

运量下降运价大跌 经营进入低潮期

中性

下调评级

分析师: 毛昂 ✉: maoang@chinastock.com.cn ☎: 010-66568732

1. 事件

2009 年 4 月 30 日中国远洋股份有限公司公布 2009 年一季度报告, 公司经营收入 107.58 亿元, 同比增长-61.61%; 净利润-31.41 亿元, 同比下降 95.41 亿元, 基本每股收益-0.33 元。

2. 我们的分析与判断

分析 2009 年一季度业绩的影响, 应该注意以下几个重要方面:

(1) 运输数量下降比较大。2009 年一季度公司集装箱运输量完成 99 万箱, 同比增长-29.70%; 货邮运输量完成 83.47 万吨, 同比增长-4.27%; 客座率完成 73.8%, 同比下降 0.7 个百分点; 平均载运率完成 64.4%, 同比下降 0.7 个百分点;; 在遭受了南方自然灾害、奥运安保、全球经济危机冲击的情况下, 公司主要经营指标旅客吞吐量还是保持增长水平, 只有货邮运输量出现一定下滑局面, 应该还是一个及格的成绩。

(2) 燃油价格大涨, 导致运营成本大增, 利润水平大幅度下降。2008 年公司成本支出 542.48 亿元, 同比增长 14.5%, 其中最主要的是航空燃油上涨非常大。本报告期公司燃油成本 230.86 亿元, 同比增长 26%, 燃油成本已经占到总成本的 42.8%; 毛利率为 9.29%, 下降了 8.71 个百分点, 导致利润水平出现大幅度亏损。

(3) 大规模计提固定资产减值, 导致亏损扩大。公司对 23 架波音 777-200A、空客 300-600 和麦道 90 型飞机 (8-14 年机龄) 进行资产减值计提 15.9 亿元, 对 747 货机计提减值 2.91 亿元, 合计计提固定资产减值准备 18.81 亿元。这样处理的结果进一步扩大了 2008 年的亏损, 但 2009 年以后的折旧就减少了, 有利于 2009-2010 年的经营成本的下降, 经营利润的提高。

(4) 主营业务分行业分析。首先、旅客运输方面, 业务收入 516.74 亿元, 同比增长 1.4%, 旅客周转量 831 亿客公里, 同比增长 1.8%; 每收费客公里为 0.62 元, 基本与 2007 年持平; 其次、航空货运方面, 业务收入 35.77 亿元, 同比增长-5.5%, 货邮运输量 17.86 亿吨公里, 同比增长-9.5%; 每吨公里收入 2.00 元, 同比增长 4.2%。

总体分析, 航空旅客运输主业收入占比达到 91%, 还是保持增长趋势, 而航空货运业务增长明显放缓, 出现下降局面。主要原因是国内消费启动, 航空旅客运输显著增长, 而国内外工业商业受到金融危机影响比较大, 航空货运下降比较大, 也就影响了公司的航空货运业务。

(5) 从国内外业务分析。最大客公里方面, 国内航线完成 933.84 亿客公里, 同比增长+4.4%; 国际航线完成 175.92 亿客公里, 同比增长-4.86%; 最大周转量方面, 国内航线完成 109.85 亿吨公里, 同比增长+5.22%; 国际航线完成 31.91 亿吨公里, 同比增长-13.13%; 说明国内航线增长比较稳定, 而国际航线增长出现一定程度下降。

(6) 运营效率分析。客座率方面，2008 年合计为 73.8%，同比下降 0.94 个百分点；其中国内航线为 75.6%，同比下降 1.05 个百分点；国际航线为 64.9%，同比下降 1.96 个百分点。

(7) 我们注意到，民航总局最新数据显示，2009 年前三个月中国民航国内旅客运输量分别同比上升 21%、13%和 14%，国内航空旅客运输出现明显上升趋势，旅客航空运输量和周转量都大幅度上升，同时客座率上升明显，接近历史最好水平，票价水平也稳步回升，航空货运量下降幅度也明显缩小，国际旅客运输和货运也从大幅度下降逐步转为小幅下滑甚至持平的趋势，全国机场旅客吞吐量明显回升，中国民航业已经率先全球走出低谷进入上升轨道。上述数据将支持民航业务进入新一轮经营上升周期。

3. 投资建议

2009 年受到中国民航市场全面启动上升的影响，公司航空业务增长速度将明显加快；随着全球经济逐步恢复上升，公司旅客运输业务和货运物流将重新恢复增长的趋势；公司获得国家 30 亿元注资后，对公司经营的支持进一步加强，同时国内外航空燃油都出现大幅度下降的局面，公司毛利率将大幅度上升，公司业务将逐步进入一个黄金发展的新时期。

我们预计，公司 2009 年和 2010 年收入分别为 598.21 亿和 642.76 亿，净利润分别为 21.01 亿和 25.31 亿，每股收益分别为 0.32 元和 0.39 元，公司业绩将呈现全面增长局面，2009 年和 2010 年 PE 分别为 19 倍和 16 倍，股票近期大幅度上涨后，股票估值优势有一定下降。我们将公司评级下调为“谨慎推荐”。

表 1: 公司业绩预测表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	47257	55772	56427	59821	64276
销售收入增长率(%)	20.4	18.02	1.17	6.01	7.45
净利润(百万元)	127	1820	-4829	2101	2531
净利润增长率(%)	456.23	1333.07	-365.33	128.32	20.47
摊薄 EPS(元)	0.03	0.28	-0.74	0.32	0.39
PE(X)	237	23	-	19	16
PB(X)	4.2	3.5	5.9	4.9	4.1
PS(X)	0.9	1.1	0.7	1.2	1.3
ROE(%)	1.77%	15.42%	-69.19%	25.16%	25.53%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

评级标准

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。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

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）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独立财务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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908