

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

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

收到搬迁补偿与财政返还，2010 年度扭亏为盈

事件描述

长航凤凰发布《2010 年度业绩预告》和《收到搬迁补偿款等事宜的公告》：

- 公司 2010 年度预盈 2000-2500 万，折合 EPS 为 0.03 元-0.037 元。公司 2010 年度收到搬迁赔偿款 4000 万元，财政返还款 1190.87 万元，扣除相关费用和损失后，合计增加 2010 年度营业外收入 3628 万，增加资本公积 128 万。
- 扣除此次公告增加的 3628 万营业外收入，公司 2010 年度主营业绩为亏损 1000 多万，我们判断主要由于长江运输业务以及下半年远洋运输业务亏损所致。2010 年度业绩扭亏为盈主要依靠非经常性收益。公司 1-3 季度单季度 EPS 分别为-0.07 元、0.06 元和-0.07 元。
- 公司在 2010 年 4 季度还曾 2 次公告处置老旧船舶，这也可能带来部分非经常性收益。
- 公司在近年来实施向沿海、远洋业务扩张的战略。2010 年 4 季度国际散货运价大幅度下跌，未来 2-3 年国际干散货市场庞大的运力投放压力使得远洋运输业务实际盈利可能会低于我们之前预期。长江运输业务由于内外部环境的改善，将逐步减亏直至实现盈亏平衡。做为新中外运长航集团下一家小市值公司，国资委下属公司整合的预期可能带来公司未来经营业务的一些变化；我们维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

长航凤凰今日发布《2010 年度业绩预告》：公司 2010 年度预盈 2000-2500 万，折合 EPS 为 0.03 元-0.037 元，略低于我们之前预测的 0.05 元（主要由于下半年远洋运输运价大幅度下跌）；2009 年度 EPS 为-0.61 元，2010 年前 3 季度 EPS 为-0.078 元。

长航凤凰今日发布《收到搬迁补偿款等事宜的公告》：公司 2010 年度收到搬迁赔偿款 4000 万元，财政返还款 1190.87 万元，扣除相关费用和损失后，合计增加 2010 年度营业外收入 3628 万，增加资本公积 128 万。

对此，我们有以下点评：

第一，此次公告的营业外收入助公司扭亏

长航凤凰 2010 年度扭亏为盈主要依靠非经常性损益贡献盈利。扣除此次公告增加的 3628 万营业外收入，公司 2010 年度业绩为亏损 1000 多万，因此，2010 年度业绩扭亏为盈主要是依靠此次公告的非经常性收益，由于 2009 年度公司的 EPS 为-0.61 元，避免了连续 2 年亏损股票被 ST 处理的风险。

第二，4 季度处置老旧船舶，或带来部分营业外收入

公司在 2010 年 4 季度还曾 2 次公告处置老旧船舶，我们认为这也可能为公司带来一部分的非经常性收益。

10 月 21 日，公司董事会审议通过了《关于拟处置长江 2802 等 35 艘船舶的议案》，出售的 35 艘运输船舶总载重吨为 2.7 万吨，账面净值 750 万元，处置方式为择机在产权交易所挂牌方式对外出售；12 月 28 日，公司董事会审议通过了《关于处置长江 82007 等 36 艘船舶的议案》，处置的 36 艘船舶总载重吨为 4.35 万吨，账面净值 1233.70 万元，处置方式为择机对外处置。

假设这 2 批 71 艘船在 4 季度处置完毕，即使都以账面净值出售，不带来当期收益，按照《长江干线船型标准化补贴资金管理办法》的公式计算，补贴金额也在 1500-2500 万左右。如果出售价格高于账面净值，处置船舶的损益还将进一步增加。

第三，未来 2 年远洋运力投放，但盈利贡献可能低于之前预期

从上半年主营构成看，长江和沿海依旧是收入的主要贡献者，收入占比达到 90%。但公司在近年来实施向沿海、远洋业务扩张的战略。随着远洋运力的投放，远洋成为收入增量的主要贡献者。但 2010 年下半年以来远洋运输运价大幅度下跌，而未来 2-3 年国际干散货运输市场面临运力投放的庞大压力，判断未来远洋贡献盈利可能低于我们之前预期。

表 1：长航凤凰 2010 年上半年营业收入结构（单位：万）

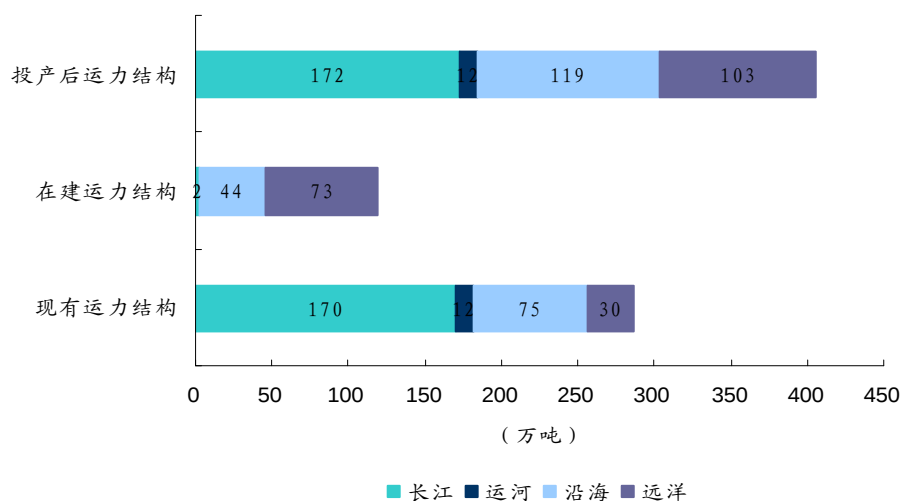
项目	2010 年 1-6 月	占比	2009 年 1-6 月	占比	增减额	增减率（%）
长江	48,230.74	40.69%	39,282.93	44.98%	8,947.81	22.78%
运河	1,728.19	1.46%	1,444.70	1.65%	283.49	19.62%
沿海	57,068.59	48.15%	46,135.05	52.82%	10,933.54	23.70%
远洋	9,811.49	8.28%	-	0.00%	9,811.49	-
船舶光租	1,692.00	1.43%	480	0.55%	1,212.00	252.50%
总计	118,531.01	100.00%	87,342.68	100.00%	31,188.33	35.71%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，再考虑长江老旧船舶运力的逐渐淘汰，届时远洋和沿海运力比重将达到 60%以上；而远洋运力可能达到 30%。

图 1：长航凤凰运力扩张



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：长航凤凰在建船队情况

项目名称	载重吨	项目金额（万元）	项目收益情况
在建 8 艘川江及三峡库区 4000 吨级散货船	32,000	10,864	增加公司长江运力
在建 19 艘长江 5000 吨级散货船	95,000	29,530	增加公司长江运力
购买涪港 895 散货船（荣江 14029）	4,200	727	增加公司长江运力
在建 6 艘 45000 载重吨级散货船	270,000	169,200	增加公司沿海运力
在建 1 艘 23000 吨级沿海散货船（船名：长进海）	23,000	10,119	增加公司沿海运力
在建 1 艘 23000 吨级沿海散货船（船名：长恒海）	23,000	10,180	增加公司沿海运力
在建 2 艘 23000 吨级沿海散货船（船名：长领海、长先海）	46,000	23,760	增加公司沿海运力
在建 1 艘 32000 吨级沿海散货船（船名：长天海）	32,000	21,580	增加公司沿海运力
在建 1 艘 32000 吨级沿海散货船（船名：长骄海、为融资租赁项目）	32,000	22,580	增加公司沿海运力
在建 3 艘 57300 载重吨级散货船	171,900	81,237	增加公司远洋运力
在建 9 艘 58000 载重吨级散货船	522,000	244,608	增加公司远洋运力
合计	1,251,100	624,385	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，业务整合预期，维持“谨慎推荐”评级

虽未来 2-3 年国际干散货市场庞大的运力投放压力使得远洋运输业务实际盈利可能会低于我们之前预期；但长江运输业务由于内外部环境的改善，将逐步减亏直至实现盈亏平衡。做为新中外运长航集团下一家小市值公司，国资委下属公司整合的预期可能带来公司未来经营业务的一些变化；我们维持“谨慎推荐”评级。

表 3：中外运长航集团下上市公司资源

公司名称	股票代码	主营业务	总资产（亿）
中国外运	0598.HK	货运代理	212.01
中外运航运	0368.HK	干散货船期租	140.48
外运发展	600270.SH	航空货运	59.33
长航油运	600087.SH	油轮船期租	152.06
长航凤凰	000520.SZ	干散货船期租	70.81

资料来源:Wind, 长江证券研究部

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	215	229	230	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.4%	8.9%	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	195	293	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	95	100	100	短期贷款	1712	2037	2375	2154
利润总额	-391	30	295	393	应付款项	324	360	437	453
% 营业收入	-22.7%	1.2%	9.2%	11.5%	预收账款	37	53	71	75
所得税费用	16	6	74	98	应付职工薪酬	66	73	89	92
净利润	-407	24	222	295	应交税费	-11	13	28	32
归属于母公司所有者的净利润	-409.8	21.9	200.9	267.3	其他流动负债	44	48	59	61
少数股东损益	3	2	21	28	流动负债合计	2171	2585	3058	2868
EPS (元/股)	-0.61	0.03	0.30	0.40	长期借款	2272	2272	2272	2272
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-139	314	533	850	其他非流动负债	757	757	757	757
取得投资收益	4	0	0	0	负债合计	5201	5614	6088	5897
收回现金					归属于母公司	1032	1053	1243	1497
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	100	102	123	150
固定资产投资	-693	-422	-432	-334	股东权益	1132	1154	1366	1647
其他	65	0	0	0	负债及股东权益	6332	6769	7454	7545
投资活动现金流净额	-627	-422	-432	-334	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	-0.607	0.032	0.298	0.396
银行贷款增加 (减少)	267	325	338	-221	BVPS	1.53	1.56	1.84	2.22
筹资成本	246	-216	-239	-243	PE	-9.22	172.39	18.81	14.13
其他	218	0	0	0	PEG	0.05	-0.92	-0.10	-0.08
筹资活动现金流净额	730	110	99	-464	PB	3.66	3.59	3.04	2.52
现金净流量	-36	2	199	52	EV/EBITDA	-456.53	17.05	9.93	8.05
					ROE	-39.7%	2.1%	16.2%	17.9%

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。