马士基 (Maersk Line)	1.30
中远海控 (cosco shipping)	2.68
赫伯罗特 (Hapag-Lloyd)	0.83
长荣海运 (Evergreen)	1.06
万海航运 (Wan Hai Lines)	1.12
阳明海运 (Yang Ming)	1.24
均值	1.37
中值	1.18

资料来源: 公司公告、Bloomberg、东兴证券研究所

**行业核心数据 (集运):**
**图 1: 全国港口吞吐量增速重回 10%**

**图 2: 集装箱船闲置运力大规模下降**


资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

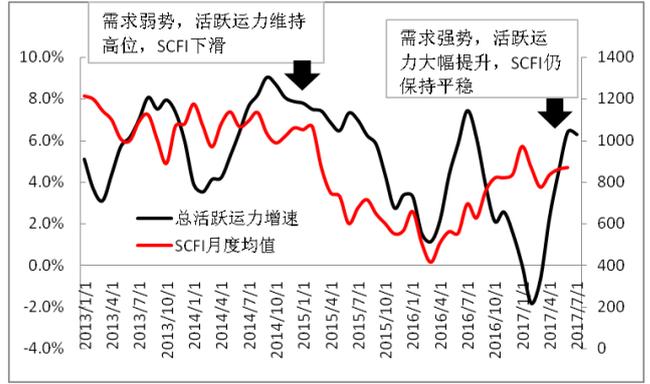
图 3:17 年上半年, 闲置运力集中释放活跃运力大增



资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

资料来源: Alphaliner, 东兴证券研究所

图 4:需求强势, 活跃运力大增, SCFI 仍保持平稳



资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

表 6: 2017 年集运运力增速预测 (单位: 000TEU) : 下半年运力交付压力小于上半年

	船舶运力	新船交付	旧船拆解	闲置运力	运力增速	活跃运力增速 (含闲置运力释放)
2016 年年末	19,989	904.81	654.1	6.50%	1.25% (全年)	0% (全年)
2017 年上半年	20,232	521.69	278.64	2.50%	1.2% (半年)	5.2% (半年)
2017 年下半年预测	20,529	583.52	287	2.00%	1.5% (半年)	2% (半年)
2017 年全年预测	20,529	1105.21	565.51	1.50%	2.7% (全年)	7.7% (全年)

资料来源: Clarksons, Alphaliner, 东兴证券研究所

结论

在行业基本面复苏的背景下, 暂不考虑本次收购, 我们预计 17-18 年 EPS 为 0.30, 0.42。首次覆盖, 给与“强烈推荐”评级

风险提示:

东方海外收购失败, 经济大幅下行。

**公司盈利预测表**

资产负	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合</b>	41852	45362	61428	64457	71737	<b>营业收入</b>	57490	71160	85000	88114	92694
货币资金	33015	32512	48450	50334	56270	<b>营业成本</b>	55108	71866	78111	80973	85182
应收账款	3501	5932	4658	4828	5079	营业税金及附	76	125	149	155	163
其他应收款	1419	1790	2138	2216	2331	营业费用	131	65	78	81	90
预付款项	1092	2469	3250	4059	4911	管理费用	4153	4130	2550	2643	2781
存货	1469	1565	2140	2218	2334	财务费用	2282	1816	118	-352	-486
其他流动资	251	584	584	584	584	资产减值损失	-5.54	109.67	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产</b>	106342	74290	32750	30714	28428	公允价值变动	6.11	15.21	0.00	0.00	0.00
长期股权投	15388	20431	20431	20431	20431	投资净收益	2071.12	-976.60	200.00	200.00	200.00
固定资产	79573.10	43573.51	5987.16	5098.21	4171.95	<b>营业利润</b>	-2178	-7913	4188	4809	5160
无形资产	2313	2102	2021	1943	1868	营业外收入	4382.61	605.77	391.12	500.00	400.00
其他非流动	431	157	0	0	0	营业外支出	448.46	1281.66	629.83	150.00	150.00
<b>资产总计</b>	148193	119653	94178	95171	100165	<b>利润总额</b>	1756	-8588	3949	5159	5410
<b>流动负债合</b>	26147	33501	28217	25398	25947	所得税	-36	513	39	52	54
短期借款	2868	3247	3166	0	0	<b>净利润</b>	1792	-9101	3910	5107	5356
应付账款	8668	16772	11770	12201	12836	少数股东损益	1508	805	805	805	805
预收款项	409	257	172	84	-9	归属母公司净	283	-9906	3105	4302	4551
一年内到期	8808	6725	6725	6725	6725	EBITDA	4298	-3398	6694	6916	7168
<b>非流动负债</b>	77109	48603	20203	19768	19768	<b>BPS (元)</b>	0.03	-0.97	0.30	0.42	0.45
长期借款	57302	29253	2253	2253	2253	<b>主要财务比</b>					
应付债券	17241	17852	17509	17509	17509	率					
<b>负债合计</b>	103256	82104	48420	45166	45715	<b>成长能力</b>					
少数股东权	20284	19226	20030	20835	21640	营业收入增长	-10.69%	23.78%	19.45%	3.66%	5.20%
实收资本	10216	10216	10216	10216	10216	营业利润增长	-15339.71%	263.24%	-152.93%	14.82%	7.31%
资本公积	27902	27503	27503	27503	27503	归属于母公司	-131.34%	38.56%	-131.34%	38.56%	5.78%
未分配利润	-9461	-19253	-17545	-15179	-12676	<b>获利能力</b>					
归属母公司	24653	18323	21802	25244	28885	毛利率(%)	4.14%	-0.99%	8.10%	8.10%	8.10%
<b>负债和所有</b>	148193	119653	90252	91245	96239	净利率(%)	3.12%	-12.79%	4.60%	5.80%	5.78%
<b>现金流</b>						总资产净利润	0.19%	-8.28%	3.30%	4.52%	4.54%
						ROE(%)	1.15%	-54.06%	14.24%	17.04%	15.76%
<b>经营活动现</b>	6664	1520	329	6247	6397	<b>偿债能力</b>					
净利润	1792	-9101	3910	5107	5356	资产负债率(%)	70%	69%	54%	49%	
折旧摊销	4193.82	2699.48	2388.02	2459.49	2493.77	流动比率	1.60	1.35	2.18	2.54	2.76
财务费用	2282	1816	118	-352	-486	速动比率	1.54	1.31	2.10	2.45	2.67
应收账款减	0	0	1274	-171	-251	<b>营运能力</b>					
预收帐款增	0	0	-85	-88	-93	总资产周转率	0.39	0.53	0.81	0.97	0.99
<b>投资活动现</b>	-6949	4986	16008	-253	-36	应收账款周转	16	15	16	19	19
公允价值变	6	15	0	0	0	应付账款周转	6.19	5.59	5.96	7.35	7.40
长期股权投	0	0	1791	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	2071	-977	200	200	200	每股收益(最新)	0.03	-0.97	0.30	0.42	0.45
<b>筹资活动现</b>	-7458	-9498	-399	-4110	-425	每股净现金流	-0.76	-0.29	1.56	0.18	0.58
应付债券增	0	0	-343	0	0	每股净资产(最	2.41	1.79	2.13	2.47	2.83
长期借款增	0	0	-27000	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	178.33	-5.52	17.60	12.70	12.01
资本公积增	16	-400	0	0	0	P/B	2.22	2.98	2.51	2.17	1.89
<b>现金净增加</b>	-7744	-2992	15938	1884	5936	EV/EBITDA	25.10	-23.32	3.29	4.45	3.47

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士，4年航运市场研究经验，2012-2016年就职于克拉克森研究，2016年12月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。