

中远海控 (601919)

证券研究报告

2017年08月31日

3Q 盈利环比改善，运价博弈特征显著

事件

中远海控 1H17 完成收入 435 亿，同比增长 39.53%，归属上市公司净利润 18.6 亿元，较去年同期 72 亿元的亏损大幅改善，扣非后净利 7.5 亿元，而去年扣非亏损额为 48 亿，符合市场预期。

1H17 盈利改善源于需求回暖和运力控制

需求回暖：2017 年上半年全球集装箱运输量约 9,930 万箱，同比增长 3.7%，Alphaliner 数据则表明远东出口至欧洲航线（欧线）货量约为 796 万标箱，同比增长 5.2%，增速较 16 年同期增长 1.5 个百分点；远东出口至北美（美线）货量约为 578 万标箱，同比增长 5.3%，较 1H16 提升 1.2 个百分点。

运力控制：17 年的低运力增速并不能掩盖 2010 年之后大量新船交付带来的存量运力过剩，船公司当前依旧在努力控制运力的投放，截止至 2017 年 7 月 1 日，远东-欧洲的周舱位为 39.4 万标箱，同比反而下降了 1.2%，远东-北美的仓位是 43 万标箱，同比缩减了 4.2%。

公司盈利同步于市场回暖：上半年 SCFI 综合指数均值为 856 点，同比改善 60%，公司完成货运量 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%，集运毛利 7.54%，同比改善 15 个百分点；此外，上半年公司通过出售青岛集装箱码头产生 11.13 亿的非经常性收益，最终实现净利润 18.6 亿元，较去年同期大幅改善。

2H17 和 18 年展望：维持博弈市场

预计 17-18 年运力交付增速约为 4.3%和 4.1%，18 年需求在今年高基数的影响下适度放缓至 4.7%，供需整体维持平衡；行业更多体现在欧美干线需求和超大型船舶交付之间的矛盾，市场的维护依旧有赖于船公司对于供给的控制，盈利持续改善的难度依然较大；而当前 3 季度旺季行业维持运价的意愿强烈，预计对于船公司最关键的欧美线更多是在当前价格水平下维持震荡，部分航线譬如中东、南美、非洲线面临的冲击可能会更大，由于货量的支撑 3 季度整体盈利将会达到全年高点，10 月份之后市场整体运价大概率会回落。

投资建议

预计 2017-2019 年公司净利润分别 41 亿、12 亿和 20 亿，股价波动性主要来自 A 股钢铁、有色、煤炭等行业盈利改善驱动的强周期板块投资情绪和集运旺季涨价的共振，维持“增持”评级，目标价 8.5 元。

风险提示：部分船公司抢夺份额导致价格回落、宏观经济及贸易需求低于预期、油价大幅攀升

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,489.92	71,160.18	100,478.18	107,290.60	115,358.85
增长率(%)	(10.69)	23.78	41.20	6.78	7.52
EBITDA(百万元)	4,294.41	(3,386.88)	11,099.02	6,784.69	7,794.36
净利润(百万元)	283.39	(9,906.00)	4,104.62	1,199.07	2,010.81
增长率(%)	(21.83)	(3,595.52)	(141.44)	(70.79)	67.70
EPS(元/股)	0.03	(0.97)	0.40	0.12	0.20
市盈率(P/E)	282.99	(8.10)	19.54	66.88	39.88
市净率(P/B)	3.25	4.38	3.42	3.26	3.01
市销率(P/S)	1.39	1.13	0.80	0.75	0.70
EV/EBITDA	37.46	(27.72)	10.69	17.16	14.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	7.85 元
目标价格	8.5 元
上次目标价	6.16 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,635.67
流通 A 股股本(百万股)	7,635.67
A 股总市值(百万元)	59,940.04
流通 A 股市值(百万元)	59,940.04
每股净资产(元)	1.99
资产负债率(%)	66.52
一年内最高/最低(元)	8.52/5.01

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中远海控-公司深度研究:如何看待中远海控收购东方海外及内贸混改》
2017-07-10

1. 事件

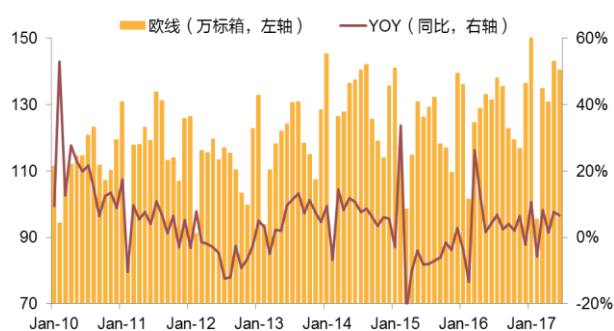
中远海控 1H17 完成收入 435 亿，同比增长 39.53%，归属上市公司净利润 18.6 亿元，较去年同期 72 亿元的亏损大幅改善，扣非后净利 7.5 亿元，而去年扣非亏损额为 48 亿，符合市场预期。

2. 盈利改善源于需求回暖和运力控制

公司上半年业绩改善主要源于集运板块市场环境的改善以及资产处置带来的一次性收益。

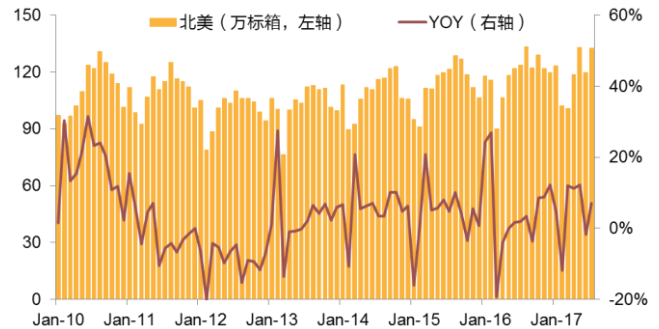
- 1、**全球特别是欧美干线需求回暖**：上半年全球集运市场特别是大型班轮公司依赖的欧美市场复苏较为明显，根据海运资讯机构德鲁里的统计，2017 年上半年全球集装箱运输量约 9,930 万箱，同比增长 3.7%，Alphaliner 数据则表明远东出口至欧洲航线（欧线）货量约为 796 万标箱，同比增长 5.2%，增速较 16 年同期增长 1.5 个百分点；远东出口至北美（美线）货量约为 578 万标箱，同比增长 5.3%，较 1H16 提升 1.2 个百分点。

图 1：2010.1-2017.6 欧线西行月度箱量和增速



资料来源：天风证券研究所、Alphaliner

图 2：2010.1-2017.6 北美东行月度箱量和增速



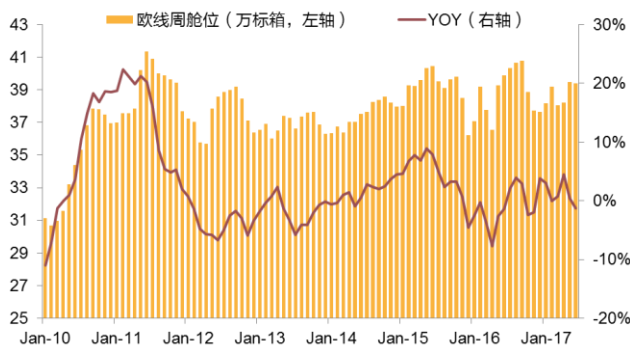
资料来源：天风证券研究所、Alphaliner

- 2、**行业整合后集中度提升，班轮公司努力控制供给**：截止至 2017 年 7 月 1 日全球集装箱船舶为 5125 艘，运力合计 2056 万标箱，较去年 7 月 1 日的 2010 万标箱增长 2.2%，较 2016 年底增长 1.4%，运力增速的下降主要源于旧船拆解量的大幅提升，但我们依旧认为行业依旧处于供大于求的状态，17 年的低运力增速并不能掩盖 2010 年之后大量新船交付带来的存量运力过剩，船公司当前依旧在努力控制运力的投放，我们以欧美线运力投放来说：截止 17 年 7 月 1 日，10000TEU 以上的 ULCS(Ultua Large Container Ship)船型（主要用于欧美线）保有量约为 565 万标箱，较去年同时点增长 30%，较去年年底增长 8%，若这些运力充分投放至欧美航线，那么欧美线的运力供给将会暴增，但实际情况是截止至 2017 年 7 月 1 日，远东-欧洲的周舱位为 39.4 万标箱，同比反而下降了 1.2%，远东-北美的舱位是 43 万标箱，同比缩减了 4.2%。船公司为什么能够在 ULCS 连续交付的情况下做到舱位缩减的呢？原因在于：

- 1) 龙头船公司过去两年没赚钱，同时新船订单需要持续的现金支出，需要维护市场价格来获得盈利，这需要控制舱位；
- 2) 行业经历整合，龙头船公司的市场份额和话语权进一步增强。
- 3) 韩进破产之后对于大客户造成很大损失，17 年龙头船公司凭借雄厚的背景和商誉获得对于大客户更多议价权。
- 4) 南美、红海中东、非洲线的需求改善吸收了部分 ULCS(主要是 10000-15000TEU，

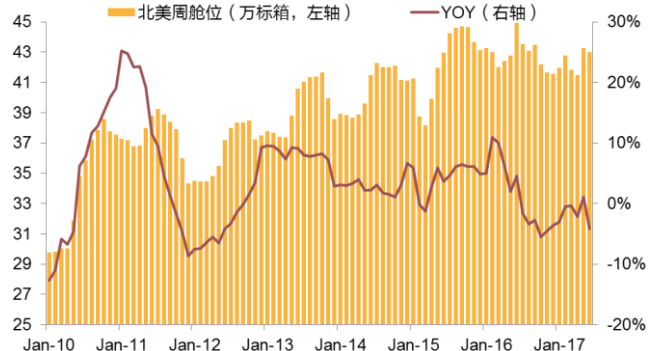
无法吸收 15000TEU+船型)。

图 3：2010.1-2017.6 欧线西行周舱位供给



资料来源：天风证券研究所、Alphaliner

图 4：2010.1-2017.6 北美东行周舱位供给



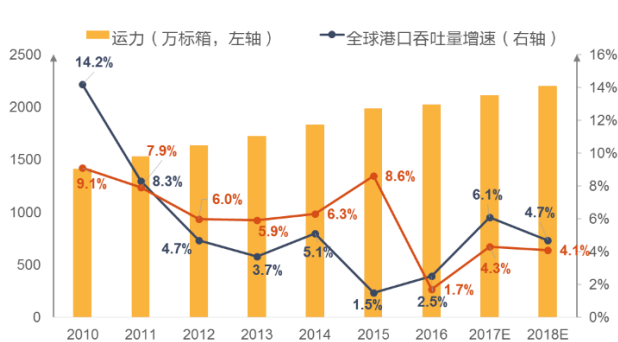
资料来源：天风证券研究所、Alphaliner

集运改善+资产处置改善业绩：基于上述供需两方面原因，2017 年上半年 CCFI 综合指数均值 828 点，同比增长 19.8%，SCFI 综合指数均值为 856 点，同比改善 60%，海控旗下集运专业公司—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%，集运毛利 7.54%，同比改善 15 个百分点，这是海控业绩改善最主要的原因；同时，上半年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 11.13 亿的非经常性收益，最终公司实现净利润 18.6 亿元，较去年同期 72 亿元的亏损大幅改善。

3. 2H17 和 18 年展望：维持博弈市场，持续改善存疑

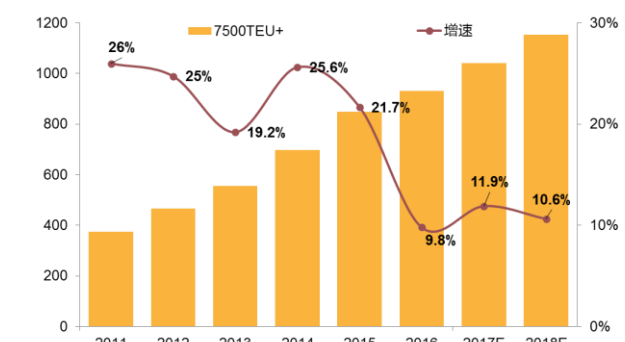
2018 年：综合当前订单交付计划以及拆解情况，预计 17-18 年运力交付增速约为 4.3%和 4.1%，18 年需求在今年高基数的影响下适度放缓至 4.7%，供需整体维持平衡；行业更多体现在欧美干线需求和超大型船舶交付之间的矛盾，我们判断 17-18 年 VLCS(7500TEU+)的运力投放增速在 10-11%之间，而且 18 年这些新交付的船舶中 10000TEU+占比更大，换句话说欧美线的供给压力比 17 年尖锐，市场的维护依旧有赖于船公司对于供给（舱位）的控制，行业盈利持续改善的难度依然较大。

图 5：2010-2018E 年集运整体供需



资料来源：天风证券研究所、Alphaliner

图 6：2011-2018E 集运 VLCS 运力供给



资料来源：天风证券研究所、Alphaliner

2H17：船公司在 3 季度旺季维持运价的意愿强烈，但同时部分船公司已经开始增加航线和加班船，预计对于船公司最关键的欧美线更多是在当前价格水平下维持震荡，部分航线譬如中东、南美、非洲线面临的冲击可能会更大，由于货量的支撑 3 季度整体盈利将会达到全年高点，10 月份之后市场整体运价大概率会回落。

博弈市场：17-18 年体现为龙头船公司主导下的博弈市场，预计马士基、地中海、达飞和中远海维持运价的意愿强烈，而最大不确定性则来自可能追求份额的赫伯罗特和日本三家船公司。

4. 盈利预测及投资建议

考虑到 2H17 年或将落地的拆船补贴，预计 2017-2019 年公司净利润分别 41 亿、12 亿和 20 亿，股价波动性主要来自 A 股钢铁、有色、煤炭等行业盈利改善驱动的强周期板块投资情绪和集运旺季涨价的共振，更多体现为交易性机会，维持“增持”评级，目标价 8.5 元。

5. 风险提示

部分船公司抢夺份额导致价格回落、宏观经济及贸易需求低于预期、油价大幅攀升

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	33,015.27	32,512.22	35,167.36	26,822.65	28,839.71	营业收入	57,489.92	71,160.18	100,478.18	107,290.60	115,358.85
应收账款	4,920.13	7,721.48	9,991.84	8,918.28	11,469.16	营业成本	55,108.23	71,865.80	91,284.42	98,492.77	105,899.42
预付账款	1,092.10	2,468.61	2,421.29	2,653.30	2,805.35	营业税金及附加	76.00	124.84	149.57	163.26	183.22
存货	1,469.23	1,564.69	4,209.08	1,439.35	5,133.82	营业费用	131.26	65.46	200.96	214.58	288.40
其他	1,354.91	1,095.47	1,342.60	1,299.93	1,331.69	管理费用	4,153.22	4,130.02	4,521.52	5,793.69	5,767.94
流动资产合计	41,851.65	45,362.47	53,132.17	41,133.51	49,579.73	财务费用	2,282.34	1,815.56	1,468.18	1,305.24	1,140.74
长期股权投资	15,388.45	20,430.56	20,550.76	20,786.26	20,827.47	资产减值损失	(5.54)	109.67	57.62	53.91	73.73
固定资产	79,573.10	43,573.51	43,535.79	43,428.15	43,104.96	公允价值变动收益	6.11	15.21	0.00	0.00	0.00
在建工程	4,990.91	4,846.27	4,248.75	4,218.36	3,970.24	投资净收益	2,071.12	(976.60)	3,200.00	420.00	700.00
无形资产	2,313.34	2,102.60	2,122.78	2,129.91	2,160.79	其他	(4,154.48)	1,922.77	(6,400.00)	(840.00)	(1,400.00)
其他	4,075.71	3,337.34	3,850.56	3,724.56	3,629.46	营业利润	(2,178.35)	(7,912.55)	5,995.91	1,687.15	2,705.40
非流动资产合计	106,341.50	74,290.27	74,308.63	74,287.24	73,692.92	营业外收入	4,382.61	605.77	700.00	350.00	700.00
资产总计	148,193.15	119,652.73	127,440.80	115,420.75	123,272.65	营业外支出	448.46	1,281.66	5.00	4.00	5.00
短期借款	2,867.94	3,246.92	5,397.70	5,117.43	6,756.04	利润总额	1,755.80	(8,588.44)	6,690.91	2,033.15	3,400.40
应付账款	11,217.39	20,818.58	19,453.07	18,501.32	21,530.38	所得税	(35.70)	512.79	1,421.82	487.95	799.09
其他	12,061.32	9,435.12	9,774.04	9,969.06	10,682.71	净利润	1,791.50	(9,101.23)	5,269.09	1,545.19	2,601.31
流动负债合计	26,146.66	33,500.61	34,624.81	33,587.81	38,969.13	少数股东损益	1,508.11	804.77	1,164.47	346.12	590.50
长期借款	57,301.66	29,252.96	29,205.08	16,823.07	16,744.14	归属于母公司净利润	283.39	(9,906.00)	4,104.62	1,199.07	2,010.81
应付债券	17,241.38	17,852.40	17,271.45	17,455.08	17,526.31	每股收益(元)	0.03	(0.97)	0.40	0.12	0.20
其他	2,565.94	1,497.90	2,526.72	2,196.85	2,073.82						
非流动负债合计	77,108.98	48,603.25	49,003.24	36,474.99	36,344.27						
负债合计	103,255.64	82,103.86	83,628.05	70,062.81	75,313.40	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	20,284.19	19,225.57	20,390.04	20,736.16	21,326.66	成长能力					
股本	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27	营业收入	-10.69%	23.78%	41.20%	6.78%	7.52%
资本公积	27,902.38	27,502.76	27,502.76	27,502.76	27,502.76	营业利润	-15339.71%	263.24%	-175.78%	-71.86%	60.35%
留存收益	19,292.92	9,101.81	13,206.43	14,405.50	16,416.31	归属于母公司净利润	-21.83%	-3595.52%	-141.44%	-70.79%	67.70%
其他	(32,758.25)	(28,497.55)	(27,502.76)	(27,502.76)	(27,502.76)	获利能力					
股东权益合计	44,937.51	37,548.87	43,812.75	45,357.94	47,959.25	毛利率	4.14%	-0.99%	9.15%	8.20%	8.20%
负债和股东权益总	148,193.15	119,652.73	127,440.80	115,420.75	123,272.65	净利率	0.49%	-13.92%	4.09%	1.12%	1.74%
						ROE	1.15%	-54.06%	17.52%	4.87%	7.55%
						ROIC	0.13%	-6.92%	10.02%	3.68%	4.84%
						偿债能力					
						资产负债率	69.68%	68.62%	65.62%	60.70%	61.09%
						净负债率	-46.51%	-42.55%	-17.09%	-20.04%	-6.72%
						流动比率	1.60	1.35	1.53	1.22	1.27
						速动比率	1.54	1.31	1.41	1.18	1.14
						营运能力					
						应收账款周转率	11.44	11.26	11.34	11.35	11.32
						存货周转率	31.34	46.91	34.81	37.99	35.10
						总资产周转率	0.39	0.53	0.81	0.88	0.97
						每股指标(元)					
						每股收益	0.03	-0.97	0.40	0.12	0.20
						每股经营现金流	0.65	0.15	0.29	0.73	0.47
						每股净资产	2.41	1.79	2.29	2.41	2.61
						估值比率					
						市盈率	282.99	-8.10	19.54	66.88	39.88
						市净率	3.25	4.38	3.42	3.26	3.01
						EV/EBITDA	37.46	-27.72	10.69	17.16	14.91
						EV/EBIT	1,546.82	-15.40	15.89	38.91	30.22

资料来源:公司公告,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com