

中远海控 (601919) \交通运输

——行业逐步稳固，公司规模效应开始显现

事件：

公司发布2018年中报，上半年实现营业收入450.75亿元，同比上涨3.70%；归属上市公司股东净利润4079.56万，同比下降97.81%，归属母公司扣非净利润-1.13亿，同比下降115.05%。

投资要点：

➤ 运价承压油价上行，发挥规模优势降低单箱成本。

今年以来，全球经济延续复苏态势，集运行业的调整已从过渡期逐步进入稳固期。但受市场运力加速增长影响，供需关系仍较脆弱，市场运价承压下行，2018年上半年CCFI综合指数均值同比下滑3.8%。同时，国际油价持续上涨，2018年上半年新加坡380CST燃料油平均单价同比大幅上涨28.1%，加剧了班轮公司的成本压力。面对不利局面，公司发挥规模优势和提升管理效率，最终实现上半年平均单箱航运成本同比下降3.66%，剔除燃油费后的平均单箱航运成本同比下降6.76%。上半年公司新交付的9艘大型集装箱船舶，运力规模首次突破200万标准箱，实现了历史性跨越。与此同时，公司持续优化运力结构，新交付船队全部投入欧美主干航线，替换下来的运力主要投放在新兴市场，公司新增了远东-南非、远东-南美西、欧洲-南美西、南亚-欧地等多条与新兴市场相关的航线，全球航线网络布局进一步完善。上半年公司在新兴市场的货运量增幅达到27%，远高于欧美航线。面对市场运价承压下行、油价大幅攀升等不利因素，公司坚持规模化、全球化战略，聚焦贸易格局变化，持续优化网络布局，大力开拓新兴市场、区域市场和第三国市场，实现了与运力规模相匹配的货量增长。分业务来看，上半年中远海运集运完成货运量1,123.5万标准箱，同比增长12.4%，超过市场货量平均增幅；中远海运港口完成总吞吐量5,670.7万标准箱，同比增长26.5%，规模优势和管理提升继续发挥积极作用。

➤ 发力“一带一路”沿线布局，发挥港航协同优势。

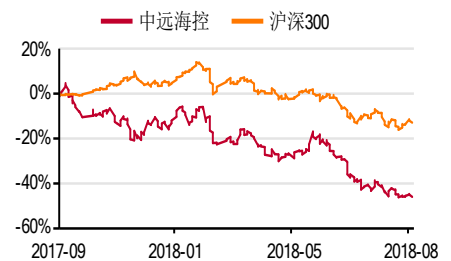
截至报告期末，公司在“一带一路”沿线投入约189艘船舶、125万标准箱运力，约占公司总经营船队规模的60%。上半年海外地区码头吞吐量同比增长36.8%，其中新加坡中远—新港码头自今年初起新增1个泊位，吞吐量大幅上升63.3%；公司充分发挥希腊比雷埃夫斯港在“海上丝绸之路”的桥头堡作用，增加自营船队及联盟挂靠，上半年比港码头吞吐量同比增长18.4%。同时，公司结合航线布局，积极发展海铁联运业务，助力“丝绸之路经济带”建设。上半年，以希腊比港为依托的中欧陆海快线班列运行数量达到475列，货量比去年同期增长100%。公司与中国铁路总公司合作，新开了天津至莫斯科、南昌至莫斯科、连云港至阿拉木图/塔什干等3条国际班列。

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	4.09元
目标价格：	元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	7,636/7,636
流通A股市值 (百万元)	31,230
每股净资产 (元)	2.04
资产负债率 (%)	69.96
一年内最高/最低 (元)	8.20/4.06

一年内股价相对走势



陈晓 分析师

执业证书编号：S0590513120001

电话：0510-82833217

邮箱：chenx@glsc.com.cn

相关报告

- 《中远海控 (601919) \交通运输行业》
《开局平稳战略清晰，底部耕耘静待花开》
- 《中远海控 (601919) \交通运输行业》
《行业持续回暖，业绩步入上升通道》
- 《中远海控 (601919) \交通运输行业》
《要约收购东方海外国际，运力规模即将步入全

公司在国内开行的外贸铁路线路共计 110 条、内贸线路 150 条，到门网点 2 万个，为客户提供多元化选择和“端到端”运输解决方案。

➤ 投资建议

随着收购东方海外国际项目的完成，中远海控旗下集运业务板块的运力规模已超过 270 万标准箱，加上订单运力，将超过 300 万标准箱，运力排名上升至全球第三位。展望 2018 年下半年，世界经济仍处于复苏通道，尽管贸易保护主义抬头、中美贸易摩擦将可能在部分程度上抑制全球经济增速，但预计全球经济整体上仍将延续 2017 年以来的增长态势，为集装箱货运量增长提供保障。运力方面，目前集装箱船舶订单处于历史低位，运力交付压力趋缓，且未来两年新增运力增速将进一步下滑。同时，集运业经历此轮整合后，未来的发展将更具可持续性，集运市场也将更趋稳定。港口方面，在继续加强与海洋联盟和本公司旗下船队的协同作用下，下半年本公司码头业务的吞吐量将继续提升。综合来看，我们认为当前公司再次进入极具配置价值的时间段，经过调整后预计公司 2018-2020 年净利润分别为 14.67 亿元，22.52 亿元和 49.22 亿元，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

贸易摩擦持续升级导致贸易量下滑，油价持续上涨，汇率大幅波动。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	71,160.18	90,463.96	101,165.84	111,596.04	124,775.54
增长率（%）	23.78%	27.13%	11.83%	10.31%	11.81%
EBITDA（百万元）	-4,379.54	9,243.18	9,286.63	10,922.91	17,254.91
净利润（百万元）	-9,906.00	2,440.38	1,467.26	2,252.77	4,922.28
增长率（%）	-3,595.52%	124.64%	-39.88%	53.54%	118.50%
EPS（元/股）	-0.97	0.24	0.14	0.22	0.48
市盈率（P/E）	-4.20	17.04	28.34	18.46	8.45
市净率（P/B）	2.27	2.01	1.88	1.70	1.42
EV/EBITDA	-20.85	11.75	11.74	9.60	6.06

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	29,556.8	22,507.8	16,186.5	17,855.3	19,964.0	营业收入	71,160.	90,463.	101,165.	111,596.	124,775.
应收账款+票据	7,975.47	7,779.53	10,374.2	9,758.33	13,185.6	营业成本	71,865.	82,604.	93,264.7	101,652.	107,756.
预付账款	2,468.61	1,684.10	2,777.26	2,461.23	3,059.07	营业税金及附加	124.84	165.60	171.98	189.71	224.60
存货	1,564.69	2,330.22	2,067.33	2,725.73	2,355.11	营业费用	65.46	53.09	70.82	100.44	112.30
其他	711.58	1,405.23	1,405.23	1,405.23	1,405.23	管理费用	4,130.0	5,179.2	5,806.92	6,338.66	7,124.68
流动资产合计	42,277.2	35,706.9	32,810.6	34,205.8	39,969.1	财务费用	1,815.5	1,729.9	2,235.82	1,979.72	1,701.66
长期股权投资	20,430.5	25,862.0	27,983.0	30,547.0	33,542.0	资产减值损失	109.67	12.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	43,573.5	49,114.4	53,308.0	49,222.1	45,136.1	公允价值变动收	15.21	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	4,846.27	8,279.57	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1,404.8	1,701.9	2,121.03	2,564.00	2,995.00
无形资产	2,102.41	4,541.44	4,395.68	4,248.75	4,101.82	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3,251.84	4,791.54	4,757.82	4,725.27	4,692.72	营业利润	-5,531.1	2,420.6	1,736.54	3,898.68	10,851.1
非流动资产合计	74,204.5	92,589.0	90,444.6	88,743.1	87,472.7	营业外净收益	-3,057.3	2,963.1	1,281.51	1,091.54	798.51
资产总计	116,481.	128,296.	123,255.	122,949.	127,441.	利润总额	-8,588.4	5,383.8	3,018.05	4,990.22	11,649.6
短期借款	3,246.92	10,939.8	12,942.9	14,610.2	15,950.0	所得税	512.79	774.69	320.38	606.56	2,163.66
应付账款+票据	16,798.2	16,433.6	17,534.0	19,488.5	19,756.8	净利润	-9,101.2	4,609.1	2,697.67	4,383.67	9,485.99
其他	11,329.4	13,125.4	13,127.6	12,829.8	12,308.7	少数股东损益	804.77	2,168.7	1,230.41	2,130.90	4,563.71
流动负债合计	31,374.5	40,498.8	43,604.6	46,928.6	48,015.6	归属于母公司净	-9,906.0	2,440.3	1,467.26	2,252.77	4,922.28
长期带息负债	47,105.3	43,423.0	32,620.7	24,590.4	18,516.5	主要财务比率					
长期应付款	363.57	489.77	489.77	489.77	489.77		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	89.40	173.77	131.85	148.28	141.97	成长能力					
非流动负债合计	47,558.3	44,086.5	33,242.3	25,228.4	19,148.3	营业收入	23.78%	27.13%	11.83%	10.31%	11.81%
负债合计	78,932.9	84,585.4	76,846.9	72,157.1	67,163.9	EBIT	-309.51	197.22	-27.30%	32.59%	95.11%
少数股东权益	19,225.5	23,041.2	24,271.7	26,402.6	30,966.3	EBITDA	-157.75	311.05	0.47%	17.62%	57.97%
股本	10,216.2	10,216.2	10,216.2	10,216.2	10,216.2	归属于母公司净	-21.83	-124.64	-39.88%	53.54%	118.50%
资本公积	27,502.7	27,718.6	27,718.6	27,718.6	27,718.6	获利能力					
留存收益	-19,395.	-17,265.	-15,798.	-13,545.	-8,623.3	毛利率	-0.99%	8.69%	7.81%	8.91%	13.64%
股东权益合计	37,548.8	43,710.5	46,408.2	50,791.9	60,277.9	净利率	-12.79	5.09%	2.67%	3.93%	7.60%
负债和股东权益	116,481.	128,296.	123,255.	122,949.	127,441.	ROE	-54.06	11.81%	6.63%	9.24%	16.79%
现金流量表						ROIC	-7.49%	7.63%	3.69%	5.37%	11.29%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	-7,113.6	1,000.66	-384.49	1,001.01	5,892.11	资产负债	67.76%	65.93%	62.35%	58.69%	52.70%
折旧摊销	2,725.12	2,336.24	4,265.44	4,265.44	4,265.44	流动比率	1.35	0.88	0.75	0.73	0.83
财务费用	694.26	3,100.14	2,003.14	1,667.25	1,339.81	速动比率	1.27	0.79	0.67	0.64	0.75
存货减少	-24.61	-771.97	262.89	-658.40	370.62	营运能力					
营运资金变动	5,139.49	1,944.11	-2,585.2	2,588.75	-4,277.9	应收账款周转率	11.50	13.93	12.73	13.98	12.71
其它	430.71	-310.30	-20.01	2.72	3.70	存货周转率	45.93	35.45	45.11	37.29	45.75
经营活动现金流	1,851.31	7,298.87	3,541.71	8,866.77	7,593.70	总资产周转率	0.61	0.71	0.82	0.91	0.98
资本支出	5,451.66	11,145.9	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资	1,676.76	5,443.18	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.97	0.24	0.14	0.22	0.48
其他	12,114.8	1,356.11	939.22	832.36	588.87	每股经营现金流	0.18	0.71	0.35	0.87	0.74
投资活动现金流	4,986.41	-15,233.	939.22	832.36	588.87	每股净资产	1.79	2.02	2.17	2.39	2.87
债权融资	3,100.18	5,463.81	-8,799.1	-6,363.0	-4,734.0	估值比率					
股权融资	57.87	967.31	0.00	0.00	0.00	市盈率	-4.20	17.04	28.34	18.46	8.45
其他	-12,655.	-3,634.1	-2,003.1	-1,667.2	-1,339.8	市净率	2.27	2.01	1.88	1.70	1.42
筹资活动现金流	-9,497.9	2,796.97	-10,802.	-8,030.3	-6,073.8	EV/EBITDA	-20.85	11.75	11.74	9.60	6.06
现金净增加额	-1,376.7	-6,243.2	-6,321.3	1,668.83	2,108.72	EV/EBIT	-12.85	15.72	21.72	15.74	8.06

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810