

## Q414 业绩超预期，上调评级至“推荐”

核心观点：

### 1. 事件

中海集运公布2014年年报，收入增5.51%至362.3亿元，归母净利润10.6亿元，EPS0.09元，扣非后归母净利润5282万元。

### 2. 我们的分析与判断

我们上调公司的盈利预测，上调公司评级至“推荐”。

#### Q4 淡季盈利超预期，显著受益成本优化

公司四季度淡季实现扣非后的净利润3.41亿元，包含了冲回前期可抵扣亏损确认的递延所得税资产3.17亿元的负面影响，四季度经营业绩显著好于市场预期。

公司Q4收入同比增6.6%至94.8亿元，成本同比降17.5%至86.2%亿元，Q4毛利率9.01%，显著高于前三季度，我们认为船公司的成本节约举措、大船化带来的单位成本下降，及燃油价格的显著下滑为公司四季度毛利率的提升作出了重要的贡献。

#### 2014年未充分受益美线运价上升

公司14年太平洋航线平均运价微跌1%，而美线自2014年三季度以来显著回升，因1)美国经济持续复苏；2)美西港口劳资纠纷致拥塞及向美东长航线分流货物。Q115美东运价仍维持较高水平，我们预计公司2015年太平洋航线的运价有望实现同比正增长。

#### 预计2015年继续受益成本端优化

我们曾在前期的报告中提及，集运行业因供给格局较为稳固，同时下游较为分散，船东的议价能力使得船东可以在油价下跌时更多的享有成本红利，我们的观点得到了公司业绩的印证。我们预计这一盈利趋势将在2015年得以延续。

### 3. 投资建议

我们上调公司评级至“推荐”，因：1)行业供给结构优化，2015年将延续成本端优化带来的业绩好转，2016年有望进入供需优化带来的产能利用率提升周期；2)欧洲经济在2015年有望缓慢复苏，推升欧线需求；3)公司积极探索业务与电商相结合有望为公司带来估值溢价。我们上调2015-16年的EPS预测至0.18/0.24元。

### 4. 风险提示

运价竞争更为激烈。燃油价格大幅反弹。

中海集运(601866.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

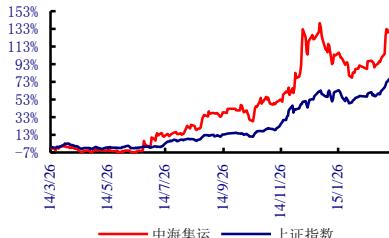
✉: zhouye\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090006

#### 市场数据

	时间 2015.03.25
A股收盘价(元)	5.31
A股一年内最高价(元)	5.71
A股一年内最低价(元)	2.07
上证指数	3660.73
市净率	2.61
总股本(万股)	1168312.50
实际流通A股(万股)	793212.50
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	421.20

#### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

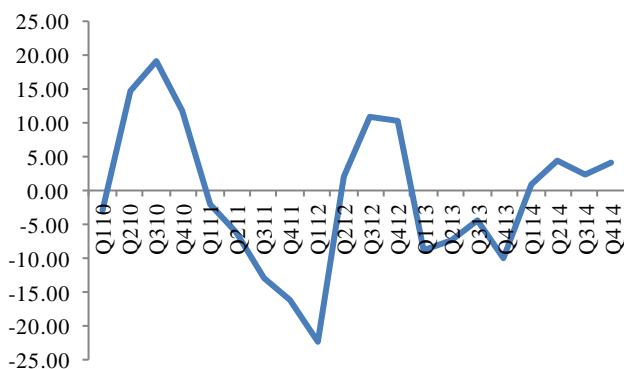
#### 相关研究

表1. 中海集运 2014 年年报利润表 (百万元)

	2014	2013	YoY
营业收入	36,233.5	34,341.0	5.5%
营业成本	(34,880.0)	(36,224.4)	-3.7%
营业税金及附加	(28.3)	(47.4)	-40.3%
管理费用	(916.5)	(912.2)	0.5%
财务费用	(395.4)	(444.4)	-11.0%
资产减值损失	1.7	(5.5)	
投资收益	1,077.7	350.7	207.3%
<b>营业利润</b>	<b>1,092.7</b>	<b>(2,942.2)</b>	
营业外收支	549.3	433.3	26.8%
<b>税前利润</b>	<b>1,642.0</b>	<b>(2,508.9)</b>	
所得税	(557.3)	(111.8)	398.6%
净利润	1,084.7	(2,620.6)	
少数股东损益	(23.4)	(25.5)	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,061.3</b>	<b>(2,646.1)</b>	
EPS (元)	0.09	(0.23)	

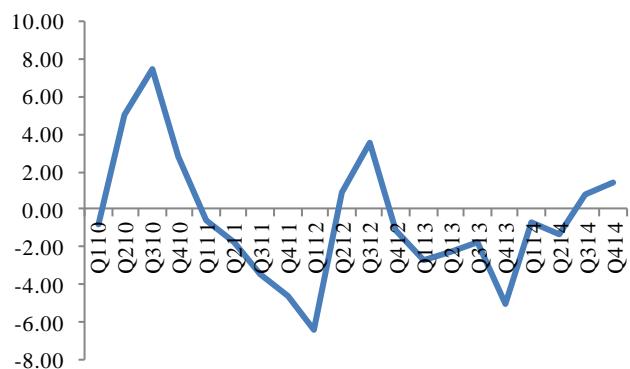
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 1：中海集运 – 季度销售净利率 (%)



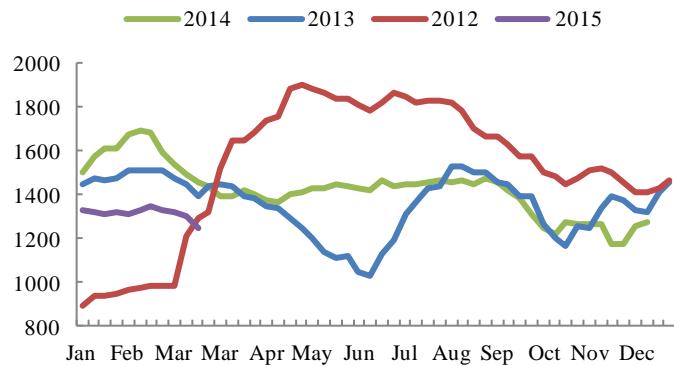
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 2：中海集运 – 季度扣非后 ROE (%)



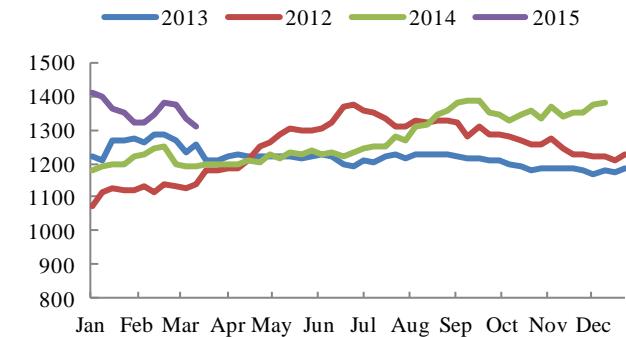
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 3: 中国出口集装箱运价指数 – 欧线



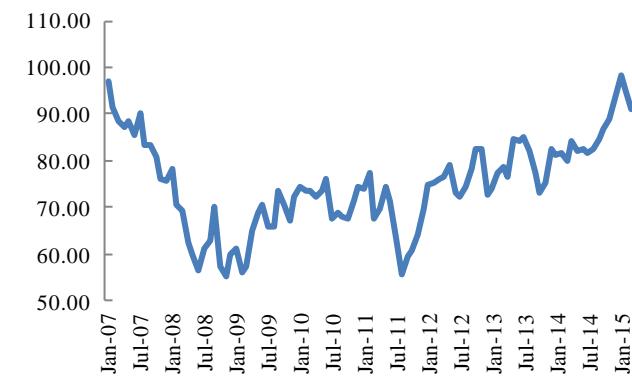
资料来源: 上海航运交易所, 中国银河证券研究部

图 4: 中国出口集装箱运价指数 – 美东



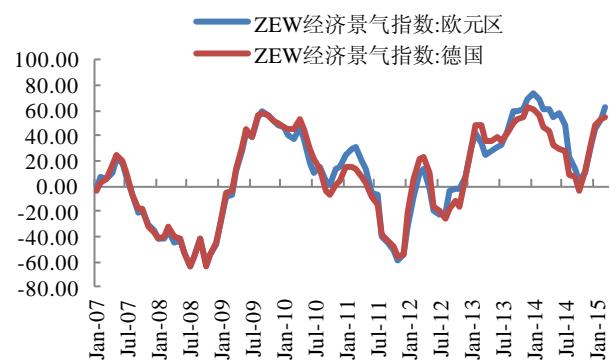
资料来源: 上海航运交易所, 中国银河证券研究部

图 5: 美国:密歇根大学消费者信心指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 6: ZEW 经济景气指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

## 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。本报告清晰准确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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)