

从马士基中报看中远海控估值空间

——中远海控（601919）事件点评

2017年08月17日

强烈推荐/维持

中远海控 事件点评

事件：

马士基公布了 Q2 的年报，马士基航运板块获得利润 3.39 亿美元，去年同期亏损 2.64 亿美元。

主要观点：

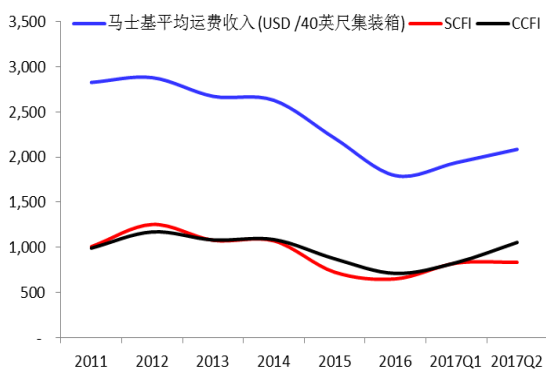
马士基航运 Q2 盈利符合我们集运复苏的判断。

SCFI 指数与 CCFI 指数与马士基披露数据的比较

SCFI 指数与 CCFI 指数的主要区别在于 CCFI 指数包含了长协价，而 SCFI 指数仅仅只有即期运价。由于美线长协价在 40%-50%，SCFI 指数波动虽然较大较为敏感，但对集运公司盈利能力的参考意义弱于 CCFI。通过下图 SCFI, CCFI 与马士基单箱收入走势图也能发现，马士基运费收入的与 CCFI 关联性更大。

然而 CCFI 与 SCFI 仅反映了从中国出口的集装箱运价，不能反映中国进口集装箱的运价以及环大西洋等出发港和目的港均不包含中国的航线的运价，指数与班轮公司实际收入并不能完全吻合。

图 1: CCFI 指数与马士基单箱收入相关性高于 SCFI



资料来源：马士基 2017 年中报，Wind 东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：闫海

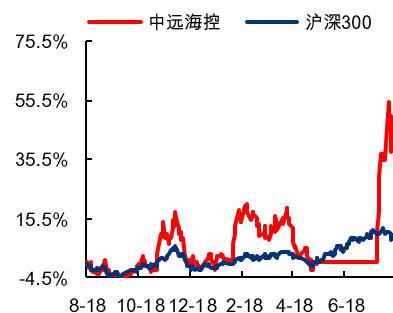
010-66554019

yanghai@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	7.44-5.33
总市值 (亿元)	760.09
流通市值 (亿元)	568.09
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	0.48

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

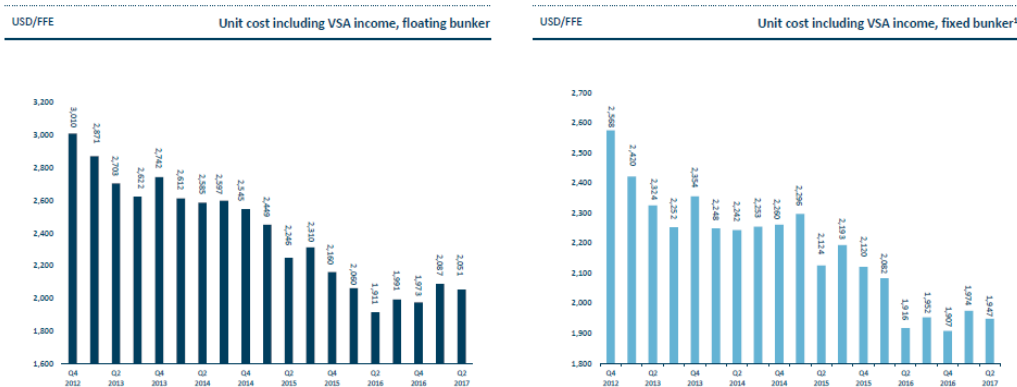
相关研究报告

1、《中远海控（601919）：收购东方海外晋升行业第一梯队》2017-07-10

成本端：租入运力费用上涨，带动单箱成本上涨。

马士基二季度单箱成本环比下降 1.72%，同比上涨 7.3%，燃油成本环比下降 2.2%，同比上涨 61%。如果将燃油成本固定在 200 美金/吨，马士基单箱成本二季度环比下降 1.4%，同比上涨 1.6%。成本成本上涨的主要原因在于市场复苏，租入运力成本上升。马士基租入运力占 51%，中远海控租入运力占 72%。由于海控租入运力主要是以固定租金长租的方式从中远海发中租赁，集装箱船租金上涨对中远海控成本上涨有限。

图 2：马士基单项成本变动情况（左图为实际情况，右图为燃油成本固定在 200 美金/吨的情况下）



资料来源：马士基 2017 年中报，Wind 东兴证券研究所东兴证券研究所

可比公司分析：马士基单位运力对应的市值是海控的 1.5 倍

由于中远海控租入运力远低于行业平均，账面资产不代表实际盈利资产，在周期上行企业开始盈利阶段参考意义不大。我们采用了公司市值/总控制运力，和企业价值（EV）/总控制运力的方式对主要上市的集运公司进行了对比。由于排名领先的公司的盈利能力以及单项成本要高于排名往后的公司，因此市场给排名靠前的班轮公司单位控制运力的估值要高于行业平均。

表 1：从单位运力对应的市值和企业家只看，中远距离马士基空间还很大

	市值（百万 USD）	总运力（百万 TEU）	总运力+订单（百万 TEU）	EV（百万 USD）	EV/运力	市值/运力	EV/运力+船舶订单	市值/运力+船舶订单	PB	自有船比例
马士基航运物流	33,054	3.4	3.8	47,739	13,978	9,678	12,686	8,784	1.3	49%
中远海控 (A)	11,277	1.7	2.3	18,768	10,797	6,487	8,254	4,959	4.0	28%
中远海控 (H)	7,457	1.7	2.3	14,949	8,600	4,290	6,574	3,280	2.4	28%
赫伯罗特	7,050	1.5	1.5	13,743	9,045	4,640	8,870	4,550	1.1	66%
长荣海运	2,239	1.0	1.3	5,416	5,220	2,158	4,105	1,697	1.4	47%
阳明海运	811	0.6	0.7	4,256	7,304	1,392	6,520	1,243	1.5	36%

资料来源：公司年报，Clarksons, Alphaliner, 东兴证券研究所

与马士基比较，马士基单位运力对应的企业价值和市值要高于中远海控 A 股 30%，50%，高于港股 63%，126%。我们认为中远海控当前的运力排名与中国这一全球第一进出口大国的位置并不匹配，中长期看，随着中远海控市场份额的进一步扩大，单位运力的盈利能力有望向马士基追赶，当前股价上涨空间巨大。

与赫伯罗特比较，该公司的运力规模略低于中远海控，但单位运力对应的市值却比中远海控港股高接近 8%。另一方面，赫伯罗特的新船订单规模远低于中远海控，如果我们将新船订单考虑进去，赫伯罗特单位运力的市值高于中远海控港股接近 38%。单位运力对应的企业价值高于中远海控 A 股接近 7.4%。由此可见，中远海控虽然 A/H 溢价较高，但与体量略小于中远海控的赫伯罗特比较，仍然并不算贵。

结论

马士基航运 Q2 盈利进一步印证了我们对于集运大周期复苏的判断，中远海控当前的市场份额与中国世界第一贸易大国的地位并不匹配，未来中远海控市场份额有望进一步提升。当前马士基单位运力对应的市值比中远海控 A 股高 30%，港股高 50%，在集运大复苏的背景下，中远海控在享受集运行业整体估值中枢上升的大背景下，单位运力对应的市值有望向马士基追赶，股价空间巨大，继续推荐。

受集运旺季提价成功叠加集运公司装载率显著上升影响，我们上调公司盈利预测，预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.41, 0.56, 0.69 对应 PE18X, 13X, 11X, 维持“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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合	41852	45362	64469	70800	73223	营业收入	57490	71160	89575	97833	100206				
货币资金	33015	32512	51058	55765	57117	营业成本	55108	71866	79600	83550	84595				
应收账款	3501	5932	4908	5361	5491	营业税金及附	76	125	157	172	176				
其他应收款	1419	1790	2253	2461	2520	营业费用	131	65	82	90	97				
预付款项	1092	2469	3265	4100	4946	管理费用	4153	4130	5375	5870	6012				
存货	1469	1565	2181	2289	2318	财务费用	2282	1816	1552	1507	1354				
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				
非流动资产	106342	74290	35121	33619	32254	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	2000.00	0.00	0.00				
固定资产	79573.10	43573.51	6332.49	5871.15	6335.77	营业利润	-2178	-7913	4804	6640	7967				
无形资产	2313	2102	2021	1943	1868	营业外收入	4382.61	605.77	895.00	0.00	0.00				
其他非流动	431	157	0	0	0	营业外支出	448.46	1281.66	629.83	0.00	0.00				
资产总计	148193	119653	99590	104419	105477	利润总额	1756	-8588	5069	6640	7967				
流动负债合	26147	33501	32741	32586	27173	所得税	-36	513	51	66	80				
短期借款	2868	3247	7469	6810	1337	净利润	1792	-9101	5019	6573	7888				
应付账款	8668	16772	11995	12590	12747	少数股东损益	1508	805	805	805	805				
预收款项	409	257	167	69	-31	归属母公司净	283	-9906	4214	5769	7083				
一年内到期	8808	6725	6725	6725	6725	EBITDA	4298	-3398	8762	10648	11893				
非流动负债	77109	48603	47203	46768	46768	BPS (元)	0.03	-0.97	0.41	0.56	0.69				
长期借款	57302	29253	29253	29253	29253	主要财务比									
应付债券	17241	17852	17509	17509	17509	率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合计	103256	82104	79945	79354	73941	成长能力									
少数股东权	20284	19226	20030	20835	21640	营业收入增长	-10.69%	23.78%	25.88%	9.22%	2.43%				
实收资本	10216	10216	10216	10216	10216	营业利润增长	-15339.71%	263.24%	-160.72%	38.20%	19.99%				
资本公积	27902	27503	27503	27503	27503	归属于母公司	-142.54%	36.89%	-142.54%	36.89%	22.78%				
未分配利润	-9461	-19253	-16935	-13762	-9867	获利能力									
归属母公司	24653	18323	22689	27304	32970	毛利率(%)	4.14%	-0.99%	11.14%	14.60%	15.58%				
负债和所有	148193	119653	122664	127494	128551	净利率(%)	3.12%	-12.79%	5.60%	6.72%	7.87%				
现金流						总资产净利润	0.19%	-8.28%	4.23%	5.52%	6.72%				
						ROE(%)	1.15%	-54.06%	18.57%	21.13%	21.48%				
经营活动现	6664	1520	879	9490	10831	偿债能力									
净利润	1792	-9101	5019	6573	7888	资产负债率(%)	70%	69%	65%	62%					
折旧摊销	4193.82	2699.48	2406.20	2501.13	2572.14	流动比率	1.60	1.35	1.97	2.17	2.69				
财务费用	2282	1816	1552	1507	1354	速动比率	1.54	1.31	1.90	2.10	2.61				
应收账款减	0	0	1024	-452	-130	营运能力									
预收帐款增	0	0	-90	-98	-100	总资产周转率	0.39	0.53	0.74	0.78	0.78				
投资活动现	-6949	4986	15418	-1028	-1236	应收账款周转	16	15	17	19	18				
公允价值变	6	15	0	0	0	应付账款周转	6.19	5.59	6.23	7.96	7.91				
长期股权投	0	0	128	0	0	每股指标(元)									
投资收益	2071	-977	2000	0	0	每股收益(最新)	0.03	-0.97	0.41	0.56	0.69				
筹资活动现	-7458	-9498	2249	-3755	-8243	每股净现金流	-0.76	-0.29	1.82	0.46	0.13				
应付债券增	0	0	-343	0	0	每股净资产(最	2.41	1.79	2.22	2.67	3.23				
长期借款增	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	248.00	-7.67	18.04	13.18	10.73				
资本公积增	16	-400	0	0	0	P/B	3.08	4.15	3.35	2.78	2.31				
现金净增加	-7744	-2992	18546	4707	1353	EV/EBITDA	30.06	-29.60	7.61	7.56	6.20				

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。央视财经频道嘉宾。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。