

## 业绩大幅减亏, 2015年有望受益集运板块景气回升

核心观点:

### 1. 事件

公司2014年收入升3.94%至643.7亿元, 归母净利润3.62亿元, EPS0.04元。扣非后的归母净利润-13.8亿元, 减亏58.0亿元。

### 2. 我们的分析与判断

#### 集运业务显著回暖

公司集运业务显著回暖, 收入升12.2%至477.4亿元, 箱量增8.5%, 单箱运价升1.7%。业务毛利率6.72%, 其中H214毛利率高达8.71%。盈利显著受益成本控制及油价下降。

集运业务贡献毛利32.1亿元, 较去年升36.5亿元。中远集运在收入规模及盈利能力层面, 显著超越国内集运同行, 亦好于我们的预期。我们预计公司2015年集运业务毛利率将继续小幅回升, 受益成本控制及燃油价格下降。

#### 干散业务继续去杠杆, 实现减亏

公司干散货业务在2014年延续了去杠杆的进程。通过拆解旧船及退租, 公司年末干散自有/租入运力降8.8%/30.3%。干散收入降10.8%至125.6亿元。国际航线TCE运价升8%, 沿海降6%。干散货业务毛利率回升5.9个百分点至-5.7%, 为业务减亏作出重要贡献。我们预计公司2015年将继续降低干散业务的市场风险敞口。

#### 集装箱码头、租赁业务维持稳定

公司集装箱码头业务收入升12.2%至32.3亿元, 其中珠三角及海外码头投资贡献了显著的收入增长; 业务毛利率略升2.6个百分点至35.4%。集装箱租赁收入升1.6%至21.7亿元, 毛利率降至40%。

### 3. 投资建议

我们调整公司2015-16年的EPS预测至0.10/0.13元。我们维持公司的“推荐”评级, 因1) 我们看好集运子行业在2015年-2016年的盈利回升; 2) 公司正在逐步减小干散货业务的市场敞口, 未来与淡水河谷的合作项目落实将为干散货板块贡献稳定的盈利; 3) 我们对公司在国企改革框架下的业务革新和集运业务的电商化开拓前景乐观; 4) 公司作为全球化的物流运营商, 有望受益“一带一路”框架下的海外投资增长。

### 4. 风险提示

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** 维持评级

#### 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

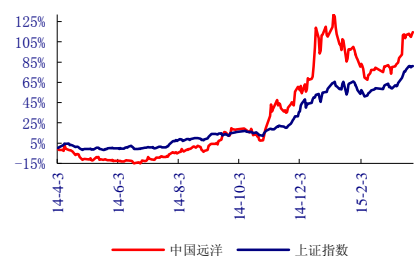
执业证书编号: S0130512090006

#### 市场数据

2015-03-27

A股收盘价(元)	7.35
A股一年内最高价(元)	8.25
A股一年内最低价(元)	2.91
上证指数	3691.10
市盈率	207.13
总股本(万股)	1021627.44
实际流通A股(万股)	1021627.44
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	750.90

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究

## 中国远洋 2014 年利润表

表1. 中国远洋 2014 年年报利润表 (百万元)

	2014	2013	YoY
营业收入	64,374.5	61,934.1	3.9%
营业成本	(59,852.2)	(61,425.5)	-2.6%
营业税金及附加	(89.5)	(156.1)	-42.7%
营业费用	(151.1)	(138.0)	9.5%
管理费用	(4,131.7)	(4,342.0)	-4.8%
财务费用	(2,197.8)	(1,364.0)	61.1%
资产减值损失	(68.7)	(33.1)	107.8%
公允价值变动收益	14.4	18.8	-23.6%
投资净收益	2,116.4	9,899.0	-78.6%
<b>营业利润</b>	<b>14.3</b>	<b>4,393.2</b>	<b>-99.7%</b>
营业外收支	493.0	(649.5)	
<b>利润总额</b>	<b>507.3</b>	<b>3,743.7</b>	
所得税	1,043.5	(864.3)	
净利润	1,550.8	2,879.4	
少数股东损益	(1,188.3)	(2,644.0)	-55.1%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>362.5</b>	<b>235.5</b>	
EPS (元)	0.04	0.02	

资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

## 集运业务显著回暖

公司集运业务显著回暖, 收入升 12.2% 至 477.4 亿元, 箱量增 8.5%, 单箱运价升 1.7%。业务毛利率 6.72%, 其中下半年毛利率高达 8.71%, 显著高于去年全年-1% 的毛利率水平。在运量上升的背景下, 实现燃油成本下降 15%, 盈利显著受益成本控制及油价下降。

集运业务贡献毛利 32.1 亿元, 较去年升 36.5 亿元。中远集运在收入规模及盈利能力层面, 显著超越国内集运同行。我们相信公司的联盟协作、“门到门”服务延伸等战略为集运业务利润水平的提升作出了重要的贡献。

## 干散业务继续去杠杆, 实现减亏

公司干散货业务在 2014 年继续了其去杠杆的进程。通过拆解旧船及退租, 公司年末干散自有/租入运力降 8.8%/30.3%。

业务收入降 10.8% 至 125.6 亿元, 国际航线 TCE 运价升 8%, 沿海航线降 6%。因运力规模下降, 船舶成本降 17.7%, 船舶租赁费降 30.6%。2014 年公司亏损合同拨备冲回 6 亿元。

干散货业务毛利率回升 5.9 个百分点至-5.7%, 为业务减亏作出重要贡献。干散货业务毛

利-7.2 亿元，较 2013 年减亏 9.1 亿元。

## 集装箱码头、租赁业务维持稳定

公司集装箱码头业务收入升 12.2% 至 32.3 亿元，其中珠三角及海外码头投资贡献了显著的收入增长；业务毛利率略升 2.6 个百分点至 35.4%。集装箱租赁业务收入升 1.6% 至 21.7 亿元，业务毛利率降至 40%。

## 汇兑损失、所得税负债转回及营业外收支

公司 2014 年财务费用同比增加 8.3 亿元至 22.0 亿元，因年内美元兑人民币升值，产生汇兑损失 1.91 亿元，较去年汇兑收益 8.7 亿元减少 10.6 亿元。

公司 2014 年所得税费用-10.4 亿元，较去年减少 19.1 亿元，因转回原对应计提递延所得税负债 15.6 亿元。

公司 2014 年记营业外支出 15.2 亿元，包括船舶拆解损失 11.8 亿元；确认预计负债 3.9 亿元。记营业外收入 20.1 亿元，包含政府补助 17.4 亿元。

## 推动业务与电商跨界融合

公司年报中提及，公司在报告期内继续推动传统业务与电商的跨界融合。公司在报告期内将电商平台业务由沿海航线拓展至外贸航线，并积极推进“服务产品化”。我们认为公司的改革和业务创新前景值得期待。

## 盈利预测与投资评级

我们调整公司 2015-16 年的 EPS 预测至 0.10/0.13 元。我们预计公司的集运业务 2015 年毛利率将较 2014 年继续小幅回升，因来自燃油成本下降及节能举措带来的成本端的优化；我们预计公司干散货业务继续去杠杆进程，收入规模继续下降，但因运价低迷，毛利率水平同比小幅下滑。集装箱码头及集装箱租赁业务保持稳定。我们预计公司 2015 年获得的政府补贴收入将同比有所下降。

我们维持公司的“推荐”评级，因 1) 我们看好集运子行业在 2015 年-2016 年的盈利回升；2) 公司正在逐步减小干散货业务的市场敞口，未来与淡水河谷的合作项目落实将为干散货板块贡献稳定的盈利；3) 我们对公司在国企改革框架下的业务革新和集运业务的电商化开拓前景乐观；4) 公司作为全球化的物流运营商，有望受益“一带一路”框架下的海外投资增长。

## 投资风险

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