

东方海外国际 (00316.HK) 2017 年年报点评

集运回暖扭亏为盈，大船集中交付拖累业绩弹性

2018 年 4 月 10 日

投资要点

- 集运市场回暖和物业增值推动公司扭亏为盈。**2017 年公司完成收入 61.1 亿美元，实现归属于公司股东净利润 1.38 亿美元，符合我们此前预期，去年同期为亏损 2.2 亿美元，业绩扭亏为盈主要得益于集运市场运费回升以及部分非美元资产在美元贬值下获得的汇兑收益。另外，公司所属纽约华尔街广场物业估值上升贡献公允价值净利 4340 万美元，2016 年仅为 1852 万元。分业务看，2017 年集运主业税前利润为 4230 万美元，去年同期为亏损 2.64 亿美元，但表现仍低于预期。
- 整体单箱收入+11%，欧线大船集中投放导致运价弹性不足。**2017 年公司共完成运输量 629.8 万标箱，同比增长 3.6%，完成航线收入 54.3 亿美元，同比增长 15.4%，整体单箱收入 861 美元，同增 11.4%。分航线看太平洋/亚欧/大西洋/亚太航线收入分别增长+20%/44%/-4.3%/+3.9%，单箱收入分别增长+3.2%/20.2%/-11.9%/+13.1%，分季度看，三季度整体单箱收入上升 21%，四季度则同比上涨 10%，环比下降 6%。欧线量价齐升以及高运价的美线比重增加推动单箱收入回升。公司欧线运价涨幅明显小于 CCFI 和 CICFI 指数 35%和 45%的年均涨幅主要是因为去年公司共接收 5 条 2.1 万箱大船且全部投入欧线，运力集中释放导致载运率压力增大，运价弹性不足。预计 2018 年行业大船交付仍然较多，欧线运价仍将承压。
- 油价上涨，货物转运成本上升和装载率下降推动单箱成本上涨 6%。**2017 年公司营业支出 55.3 亿美元，同增 9.9%，其中燃料成本增长 51%。我们估算单箱成本同比增加 6.2%。除单箱燃油成本同比上涨 46%与油价涨幅基本一致外，单箱货物处理成本/单箱船舶航程成本/单箱货柜成本分别同比 +1.8%/+1.8%/+5.6%，单位成本上升一方面与货物转运成本上升，自建集装箱数量增长，短租船舶期租租金上涨有关；另一方面是受大船集中交付影响载运率降低导致单位成本上升，去年公司日平均运力约 64.5 万标箱，同比 +11.5%，远高于运量不到 4%的增长。虑及公司 2018 年预计仅有一条新船交付且各项成本价格趋于稳定，未来扣除燃油后的单箱成本有望稳中有降。
- 中远海控要约收购尚需商务部批准，静待协同效应发挥。**2017 年 7 月中远海控和上港集团以每股 78.67 港元现金对公司股东发出全面要约收购，目前已完成中远海控股东大会批准、美国反垄断审查和欧盟反垄断审查，尚需通过中国商务部反垄断调查等以满足要约收购条件。由于公司和中海航控航线重合度较高，若收购成功完成将有利于双方协同效应发挥。
- 风险提示。**1.全球经济贸易低迷；2.新船订单大幅增加；3.要约收购失败。
- 盈利预测及估值。**考虑到 2018 年行业运力集中交付且公司成本上升超预期，以及 2019 年行业短期供给出清后将迎来运价和盈利的上行周期。我们调整 2018/19 年 EPS 预测至 1.3/6.1 元（原为 2.56/5.79 元），新增 2020 年预测为 8.5 元，要约收购价距股价有 12%的上升空间，维持“增持”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	5297.7	6108.4	6422.3	7440.7	8165.6
营业收入增长率	-11.0	15.3	5.1	15.9	9.7
净利润(百万美元)	-219.2	137.7	125.3	605.5	839.3
净利润增长率 (%)	N/A	N/A	-8.9	383.1	38.6
每股收益 EPS(基本)(美元)	-0.4	0.2	0.2	1.0	1.3
每股收益 (基本) (人民币元)	2.2	1.4	1.3	6.1	8.5
净资产收益率 ROE%	-4.9	2.9	2.6	11.3	13.9
PE	NA	40.6	44.5	9.2	6.7
PB	1.2	1.2	1.2	1.0	0.9

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 4 月 9 日收盘价


增持 (维持)

当前价：70 港元

中信证券研究部

吴彦丰

电话：021-20262107

邮件：wuyanfeng@citics.com

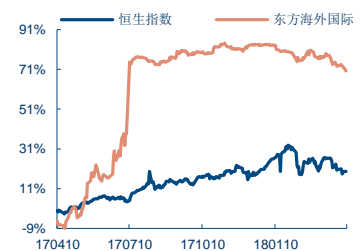
执业证书编号：S1010515110005

刘正

电话：021-20262119

邮件：zhengliu@citics.com

执业证书编号：S1010511080004

相对指数表现


资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	29844.94 点
总股本/港股流通股本	0.06/0.06 百万股
近 12 月最高/最低价	75.75 港元/37.5 港元
近 1 月绝对涨幅	-4.11%
近 6 月绝对涨幅	-5.08%
今年以来绝对涨幅	-7.16%
12 个月日均成交额	95.3 百万港元

相关研究

1. 东方海外国际 (00316.HK) 2017 年中报点评—中报扭亏但弹性不足，静待整合协同效应(2017-08-08)

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	5298	6108	6422	7441	8166
销售及劳务成本	-5032	-5531	-5820	-6277	-6735
毛利	265	577	603	1163	1430
其它收入	3	99	84	103	142
销售及推广费用	-469	-487	-514	-558	-612
其它经营费用	0	0	0	0	0
其他收益及亏损	4	0	7	6	4
经营利润	-197	189	180	714	964
应占联营公司溢利	18	19	16	18	18
税前利润	-200	150	157	658	912
所得税开支	-20	-12	-31	-53	-73
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占利润	-219	138	125	605	839
EBITDA	289	698	684	1205	1467
EBIT	-120	251	251	766	1026

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1625	1941	1927	2641	3656
应收贸易账款及其他应收款项	488	605	571	641	696
存货	84	102	81	94	101
其他流动资产	368	317	467	572	682
流动资产合计	2566	2965	3046	3948	5135
物业、厂房及设备	6077	6251	6019	5680	5269
权益性投资	149	160	168	173	183
商誉及无形资产	60	49	54	59	64
其他非流动资产	553	644	588	612	639
非流动资产合计	6839	7105	6830	6524	6156
总资产	9405	10069	9876	10472	11291
应付账款票据及其他应付款	707	748	951	1082	1222
短期借贷及长期借贷当期到期部分	601	624	118	0	0
其他流动负债	5	8	5	18	28
流动负债合计	1313	1380	1074	1100	1249
长期借贷	3489	3930	3930	3930	3930
其他非流动负债	83	77	77	77	77
非流动负债合计	3572	4007	4007	4007	4007
总负债	4885	5387	5081	5107	5256
普通股股本	63	63	63	63	63
储备	4430	4620	4732	5302	5972
股东权益合计	4519	4683	4794	5365	6035
总负债及总权益	9405	10069	9876	10472	11291

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	NA	141.8	NA	76.3	21.8
除息、税前利润 (不计联营贡献)	NA	NA	0.0	204.8	34.0
股东应占利润	NA	NA	NA	383.1	38.6
利润率 (%)					
毛利	5.0	9.4	9.4	15.6	17.5
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	5.4	11.4	10.6	16.2	18.0
除息、税前利润 (不计联营贡献)	NA	4.1	3.9	10.3	12.6
股东应占利润	NA	2.3	2.0	8.1	10.3
其它 (%)					
有效税率	-9.8	8.3	20.0	8.0	8.0
已动用资本回报率	-2.7	1.6	1.4	6.5	8.4
股东回报率	-4.7	3.0	2.6	11.9	14.7
资产回报率	-2.3	1.4	1.3	6.0	7.7

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	-200	150	157	658	912
营运资金变动	-42	-80	105	-44	-22
折旧及摊销	409	447	432	439	441
其他	-98	-146	15	-2	-41
经营现金流	68	370	709	1051	1290
资本支出	-252	-470	-205	-105	-35
资产变卖	0	0	0	0	0
其它	304	63	48	-28	-38
投资现金流	52	-407	-157	-133	-73
发行普通股的所得款项	0	0	0	0	0
借贷变化	-228	318	-506	-118	0
已付股息	12	13	13	35	170
其它	-23	-27	-73	-121	-371
融资现金流	-240	305	-566	-204	-202
外汇汇率变动之影响	7	2	0	0	0
变动净现金流	-112	270	-14	714	1016
自由现金流	-183	-100	504	946	1255

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。