

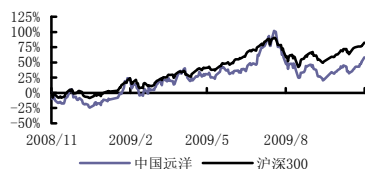
交通运输 - 航运业

2009 年 11 月 17 日

市场数据	2009 年 11 月 16 日
当前价格 (元)	15.67
52 周价格区间 (元)	7.50-19.99
总市值 (百万)	160089.02
流通市值 (百万)	74330.13
总股本 (百万股)	10216.27
流通股 (百万股)	4743.47
日均成交额 (百万)	1145.97
近一月换手 (%)	27.51%
Beta (2 年)	1.6
第一大股东	中国远洋运输(集团)总公司
公司网址	http://www.chinacosco.com.cn

财务数据	FYE
毛利率	24.72%
净利率	9.42%
净资产收益率	20.79%
总资产收益率	1021.38%
资产负债率	47.65%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	14.78
市净率	3.07

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中国远洋	15.39%	-0.06%	59.90%
沪深 300	11.85%	8.41%	86.55%

交通运输研究小组

0755-83199599&8237
luosp@cscsco.com.cn

分析师申明

本人，交通运输研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

经济改善、业绩难回

—中国远洋（601919）投资价值分析报告

评级： 中性

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	114968.33	45987.33	55184.80	66221.76
净利润 (百万元)	10830.36	-5696.40	-249.62	3703.64
每股收益 (元)	1.06	-0.56	-0.02	0.36
净利润增长率%	-43.25%	-152.83%	-	-
每股净资产 (元)	5.10	4.8	4.6	4.9
市盈率	14.78	-	-	43.52

资料来源：世纪证券研究所

- **公司概况。**中国远洋控股股份有限公司提供集装箱航运、干散货航运、物流、码头和集装箱租赁服务。公司凭借市场经验和全球性优势，不断提升航运综合能力，拓宽物流服务领域，发展成为全球领先的航运与物流供应商。
- **公司主营业务、收益成本分析。**2009 年上半年取得营业收入人民币 228.5 亿元，其中集装箱运输及相关业务、干散货运输业务分别占比 39.82%、46.58%。而两者主营业务均出现亏损，尤其集装箱运输业务毛利率为-35.3%，是造成公司亏损的主要来源。
- **2009 年以来的形势。**公司 1-9 月营业收入金额为 386.78 亿元，同比下降 59.5%。其中前三季度集装箱航线货运量累计为 3,780,989 标准箱，较去年同期下降 16.7%，集装箱航线总收入下降 49.6%至人民币 152.90 亿元；干散货运输完成货运量 1,005,889,732 吨，同比下降 5.7%。
- **经济改善、业绩难回。**经济的复苏将使干散货运量将会得以改善，但运力压力依然严峻，且目前运价已经透支了部分上涨空间，干散货运输业务改善空间有限。而同时淡季来临和运力压力也使公司集装箱业务短期难有起色，业绩改善压力严峻。
- **投资评级。**我们预测 09、10、11 年的每股收益分别为-0.56 元、-0.02 元、0.36 元，给予中性评级。

公司概况

中国远洋控股股份有限公司（简称“中国远洋”）于 2005 年 3 月在中华人民共和国注册成立，2005 年 6 月在香港联交所主板成功上市（股票编号：1919），2007 年 6 月在上海证券交易所成功上市（股票编号：601919）。中国远洋是中国远洋运输（集团）总公司（与其下属公司合称“中远集团”，全球第二大综合性航运公司）的上市旗舰和资本平台。

中国远洋目前拥有：（1）中远集装箱运输有限公司（“中远集运”）100%权益；（2）中远散货运输有限公司（“中远散运”）、青岛远洋运输有限公司（“青岛远洋”）、中远（香港）航运有限公司（“香港航运”，公司透过 Golden View Investment Limited 持有该公司股权）和深圳远洋运输股份有限公司（“深圳远洋”）100%权益。（3）中远太平洋有限公司（“中远太平洋”，一家于香港联交所上市的公司，股票代码：1199）约 51%权益；（4）中国远洋物流有限公司（“中远物流”）51%直接权益，并通过中远太平洋持有中远物流 49%权益。中国远洋目前通过下属各子公司为国际和国内客户提供涵盖整个航运价值链的集装箱航运、干散货航运、物流、码头和集装箱租赁服务。

中国远洋透过全资子公司中远集装箱运输有限公司（“中远集运”）经营集装箱航运及相关业务。截至 2009 年 9 月 30 日，中远集运的船队共经营 146 艘船舶，总运力达 549,639 标准箱，57 艘集装箱船舶订单，总运力达 430,226 标准箱。在全球超过 51 个国家和地区的 149 多个港口挂靠，经营 74 条国际航线、12 条国际支线、20 条中国沿海航线及 62 条珠江三角洲和长江支线。

中国远洋透过中远散货运输有限公司（“中远散运”）、青岛远洋运输有限公司（“青岛远洋”）、中远（香港）航运有限公司（“香港航运”）及深圳远洋运输股份有限公司（“深圳远洋”）经营干散货航运业务。于 2009 年 9 月 30 日，中国远洋经营 438 艘干散货船，其中 215 艘属公司

拥有, 223 艘属租入运力, 总运力达 50,468,012 载重吨, 为全球最大的干散货船队。

中国远洋透过控股子公司, 中国远洋物流有限公司 (“中远物流”, 公司直接持有其 51%权益并通过中远太平洋间接持有其 49%权益) 提供包括第三方物流及船舶代理、货运代理在内的综合物流服务。中远物流是国内最大的现代物流服务供应商。中国远洋透过中远太平洋有限公司 (“中远太平洋”, 一家于香港联合交易所有限公司主板上市的公司, 本公司持有其约 51%权益) 经营码头业务, 世界排名第五。中国远洋透过中远太平洋下属的佛罗伦货箱控股有限公司 (“佛罗伦”) 经营集装箱租赁业务, 集装箱租赁业务占位居世界第二。另外, 本公司还通过中远太平洋的参股联营公司中国国际海运集装箱 (集团) 股份有限公司 (“中集集团”) (中远太平洋于 2008 年 3 月 24 日持有其 21.8%的权益) 从事集装箱制造业务, 中集集团是目前世界最大的集装箱制造公司, 占有超过 50%的市场份额。

作为中远集团上市旗舰和资本平台, 公司立足中国, 面向全球市场, 凭借市场经验和全球性优势, 不断提升航运综合能力, 拓宽物流服务领域, 发展成为全球领先的航运与物流供应商。

Figure 1 截止 2009 年三季报十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
中国远洋运输(集团)总公司	5,313,082,844	52.01	限售流通 A 股
HKSCC NOMINEES LIMITED	2,542,589,391	24.89	H 股流通股
全国社会保障基金理事会转持二户	178,386,745	1.75	限售流通 A 股
中国核工业集团公司	72,000,000	0.7	A 股流通股
中国中化股份有限公司	40,000,000	0.39	A 股流通股
航天科技财务有限责任公司	40,000,000	0.39	A 股流通股
五矿投资发展有限责任公司	31,000,000	0.3	A 股流通股
中国农业银行-中邮核心优选股票型证券投资基金	30,000,000	0.29	A 股流通股
中国节能投资公司	23,500,000	0.23	A 股流通股
光大证券股份有限公司	23,006,900	0.23	A 股流通股
中国建设银行-长城品牌优选股票型证券投资基金	21,676,835	0.21	A 股流通股
合 计	8,315,242,715	81.39	

资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

公司主营业务、收益成本分析

作为主要从事干散货轮运输业务和集装箱运输的公司，公司的主要业务是干散货运输和集装箱运输。在干散货运输业务中：分航线来看，可以分为国际航线和国内沿海航线；依据货种分类，主要包括煤炭运输和金属铁矿石运输。在集装箱运输业务中，主要包括跨太平洋航线、亚欧航线、亚洲区内航线和其他国际航线。

作为一家纯粹提供运输服务的公司，其收入来源于为其他公司提供运输服务，具体包括运价和运量等变量。从更为宏观的角度和市场竞争的思路出发，其收入依赖于需求（其他行业对运输服务的需要程度）和供给（该行业多少此种服务提供商）相互作用的结果，而前者（需求）取决于宏观经济的复苏程度和发展态势，后者则取决于行业内竞争状况。在目前经济形势下，经济进一步走向复苏是大概率事件，行业需求将得到释放。而在目前的主营业务中，公司的干散货运输业务将受益于经济回升，但是由于目前 BDI 上升势头迅猛，我们认为经济复苏因素和投机因素并存，市场已经透支了部分未来上升的空间，继续上升的空间有限。而集装箱运输市场在短期之内难以恢复，这不仅影响公司的集装箱运输业务还有与之相关的码头吞吐量业务。

成本以固定资产折旧为主。作为一家提供沿海和远海运输的公司，其先期巨额投入和相当高的固定资产是其明显特征。以此相对应的是公司的不变成本是成本的主要部分，而可变成本相对较小；进一步的，从可变幅度来看，考量成本的关键是固定成本的购船支出和可变成本的燃油费，相对应折旧和燃油费。

从公司的主营业务来看，目前包括干散货运输、集装箱运输和物流等业务。依据 2009 年中报，2009 年上半年取得营业收入人民币 22,850,685,406.46 元，实现营业利润人民币-3,426,087,775.85 元，归属于母公司所有者的净利润人民币-4,617,068,986.97 元。其中集装

箱航运及相关业务货运量达 2,354,343 标准箱,较 2008 年同期下降约 21.9%,营业收入较 2008 年同期下降 53.6%。上半年干散货运输业务累计完成货运量 12,927.29 万吨,同比减少 4.8%,货运周转量 6,602.48 亿吨海里,同比减少 2.8%,营业收入同比下降 71.4%。上半年物流业务营业收入为 1,507,725,459.20 元,较 2008 年同期上升 0.7%。由此我们可以看出,对于公司利润的贡献最大的是物流,然后是集装箱租赁,而占据公司业务绝大部分的集装箱运输和干散货运输则出现亏损,尤其是集装箱运输是公司亏损的根源。

Figure 2 2009 年中报营收、毛利情况

	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	收入构成 (%)	毛利构成率 (%)
干散货航运及相关业务(元)	11253986964.02	11263906573.35	-0.10	46.58	-0.05
集装箱航运及相关业务(元)	9622652215.72	13024240592.59	-35.30	39.82	-14.06
物流(元)	1507725459.20	811772180.03	46.20	6.24	2.88
集装箱租赁(元)	808058348.55	411943407.37	49.00	3.34	1.64
内部抵消(元)	656169816.14	656109116.05	0.01	2.90	0.00
集装箱码头及相关业务(元)	314432235.11	186487350.74	40.70	1.30	0.53

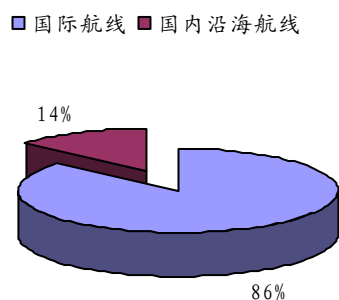
资料来源:公司公告、世纪证券研究所

2009 年以来的形势

上半年,全球经济危机向更深层次蔓延,实体经济受到严重影响,随着主要经济体贸易需求的急剧萎缩,航运市场尤其是集装箱航运市场供需失衡矛盾突出,量价持续下跌,公司面对巨大的经营压力。三季度以来,虽然全球经济有所复苏,干散货市场有所回升、BDI 指数不断攀升但是集装箱运输虽然受益于三季度集装箱旺季货运量有所上升但是由于运力严重过剩形势依然严峻。

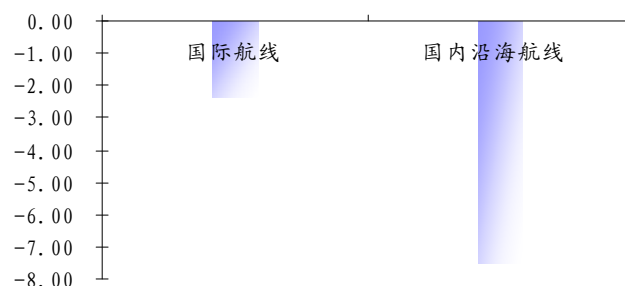
2009 年 1 月-9 月营业收入金额为 38,678,476,998.74 元,去年同期为 95,513,090,419.02 元,减少 56,834,613,420.28 元或 59.5%。其中前三季度集装箱航线货运量累计为 3,780,989 标准箱,较去年同期下降 16.7%,集装箱航线总收入下降 49.6%至人民币 15,290,372,000 元;干散货运输完成货运量 1,005,889,732 吨,同比下降 5.7%。

Figure 3 2009 年前三季度干散货国际、国内沿海航线占比



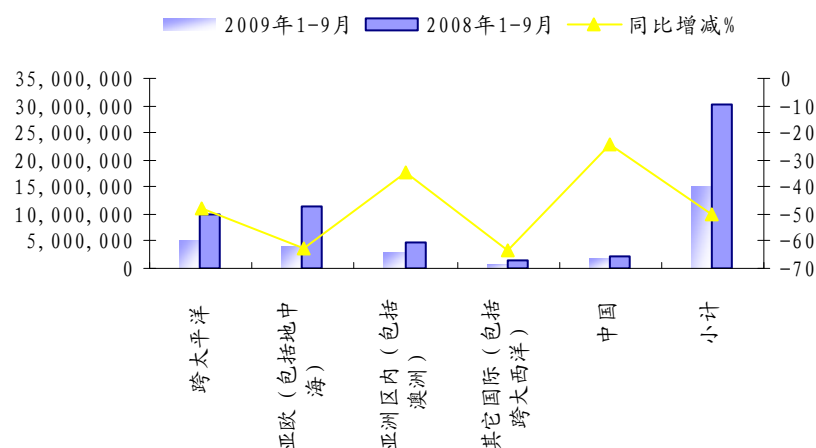
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 2009 年前三季度干散货国际、国内沿海航线同比



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司集装箱运输市场同比



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

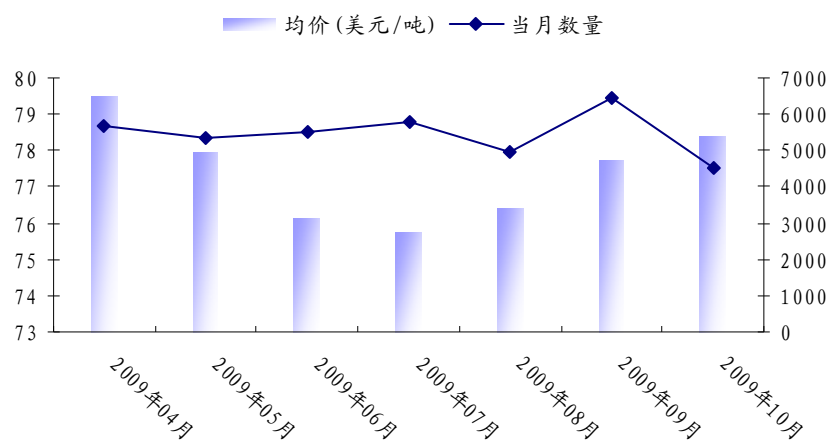
经济改善、业绩难回

公司主营业务是干散货运输、集装箱运输以及物流等。目前，我们认为全球经济已触底反弹，尽管回升的幅度还难以确定，但是复苏的趋势已经确立。尽管，经济的复苏对航运的影响是积极的，但是对于每个子行业的影响的深度也因为每个子行业的具体情况和特征有所差别。对应于公司的主要业务，不同的业务将有不同的体现。

干散货运输。首先，随着全球钢材需求开始恢复，房地产市场筑底，汽车销量环比回升，市场的积极因素正越来越多，干散货海运需求将恢复增长。10 月份铁矿石进口量达 4547 万吨，比 9 月份的历史高点回落 30%，10 月份的回落与货船在国庆前集中到港有关。由于中国工业增加

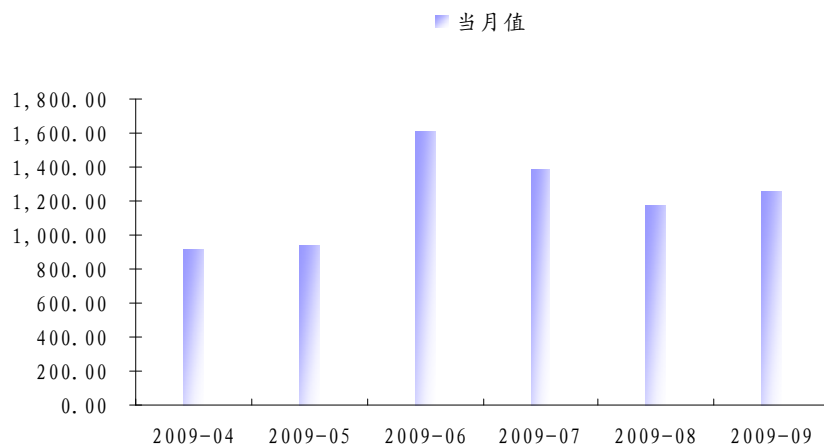
值和房地产数据持续好转，市场对 2010 年铁矿石涨价有较强的预期，我们认为中国铁矿石的进口需求在短期内难以改变。上半年中国共进口煤炭 4,787 万吨，同比增长 122%，净进口 3,625 万吨；四季度随着发电量的回升，中国煤炭进口量仍有望持续增长。

Figure 6 2009 年二季度以来的中国铁矿石进口量



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

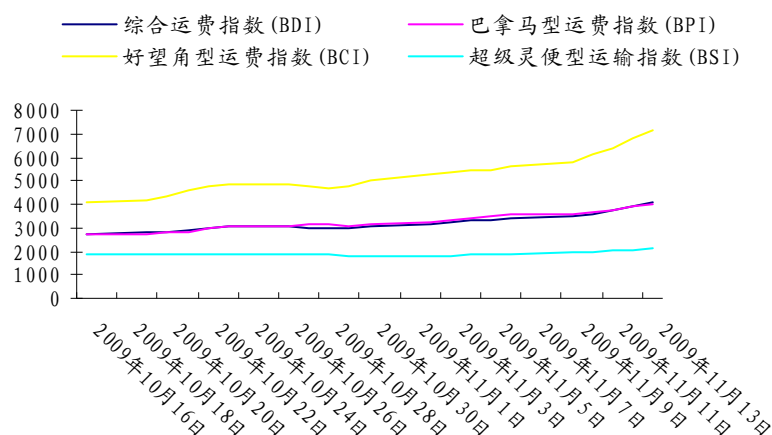
Figure 7 2009 年二季度以来中国煤炭进口量 单位：万吨



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

其次，随着全球整体经济形势的逐步好转，全球第二大铁矿石进口国日本的进口量在 9 月份环比增长 12%，连续第 6 个月环比增长。由于国外粗钢产量仍处低位，未来这些国家的钢产量的继续恢复将带来新的运量。而印度等国家干散货运输需求将保持增长，日本和欧盟的传统煤炭进口大国的进口量正在回升，需求也有望上扬，加上四季度是主要干散货货种的传统需求旺季，预计四季度以及明年将有较好表现。

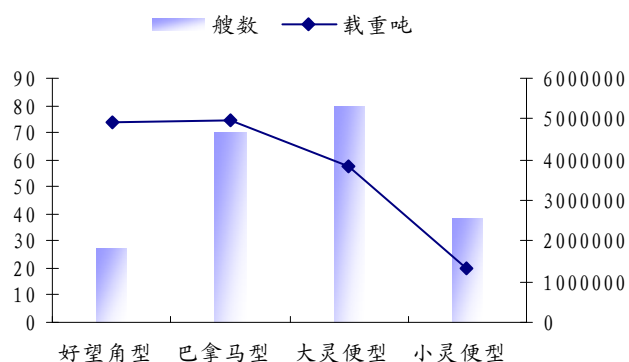
Figure 8 近一个月来波罗的海运费指数



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

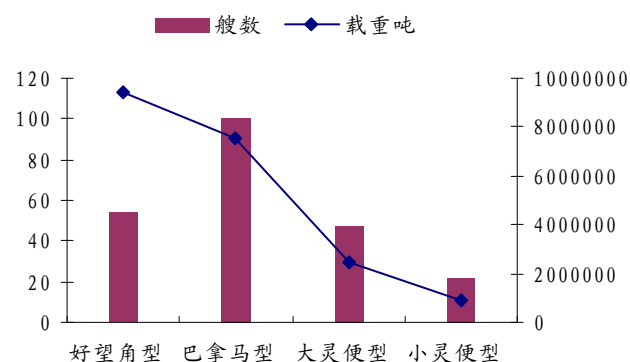
然而，从目前形势来看，近一个月来波罗的海综合运费指数（BDI）报收 4111 点，上涨幅度为 51%；好望角型运费指数（BCI）报收 7183 点，上涨幅度为 77%；巴拿马型运费指数（BPI）报收 3978 点，上涨幅度为 46%；超级灵便型运输指数（BSI）报收 2147 点，上涨幅度为 13%。虽然这与我们之前的预测上升趋势一致，但是如此迅猛的上升速度让我们对后市有所担忧。目前，市场上在经济复苏需求、投机两种因素下已经带动 BDI 直线上涨，投机因素有抬头的趋势，市场对于经济整体复苏的预期过于乐观已经透支了部分未来上升的空间。同时，受铁矿石价格波动、季节性因素以及远期运费协议等多种因素影响，BDI 将振荡徘徊，未来上涨空间有限。

Figure 9 公司自有船只数和载重吨



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 10 公司租用船只数和载重吨



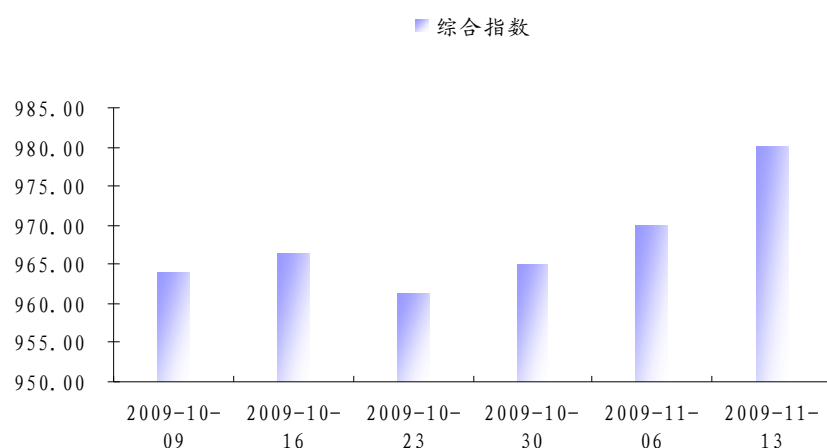
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

从整体上来说，经济的走势对于干散货运输是有利的。经济的复苏

将使未来的运量将会得以改善，但相对应的运力压力依然严峻，且目前运价已经透支了部分上涨空间，我们认为干散货运输业务将得到改善但空间有限，交易性机会凸显。

集装箱运输。截止 11 月 13 日，中国出口集装箱综合运价指数报收 980.11 点，较一个月前上涨 2%，其中有涨有跌之前单边上扬的趋势并没有延续，显示运价波动。

Figure 11 一个月来中国出口集装箱运价指数



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

其中，欧洲航线和地中海航线分别报收 1380.67 点、1577.16 点，分别较一个月前上涨 6%、4%，美东、美西航线分别报收 1136.99 点、856.40 点，分别较一个月前下降 3%、1%，欧洲航线和美东已经基本结束了圣诞运输行情，淡季开始来临，目前运价在盈亏点徘徊，我们认为运价上涨的空间十分有限，船东通过控制运力来维持目前运价已属不易。

Figure 12 中国出口集装箱运价指数：欧洲航线

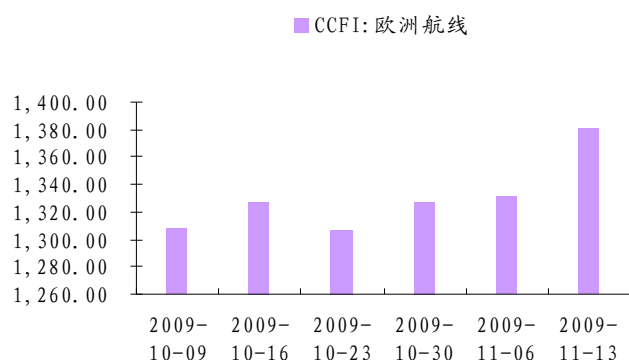
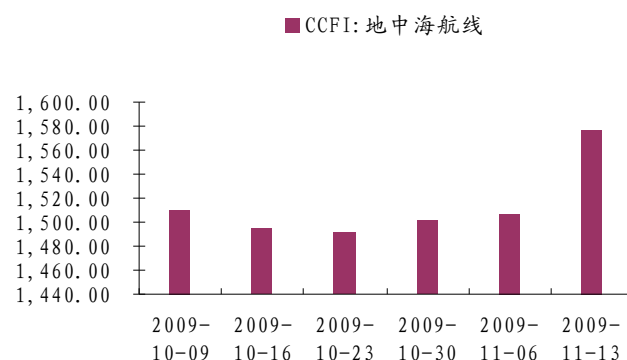
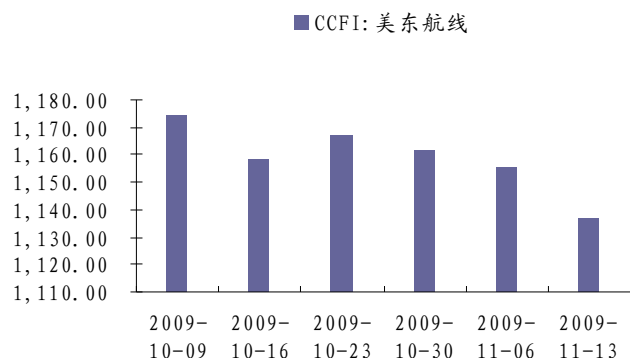


Figure 13 中国出口集装箱运价指数：地中海航线



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

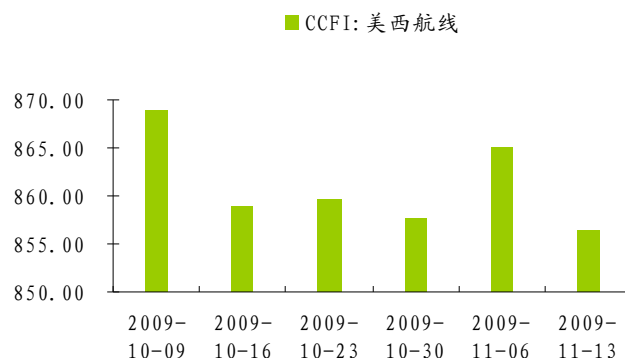
Figure 14 中国出口集装箱运价指数: 美东航线



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

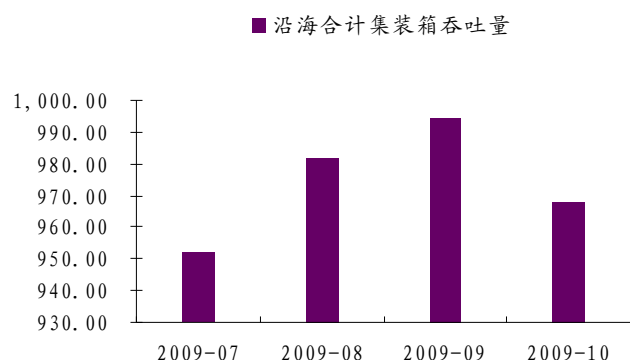
Figure 15 中国出口集装箱运价指数: 美西航线



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

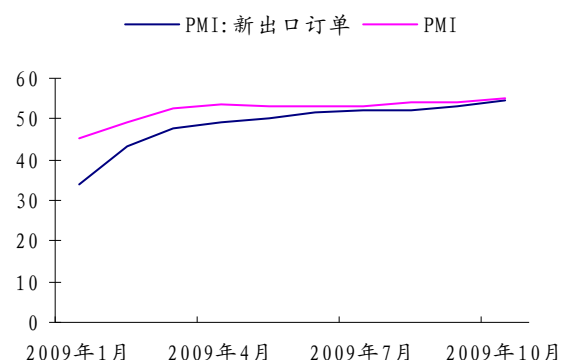
从三季度以来的沿海集装箱吞吐量来看, 在 7-9 月份持续上升, 而进入 10 月份则环比下降 3%, 这表明集装箱运输淡季来临。采购经理人指数延续了上升的趋势, 表明制造业和外围经济正在改善。

Figure 16 三季度以来沿海合计集装箱吞吐量 单位: 万 TEU



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

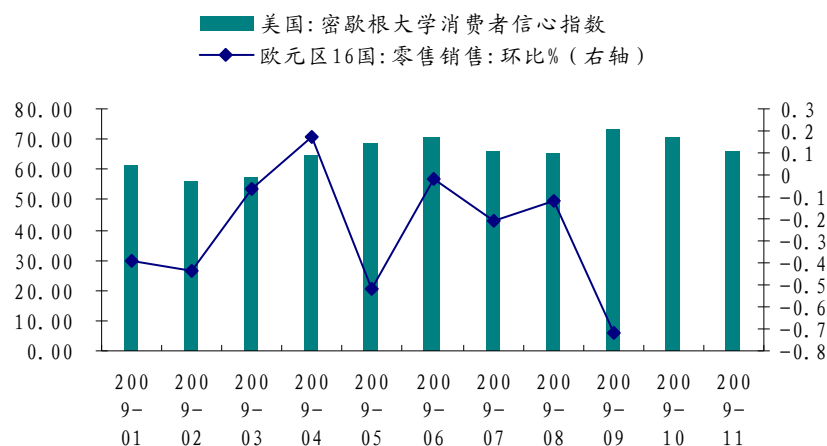
Figure 17 三季度以来采购经理人指数



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

与此同时, 美国密歇根大学消费者信心指数连续两个月下滑, 表明消费者对于未来形势并不十分乐观, 消费心态谨慎; 而欧元区 16 国的零售环比在 4 月份开始就持续下跌, 显示消费形势恶化。

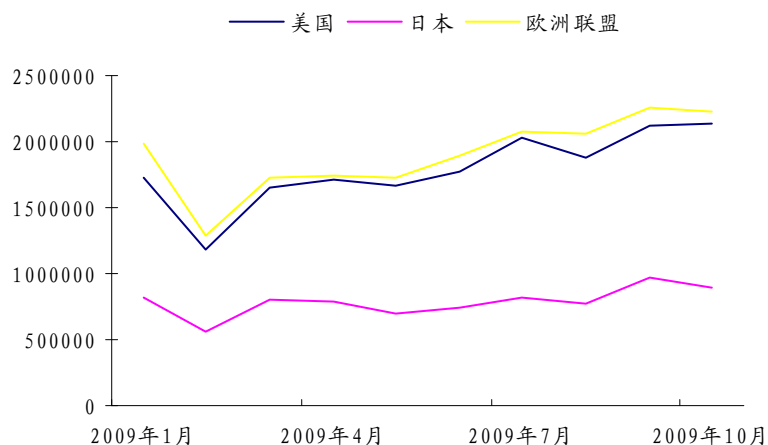
Figure 18 欧美景气指数



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

虽然今年以来中国对主要贸易体的出口在跌宕中上升,但是在三季度达到高位以后开始下探,集装箱的运输淡季明显。

Figure 19 2009 年来中国对主要贸易体出口额 单位: 万美元



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

从需求来看,集装箱运输进入淡季,需求减少;而从供给分析,虽然今年新集装箱船舶的交付大幅减少而拆解量大幅上升,但是今年累计的运量还是增长 20%左右,供给提高压力明显。虽然船东以控制运力来支撑运价并预计会持续这一做法,但是这并不能使情况得以改观。持续的运力压力和来年运量温和的增长对集装箱运输业务依然是考验。我们维持之前的观点: 集装箱运输市场改善需要时日。

虽然公司将继续通过取消或推迟部分订单、安排租入船舶尽早还

船、适时安排船舶出租和退役出售等方式，有效控制运力增长，同时从控制成本出发，严格压缩开支和费用，但是这并不能从根本上改善局面。我们认为，公司集装箱业务短期难有起色，业绩改善压力严峻。

对于公司的物流业务和港口等业务，也直接受集装箱运输业务的影响，吞吐量将减少，虽然这些业务占比很小但是对公司的整体营运收入也是副作用。

投资评级

公司收入来源于运价和运量，看运量关键取决于公司运力和运营效率，运价则取决于整个市场的运力和市场需求。虽然经济正在复苏，而在一个更为长远的行业发展来看，行业增长应该是取过去几十年的均值增长量，但是目前来看公司的干散货运输空间有限只存在交易性机会而集装箱运输在短期内压力严峻、业绩难以改善，因此我们对公司整体业绩改善不乐观。依据我们的分析，我们预测 09、10、11 年的营业收入分别为 459.87 亿元、551.84 亿元、662.21 亿元，每股收益分别为 -0.56 元、-0.02 元、0.36 元。我们给予中性评级。

Figure 20 预测的营业收入 单位：百万元

营业收入	2008A	2009E	2010E	2011E
干散货航运	71611	28644.4	35233	42279
集装箱航运	39081	11724.3	13893	16672
集装箱码头	650	552.5	608	729
集装箱租赁	1853	1760.35	1884	2260
物流	2893	3303.806	3568	4282
合计	116088	45985.356	55185	66222

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 21 利润预测表 单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	114968.33	45987.33	55184.80	66221.76
营业成本	86546.12	45527.46	49666.32	54301.84
营业税金及附加	912.65	417.90	486.07	570.25
营业费用	85.14	57.88	56.76	66.84
管理费用	4303.97	2368.25	2852.75	3141.74
财务费用	655.64	1034.79	1084.20	1184.20
资产减值损失	293.77	103.58	132.89	176.75
公允价值变动收益	-5203.76	-703.63	-844.36	-1021.43
投资净收益	2637.91	-1250.00	1000.00	1600.00
营业利润	19605.18	-5476.15	1061.46	7358.72
营业外收入	864.29	1264.62	1150.04	1092.99
营业外支出	5592.90	1929.69	2554.87	3359.15
利润总额	14876.57	-6141.23	-343.37	5092.55
所得税	2950.71	0.00	-68.67	1018.51
净利润	11925.87	-6141.23	-274.69	4074.04
少数股东损益	1095.50	-444.83	-25.08	370.41
归属母公司净利润	10830.36	-5696.40	-249.62	3703.64
EBITDA	23889.91	-663.52	6312.60	12904.40
EPS (元)	1.06	-0.56	-0.02	0.36

资料来源: 世纪证券研究所

风险提示

BDI 受季节性、FFA 等因素影响较大, 因此波动幅度较大。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.