

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 韩轶超 (8621) 68751772 hanyu@cjsc.com.cn

3 季度转为亏损，战略重整进行中

事件描述

长航凤凰公布 2010 年 3 季报：

- 长航凤凰前 3 季度实现营业收入 17.53 亿，同比增长 34.53%；实现毛利率 6.90%，同比增长 7.43 个百分点。实现净利润为-5268 万，EPS 为-0.078 元，去年同期为-0.309 元。
- 从单季度来看，公司 3 季度营业收入同比和环比分别增长 32.14%和-11.49%；实现毛利率-7.36%，环比下降 26.48 个百分点，3 季度实现 EPS 为-0.064 元。
- 公司 3 季度业绩环比下滑，主要由于运输主业量价下跌。内河业务：运量下降比较明显，公司 3 季度内河煤炭和矿石运量（主要客户）环比分别下滑了 7.14%和 17.31%，运价基本维持。远洋业务：3 季度国际干散货市场持续低迷，灵便型 BSI 指数在 3 季度环比下滑 28.46%。
- 考虑到四季度是沿海运输旺季，预计运价上涨将带动公司业绩环比回升。10 月 20 日公布的沿海散货综合运价指数为 1563.18，比 3 季度末上升 14.98%，其中煤炭和金属矿石指数分别上升 20.85%和 1.95%。我们目前维持对公司 2010-2012 年的业绩预测，预计 EPS 分别为 0.05 元、0.30 元和 0.40 元，对应 PE 分别为 107.53 倍、17.67 倍和 13.28 倍。而未来中外运长航集团下属散货业务的整合只是时间表的问题；从半年来一系列的公告，可见公司正在进行经营战略，发展方向的重新规划；维持“谨慎推荐”评级。
- 关于公司的其它分析参见我们 7 月 27 日报告《内外环境齐改善，业绩拐点已现》。

事件评论

第一，3 季度转为亏损

长航凤凰前 3 季度实现营业收入 17.53 亿，同比增长 34.53%，营业成本 16.32 亿，同比增长 24.59%，实现毛利率 6.90%，同比增长 7.43 个百分点。实现净利润为-5268 万，EPS 为-0.078 元，去年同期为-0.309 元。

从单季度来看，公司 3 季度营业收入同比和环比分别增长 32.14%和-11.49%，营业成本同比和环比分别增长 31.55%和 17.47%，实现毛利率为-7.36%，与去年同期基本持平，但环比 2 季度下降了 26.48 个百分点。3 季度实现 EPS 为-0.064 元，去年同期为-0.164 元，今年 2 季度为 0.057 元。

公司 3 季度业绩环比下滑，主要是受主业量价下跌的影响：1) 内河业务货量不足，长江受高洪水位影响，沿海有效货源受到抑制，2) 远洋业务主要是价格下降明显，影响收益。主业毛利由 2 季度的 1.23 亿下降为 3 季度的亏损 4180 万。

另外，公司 3 季度出售 133 艘运输船舶实现利润 9552 万，贡献税后 EPS 约 0.11 元。

表 1：长航凤凰前 3 季度财务数据（单位：百万）

	2010Q1-Q3	2009Q1-Q3	同比
营业收入	1753.0	1303.0	34.53%
营业成本	1632.0	1309.9	24.59%
毛利率（%）	6.90%	-0.53%	7.43%
销售费用	30.6	29.6	3.64%
管理费用	44.5	42.8	4.01%
财务费用	144.9	118.2	22.58%
投资净收益	-1.8	-16.7	89.07%
营业利润	-149.0	-209.9	29.00%
归属于母公司所有者的净利润	-52.7	-208.7	74.76%
EPS	-0.078	-0.309	74.78%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：长航凤凰单季度财务数据（单位：百万）

	2010Q3	同比	环比	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
营业收入	567.6	32.14%	-11.49%	641.4	544.0	417.2	429.6	425.2	448.3
营业成本	609.4	31.55%	17.47%	518.8	503.7	532.0	463.3	422.0	424.6
毛利率（%）	-7.36%	0.48%	-26.48%	19.11%	7.39%	-27.51%	-7.85%	0.75%	5.28%
销售费用	10.4	-6.17%	1.72%	10.2	10.0	14.6	11.1	9.9	8.6
管理费用	15.0	-12.05%	-6.48%	16.1	13.4	19.3	17.1	11.8	13.9
财务费用	46.2	15.32%	-11.04%	51.9	46.8	43.4	40.1	38.6	39.6
投资净收益	-0.6	170.04%	-22.20%	-0.5	-0.8	1.2	0.8	-17.8	0.3
营业利润	-129.4	-12.59%	-574.69%	27.3	-46.9	-201.2	-114.9	-63.3	-31.7
归属于母公司所有者的净利润	-43.3	60.76%	-212.36%	38.6	-47.9	-201.1	-110.5	-65.7	-32.5
EPS	-0.064	60.78%	-212.24%	0.057	-0.071	-0.298	-0.164	-0.097	-0.048

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，内河业务量跌，远洋业务价落

内河业务方面，运量下降比较明显，运价基本维持：

➤ 从运量来看，受长江高洪水位影响，公司 3 季度内河煤炭和矿石运量(主要客户)环比分别下滑了 7.14%和 17.31%；

- 从运价来看，沿海煤炭运价指数和沿海金属矿石运价指数 3 季度环比分别上升 2.19%和下降 8.47%，而长江干散货运价指数的煤炭和金属矿石指数 3 季度环比分别上升 2.42%和下降 0.86%；

远洋业务方面，尽管运量也有所下降，但国际干散货市场异常低迷，运价下跌近 3 成：

- 从运量来看，公司 3 季度海运煤炭和矿石运量（主要客户）环比分别下降了 12.28%和 10.14%；
- 从运价来看，3 季度 BDI 指数环比下降 28.91%，因为公司的远洋散货船以 4-6 万载重吨的 Handymax 为主，我们参考的 BSI 指数在 3 季度也环比下降了 28.46%；

表 3：长航凤凰 3 季度内河煤炭（主要客户）运量情况

	内河煤炭运量（万吨）							合计
	武钢	宝钢	海螺物流	华润电力	上海电力燃料	华新水泥	扬子石化	
2009Q3	163.72	25.8	85	52.17	14.15	3.41	8.8	353.05
2009Q4	234.26	6.8	73	32.83	3.6	5.69	0.6	356.78
2010Q1	258	19.8	73	40.3	4.4	7.1	1.2	403.8
2010Q2	225	18.2	109	33.1	1	2.86	2	391.16
2010Q3	230	18	73	32.6	3.9	3.04	2.7	363.24
同比	40.48%	-30.23%	-14.12%	-37.51%	-72.44%	-10.85%	-69.32%	2.89%
环比	2.22%	-1.10%	-33.03%	-1.51%	290.00%	6.29%	35.00%	-7.14%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：长航凤凰 3 季度内河矿石（主要客户）运量情况

	内河矿石运量（万吨）			
	马钢	沙钢	重钢	合计
2009Q3	101.64	190.91	40.8	333.35
2009Q4	55.36	398.52	45.67	499.55
2010Q1	83.4	283	40.5	406.9
2010Q2	80.6	302	45.5	428.1
2010Q3	76	228	50	354
同比	-25.23%	19.43%	22.55%	6.19%
环比	-5.71%	-24.50%	9.89%	-17.31%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

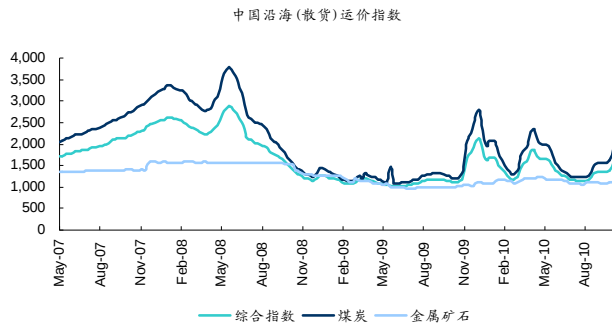
表 5：长航凤凰 3 季度海运运量（主要客户）情况

	海运煤炭（万吨）		海运矿石运量（万吨）		
	武钢	宝钢	马钢	重钢	合计
2009Q3	88.42	140.98	68.5	19.93	229.41
2009Q4	137.97	115.78	37.51	43.98	197.27
2010Q1	163	126	80	50	256
2010Q2	171	119	78	20	217
2010Q3	150	101	60	34	195

同比	69.64%	-28.36%	-12.41%	70.60%	-15.00%
环比	-12.28%	-15.13%	-23.08%	70.00%	-10.14%

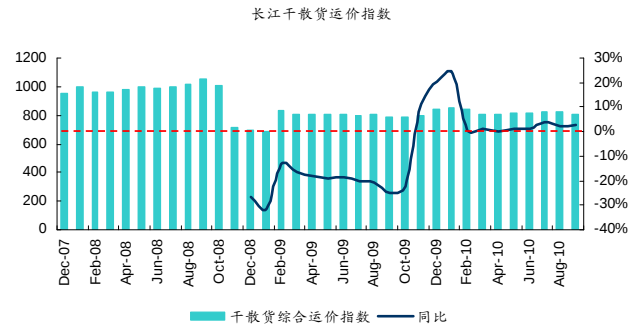
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：中国沿海（散货）运价指数



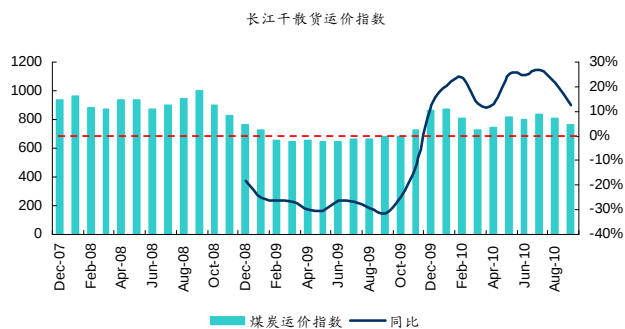
资料来源：中华航运网，长江证券研究部

图 2：长江干散货运价指数（综合）



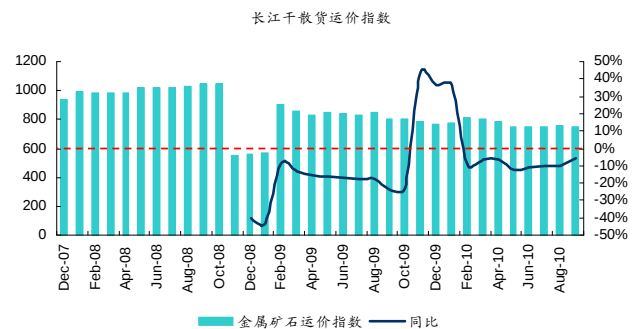
资料来源：长江航务管理局，长江证券研究部

图 3：长江干散货运价指数（煤炭）



资料来源：长江航务管理局，长江证券研究部

图 4：长江干散货运价指数（金属矿石）



资料来源：长江航务管理局，长江证券研究部

图 5: 波罗的海干散货运价指数 (BDI) 走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 6: 波罗的海大灵便型散货船运价指数 (BSI) 走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

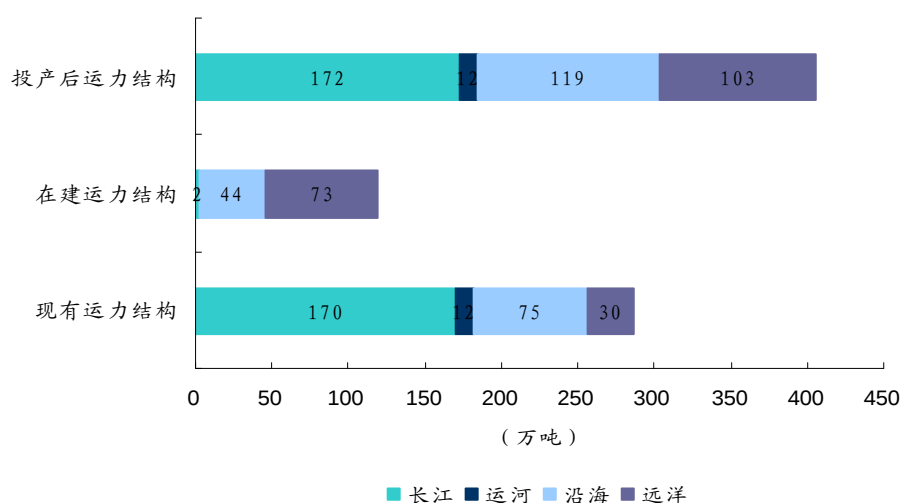
第三, 未来 2 年远洋运力投放集中

根据公司目前的在建运力来看, 公司未来远洋和沿海运力逐步扩张, 在 119 万载重吨的在建工程中, 长江、沿海和远洋运力的比例分别占到了 2%、37%和 61%。目前订单将在 2012 年前交付完毕, 届时沿海和远洋运力将分别达到 119 和 103 万吨, 运力结构变化为: 长江运力 42%、沿海运力 29%和远洋运力 25%。

不过, 以上测算还未考虑长江老旧船舶运力的逐渐淘汰, 目前公司已经在加快老旧船淘汰进程:

- 1) 今年 3 季度公司已挂牌出售了 133 艘运输船舶 (其中沿海散货船 1 艘, 长江 22013 等拖轮 9 艘, 2000 吨级中分节 106 艘, 12 艘运河驳船和 5 艘岸基辅助船), 获得资产出售收入 11,028 万元, 实现利润 9,552 万元。
- 2) 同时, 公司今天还公告将在近日择机挂牌出售 35 艘运输船舶 (总载重吨 2.7 万吨, 平均船龄 29.09 年, 账面净值 750 万)。

图 7: 长航凤凰运力扩张



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四，公告频发，战略重整进行中

公司近期公告的投资及合作项目频繁，6月起已经对外签订了4份《战略合作协议》，仔细研读这些文件可以发现，其共同点就是都有一个类似的条款：合作方同意在市场同等条件下，优先选择长航凤凰作为承运人。表明公司正在不断取长补短——不仅在扩张远洋运力，提升整理盈利能力，也在努力增强内河航运业务的竞争力。

表 6：长航凤凰近期投资及合作项目

时间	合作方	合作内容	对公司影响
2010/6/23	重庆市长寿区人民政府	签订了《战略合作协议》：1.加强航运领域合作，2.推进航运产业升级，3.推进临水产业发展，4.协助长寿区政府建设规范高效的水上锚泊基地和调度指挥中心，5.、协助长寿区政府建设规范高效的水上锚泊基地和调度指挥中心，6.加强船员培训和吸纳城乡劳动力就业方面的合作，7.加强燃油贸易和供应方面的合作	长寿区政府对长航凤凰在长寿的运力更新升级补贴、港域卸泊、航道整治、大宗货源引荐等方面争取相关的政策支持并做好协调工作；长寿区政府给予适宜的岸线、水域、陆域和优惠地价支持；区政府将根据企业发展需要，以优惠地价规划和提供长航凤凰西南总部公司搬迁至长寿等所需用地。
2010/6/24	安徽电力燃料有限责任公司	合资设立芜湖长电物流有限公司，公司持股49%	有利于提升与皖能集团的合作层次，扩大市场份额，培育新的利润增长点。
2010/7/5	湖北宜化集团有限公司	签署《战略合作框架协议》：宜化集团同意对所有需经长江水运的原材料进口、产品出口等优先选择公司承运，公司同意将宜化集团作为水路运输的长期战略客户，加大运力投入，全力、优先满足宜化集团在物资水路运输方面的需要。	对公司的长江中游地区货源市场份额及收入的增长将产生积极影响，有利于公司逐步发展、扩大外贸进出口货物运输。
2010/8/30	上海焦化有限公司	签署《战略合作框架协议》，上海焦化同意在市场同等条件下，自行采购的煤炭并由国内沿海及长江进行运输中转，原则上优先交长航凤凰承运。长航凤凰同意将上海焦化作为水路运输的长期稳定客户，对上海焦化安徽无为项目，将加大运力投资和投入。	巩固了公司与重大客户的合作关系，对公司拓展市场将产生积极影响。
2010/10/19	安徽省能源集团有限公司	签署《深化战略合作框架协议》：皖能集团在组织国内煤炭运输业务和海外煤炭物流业务过程中，在条件相当情况下，给予公司优先承运权。公司利用规模和运价多样化优势，在运行组织和运力投放过程中，给予皖能集团优先使用权，满足其生产需要。	巩固了公司与重大客户的合作关系，对公司拓展市场将产生积极影响。
2010/10/21	重钢集团公司等	公司参股子公司重庆新港长龙物流有限责任公司拟启动二期工程，公司拟以自有资金以现金方式增资840万元，持股比例维持28%不变。	有利于提升与重钢集团公司的战略合作关系，巩固公司在重钢的市场份额

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，短期盈利波动不改长期变化趋势，维持“谨慎推荐”

考虑到四季度是沿海运输旺季，预计运价上涨将带动公司业绩环比回升，10月20日公布的沿海散货综合运价指数为1563.18，比3季度末上升14.98%，其中煤炭和金属矿石指数分别上升20.85%和1.95%。

我们目前维持对公司 2010-2012 年的业绩预测，预计 EPS 分别为 0.05 元、0.30 元和 0.40 元，对应 PE 分别为 107.53 倍、17.67 倍和 13.28 倍。而未来中外运长航集团下属散货业务的整合只是时间表的问题；从半年来一系列的公告，可见公司正在进行经营战略，发展方向的重新规划；维持“谨慎推荐”评级。

关于公司的其它分析见我们 7 月 27 日报告《内外环境齐改善，业绩拐点已现》。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1720	2422	3219	3426	货币资金	604	606	805	857
营业成本	1842	2060	2513	2606	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	-122	363	706	820	应收账款	320	454	604	643
% 营业收入	-7.1%	15.0%	21.9%	23.9%	存货	81	92	112	116
营业税金及附加	59	83	110	117	预付账款	427	474	577	597
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	44	48	64	69	流动资产合计	1703	2005	2601	2749
% 营业收入	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	62	78	103	110	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	66	66	66	66
财务费用	162	214	228	229	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.4%	8.8%	7.1%	6.7%	固定资产合计	4546	4679	4768	4712
资产减值损失	-6	4	4	1	无形资产	1	1	1	0
公允价值变动收益	46	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-15	0	0	0	递延所得税资产	0	1	1	0
营业利润	-411	-65	196	294	其他非流动资产	17	17	17	17
% 营业收入	-23.9%	-2.7%	6.1%	8.6%	资产总计	6332	6769	7454	7545
营业外收支	20	110	100	100	短期贷款	1712	2025	2363	2141
利润总额	-391	45	296	394	应付款项	324	360	437	453
% 营业收入	-22.7%	1.9%	9.2%	11.5%	预收账款	37	53	71	75
所得税费用	16	9	74	98	应付职工薪酬	66	73	89	92
净利润	-407	36	222	295	应交税费	-11	14	28	32
归属于母公司所有者					其他流动负债	44	48	59	61
的净利润	-409.8	33.1	201.3	267.7	流动负债合计	2171	2573	3046	2855
少数股东损益	3	3	21	28	长期借款	2272	2272	2272	2272
EPS (元/股)	-0.61	0.05	0.30	0.40	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	757	757	757	757
经营活动现金流净额	-139	327	532	850	负债合计	5201	5603	6076	5885
取得投资收益	4	0	0	0	归属于母公司	1032	1063	1254	1509
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	100	103	124	151
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1132	1166	1378	1660
固定资产投资	-693	-422	-432	-334	负债及股东权益	6332	6769	7454	7545
其他	65	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-627	-422	-432	-334		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.607	0.049	0.298	0.397
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.53	1.58	1.86	2.24
银行贷款增加 (减少)	267	313	338	-221	PE	-8.68	107.53	17.67	13.28
筹资成本	246	-216	-238	-243	PEG	0.05	-0.58	-0.09	-0.07
其他	218	0	0	0	PB	3.45	3.34	2.83	2.36
筹资活动现金流净额	730	97	99	-464	EV/EBITDA	-442.33	16.52	9.62	7.79
现金净流量	-36	2	199	52	ROE	-39.7%	3.1%	16.0%	17.7%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。