

罗雄
 021-68407562
 luox@cmschina.com.cn

2009年5月15日

中国远洋(601919.SH)/12.68元

09年干散货业务可以相对乐观

交通运输·水陆运输

目标估值: 16元

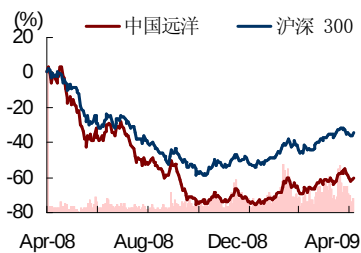
审慎推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	2468
总股本(万股)	1021627
已上市流通股(万股)	216287
总市值(亿元)	1254
流通市值(亿元)	265
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	2.7
资产负债率	50.9%
主要股东	中国远洋运输(集团)总
主要股东持股比例	53.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	50	-58
相对表现	-1	-7	-27



相关报告

和市场不同的是,我们认为干散货需求的复苏将较集装箱和油轮更早和更强劲。而且下半年随着中国经济的复苏,仍将有很好的表现。更看好干散货的主要原因,是干散货的需求受中国经济的影响较大。而我们更看好中国经济的回升。

- **航运业所处的阶段:** 长期来看,中国远洋所从事的干散货航运和集装箱航运业仍处于航运业大调整的初期,将受到运力过剩和激烈竞争的困扰。
- **造成运力过剩的成因:** 1、需求的迅速回落,全球经济复苏后也难以回复到以前的高增长的状态; 2、造船业的产能已今非昔比,在过去的几年获得了极大的提升; 3、造船业和航运业周期的错位。2003年航运周期起步的时候,全球造船产能不足,是造成上轮航运大牛市的重要条件; 而到2008年航运业见顶回落的时候,09、10年仍是船舶的交付高峰。
- **干散货市场可以相对乐观:** 主要原因是目前市场的悲观预期抑制了短期运力的增长(主要是船舶延迟交付),而中国经济的复苏可能较市场预期更为强劲,更多的基础材料的进口将对干散货市场构成有力支撑。
- **集装箱需求复苏力度较弱:** 集装箱市场的需求主要在欧美。从经济情况来看,我们认为,需求的复苏时间将比干散货力度更弱。而且复苏后仍将是一种较低水平上的增长,难以恢复到过去几年的那种高增长状态。就时间而言,复苏时间也将更晚,我们判断集装箱市场的复苏可能要到2010年。
- **2009年公司的赢利预期:** 干散货业务有赢利可能,主要原因是公司在2008年摊消了50多亿的高价位租船成本,和50多亿的FFA帐面亏损。这使得公司在2009年的干散货业务成本被大幅降低了,如果2009年BDI均值能维持在2000—2500点水平,则公司干散货业务赢利可能很大。但2009年仍将是公司非常困难的一年,集装箱业务全年出现较大亏损的概率很大。
- **鉴于对今年干散货市场的乐观预期上调公司投资评级至“审慎推荐”。**

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	93880	114968	51032	60932	67330
同比增长	159%	22%	-56%	19%	11%
营业利润(百万元)	24226	19605	(601)	3358	4081
同比增长	1200%	-19%	-103%	-659%	22%
净利润(百万元)	19110	10830	-2998	271	723
同比增长	1463%	-43%	-128%	-109%	167%
每股收益(元)	1.87	1.06	-0.29	0.03	0.07
PE	6.8	12.0	-43.2	478.4	179.1
PB	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5

资料来源: 招商证券

一、运力过剩制约航运业复苏

中长期来看，中国远洋所从事的干散货航运和集装箱航运业需求将随着全球经济的好转而复苏，但仍将受到运力过剩和激烈竞争的困扰。

我们对需求的判断：航运需求将随着经济的好转而复苏，但这种复苏将是一种较低水平上的增长，难以恢复到过去几年的那种高增长状态。

我们对船舶供给的判断：航运周期和造船周期的错位造成未来的一两年仍有大量运力交付。03年开始的航运超级牛市，在08年中期见顶回落；而造船业的大量定单还将在09、10年交船。

而且在过去几年造船业大发展的过程中积累了大量的产能。相对以前来说，船舶供给能随时满足需求的增长，从而抑制航运企业的收益率水平。

因此，我们对航运业长期的判断是，随着经济的复苏航运业将有所好转，但将停留在较低的赢利水平上。

二、公司干散货业务：今年有望实现赢利

1、干散货行业：09年仍有望走高，BDI 均值达到 2000 点以上

从需求角度考虑：我们认为干散货需求的复苏将较集装箱和油轮更早和更强劲。更看好干散货的主要原因是，干散货的需求受中国经济的影响较大。而我们更看好中国经济的回升。

从对干散货市场影响最大的铁矿石情况看：1、随着经济的复苏，铁矿是进口量将加大。2、由于铁矿石价格的下跌，国内钢厂加大进口比例。

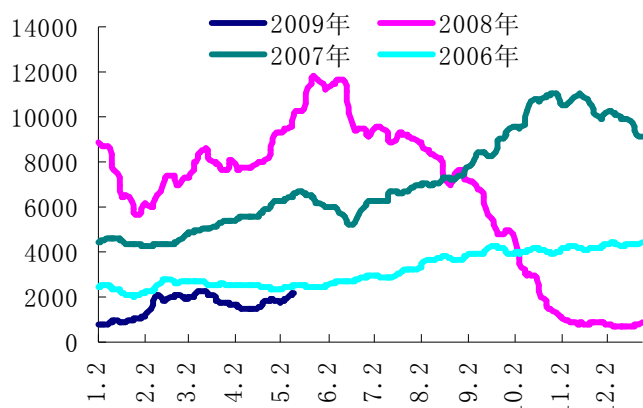
目前的情况是：我国1季度进口铁矿石1.32亿吨，4月进口5800万吨，远远超过了年初的市场预期。当然这里面有厂商囤货的因素，但这也说明了，对铁矿石进口量不宜过度悲观。而且随着下半年钢铁产业的复苏，铁矿石进口量月度数据大幅下降的可能不大。2009年比2008年进口增长10%以上是可以预期的。（2008年进口4.4亿吨）

从煤炭的情况看：由于国际煤价徘徊在每吨63美元已近两个月，由于国内外煤价倒挂局面没有缓和，使得我国煤炭进口量持续增长。进口煤炭的增量也将对干散货市场的需求构成正面影响。

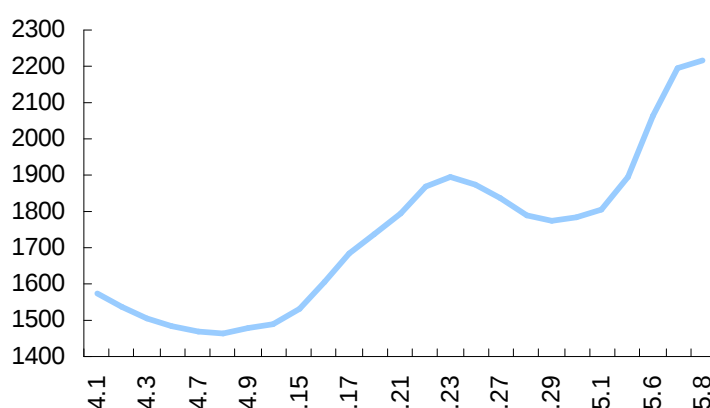
对于干散货市场，我们认为长期走势不容乐观，但对于2009年的情况可以相对乐观。主要原因是悲观预期抑制了短期运力的增长，而中国经济的复苏可能较市场预期更为强劲，更多的基础材料的进口将对干散货市场构成有力支撑。

但中长期来看运力的过剩将最终导致BDI的上行空间被压制，而且从长期看中国对铁矿石的年增长率也将逐步回落，很难再达到过去5年的增长水平。

BDI 下半年有机会突破3000点。公司2009年干散货业务将产生盈利。

图1: BDI指数近年来走势


资料来源: Bloomberg、招商证券

图2: BDI指数近期走势


资料来源: Bloomberg、招商证券

2、公司干散货业务：2000 点很关键

1、干散货经营：

我们预计公司自有船舶的盈亏平衡点在 BDI1600 点左右，自有船舶在 2009 年实现赢利的可能是比较大的。

2、FFA 情况：FFA 浮亏将有所转回

2008 年，公司期末持有的远期运费协议（FFA），结算盈利 10.98 亿元。对 09 年继续持有合约计提了 52.18 亿元的损失。而 08 年底的 BDI 指数仅为 774 点，预计未来公司 FFA 浮亏将有所转回。

从 2009 年一季报的情况来看，随着 BDI 上涨，公司继续持有合约公允价值变动收益为 11.05 亿元，但在一季度结算部分损失金额为 10.54 亿元。

在 BDI 大幅回升的这一个季度内，FFA 合约浮亏并没有随之出现好转。

我们分析有两个可能：1、公司一季度对 FFA 合约的结算是存在明显失误的。2、公司在 2008 年年报中并没有按 774 点进行计提损失，而是选择了一个他们认为合理的点位，比如 1500 点。这就导致了一季度 BDI 虽然上涨，但 FFA 并没有赢利。

3、租入船舶情况：BDI 均值 2000 点很关键

2008 年公司对租入船舶，计提了 52.50 亿元的合同损失，大致按照租入的船舶和 BDI2000 点时比较相差的运价水平。这大幅降低了公司 2009 年的经营压力。

从 2009 年一季报的情况来看，随着 BDI 一季度平均点位为 1562 点，低于 2000 点水平。公司继续计提了 9.8 亿元的损失。

按照我们对 BDI 的判断我们认为在未来的几个季度中租入船舶的情况也将有所好转。

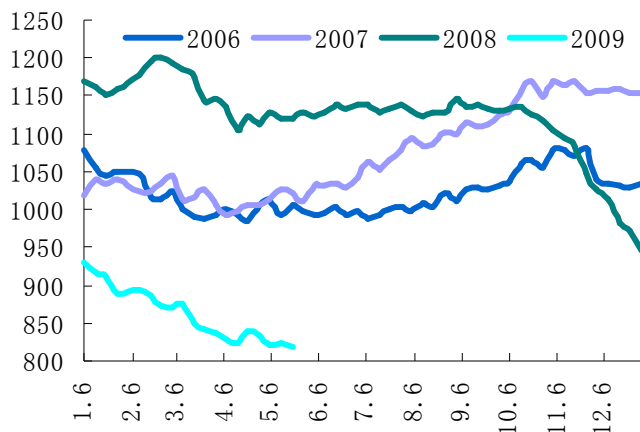
三、集装箱业务：09 年赢利无望

需求复苏力度较弱：集装箱市场的需求主要在欧美。从经济情况来看，我们认为，需求的复苏时间将比干散货力度更弱。而且复苏后仍将是一种较低水平上的增长，难以恢复到过去几年的那种高增长状态。就时间而言，复苏时间也将更晚，我们判断集装箱市场的复苏可能要到 2010 年。

运力过剩严重：船舶过剩的局面依然相当严重，行业内封存运力的情况相当普遍。而运营船舶的利用率也维持在较低水平。总体而言，我们判断行业运力过剩可能超过 15%。

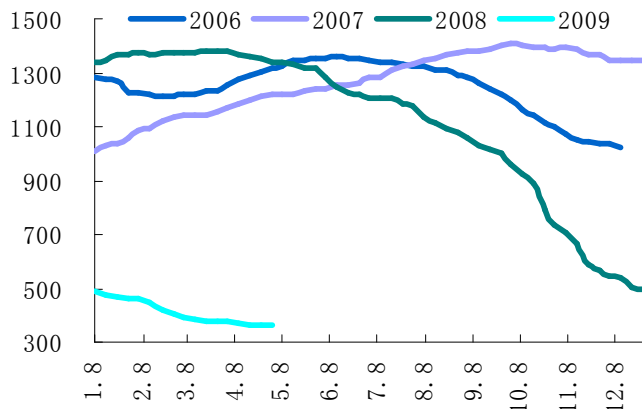
集装箱行业有其自身的一些特点，这是制约行业的赢利能力的根本。集装箱行业是讲究覆盖和占有率，要在这个行业立足必须不断扩充运力提高市场覆盖，否则就会被淘汰。因此从航运企业的角度来说，不扩充运力，就会被市场淘汰；而大家都扩充运力必然造成行业的运力过剩。可以看到的是，过去几年里年集装箱航运需求一直保持较高的增长，但是集运公司普遍盈利不佳，和其自身特征不无关系。

图3：中国出口集装箱运输指数近年来走势



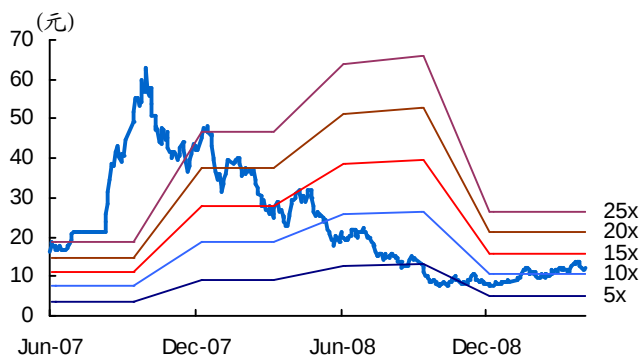
资料来源：上海航交所、招商证券

图4：集装箱租船指数近年来走势



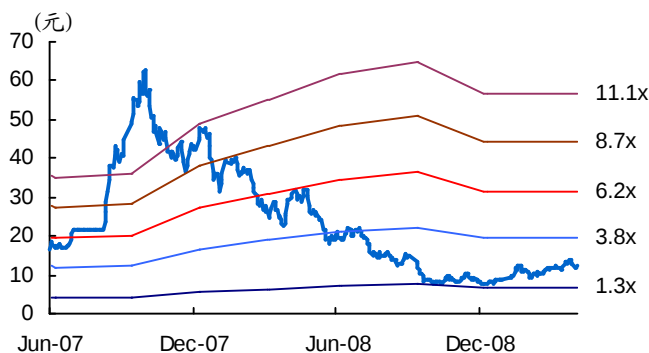
资料来源：上海航交所、招商证券

图5：中国远洋历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图6：中国远洋历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
一、营业总收入	28025	34138	33218	19587	10758
二、营业总成本	20490	25255	25137	21915	13367
其中: 营业成本	18693	23561	23489	20804	12212
营业税金及附加	257	254	258	143	110
毛利	9075	10323	9472	-1361	-1564
营业费用	27	14	26	17	20
管理费用	1106	1185	1154	859	1056
财务费用	399	258	203	-204	130
资产减值损失	8	-17	7	296	-161
三、其他经营收益	544	1570	-1234	-3446	283
公允价值变动收益	-45	-155	-2105	-2899	1105
投资收益	590	1725	871	-547	-822
四、营业利润	8080	10453	6847	-5774	-2326
加: 营业外收入	96	239	438	92	132
减: 营业外支出	3	59	2	5529	1077
五、利润总额	8172	10633	7282	-11211	-3272
减: 所得税	1772	2138	1394	-2353	-130
六、净利润	6401	8495	5888	-8858	-3141
减: 少数股东损益	267	473	333	23	209
七、归属母公司所有者净利润	6134	8022	5556	-8881	-3351

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	54698	43873	21586	17036	14596
现金	37434	32182	12029	5829	2000
交易性投资	2140	280	280	280	280
应收票据	113	113	50	60	66
应收款项	10967	7350	5975	8517	9369
其它应收款	1870	2275	2322	1287	1412
存货	1560	1653	927	1020	1112
其他	615	20	4	42	357
非流动资产	59223	72751	79874	84710	89375
长期股权投资	9682	10904	10904	10904	10904
固定资产	36732	42520	43996	43934	43691
无形资产	1059	1110	1023	921	829
其他	11750	18217	23951	28951	33951
资产总计	113663	116763	101616	101862	103773
流动负债	43511	23930	20183	22211	25573
短期借款	3917	1354	1483	2483	4828
应付账款	9852	8104	7049	7754	8452
预收账款	2699	1709	965	1061	1157
其他	27044	12762	10685	10912	11136
长期负债	16141	31708	19870	16870	13870
长期借款	11832	20459	13459	11459	9459
其他	4309	11249	6411	5411	4411
负债合计	59652	55638	40053	39081	39443
股本	29407	10216	10216	10216	10216
资本公积金	197	28440	28440	28440	28440
留存收益	5911	0	13036	13327	13850
少数股东权益	9077	9033	9871	10799	11824
母公司所有者权益	44934	52092	51693	51983	52506
负债及权益合计	113663	116763	101616	101862	103773

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	22683	23378	2111	6360	7634
净利润	19110	10830	(2998)	415	747
折旧摊销	1262	8476	5305	5378	5350
财务费用	1871	1399	520	1020	1520
投资收益	(3550)	(3120)	1290	(800)	(950)
营运资金变动	2162	4689	(1422)	(584)	(59)
其它	84	8	(584)	930	1026
投资活动现金流	(19252)	(20836)	(12667)	(10214)	(10014)
资本支出	(29525)	(29458)	(12667)	(10214)	(10014)
其他投资	10273	8622	0	0	0
筹资活动现金流	23946	(7442)	(9597)	(2345)	(1450)
借款变动	943	7502	(7683)	(1000)	345
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配	(5140)	(14922)	899	(125)	(224)
其他	(59)	(153)	(2814)	(1220)	(1570)
现金净增加额	27377	(4899)	(20153)	(6200)	(3829)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	93880	114968	51032	61238	67362
营业成本	68265	86546	48847	53731	58567
营业税金及附加	922	913	440	486	535
营业费用	107	85	38	45	50
管理费用	4916	4304	3062	3207	3528
财务费用	1245	656	520	1020	1520
资产减值损失	1	294	(143)	0	0
公允价值变动收益	1688	(5204)	2421	0	0
投资收益	4115	2638	(1290)	800	950
营业利润	24226	19605	(601)	3548	4112
营业外收入	1321	864	527	527	527
营业外支出	142	5593	2308	2308	2308
利润总额	25406	14877	(2381)	1767	2331
所得税	4552	2951	(221)	424	560
净利润	20854	11926	(2160)	1343	1772
少数股东损益	1744	1096	838	928	1025
母公司所有者净利润	19110	10830	(2998)	415	747
EPS (元)	1.87	1.06	(0.29)	0.04	0.07

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	159%	22%	-56%	19%	11%
营业利润	1200%	-19%	-103%	-659%	22%
净利润	1463%	-43%	-128%	-109%	167%
获利能力					
毛利率	27.3%	24.7%	4.3%	12.0%	13.0%
净利率	20.4%	9.4%	-5.9%	0.4%	1.1%
ROE	42.5%	20.8%	-5.8%	0.5%	1.4%
ROIC	29.2%	19.0%	-0.1%	4.2%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	47.7%	39.4%	38.4%	38.0%
净负债比率	15.4%	20.7%	16.7%	15.7%	15.7%
流动比率	1.3	1.8	1.1	0.8	0.6
速动比率	1.2	1.8	1.0	0.7	0.5
营运能力					
资产周转率	0.8	1.0	0.5	0.6	0.6
存货周转率	87.0	71.6	39.6	62.6	63.2
应收帐款周转率	12.0	16.2	10.1	11.4	11.0
应付帐款周转率	8.4	9.6	6.4	7.3	7.2
每股资料(元)					
每股收益	1.87	1.06	-0.29	0.03	0.07
每股经营现金	2.22	2.29	0.21	0.61	0.74
每股净资产	4.40	5.10	5.06	5.08	5.13
每股股利	0.14	0.32	-0.09	0.01	0.02
估值比率					
PE	6.8	12.0	-43.2	478.4	179.1
PB	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA	7.0	8.6	39.5	21.2	18.9

分析师简介

罗雄：招商证券航运业分析师。6 年交通运输行业研究经历。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。