

长航凤凰 (000520.sz)

由“江”渡“洋”，业绩拐点逐步显现

杨志清 研究员 张亮 研究助理
 电话: 021-68828417 电话: 021-68815254
 eMail: yzq3@gf.com.cn eMail: zl23@gf.com.cn

出售老旧船舶，非经常性损益可观

(1) 公司今日公告出售老旧船舶 133 艘 (共计约 40 万吨运力)，其中包括 128 艘运输船舶和 5 艘辅助船舶，获得营业外收入 9552 万元，扣除所得税影响，预计增厚业绩 0.11 元。

改善长江航线运力结构、提高长江航线收益水平

长江航线运输亏损是公司盈利水平难以提高的主要障碍，2009 年公司亏损 4 个亿，其中主要是长江航线亏损造成。

公司淘汰长江航线老旧船舶运力，主要目的是通过减少拖驳运输的方式降低成本，减少长江航线的亏损。

积极发展沿海和远洋运力——未来的盈利催动力

公司目前拥有沿海和远洋运力的在手订单为 112 万 DWT，预计在 2012 年将全部交付，届时公司的沿海和远洋运力分别为 120 万 DWT 和 110DWT，较目前大幅增长。

公司目前长江航段运力约为 130 万吨 (扣除本次出售船舶)，在手自航船订单 13 万载重吨。根据公司规划，我们预计公司还将进一步淘汰约 20-30 万吨老旧运力，至 2012 年，长江、沿海以及远洋运力规模将大致相同。

投资建议

我们预计公司 2010-2012 年分别实现 EPS 为 0.09、0.38、0.56 元，对应目前股价的 PE 分别为 57.56、14.08、9.59 倍。

由于公司目前远洋和沿海运力大多与 2011 年开始交付投入运营，因此我们按照 2011 年业绩，给予 18 倍 PE，目标价 6.84。

同时考虑到国际干散货市场复苏的不确定性，我们首次给予“持有”评级。

风险提示

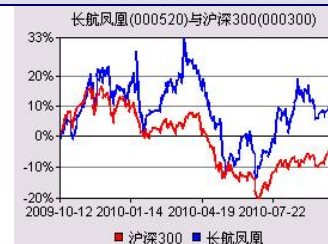
国际干散货市场对公司业绩有重大影响，且公司对市场运价没有控制力，如果行业继续下行，则公司业绩受较大影响。

公司评级

持有

当前价格(元) 5.37
 目标价格(元) 6.84
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.2%	15.48%	8.48%
沪深 300	3.81%	15.00%	-3.78%

股票数据

总股本(万股) 67,472.23
 流通 A 股(万股) 66,914.46
 主要股东:
 中国长江航运(集团)总公司
 主要股东持股比例 27.27%
 流通 A 股比例 99.17%

财务比率

ROE -39.71%
 ROA -3.80%
 资产负债率 82.13%
 每股净资产(元) 1.53

2009 年报数据。

目录索引

一、由“江”渡“洋”，逐步壮大的凤凰	3
（一）长江航线的亏损是公司整体盈利不佳的主要原因	3
（二）沿海和远洋运输市场是主要发展方向	4
（三）公司未来业绩能大幅提升的核心因素：长江段减亏，沿海和远洋 航运市场运价回升	5
二、外部促发因素——中外运长航重组：重组是必然，时间表难把握 ...	6
三、投资建议——前景光明，路途曲折	7

图表索引

图 1：长航凤凰收入结构	3
图 2：长航凤凰运力结构	3
图 3：长航凤凰 2010 年来营业收入和毛利率开始回升	5
表 1：公司未来沿海江海直达和远洋运力将成倍增长(单位：万载重吨) ..	4
表 2：公司在建船舶项目	4
表 3：中外运航运自有运力统计（截止 2010 年 6 月）	6
表 4：中外运航运和长航凤凰部分资料对比	6

一、由“江”渡“洋”，逐步壮大的凤凰

（一）长江航线的亏损是公司整体盈利不佳的主要原因

公司目前的主营业务为干散货运输，细分为长江运河运输、沿海运输以及远洋运输三大块。

从收入和运力构成结构来看，沿海运输的盈利能力明显超过长江运输。

收入构成比例：长江：沿海：远洋=0.4:0.48:0.08；

运力构成比例：长江：沿海：远洋=0.59:0.26:0.1。

如果从利润结构来看，长江航线的亏损是公司整体业绩提升的主要障碍：2008年公司实现净利润0.8亿（其中长江段约亏损3.45亿元）；2009年公司亏损4个亿（估计长江航线亏损4个亿）。

图 1：长航凤凰收入结构

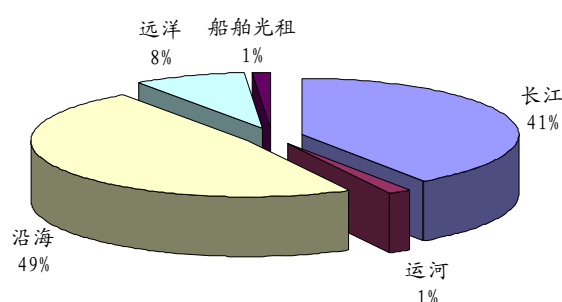
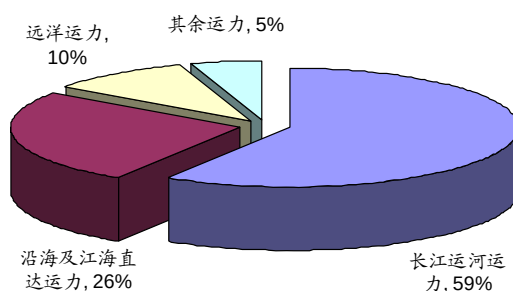


图 2：长航凤凰运力结构



资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

长江航线亏损的主要原因有两个：（1）长江航线竞争非常激烈，运价一直都很平稳很难有上升空间；（2）长江航线采取拖驳运输的方式，各级管理点较多，人工成本、港口费用等较为沉重。

公司计划通过（1）改变传统的拖驳运输方式，增加自航船，从而适应客户需求，提高竞争优势；（2）自航船比例的增加，减少各级管理机构，削减人员支出，我们已经看到公司在不断的合并各级管理部分，减少成本。

公司未来发展目标是逐渐改变拖驳运输方式，采用自航船和江海直达船，尽可能在2012年做到长江航线不亏损。

■ 处理长江老旧船舶将获得可观的营业外收入

公司在长江方面的拖驳船、辅助船大约有一千多艘以上，公司改变船型的过程中将有大批的船舶出售，估算将有1-2亿营业外收入（本次出售船舶已经获得1亿元的营业外收入）。

同时，交通部为了鼓励航道的开拓，曾经发布《长江干线船型标准化

补贴资金管理办法》，根据该办法，拆解长江航线的老旧船舶运力将会获得一定的补贴，具体计算方法如下：

单船补贴金额=补贴基数×船舶总吨×船龄系数×船舶类型系数

(1) 补贴基数为0.1 万元；

(2) 船舶类型系数：干散货船为1；驳船为0.6；客船、液货危险品船、集装箱船、推（拖）轮为1.5。

(3) 船龄系数：15<X≤18 年 0.72；18<X≤21 年0.63；21<X≤24 年0.54；24<X≤27 年0.45；27<X≤30 年 0.36

公司所经营的绝大部分是拖驳船，根据与公司管理层的沟通，通过处理长江的老旧船舶运力，按此公式计算可以获得补贴收入1-2亿元。由于公司计划再2012年做到长江航线不亏损，因此我们认为公司的老旧船可能在2012年之前全部出售，因此我们认为此笔收入大约会在未来2年中完全得以体现，我们预计2011-2012年，公司每年可获得5000万元的营业外收入。

(二) 沿海和远洋运输市场是主要发展方向

由于长江航线亏损严重，公司未来的发展重心将放在沿海和远洋运输方面。长江航线的老旧船舶会逐步淘汰，而沿海和远洋的运力随着订单的交付将会成倍增长。

截止2010年6月30日公司的长江运河运力、沿海及江海直达运力和远洋运力载重吨分别约为167.6万吨、60万吨以及33.45万吨；根据公司在手订单推算，截止2012年公司长江、沿海以及远洋运力将分别达到150万吨、120万吨以及110万吨。

表 1：公司未来沿海江海直达和远洋运力将成倍增长(单位：万载重吨)

	长江运河运力	沿海及江海直达运力	远洋运力
2010 年 6 月 30 日	167.6	60	33.45
2012 年 (E)	100	120	110
增长幅度	-40.3%	100.0%	228.8%

资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表 2：公司在建船舶项目

类别	在建散货船	载重吨	预计交付日期
长江	8 艘川江及三峡库区 4000 吨级	32,000	
	19 艘长江 5000 吨级	95,000	
	购买涪港 895 散货船 (荣江 14029)	4,200	2010 年
沿海	6 艘 45000 吨级	270,000	2011-2012
	长进海	23,000	
	长恒海	23,000	
	长领海、长先海	46,000	
	长天海	32,000	
	长骄海(融资租赁)	32,000	

远洋	3 艘 57300 吨级	171,900
	9 艘 58000 吨级	522,000

资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（三）公司未来业绩能大幅提升的核心因素：长江段减亏，沿海和远洋航运市场运价回升

■ 长江段逐渐减亏是基础

长江段的减亏是公司业绩上涨的基础。根据公司规划，2012年长江运力仍然占公司总运力的1/3，长江运输盈利能力的改善至关重要。

以下两点使我们对长江段盈利能力的扭亏具有一定的信心：

（1）国家内河航运发展规划、内河航运节能减排“十二五”规划。这两个政策主要的目的是：节能减排，大力发展内河水路运输，淘汰老旧船舶。我们认为这样可以解决长江航线恶劣竞争、解决航道拥堵的问题。

（2）公司改变过去的拖驳运输方式，增加自航船比例。

内河航运亏损的主要原因是成本，包括人工成本、老旧船养护成本、港务费；随着公司自航船、江海直达船的逐步增加，我们认为公司的人工成本、老旧船养护成本均会大幅度下降。

如果公司在2012年做到长江段不亏，那么将至少增加利润3亿。

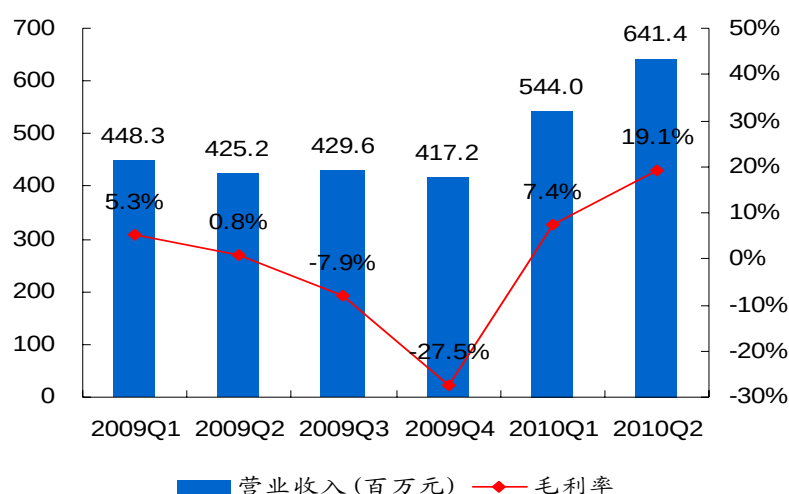
■ 沿海和远洋市场是业绩爆发的主导——核心因素在于价

公司运量无需过多担心。根据公司公告，2010年公司与大客户签订的合同运量已经达到5700万吨，并且公司与重钢、上海焦化、湖北宜化、重庆长寿化工园区等均签署合作框架，未来的货量不需要担心（仅重钢1000万吨钢项目就可以满足公司绝大部分远洋运力需求）。

业绩提升的核心因素：运价。

如果行业基本面出现好转，供需趋衡，运价提升，公司业绩亦会出现较大幅度增长。2010年以来，公司营业收入和毛利率已有好转的趋势。

图 3：长航凤凰 2010 年来营业收入和毛利率开始回升



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

根据国际海运干散货市场的供求状况，我们预计2012年行业可能会出现趋势性好转，伴随着公司沿海运力和远洋运力的成倍扩大，公司业绩将会有较大幅度的增长。预计公司盈利水平可达3-5亿，EPS能够达到0.45-0.75元。

二、外部促发因素——中外运长航重组：重组是必然，时间表难把握

我们对公司重组的基本逻辑是：

（1）长航凤凰的实际控制人目前是中外运长航集团。中外运长航集团拥有一只较为完整的干散货运输团队，经营远洋运输业务——中外运航运（HK00368）。而长航凤凰目前正在大力发展远洋船队，按照中国证监会的规定，两者构成同业竞争，必须解决。解决的途径有两个：1、长航凤凰增发股份从集团收购中外运航运；2、集团将长航凤凰的航运资产注入中外运航运；

表 3：中外运航运自有运力统计（截止 2010 年 6 月）

	自有运力（万吨）	在手订单（万吨）
Capesize	53.33	54
Panamax	88.45	
Handymax	33.45	
Handysize	16.94	6.4
合计	192.17	60.4

资料来源：中外运航运网站，广发证券发展研究中心

（2）我们认为长航凤凰增发股份从集团收购其持有的中外运航运的股份可能性较大。

理由是：长航凤凰拥有内河航运最大的船队，中外运航运属于外资股，收购内河航运船队存在政策性障碍（交通部有规定，外资不准进入内河航运）；

（3）如果长航凤凰收购中外运航运。中外运航运目前自有的干散货运力加在手订单约250万吨，加上长航凤凰自由的110万吨远洋运力，整体远洋运力可达360万吨以上。

表 4：中外运航运和长航凤凰部分资料对比

	总资产(亿)	09 年净利润(亿)	干散货船队运力(百万载重吨)
中外运航运	140.48	7.18	151
长航凤凰	70.81	-4.1	287

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

重组给长航凤凰带来最大的好处是：长航凤凰将成为远洋、沿海、内河三程运输均有庞大运力的唯一公司，可以为长江的钢材、电厂提供全程

一体式服务，大幅增强企业竞争力。

三、投资建议——前景光明，路途曲折

短期，非经常性损益支撑业绩

根据我们的测算，2010-2012年出售老旧运力获得的营业外收益以及政府补贴收益合计约为1.1亿、0.5亿、0.5亿，按照目前的股本测算，约增厚EPS为0.12/0.06/0.06元。

中长期，沿海和远洋业务贡献持续盈利

我们预计公司2010-2012年分别实现EPS为0.09、0.38、0.56元，对应目前股价的PE分别为57.56、14.08、9.59倍。

重组给公司带来的较大利好，支撑目前估值

我们相信1-2年内凤凰重组必须完成：长航凤凰未来1-2年内的资本开支需要40亿，而根据长航凤凰目前的现金流状况，公司需要进一步股权融资，而股权融资之前需要解决同业竞争问题。

如果重组完成，长航凤凰的远洋运力将增加2倍，我们的业绩预测将增长两倍以上。假设重组在2011年底完成，假设行业在2012年出现趋势性好转，那么2012年长航凤凰净利润至少实现12亿-15亿。

我们按照 2011 年业绩，给予 18 倍 PE，目标价 6.84。考虑到国际干散货市场复苏的不确定性，我们给予“持有”评级。

资产负债表简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	603.61	-2563.46	-3444.42	-3804.82	
应收账款	161.40	175.48	298.61	352.20	
预付款项	427.35	446.77	633.73	770.69	
应收利息	0.89	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	158.97	119.65	184.43	228.28	
存货	81.29	71.18	100.96	122.78	
流动资产合计	1702.53	-1395.78	-1680.05	-1654.31	
长期股权投资	66.35	66.35	66.35	66.35	
固定资产	2694.03	2876.98	3222.42	3522.87	
在建工程	1851.76	2401.76	2801.76	3001.76	
无形资产	0.57	0.57	0.57	0.57	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	0.28	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	4629.80	5345.66	6091.11	6591.56	
资产总计	6332.33	3949.88	4411.05	4937.25	
短期借款	1121.80	0.00	0.00	0.00	
应付票据	87.28	91.24	129.43	157.40	
应付账款	236.70	236.07	334.86	407.23	
预收款项	37.43	49.37	76.11	94.20	
应付职工薪酬	65.99	68.99	97.86	119.01	
应交税费	-11.49	-15.15	-23.35	-28.90	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.91	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	61.91	70.88	60.67	42.71	
流动负债合计	2171.34	475.82	679.52	827.62	
长期借款	2272.12	2272.12	2272.12	2272.12	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	755.32	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	3029.48	2272.12	2272.12	2272.12	
负债合计	5200.81	2747.94	2951.64	3099.74	
股本	674.72	674.72	674.72	674.72	
资本公积	300.26	300.26	300.26	300.26	
盈余公积	197.88	207.39	246.29	303.40	
未分配利润	-133.62	-79.72	140.69	464.35	
少数股东权益	99.73	99.29	97.46	94.78	
负债股东权益总计	6332.33	3949.88	4411.05	4937.25	
每股净资产(元)	1.53	1.63	2.02	1.63	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1720.24	2268.90	3497.50	4328.90	
营业成本	1841.90	1925.60	2731.40	3321.70	
营业税金及附加	58.93	78.32	120.28	149.15	
销售费用	44.19	58.28	89.84	111.20	
管理费用	62.15	81.97	126.36	156.39	
财务费用	161.63	158.76	136.33	136.33	
资产减值损失	-6.54	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	46.39	0.00	0.00	0.00	
投资收益	-15.48	-2.00	0.00	0.00	
营业利润	-411.10	-36.04	293.29	454.13	
营业外收入	16.67	120.00	50.00	50.00	
营业外支出	0.15				
利润总额	-390.99	83.96	343.29	504.13	
所得税费用	15.89	20.99	85.82	126.03	
净利润	-406.88	62.97	257.47	378.10	
归属于母公司净利润	-409.77	63.42	259.30	380.78	
少数股东损益	2.89	-0.45	-1.83	-2.68	
EPS(元)	-0.61	0.09	0.38	0.56	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	-139.19	269.50	205.37	525.92	
投资活动现金流量	-627.24	-815.19	-950.00	-750.00	
筹资活动现金流量	729.87	-2621.37	-136.33	-136.33	
现金及现金等价物净增加额	-36.57	-3167.07	-880.96	-360.40	
期末现金余额	603.61	-2563.46	-3444.42	-3804.82	
每股经营活动现金流(元)	-0.21	0.40	0.30	0.78	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-35.73%	31.89%	54.15%	23.77%	
营业利润增长率	-618.39%	91.23%	913.82%	54.84%	
毛利率	-7.07%	15.13%	21.90%	23.27%	
营业利润率	-23.90%	-1.59%	8.39%	10.49%	
净利率	-23.82%	2.80%	7.41%	8.80%	
净资产收益率	-39.71%	5.75%	19.04%	21.85%	
总资产收益率	-6.47%	1.61%	5.88%	7.71%	
流动比率	78.41%	-293.34%	-247.24%	-199.89%	
资产负债率	82.13%	69.57%	66.91%	62.78%	
所得税税率	-4.06%	25.00%	25.00%	25.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

长航凤凰(000520)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。