

## 证券研究报告—动态报告

交通运输

港口 航运

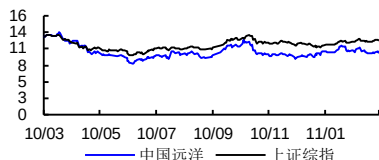
中国远洋(601919)

谨慎推荐

年报点评

2011 年 3 月 30 日

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| 总股本 (百万股)      | 10,216.3/7,476.0    |
| 总市值 (百万元)      | 103,593.0/101,973.4 |
| 沪深 300/深圳成指    | 2,958.08/12,677.61  |
| 12 个月最高/最低 (元) | 13.49/8.34          |

## 相关研究报告:

《中国远洋-601919-2010 年中报点评: 集运超预期, 成本也关键》——2010-8-27

《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

证券分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120022

分析师: 岳鑫

电话: 0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120015

## 公司年报点评

# 航运乍暖还寒, 下调盈利预测

## ●业绩略低于我们预期, 与增加拨备有关

2010 年中国远洋每股收益 0.66 元, 扣除非经常性项目后 0.60 元, 略低于我们的预测, 与公司增加干散拨备有关。分红预案为每股分红 0.09 元。

## ●集运——去年大幅改善, 今年料将下滑

受益于需求低基数反弹以及货量反季节表现, 2010 年集运运价大幅提升。但由于今年油价大幅上涨, 而需求增速放缓, 预计集运盈利将出现明显下滑。

运力投放方面, 中远集运 2010 年期末运力为 61.4 万 TEU, 2011 年将增加 7 万 TEU, 2012 年增加 13.5 万 TEU。运力投放节奏与我们对运价走势预测一致。

## ●干散货——增加拨备, 锁定 23% 营运天

经过了 2010 年的反弹, 2011 年干散货航运的经营环境尤为严峻。

采取两项举措应对市场低迷: 1、未来 12 个月 BDI 假设下调为 2200 点, 租船合同预提负债 11.8 亿元, 比三季报多计提 5 亿元; 2、锁定今年 23% 营运天。

但由于租船数量环比只是小幅下降, 预计今年上半年该业务面临亏损压力。

## ●物流业务——继续专注高端, 有待增加投入

按照我们的估算, 中远物流自身价值在 250 亿元以上。未来中远物流能否取得高速的发展, 很大程度上取决于战略规划和平台投入。

## ●下调 2011 年盈利预测至 0.34 元/股

我们把 BDI 均值假设从 2600 点下调至 2100 点, 同时考虑集运上半年运价低于预期, 油价上行超过我们的假设, 下调 2011 年中国远洋 EPS 预测至 0.34 元。

由于市盈率过高, 投资者须关注短期风险, 尤其是上半年盈利将低于预期。不过从分业务市值角度分析, 公司估值尚属合理。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2008   | 2009    | 2010   | 2011E | 2012E  |
|--------------|--------|---------|--------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 1,150  | 557     | 806    | 723   | 831    |
| (+/-%)       | 22     | -52     | 45     | -10   | 15     |
| 净利润(百万元)     | 108    | -75     | 68     | 35    | 54     |
| (+/-%)       | -43    | -       | -      | -49   | 57     |
| 每股收益 (元)     | 1.06   | -0.74   | 0.66   | 0.34  | 0.53   |
| 市净率 (PB)     | 2.0    | 2.4     | 2.1    | 2.1   | 1.9    |
| 净资产收益率 (ROE) | 20.79% | -17.61% | 13.93% | 6.91% | 10.16% |
| 市盈率 (PE)     | 9.6    | -13.7   | 15.3   | 30.0  | 19.1   |

## 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。

## 业绩略低于我们预期，与增加拨备有关

2010 年中国远洋每股收益 0.66 元，扣除非经常性项目后 0.60 元，略低于我们 0.65-0.70 元的预测。究其原因，与公司增加相当于 0.05 元/股的干散货租船合同拨备有关。

董事会提出 2010 年分红预案，每股现金股息 0.09 元。

## 集运业务——去年大幅改善，今年料将下滑

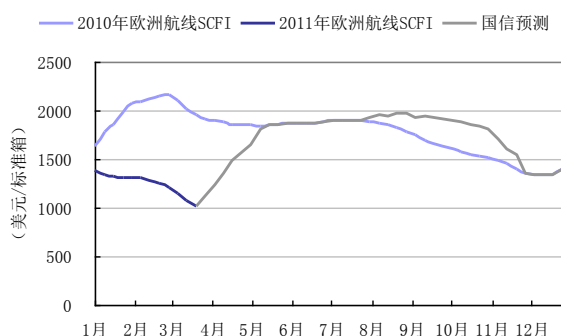
中远集运和中海集运是国内最大的两家集运公司，通过对照分析，可以看出两家公司去年经营策略和未来增长计划的不同。

中远集运和中海集运收入增速分别是 73%和 75%，但中远的运量增速 18.7%，而中海为 6.9%。鉴于两家公司在相同航线的运价很接近，所以运力投放结构是更重要的原因。

中远集运期末运力为 61.4 万 TEU，而中海集运为 50.6 万 TEU，比中远集运低了接近 20%。而中远集运的运量为 621 万 TEU，比中海集运低了 100 万 TEU。

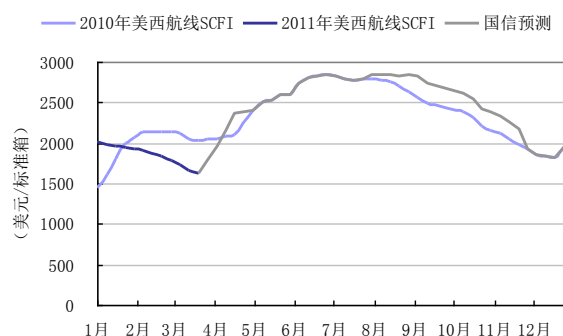
运力和运量的不一致，原因在于中远集运更加专注于长航线，而中海集运延续内贸优势传统。中远内贸运量占比不到 25%，而中海超过 40%。中远欧线美线运力投放增速分别是 36%和 8%，而中海分别为 19%和 13%，反应了两家公司对市场的不同判断。

图表 1：亚欧航线 2010-11 年运价



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 2：美西线 2010-11 年运价



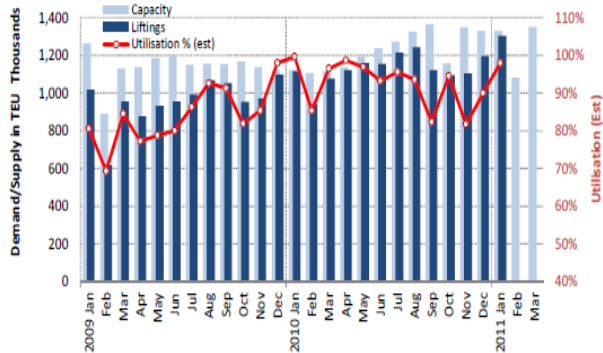
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

2011-12 年两家公司的运力投放也同样有差异。2011 年中远集运的运力将增加 7 万 TEU，而中海集运增加 10 万 TEU，中远运力领先幅度将缩小。但是 2012 年中远集运增加 13.5 万 TEU，而中海集运只增加 5.2 万 TEU。

基于两家公司不同的运力配置以及运力增长规划，并结合我们对集运业 2011 年下行 2012 年上行的判断，我们认为中远集运 2011 年盈利下滑幅度可能会超过中海，而 2012 年盈利增长速度会超过中海。

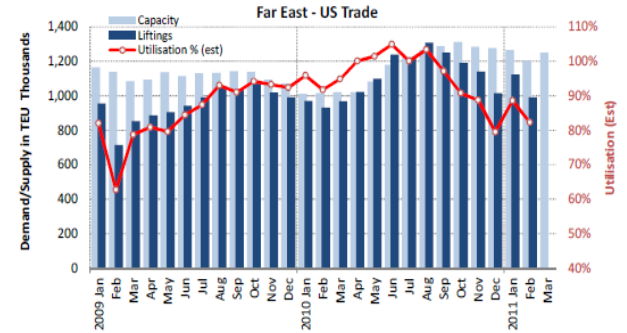
总体而言，不管从运力规模、航线配置、增长计划和经营策略等角度，中远集运都是 Beta 相对较大的集运公司。

图表 3：亚欧线运量变化



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

图表 4：美线运量变化



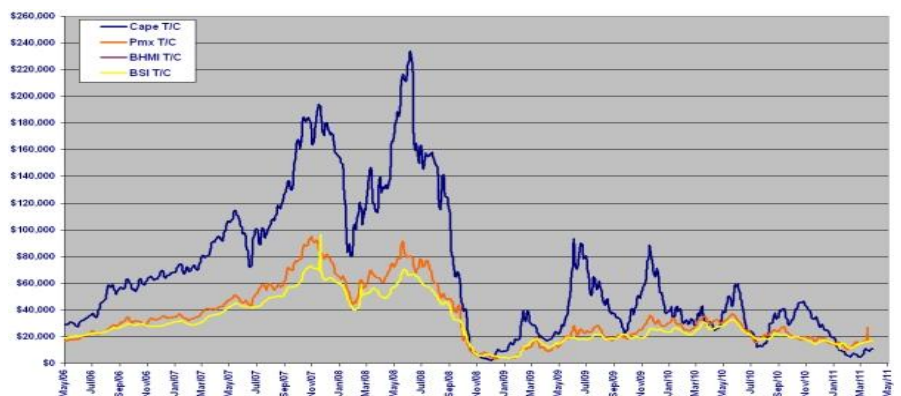
资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所

## 干散货乍暖还寒——增加拨备，锁定 23% 营运天

航运业是周期性，其复苏也是波浪式——今年干散货将面临比集运更大的经营压力。受到供给和油价的双重压力，运价均值预计比 2010 年的 2758 点下滑 20%-25%（我们年度策略的假设是下滑 10%）。

中国远洋 09 年年报计提合同亏损的 BDI 假设是 3000 点，2010 年中报把计提基准下降到 2600 点，年报进一步下调为 2200 点，年报计提预计负债 11.8 亿元，比三季度末增加计提 5 亿元。反映公司干散货经营团队作出预判，2011 年干散货市场将面临调整。

图表 5：干散货 BDI 运价指数



资料来源：Baltic Exchange

2011 年干散货营运天锁定比例为 23%，各船型锁定的期租水平较 2010 年实现的平均水平下降约 30%。由此推算，2011 年一季度一半以上的营运天，已经按照成本价或略高水平租出。

遗憾之处在于，期末租入的干散货船数量并没有明显变化。租入好望角船比三季度末增加一艘，巴拿马船比三季度末减少 7 艘，总体风险头寸仍然偏高。租入船舶将成为 2011 年干散货经营的主要风险头寸。

此外，FFA 存量已经很小，交易性金融负债期末余额 0.6 亿元，未来 FFA 不会再对经营成果带来任何的明显影响。

## 物流业务——继续专注高端，有待增加平台投入

A 股市场的物流股此起彼伏，普遍市盈率在 40-60 倍之间。但是从实业角度分析，大多数物流股的物流运营能力都远低于中远物流。

在高端的工程物流方面，中远物流 2010 年实现收入 12.5 亿元，同比增长 24%。国内公路物流最高、最长、最宽和最重的记录，全部由中远物流保持。

在国内网络建设方面，中远物流完成了 7963 万件家电物流，为全国性的物流网络建设奠定了基础。

国际网络建设方面，依托中远在全球的网络，中远物流可以为全球客户提供门到门服务。以成都-深圳铁路集装箱专列为例，恰恰是因为中远物流的全球物流能力，使其成为该线路的开创者和独家承包经营人。

按照我们的估算，中远物流自身价值在 250 亿元以上。未来中远物流能否取得高速的发展，很大程度上取决于战略规划和平台投入。只是由于中国远洋规模太大，中远物流的价值容易被低估。

## 下调 2011 年盈利预测至 0.34 元

我们把 BDI 均值假设从 2600 点下调至 2100 点，同时鉴于集运上半年运价低于预期，油价上行超过我们的假设，下调 2011 年中国远洋 EPS 预测至 0.34 元。

从市盈率角度，目前的 PE 过高。但如果按照集运业务 450 亿元，物流和干散业务各自 250 亿元推算，并考虑其港口和集装箱业务价值，中国远洋目前估值合理。维持公司“谨慎推荐”评级。

鉴于航运业目前面临的供给压力和需求缺乏弹性，我们认为 2011 年行业性的盈利下滑几成定局。2 月 25 日我们下调航运业评级为“中性”。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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         |

## 风险提示

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。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                |                    |                 |                    |                  |                    |
|----------------|--------------------|-----------------|--------------------|------------------|--------------------|
| <b>宏观</b>      |                    | <b>固定收益</b>     |                    | <b>策略</b>        |                    |
| 周炳林            | 0755-82130638      | 李怀定             | 021-60933152       | 黄学军              | 021-60933142       |
| 林松立            | 010-66026312       | 侯慧娣             | 021-60875161       | 闫 莉              | 010-88005316       |
| 崔 嵘            | 021-60933159       | 张 旭             | 010-66026340       | 吴土金              | 0755-82130833-1332 |
|                |                    | 刘子宁             | 021-60933145       |                  |                    |
| <b>交通运输</b>    |                    | <b>银行</b>       |                    | <b>房地产</b>       |                    |
| 郑 武            | 0755- 82130422     | 邱志承             | 021- 60875167      | 方 焱              | 0755-82130648      |
| 陈建生            | 0755- 82133766     | 黄 飙             | 0755-82133476      | 区瑞明              | 0755-82130678      |
| 岳 鑫            | 0755- 82130432     | 谈 煊             | 010- 66025229      | 黄道立              | 0755- 82133397     |
| 高 健            | 0755-82130678      |                 |                    |                  |                    |
| <b>机械</b>      |                    | <b>汽车及零配件</b>   |                    | <b>钢铁</b>        |                    |
| 郑 武            | 0755- 82130422     | 左 涛             | 021-60933164       | 郑 东              | 010- 66025270      |
| 陈 玲            | 0755-82130646      |                 |                    | 秦 波              | 010-66026317       |
| 杨 森            | 0755-82133343      |                 |                    |                  |                    |
| <b>商业贸易</b>    |                    | <b>基础化工</b>     |                    | <b>医药</b>        |                    |
| 孙菲菲            | 0755-82130722      | 张栋梁             | 0755-82130532      | 贺平鸽              | 0755-82133396      |
| 祝 彬            | 0755-82131528      | 陈爱华             | 0755-82133397      | 丁 丹              | 0755- 82139908     |
| 田惠蓝            | 0755-82133263      | 邱 斌             | 0755-82130532      | 杜佐远              | 0755-82130473      |
|                |                    | 罗 洋             | 0755-82150633      |                  |                    |
|                |                    | 吴琳琳             | 0755-82130833-1867 |                  |                    |
|                |                    | 梁 丹             | 0755- 82134323     |                  |                    |
| <b>石油与石化</b>   |                    | <b>电力设备与新能源</b> |                    | <b>传媒</b>        |                    |
| 严蓓娜            | 021-60933165       | 杨敬梅             | 021-60933160       | 陈财茂              | 021-60933163       |
| <b>有色金属</b>    |                    | <b>电力与公用事业</b>  |                    | <b>非银行金融</b>     |                    |
| 彭 波            | 0755-82133909      | 徐颖真             | 021-60875162       | 邵子钦              | 0755- 82130468     |
| 谢鸿鹤            | 0755-82130646      | 谢达成             | 021-60933161       | 田 良              | 0755-82130513      |
|                |                    |                 |                    | 童成敦              | 0755-82130513      |
| <b>通信</b>      |                    | <b>造纸</b>       |                    | <b>家电</b>        |                    |
| 严 平            | 021-60875165       | 李世新             | 0755-82130565      | 王念春              | 0755-82130407      |
| 程 锋            | 021-60933167       | 邵 达             | 0755-82130706      | 黄海培              | 021-60933150       |
| <b>计算机</b>     |                    | <b>电子元器件</b>    |                    | <b>纺织服装</b>      |                    |
| 段迎晟            | 0755- 82130761     | 段迎晟             | 0755- 82130761     | 方军平              | 021-60933158       |
| 黄 磊            | 0755-82151833      | 高耀华             | 0755-82130771      |                  |                    |
| <b>农业</b>      |                    | <b>旅游</b>       |                    | <b>食品饮料</b>      |                    |
| 张 如            | 021-60933151       | 陈财茂             | 021-60933163       | 黄 茂              | 0755-82138922      |
| <b>建材</b>      |                    | <b>煤炭</b>       |                    | <b>建筑</b>        |                    |
|                |                    |                 |                    | 邱 波              | 0755-82133390      |
|                |                    |                 |                    | 刘 萍              | 0755-82130678      |
| <b>新兴产业</b>    |                    | <b>研究支持</b>     |                    | <b>量化投资产品</b>    |                    |
| 陈 健            | 010-66022025       | 沈 瑞             | 0755-82132998      | 焦 健              | 0755-82133928      |
| 李筱筠            | 010-66026326       | 雷 达             | 0755-82132098      | 阳 瑾              | 0755-82133538      |
|                |                    | 袁 剑             | 0755-82139918      | 周 琦              | 0755-82133568      |
|                |                    | 余 辉             | 0755-82130741      | 赵学昂              | 0755-66025232      |
|                |                    | 王越明             | 0755-82130478      | 邓 岳              | 0755- 82150533     |
| <b>基金评价与研究</b> |                    | <b>量化投资策略</b>   |                    | <b>量化交易策略与技术</b> |                    |
| 杨 涛            | 0755-82133339      | 葛新元             | 0755-82133332      | 戴 军              | 0755-82133129      |
| 康 亢            | 010-66026337       | 董艺婷             | 021-60933155       | 黄志文              | 0755-82133928      |
| 刘舒宇            | 0755-82133568      | 程景佳             | 010-88005326       | 秦国文              | 0755-82133528      |
| 彭甘霖            | 0755-82133259      | 郑 云             | 021-60875163       | 赵斯尘              | 021-60875174       |
| 李 腾            | 0755-82130833-6223 | 毛 甜             | 021-60933154       | 徐左乾              | 0755-82133090      |
| 刘 洋            | 0755-82150566      |                 |                    |                  |                    |



**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<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |  | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn |  | 魏宁          | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |  | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    |  | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |  |
| 焦戢          | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |  | 郑毅          | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn |  | 林莉          | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |  |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     |  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn |  | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |  |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  |  | 刘塑          | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   |  | 甘墨          | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |  |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   |  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    |  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |  |
| 原祎          | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   |  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  |  | 徐冉          | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 赵晓曦         | 15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn                   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 温馨          | 13612901872<br>wenxin@guosen.com.cn                    |  |