

市值低估，受益国企改革及海运扶持政策

核心观点：

市值较可比公司显著折让

中国远洋拥有全球第7大集运船队、全球第一大干散船队，并通过持股43.92%的中远太平洋(1199.HK)经营码头及集装箱租赁业务。截至上一交易日，中国远洋市值376亿元，中海集运市值359亿元。中国远洋市值扣除持有的中远太平洋股权价值后，较中海集运市值显著折价。目前，中远太平洋股权价值约折合人民币111亿元；截至2014年6月30日，中远干散货船队净资产约53.6亿元。

行业周期处于底部

目前，航运行业处于周期底部。2014年，干散货子行业供给较2013年有所好转，公司航运板块业务亏损显著收窄。我们认为，干散货行业三季度有望迎来运价的旺季反弹，催化公司股价。

集运电商稳步推进

公司集运电商领域的实践稳步推进，整合岸上物流资源，通过电商渠道销售内贸精品航线，并尝试这一模式在外贸航线的推广。我们预计公司在电商领域将有更进一步的创新，并有望尝试与下游更深入的业务合作。

与淡水河谷合作促稳定盈利

公司公告与淡水河谷签署合作框架协议，中散集团与淡水河谷就运输矿石订立长期运价合同，同时，中散将建造10艘大型矿砂船并收购淡水河谷所拥有的4艘大型矿砂船。

我们认为，公司与淡水河谷的合作在弱市中有望协助公司实现扭亏，稳定业务盈利。但中长期而言这一合作并非利好。

3. 投资建议

我们暂时维持公司2014/15年的EPS预测-0.36/0.03元。我们上调公司的投资评级至“推荐”，因1)公司市值较可比公司大幅折价；2)与淡水河谷的合作有助于公司稳定盈利；3)公司或受益于国企改革，促进业务开拓积极创新及成本节约，带来公司经营的进一步好转。

我们认为公司股价的潜在催化来自于：1)三季度干散货运价的旺季上涨及集运运价的旺季上涨；2)公司集运电商业务推进。

4. 风险提示

行业可比公司股价大幅下滑，宏观经济周期进一步下行带来运价持续低迷。

中国远洋(601919.SH)

推荐 上调评级

分析师

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

周晔

☎: 021-20252616

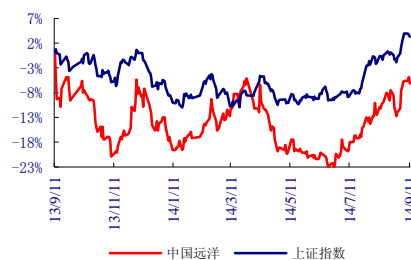
✉: zhouye_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090006

市场数据 时间 2014.09.15

A股收盘价(元)	3.72
A股一年内最高价(元)	3.77
A股一年内最低价(元)	2.91
上证指数	2339.14
市净率	1.57
总股本(万股)	1021627.44
实际流通A股(万股)	763567.44
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	284.05

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

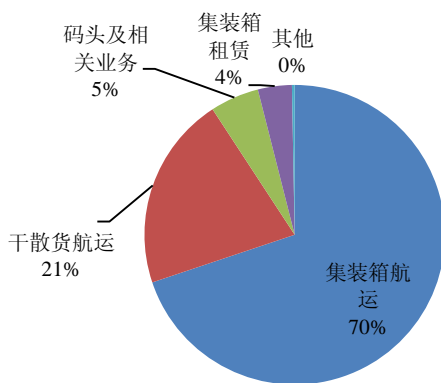
相关研究

市值较行业可比标的低估

公司主营业务

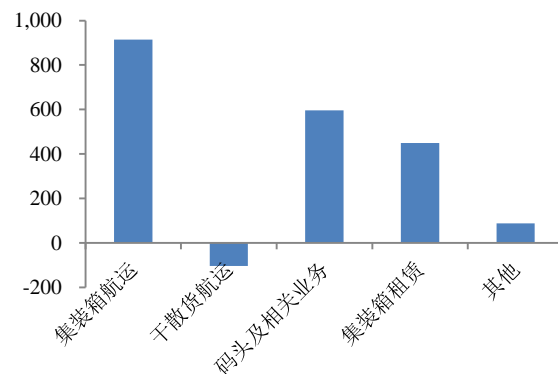
中国远洋的主要业务包括集装箱运输、干散货运输、码头及集装箱租赁业务。中国远洋拥有全球第7大集运船队、全球第一大干散船队，并通过持股43.92%的中远太平洋（1199.HK）经营码头及集装箱租赁业务。2014年上半年，公司的集运和干散业务分别贡献了约70%和21%的收入。

图1. 中国远洋业务收入占比（2014年上半年）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图2. 中国远洋分业务毛利贡献（百万元，2014年上半年）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

表1: 全球前十大集运船东

	船东	船舶数量	总载重吨	平均载重吨	单位	平均船龄
1	A.P. Moller	256	19,252,497	75,205	DWT	10
2	Mediterranean Shpg.	161	11,431,258	71,001	DWT	15
3	Peter Dohle Schiff.	110	5,134,117	46,673	DWT	8
4	Pacific Int. Lines	107	3,310,860	30,942	DWT	9
5	Evergreen Marine	106	6,341,100	59,821	DWT	11
6	Reederei C.-P. Offen	96	7,826,279	81,523	DWT	7
7	COSCO Group	94	5,658,600	60,197	DWT	9
8	CMA-CGM	94	6,868,986	73,074	DWT	9
9	Blue Star Holding	88	5,466,138	62,115	DWT	10
10	China Shipping Group	81	5,937,904	73,307	DWT	8

资料来源：Clarksons，中国银河证券研究部

表2: 全球前十大干散货船东

	船东	船舶数量	总载重吨	平均载重吨	单位	平均船龄
1	COSCO Group	255	20,319,660	79,684	DWT	12

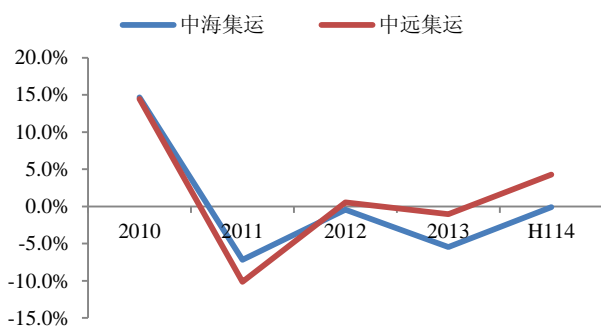
2	Nippon Yusen Kaisha	251	23,302,817	92,839	DWT	6
3	China Shipping Group	175	12,678,472	72,448	DWT	9
4	K-Line	157	17,674,434	112,576	DWT	6
5	Mitsui O.S.K. Lines	149	16,407,470	110,117	DWT	7
6	Sinotrans & CSC	86	5,016,507	58,331	DWT	9
7	Pacific Basin Shpg.	82	3,116,751	38,009	DWT	8
8	Daiichi Chuo	75	4,800,627	64,008	DWT	5
9	Shoei Kisen K.K.	70	7,083,125	101,187	DWT	5
10	Mitsubishi Corp	68	5,800,257	85,297	DWT	3

资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

较可比标的显著低估

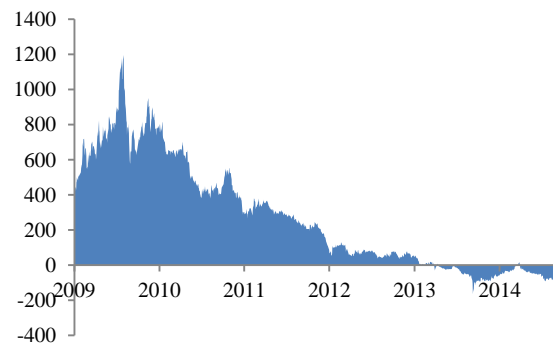
截至 2014 年 9 月 12 日, 中国远洋市值 376 亿元, 中海集运市值 359 亿元。中国远洋市值扣除持有的中远太平洋股权价值后, 较中海集运市值显著折价。我们认为, 目前干散货运输行业周期处于底部, 干散货船队资产不应该继续给予负估值。目前, 中远太平洋股权价值约折合人民币 111 亿元; 截至 2014 年 6 月 30 日, 中远干散货船队净资产约 53.6 亿元。

图3. 集运业务毛利率



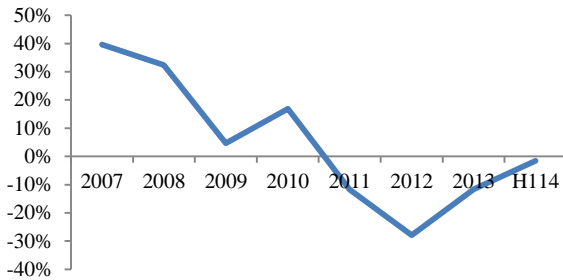
资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图4. 中国远洋干散货船队隐含价值



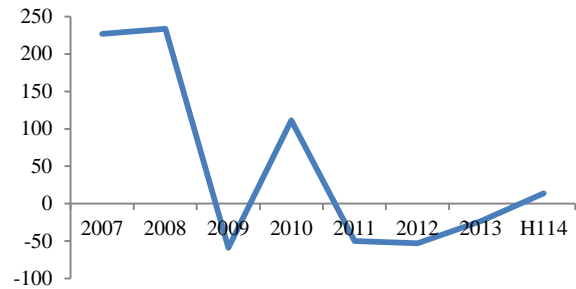
资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图5. 中国远洋干散货业务毛利率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图6. 中国远洋经营性现金流 (亿元)



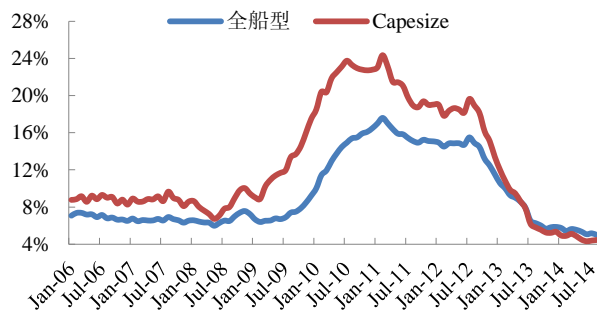
资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

行业处于周期底部

干散货子行业供给持续优化

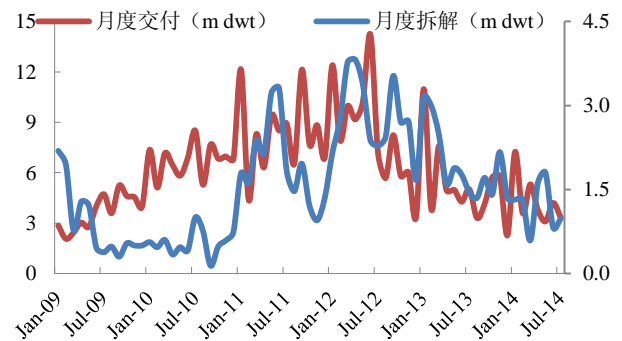
我们认为,目前的航运业处于周期底部。在目前的供需判断下,我们不能作出航运业将在1-2年内显著好转的结论。但干散货子行业2014年的盈利将确定性较2013年同比好转。

图 1: 干散货运力供给增速



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图 2: 干散货运力月度交付、拆解



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

表3: 干散货运力供给增速预测 (2010-2016E)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年初运力	458.6	536.6	616.2	682.76	723.19	763.0	810.9
订单交付	80.3	98.5	97.8	62.4	56.8	57.9	52.6
拆解及其他减少	2.3	18.8	31.2	22.0	17.0	10.0	10.0
年末运力	536.6	616.2	682.8	723.2	763.0	810.9	853.4
干散货运力增速	17.0%	14.8%	10.8%	5.9%	5.5%	6.3%	5.2%
干散货需求增速	12.6%	6.5%	6.8%	5.5%	6.0%	5.5%	5.5%

资料来源: Clarkson, 中国银河证券研究部

表4: Capesize 运力供给增速预测 (2010-2016E)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年初运力	170.1	209.6	249.5	279.31	293.1	307.9	326.3
订单交付	38.6	45.6	41.8	22.1	21.9	23.3	26.9
拆解及其他减少	(0.9)	5.6	12.0	8.3	7.0	5.0	5.0
年末运力	209.6	249.5	279.3	293.1	307.9	326.3	348.1
Capesize 运力增速	23.2%	19.1%	12.0%	4.9%	5.1%	5.9%	6.7%

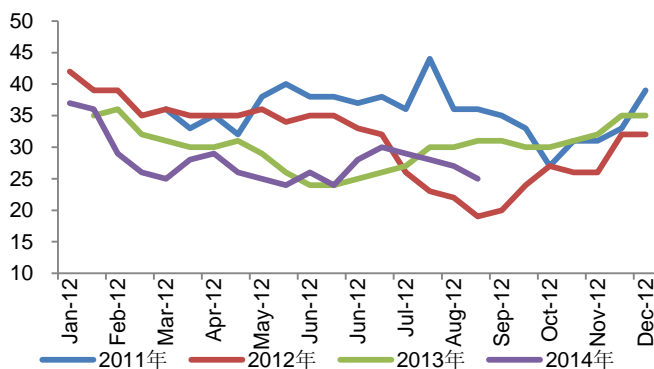
资料来源: Clarkson, 中国银河证券研究部

干散旺季运价或有较好表现

短期而言, 运价的上涨来自矿石发货量的上升。我们在中期策略报告中提及, 下半年巴西新增矿石产能的投产及需求旺季都可能带来短期需求层面的催化, 拉动运价上涨。

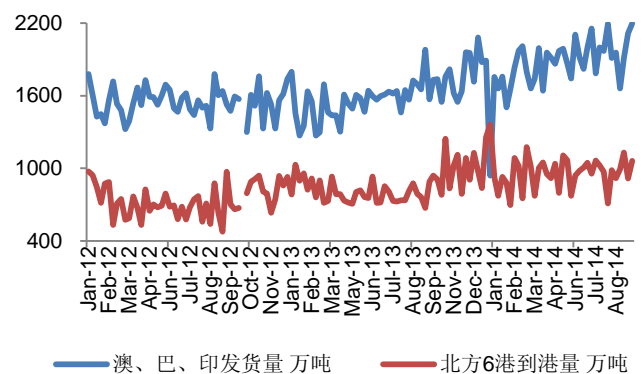
目前, 钢厂的进口矿库存天数约 25 天, 低于去年 9-12 月的均值 32 天的平均水平。我们认为三四季度行业的旺季行情有望持续。

图 3: 钢厂进口矿库存天数



资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 铁矿石发货量



资料来源: 中国银河证券研究部

公司中报业绩好于预期

中国远洋 2014 年上半年实现营业收入 299.4 亿元, 同比降 0.9%。集运业务收入 214.3 亿元, 同比升 5.3%。箱量同比增 9.2%, 由外贸航线增长贡献。集运业务毛利率 4.3%, 较去年同期的-5.0%显著好转。上半年集运燃油成本下降 17.5%, 燃油单价下降 7.8%。

干散货业务收入同比降 0.6%至 64.3 亿元。公司上半年营运天降 12.4%, 日租金水平升 37.8%, 其中 Capesize 船型运价同比升 72.5%至 17056 美元/天。干散业务毛利-1.04 亿元, 亏损较去年同期-10.2 亿元大幅收窄。干散租船成本下降 28.4%, 租入船规模下降 25.8%; 燃油成本下降 18.6%。

公司上半年因拆解 31 条船舶记资产处置损失 9.09 亿元, 公司预计下半年仍将继续拆解部分船舶。上半年汇兑损失 2.8 亿元, 带来财务费用大幅上升。公司收入的 90%, 成本的 80%由

美金计价，去年同期实现汇兑收益 4.2 亿元。

公司集运电商业务稳步推进

公司集运电商领域的实践稳步推进，整合岸上物流资源，通过电商渠道销售内贸精品航线，并尝试这一模式在外贸航线的推广。我们预计公司在电商领域将有更进一步的创新，并尝试与下游更深入的业务合作。

与淡水河谷合作促稳定盈利

公司公告与淡水河谷签署合作框架协议，中散集团与淡水河谷就运输矿石订立长期运价合同，同时，中散将建造 10 艘大型矿砂船并收购淡水河谷所拥有的 4 艘大型矿砂船。

在国务院近期发布的《关于促进海运业健康发展的若干意见》中提及，“加强海运企业与货主的紧密合作、优势互补，推动签订长期合同，有序发展以资本为纽带的合资经营，形成风险共担、互利共赢的稳定关系”。我们认为，未来有望看到更多的船公司与货主之间签订长期共赢的运价合同。

我们认为，公司与淡水河谷的合作在弱市中有望协助公司实现扭亏，稳定业务盈利。但中长期而言这一合作并非利好：1) 公司的新造船计划及淡水河谷大船的靠岸将增加行业有效运力供给；2) 长期运价合约将降低公司盈利的运价弹性。

上调公司评级至“推荐”

我们暂时维持公司 2014/15 年的 EPS 预测-0.36/0.03 元。我们上调公司的投资评级至“推荐”，因 1) 公司市值较可比公司大幅折价；2) 与淡水河谷的合作有助于公司稳定盈利；3) 公司或受益于国企改革，促进业务开拓积极创新及成本节约，带来公司经营的进一步好转。

我们认为公司股价的潜在催化来自于：1) 三季度干散货运价的旺季上涨及集运运价的旺季上涨；2) 公司集运电商业务的推进。

投资风险

行业可比公司股价大幅下滑，宏观经济周期进一步下行带来运价持续低迷。

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；李军，行业证券分析师；周晔，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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn