

# 中远海控 (601919.SH) 海运港口

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 6.25 元

## 十年轮回，重新起航

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,635.67
流通港股(百万股)	2,580.60
总市值(百万元)	63,851.71
年内股价最高最低(元)	6.38/5.06
沪深 300 指数	3712.19
上证指数	3249.78



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.028	-0.970	0.401	0.467	0.589
每股净资产(元)	2.41	1.79	2.22	2.68	3.27
每股经营性现金流(元)	0.65	0.15	0.63	1.05	1.02
市盈率(倍)	325.17	-5.40	15.59	13.39	10.61
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	-21.83%	-3595.52%	N/A	16.38%	26.22%
净资产收益率(%)	1.15%	-54.06%	18.09%	17.39%	18.00%
总股本(百万股)	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **行业供需关系持续改善，公司半年报扭亏为盈。**集运市场在今年上半年出现了反弹复苏走势，其中 SCFI 综合运价指数 2017 年上半年同比增长 61%。从供给端看，上半年全市场运力规模较 2016 年末增加 0.7%，这是近十几年来最低的供给增速。需求端看，欧美经济复苏超预期叠加贸易结构变化，集运需求预测不断上修。公司上半年货运量同比增长 34.72%，实现归属上市公司股东净利润约为 18.5 亿元，实现扭亏为盈。下半年欧美补库存旺季来临（7 月补返校促销，9 月补圣诞节感恩节），预计集运市场短期将持续向好，三季度运价水平将进一步提升，增厚全年业绩。
- **短期供给释放压力趋缓，中期上游造船厂产能将收紧。**我们认为行业运力供给趋缓支撑集运市场中短期出现复苏迹象。短期来看，大船化趋势迫使部分 5000-8000TEU 运力或将会被提前拆解；闲置运力降至低点，缓解未来运力释放压力；前期低迷市场环境造成行业内挤出效应，兼并重组提升集中度、联盟重组均衡联盟间实力，短期恶性价格战及规模扩张的可能性在下降。中期来看，2016-17 年造船新增订单大幅下降 70-80%，导致未来两年造船厂造船完工量将出现大幅下滑，造船厂可能出现大范围的产能下滑及收紧将限制未来运力增长速度，为行业供需改善提供有力支持。
- **战略收购东方海外，船队规模上升至世界第三：**中远海控 7 月 25 日晚公告，中远海控全资子公司 Faulkner Global 与上港 BVI 向东方海外全体股东发出现金收购要约；若此次收购完成，中远海控总运力将达到 242.3 万 TEU，市占率升至 11.6%，运力规模达到世界第三；同时公司也可引入海外优秀管理团队、深入航线网络运力布局优化、掌握全球化资源等；同时在集运市场复苏的情况下，公司短期业绩弹性进一步提升。经测算，在不考虑协同效应的前提下，收购东方海外将增厚公司 2017 年净利润（年化）约 7.14-10.94 亿元。

### 投资建议

- 运力供给趋缓及贸易回暖、结构变化导致上半年集运市场出现复苏走势；我们认为未来上游造船厂产能收紧或将支撑集运市场中期拐点到来。公司战略收购东方海外，在行业复苏情况下，业绩弹性进一步提升；预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.4/0.47/0.59 元/股。给予“买入”评级”。

### 风险

- 宏观经济下滑，船只交付速度超预期，拆船速度减缓等；

沙沫

联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号：S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 内容目录

战略面：资产重组完成叠加战略收购东方海外，公司迎来发展新机遇 .....	5
资产重组确立双轮驱动模式，战略收购增添竞争优势.....	5
低迷环境外加改革阵痛，公司 16 年业绩陷入低谷.....	9
纵深主业布局实现协同发展，未来前景引人期待.....	10
行业面：供需关系改善，运力供给趋缓或迎来行业中期拐点 .....	11
2017 年上半年供需关系得到显著改善，欧线表现超预期.....	11
供给端：上半年运力供给增速创新低，短期运力释放压力趋缓，中期上游造船厂产能收紧为行业供需改善提供有力支持。 .....	13
需求端：全球经济复苏回暖，贸易结构发生变化，需求前景看好 .....	20
供需结构不断优化，龙头企业更具优势.....	24
业务面：集运、码头协同发展提升竞争优势 .....	25
利用联盟优势发展东西干线，战略收购东方海外提升规模优势.....	25
借力一带一路战略，结合运输主业扩张码头布局.....	27
半年报扭亏为盈，彰显公司前景 .....	29
盈利预测 .....	30

## 图表目录

图表 1：公司重组前组织结构示意图.....	5
图表 2：公司重组后组织结构示意图.....	5
图表 3：公司出售业务毛利率近年大幅下滑.....	6
图表 4：公司保留业务毛利率整体稳健.....	6
图表 5：公司运力占全球第四（截至 2017 年 7 月 12 日） .....	6
图表 6：2016 年公司港口集装箱吞吐量大幅提升.....	7
图表 7：2016 年公司集装箱运量大幅增长 .....	7
图表 8：2016 年中远海控与东方海外国际各航线运输量及收入对比.....	8
图表 9：全球集装箱运输公司运力排名（截至 2017 年 6 月 1 日） .....	8
图表 10：收购东方海外国际协同效益估算（百万美元） .....	8
图表 11：收购东方海外带来的利润增厚（2017 全年） .....	9
图表 12：公司近年营收下滑明显（百万元） .....	9
图表 13：公司近年毛利收入下滑明显（百万元） .....	10
图表 14：新 3 大联盟基本情况一览 .....	10
图表 15：中远海控港口布局落后于马士基.....	11
图表 16：CCFI 综合指数 16 年触底.....	11
图表 17：SCFI 综合指数 16 年触底 .....	11
图表 18：2015 年世界海运贸易占比情况（%） .....	12
图表 19：主要航线集装箱贸易量估计（百万标准箱） .....	12
图表 20：2016 年 SCFI 上海-美东航线运价创新低.....	12

图表 21: SCFI 上海-美西航线运价创新低.....	12
图表 22: 2016 年 SCFI 上海-欧洲运价创新低.....	13
图表 23: 2016 年集装箱船期租费率指数呈现低迷.....	13
图表 24: SCFI 运价指数变化.....	13
图表 25: 各年度上半年运力增速.....	13
图表 26: 上半年集装箱船交付情况.....	14
图表 27: 集装箱船月拆解量.....	14
图表 28: 拆解船型分布.....	14
图表 29: 集运市场交付拆解及运力增速.....	14
图表 30: 联盟切换后不同航线运力增速.....	15
图表 31: 集运市场闲置情况.....	16
图表 32: 截至 6 月份闲置船只规模分布.....	16
图表 33: 截至 6 月份闲置船只船龄分布.....	16
图表 34: 全球海运企业近年来不断进行重组.....	17
图表 35: 全球集装箱船队数量及总运力增幅放缓.....	17
图表 36: 在建集装箱总运力成下降趋势.....	17
图表 37: 集装箱船舶拆解量上涨明显.....	18
图表 38: 旧 4 大连盟市占率 (2013 年) (million TEU).....	18
图表 39: 新四大联盟占有率 (million TEU).....	18
图表 40: 新联盟各航线市场占有率.....	18
图表 41: 三大联盟拥有 1.2 万 TEU 以上大型船舶占比.....	18
图表 42: 年新增造船订单 (TEU).....	19
图表 43: 年新增造船订单 (按船数量).....	19
图表 44: clarkson 全球造船完工量.....	19
图表 45: 新造船造船指数.....	19
图表 46: 中国船舶历年归属母公司净利润状况 (亿元).....	20
图表 47: 中国船舶资产负债率.....	20
图表 48: 2012-2017 世界知名造船厂倒闭列表.....	20
图表 49: 全球集装箱货物运输量及增长率 (百万吨).....	21
图表 50: 全球集装箱运输量及增长率 (百万 TEU).....	21
图表 51: SCFI 综指及上海-欧洲运费均呈现显著回升.....	21
图表 52: SCFI 上海-美国运价呈现明显回升.....	21
图表 53: 中国 PMI 指数触底回升.....	22
图表 54: 欧元区制造业 PMI 指数上涨显著.....	22
图表 55: 世界主要经济体 GDP 同比增速预计 (%).....	22
图表 56: 国际贸易同比增速预计 (%).....	22
图表 57: 欧盟出口中国动物产品占比增加.....	23
图表 58: 欧盟出口中国食品、饮料占比增加.....	23
图表 59: 欧盟出口中国贱金属及制品占比下降.....	23

图表 60: 欧盟出口中国机电产品占比下降.....	23
图表 61: 欧洲出口中国产品结构.....	24
图表 62: 全球集装箱航运供需年增长率 (%) .....	25
图表 63: 公司 2016 年各航线运输量占比 (标准箱、%) .....	26
图表 64: 公司 2016 年各航线收入占比 (亿元、%) .....	26
图表 65: 原四大联盟在亚欧航线占比.....	26
图表 66: 原四大联盟在美西航线占比.....	26
图表 67: 收购东方海外后各航线运输量规模增长.....	26
图表 68: 东方海外单箱成本.....	26
图表 69: 公司海外码头布局情况.....	27
图表 70: 公司国内码头布局图.....	28
图表 71: 中远海运港口分区域统计情况.....	29
图表 72: 公司 2017 一季度主要航线集装箱运输量 (标准箱) .....	29
图表 73: 公司 2017 年一季度码头业务吞吐量 (标准箱) .....	29
图表 74: 盈利预测.....	30

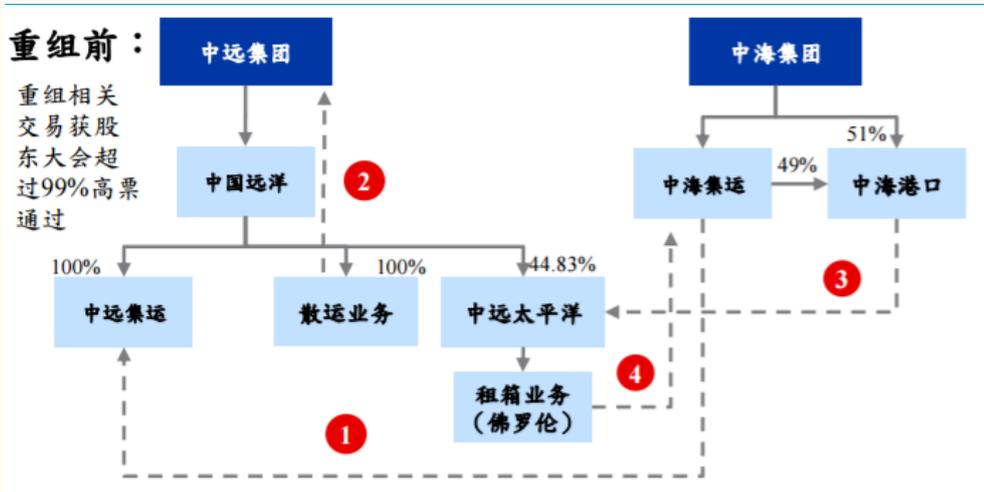
战略面：资产重组完成叠加战略收购东方海外，公司迎来发展新机遇

资产重组确立双轮驱动模式，战略收购增添竞争优势

■ 围绕“快改，深改”，公司顺利完成重大资产重组。2016年，公司持续深化内部体制机制改革，规模优势和协同效应持续释放。在“快改”上，公司透过搞笑整合国内网络与海外公司，在年底前率先完成全球最具难度的班轮业务重组；在“深改”上，公司结合业务整合的契机，进一步控制收益管理能力与成本控制能力，使得公司单箱成本较2015年同比下降6.4%。与此同时，公司在年内进行了重大的资产重组，并于同年9月完成，其主要交易包括：

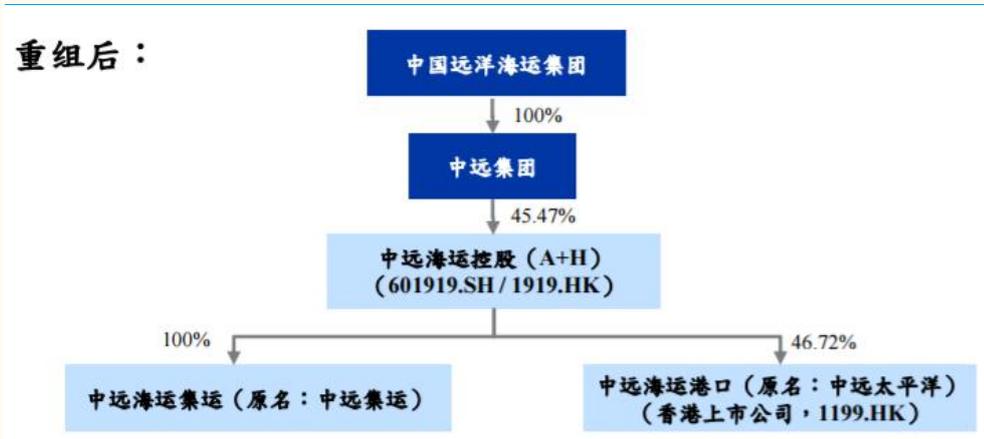
1. 公司将持有的中散集团100%股权出售予中远集团；
2. 公司向中海集运购买33家集运公司股权；
3. 中远太平洋将持有的佛罗伦100%股权出售予中海集运相关；
4. 中远太平洋向中海香港控股、中海集运分别购买其持有的中海港口51%和49%股权。

图表 1：公司重组前组织结构示意图



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 2：公司重组后组织结构示意图



来源：公司官网、国金证券研究所

- **确立双轮驱动模式，剥离毛利下滑严重业务。**上述资产重组一方面剥离了上市公司干货航运与集装箱租赁两项毛利率下滑显著的业务，其中干货航运业务到 2015 年为止，已连续 5 年亏损；而集装箱租赁业务的毛利率则呈现一路下滑的态势，2015 年公司该业务毛利率为 62.79%，较 2011 年减少约一半左右。另外一方面，公司加大了对集装箱航运业务和港口业务的投入，确立公司今后双轮驱动的业务布局，2016 年该两项业务的营收合计占公司总营收的 98%以上。随着重大重组的完成及双轮驱动模式的确立，今后公司主业将呈现协同发展的趋势，伴随着市场行情的回暖与公司改革活力的涌出，公司未来主业表现值得看好。

图表 3：公司出售业务毛利率近年大幅下滑



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：公司保留业务毛利率整体稳健



来源：wind、国金证券研究所

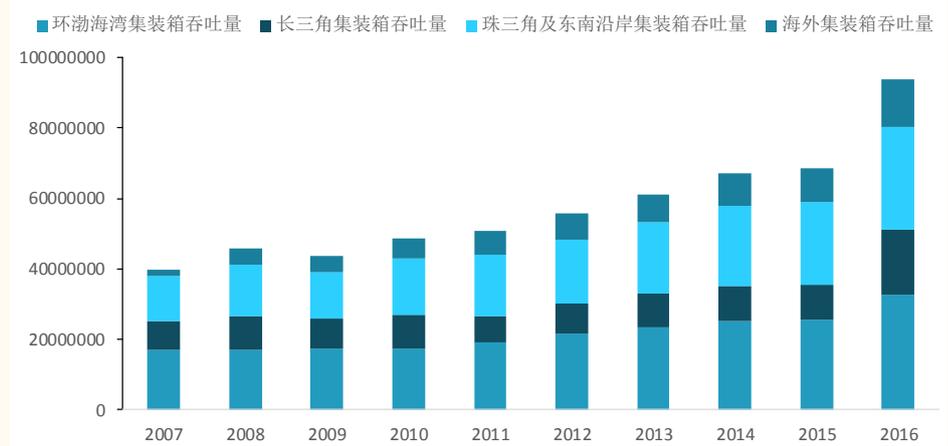
- **重组带来规模优势，主业业务量增长显著。**公司本次资产重组显著提升了公司集装箱的运力和港口的规模，截至 2016 年底，公司自营船队 312 艘集装箱船，运力达到 164.88 万标准箱，其中自有船只 62 只，运力为 37.3 万标箱；租入船只 250 艘，运力为 127.6 万标箱。公司船队规模位居全球第四，行业地位得到进一步巩固。而据德鲁里公布的报告显示，公司港口市场与竞争优势全面提升，以吞吐量计算，占全球总份额约 13%，位居全球第一，公司码头组合分布在全球 30 多个港口，总年处理能力达 9725 万标准箱。此外，公司的实际业务量同样现在增长，其中 2016 年公司集装箱运输量达到 1690 万标准箱，同比增长 54.4%；港口集装箱吞吐量达到 9393 万标准箱，同比增长 36.79%。

图表 5：公司运力占全球第四（截至 2017 年 7 月 12 日）

Rank	Operator	Teu	Share	Existing fleet	Orderbook
1	APM-Maersk	3,455,870	16.5%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for APM-Maersk]	
2	Mediterranean Shg Co	3,078,399	14.7%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for Mediterranean Shg Co]	
3	CMA CGM Group	2,377,018	11.3%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for CMA CGM Group]	
4	COSCO Shipping Co Ltd	1,763,945	8.4%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for COSCO Shipping Co Ltd]	
5	Hapag-Lloyd	1,498,020	7.1%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for Hapag-Lloyd]	
6	Evergreen Line	1,044,138	5.0%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for Evergreen Line]	
7	OOCL	666,136	3.2%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for OOCL]	
8	Yang Ming Marine Transport Corp.	589,583	2.8%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for Yang Ming Marine Transport Corp.]	
9	Hamburg Süd Group	559,080	2.7%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for Hamburg Süd Group]	
10	NYK Line	546,523	2.6%	[Bar chart showing existing fleet and orderbook for NYK Line]	

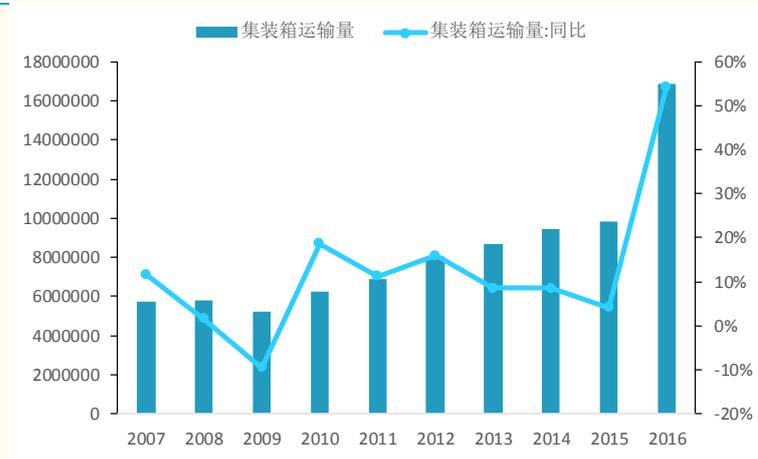
来源：Alphaliner、国金证券研究所

图表 6：2016 年公司港口集装箱吞吐量大幅提升



来源：wind、公司公告、国金证券研究所

图表 7：2016 年公司集装箱运量大幅增长



来源：公司公告、国金证券研究所

- 战略收购东方海外国际，竞争力有望进一步提升。**7月9日，中远海控发布重大资产购买报告草案，公司通过境外全资下属公司 Faulkner Global 与上港 BVI 联合向香港联交所主板上市公司东方海外国际的全体股东发出购买其持有的已发行标的公司股份的现金要约收购，收购东方海外至少 4.3 亿股（即东方海外国际全部已发行股份的 68.7%），至多为东方海外全部已发行股份 6.26 亿股。中远海控与东方海外国际均为世界集运行业巨头，双方在集装箱运输业码头运营业务具有高度的重合性。集装箱运力方面，截至今年 6 月，中远海控总运力达 173.6 万 TEU，占有率为 8.3%，位列全球第四；完成本次资产购买，中远海控总运力将达到 242.3 万 TEU，占有率提升至 11.6%，将超过达飞轮船，成为世界第三。而从具体航线来看，双方无论是各航线的运量分布还是收入结构都具有高度的相似性，并且双方同属海洋联盟，因而本轮收购有望显著提升双方的协同运营能力。此外，东方海外国际运营着美国长堤货柜码头和台湾的高雄货柜码头，2016 年总吞吐量达到 240 万标箱。收购完成后，中远海控码头业务有望获得提升，进一步缩短与马士基等竞争者在码头布局上的差距。

图表 8：2016 年中远海控与东方海外国际各航线运输量及收入对比

	太平洋航线	亚洲-欧洲航线	大西洋航线	亚洲区及澳洲区航线
东方海外国际				
运输量(千个标准箱)	1558	951	396	3176
航线收入占比	36.65%	16.29%	11%	36.06%
中远海控				
运输量(千个标准箱)	2501	3609	1220	9573
航线收入占比	29.60%	24.43%	8.62%	37.35%

来源：公司公告、国金证券研究所

1. 由于两家公司统计口径存在不同，其中东方海外把欧洲区内的运输纳入亚洲-欧洲航线；中远海控则把中国区的运输纳入了亚洲区及澳洲区航线

图表 9：全球集装箱运输公司运力排名（截至 2017 年 6 月 1 日）

序号	公司	TEU	船数	占有率
1	马士基	3345337	628	16.0%
2	地中海航运	3063590	511	14.7%
3	达飞轮船	2299216	460	11.0%
4	中远海控	1735977	315	8.3%
5	赫伯罗特	1530700	222	7.3%
6	长荣航运	1024118	195	4.9%
7	东方海外国际	687163	106	3.3%
8	日本邮船	592805	105	2.8%
9	阳明海运	580849	96	2.8%
10	汉堡南美	562764	105	2.7%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **收购完成后将带来协同效应，利好公司长远战略。**本次收购是在业内整合不断加深的背景下进行的，收购有利于公司快速掌握全球资源，助力公司全球化战略布局，对公司长远战略布局有着重要的意义。此外，两家公司规模庞大、业务高度重合，合并后将带来显著的协同效益。根据公司收购草案披露，在审慎原则下，以 2% 作为本次收购后双方协同效益的比例，以 8 倍 EV/EBITDA 作为估值倍数，预期本次收购将产生协同效应现值约为 26.94 亿美元。在不考虑协同作用对的情况下，我们测算收购东方海外对公司 2017 年年化利润贡献为 7.14-10.94 亿元。

图表 10：收购东方海外国际协同效益估算（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

注：上表中计算中远海控指标时均按照 2016 年 12 月 31 日中国银行 1 美元兑 6.937 人民币的中间价汇率折算为人民币金额。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：收购东方海外带来的利润增厚（2017 全年）

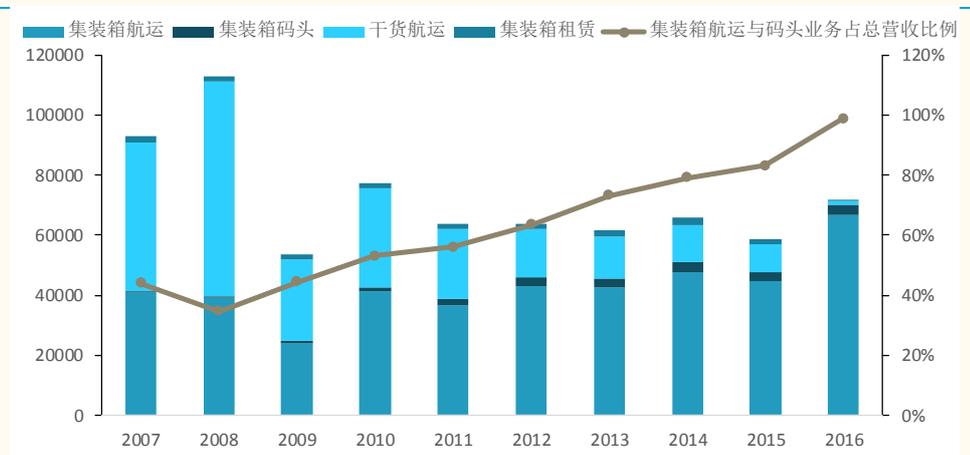
	至少	至多
上港收购比例	9.90%	9.90%
中远海控收购比例	58.80%	90.10%
总计	68.70%	100.00%
股价（港币）	78.67	
总股本（亿）	6.26	
收购成本（亿港元）	289.57	443.72
利息（假设为 3%）	8.69	13.31
东方海外年利润（2017）亿港元	28.74	28.74
贡献利润	8.21	12.58
汇率（港币兑人民币）	0.87	
贡献利润（亿人民币）	7.14	10.94

来源：公司公告，国金证券研究所

### 低迷环境外加改革阵痛，公司 16 年业绩陷入低谷

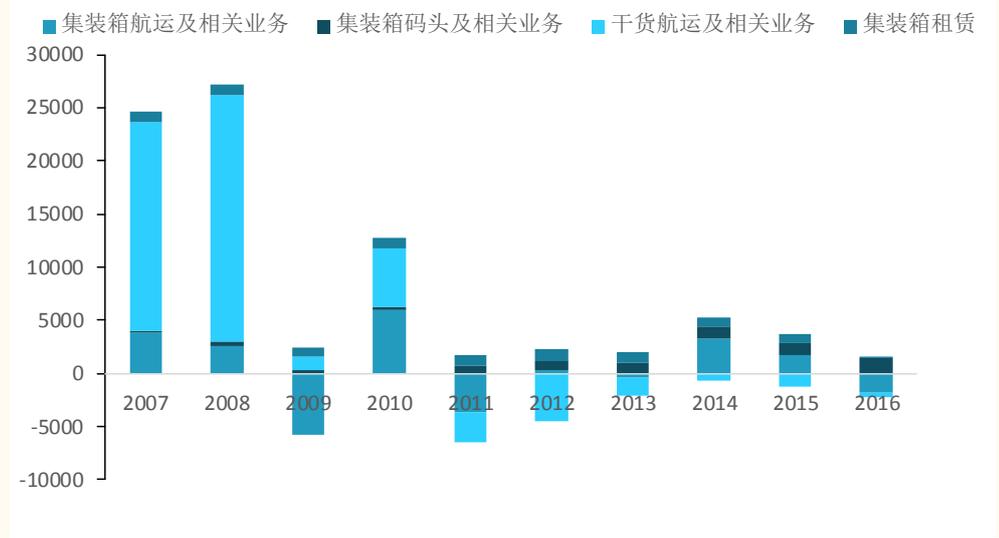
- **2016 年市场行情触底，行业整体承压。**2016 年，全球集装箱运输行业仍旧保持供过于求的状态，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）和上海出口集装箱综合运价指数（SCFI）均在 2016 年上半年创下历史新低，全年 CCFI 和 SCFI 均值较 2015 年分别同比下降 18.5% 和 10.2%。市场行情整体低迷对整个行业造成经营压力，公司虽然受益于资产重组，其集装箱运输业务营收同比上涨 48.83%，考虑到集装箱运输量同比上涨 54.5%，反映出公司单箱的营收呈现下滑的态势。
- **叠加改革阵痛，公司 16 年业绩出现亏损。**在市场低迷的背景下，公司 2016 年进行了重大的资产重组和改革举措，对公司的正常经营造成了一定的影响。在两者的叠加影响下，公司 2016 年毛利收入出现亏损，从业务细分来看，公司集装箱运输业务亏损最为严重，该业务毛利收入为 -18.11 亿元，而公司港口业务则继续保持稳健增长，实现毛利收入 13.78 亿元，公司整体毛利亏损 7.06 亿元。

图表 12：公司近年营收下滑明显（百万元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 13：公司近年毛利收入下滑明显（百万元）



来源：wind、国金证券研究所

### 纵深主业布局实现协同发展，未来前景引人期待

- 集运-打造集装箱运输联盟，提升公司综合竞争力。**公司于 2016 年 4 月携手达飞轮船、长荣海运和东方海外就成立“海洋联盟”签署合作备忘录，该联盟于 2017 年 4 月 1 日起正式运营。联盟将共同运营 41 条东西干线及中东、红海航线，共计投入机装箱船舶约 350 艘，总运力规模达 250 万标准箱。联盟的航线服务在频率、规模、覆盖面、效率等方面，均占据领先地位。在获取规模竞争优势的同时，也能有效提升联盟成员的成本控制能力。在本轮联盟调整中，公司加入的海洋联盟相较以往扩大了欧洲区域的布局，利好公司的业务布局。

图表 14：新 3 大联盟基本情况一览

	2M	THE Alliance	Ocean Alliance
参与公司数量	2	3	4
服务商	25	32	40
船队数	223	241	323
港口数	76	78	95
跨大西洋航线占比	49%	34%	12%
跨太平洋航线占比	20%	29%	42%
远东航线占比	37%	23%	34%

来源：各公司官网，Alphaliner、国金证券研究所

- 港口-持续扩展港口版图，推进全球布局。**公司借助“一带一路”契机，不断耕耘海外港口业务，加大对东南亚、中东、欧洲等海外市场的投资开发力度，努力实现从立足中国到全球布局的转变。2016 年，公司透过资产重组获得中海港口外，先后与新加坡港口业务集团合作共同开发新加坡大型集装箱码头；与和记港口集团 ECT 签署鹿特丹 EUROMAX 集装箱码头项目股权转让协议；与阿布扎比港务局签署特许经营权协议，合作经营哈里发港二期集装箱码头。对比行业龙头马士基而言，公司现有的码头数量和

布局的纵深程度都处于落后位置，据调研所得，公司未来将会加大力气投入到海外码头的布局中。

图表 15：中远海控港口布局落后于马士基

	中远海控	马士基
亚洲	23	53
欧洲	4	43
非洲与中东	2	45
北美	1	5
其他	0	43

来源：网络公开资料、国金证券研究所

注：1.中远海控在亚洲的港口中有 21 个属于在中国境内（含港澳台）；2.马士基统计数据含内陆设施

- 深化布局叠加协同优势，公司长远前景值得看好。**公司本轮改革时机正处于行业最低迷的时期，有利于公司控制改革成本和扩张成本。一方面，低迷行情下，公司内部改革集成核心竞争优势，显著降低运营成本，有利于公司应对外在的不利环境；另一方面，公司确立双轮驱动的业务模式后，积极进行向外扩张，战略收购东方海外提升市场话语权，参与航线联盟并布局海外港口。考虑到整体行情的低迷，公司在此时储备战略资产和进行联盟组建，具有成本优势。随着整体海运行情好转，公司前期的纵深布局和业务间的协同优势将有助于公司率先回升。长远来看，公司所处的集装箱运输行业和港口运营行业是世界贸易的基石，具有巨大的市场需求，长远发展前景将随着世界经济的复苏迎来利好。公司主业兼具规模优势与协同竞争优势，整体的成本控制和综合竞争力好于同行，长远前景值得期待。

行业面：供需关系改善，运力供给趋缓或迎来行业中期拐点

2017 年上半年供需关系得到显著改善，欧线表现超预期

- 2016 年集运市场行情触底；**据联合国贸易和发展会议公布报告显示，2016 年全球海运集装箱贸易量增幅创下近几年新低，增长幅度仅为 2.87%，是 2008 年金融危机以来除开 2009 年贸易负增长后的最低值。集装箱海运市场的主要指数也在 2016 年实现探底，我国 CCFI 综合指数和 SCFI 综合指数均在 2016 年创下历史新低，反映出整体低迷行情。

图表 16：CCFI 综合指数 16 年触底



来源：wind、国金证券研究所

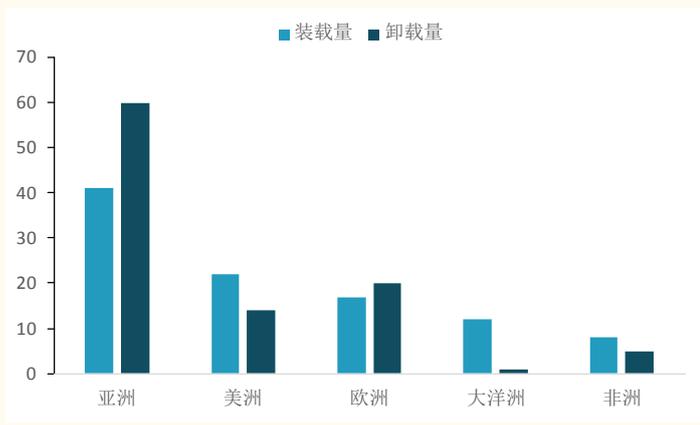
图表 17：SCFI 综合指数 16 年触底



来源：wind、国金证券研究所

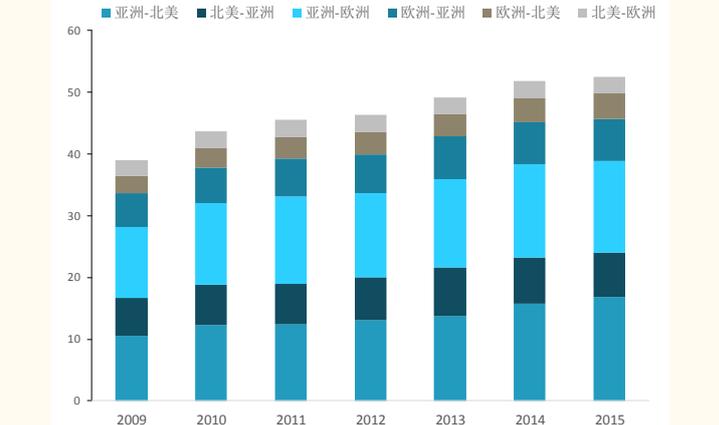
- **单箱运价下滑明显，集装箱期租费率指数 16 年触底。**目前，世界贸易主要集中在亚洲、美洲和欧洲之间。据联合国统计，近几年世界主要贸易航线的运价均呈现大幅下滑的趋势，单远东至欧洲、上海至北欧等航线 2015 年的运价就同比下跌超过 40%。而 2016 年则延续颓废的行情，主要航线的运价继续向下探底，其中上海-欧洲、上海-美东、上海-美西等航线均创造了近几年运价新低。此外，集装箱船期租费率指数同样呈现下滑态势。反映出整体低迷下，全行业各链条上的细分行业均承受到行业低迷带来的影响。

图表 18: 2015 年世界海运贸易占比情况 (%)



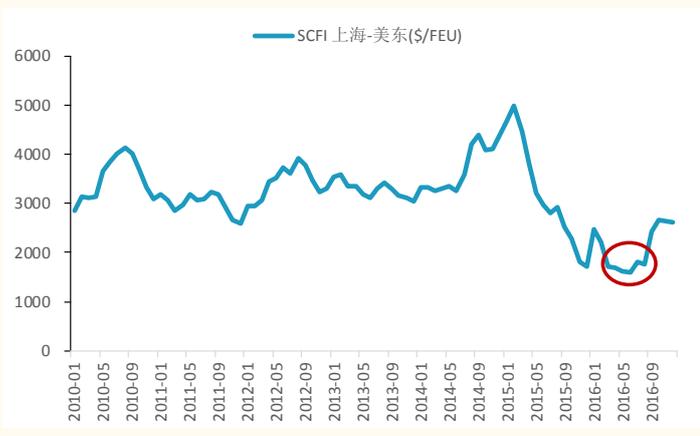
来源：联合国贸易和发展会议、国金证券研究所

图表 19: 主要航线集装箱贸易量估计 (百万标准箱)



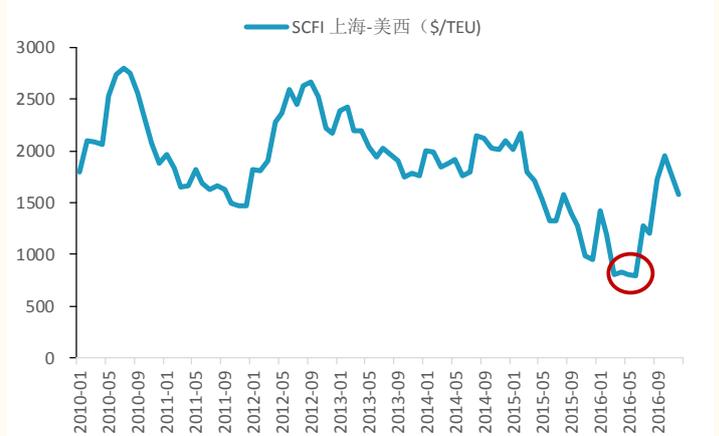
来源：联合国贸易和发展会议、国金证券研究所

图表 20: 2016 年 SCFI 上海-美东航线运价创新低



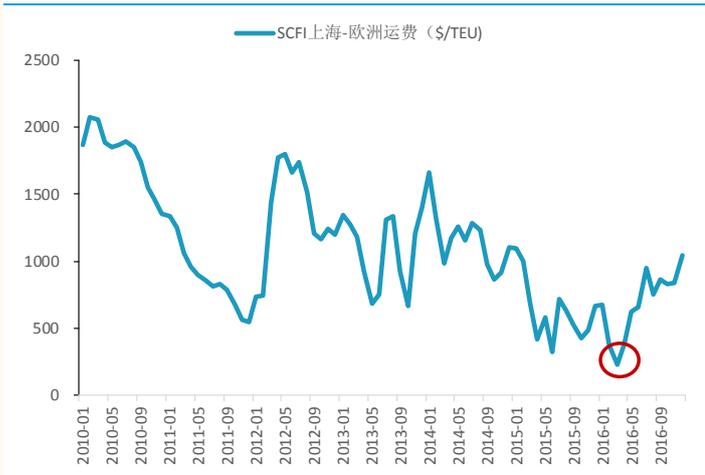
来源：clarkson、国金证券研究所

图表 21: SCFI 上海-美西航线运价创新低



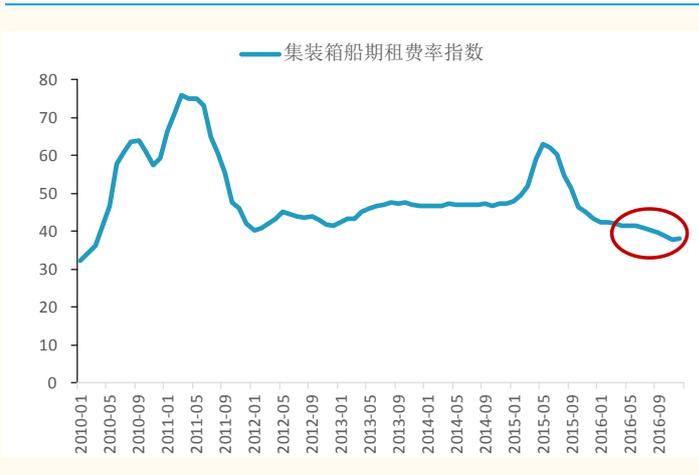
来源：clarkson、国金证券研究所

图表 22：2016 年 SCFI 上海-欧洲运价创新低



来源：clarkson、国金证券研究所

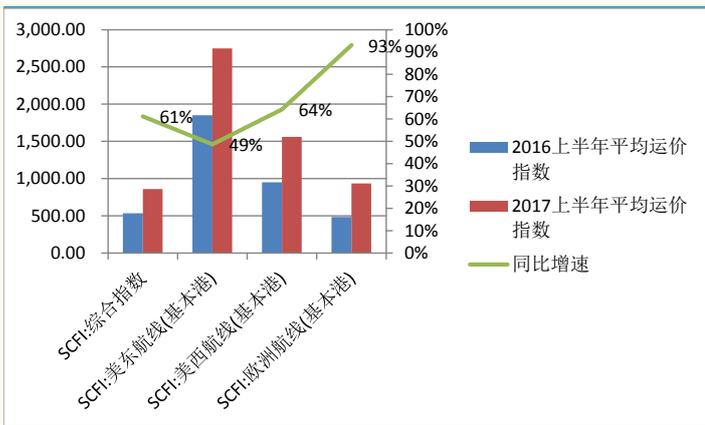
图表 23：2016 年集装箱船期租费率指数呈现低迷



来源：clarkson、国金证券研究所

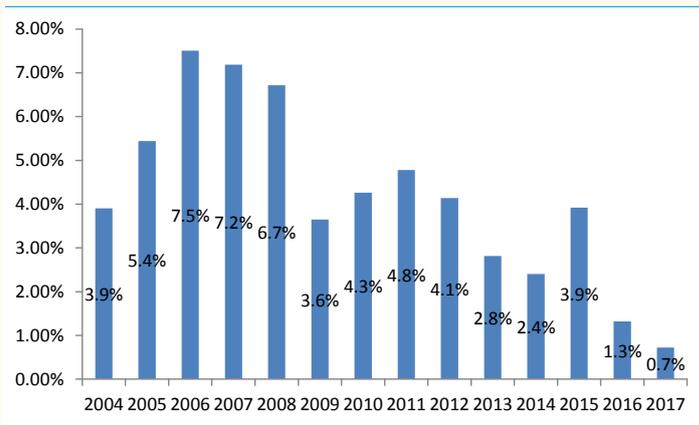
2017 上半年集运运价大幅改善，供给增速创新低；从 SCFI 各区域运价指数来看，集运市场在今年上半年出现了反弹复苏走势；其中综合运价指数 2017 年上半年同比增长 61%，欧线平均运价上半年同比增长了 93%，表现最为超预期。从供给端看，上半年全市场运力规模较 2016 年末增加 0.7%，这是近十几年来最低的供给增速。需求端看，欧美经济复苏超预期叠加贸易结构发生变化，集运需求预测不断上修。

图表 24：SCFI 运价指数变化



来源：wind，国金证券研究所

图表 25：各年度上半年运力增速



来源：clarkson，国金证券研究所

供给端：上半年运力供给增速创新低，短期运力释放压力趋缓，中期上游造船厂产能收紧为行业供需改善提供有力支持。

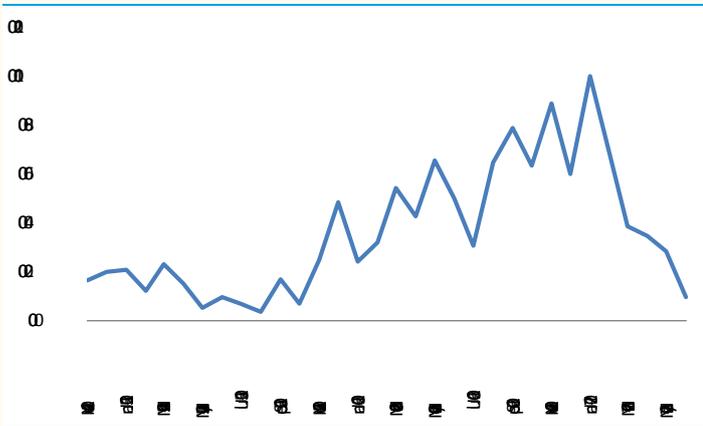
从上半年船只交付及拆解速度来看，上半年运力增速较低主要有几个原因：(1) 上半年共交付 52.1 万标箱，占 2016 年年末整体船队规模的 2.6%；根据各家船厂年初订单计划上半年交付 76.2 万标箱相比，约 30% 以上的订单被延迟交付了；按船型来看，无论从比例还是绝对值，被推迟交付最多的为 8000-12000TEU 的船型，15000+TEU 以上的大型船只交付状况最为良好。(2) 截至 2017 年 6 月份，巴拿马运河扩建一周年；扩建后能通过巴拿马运河的最大船型由 5000TEU 上升至 1.4 万 TEU，所以大部分通过巴拿马运河的船只被替换，最终导致大部分 3000-5000TEU 的船型被拆解掉，造成一季度拆船速度达到近几年的一个高点。

图表 26：上半年集装箱船交付情况

2017 上半年交付状况	26,260	8,000	151,070	127,268	179,581	521,693
年初预计上半年交付情况	28	44,320	256,460	197,526	181,954	762,432
按计划交付占比	36%	18%	59%	64%	99%	68%

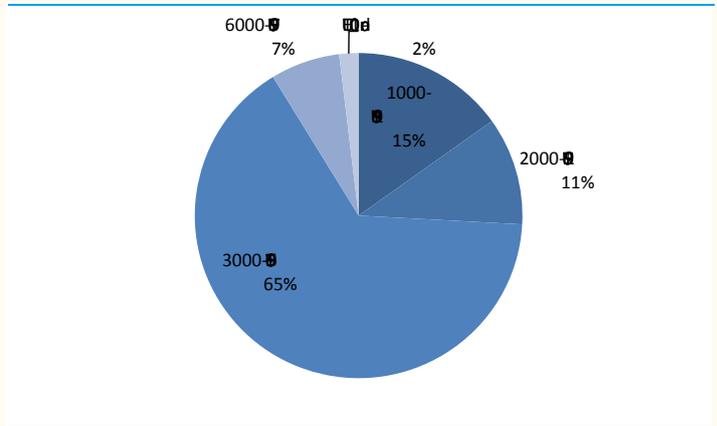
来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 27：集装箱船月拆解量



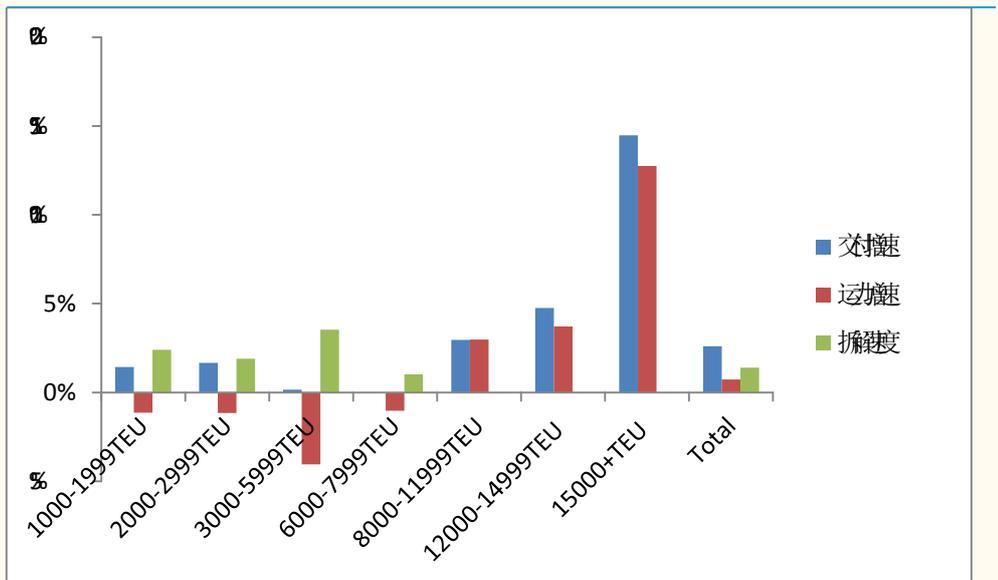
来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 28：拆解船型分布



来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 29：集运市场交付拆解及运力增速



来源：clarkson, 国金证券研究所

短期来看，大船化趋势造就 5000-8000TEU 无用运力，将会被提前拆解；闲置运力降至低点，缓解未来运力释放压力；前期低迷市场环境造成行业内挤出效应，兼并重组提升集中度、联盟重组均衡联盟间实力，短期恶性价格战及规模扩张的可能性在下降。

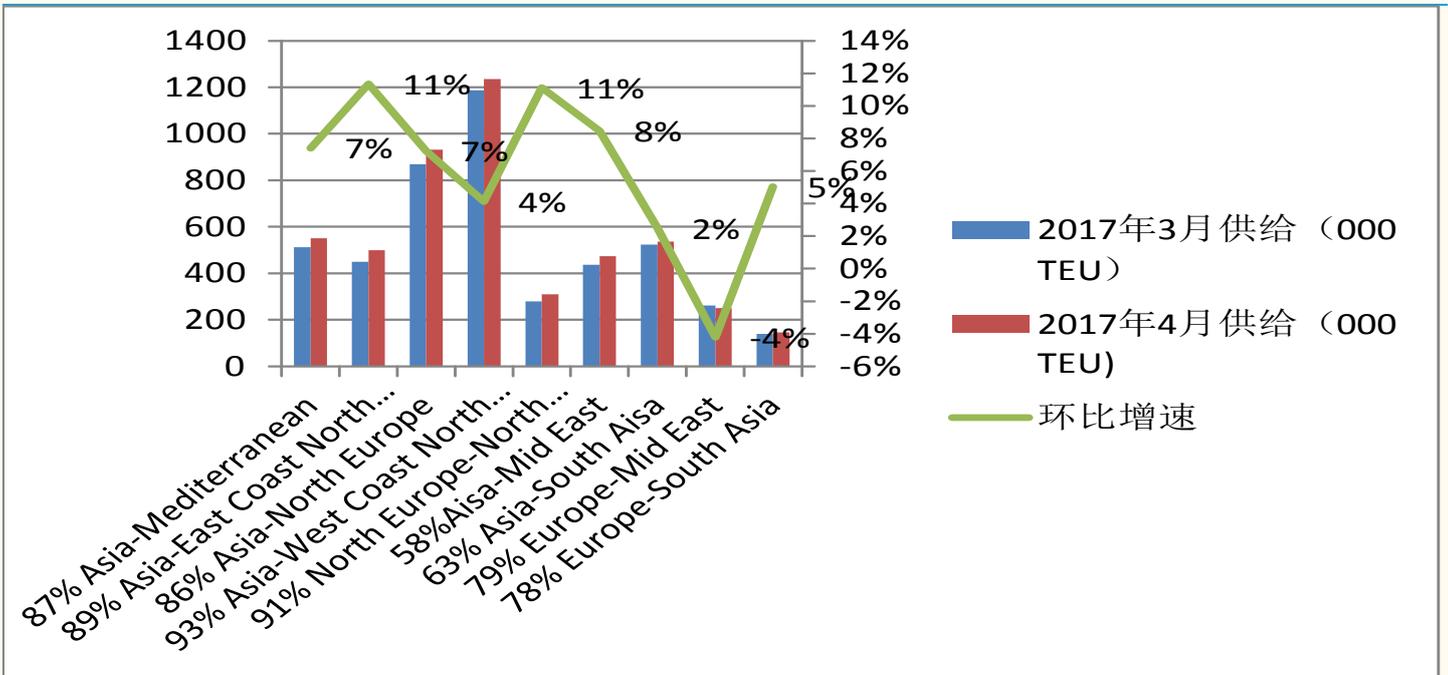
长期来看，2016-17 年造船新增订单大幅下降 70-80%，导致未来两年造船厂造船完工量将出现大幅下滑；2013 年开始，全球造船厂年在完工量规模仅下降 30%左右的情况下已经开始出现大范围亏损及倒闭情况，我们认为未来两年造船行业将进入行业低谷，造船厂的大范围的产能下滑及收紧将限制未来运力增长速度，为中期行业供需改善提供有力支持。

1. 上半年供给端主要是交付超大船及拆解小船，大船替换小船趋势明显，产生无用运力，加速小船拆解。随着各大船企的整合重组，原有四大联盟进行了重新组合形成 3 大联盟（2M, Ocean Alliance, The Alliance），

新联盟于今年4月份开始运行。新联盟在航线数量在各个区域的分布上并没有明显的变化，但是在运力供给方面出现了一些改变；4月联盟切换后亚洲-美东运力同比增速达到9%，亚洲到欧洲及美西航线运力同比增速达到4-5%，相反欧洲到北美/亚洲到中东航线运力增速同比变化较少或甚至是负增长。主要也是由于新交付船多为大型船只，导致主干线运力提升供给提升，运力向需求较好干线集中，间接提升船只利用率；同时由于联盟切换初期，磨合期造成了一定运力浪费，导致运力供给进一步收缩。（亚洲到欧洲航线一般使用9000-19000TEU标准的超大船，亚洲到美东航线使用6500-14000TEU船只，亚洲到美西航线使用8500-11000TEU标准船只。）

集装箱市场船型呈现大型化甚至超大型化趋势，主要是由于大型船可使单位TEU成本（包括人工、油耗等成本）降低，航企在低运价环境下依然可以保持盈利。超大型船交付后会替代航线上的大型船、大型船替代中型船、最终中小型船将被淘汰拆解。参考目前闲置运力分布状况（图32）及船型交付情况（图26），我们可以看到大船化最终造成3000-8000TEU的船型需求急速下降，这部分船型仅有少部分被安排到支线或内贸航线，大部分属于无用运力，未来若市场需求无大幅增长，大概率会提前拆解。

图表 30：联盟切换后不同航线运力增速



来源：Drewry，国金证券研究所

## 2. 闲置运力降至低点，运力释放风险降低

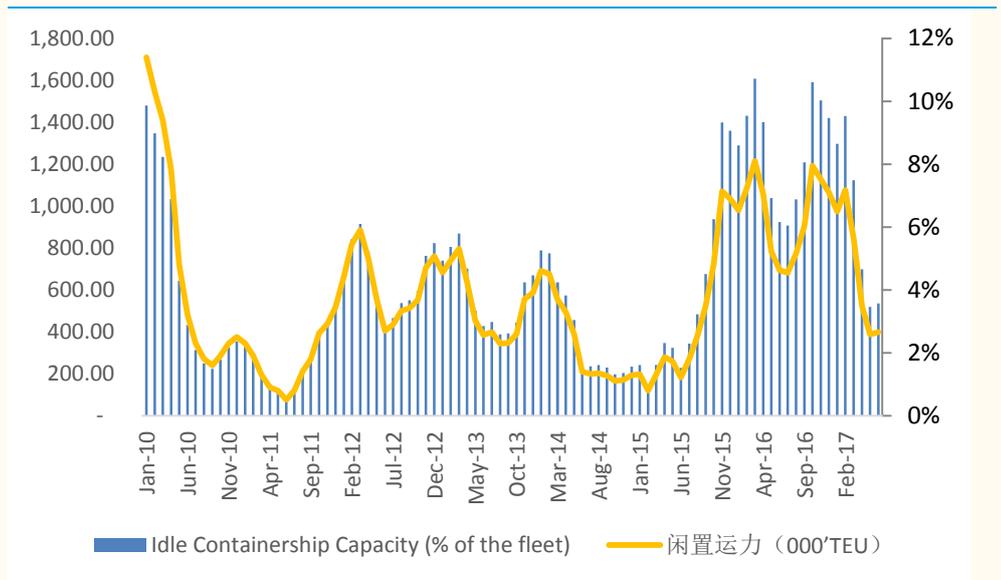
从今年年初开始，市场闲置运力开始逐步被消化，集装箱船闲置占比从一月份的6.5%下降至6月份的2.7%，闲置产能从130万标箱下降至53.5万标箱。闲置运力降至低点，我们认为主要出于以下几点原因：

1. 去年韩进破产，其大部分运力被冻结，约60万标箱运力开始闲置，随着其资产被拍卖，根据drewry统计，截至2017年6月初，仅有月10万标箱运力依旧闲置，其余运力开始回归市场。
2. 部分老旧运力被拆解，联盟切换部分运力重新投入使用：联盟切换后，部分大型集装箱船超过8000TEU需求增加，被重新投放至市场尤其是东西向主要航线，由于重新投入市场的船型规模较大，所以大幅减少限制运力占比。

从现在闲置运力船型情况来看，大部分船龄依旧比较年轻，超过20

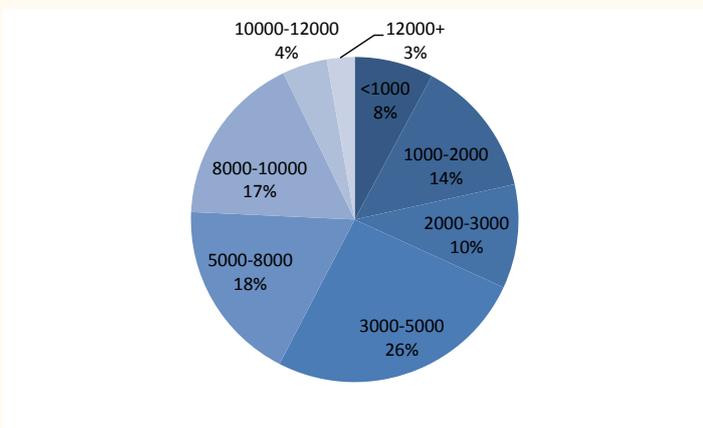
年的限制运力仅占 11%；但是从船规模来看，被闲置的大部分是小于 8000TEU 的船型，从现在市场趋势来看，这部分船型未来需求一般，所以回归市场可能性不大，可以被理解为无效闲置，在未来被提前拆解的可能性比较大；预计在未来半年的时间里，如果航线需求持续向好，之前被重新投入市场的运力重回闲置可能性小，闲置运力占比或保持 2-3%的水平。且即使市场需求超预期发展，由于闲置运力目前规模及船型结构的问题，运力被集中释放的可能性小。

图表 31：集运市场闲置情况



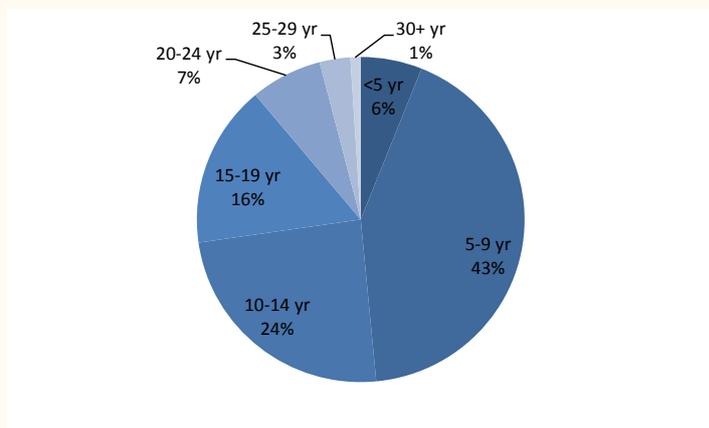
来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 32：截至 6 月份闲置船只规模分布



来源：Drewry, 国金证券研究所

图表 33：截至 6 月份闲置船只船龄分布



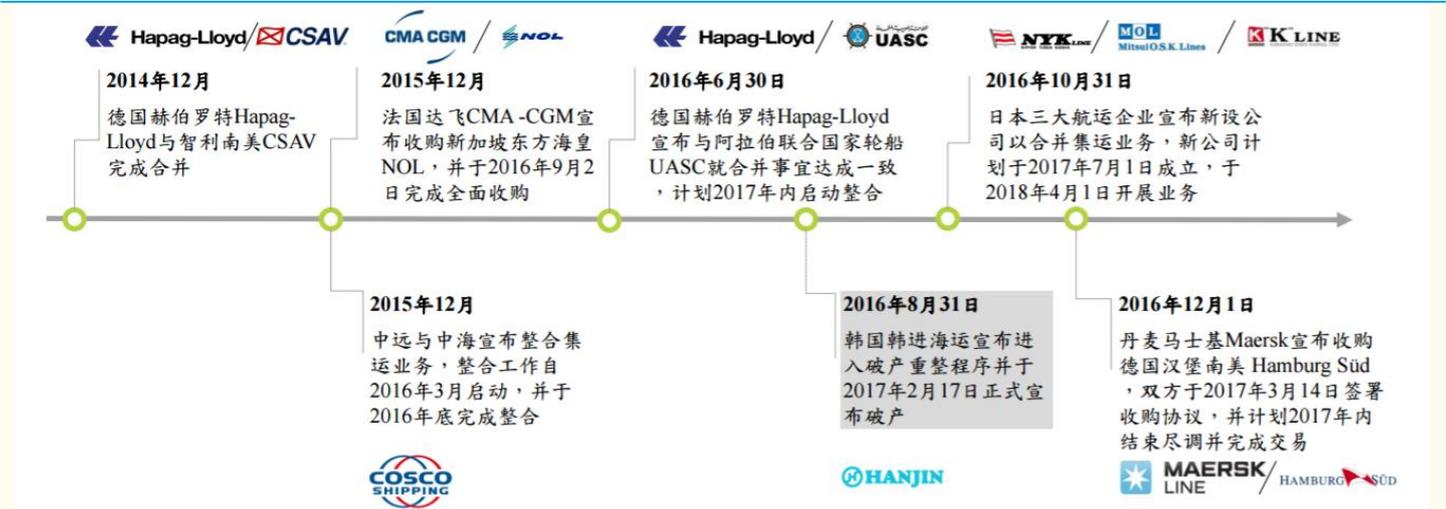
来源：Drewry, 国金证券研究所

### 3. 低迷环境造成挤出效应，供给端增速放缓

- 从 2008 年开始，全球集装箱船队的增长及集装箱总运力的增长便出现转折点，从最初的增速放缓，到近期的部分月份甚至出现负增长，反映出市场低迷环境开始对集装箱船队的造成挤出效应。为应对低迷的市场环境，船队企业采取了多样措施：1) 船运企业抱团取暖，第一梯队开始兼并二、三梯队的企业；2) 积极控制运力增长。航运企业通过减少新船订单、延长已定船舶的交付期以及拆解老旧船只等形式，积极避免运力过快增长。

- 从航运企业间的合纵连横来看，在低迷行情下，各家航运公司的竞争更加激烈，由于彼此间高度的同质化，难以寻找到差异化竞争策略，因而航运企业间的竞争无法避免的陷入价格战中。在这个过程中，二线和三线船队往往难以和行业龙头相竞争，从而出现破产或收购的情况。而龙头企业为了提升自己的承压能力和削减成本，也彼此间积极进行联盟，提高共同抵御风险的能力。2015 年以来，业内的合并、收购事件明显增多，印证了低迷行情不仅仅是对运力的挤压，也是对规模较小、运营不佳企业的挤压。

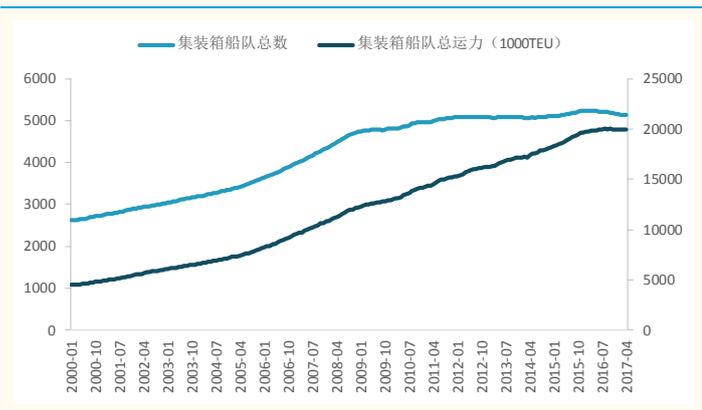
图表 34：全球海运企业近年来不断进行重组



来源：公司官网、国金证券研究所

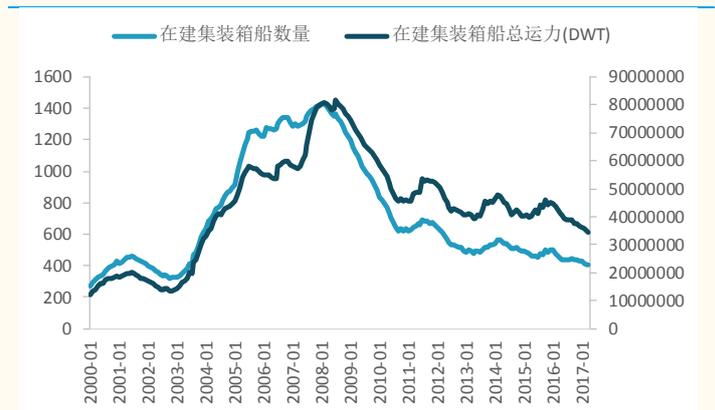
- 新联盟构成后，联盟间及联盟内部规模差异在逐步缩小，双方出现了互相牵制的效果，但凡一方以价格战等恶性竞争的模式抢占市场，双方所面临的损失是一致的，最终有可能造成两败俱伤的结果，所以新联盟的形成对于稳定市场价格及运力规模增速减缓具有一定的作用。同时行业后的新联盟里，每家公司均拥有大型船舶，且在数量上差距并不十分明显，可以有效促使联盟内部成员实行联盟价。

图表 35：全球集装箱船队数量及总运力增幅放缓



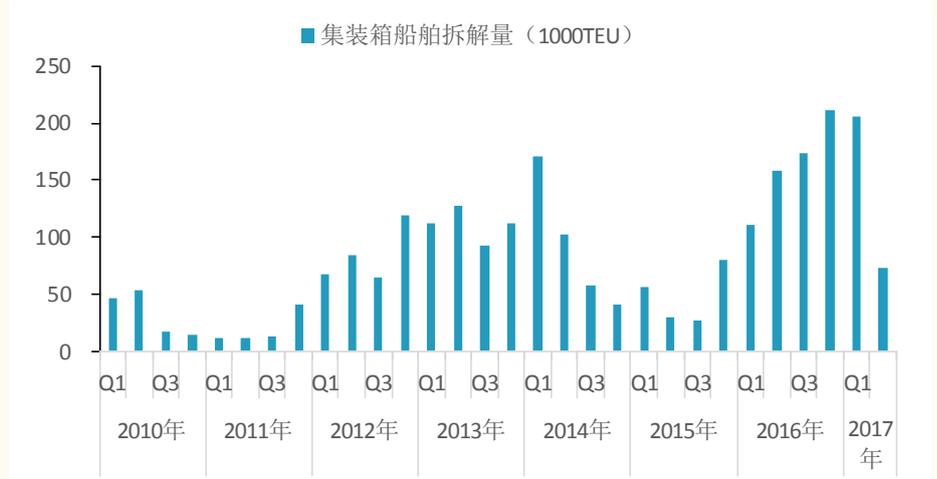
来源：clarkson、国金证券研究所

图表 36：在建集装箱总运力成下降趋势



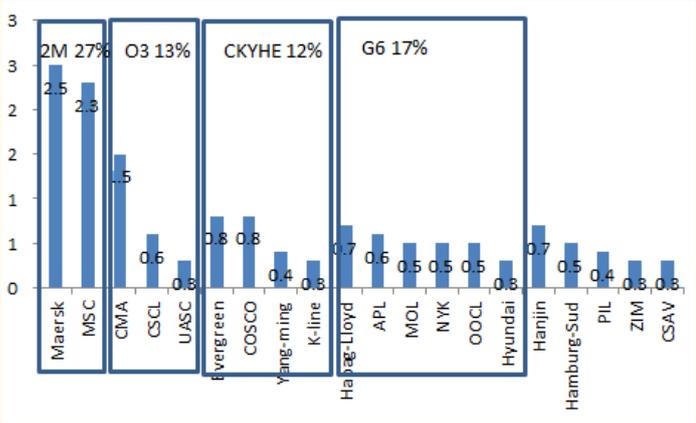
来源：clarkson、国金证券研究所

图表 37: 集装箱船舶拆解量上涨明显



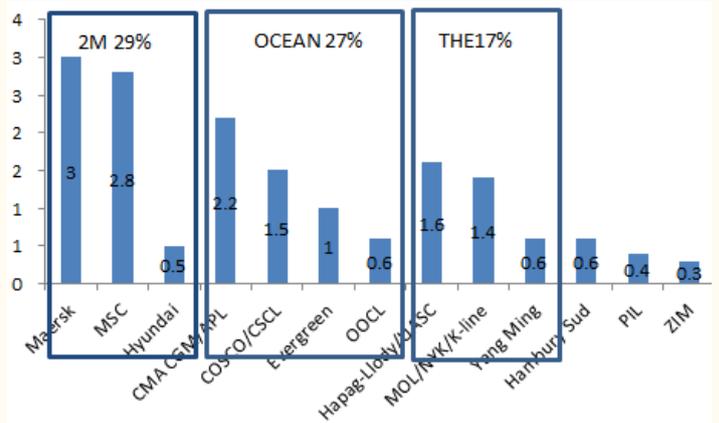
来源: clarkson、国金证券研究所

图表 38: 旧 4 大连盟市占率 (2013 年) (million TEU)



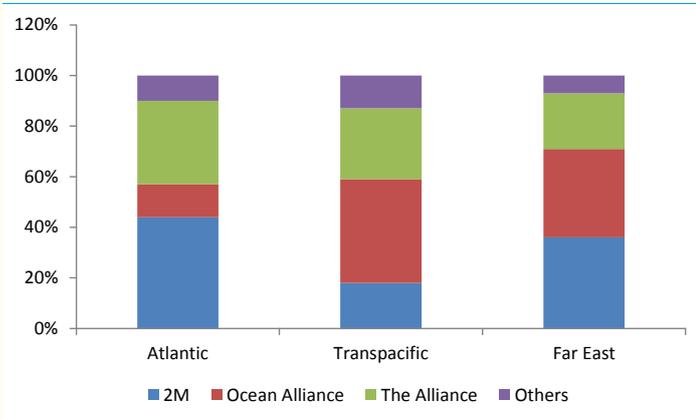
来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 39: 新四大联盟占有率 (million TEU)



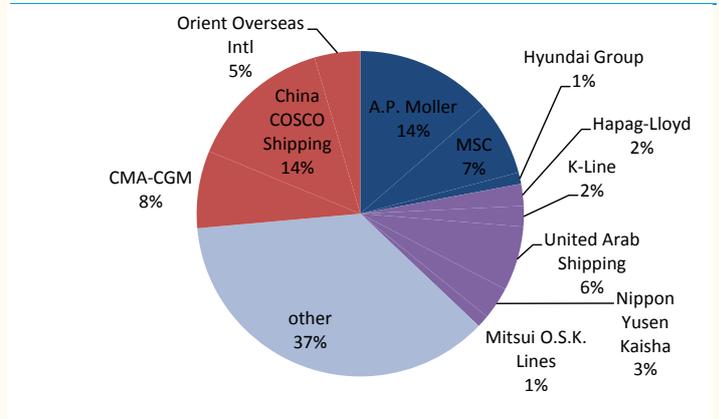
来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 40: 新联盟各航线市场占有率



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 41: 三大联盟拥有 1.2 万 TEU 以上大型船舶占比



来源: clarkson 国金证券研究所

4. 新船订单进一步收紧, 造船厂产能下滑限制运力增长

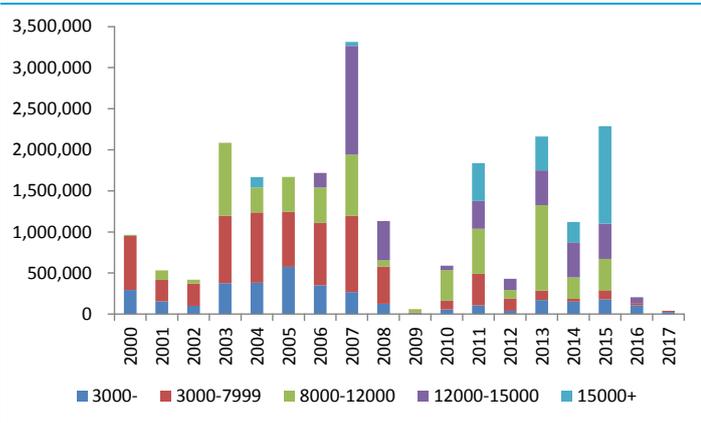
前几年航运市场低迷对其上游造船行业也造成了一定的负面影响，2016年集运全市场出现大面积亏损，产业供给过剩，实业对于未来市场预期悲观，造成2016-2017至今新增造船订单量急剧下降，2016年较2015年全年的新增订单数量减少67%，较造船高峰减少85%；2017年上半年仅有少量的100-2999TEU小型支线船订单，8000TEU以上大船新增订单为零。并且在现有市场行情下，延期交付及撤单的风险增大，导致造船厂利润及现金流方面均存在隐患。

虽然新增订单量出现大幅下降，但是由于前几年积累的在手订单充足，世界造船完工量仅在2013年出现了约30%的下滑，近两年同比增速出现了正增长；但即使这种情况，2014年开始世界大型造船厂开始出现倒闭破产，即使幸存的造船厂经营状况也不容乐观。

以中国船舶为例，自2012年开始公司开始进入微利状况，2016年由于新船市场成交低迷、价格下行，加之船东接船意愿较低、部分船东提出减价要求等因素影响，公司开始出现大幅亏损。

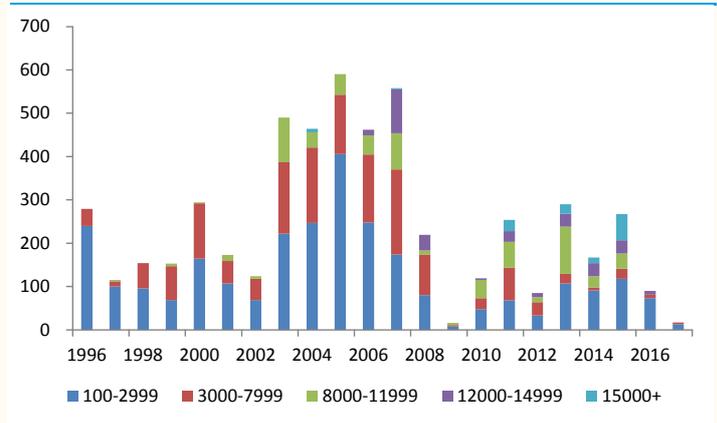
我们认为以过去两年的新增订单数量来看，造船行业在未来2年可能会开始面临完工量大幅下降的情况，更大规模的倒闭及行业兼并收购将持续进行。造船厂的大范围的产能下滑及收紧将限制未来运力增长速度，为中期行业供需改善提供有力支持。

图表 42：年新增造船订单 (TEU)



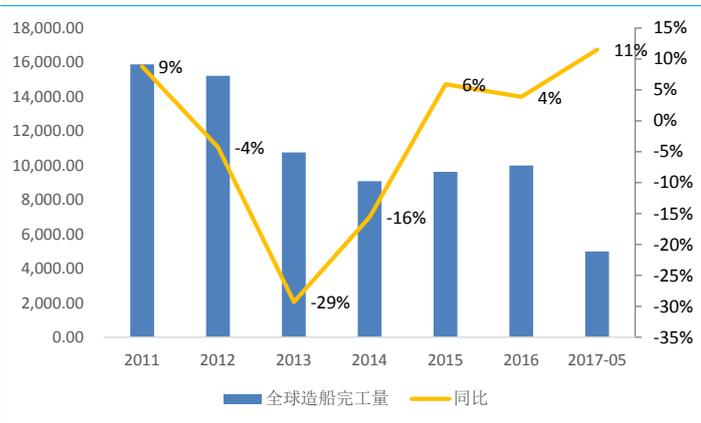
来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 43：年新增造船订单 (按船数量)



来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 44：clarkson 全球造船完工量



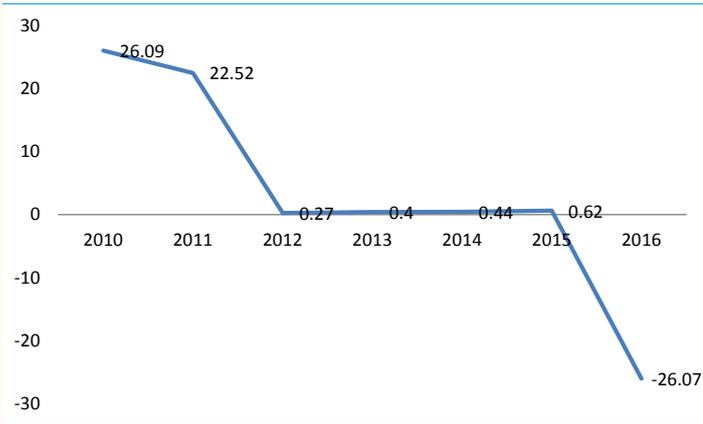
来源：wind, 国金证券研究所

图表 45：新造船造船指数



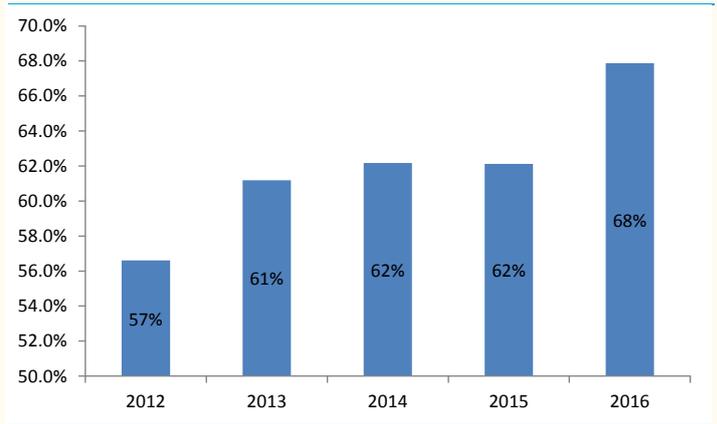
来源：clarkson, 国金证券研究所

图表 46: 中国船舶历年归属母公司净利润状况 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 47: 中国船舶资产负债率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 48: 2012-2017 世界知名造船厂倒闭列表

2012-2017年部分破产造船厂列表

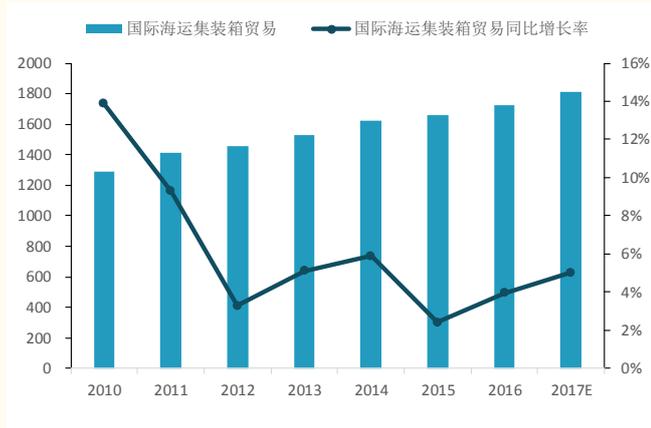
	美洲	欧洲	日本	韩国	中国
2012		克拉列维造船厂 (克罗地亚)	石川岛播磨重工与日本环球造船合并成立了日本造船联合(JMU)	三湖造船、Samho造船	浙江金港船业有限公司
2013	OSX船厂 (巴西)、upper Lakes Group旗下Seaway船厂 (加拿大)	Nevisky船厂 (俄罗斯)、Portsmouth船厂 (英国)	常石造船出售香川县船厂给今治造船	21世纪造船	
2014		Ferguson Shipbuilders (苏格兰)	名村造船 (日本第四大造船厂) 和佐世保重工 (日本第十大) 合并	大韩造船	南通东鑫船舶重工有限公司、南通明德重工
2015		Bergen旗下Skarveland (挪威)		ShinaSB船厂	江苏东方重工有限公司、浙江正和造船有限公司、舟山五洲船舶修造有限公司、江苏舜天船舶股份有限公司、浙江庄吉船业有限公司、温州远东船舶、环球造船 (扬州) 有限公司、STX大连集团
2016	西)、Estaleiro Ilha S.A. (巴西)	Nor yards BMV (挪威)		STX造船	南通太平洋海洋工程有限公司、浙江造船有限公司
2017			IHI旗下爱知造船厂、川崎重工决定关闭香川县的一家船厂		

来源: 网络信息整理, 国金证券研究所

需求端: 全球经济复苏回暖, 贸易结构发生变化, 需求前景看好

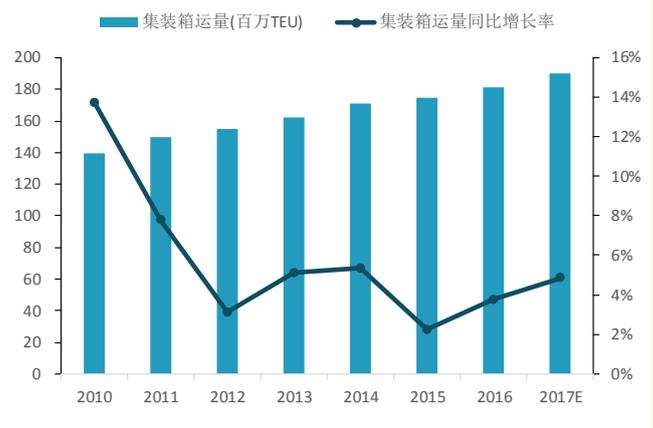
- 08 年金融危机影响仍在, 全球经济在缓慢复苏中。从过往数据来看, 08 年金融危机给全球经济的影响仍然存在, 全球经济仍在艰难复苏中, 经济的增速尚未恢复到 08 年金融危机前的水平。不过, 另一方面来看, 全球经济的复苏正在不断积蓄内能, 消除 08 年金融危机的影响。具体到集装箱运输业来看, 全球集装箱货物运输量增长率仍旧低于 2008 年以前增长率, 但我们认为 2017 年的集装箱运输相较 2016 年有较大的复苏。根据 clarkson 估计, 2017 年集装箱货运量同比增速将达到 5%, 比 2016 年的 3.9% 有显著提升。考虑到外部经济环境整体呈现波折中向好复苏, 以及行业整合不断加深, 行业集中度进一步提高, 我们预期集装箱行业整年将保持复苏势头。

图表 49: 全球集装箱货物运输量及增长率 (百万吨)



来源: clarkson、国金证券研究所

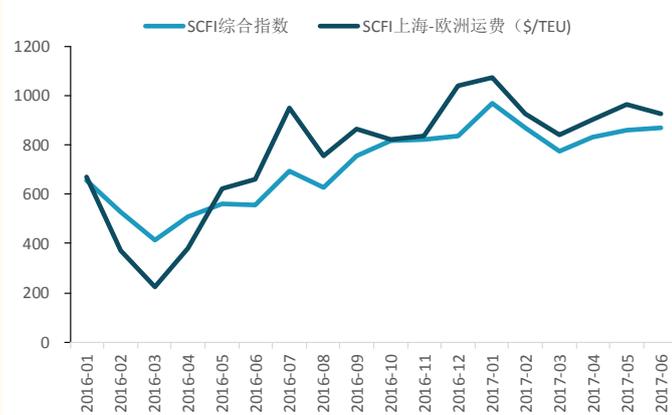
图表 50: 全球集装箱运输量及增长率 (百万 TEU)



来源: clarkson、国金证券研究所

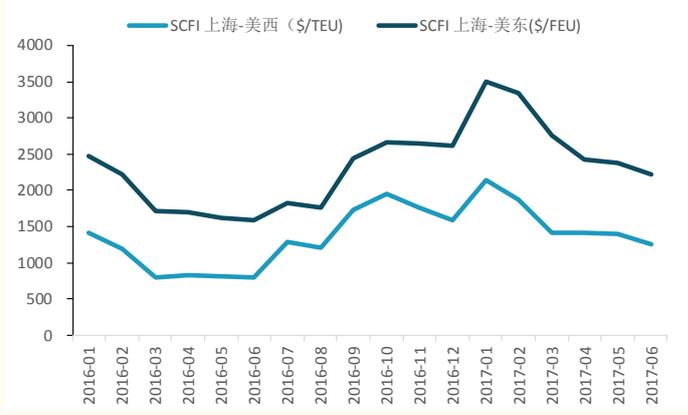
- 短期来看, 运价、运量双提升, 采购经理人指数 (PMI) 上涨, 显示经济前景看好。运价方面, 根据 SCFI 统计, 上海-美国以及上海-欧盟航线的运价较 2016 年同期有明显的上涨, 其中上海-欧盟的上涨势头凶猛, 呈现明显的触底回弹势头。而运量上, 中远海控初步测算, 2017 年上半年货运量较去年同期大幅上涨 34.72%, 涨幅明显, 公司主业呈现量价齐升的情形。此外, 我国与欧盟的制造业 PMI 指数以及我国出口经理人指数都较 2016 年同期有显著的回升。短期势头向好, 我们认为主要受到两个因素的影响: 1) 2016 年上半年海运行业受到重挫, 各项量化指标均出现大幅下滑的趋势, 从而形成基期指数较低; 2) 2017 年的国际贸易势头良好, 为行业复苏提供了一个良好的外部环境; 此外, 行业内的整合初现成效, 无论是行业集中度还是运力控制都取得较好成效, 为运价提升提供较好的业内环境。

图表 51: SCFI 综指及上海-欧洲运费均呈现显著回升



来源: wind、国金证券研究所

图表 52: SCFI 上海-美国运价呈现明显回升



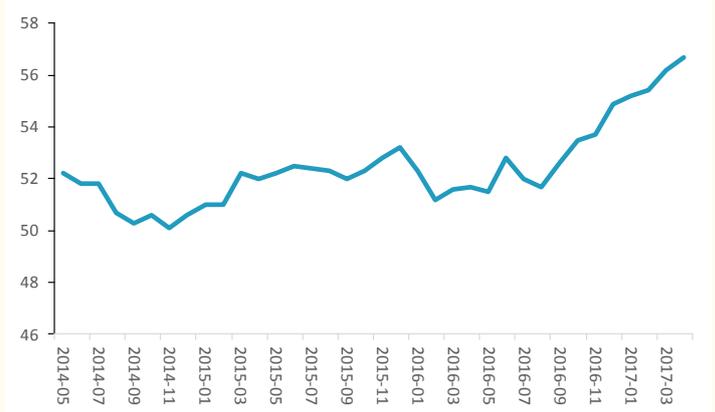
来源: wind、国金证券研究所

图表 53: 中国 PMI 指数触底回升



来源: wind、国金证券研究所

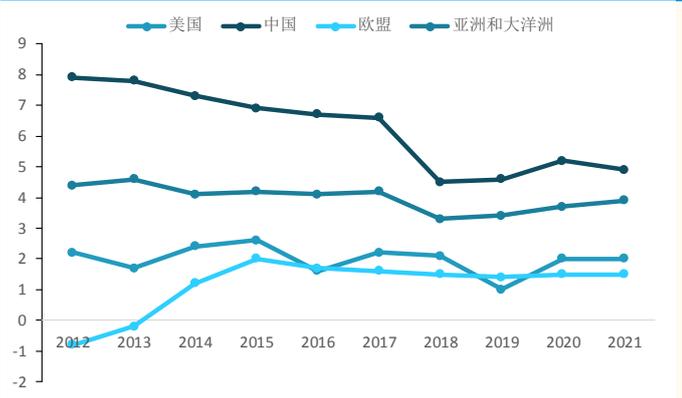
图表 54: 欧元区制造业 PMI 指数上涨显著



来源: wind、国金证券研究所

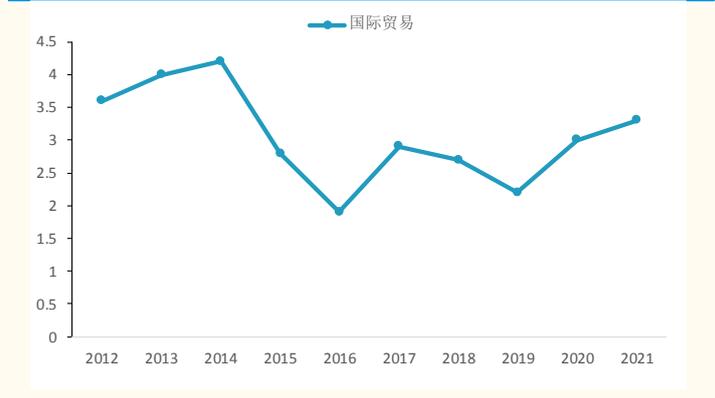
- 长远来看, 主要经济体未来经济趋稳, 国际贸易呈现回升趋势。根据 EIU 的预测, 2018 年后, 世界主要经济体的 GDP 增速将呈现趋稳的态势, 其中亚洲和大洋洲的 GDP 增速实现领跑。此外, 国际贸易未来的增长幅度呈现回升的趋势, EIU 估计 2016 年国际贸易增速为 1.9%, 为近几年最低, 预期从 17 年开始, 国际贸易增速将逐步回暖, 预计 2021 年全球国际贸易同比增速将达到 3.3%, 为海运回暖奠定坚实基础。

图表 55: 世界主要经济体 GDP 同比增速预计 (%)



来源: EIU、国金证券研究所

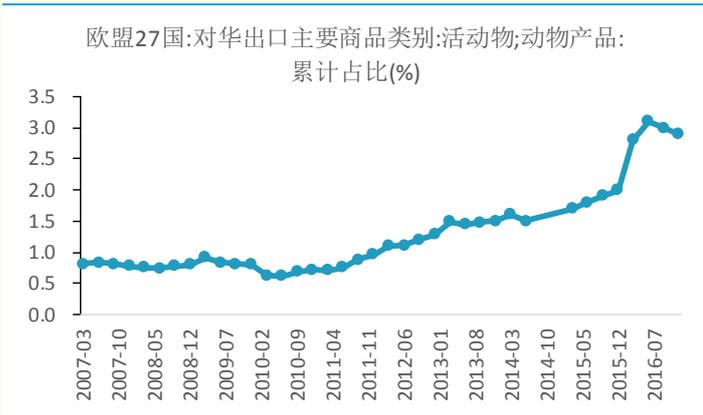
图表 56: 国际贸易同比增速预计 (%)



来源: EIU、国金证券研究所

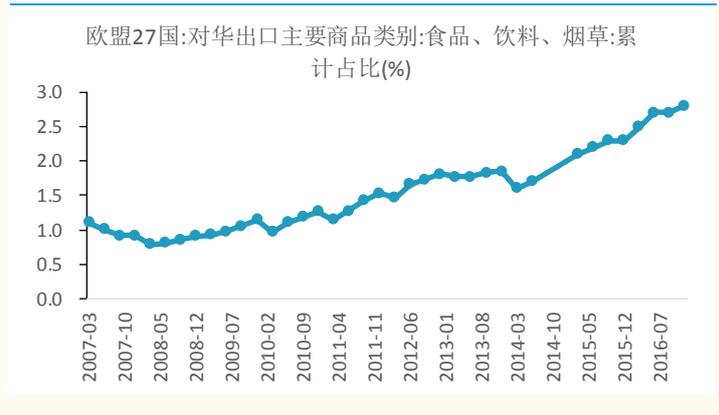
- 长远来看, 贸易结构的转变也将有利于集装箱的国际运输需求上升, 尤其是返程运输。以我国与欧盟的货物贸易为例, 原先存在我国出口到欧盟货物充足, 而返程货物比较稀少的情况。随着我国经济实力的上升和人民生活水平的提升, 我国从欧盟进口的消费品开始增多, 这使得除了三废以外, 返程货物有了新的增长点。2015-2016 年, 欧盟向中国出口金额占比, 食品饮料占比从原来的 3.5% 左右提升至 5-6%, 2015 年欧洲向中国出口食品饮料金额同比增长 43.5%, 由于该类物品单价较低, 所以对贸易量的影响将是大幅度正面影响。虽然双方贸易结构的改变是一个缓慢的过程, 但从长远来看将对集装箱运输带来积极的影响。

图表 57: 欧盟出口中国动物产品占比增加



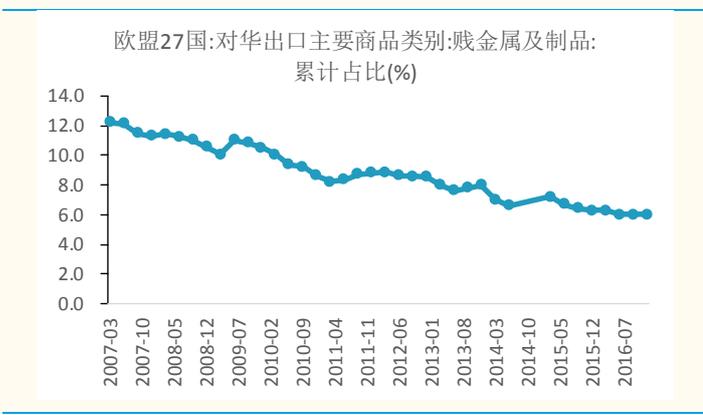
来源: wind、国金证券研究所

图表 58: 欧盟出口中国食品、饮料占比增加



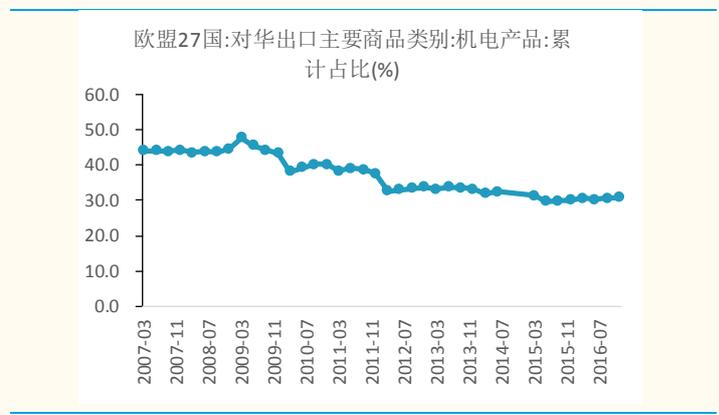
来源: wind、国金证券研究所

图表 59: 欧盟出口中国贱金属及制品占比下降



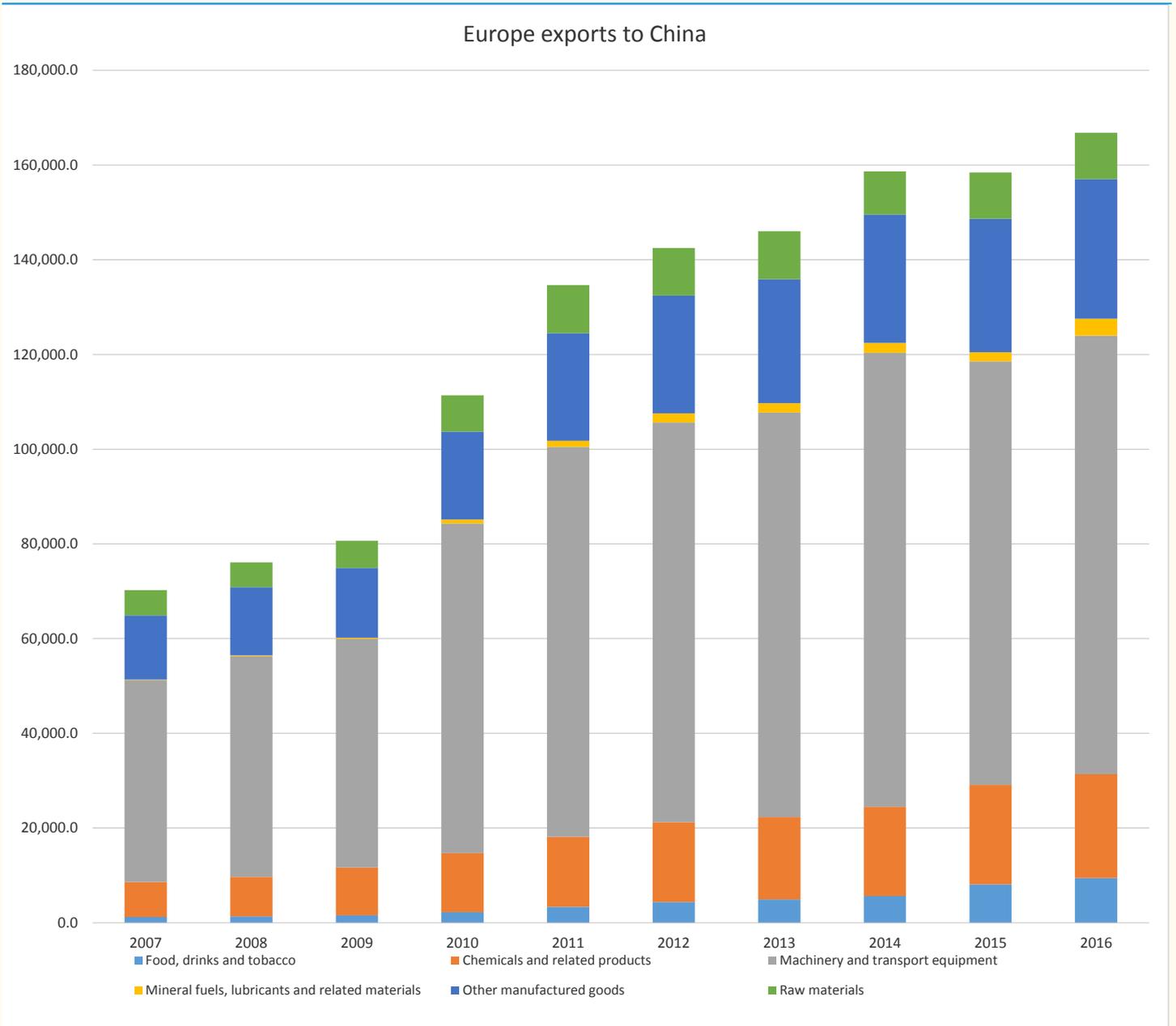
来源: wind、国金证券研究所

图表 60: 欧盟出口中国机电产品占比下降



来源: wind、国金证券研究所

图表 61：欧洲出口中国产品结构

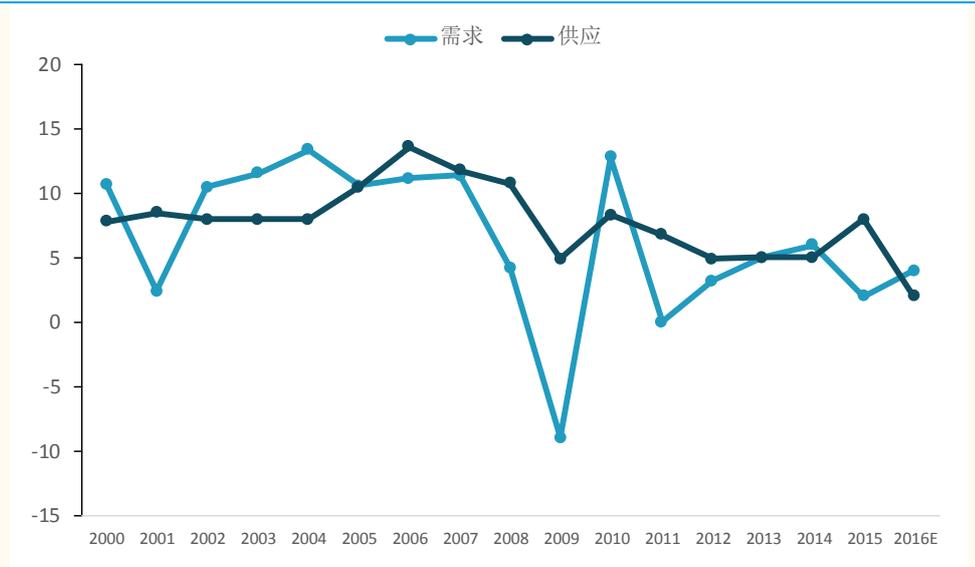


来源：欧盟统计局，国金证券研究所

### 供需结构不断优化，龙头企业更具优势

- **供需改善，市场行情走出低谷。**从整体来看，全球集装箱航运市场的供给增幅呈现下滑态势，需求增速不断好转，市场的整体供给结构不断得到改善。供给端上，短期小船加速拆解，闲置运力保持低位，行业内部整合不断加深，企业间的兼并收购与战略联盟同时进行，低迷环境造成的挤出效应使得供给端运力增幅放缓，行业更加重视成本管控；需求端来看，短期需求出现回暖迹象，部分重要的参考指数呈现触底回升的趋势，PMI 指数的回涨彰显市场对未来前景的看好。长期来看，世界主要经济体逐步走出 08 年金融危机的泥淖，预期未来经济增幅表现平稳，国际贸易增幅回升。供给结构的改善，为整个行业的发展奠定了前提条件与坚实基础。

图表 62：全球集装箱航运供需年增长率 (%)



来源：联合国贸易和发展会议、国金证券研究所

- 行业龙头有望率先复苏，长远表现更加值得期待。短期来看，现阶段正处于回暖期，龙头企业更具有竞争优势。一方面，龙头企业透过兼并扩张，具有规模优势，单位成本更低，市场吸引力更强；龙头规模大，行业回暖，业绩弹性也更大；另外一方面，行业龙头往往有各自的联盟，在联盟策略下形成了竞争壁垒，中小企业难以抗衡。长远来看，行业中实力更强的企业更容易抢占市场份额，同时兼备港口业务的企业能形成协同效应，对市场的话语权更大，长远的发展潜力和愿景都要比中小企业更具有吸引力。

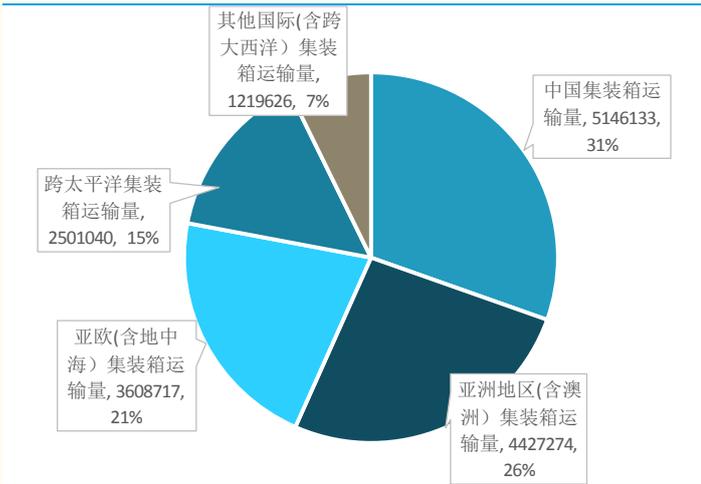
#### 业务面：集运、码头协同发展提升竞争优势

##### 利用联盟优势发展东西干线，战略收购东方海外提升规模优势

- 加入海洋联盟后，与中远集运原联盟 CKYHE 和中海集运的 O3 相比，现在的 Ocean Alliance 加入了 CMA 欧洲公司，在东西航线上拥有比较明显的主导地位，其在亚欧航线上占比 34%、在跨太平洋航线上占比 42% 的运力份额，公司可以挂靠的欧洲港口增多，填补的欧洲板块。

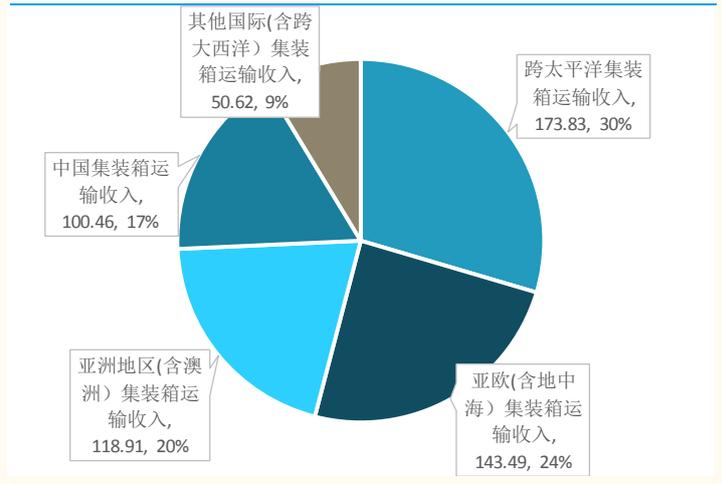
收购东方海外，公司经营规模有明显上升，尤其在太平洋航线及亚洲区域内航线规模会有明显改善。同时东方海外在经营层面上尤其是成本管理相对比较出色，自 2015 年开始，即使集运市场处于低迷状态，货运量不佳，但是公司单箱成本持续处于下滑趋势，并且降幅超过中远海控约 7-8% 的幅度。

图表 63: 公司 2016 年各航线运输量占比 (标准箱, %)



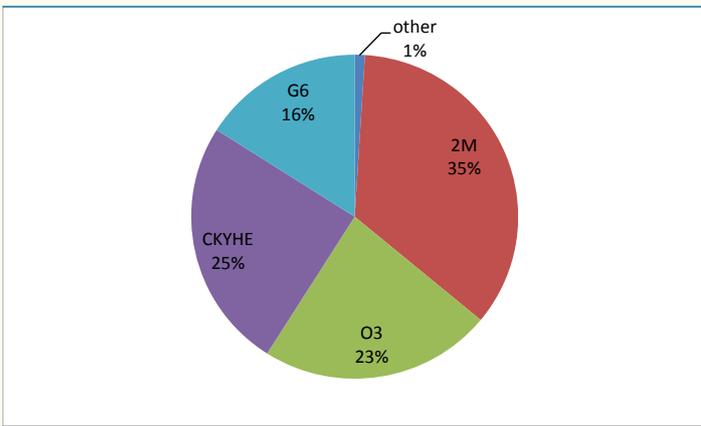
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 64: 公司 2016 年各航线收入占比 (亿元, %)



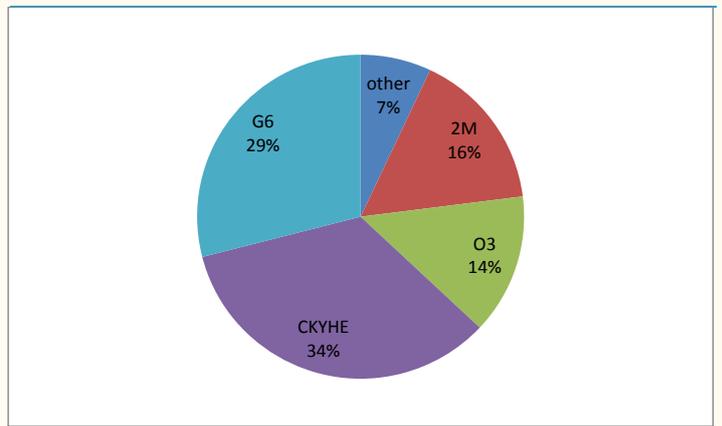
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 65: 原四大联盟在亚欧航线占比



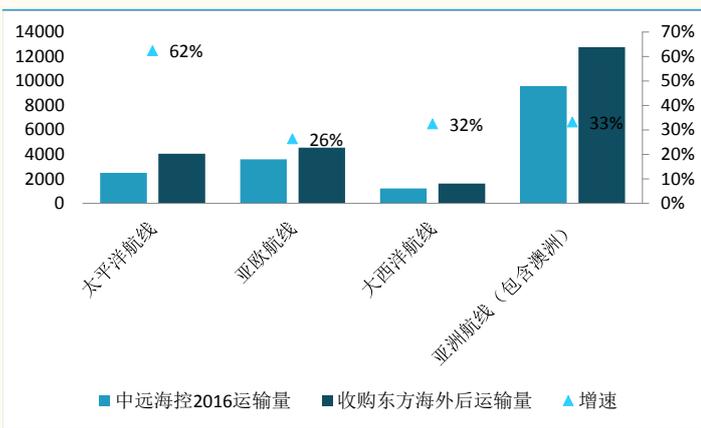
来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 66: 原四大联盟在美西航线占比



来源: Alphaliner, 国金证券研究所

图表 67: 收购东方海外后各航线运输量规模增长



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 68: 东方海外单箱成本



来源: wind, 国金证券研究所

■ **大船策略叠加业务协同优势, 看好公司远洋运输发展趋势。** 全球集装箱海运行业呈现出较高的集中化、标准化的现状, 各家海运企业同质化情况严重。在此背景下, 具有规模优势、成本优势的企业将具有更强的竞争力。一方面, 这是行业特征所决定的, 高度的同质化竞争与明显的行业周期性

波动使得更强成本优势的海运企业具有更强的存活能力，能在周期低谷的“价格战”中更有竞争力；另外一方面，具有港口布局的海运公司具备业务协同优势，港口业务更稳定的盈利能力有利于海运公司提升抗周期的能力，而港口与海运的协同优势则有助于降低海运业务的成本，提升效率。

- 公司加大大船投入，积极扩张码头布局，形成业务协同。得益于巴拿马运河的改建，使得运力更大的货船可以通过。目前，公司已经开始投入 9000TEU 的船舶，未来预计可以投用 1.3 万 TEU 的船舶。大船的投入使用有利于降低跨太平洋航线的运输成本。而亚欧航线未来也预计将会有更多的大运力船舶投入使用。公司 18、19 年将接收 14 艘过万运力的集装箱船，大幅提升公司大船的占有率，降低公司的运输成本。此外，公司正积极进行枢纽码头的布局，形成协同效应，提升公司的综合竞争力。

#### 借力一带一路战略，结合运输主业扩张码头布局

- 积极扩张海外港口，力图实现全球布局。截至 2016 年底，中远海运港口的码头组合遍布中国大陆五大港口群、香港、台湾和海外枢纽港口。公司在全球 30 个港口运营及管理 180 个泊位，其中 158 个集装箱泊位，与公司集装箱运输形成协同效应。根据公司战略规划，公司未来将积极推进全球码头网络布局，重点将关注“一带一路”上的码头项目，建立全球港口战略支点，打造枢纽港口。根据调研所得，公司目前还有多个港口处于洽谈阶段，预期今后将有更多的海外港口纳入囊中。

图表 69：公司海外码头布局情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 70：公司国内码头布局图



来源：公司公告、国金证券研究所

- **港口业绩稳定，有利于提升公司抗周期能力。**抛开港口业务与集装箱运输业务的协同效应来看，港口业务具有更强的业绩稳定性，能有效的提升公司整体的抗周期风险的能力。虽然，港口业务与集装箱运输业务都受到全球经济周期较大的影响，但是相较于公司的集装箱业务而言，港口业务由于区域垄断优势和较低的变动成本，受石油价格波动影响小，因而业绩也更加稳健。
- **海外扩张带来吞吐增长，营收有望同步提升。**从中远海运港口公司 2016 年港口业务变动情况来看，公司 2016 年国内集装箱吞吐基本呈现稳中有增的趋势，而海外码头集装箱吞吐呈现大幅上涨趋势，较去年同比增长 36.8%，海外营收也有实现同步的提升。考虑到公司计划借助“一带一路”战略加速进军沿线国家枢纽港口，未来海外码头的扩张有望成为公司港口业务业绩增长的新引擎。

图表 71：中远海运港口分区域统计情况

区域	类别	泊位数	年处理能力 (标准箱)	占类别码头比重	2016集装箱吞 吐量(标准箱)	集装箱吞吐 同比变化
渤海湾	集装箱码头	43	23,600,000	24.30%	32,612,471	4.50%
	散货码头	2	29,000,000吨	58.10%		
	汽车码头	2	600,000辆	100%		
长江三角洲	集装箱码头	29	14,870,000	15.30%	18,508,168	-3%
	散货码头	14	14,450,000吨	28.95%		
东南沿海及其他	集装箱码头	12	7,100,000	7.30%	4,533,026	9.80%
	散货码头	4	6,500,000吨	13%		
珠江三角洲	集装箱码头	30	27,025,000	27.80%	24,697,218	2.10%
西南沿海	集装箱码头	2	1,200,000	1.20%	1,128,057	23.60%
海外	集装箱码头	42	23,450,000	24.10%	13,582,982	36.80%

来源：公司公告、国金证券研究所

### 半年报扭亏为盈，彰显公司前景

- **主业量价同升，业绩扭亏为盈。**根据公司近期发布 2017 上半年业绩预盈公告，受益于集装箱航运市场回暖以及改组成效的显现，经初步测算公司上半年货运量与去年同比增长 34.72%，实现归属上市公司股东净利润约为 18.5 亿元，盈利能力在去年第四季度基础上持续扩大。
- 其中，公司一季度实现单箱收入 3675 元/TEU，同比增长 11%。此外得益于市场回暖与改革活力的释放，公司主营的集装箱运输业务和港口业务的业务量同时出现显著增长，其中一季度货运量 465.47 万标准箱，同比增长 53.92%；实现航线收入 171.07 亿元，同比增长 70.9%；公司码头业务吞吐量为 2391.42 万标准箱，同比增长 7.47%。得益于两项主业的优异表现，公司本季度实现营业收入 201.01 亿元，同比增长 48.14%，实现扭亏为盈。

图表 72：公司 2017 一季度主要航线集装箱运输量（标准箱）

	2017年1-3月	2016年1-3月	同比增减
跨太平洋	709,387	462,458	53.39%
亚欧	1,036,845	647,843	60.05%
亚洲区内	1,244,698	879,371	41.54%
其他国际	346,385	234,287	47.85%
中国	1,299,428	800,075	62.41%
合计	4,636,743	3,024,034	53.33%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 73：公司 2017 年一季度码头业务吞吐量（标准箱）

	2017年1-3月	2016年1-3月	同比增减
环渤海湾	7,704,633	7,719,245	-0.19%
长江三角洲	4,692,381	4,578,956	2.48%
东南沿海地区及其他	1,065,565	970,147	9.84%
珠江三角洲地区	5,866,606	5,608,477	4.60%
西南沿海地区	275,234	262,570	4.82%
海外地区	4,308,767	3,109,749	38.56%
总计	23,913,186	22,249,144	7.48%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **市场行情回暖叠加改革活力释放，前景值得看好。**随着全球经济复苏的推进以及国际贸易增长的回升，整个海运板块有望迎来发展的新机遇，新一波周期行情有望出现。公司作为集装箱运输的行业龙头，透过 2016 年的自身改革，公司竞争优势明显提升，规模优势叠加业务的协同效应，有望在本轮新行情中率先获得先机，领跑行业。

### 盈利预测

- **集装箱业务：**根据上半年增长趋势，预计全年集装箱运输量增速达到 20%，其中欧线及跨太平洋地区需求增幅较大；单箱收入方面，预计亚欧线同比有 35-40%的增幅，跨太平洋地区增幅 6%。分航线，由于运输量上升，单箱成本均有所下降。
- **码头业务：**控股码头中，大中华地区沿海码头基本都在公司覆盖范围内，预期未来不会有大的新增码头，**吞吐量增长将保持与经济同步的增长水平**；海外控股码头中，目前公司仅有一个比雷埃夫斯码头，2018 年上半年预期将有哈里发码头投入运营，因而海外控股码头的吞吐量预期将在 18 年有较大增长。非控股码头中，公司目前有多个海外码头在谈，位置主要集中在“一带一路”沿线，预期非控股码头的吞吐量将会由于非控股码头增多，带来吞吐量的增多。
- 不考虑收购东方海外，预计公司 2017-19 年归母净利润为 41/47.7/60 亿元。

图表 74：盈利预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E	17同比变化率	18同比变化率	19同比变化率
集装箱业务营收	66,569.03	82,134.13	87,933.52	94,169.84	23.38%	7.06%	7.09%
成本	68,380.44	72,278.04	76,941.83	81,927.76	5.70%	6.45%	6.48%
毛利率	-2.65%	13.64%	14.29%	14.94%			
码头业务营收	3,763.00	3981.96	4277.22	4581.44	5.82%	7.42%	7.11%
成本	2,385.00	2520.23	2707.10	2899.64	5.67%	7.41%	7.11%
毛利率	57.78%	58.00%	58.00%	58.00%			

来源：公司财报，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>64,374</b>	<b>57,490</b>	<b>71,160</b>	<b>86,128</b>	<b>92,235</b>	<b>98,776</b>	货币资金	40,572	33,015	32,512	32,170	37,574	43,326
增长率		-10.7%	23.8%	21.0%	7.1%	7.1%	应收账款	5,296	5,048	7,975	7,951	8,244	9,141
<b>主营业务成本</b>	<b>-59,852</b>	<b>-55,108</b>	<b>-71,866</b>	<b>-74,886</b>	<b>-79,748</b>	<b>-84,872</b>	存货	2,200	1,469	1,565	1,539	1,748	1,860
%销售收入	93.0%	95.9%	101.0%	86.9%	86.5%	85.9%	其他流动资产	2,775	2,319	3,310	3,796	3,642	4,276
<b>毛利</b>	<b>4,522</b>	<b>2,382</b>	<b>-706</b>	<b>11,242</b>	<b>12,487</b>	<b>13,904</b>	流动资产	50,843	41,852	45,362	45,456	51,208	58,603
%销售收入	7.0%	4.1%	n.a	13.1%	13.5%	14.1%	%总资产	34.2%	28.2%	37.9%	37.7%	40.1%	42.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-89</b>	<b>-76</b>	<b>-125</b>	<b>-112</b>	<b>-129</b>	<b>-128</b>	长期投资	15,107	18,899	23,504	23,604	23,804	24,004
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	79,742	84,564	48,420	49,200	50,536	51,602
<b>营业费用</b>	<b>-151</b>	<b>-131</b>	<b>-65</b>	<b>-112</b>	<b>-129</b>	<b>-128</b>	%总资产	53.6%	57.1%	40.5%	40.8%	39.5%	37.8%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	2,387	2,319	2,124	2,085	2,053	2,021
<b>管理费用</b>	<b>-4,132</b>	<b>-4,153</b>	<b>-4,130</b>	<b>-4,737</b>	<b>-5,073</b>	<b>-5,433</b>	非流动资产	97,977	106,342	74,290	75,133	76,630	77,864
%销售收入	6.4%	7.2%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	65.8%	71.8%	62.1%	62.3%	59.9%	57.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>150</b>	<b>-1,979</b>	<b>-5,026</b>	<b>6,281</b>	<b>7,156</b>	<b>8,214</b>	<b>资产总计</b>	<b>148,820</b>	<b>148,193</b>	<b>119,653</b>	<b>120,590</b>	<b>127,838</b>	<b>136,468</b>
%销售收入	0.2%	n.a	n.a	7.3%	7.8%	8.3%	短期借款	19,242	11,675	9,972	7,800	7,780	7,800
<b>财务费用</b>	<b>-2,198</b>	<b>-2,282</b>	<b>-1,816</b>	<b>-1,731</b>	<b>-1,752</b>	<b>-1,718</b>	应付款项	13,163	11,722	21,101	17,903	18,975	20,613
%销售收入	3.4%	4.0%	2.6%	2.0%	1.9%	1.7%	其他流动负债	2,993	2,749	2,427	2,547	2,886	2,932
<b>资产减值损失</b>	<b>-69</b>	<b>6</b>	<b>-110</b>	<b>-54</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	流动负债	35,399	26,147	33,501	28,250	29,641	31,346
<b>公允价值变动收益</b>	<b>14</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	50,227	57,302	29,253	29,253	29,253	29,254
<b>投资收益</b>	<b>2,116</b>	<b>2,071</b>	<b>-977</b>	<b>1,000</b>	<b>1,100</b>	<b>1,500</b>	其他长期负债	20,237	19,807	19,350	20,222	20,213	19,920
%税前利润	417.2%	118.0%	n.a	16.7%	15.9%	17.7%	<b>负债</b>	<b>105,862</b>	<b>103,256</b>	<b>82,104</b>	<b>77,725</b>	<b>79,107</b>	<b>80,520</b>
<b>营业利润</b>	<b>14</b>	<b>-2,178</b>	<b>-7,913</b>	<b>5,495</b>	<b>6,502</b>	<b>7,990</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>24,379</b>	<b>24,653</b>	<b>18,323</b>	<b>22,639</b>	<b>27,406</b>	<b>33,422</b>
营业利润率	0.0%	n.a	n.a	6.4%	7.0%	8.1%	少数股东权益	18,579	20,284	19,226	20,226	21,326	22,526
<b>营业外收支</b>	<b>493</b>	<b>3,934</b>	<b>-676</b>	<b>500</b>	<b>400</b>	<b>500</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>148,820</b>	<b>148,193</b>	<b>119,653</b>	<b>120,590</b>	<b>127,838</b>	<b>136,468</b>
<b>税前利润</b>	<b>507</b>	<b>1,756</b>	<b>-8,588</b>	<b>5,995</b>	<b>6,902</b>	<b>8,490</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	0.8%	3.1%	n.a	7.0%	7.5%	8.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>1,044</b>	<b>36</b>	<b>-513</b>	<b>-899</b>	<b>-1,035</b>	<b>-1,273</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	-205.7%	-2.0%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.035	0.028	-0.970	0.401	0.467	0.589
<b>净利润</b>	<b>1,551</b>	<b>1,792</b>	<b>-9,101</b>	<b>5,096</b>	<b>5,867</b>	<b>7,216</b>	每股净资产	2.386	2.413	1.794	2.216	2.683	3.271
少数股东损益	1,188	1,508	805	1,000	1,100	1,200	每股经营现金净流	0.577	0.652	0.147	0.634	1.045	1.024
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>363</b>	<b>283</b>	<b>-9,906</b>	<b>4,096</b>	<b>4,767</b>	<b>6,016</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	0.6%	0.5%	n.a	4.8%	5.2%	6.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	1.49%	1.15%	-54.06%	18.09%	17.39%	18.00%
							总资产收益率	0.24%	0.19%	-8.28%	3.40%	3.73%	4.41%
							投入资本收益率	0.35%	-1.53%	-5.60%	5.43%	5.84%	6.27%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	3.94%	-10.69%	23.78%	21.03%	7.09%	7.09%
							EBIT增长率	N/A	-1418.91%	153.99%	-224.97%	13.93%	14.80%
							净利润增长率	53.96%	-21.83%	3595.52%	N/A	16.38%	26.22%
							总资产增长率	-8.09%	-0.42%	-19.26%	0.78%	6.01%	6.75%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	22.5	22.6	24.2	23.0	22.0	23.0
							存货周转天数	14.8	12.2	7.7	7.5	8.0	8.0
							应付账款周转天数	63.5	61.5	64.6	65.0	63.0	65.0
							固定资产周转天数	429.9	505.2	223.5	188.0	179.7	170.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	106.19%	118.39%	65.42%	53.04%	35.52%	20.70%
							EBIT利息保障倍数	0.1	-0.9	-2.8	3.6	4.1	4.8
							资产负债率	71.13%	69.68%	68.62%	64.45%	61.88%	59.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	11	11	11	13
增持	1	9	9	10	14
中性	0	3	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.33</b>	<b>1.65</b>	<b>1.65</b>	<b>1.67</b>	<b>1.71</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD