

中国远洋 601919.SS

中国远洋调研报告

- **有关 BDI 的判断。**短期来看，BDI 在年底前应该能继续上行。Cape 船这两天的调整，是正常的表现，也比较看好 2010 年一季度，主要原因在于建筑钢材的拉动。长期来看，BDI 的底部会比前一轮周期抬高，保守估计一下，明年 BDI 均线将在 3500 点，如果明年 BDI 在 3500 左右波动，那么 2011、2012 年将会良性发展。也将能在 3500—4000 点范围波动。如果 BDI 在 2010 年上涨过猛，将不利于 2011、2012 年市场表现。
- **干散货需求方面。**看好中国 4 万亿对原材料的拉动。从钢材库存、矿沙库存、焦煤价格来看，目前钢厂有动力增产。尤其是小钢厂—线材，中国钢铁产能的过剩主要在板材，线材明年在房地产、基建带动下依然会高产。小钢厂（线材）的利润要好于大钢厂（应该和钢铁分析师核实一下）。不认为钢铁产能的控制，会影响这一块需求，预计明年矿沙进口再增 7000 万吨（同比 12%）。煤炭方面，从价差、国内控制煤炭产量与华东地区的煤炭需求看，煤炭能在今年基础上再涨 5000 万吨（这一预测如果实现，就非常超预期）。原来我们预计 2010 年煤炭进口从 2009 年进口 1 亿吨，回落至 6000 万吨。最坏的时候已经过去。原材料的需求很强劲，估计 2010 年原材料有 1.5—2 个亿的增长，对 2011、2012 年市场表现看乐观，需求层面增长 4—6%。
- **交船方面。**目前看 2010 年 1 亿吨的交付量肯定不能实现。劳氏船级社最新的数据是 8000 多万吨，今年交付的比例为 50%，明年交付比例应该不会高于今年，主要还是信贷问题，只有中国的信贷比较松，但中国也救不了世界。估计 2010 年船舶运力增长 6%—7%。
- **2010 年市场整体判断。**运价水平最终的结果除了供需以外，还有最主要的是信心，2010 年的市场必然是大起大落，但相信均线比现在高，保守估计在 3500 点左右。运价的不确定性在于交船，如果 2010 年 BDI 在 3500 点左右，那么 2011、2012 年将平稳发展，如果 2010 年一下子运费水平冲得很高，则 2011、2012 年将不乐观。
- **调研总结。**总体上从调研来看，上市公司对市场的判断是乐观的，而且这种乐观在最近应该有较大的变化。上市公司对需求的在煤炭方面，比我们更加乐观。交船量上，上市公司也强调了信贷的问题。明年 3500 点的判断，目前正开始扩大影响范围，我们所作的中性预测 3500 点上，2010 年 EPS 为 0.23 元，2011 年为 0.41，如果 2010 年 BDI 在 3500 点，2011 的业绩目前看，可以更加乐观，我们预计可以至 0.65 元，2012 年集装箱假设恢复 2008 年盈利水平，则 2012 年 EPS 至 1.1 元左右。尽管对这种预测很难也有较大不确定性，但我们试图给出答案，综合考虑 BDI 与中国远洋股价关系，与周期内的估值情况，我们给予中国远洋 25 元目标价，继续推荐。

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。



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

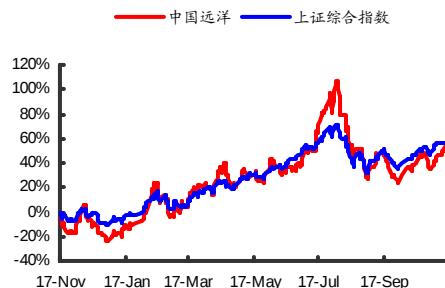
徐捷

交通运输行业资深分析师

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2009 年 11 月 23 日） 15.40
目标价格（6 个月） 25.00
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 23 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

表 1: 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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn