国金证券 SINOLINK SECURITIES

中国远洋 (601919.SH)　水上运输行业

评级：中性　维持评级　　**公司点评**

姜明
联系人
(8621)61038319
jiangming@gjzq.com.cn

瞿永忠
分析师 SAC 执业编号：S1130512080006
(8621)61038313
quyz@gjzq.com.cn

远洋全力扭亏，出售物流资产

事件

中国远洋 3 月 12 日公告称董事会批准了出售旗下物流板块-中国远洋物流有限公司(以下简称“中远物流”)100%股权于控股母集团的建议之议案，交易对价将综合考虑中远物流的业务及资产情况，并参照市场可比公司的资产价格和估值水平。公司新闻稿阐述其出售物流的目的是避免暂停上市风险，谋求广大股东的根本利益并实现公司在未来的可持续发展，并表示在将来各方面条件及时机成熟的情况下，中国远洋可以优先回购中远物流股权。

评论

避免退市尴尬，不得以售之：我们曾在 2013 年 3 月 4 日的深度报告—”背负高位扩张压力，复苏之路依旧艰辛”中提到：散货行业过剩产能去化漫长，2013 年 BDI 低位徘徊仍是大概率事件，而中国远洋背负历史高位扩张的成本压力，预计 2013 年主营业务仍将巨亏。为避免退市压力，公司不排除会通过其它特殊方式实现盈利，包括资产处置和一次性剥离散货业务。本次交易是通过资产处置的方式避免退市风险。

选择“中远物流”资产交易的原因：目前航运仍处于周期低谷，中远集团旗下的散货、集运和油运业务都处于深度亏损，经营压力较大。若采用一次性剥离散货业务给集团的方式，国家将成为承担亏损的主体，行政上存在一定难度，也不符合前期管理层表示“不指望国家来救”的表态。若在资产处置的救赎方式下，风险仍保留在上市公司整体股东中，可选的资产有物流、码头、集装箱管理租赁和制造业务，由于中国远洋是通过其香港上市平台-中远太平洋经营码头、集装箱管理租赁和制造业务，该部分资产交易将涉及两地资本市场投资者，无论从法律法规还是实际操作性角度考虑，都存在不小阻力。因此，“中远物流”被出售也显得顺理成章，而且中远物流目前保持盈利状态，收购后母集团的压力也相对较小。

交易价格是关键，不排除后续动作：公司港股 2012 半年报显示其物流板块业务的总资产为 121.7 亿元，账面净资产约为 50 亿元，约占公司净资产 11%，根据以往披露的分版块业绩，我们判断物流板块的 ROE 预计在 14%左右。本次交易能在多大程度缓解公司盈利压力的关键因素是交易价格。若溢价率相对有限且 13 年集运和散货业务表现仍低于预期，不排除公司将持续通过资产处置的方式扭亏。

投资建议

本次交易不影响我们对航运特别是散货行业判断的大逻辑，预计公司 2012-2014 年净利润分别为-97.6、-45.3（尚未根据资产处置结果予以调整）和 6.1 亿，对应 EPS 分别为-0.96、-0.44 和 0.06 元，给予“中性”评级.。

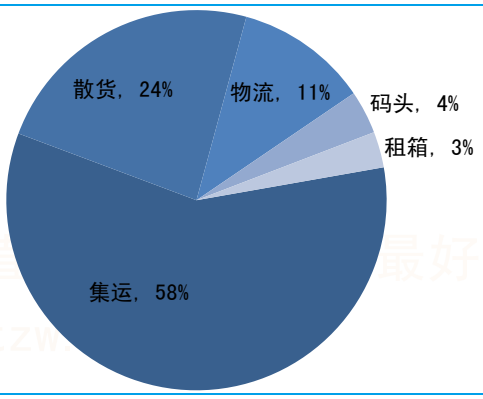
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

用使司公限有理管金基海中供仅档文此
此文档仅供中海基金管理有限公司使用

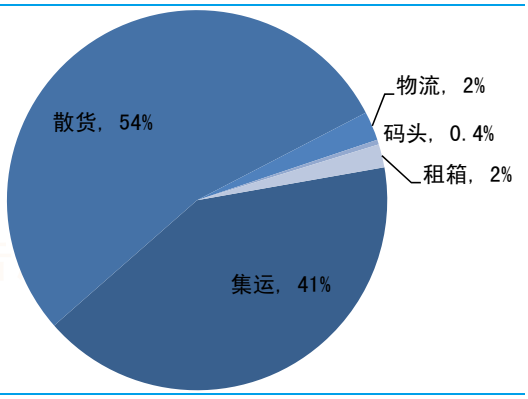
公司物流业务

- **业务增速较快，但占比仍偏低**：公司主营分为集运、散货、物流、码头及租箱五大板块，其中集运、散货权重较高，1H2012 分别占公司收入的 58%和 24%，获益于中国物流市场的快速增长，物流业务收入占比已从 2007 年的 2%提升至 1H2012 年的 11%

图表1：公司 1H2012 各板块业务收入比重



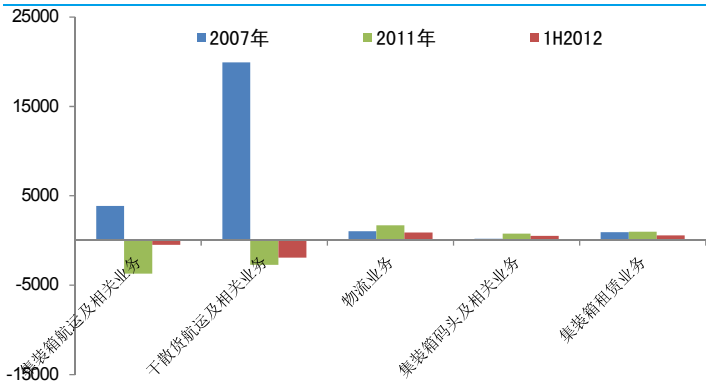
图表2：公司 2007 年各板块收入比重



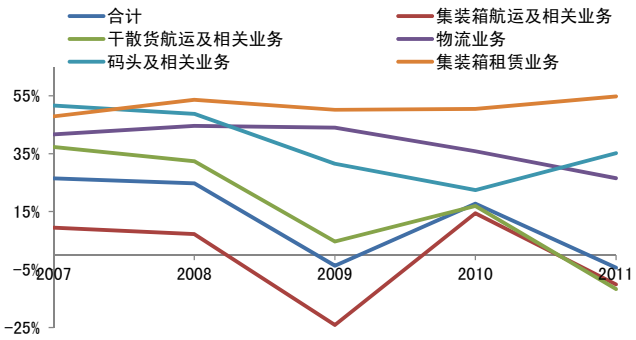
来源：国金证券研究所，公司年报

- **毛利水平较高**：从业务性质看，集装箱和散货受航运周期冲击较大，波动性明显高于物流、码头、租箱业务，是公司最终亏损的主要原因，公司物流业务毛利率近年来虽有一定下滑，但仍能保持在 20%以上的水平，但因权重相对较低，无法扭转公司亏损局面。

图表3：2007&2011&1H2012 主营板块毛利

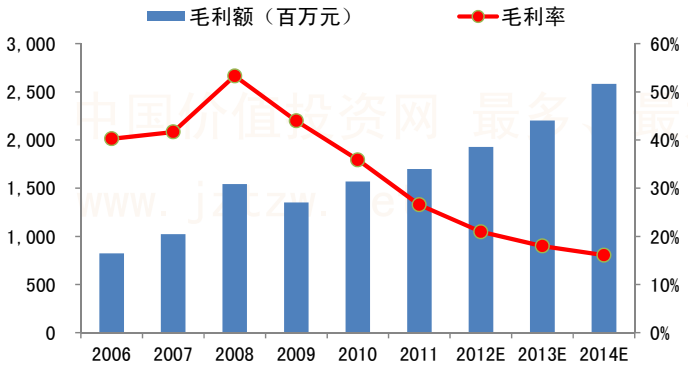


图表4：2006-2011 年公司各板块毛利率

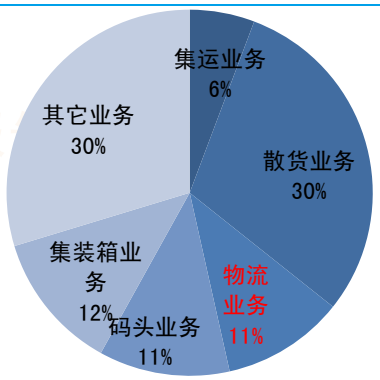


来源：国金证券研究所，公司年报

图表5：2006-2014E 公司物流板块毛利和毛利率



图表6：截止 2012 年 6 月 30 日公司净资产分布



中国价值投资网 最多、最好用研究报告 www.jztzw.com

来源：国金证券研究所，公司年报：。

- **物流利润有望持续增长**：未来中国物流业预计将保持较快发展，公司物流业务收入和毛利额亦仍将保持高增长，但受近几年成本上升的影响，公司物流板块的毛利率会有所下滑，但在收入高增速的支撑下利润总额保持增长此处撰写相关内容

图表7：中国远洋（601866.SH）公司架构

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net