

## 出售物流资产，2013年有望扭亏

——中国远洋2012年年报点评

中国远洋 (601919.SH)

中性 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

中国远洋2012年收入720.6亿元，同比增4.6%；归属母公司所有者的净利润-95.6亿，同比略减亏。EPS-0.94元，扣除非经常损益的EPS-0.93元。同时，公司公告拟以67.4亿价格向集团公司出售物流资产。

### 2. 我们的分析与判断

我们预计公司出售资产后将于2013年实现盈亏平衡，但因估值并不具显著优势，维持公司“中性”的投资评级。

#### 干散货业务亏损扩大，集运减亏

中国远洋2012年干散货业务收入161亿，同比降31.1%。业务毛利-45亿，毛利率-27.9%，亏损同比大幅放大。

集运业务收入增18.4%至431.7亿，毛利2.4亿，毛利率0.6%，较2011年-10.1%大幅好转。我们预计公司2013年干散货业务将减亏，集运业务盈利继续小幅回暖。

#### 其他业务稳定增长

公司航运板块以外其他业务实现稳定增长。物流业务收入增45%至92.7亿，毛利率降7.1%至19.5%，为公司贡献毛利约18.1亿。集装箱码头业务营收增20.3%至26.3亿，毛利率稳定于35.5%，贡献毛利9.3亿。集装箱租赁业务收入增17.8%至21.1亿，毛利率略有下滑，贡献毛利约11.2亿。

#### 出售物流资产，2013年有望扭亏

公司公告称将以67.4亿价格向集团公司出售物流资产，同时物流公司将向上市公司分配利润11.2亿。此次交易影响公司税前利润约36亿元，公司2013年业绩有望扭亏。

### 3. 投资建议

我们调整公司2013-15年的盈利预测至0.01/0.13/0.21元。我们维持公司“中性”的投资评级。资产出售后，公司每股净资产相应有所增厚，但公司目前的估值仍相当于约1.5x的2013年PB，我们认为其并不具有显著估值优势。

### 4. 风险提示

公司的投资风险在于1)物流业务及其他业务出售的不确定性；2)干散货及集运市场持续低迷；3)燃油及员工成本的上升。

分析师

范倩蕾

☎: 0755-83471963

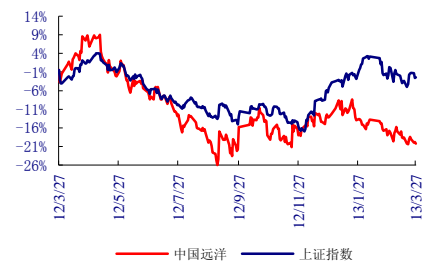
✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

市场数据 时间 2013.03.26

A股收盘价(元)	4.03
A股一年内最高价(元)	5.56
A股一年内最低价(元)	3.70
上证指数	2301.26
市净率	1.19
总股本(万股)	1021627.44
实际流通A股(万股)	747595.03
限售的流通A股(万股)	15972.41
流通A股市值(亿元)	301.28

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

## 公司业绩

### 2012 年业绩巨幅亏损

中国远洋 2012 年收入 720.6 亿元，同比增 4.6%；归属母公司所有者的净利润-95.6 亿，同比略减亏。EPS-0.94 元，扣除非经常损益的 EPS-0.93 元。

中国远洋 2012 年毛利-3.9 亿，较 2011 年-29.8 亿毛利水平显著好转，集运业务毛利扭亏贡献显著，但干散货业务亏损扩大。其他业务毛利贡献均有所增长。

公司 2012 年财务费用大幅上升至 16.3 亿，因借款规模及利率上升以及汇兑损益大幅下降。

表1. 中国远洋利润表（百万元）

	2012	2011	YoY
营业收入	72,056.8	68,908.2	4.6%
营业成本	(72,442.0)	(71,888.8)	0.8%
营业税金及附加	(408.9)	(460.3)	-11.2%
营业费用	(135.0)	(161.9)	-16.6%
管理费用	(5,045.3)	(5,357.8)	-5.8%
财务费用	(1,627.6)	(102.0)	
资产减值损失	(164.5)	(107.6)	52.9%
公允价值变动收益	29.1	191.5	-84.8%
投资净收益	1,728.6	2,173.1	-20.5%
营业利润	(6,008.9)	(6,805.5)	
营业外收支	(1,388.4)	(1,001.8)	
利润总额	(7,397.3)	(7,807.4)	
所得税	(740.1)	(1,031.4)	-28.2%
净利润	(8,137.4)	(8,838.8)	
少数股东损益	(1,421.7)	(1,610.0)	
归属母公司净利润	(9,559.2)	(10,448.9)	
EPS（元）	(0.94)	(1.02)	

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

### 干散货业务亏损扩大

中国远洋干散货业务收入 161 亿，同比降 31.1%。运量下滑 14.3%至 1.13 万亿吨海里，因运力同比下降。我们预计公司在 2012 年大幅降低了其租入运力规模。市场运价的下滑亦加剧了公司干散货业务收入的下降。干散货业务毛利-45 亿，毛利率-27.9%，亏损同比大幅放大。

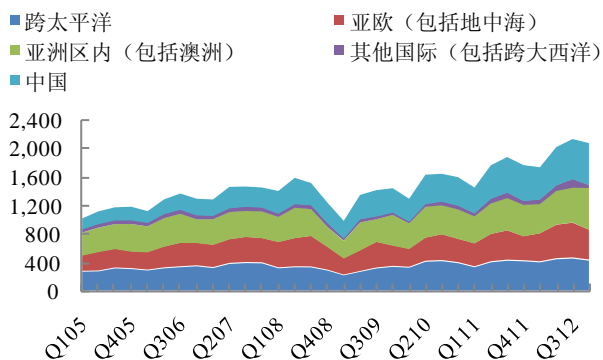
按照 2013 年 BDI 均值 1000 点为标准，干散货业务计提亏损合同 13.7 亿，计入营业外支出。转回往年计提额 13.5 亿，冲抵营业成本。

## 集运业务减亏

中国远洋集运业务 2012 年运量增长 16% 至 801.6 万标箱，收入增 18.4% 至 431.7 亿。公司 2012 年自营运力增 13.3%，在跨太平洋及亚欧航线分别实现 9.8% 及 21.4% 的运量增长。航线平均运价升 4.2%，其中跨太平洋及亚欧线运价分别升 10.7% 及 7.7%。

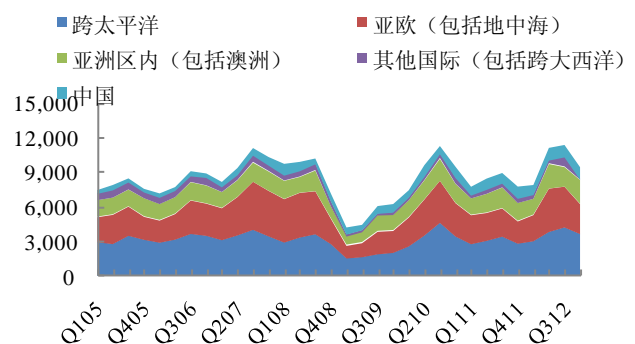
集运业务实现毛利 2.4 亿，毛利率 0.6%，较 2011 年 -10.1% 大幅好转，因行业二季度开始的提价行为。我们预计公司 2013 年集运业务盈利将继续小幅回暖。

图1. 中国远洋集运业务季度运量（千标箱）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图2. 中国远洋集运业务季度收入（百万元）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

## 其他业务稳定增长

公司航运板块以外其他业务实现稳定增长。物流业务收入增 45% 至 92.7 亿，毛利率降 7.1% 至 19.5%，为公司贡献毛利约 18.1 亿。集装箱码头业务营收增 20.3% 至 26.3 亿，毛利率稳定于 35.5%，贡献毛利 9.3 亿。集装箱租赁业务收入增 17.8% 至 21.1 亿，毛利率略有下滑，贡献毛利约 11.2 亿。

## 拟出售物流业务，2013 年有望扭亏

### 拟 67.4 亿出售物流资产

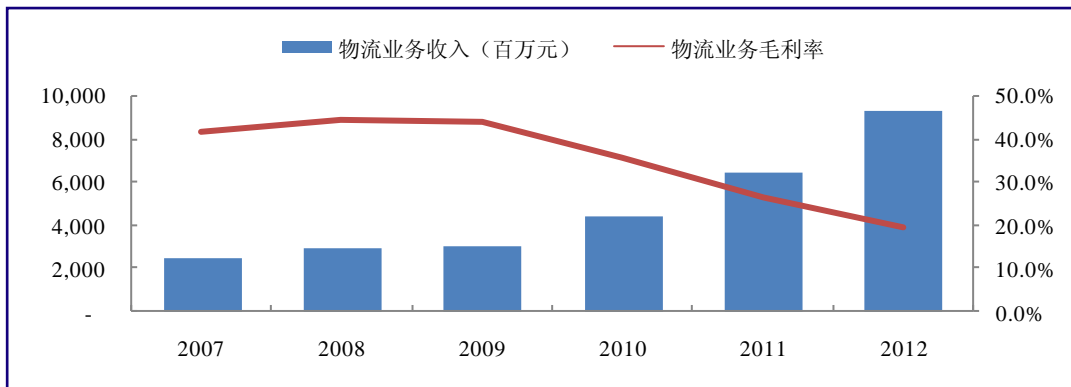
公司公告称将以 67.4 亿价格向集团公司出售物流资产，同时物流公司将向上市公司分配截止 2012 年 12 月 31 日的可分配利润 11.2 亿。公司力求在 2013 年 6 月 30 日前达成交易。

中远物流截至 2012 年 12 月 31 日的权益账面价值 42.6 亿，股权评估价值 78.6 亿，评估增值 84.4%。此次交易将为上市公司带来 24.8 亿的资产处置利得及 11.2 亿分红所得投资收益，影响公司税前利润约 36 亿元。公司 2013 年业绩有望扭亏。

### 预计降低公司长期盈利能力。

公司物流资产 2012 年净利润约 6.1 亿，预计 2013 年净利润约 6.5-7 亿元。出售资产将降低公司长期的盈利能力。

图3. 中国远洋物流业务收入增长及毛利率（2007-2012）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

### 维持“中性”的投资评级

我们调整公司 2013-15 年的盈利预测至 0.01/0.13/0.21 元。我们维持公司“中性”的投资评级。资产出售后，公司每股净资产相应有所增厚，但公司目前的估值仍相当于约 1.5 x 的 2013 年 PB，我们认为其并不具有显著估值优势。

### 风险提示

公司的投资风险在于 1) 物流业务处置的不确定性；2) 干散货及集运市场持续低迷；3) 燃油及员工成本的上升。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**范倩蕾，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中国远洋（01919.HK）、中海集运（02866.HK）、中海发展（01138.SH）

**A 股：**中国远洋（601919.SH）、中海集运（601866.SZ）、中海发展（600026.SH）、招商轮船（601872.SH）、中远航运（600428.SH）、上港集团（600018.SH）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)