

合同价生效叠加回程货量价齐升，多点开花支撑盈利

——中远海控（601919）2017年中报点评

2017年08月31日

强烈推荐/维持

中远海控

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
闫海	联系人	
	yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019

事件：

中远海控发布2017年中报，公司营业收入434.7亿，同比增加39%，归属上市公司净利润18.63亿，对应EPS0.18，去年同期亏损71.68亿，归属上市公司扣非净利润为7.5亿，去年同期为负48.2亿。归母非经常性损益为11.13亿，主要为上海中海码头发展有限公司通过出售青岛前湾集装箱码头有限责任公司20%股权并追加现金的方式，增持青岛港国际股份有限公司16.82%的股份产生的投资收益。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	15337.37	13568.62	17584.36	18721.51	21285.69	20101.45	23367.21
增长率（%）	-9.50%	-25.34%	12.42%	17.88%	38.78%	48.15%	32.89%
毛利率（%）	8.48%	-1.41%	-7.89%	-3.76%	7.41%	7.69%	9.88%
期间费用率（%）	14.13%	12.57%	7.02%	7.14%	8.15%	6.72%	6.86%
营业利润率（%）	0.89%	-29.71%	-12.54%	-9.36%	0.36%	2.11%	14.00%
净利润（百万元）	741.59	-4340.81	-2403.68	-1852.04	-504.70	479.31	2922.05
增长率（%）	-40.82%	544.51%	-170.45%	45.67%	-168.06%	-111.04%	-221.57%
每股盈利（季度，元）	0.01	-0.44	-0.27	-0.20	-0.07	0.03	0.16
资产负债率（%）	66.87%	64.21%	66.72%	69.07%	68.62%	68.04%	66.52%
净资产收益率（%）	1.39%	-10.47%	-6.13%	-4.96%	-1.34%	1.24%	7.02%
总资产收益率（%）	0.46%	-3.75%	-2.04%	-1.53%	-0.42%	0.40%	2.35%

观点：

- 公司中报与7月7日业绩预告基本一致，符合市场预期。
- **SCFI解释不了的二季度利润激增：美西线合同价生效，回程重箱量价齐升。** SCFI仅能反映中国出口的即期运费，不代表集运公司整体盈利水平。市场过于依赖SCFI指数判断集运盈利水平，是造成7月7日公司盈利预告远超市场预期的主要原因。SCFI美西线相比一季度下降24%，美东线下降26%，欧线地中海线基本持平，二季度公司扣非归母净利润为6.6亿，远高于一季度0.9亿的利润。背后的主要原因在于：
 - (1) 美西线合同价生效，合同价占总量的50%左右，5月1日美线新合同价生效后，合同价单箱收入增加

约300美元, 美线综合盈利水平大幅提升。

(2) 回程重箱量价齐升, 在全球贸易再平衡, 中国消费升级带动下, 中国从欧美进口的比例呈上升态势。2017年上半年回程货量价激增。SCFI仅反映出口运价, 不能反映回程运价的变化。中国进口集装箱运价指数CICFI二季度相比一季度上涨26%, 欧线回程运价上涨43.6%。欧线美线回程货与去程货的比例约为1:2, 回程货过去以空箱为主, 回程重箱的增加对业绩提升有显著提升作用。

- **内贸价格战影响下泛亚仍然盈利, 下半年运价回暖盈利能力有望继续提升。** 中远海运集运上半年实现净利润 10.11 亿元, 实现归属于母公司所有者的净利润 9.68 亿元。根据公司披露数据估算, 负责内贸集装箱运输的泛亚上半年贡献利润约2.39亿, 其中归母净利润约1.96亿。上半年受集运价格战影响, 内贸集装箱运价高点下挫约30%, 但泛亚仍能保持不错盈利。7月份起内贸价格战基本结束, 运价逐步反弹, 下半年内贸运价回升趋势有望持续, 泛亚盈利能力有望大幅提高。
- **新船订单军备竞赛概率降低, 新船订单方面在行业老三达飞订造万箱集装箱船的意向书签订以来, 行业老二MSC也透露出订造万箱船的意愿。** 我们认为该批订单反映出集运公司对未来前景看好, 但再次开启万箱船军备竞赛概率较低。马士基已明确表示2018年以追求盈利为主, 不再追求市场份额的扩张。中远海控新船订单占比较高, 再次签单概率较低。赫伯罗特也表示没有新造船计划。另一方面, 上述订单仅处于意向书阶段, 距离真正签约还有一段时间, 该批船预计交付也在2019年以后, 不会阻碍近两年集运复苏。
- **码头盈利稳健。** 2017 年上半年码头及相关业务收入 19.20 亿元, 同比增加 1.01 亿元, 增幅 5.56%。2017 年上半年控股集装箱码头吞吐量 804.65 万标准箱, 同比增加 16.61 万标准箱, 增幅 2.11%; 控股散杂货码头吞吐量 873.17 吨, 同比增加 177.68 吨, 增幅 25.55%。2017 年上半年码头及相关业务成本 12.20 亿元, 同比增加 1.23 亿元, 增幅 11.20%。
- **集运业务整体健康向上。** 2017 年上半年全球集装箱运输量约 9,930 万标准箱, 同比 2016 年同期增长 3.7%, 增幅提升 2 个百分点。中远海运集运实现量价齐升, 完成货运量999.8万标准箱, 同比增长34.9%; 平均单箱收入为3,691元人民币, 同比上升16.3%, 其中国际航线平均单箱收入达到 4,574 元人民币, 同比上升 19.7%。
- **重组规模效应凸显, 单箱成本显著下降**2017年上半年集装箱航运及相关业务成本386.73亿元, 同比增加 84.68亿元, 增幅28.03%。随着重组后规模效益、协同效益逐步体现, 单箱航运成本同比下降 2.47%。

结论:

盈利预测与建议: 公司中报与业绩预告基本一致, 我们维持集运复苏的判断, 近期在新船订单方面有部分公司重启了造船计划, 但我们认为该批订单反映出集运公司对未来前景看好, 但再次开启万箱船军备竞赛概率较低。上述订单仅处于意向书阶段, 距离真正签约还有一段时间, 及时签订, 该批船预计交付也在 2019 年以后, 不会阻碍近两年的集运复苏。我们预计公司 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:

全球经济增速低于预期, 造船效率提升影响运力增速

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	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	营业税金及附加	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
其他流动资产	251	584	584	584	584	资产减值损失	-5.54	109.67	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	106342	74290	35121	33619	32254	公允价值变动收益	6.11	15.21	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15388	20431	20431	20431	20431	投资净收益	2071.12	-976.6	2000.00	0.00	0.00
固定资产	79573.1	43573.5	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
其他非流动资产	431	157	0	0	0	营业外支出	448.46	1281.6	629.83	0.00	0.00
资产总计	148193	119653	99590	104419	105477	利润总额	1756	-8588	5069	6640	7967
流动负债合计	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	归属母公司净利润	283	-9906	4214	5769	7083
一年内到期的非流	8808	6725	6725	6725	6725	EBITDA	4298	-3398	8762	10648	11893
非流动负债合计	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	主要财务比率					
应付债券	17241	17852	17509	17509	17509		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	103256	82104	79945	79354	73941	成长能力					
少数股东权益	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(或股本)	10216	10216	10216	10216	10216	营业利润增长	-15339.	263.24	-160.72	38.20%	19.99%
资本公积	27902	27503	27503	27503	27503	归属于母公司净利润	-142.54	36.89%	-142.54	36.89%	22.78%
未分配利润	-9461	-19253	-16935	-13762	-9867	获利能力					
归属母公司股东权	24653	18323	22689	27304	32970	毛利率(%)	4.14%	-0.99%	11.14%	14.60%	15.58%
负债和所有者权	148193	119653	122664	127494	128551	净利率(%)	3.12%	-12.79	5.60%	6.72%	7.87%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.19%	-8.28%	4.23%	5.52%	6.72%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	1.15%	-54.06	18.57%	21.13%	21.48%
经营活动现金流	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
应收账款减少	0	0	1024	-452	-130	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-90	-98	-100	总资产周转率	0.39	0.53	0.74	0.78	0.78
投资活动现金流	-6949	4986	15418	-1028	-1236	应收账款周转率	16	15	17	19	18
公允价值变动收益	6	15	0	0	0	应付账款周转率	6.19	5.59	6.23	7.96	7.91
长期股权投资减少	0	0	128	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2071	-977	2000	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.97	0.41	0.56	0.69
筹资活动现金流	-7458	-9498	2249	-3755	-8243	每股净现金流(最新)	-0.76	-0.29	1.82	0.46	0.13
应付债券增加	0	0	-343	0	0	每股净资产(最新摊)	2.41	1.79	2.22	2.67	3.23
长期借款增加	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
资本公积增加	16	-400	0	0	0	P/B	3.08	4.15	3.35	2.78	2.31
现金净增加额	-7744	-2992	18546	4707	1353	EV/EBITDA	30.06	-29.60	7.61	7.56	6.20

资料来源: 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。