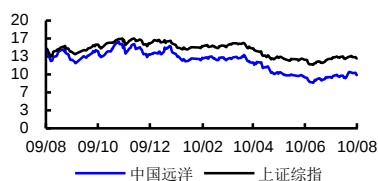


动态报告

交通运输
港口航运
中国远洋(601919)
谨慎推荐
2010 年中报点评

2010 年 8 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	9.89
总股本/流通 A 股(百万股)	10,216.27/2,162.87
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	101,038.95/46,912.89
上证综指/深圳成指	2,603.48/11,009.49
12 个月最高/最低 (元)	15.92/8.34

财务数据

净资产值(百万元)	45,056.24
每股净资产(元)	4.41
市净率	2.24
资产负债率	59.46%
息率	

相关研究报告:

《中国远洋 2010 年一季度点评: 符合预期, 二季度业绩将继续提升》——2010-5-4
 《中国远洋 2009 年年报点评: 四季度成本骤增 30 亿, 导致亏损超预期》——2010-4-23

分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030010

分析师: 岳鑫

电话: 0755-82130422

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030016

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

集运超预期, 成本也关键

●超预期的直接原因是集运, 但成本下降影响更加深远

上半年中国远洋每股收益 0.35 元, 业绩超预期。二季度集运运价强劲是超预期的直观原因; 散货和集运业务成本的持续下降, 是影响更为深远的背后动因。

●从中报看战略——干散集运, 一张一弛

干散货业务方面, 公司从以往的“兼顾短期盈利最大化与中长期稳健性”, 逐渐转变为本次中报表述的干散货业务“对冲中求规模, 规模中求利润”。这一战略的表述, 可以从上半年的经营情况得到验证。

集运方面, 短期加强了资产配置的灵活性, 中长期继续保持积极稳妥的运力增长计划。

中远集运计划 2012 年运力比 09 年底增加 17 万 TEU, 较数月前的计划有所下调。短期资产配置方面, 公司在今年旺季在两条航线的周舱投放分别比淡季增长 40% 和 43%。此外, 公司在三季度初就已未雨绸缪, 制定淡季航线调整策略。

●干散成本优化——预计盈亏平衡点降 200 点

BDI 是不可预测的, 所以需要通过控制成本, 先求不败后求胜。我们估计, 即使 2011 年 BDI 比今年下降 200 点, 中远干散货业务的盈利有望接近今年水平。

●集运成本优化——两个层面的规模效应

中远集运的高成本, 与其全球营销网络和先进的总部管理体系有关, 因为两者都产生了较高的固定费用。然而, 随着时间的推移, 中远集运的利润率在今年下半年将开始超过同行, 主要源自两个层面的规模效应。

●短期运价有风险, 全年业绩继续超预期

航运处于缓慢复苏的周期中部, 中国远洋具有较高的盈利弹性。预测 2010-11 年 EPS0.65 和 0.74 元, 维持“谨慎推荐”。短期运价方面预计 BDI 反弹基本结束, 集运运价继续下滑。行业中长期风险不是需求, 而是新船供应的结构。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	1,150	557	756	827	988
(+/-%)	22	-52	36	9	19
净利润(亿元)	108	-75	66	76	96
(+/-%)	-43	-	-	15	26
每股收益 (元)	1.06	-0.74	0.65	0.74	0.94
市净率 (PB)	2.4	2.9	2.6	2.3	2.0
净资产收益率 (ROE)	20.79%	-17.61%	13.64%	14.09%	15.61%
市盈率 (PE)	11.4	-16.4	18.7	16.3	12.9

一、集运超预期，成本影响深远

上半年中国远洋每股收益 0.35 元，业绩表现超过我们的预测。

二季度集运运价强劲是盈利超预期的直接原因；然而，散货和集运业务成本的持续下降，是影响更为深远的背后动因。

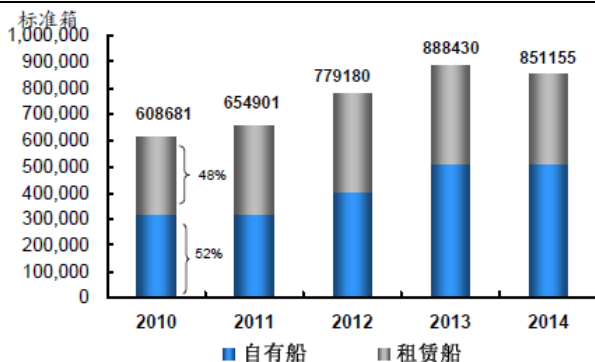
尽管 2011 年干散货和集运的市场仍不明朗，但是中国远洋的“冬训”已经基本完成，盈亏平衡点大幅下降。

繁荣和萧条的轮换是航运业百年历史反复印证的必然规律。从报表背后的战略和成本来看，我们对于中国远洋在下一个周期的表现充满信心。

二、从中报看战略——干散集运，一张一弛

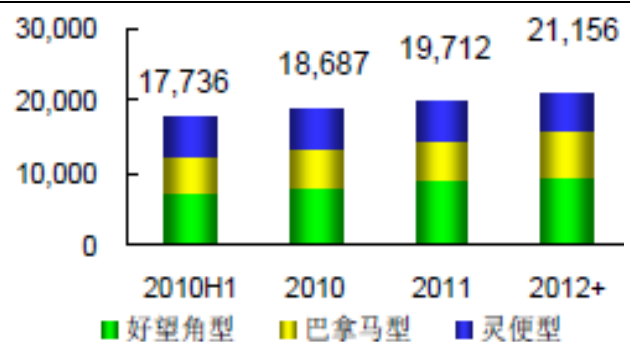
在上一个牛市顶峰 2007 年的时候，中国远洋的干散业务几乎贡献了 90% 以上的利润，而集运处于盈亏平衡点附近，远低于同期中海集运的盈利能力。如今，从未来几年运力增长计划来看，集运运力增幅将显著超过干散。

图表 1：中国远洋集运运力增长计划



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 2：中国远洋干散自有运力增长计划



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

干散货业务方面，公司从以往的“兼顾短期盈利最大化与中长期稳健性”，逐渐转变为本次中报表述的干散货业务“对冲中求规模，规模中求利润”。

按照我们的理解——“对冲中求规模”，意味着以头寸锁定成本可控为发展规模的前提；“规模中求利润”，表明公司已经意识到干散货利润率难以回到危机前水平，需要用规模实现利润目标。

从实际运营情况来看，公司今年已实现或已锁定干散货营运天占全年营运天的 70%，而去年同期锁定比例为 61.9%；此外，干散控制运力规模同比增长约 8%。

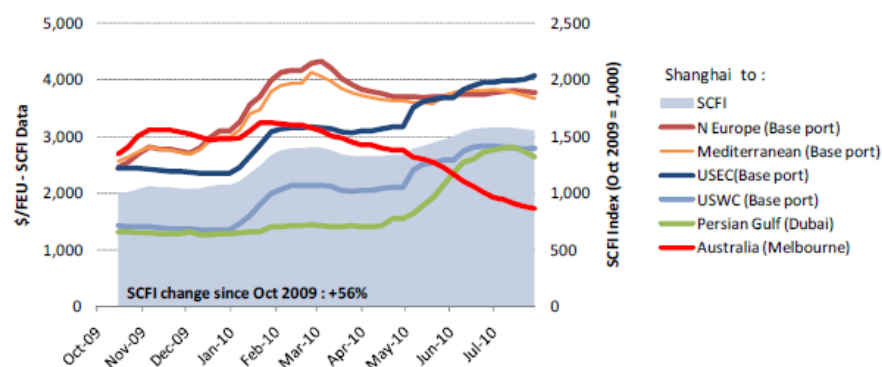
集运方面，短期加强了资产配置的灵活性，中长期继续保持积极稳妥的运力增长计划。

中远集运最新计划 2012 年运力比 09 年底增加 17 万 TEU，相对于 5 月份计

划，运力投放有所推迟，表明公司推迟了部分集运新船的交付。

短期资产配置方面，公司在今年旺季来临之前成功预判欧线美线的运价趋势，在两条航线的周舱投放分别比淡季增长 40%和 43%。此外，公司在三季度初就已未雨绸缪，制定了淡季航线调整策略。

图表 3：集运分航线运价走势图



资料来源：Alphaliner

尽管航运股投资主要看中观层面的周期，但是微观层面经营策略的差异，最终会导致经营绩效的差异。

三、干散成本优化——预计盈亏平衡点降 200 点

BDI 是不可预测的，所以需要通过控制成本，先求不败后求胜。

我们估计，即使 2011 年 BDI 比今年下降 200 点，中远干散货业务的盈利有望接近今年水平。

- 1、随着危机前高价合同到期和新签租约价格下降，预计年租金成本比 09 年初下降 30-40 亿元。
- 2、中报亏损合同计提标准从 3000 点调整为 2600 点；考虑到租入船规模大于自有船队，未来一年的盈亏平衡点下降了 200 点；
- 3、危机前的租约普遍期限在 24 个月以内，因此未来需要滚动新计提的亏损合同将维持较低水平。

四、集运成本优化——两个层面的规模效应

市场对中远集运的主要理解，一是成本比同行高，二是运价复苏滞后。我们赞同第二个观点，但是第一个观点会随着时间推移而变化。

中远集运的高成本，与其全球营销网络和先进的总部管理体系有关，因为两者都产生了较高的固定费用。然而，随着时间的推移，中远集运的利润率在今年下半年将开始超过同行，主要源自两个层面的规模效应：

- 1、船舶大型化。船舶大型化一方面令单箱成本下降，另一方面加速同行具有成本优势的老船的淘汰和占比下降；
- 2、总部和营销网络成本分摊。中远先进的 IT 系统和营销网络产生了巨大的固定成本，但随着三年运力增长 40%计划的实施，将推动单箱管理费用的加速下降。

由于运价的滞后反应和成本的持续下降，上半年中远集运的营业利润率与同行的差距缩小了三个百分点。

五、Mid-cycle 高弹性，维持“谨慎推荐”

我们预计 2010 年每股收益 0.65 元，尽管我们判断集运和干散短期运价走势不佳，但是我们估计最终业绩超过我们预测的可能性较大。

航运处于缓慢复苏的周期中部，中国远洋具有较高的盈利弹性。建议投资人逢低吸纳，维持“谨慎推荐”评级。

风险方面，中长期风险在于干散货和集运都会面临订单大船比例过高；短期风险在于我们判断未来两个月集运运价将持续下滑；由于铁矿石价格已经逼近 158 美元/吨，BDI 未来一个月下跌的可能性较大。

总的来讲，我们可以确定航运业处于向上的 Mid-cycle，但是不知道复苏的时点和速度。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	