

旺季不旺短期承压，长期边际改善有望持续

2017年10月30日

强烈推荐/维持

中远海控

财报点评

——中远海控（601919）2017年3季报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxx@hotmail.com	010-66554031
闫海	研究助理	
	yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019

事件：

(1) 中远海控发布 2017 年 3 季报，公司营业收入 675.99 亿，同比增加 35%，归属上市公司净利润 27.4 亿，对应 EPS0.27，去年同期亏损 91.8 亿，归属上市公司扣非净利润为 11.1 亿，去年同期为负 68.2 亿。

(2) 中远海控拟非公开发行 A 股股票的发行数量不超过 2,043,254,870 股，募集资金总额不超过 1,290,000 万元（每股 6.31 元），扣除发行费用后的募集资金净额将用于支付已在建集装箱船舶所需造船款。中远海运集团承诺认购本次非公开发行 A 股股票发行数量的 50%。本次非公开发行 A 股股票中由中远海运集团认购的部分，自发行结束之日起 36 个月内不得转让，其他发行对象认购部分自发行结束之日起 12 个月内不得转让。

公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
营业收入（百万元）	13381.68	14608.80	16332.41	18933.28	21285.69	23367.21	24130.10
增长率（%）	-21.04%	-1.52%	7.89%	33.94%	59.07%	59.95%	47.74%
毛利率（%）	7.17%	-1.89%	-8.91%	-2.92%	7.41%	9.88%	8.17%
期间费用率（%）	14.61%	11.36%	7.41%	7.43%	8.15%	6.86%	6.60%
营业利润率（%）	-0.20%	-27.86%	-13.68%	-8.91%	0.36%	14.00%	3.61%
净利润（百万元）	629.73	-4369.80	-2425.80	-1800.93	-504.70	2922.05	1165.16
增长率（%）	-50%	500%	-173.88%	29.29%	-180.15%	-166.87%	-148.03%
每股盈利（季度，元）	0.009	-0.439	-0.267	-0.197	-0.067	0.156	0.085
资产负债率（%）	69.68%	64.21%	66.72%	69.07%	68.62%	66.52%	67.55%
净资产收益率（%）	1.40%	-10.54%	-6.19%	-4.82%	-1.34%	7.02%	2.71%
总资产收益率（%）	0.42%	-3.77%	-2.06%	-1.49%	-0.42%	2.35%	0.88%

观点：

- 短期运价不达预期，长周期复苏仍然看好。公司三季报与10月11日业绩预告基本一致，短期人民币升值、环保核查以及禁止三废进口等因素共同发力，导致三季度旺季运价不达预期。长逻辑来看，外需复苏仍然强劲。美国目前经济增长是在没有任何特朗普减税、基建政策支持下实现的；特朗普政策任何进展都将是对经济增长的意外推动。

(1) 环保核查叠加人民币升值, 出口航线9月1日提价失败。受环保核查以及人民币升值影响, 9月份班轮公司提价失败, SCFI指数9月SCFI环比下跌12%, 公司三季度欧线运量同比下跌6.2%。受此影响, 我们预估公司班轮业务9月、10月份单月大概率亏损。受环保核查影响的中小型制造业能否复工是影响短期出口货源的重要因素。

(2) 禁止三废进口, 进口航线承压。7月18日, 中国正式照会世界贸易组织(WTO), 宣布从2017年底起, 中国将不再接受废弃塑料、废纸、废弃炉渣、废弃纺织品、废弃矿渣等进口, 禁令今年年底正式生效。废纸废钢废塑料是进口航线的重要构成之一, 受此影响, 进口运价短期承压。CICFI进口集装箱运价指数7、8、9月份连续三个月环比下降。回程货量约为出口货量的一半, 回程货运价下降是3季度业绩不达预期的重要原因。

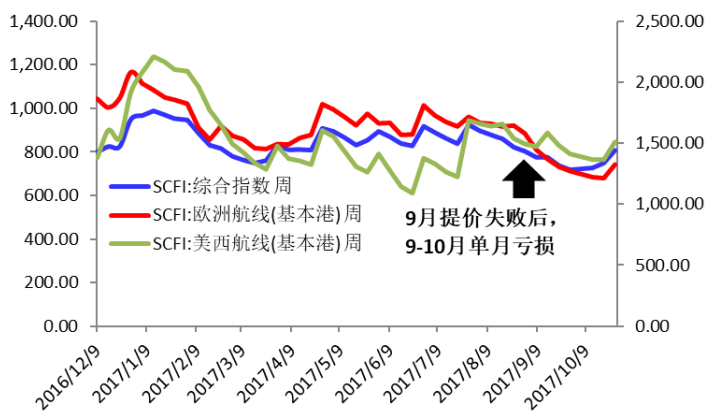
表 1: 中远海控三季度货运量情况

	第三季度			前三季度累计		
	2017年7-9月	2016年7-9月	同比增减%	2017年1-9月	2016年1-9月	同比增减%
跨太平洋	775,375	635,658	21.98	2,280,669	1,749,080	30.39
亚欧(包括地中海)	927,870	989,182	-6.20	2,974,916	2,593,402	14.71
亚洲区内(包括澳洲)	1,539,381	1,164,047	32.24	4,163,518	3,220,549	29.28
其他国际(包括大西洋)	533,749	330,073	61.71	1,364,793	850,895	60.39
中国	1,716,748	1,346,339	27.51	4,706,972	3,464,751	35.85
合计	5,493,123	4,465,299	23.02	15,490,868	11,878,677	30.41

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

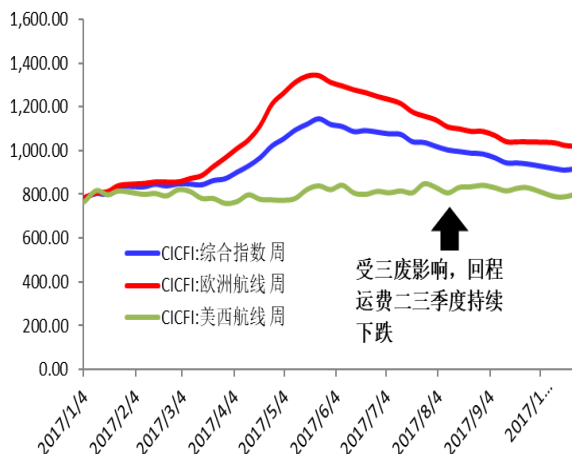
➤ 四季度为集运淡季, 预计单季度利润微亏或盈亏平衡。受圣诞节货源影响, 4季度为集运季节性淡季。SCFI9、10月份连续两月下跌后, 班轮公司主动停航调节运力供应, 为提价做准备。集运闲置运力上升1个百分点至3.1%。受此影响, 欧线美线平均舱位利用率近期回升至95%左右, 10月28日SCFI上涨8%, 运价水平回到9月初水平。预计11月单月盈利能力相比10月有望明显改善。

图 1: 出口集装箱运价指数



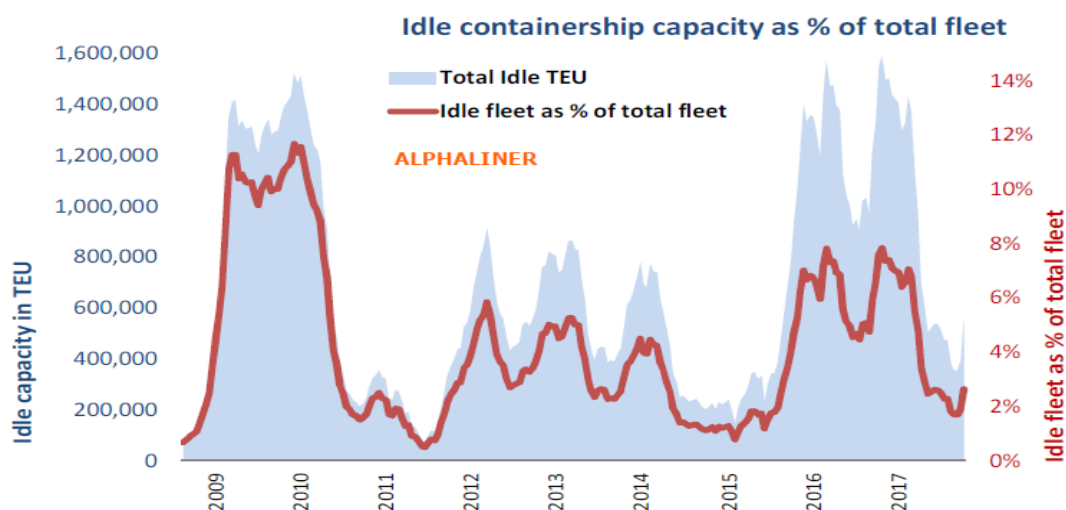
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 进口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3: 集运闲置运力修复反弹



资料来源: Alphaliner, 东兴证券研究所

结论:

盈利预测与建议: 公司 3 季报与业绩预告基本一致, 短期公司受人民币升值, 环保核查等因素业绩不达预期, 长期看外需复苏带动的集运复苏仍然成立, 我们维持集运复苏的判断。预计 18 年集运运力从 17 年的 3.4% 上涨至 4%, 需求增速维持 17 年 5.2% 的增速, 虽然 18 年新船交付压力高于 17 年, 但边际改善有望继续实现。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.28, 0.41, 0.68, 对应 PE26X, 18X, 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	64574	70887	73267	营业收入	57490	71160	89575	97833	100206
货币资金	33015	32512	51058	55765	57117	营业成本	55108	71866	82409	85115	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	3293	4144	4990	管理费用	4153	4130	5375	5870	6012
存货	1469	1565	2258	2332	2318	财务费用	2282	1816	1567	1567	1449
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	3393.80	0.00	0.00
固定资产	79573.1	43573.5	6332.49	5871.15	6335.77	营业利润	-2178	-7913	3374	5015	7873
无形资产	2313	2102	2021	1943	1868	营业外收入	4382.61	605.77	937.00	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	99695	104506	105521	利润总额	1756	-8588	3681	5015	7873
流动负债合计	26147	33501	33946	35060	29678	所得税	-36	513	37	50	79
短期借款	2868	3247	8246	9045	3843	净利润	1792	-9101	3644	4965	7794
应付账款	8668	16772	12418	12826	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	2839	4160	6989
一年内到期的非流	8808	6725	6725	6725	6725	EBITDA	4298	-3398	7347	9083	11893
非流动负债合计	77109	48603	47203	46768	46768	BPS (元)	0.03	-0.97	0.28	0.41	0.68
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	81150	81828	76447	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	-142.64	48.65%	56.99%
资本公积	27902	27503	27503	27503	27503	归属于母公司净利润	-128.66	46.52%	-128.66	46.52%	68.01%
未分配利润	-9461	-19253	-17691	-15403	-11559	获利能力					
归属母公司股东权	24653	18323	21589	24917	30509	毛利率(%)	4.14%	-0.99%	8.00%	13.00%	15.58%
负债和所有者权益	148193	119653	122769	127580	128595	净利率(%)	3.12%	-12.79	4.07%	5.07%	7.78%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.19%	-8.28%	2.85%	3.98%	6.62%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	1.15%	-54.06	13.15%	16.69%	22.91%
经营活动现金流	6664	1520	-1551	7770	10637	偿债能力					
净利润	1792	-9101	3644	4965	7794	资产负债率(%)	70%	69%	66%	64%	
折旧摊销	4193.82	2699.48	2406.20	2501.13	2572.14	流动比率	1.60	1.35	1.90	2.02	2.47
财务费用	2282	1816	1567	1567	1449	速动比率	1.54	1.31	1.84	1.96	2.39
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	16812	-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	6.14	7.75	7.84
长期股权投资减少	0	0	128	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2071	-977	3394	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.97	0.28	0.41	0.68
筹资活动现金流	-7458	-9498	3285	-2035	-8048	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	2.11	2.44	2.99
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	239.67	-7.41	25.87	17.66	10.51
资本公积增加	16	-400	0	0	0	P/B	2.98	4.01	3.40	2.95	2.41
现金净增加额	-7744	-2992	18546	4707	1353	EV/EBITDA	29.47	-28.85	8.93	8.83	6.19

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，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。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。