

中远海控 (601919)

证券研究报告

2019年09月19日

资产处置收益再下一城，全面推进港航协同

事件:

中远海控间接控股子公司中远海运港口有限公司拟分别以 3.67 亿元、3.16 亿元、3.81 亿元向上港集团(香港)有限公司转让其直接持有的三家全资子公司 COSCO Ports (Nanjing) Limited、COSCO Ports (Yangzhou) Limited 及 Win Hanverky Investments Limited 100% 股权，从而将其间接持有的南京港龙潭集装箱有限公司 16.14% 股权、扬州远扬国际码头有限公司 51% 股权及张家港永嘉集装箱码头有限公司 51% 股权转让给上港香港。

三大港口作价共 10.64 亿元，资产溢价高达 7.69 亿元。本次处置的三块港口资产情况如下：龙潭项目公司股东权益账面值为人民币 1.09 亿元，评估值为人民币 3.67 亿元，增值率 237.25%；远扬项目公司股东权益账面值为人民币 0.86 亿元，评估值为人民币 3.16 亿元，增值率 266.18%；张家港项目公司股东权益账面值为人民币 1.00 亿元，评估值为人民币 3.81 亿元，增值率 282.24%。资产溢价率较高的原因在于上述资产均为中远海运港口的长期股权投资，账面值为原始投资额采用成本法核算，增值当中还包含了较高的时间价值。

上港香港财务状况良好，本次交易或有风险较小，有望增厚 2019 年业绩。上港香港为上港集团境外全资子公司，2018 年资产总额为人民币 266.56 亿元，资产净额为人民币 49.36 亿元，营业收入为人民币 1.71 亿元，净利润为人民币 16.43 亿元，近三年总资产规模实现大幅增长，年均复合增长率约 36.7%，财务状况良好。双方约定，上港香港应不晚于交割日后 30 日或 2019 年 12 月 31 日（上述两个日期以孰晚为准）安排向中远海运港口付款，或将显著增厚海控 2019 年业绩。

致力打造全球码头网络，港航协同效应有望进一步增强。海外业务上，母公司中远海控身处海洋联盟，港口公司与大型船公司的合作推进顺利，本次出售国内码头带来的收益为后续全球码头网络布局打下基础；国内业务上，中远海控与上港在股权实现了进一步交叉，深化合作的同时增进信任，港航协同效应有望持续加强。

投资建议：本次出售扬州、南京及张家港三大港口权益，并披露有意出售其于太仓国际集装箱码头（持股 39.04%）及江苏长江石油化工有限公司（持股 30.40%）之全部间接权益，有望为公司带来高额的现金收益，改善公司的财务状况的同时为后续的布局奠定基础。不考虑出售码头资产一次性收益的情况下，预计 2019-2021 年归母净利润为 29.71、32.74、58.70 亿元，对应 2019-2021 年 PE20.1X、18.2X、10.2X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下行、燃料油成本超预期上行、行业竞争格局超预期恶化、安全事故等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	90,463.96	120,829.53	133,752.38	143,799.47	147,500.26
增长率(%)	27.13	33.57	10.70	7.51	2.57
EBITDA(百万元)	8,702.57	9,454.88	10,300.73	12,198.39	17,722.92
净利润(百万元)	2,661.94	1,230.03	2,971.31	3,273.86	5,869.59
增长率(%)	(126.87)	(53.79)	141.57	10.18	79.29
EPS(元/股)	0.22	0.10	0.24	0.27	0.48
市盈率(P/E)	22.38	48.44	20.05	18.20	10.15
市净率(P/B)	2.88	2.60	2.05	1.84	1.56
市销率(P/S)	0.66	0.49	0.45	0.41	0.40
EV/EBITDA	14.20	15.91	15.90	12.32	8.34

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	买入（维持评级）
当前价格	4.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,678.93
流通 A 股股本(百万股)	7,635.67
A 股总市值(百万元)	47,039.60
流通 A 股市值(百万元)	37,109.38
每股净资产(元)	2.40
资产负债率(%)	75.47
一年内最高/最低(元)	6.58/3.33

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中远海控-半年报点评:集运业务大幅改善，单箱收入表现亮眼》 2019-09-03
- 《中远海控-季报点评:旺季集装箱业务量价齐升，业绩仍受成本拖累》 2018-10-31
- 《中远海控-半年报点评:港口盈利对冲集运亏损，运力跻身全球第三，万里长跑竞自由》 2018-09-02



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	26,089.75	33,994.97	10,700.19	11,503.96	11,800.02
应收票据及应收账款	6,493.78	9,008.33	9,109.91	2,262.37	9,402.58
预付账款	1,684.10	2,443.27	3,059.24	2,689.88	2,717.92
存货	2,330.22	4,100.91	1,818.00	4,844.03	1,473.50
其他	2,338.03	10,756.92	7,792.34	8,156.96	9,295.79
流动资产合计	38,935.87	60,304.40	32,479.68	29,457.18	34,689.81
长期股权投资	25,862.04	28,877.47	28,877.47	28,877.47	28,877.47
固定资产	49,114.45	109,462.62	109,235.28	108,029.70	106,224.19
在建工程	8,279.57	5,804.17	3,518.50	2,159.10	1,325.46
无形资产	4,542.61	7,957.98	7,579.02	7,200.06	6,821.10
其他	5,949.14	15,737.17	12,005.05	12,766.45	13,476.03
非流动资产合计	93,747.81	167,839.41	161,215.32	159,032.78	156,724.24
资产总计	133,190.00	228,143.80	193,906.42	188,729.22	191,564.28
短期借款	10,939.80	48,220.62	50,470.94	50,068.58	42,827.68
应付票据及应付账款	16,433.61	20,096.86	23,569.38	23,671.34	21,222.45
其他	16,118.59	20,461.64	18,039.51	19,902.84	18,566.63
流动负债合计	43,491.99	88,779.12	92,079.82	93,642.76	82,616.76
长期借款	30,037.75	47,051.67	14,198.59	0.00	0.00
应付债券	13,385.25	17,828.85	16,355.50	15,856.53	16,680.29
其他	2,564.43	18,131.28	7,397.87	9,364.53	11,631.23
非流动负债合计	45,987.43	83,011.80	37,951.97	25,221.06	28,311.52
负债合计	89,479.42	171,790.92	130,031.79	118,863.83	110,928.28
少数股东权益	23,041.29	33,466.68	34,852.32	37,569.22	42,470.23
股本	10,216.27	10,216.27	12,259.53	12,259.53	12,259.53
资本公积	27,718.64	28,215.83	28,215.83	28,215.83	28,215.83
留存收益	12,003.71	13,791.47	16,762.78	20,036.64	25,906.23
其他	(29,269.33)	(29,337.36)	(28,215.83)	(28,215.83)	(28,215.83)
股东权益合计	43,710.58	56,352.89	63,874.63	69,865.39	80,635.99
负债和股东权益总	133,190.00	228,143.80	193,906.42	188,729.22	191,564.28

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,830.69	3,026.36	2,971.31	3,273.86	5,869.59
折旧摊销	2,336.24	4,215.65	2,951.97	3,023.94	3,068.12
财务费用	3,100.14	2,819.27	2,988.00	2,915.50	2,770.50
投资损失	(3,918.92)	(2,235.04)	(2,796.33)	(2,609.22)	(2,671.59)
营运资金变动	1,716.41	8,131.99	(415.30)	6,573.93	(7,111.21)
其它	(972.52)	(7,827.46)	1,437.57	2,769.86	4,955.03
经营活动现金流	7,092.04	8,130.78	7,137.22	15,947.86	6,880.43
资本支出	19,003.68	57,817.61	10,793.41	(1,886.66)	(2,216.70)
长期投资	5,431.48	3,015.43	0.00	0.00	0.00
其他	(39,668.22)	(100,176.59)	(8,372.34)	4,282.13	4,819.28
投资活动现金流	(15,233.05)	(39,343.55)	2,421.07	2,395.48	2,602.58
债权融资	62,989.46	122,207.76	89,177.91	74,553.84	68,137.38
股权融资	(2,067.42)	(2,038.39)	179.33	(2,912.95)	(2,767.95)
其他	(58,125.07)	(82,602.67)	(122,210.31)	(89,180.46)	(74,556.39)
筹资活动现金流	2,796.97	37,566.70	(32,853.07)	(17,539.57)	(9,186.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,344.05)	6,353.93	(23,294.78)	803.77	296.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	90,463.96	120,829.53	133,752.38	143,799.47	147,500.26
营业成本	82,604.64	110,604.88	120,374.19	129,387.24	127,280.75
营业税金及附加	165.60	230.75	245.36	267.53	275.66
营业费用	53.09	61.46	66.67	71.92	73.58
管理费用	5,179.22	6,833.41	8,524.16	7,541.76	7,920.32
研发费用	0.00	19.69	0.00	0.00	0.00
财务费用	1,729.94	2,967.29	2,988.00	2,915.50	2,770.50
资产减值损失	12.77	2.03	41.49	18.76	20.76
公允价值变动收益	0.00	(77.27)	51.92	52.96	54.02
投资净收益	3,918.92	2,235.04	2,796.33	2,609.22	2,671.59
其他	(8,157.05)	(5,092.48)	(5,696.51)	(5,324.36)	(5,451.22)
营业利润	4,956.84	3,044.73	4,360.76	6,258.95	11,884.30
营业外收入	872.68	840.09	851.00	847.33	848.56
营业外支出	126.48	39.50	68.00	58.33	61.56
利润总额	5,703.04	3,845.32	5,143.76	7,047.95	12,671.30
所得税	872.35	818.96	786.80	1,057.19	1,900.69
净利润	4,830.69	3,026.36	4,356.96	5,990.76	10,770.60
少数股东损益	2,168.75	1,796.34	1,385.65	2,716.90	4,901.01
归属于母公司净利润	2,661.94	1,230.03	2,971.31	3,273.86	5,869.59
每股收益(元)	0.22	0.10	0.24	0.27	0.48

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.13%	33.57%	10.70%	7.51%	2.57%
营业利润	-162.65%	-38.58%	43.22%	43.53%	89.88%
归属于母公司净利润	-126.87%	-53.79%	141.57%	10.18%	79.29%
获利能力					
毛利率	8.69%	8.46%	10.00%	10.02%	13.71%
净利率	2.94%	1.02%	2.22%	2.28%	3.98%
ROE	12.88%	5.37%	10.24%	10.14%	15.38%
ROIC	9.65%	6.30%	4.72%	5.85%	10.13%
偿债能力					
资产负债率	67.18%	75.30%	67.06%	62.98%	57.91%
净负债率	84.42%	156.54%	122.86%	90.24%	69.87%
流动比率	0.91	0.68	0.36	0.32	0.42
速动比率	0.85	0.63	0.34	0.27	0.40
营运能力					
应收账款周转率	14.27	15.59	14.76	25.29	25.29
存货周转率	46.45	37.58	45.19	43.17	46.70
总资产周转率	0.72	0.67	0.63	0.75	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.10	0.24	0.27	0.48
每股经营现金流	0.58	0.66	0.58	1.30	0.56
每股净资产	1.69	1.87	2.37	2.63	3.11
估值比率					
市盈率	22.38	48.44	20.05	18.20	10.15
市净率	2.88	2.60	2.05	1.84	1.56
EV/EBITDA	14.20	15.91	15.90	12.32	8.34
EV/EBIT	19.40	28.62	22.29	16.38	10.08

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com