

航运 II

中国远洋(601919.SH)/9.77 元

集运盈利大幅超预期，航运业向上趋势确立

事项

中国远洋 8 月 25 日晚公布 2010 年中期报告, 2010 年上半年营业收入 381.93 亿元, 同比增长 64.5%; 归属于母公司净利润 35.26 亿元, 同比增长 175.8%; 上半年 EPS0.35 元。

主要观点

- 1、中期业绩大幅超出预期。**业绩超预期的主要原因是集运业务盈利大为改善, 年初我们预计 2010 年全球集装箱运输行业将大幅减亏, 最佳情况盈亏平衡, 但上半年公司集运业务毛利达 20 亿元。另一个原因是公司上半年产生非经常性损益 7.6 亿元, 主要是 09 年计提的亏损合同回拨扣减上半年新计提的亏损合同后产生账面收益 5.2 亿元, 以及上半年处置老旧船收益 2.7 亿元。
- 2、欧美需求快速回升, 集运业务盈利大为改善。**上半年公司集运业务收入同比增长 95.5%, 箱量增长 25.3%, 单箱收入增长 56%, 上半年集运业务毛利 20 亿元, 去年同期毛利亏损 32.6 亿元。航线经营情况分析: 上半年欧洲线单箱收入增长 121.9%, 箱量增长 9.9%, 收入增长 144%, 贡献集运收入增长额的 40%; 美国线单箱收入增长 23.3%, 箱量增长 52.4%, 收入增长 88%, 贡献集运收入增长额的 35%。**我们得出结论, 业绩超预期的原因是欧美航线需求的回升超出预期。**
- 3、欧美航线需求回升的原因是欧美的补库存, 而不是欧美消费需求的反转。**美国批发商和零售商库存存在 08 年 3 季度达到历史高点后持续下降直至 09 年 3 季度, 降幅 15%; 09 年 4 季度库存开始回升, 今年 6 月份库存仍低于 08 年 3 季度历史高点 12%。我们判断此次欧美消费需求回升主要是补库存的原因, 还不能认定是消费需求的长期反转。从中国的出口情况看, 出口增速在 09 年 5 月份见底, 为负增长 26.5%, 至今年 5 月份达到正增长 48.5%, 目前出口增速仍然维持在历史高位。我们认为补库存产生的需求以及中国出口的高增速均难以维持, 4 季度集运运价将明显回落。8 月初全球集装箱船新船订单比例 28.7%, 虽然整体比例在三种船型中不高, 但 8 成以上是超巴拿马型大船, 新船投放将对欧美主干航线运价产生压力, 随着欧美补库存结束, 2011 年的集运平均运价应会低于今年。
- 4、干散货业务盈利受中国调控政策影响, 低于年初预期, 但同比仍明显改善。**中国远洋上半年干散货运输收入 167.6 亿元, 同比增长 48.9%; 上半年 BDI 平均 3165 点, 同比增长 48.7%; 上半年干散货运输业务毛利 39 亿元, 去年同期毛利亏损 1000 万元。干散货运输业务上半年盈利低于年初预期, 原因是中国上半年宏观调控政策导致需求和运价下降, 我们已将 2010 年 BDI 平均点位下调至 3300 点。我们认为今年干散货需求受到中国调控政策的明显影响, 随着政策压力减轻和中国城镇化的加速, 未来干散货运输需求仍有支撑。
- 5、航运业回升趋势确立, 维持“推荐”评级。**由于今年集运业务大幅超预期, 我们将中国远洋 2010 年 EPS 调增 0.21 元, 2010-2012EPS 分别为 0.55 元、0.58 元和 0.73 元, 对应动态 PE 为 17.8 倍、16.8 倍和 13.4 倍。虽然我们认为集运的盈利仍具有波动性, 但集运和干散货运输业务向上趋势已确立, 维持“推荐”评级。

研究员: 高利

联系人: 邢富良

Tel: 010-59370863

Email: xingfuliang@hczq.com

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	1021627
流通 A 股/B 股(万股)	216287/0
资产负债率(%)	61.48
每股净资产(元)	4.19
市盈率(倍)	-13.24
市净率(倍)	2.33
12 个月内最高/最低价	16.26/8.19

市场表现对比图(近 12 个月)



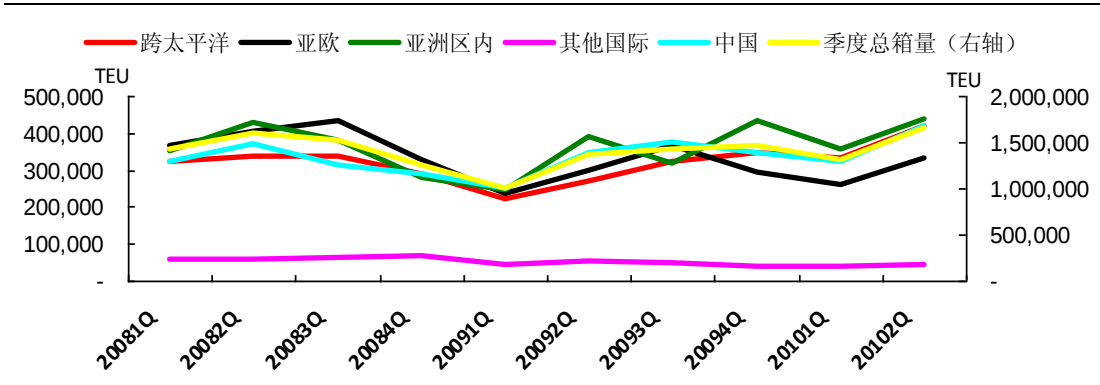
资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

《盈利改善, 维持“推荐”》	2010-07-19
《1 季报业绩完全符合预期》	2010-04-30
《2009 年亏损超预期, 2010 年盈利会明显改善》	2010-04-23
《2010 年干散货业务带动公司效益扭亏为盈》	2010-01-14
《2010 年干散货业务盈利增加, 班轮业务出现好转》	2009-11-25

图表 1 集运季度箱量

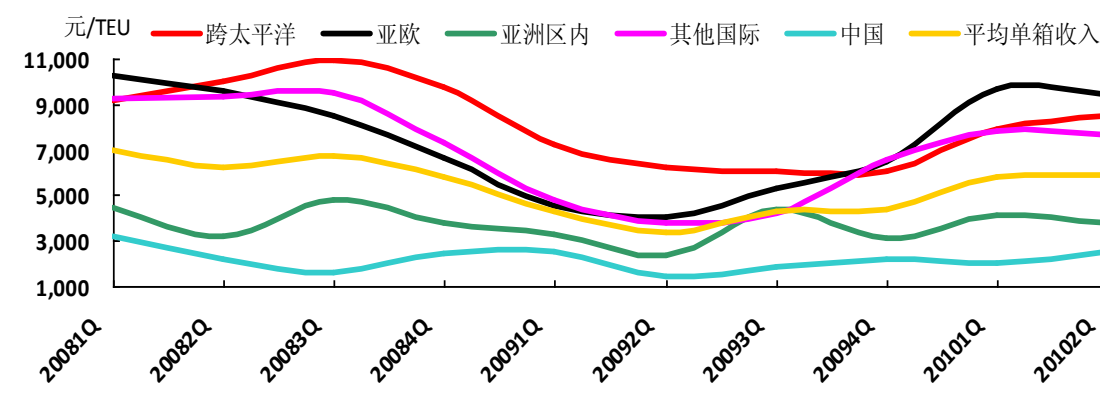
2010 年 2 季度箱量环比增长 26%，欧美线箱量大幅回升支撑 2 季度高运价



数据来源：公司报告，华创证券研究所

图表 2 集运季度单箱收入

2 季度平均单箱收入环比增 2.3%，美线环比增长 7.5%，欧线环比降 2.2%。



数据来源：公司报告，华创证券研究所

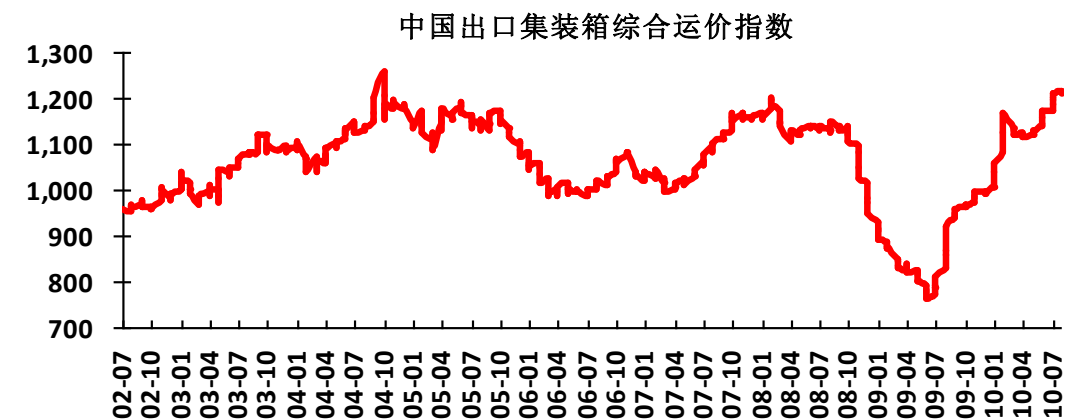
图表 3 集运季度航线收入

09 年初以来集运季度收入持续回升，2010 年 2 季度收入环比增 28.9%

季度航线收入	20091Q	20092Q	20093Q	20094Q	20101Q	20102Q
跨太平洋	1,587,100,000	1,693,616,000	1,942,786,000	2,065,669,000	2,617,927,000	3,548,455,000
(+/-)	-43.7%	6.7%	14.7%	6.3%	26.7%	35.5%
亚欧（包括地中海）	1,083,413,000	1,206,453,000	1,938,308,000	1,886,216,000	2,484,568,000	3,102,622,000
(+/-)	-50.3%	11.4%	60.7%	-2.7%	31.7%	24.9%
亚洲区内（包括澳洲）	788,382,000	924,748,000	1,382,999,000	1,350,795,000	1,466,066,000	1,652,105,000
(+/-)	-24.5%	17.3%	49.6%	-2.3%	8.5%	12.7%
其它国际（包括大西洋）	204,204,000	204,476,000	195,966,000	264,713,000	288,098,000	344,733,000
(+/-)	-57.4%	0.1%	-4.2%	35.1%	8.8%	19.7%
中国	620,437,000	481,903,000	679,479,000	746,998,000	655,030,000	1,036,258,000
(+/-)	-12.1%	-22.3%	41.0%	9.9%	-12.3%	58.2%
合计	4,283,535,998	4,511,196,000	6,139,538,001	6,314,391,000	7,511,689,001	9,684,173,001
(+/-)	-40.7%	5.3%	36.1%	2.8%	19.0%	28.9%

数据来源：公司报告，华创证券研究所

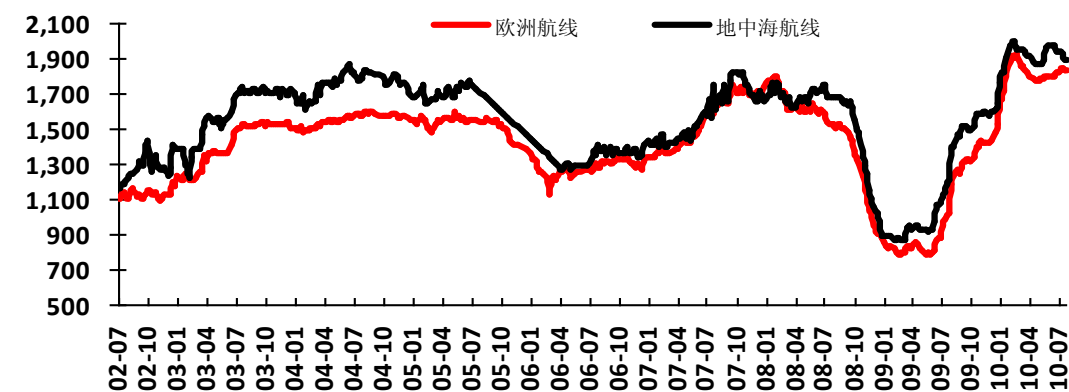
图表 4 CCFI 指数：CCFI 处于历史高位



数据来源：Wind，华创证券研究所

图表 5 欧地线运价指数

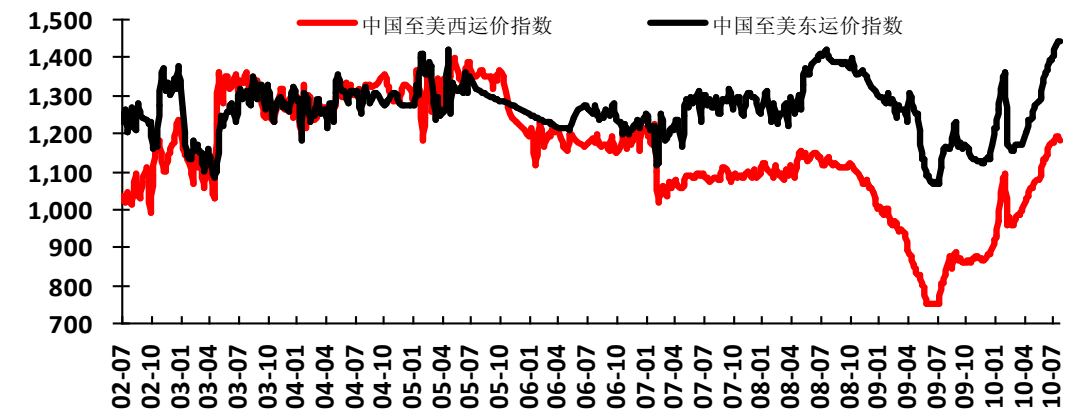
欧地线运价 2010 年 3 月份创出历史新高，目前维持历史高位



数据来源：Wind，华创证券研究所

图表 6 美线运价指数

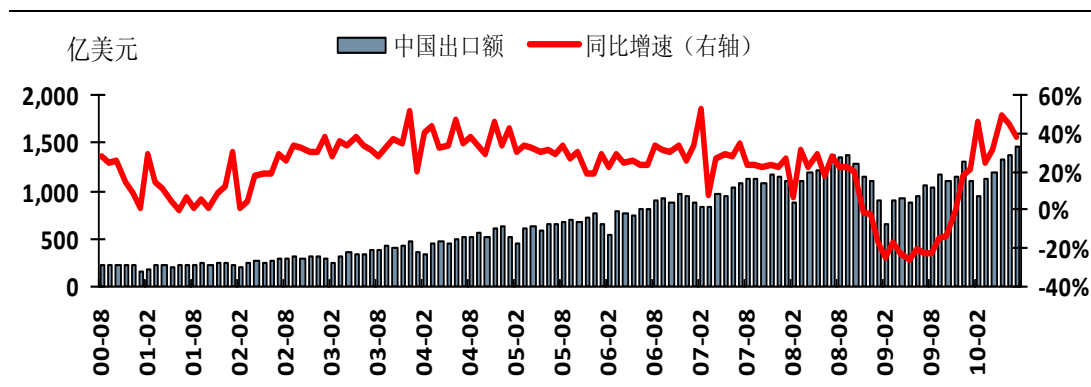
美西美东线运价 2010 年 3 月份开始持续回升，美东运价已创历史新高



数据来源：Wind，华创证券研究所

图表 7 中国出口增速

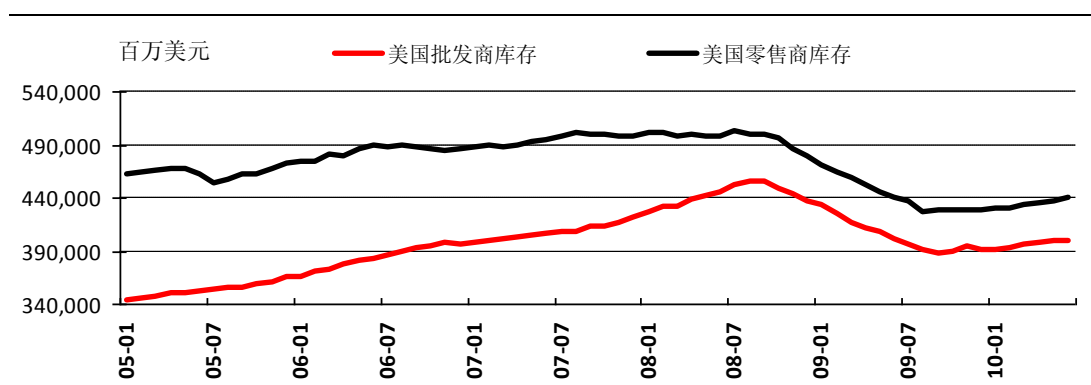
2010 年 2 季度中国出口增速回至历史高位



数据来源: Wind, 华创证券研究所

图表 8 美国批发商和零售商库存

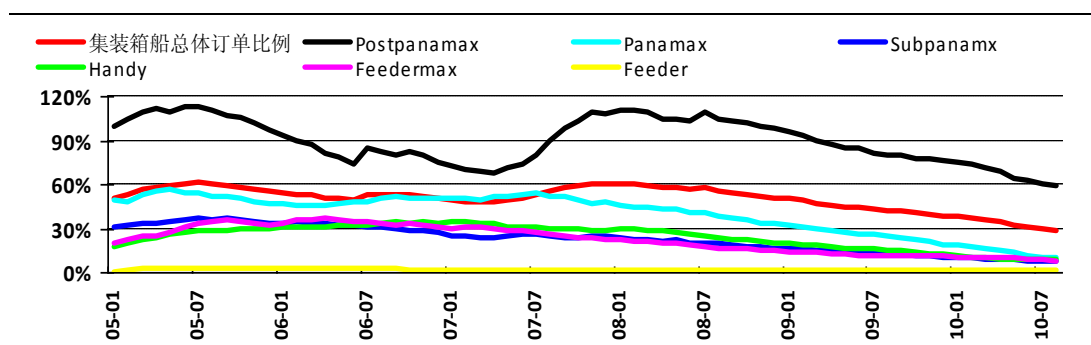
批发商和零售商库存 08 年 3 季度开始持续回落，至 09 年 3 季度见底后回升。



数据来源: Wind, 华创证券研究所

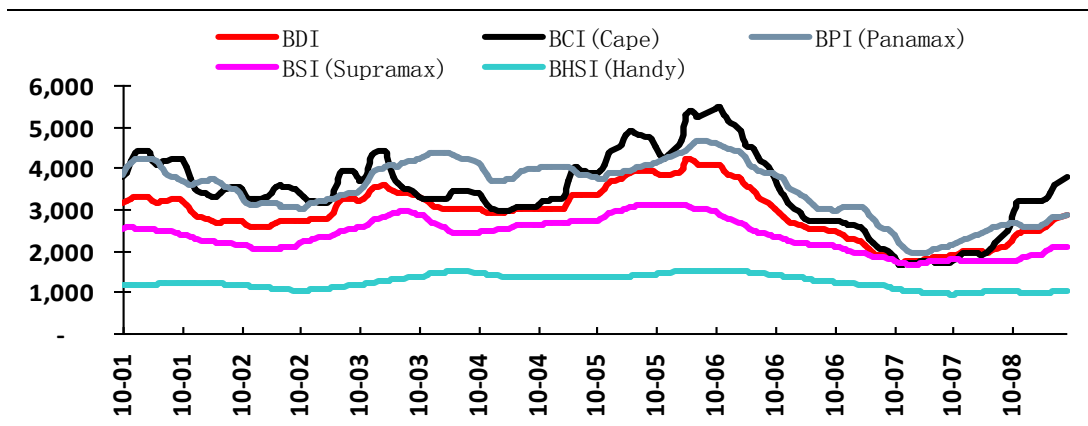
图表 9 集装箱船新船订单

2010 年 8 月初，集装箱船总体订单比例 28.7%，订单中 8 成以上是超巴拿马型船



数据来源: Clarkson, 华创证券研究所

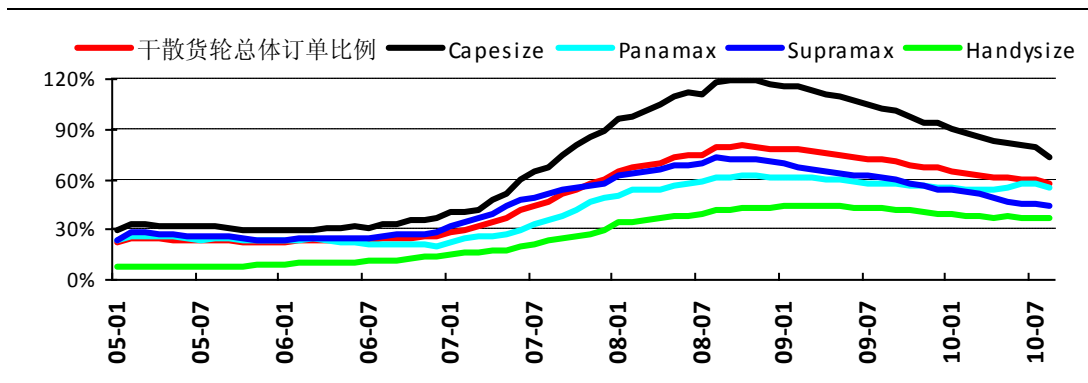
图表 10 BDI:2010 年上半年 BDI 平均 3165 点，同比增长 48.7%



数据来源: Bloomberg, 华创证券研究所

图表 11 干散货船新船订单

8 月初干散货新船订单比例 56.4%，未来交付压力较大



数据来源: Clarkson, 华创证券研究所

图表 12 全球干散货运力预测

2010-2012 年全球干散货运力增速均在 10%以上

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
新船交付数量 (DWT)	24,380,000	43,040,000	60,259,405	62,650,948	65,231,965	60,967,999
同比增长(%)	-1.3%	76.5%	40.0%	4.0%	4.1%	-6.5%
拆解数量 (DWT)	5,550,000	9,970,000	15,000,000	12,485,000	13,742,500	13,113,750
其他船型转入 (DWT)	6,900,000	7,910,000	10,000,000	8,000,000	6,000,000	5,000,000
实际增加运力 (DWT)	25,730,000	40,980,000	55,259,405	58,165,948	57,489,465	52,854,249
年底船队规模 (DWT)	418,130,000	459,110,000	514,369,405	572,535,352	630,024,817	682,879,066
船队扩张速度(%)	6.6%	9.8%	12.0%	11.3%	10.0%	8.4%

数据来源: Clarkson, 华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55,197	67,600	72,187	82,908
现金	44,198	55,337	60,198	70,986
应收账款	4,819	5,706	5,310	5,385
其它应收款	2,088	2,190	2,380	2,219
预付账款	1,869	2,016	1,985	1,956
存货	1,956	1,736	1,795	1,829
其他	268	615	520	532
非流动资产	83,422	89,285	94,935	99,051
长期投资	10,759	10,565	10,887	10,737
固定资产	50,148	58,637	64,581	69,036
无形资产	2,667	3,314	4,011	4,893
其他	19,848	16,770	15,456	14,386
资产总计	138,620	156,884	167,122	181,960
流动负债	27,068	29,957	27,007	29,186
短期借款	3,703	2,991	2,683	3,126
应付账款	10,058	9,413	9,201	9,557
其他	13,306	17,552	15,123	16,503
非流动负债	58,159	66,659	73,618	78,607
长期借款	40,976	49,184	55,024	60,864
其他	17,183	17,475	18,594	17,743
负债合计	85,227	96,615	100,626	107,793
少数股东权益	10,571	11,811	12,858	13,888
股本	10,216	10,216	10,216	10,216
资本公积金	29,693	29,693	29,693	29,693
留存收益	4,523	10,159	15,339	21,979
归属母公司股东权益	42,822	48,458	53,639	60,278
负债和股东权益	138,620	156,884	167,122	181,960

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(5,879)	10,754	10,935	13,010
净利润	(6,737)	6,876	6,924	8,450
折旧摊销	3,427	3,004	3,525	3,971
财务费用	664	1,748	1,936	2,098
投资损失	1,251	(1,819)	(1,910)	(2,005)
营运资金变动	(1,286)	56	(274)	1,283
其它	(3,198)	889	733	(785)
投资活动现金流	(11,094)	(7,894)	(6,694)	(6,249)
资本支出	11,182	10,262	7,298	7,300
长期投资	(10)	(1,509)	550	(28)
其他	78	859	1,155	1,023
筹资活动现金流	29,185	8,279	620	4,026
短期借款	2,349	(712)	(308)	443
长期借款	20,007	8,207	5,840	5,840
普通股增加	-	-	-	-
资本公积增加	1,097	-	-	-
其他	5,733	784	(4,912)	(2,257)
现金净增加额	12,271	11,139	4,862	10,788

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	55,735	78,765	84,591	94,668
营业成本	57,760	63,582	70,510	78,437
营业税金及附加	523	708	748	859
营业费用	133	123	145	179
管理费用	4,577	4,648	4,611	4,618
财务费用	664	1,748	1,936	2,098
资产减值损失	(40)	85	113	52
公允价值变动收益	3,469	-	-	-
投资净收益	(1,251)	1,819	1,910	2,005
营业利润	(5,663)	9,692	8,437	10,431
营业外收入	1,035	1,077	995	1,036
营业外支出	1,685	1,600	200	200
利润总额	(6,313)	9,168	9,232	11,266
所得税	424	2,292	2,308	2,817
净利润	(6,737)	6,876	6,924	8,450
少数股东损益	804	1,240	1,047	1,030
归属母公司净利润	(7,541)	5,636	5,877	7,419
EBITDA	(1,572)	14,443	13,899	16,499
EPS（元）	-0.74	0.55	0.58	0.73

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-51.9%	41.3%	7.4%	11.9%
营业利润	-129.0%	71.1%	-12.9%	23.6%
归属母公司净利润	-169.9%	-25.3%	4.3%	26.2%
获利能力				
毛利率	-3.6%	19.3%	16.6%	17.1%
净利率	-13.5%	7.2%	6.9%	7.8%
ROE	-17.6%	11.6%	11.0%	12.3%
ROIC	-9.6%	13.6%	11.4%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	61.6%	60.2%	59.2%
净负债比率	56.58%	56.66%	60.15%	62.12%
流动比率	2.04	2.26	2.67	2.84
速动比率	1.97	2.20	2.61	2.78
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.53	0.52	0.54
应收账款周转率	11	15	15	17
应付账款周转率	6.35	6.53	7.58	8.36
每股指标(元)				
每股收益	-0.74	0.55	0.58	0.73
每股经营现金	-0.58	1.05	1.07	1.27
每股净资产	4.19	4.74	5.25	5.90
估值比率				
P/E	-15.04	20.12	19.29	15.28
P/B	2.65	2.34	2.11	1.88
EV/EBITDA	-80	9	9	8

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801