

中国远洋 601919.SS

推荐中国远洋

- **2010 年主要干散货需求坚挺。**中国方面是目前市场担心所在，主要原因在于今年中国铁矿石的进口高增长需求（39%），动力来自于进口替代（国内产量增长（5%））。明年铁矿石涨价以后，中国这部分进口增长是否还在？我们的结论是中国明年基本能维持 12%左右的铁矿石进口增长，乐观预期有 15%左右的增长。小钢厂的进口需求可能提供超预期的因素。除去中国之外的其他主要铁矿石进口国在明年世界钢铁消费量增长 9%—10%的一致预期下，将进口铁矿石增长 23.47%。综合中国与国际两方面，在中性假设下，我们认为明年铁矿石贸易量将同比增长 14%。（详细分析见正文）
- **2010 年其他散货需求。**2009 年中国煤炭进口量将达到 1 亿吨，2010 年预计国际煤价上涨将抑制中国需求，但日、韩、欧、印需求的恢复将主以抵偿中国的煤炭需求增量。预计 2010 年世界焦煤海运贸易量同比增长 6%，动力煤贸易量同经增长 3%。且由于焦煤进口国与动力煤进口国基本是钢铁生产大国，因此煤炭的海运贸易量的增长在世界钢铁消费需求增长的背景下，大概率上将超出我们的估计。我们预计整体干散货市场 2010 年贸易需求同比增长 11%。
- **交船方面不应悲观。**1、截至目前 2009 年干散货船交付量为年初预计的 46%。今年撤单 2/3 集中在散货船。2、从干散货船建造的船厂来看，50%左右的产能建在中国，其中 1/3 以上的船厂在 2009 年之前都是新厂。这些新厂没有与欧洲船东的合作历史，缺乏相应的应对经验。而在船东方面，欧洲船东占了 50%的订单，目前信贷条件远没有中国宽松。这将使它们难以继续贷款融资造船（从今年以来的撤单、与延迟交付的相关报道中可以得到证明），相信其他国家的银行很难在 2010 年放松信贷，特别是海运业。3、目前的船价还在继续往下跌，随着造船工业向中国转移，中国成为第一造船大国后，价格战将不可避免。这会导致撤单继续发生。同时也将使一批发达国家的船厂难以维持生产。我们认为 2010 年新船交付市场将经历一波“超调”（详见报告），我们估计 2010 年散货船新船交付量带来船队规模增长 10%—12%。
- **历史看散货船运费水平。**以近 20 年历史来看，从 2002 年开始的散货船的牛市主要的驱动力来自中国，中国的铁矿石进口从 2002 年的 1.11 亿吨到 2009 的 6.15 吨，不同于以往海运业遭受重创后，需求侧复苏缓慢，现在干散货市场的引擎是中国，而目前中国依然维持着高增长，以现在中国铁矿石进口量已经占世界贸易的 2/3 的地位，中国增长对整个干散货海运业有决定性影响。在明年中国钢铁消费量拉动由基建转向房地产，钢铁产量 12%的增长下，铁矿石进口中性观估依然高达 12—14%。我们认为一个产能过剩的行业，需求侧的拉动是决定价格的主导力量。
- **推荐中国远洋。**基于对明年干散货需求与交船的乐观，我们看好明年干散货运费水平表现。我们估计明年 BDI 平均点位将在 3500 点左右，同时，我们在悲观预期 2500 点，乐观预期 4000 点下，对中国远洋进行了业绩测算。在中性预期下，中国远洋 2010 年 EPS0.23，在悲观预期下中国远洋 2010 年 EPS 为-0.09，在乐观预期下，2010 年 EPS 为 0.39 元，目标价 25 元。目标价的确定主要考虑两个方面，一个是 BDI 与中国远洋股价的历史表现。第二是以中国远洋一个周期内平均 PE 考虑，给予其 20 倍市盈率。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪	交通运输行业高级分析师 8621-63325888×6066 Zhangqi1@orientsec.com.cn
徐捷	交通运输行业资深分析师
投资评级	买入 增持 中性 减持（首次）
股价（2009 年 11 月 16 日）	15.00 元
目标价格（6 个月）	25.00 元
总股本/A 股（万股）	1021627/1021627
国家/地区	中国
行业	海运
报告日期	2009 年 11 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	20.74	-22.40	54.82
相对表现 (%)	6.30	-18.60	-2.17

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

财务预测				
	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入同比	159%	22%	-52%	28%
EBITA 同比	2093%	20%	-123%	-156%
ROE	42%	21%	-10%	11%
ROIC	34%	28%	-9%	3%
EPS	1.87	1.06	-0.48	0.23
每股净资产	4.40	5.10	4.62	4.85
P/E	8.0	14.1	-31.4	66.6
p/B	3.4	2.9	3.2	3.09

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

报告要点导读 (2-5 页)

2010 年主要干散货需求坚挺

中国方面是目前市场担心所在，主要原因在于今年中国铁矿石的进口高增长需求（39%），动力来自于进口替代（国内产量增长（5%））。明年铁矿石涨价以后，中国这部分进口增长是否还在？我们的结论是中国明年基本能维持 12% 左右的铁矿石进口增长，乐观预期有 15% 左右的增长。小钢厂的进口需求可能提供超预期的因素。除去中国之外的其他主要铁矿石进口国在明年世界钢铁消费量增长 9%–10% 的一致预期下，将进口铁矿石增长 23.47%。综合中国与国外两方面，在中性假设下，我们认为明年铁矿石贸易量将同比增长 14%。

中国铁矿石高进口自 2002 年以来一直持续，即使在海运费与铁矿石价格均在高位的 2007 年与 2008 年也保持了高速增长。假设 2010 年铁矿石价格上涨 20%–30% 以后，海运费与进口矿的综合优势与国内矿相比还是存在。

图 1：国产铁矿石量与进口铁矿石量增长比较

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
国产铁矿石量	12%	13%	22%	25%	38%	18%	18%	5%
进口铁矿石量	59%	33%	40%	32%	19%	18%	16%	39%

资料来源：东方证券研究所整理

作一个中性假设，2010 年粗钢产量增长 12%，带来国产矿与进口矿同比增长 12%。如果乐观预计一下，考虑到即使 2007、2008 年的高海运费加高铁矿石价格下，进口矿还增长与国内矿产量同步，那么 2010 年铁矿石进口量增长将在大概率上快于国内产量增长，进口量可以乐观预计在 15% 以上。同时，今年高铁矿石进口中，我们在去除粗钢消耗与铁矿石库存增量以后，还有约 4000 万吨左右的无法解释的增量，这部分增量可能来自于中国难以统计的小钢厂的需求，随着明年钢价的上涨，小钢厂扩产的积极性将是铁矿石增量的超预期因素。在这一方面我们比 CLARKSONS 可能更了解中国，但它一直影响着我国的一致预期，CLARKSONS 在 2009 年 1 月份做出中国 2009 年将进口铁矿石同比增长 8% 的预测，因此我们要注意有时它的预测可能会比较滞后。

国际。目前市场的一致预期，明年除中国外其他国家钢铁产量增长 9%–10%。主要铁矿石进口国的国内铁矿产量已经稳定，铁矿石进口量在 2009 年经济危机之前也基本稳定，2010 年铁矿石产量增长 10%，将带来铁矿石进口约 23.47%，2009 年这些国家铁矿石进口同比下降 31.35%。综合两者 2010 年铁矿石运输量将同比增长 14%。

2010 年其他散货需求

2009 年中国煤炭进口量将达到 1 亿吨，2010 年预计国际煤价上涨将抑制中国需求，但日、韩、欧、印需求的恢复将主以抵偿中国的煤炭需求增量。预计 2010 年世界焦煤海运贸易量同比增长 6%，动力煤贸易量同比增长 3%。且由于焦煤进口国与动力煤进口国基本是钢铁生产大国，因此煤炭的海运贸易量的增长在世界钢铁消费需求增长的背景下，大概率上将超出我们的估计。我们预计整体干散货市场 2010 年贸易需求同比增长 11%。

由于在焦煤贸易方面,集中度很高,主要在澳大利亚、美国、加拿大,应该说主要在澳大利亚(64%),而钢铁生产大国主除中国外,主要为日、韩、印、德。日、韩、印焦煤增量主要依靠进口,在预计钢铁产量回升 10%预测下,即国内提供不了增量,主要依靠,国际进口提供,因此对明年焦煤海运贸易增长 6% (参考了 clarksons), 我们认为存在一定低估。

尽管干散货还有重要的谷物、铝土矿、磷矿石等,但铁矿石和煤炭的需求增量在大致上反映了干散货市场的需求,特别是好望角船的需求。

交船方面不应悲观

1、截至目前 2009 年干散货船交付量为年初预计的 46%。今年撤单 2/3 集中在散货船。这里我想可以反映出两个问题,一是对散货市场不看好。二是散货船容易撤,这可能跟中国迅速新建的散货船产能有关。2、从干散货船建造的船厂来看, 50%左右的产能建在中国,其中 1/3 以上的船厂在 2009 年之前都是新厂。这些新厂没有与欧洲船东的合作历史,缺乏相应的应对经验。而在船东方面,欧洲船东占了 50%的订单,其他国家目前信贷条件远没有中国宽松。这将使它们难以继续贷款融资造船(从今年以来的撤单、与延迟交付的相关报道中可以得到证明),相信其他国家的银行很难在 2010 年放松信贷,特别是对海运业。3、目前的船价还在继续往下跌,随着造船工业向中国转移,中国成为第一造船大国后,价格战将不可避免。这会导致撤单继续发生。同时也将使一批发达国家的船厂难以维持生产。我们在此提出一个“超调”的逻辑。

超调即过度调整,由于运价低迷导致船东撤单与延迟交付,特别是欧洲船东方面。欧洲的信贷依然紧张,我想在目前的情况下,海运业是很难得到贷款的,欧洲等发达国家船东还是难以融资造船。撤单和延迟交付还将在 2010 年继续。并且随着中、日、韩三国的船价竞争,情况未必比 2009 好。因为对于大多数船东来说,2009 年的现金情况是很糟糕的。因此我们认为船舶的交付将会有一波过度调整。从而使短期内,一年时间,使船舶交付难以跟上需求的增长。从而导致运费的上涨。2009 年目前的交付已有这个迹象。**我们觉得目前市场对交付这一块难以乐观的原因,很大一部分原因还在于 CLARKSONS 对一致预期的影响。但目前来看,CLARKSONS 的订单量几乎没变过,那整个市场没有撤单吗?**

我们预计明年散货船增长 8%—10%,逻辑在于今年撤单中 2/3 来自于散货船,因此在目前的订单中我们估计约有 20%的散货订单不存在。同时目前的信贷条件并没有好转,而船东 2009 年现金状况整体应有所恶化,是在此订单基础上,明年继续 30%的撤单与推迟交付,预计 2010 年散货船队增长 10%—12%。

历史看散货船运费水平

以近 20 年历史来看,从 2002 年开始的散货船的牛市主要的驱动力来自中国,中国的铁矿石进口从 2002 年的 1.11 亿吨到 2009 的 6.15 吨,不同于往年海运业遭受重创后,需求侧复苏缓慢,现在干散货市场的引擎是中国,而目前中国依然维持着高增长,以现在中国铁矿石进口量已经占世界贸易的 2/3 的地位,中国增长对整个干散货海运业有决定性影响。在明年中国钢铁消费量拉动由基建转向房地产,钢铁产量 12%的增长下,铁矿石进口中性观估依然高达 12—14%。我们认为一个产能过剩的行业,需求侧的拉动是决定价格的主导力量。

从 2003 年开始，散货船日租金迈上了 10000\$/d 的数量级别，这也是中国钢铁工业扩速扩张的时期，中国铁矿需求主导了干散货市场的发展，从我们能看到的数据，2003 年前 13 年几乎都在这个数量级别以下活动。

历史运费水平也几乎没有出现过两年同比下降的情况。

尽管 2003 年开始的租金水平应该说已是很可观了，但年度交付直到 2008 年都没有明显数量级别的跃升，这里面说明很多新建船厂还未开工，老船厂能力有限。而这些新厂主要来自中国，很多船厂都还没有船下过水。

图 2：干散货船日租金水平、交付运力与年度订单

	干散货船平均日租金	租金同比	年交付(百万载重吨)	年度订单(百万载重吨)	交付/订单比
Date	\$/Day				
1,990	8,142				
1,991	9,460				
1,992	7,278	-27.88	4.7		
1,993	8,837	23.26	7.94		
1,994	9,269	4.77	12.09		
1,995	11,687	28.81	15.47		
1,996	7,740	-33.2	17.5	34.87	53.61%
1,997	7,985	4.27	18.69	29.51	39.92%
1,998	6,217	-22.39	11.78	26.15	48.31%
1,999	6,200	1.05	12.63	23.91	55.29%
2,000	9,108	47.97	13.22	33.68	61.32%
2,001	7,894	-11.53	20.65	35.66	40.19%
2,002	7,257	-3.15	14.33	23.92	48.59%
2,003	14,921	100.83	11.62	31.92	61.62%
2,004	27,770	103.85	19.67	55.82	41.94%
2,005	21,367	-20.66	23.41	68.76	37.75%
2,006	20,028	4.41	25.96	75.53	32.66%
2,007	44,267	121.12	24.67	101.83	23.86%
2,008	39,872	7.47	24.3	241.25	13.32%
2,009	14,185	-59.41	32.13	304.72	

资料来源：东方证券研究所整理

一个产能过剩的行业，在不景气的环境下，在沟通中最容易陷入这样的思路循环，因为产能过剩，所以只要有现金覆盖变动成本，产能就会释放出来，于是又压低价格，因此，价格似乎只能停留在现金平衡上，但我们认为当经济遭受重挫后，经济向上，需求的提升将是主导价格的力量。许许多多的行业都能证明这一点，因此，我们也认为海运费的提升在经济走出谷底时，尽管运力可能存在过剩，但主导运费的力量将来自于经济增长带动的需求。因此我们也看好 2010 年的海运费水平。

推荐中国远洋

基于对明年干散货需求与交船的乐观，我们看好明年干散货运费水平表现。我们估计明年 BDI 平均点位将在 3500 点左右，同时，我们在悲观预期 2500 点，乐观预期 4000 点下，对中国远洋进行了业绩测算。

中性、悲观、乐观的预期主要来自于对中国铁矿石进口的预计，目前中国铁矿石进口量已经占到了世界的 2/3，因此中国因素变动对海运业有决定性影响，特别是在好望角船型上。

我们中性预期是主要基于中国明年铁矿石进口量同比增长 10%，全球铁矿石贸易量同比上升 13.74% 的假设，

悲观的预期主要基于中国进口铁矿石同比上涨 5%，全球铁矿石同比上涨 11%。

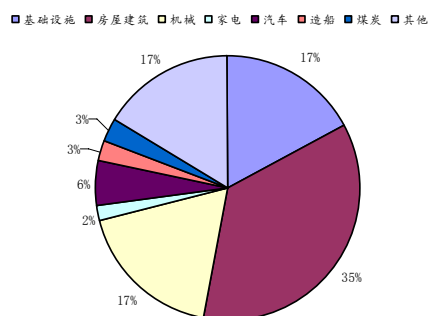
乐观的预期主要基于中国进口铁矿石同比上涨 15%，全球铁矿石同比上涨 16%。

在中性预期下，中国远洋 2010 年 EPS 0.23，在悲观预期下中国远洋 2010 年 EPS 为 -0.09，在乐观预期下，2010 年 EPS 为 0.39 元，我们给予中国远洋目标价 25 元。目标价的确定主要考虑两个方面，一个是 BDI 与中国远洋股价的历史表现。第二是以中国远洋一个周期内平均 PE 考虑，给予其 20 倍市盈率。

第一部分：2010 年干散货需求坚挺

钢铁需求：今年靠基建、明年房地产

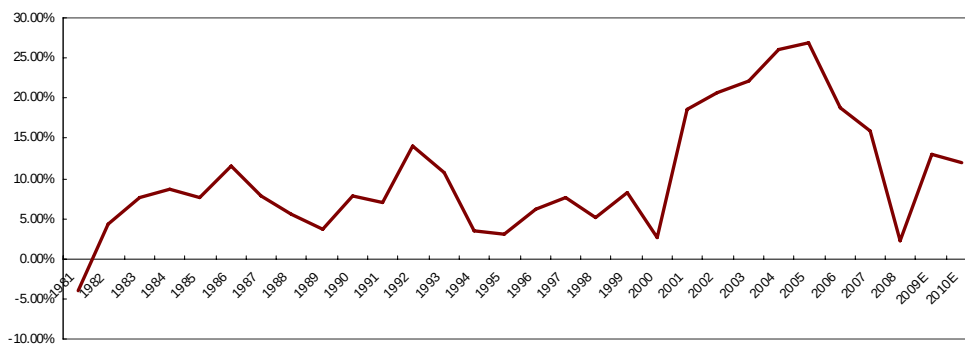
图 3：钢铁下游需求分解



资料来源：东方证券研究所整理

中国钢铁需求明年增长 10%-12%（市场一致预期）

图 4：中国精钢产量增长



资料来源：东方证券研究所整理

国际钢铁消费明年增长 10%（一致预期）

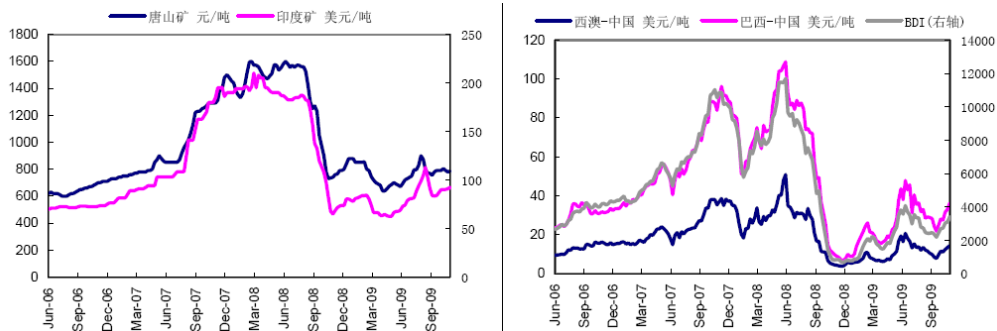
图 5：国际钢铁消费需求

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
世界钢材消费量	92496	95541	10602	115902	124464	110400	121480
	7%	3%	11%	9%	7%	-11%	10.04%
世界钢材消费量	66664	64142	69755	74794	76442	56800	62480
	5%	-4%	9%	7%	2%	-26%	10.00%

资料来源：东方证券研究所

2007、2008 年高海运费与高进口铁矿价，需求增速不减

图 6：进口矿价与海运费趋势



资料来源：东方证券研究所钢铁小组

2010 年中国铁矿石进口需求依然强劲

图 7：2010 年铁矿石需求

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
国产铁矿石量	12%	13%	22%	25%	38%	18%	18%	5%	12%
进口铁矿石量	59%	33%	40%	32%	19%	18%	16%	39%	12%

资料来源：东方证券研究所整理

2010 年世界铁矿石进口需求预测

图 8：世界铁矿石需求预测

铁矿石		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
中国		111.2	147.8	274.6	207.6	325.6	382.8	442.5	615.7	677.3
EU15		119.7	111.9	118.3	121.7	126.2	125.7	120.7	70	90.2
亚洲（除中国）		194.8	199	205.5	200.8	201.6	206.9	210.8	156.7	190.4
其中	日本	129.1	132.1	134.9	132.3	134.3	138.9	140.4	99.6	122.1
	韩国	43.3	41.3	44.2	43.5	43.9	46.2	49.3	41.9	49.5
其他国家		28.1	30.8	28.7	35.8	35.9	34.2	38.1	26.5	31.9
铁矿石贸易量总和		480	516	587	658	723	783	843	893	1016
同比		1%	8%	14%	12%	10%	8%	8%	6%	13.74%

资料来源：东方证券研究所整理

2010 年其他散货需求预测——焦煤

图 9：世界焦煤需求预测——可能存在低估

焦煤		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
中国		1.7	2.3	5.2	4.8	2.5	3.4	3.2	32.5	24
EU		35.5	36.5	40.5	39.7	40.1	43.3	42.7	31.3	35.2
亚洲（除中国）										
其中	日本	67.2	67.6	60.8	63.4	72.9	74.4	75.6	61.3	72.5
	韩国	20	20.3	21.8	20.6	20.1	21.2	22.6	16.3	19.8
焦煤贸易量总和		169	178	179	184	190	297	219	207	219
焦炭贸易量总和		-3%	5%	1%	3%	3%	9%	6%	-6%	6%

资料来源：东方证券研究所整理

2010 年其他散货需求预测——动力煤

图 10：世界动力煤需求预测——可能存在低估

动力煤		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
中国		7.6	4.6	3.8	5.6	9.9	16.4	14.6	62.6	40
日本		96.8	107.1	117.8	119.8	119	126.4	131	111.5	122.5
韩国		50.1	51.4	57.2	56.1	59.6	62.1	73.4	77.4	84.3
印度		10.3	8.8	11.4	19.4	23.4	29.1	35.6	43.5	50
EU15		123	135	145.4	143.5	160	150.3	142.8	134.7	133.7
动力煤贸易量总和		402	441	481	504	539	565	576	593	611.2
		17%	10%	9%	5%	7%	5%	2%	3%	3.07%

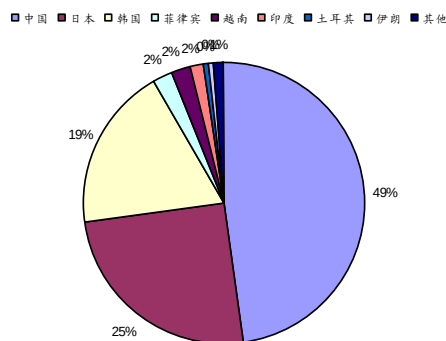
资料来源：东方证券研究所整理

第二部分：交船不应悲观

截至目前散货交船量为今年预计交付的 46%。

中国散货船产能为世界一半，其中 1/3 为新建船厂

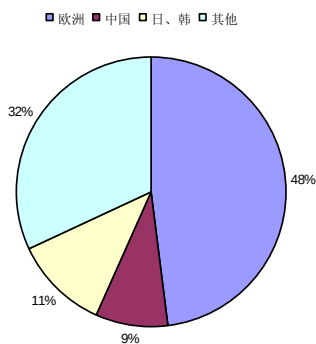
图 11：干散货船产能



资料来源：东方证券研究所整理

船东方面，欧洲船东占到世界订单的一半

图 12：船东结构



资料来源：东方证券研究所整理

1、截至目前 2009 年干散货船交付量为年初预计的 46%。今年撤单 2/3 集中在散货船。这里我想可以反映出两个问题，一是对散货市场不看好。二是散货船容易撤，这可能跟中国迅速新建的散货船产能有关。2、从干散货船建造的船厂来看，50%左右的产能建在中国，其中 1/3 以上的船厂在 2009 年之前都是新厂。这些新厂没有与欧洲船东的合作历史，缺乏相应的应对经验。而在船东方面，欧洲船东占了 50% 的订单，其他国家目前信贷条件远没有中国宽松。这将使它们难以继续贷款融资造船（从今年以来的撤单、与延迟交付的相关报道中可以得到证明），相信其他国家的银行

很难在 2010 年放松信贷，特别是对海运业。3、目前的船价还在继续往下跌，随着造船工业向中国转移，中国成为第一造船大国后，价格战将不可避免。这会导致撤单继续发生。同时也将使一批发达国家的船厂难以维持生产。我们在此提出一个“超调”的逻辑。

超调即过度调整，由于运价低迷导致船东撤单与延迟交付，特别是欧洲船东方面。欧洲的信贷依然紧张，我想在目前的情况下，海运业是很难得到贷款的，欧洲等发达国家船东还是难以融资造船。撤单和延迟交付还将在 2010 年继续。并且随着中、日、韩三国的船价竞争，情况未必比 2009 好。因为对于大多数船东来说，2009 年的现金情况是很糟糕的。因此我们认为船舶的交付将会有一波过度调整。从而使短期内，一年时间，使船舶交付难以跟上需求的增长。从而导致运费的上涨。2009 年目前的交付已有这个迹象。我们觉得目前市场对交付这一块难以乐观的原因，很大一部分原因还在于 CLARKSONS 对一致预期的影响。但目前来看，CLARKSONS 的订单量几乎没变过，那整个市场没有撤单吗？

我们预计明年散货船增长 8%–10%，逻辑在于今年撤单中 2/3 来自于散货船，因此在目前的订单中我们估计约有 20% 的散货订单不存在。同时目前的信贷条件并没有好转，而船东 2009 年现金状况整体应有所恶化，是在此订单基础上，明年继续 30% 的撤单与推迟交付，预计 2010 年散货船队增长 10%–12%。

第三部分：历史看散货船运费水平

2002 年中国铁矿石进口高增长主导干散货行情

租金水平 2003 年开始跨过 10000\$/d

中国需求依然强劲，干散货市场需求侧恢复迅速

图 13：干散货船日租金水平、交付运力与年度订单

	干散货船平均日租金	租金同比	年交付(百万载重吨)	年度订单(百万载重吨)	交付/订单比
Date	\$/Day				
1,990	8,142				
1,991	9,460				
1,992	7,278	-27.88	4.7		
1,993	8,837	23.26	7.94		
1,994	9,269	4.77	12.09		
1,995	11,687	28.81	15.47		
1,996	7,740	-33.2	17.5	34.87	53.61%
1,997	7,985	4.27	18.69	29.51	39.92%
1,998	6,217	-22.39	11.78	26.15	48.31%
1,999	6,200	1.05	12.63	23.91	55.29%
2,000	9,108	47.97	13.22	33.68	61.32%
2,001	7,894	-11.53	20.65	35.66	40.19%
2,002	7,257	-3.15	14.33	23.92	48.59%

2,003	14,921	100.83	11.62	31.92	61.62%
2,004	27,770	103.85	19.67	55.82	41.94%
2,005	21,367	-20.66	23.41	68.76	37.75%
2,006	20,028	4.41	25.96	75.53	32.66%
2,007	44,267	121.12	24.67	101.83	23.86%
2,008	39,872	7.47	24.3	241.25	13.32%
2,009	14,185	-59.41	32.13	304.72	

资料来源：东方证券研究所整理

以近 20 年历史来看，从 2002 年开始的散货船的牛市主要的驱动力来自中国，中国的铁矿石进口从 2002 年的 1.11 亿吨到 2009 的 6.15 吨，不同于往次海运业遭受重创后，需求侧复苏缓慢，现在干散货市场的引擎是中国，而目前中国依然维持着高增长，以现在中国铁矿石进口量已经占世界贸易的 2/3 的地位，中国增长对整个干散货海运业有决定性影响。在明年中国钢铁消费量拉动由基建转向房地产，钢铁产量 12% 的增长下，铁矿石进口中性观估依然高达 12-14%。我们认为一个产能过剩的行业，需求侧的拉动是决定价格的主导力量。

从 2003 年开始，散货船日租金迈上了 10000\$/d 的数量级别，这也是中国钢铁工业扩速扩张的时期，中国铁矿需求主导了干散货市场的发展，从我们能看到的数据，2003 年前 13 年几乎都在这个数量级别以下活动。

历史运费水平也几乎没有出现过两年同比下降的情况。

一个产能过剩的行业，在不景气的环境下，在沟通中最容易陷入这样的思路循环，因为产能过剩，所以只要有现金覆盖变动成本，产能就会释放出来，于是又压低价格，因此，价格似乎只能停留在现金平衡上，但我们认为当经济遭受重挫后，经济向上，需求的提升将是主导价格的力量。许许多多的行业都能证明这一点，因此，我们也认为海运费的提升在经济走出谷底时，尽管运力可能存在过剩，但主导运费的力量将来自于经济增长带来的需求。因此我们也看好 2010 年的海运费水平。

第四部分：推荐中国远洋

中国远洋收入与营业毛利结构

图 14：中国远洋收入结构（1-3 季度）

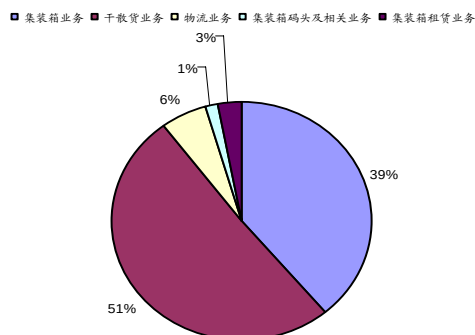
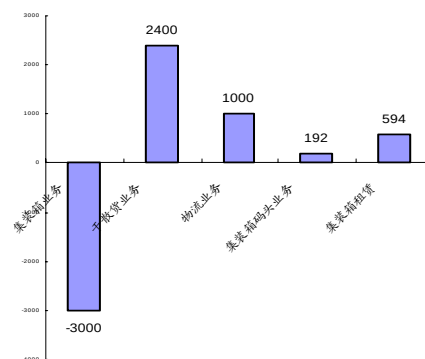


图 15：中国远洋营业毛利构成（1-3 季度）



资料来源：公司数据、东方证券研究所整理

集装箱分部

图 16: 集装箱量结构

■ 太平洋航线 ■ 亚欧航线 ■ 亚洲区内航线 ■ 其他国际航线 ■ 中国国内航线

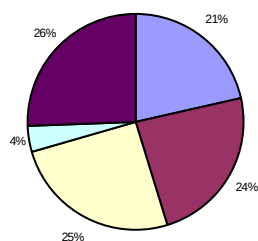
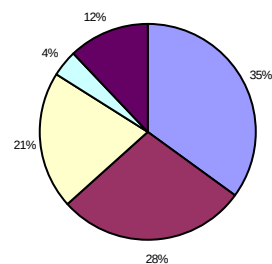


图 17: 集装箱收入结构

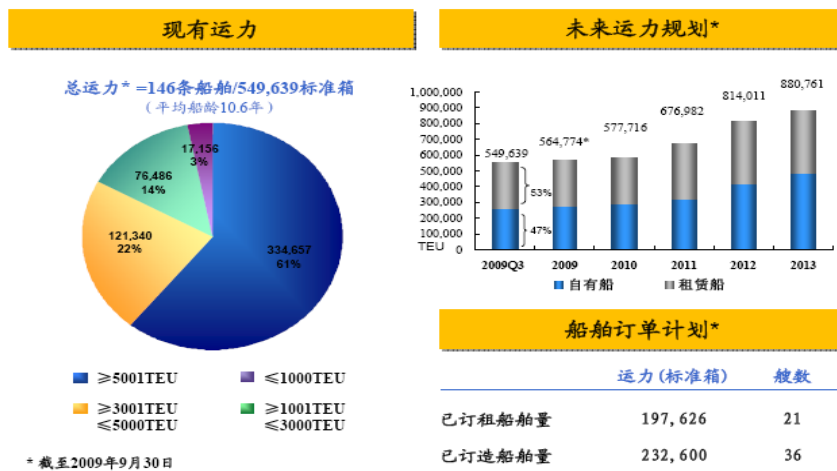
■ 太平洋航线 ■ 亚欧航线 ■ 亚洲区内航线 ■ 其他国际航线 ■ 中国国内航线



资料来源: 公司数据、东方证券研究所整理

集装箱运力发展

图 18: 集装箱运力发展规划



资料来源: 公司数据、东方证券研究所整理

干散货

图 19：干散货货运量结构

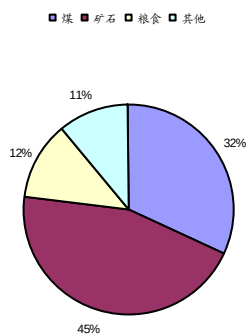
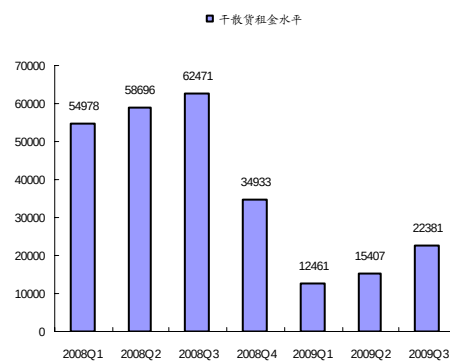
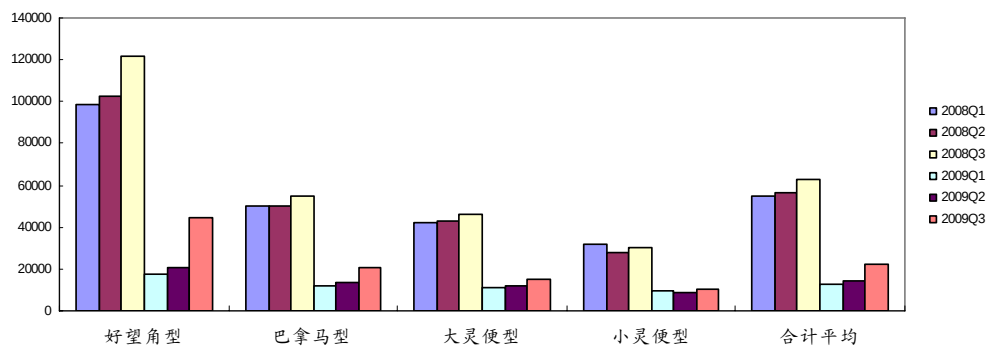


图 20：散货船平均租金水平（\$/d）



资料来源：公司数据、东方证券研究所整理

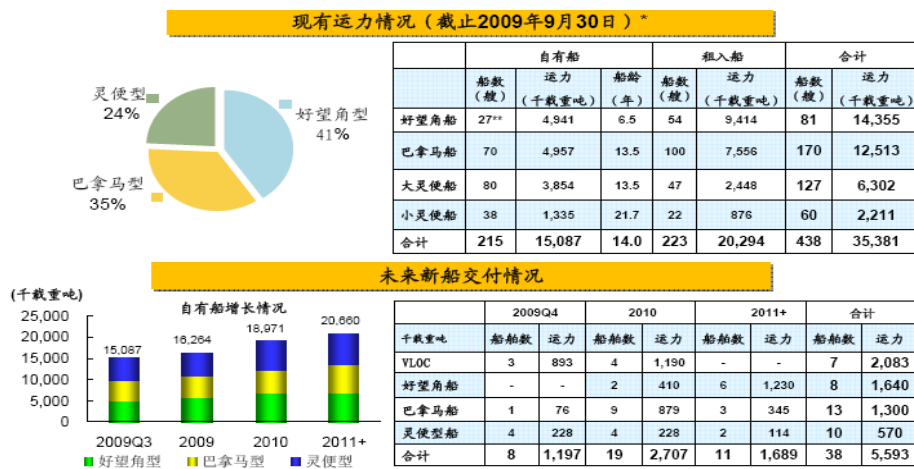
图 21：散货船不同船型租金水平 2009 年变动



资料来源：公司数据、东方证券研究所整理

干散货船运力发展

图 22：散货船不同船型租金水平 2009 年变动



资料来源：公司数据、东方证券研究所整理

物流业务

图 23：物流业务情况

第三方物流	7-9 (09)	7-9 (08)	同比	1-9 (09)	1-9 (08)	同比
产品物流						
其中：家电物流（千件）	13757	13317	3.30%	38138	42756	-10.80%
化工物流（百万元）	20	13	53.80%	61	47	29.80%
工程物流（百万元）	328	399	-17.80%	945	900	5.00%
船舶代理业务（艘次）	38074	34716	9.70%	103036	100052	3%
货运代理业务						
海运代理						
其中：散杂货（千吨）	43867	33957	29.20%	123008	110022	11.80%
集装箱货（标准箱）	524107	572773	-8.50%	1411119	17200684	-18%
空运货代（吨）	24628	31102	-20.80%	63094	89642	-29.60%

资料来源：公司数据、东方证券研究所整理

码头业务

图 24：码头业务情况

	2009 年 7-9 月	同比变化	2009 年 1-9 月	同比变化
环渤海湾	4529.3	3.50%	13023.1	1.90%
青岛前湾码头	2264.1	2.60%	6691.5	2.60%
大连港集装箱股份有限公司	279.4	6.20%	867.9	3.90%
大连港集装箱码头	816.1	15.10%	2130.9	7.50%
天津五洲国际集装箱码头	410.8	-13.50%	1108.1	-12.70%
营口集装箱码头	304.7	21.50%	826.8	12.60%
长江三角洲地区	2204.7	-9.90%	6106.8	-13.00%
上海集装箱码头	735.3	-18.80%	2165.6	-21.40%
上海浦东国际集装箱码头	607.1	-14.70%	1733	-14.50%
张家港永喜集装箱码头	208	18.30%	509.5	-7.80%
扬州远扬国际码头	63.7	-22.60%	157.6	-24.80%
宁波远东码头	317.7	29.80%	812.5	27.00%
珠江三角洲及东南沿海地区	3765.9	-6.60%	9668.4	-10.40%
中国-国际货柜码头（香港）有限公司	387.1	-20.70%	1044.6	-23.90%
盐田国际集装箱码头	2434	-12.80%	6225.2	-11.80%
广州南沙海港集装箱码头	624.6	33.90%	1508.9	-2.30%
泉州太平洋集装箱码头	245.4	11.40%	685.1	-0.70%
晋江太平洋港口发展有限公司	74.8	10.30%	204.6	55.90%
海外地区	1153.4	-12%	3061.9	-16.40%
中远-新港码头	263.7	-26.60%	626.1	-39.60%
安特卫普码头	173.3	-42.10%	470.3	-46.10%
苏伊士运河码头	716.4	9.90%	1965.5	12.20%
集装箱总吞吐量	11653.2	-4.20%	31860.2	-7.00%

资料来源：公司数据、东方证券研究所整理

盈利预测关键假设

集装箱业务

2010 年集装箱货量同比上升 7%，其中亚欧航线同比上涨 10%，太平洋航线上涨 8%，其他航线上涨 6%。运费同比上升 10%

干散货业务

2010 年中国铁矿石进口同比上升 10%，全球铁矿石运量同比上升 13.74%，BDI 相较于 2009 平均水平上涨 40%。

	2009E		2010E		2011E
--	-------	--	-------	--	-------

基本情况	营业收入	营业成本	营业利润		营业收入	营业成本	营业利润		营业收入	营业成本	营业利润
集装箱业务	22173	28082	-5909		26097	28729	-2632		31577	31602	-25
干散货业务	28002	25263	2739		39202	31692	7510		42730	35495	7235
物流业务	3016	1624	1392		3227	1738	1489		3550	1912	1638
集装箱码头业务	629	372	257		673	398	275		740	439	301
集装箱租赁业务	1616	832	784		1729	890	839		1902	979	923
	55436	56173	-737		70928		7481				10072
考虑 FFA、营业外收入、投资收益后			-5091				3127				5689
EPS			-0.49				0.23				0.41

悲观情况

集装箱业务

集装箱运量同比上涨 7%，运费同比上涨 10%。

中国进口铁矿石同比上涨 5%，全球铁矿石同比上涨 11%，BDI2500 点

	2009E				2010E				2011E		
基本情况	营业收入	营业成本	营业利润		营业收入	营业成本	营业利润		营业收入	营业成本	营业利润
集装箱业务	22173	28082	-5909		26097	28729	-2632		31577	31602	-25
干散货业务	28002	25263	2739		30885	27789	3096		41428	36125	5303
物流业务	3016	1624	1392		3227	1738	1489		3550	1912	1638
集装箱码头业务	629	372	257		673	398	275		740	439	301
集装箱租赁业务	1616	832	784		1729	890	839		1902	979	923
	55436	56173	-737				3067				8140
考虑 FFA、营业外收入、投资收益后			-5091				-1200				3269
EPS			-0.49				-0.09				0.24

乐观情况

乐观的预期主要基于中国进口铁矿石同比上涨 15%，全球铁矿石同比上涨 16%。

	2009E				2010E				2011E		
基本情况	营业收入	营业成本	营业利润		营业收入	营业成本	营业利润		营业收入	营业成本	营业利润
集装箱业务	22173	28082	-5909		26097	28729	-2632		31577	31602	-25
干散货业务	28002	25263	2739		47611	37894	9717		47248	39738	7510
物流业务	3016	1624	1392		3227	1738	1489		3550	1912	1638
集装箱码头业务	629	372	257		673	398	275		740	439	301
集装箱租赁业务	1616	832	784		1729	890	839		1902	979	923
	55436	56173	-737				9688				10347

考虑 FFA、营业外收入、投资收益后		-5091			5300			6002
EPS		-0.49			0.39			0.44

在中性预期下，中国远洋 2010 年 EPS0.23，在悲观预期下中国远洋 2010 年 EPS 为-0.09，在乐观预期下，2010 年 EPS 为 0.39 元，我们给予中国远洋目标价 25 元。目标价的确定主要考虑两个方面，一个是 BDI 与中国远洋股价的历史表现。第二是以中国远洋一个周期内平均 PE 考虑，给予其 20 倍市盈率。

图 25:财务预测

	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	54441	44012	11717	13147	营业总收入	93880	114968	55436	70928
现金	37434	32182	5544	7093	营业总成本	75456	92797	60810	68706
应收票据	113	113	55	71	营业成本	68265	86546	56173	63447
应收账款	8936	5287	2550	2837	销售费用	107	85	78	99
预付账款	2031	2063	1123	952	管理费用	4916	4304	3898	3921
存货	1560	1653	1067	1205	财务费用	1245	656	213	665
非流动资产	59223	72751	72503	76827	其他经营收益	5803	-2566	-1361	907
长期投资	10028	11338	11338	11338	投资净收益	4115	2638	-1361	907
固定资产	36741	42521	44770	48360	营业利润	24226	19605	-6735	3129
在建工程	9118	13275	14226	14938	营业外收入减支出	1179	-4729	1890	0
无形资产	1069	1140	2217	2128	利润总额	25406	14877	-4845	3129
资产合计	113663	116763	84221	89974	减：所得税	4552	2951	-484	626
应付项目	16175	13110	11235	5076	净利润	20854	11926	-4360	2503
付息负债	19915	26485	17751	55398	少数股东损益	1744	1096	523	200
短期借款	3917	1354	-5923	40915	归属母公司净利润	19085	10830	-4883	2303
长期付息负债	15998	25131	23674	14483					
其他负债	23562	16043	-5	6	成长能力				
负债合计	59652	55638	28981	60480	营业收入同比	159%	22%	-52%	28%
所有者权益	54011	61125	55240	29494	EBITA 同比	2093%	20%	-123%	-156%
实收资本	10216	10216	10216	10216	归属母公司净利润同比	1460%	-43%	-145%	-147%
资本公积	29407	28440	28440	28440	利润水平				
留存收益	5311	13436	8557	10860	销售毛利率	27%	25%	-1%	11%
少数股东权益	9077	9033	8026	8418	销售净利率	22%	10%	-8%	4%
负债和权益合计	113663	116763	84221	89974	整体绩效				
					ROE	42%	21%	-10%	11%
经营活动现金流	21068	15029	3755	-434	ROIC	34%	28%	-9%	3%
净利润	20854	11926	-4360	2503	运营效率				
折旧摊销	4145	3629	3032	3994	应收账款周转率	12.0	16.2	14.1	26.3
营运资金变动	2637	53	3564	-6024	存货周转率	87.0	71.6	40.8	62.4
投资活动现金流	-24411	-14520	-4145	-7411	偿债能力				

资本支出	-25049	-13637	-7310	-8207	流动比率	2.5	2.6	2.2	0.3
长期投资	2325	1328	-1361	907	速动比率	2.4	2.5	2.0	0.3
筹资活动现金流	32951	-5761	-26249	9394	EBITA / I	147.3	286.2	-24.2	4.3
短期借款	630	-2562	-7277	46838	资产负债率	52%	48%	34%	67%
长期借款	4092	9133	-1457	-9191	每股指标				
普通股增加	4012	0	0	0	EPS	1.87	1.06	-0.48	0.23
资本公积	19811	-967	0	0	每股净资产	4.40	5.10	4.62	4.85
其他	4406	-11365	-17515	-28253	P/E	8.0	14.1	-31.4	66.6
现金净增加额	29608	-5252	-26638	1549	p/B	3.4	2.9	3.2	3.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所

分析师承诺

章琪、徐捷：交通运输行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn