

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) 68751772 hanyu@cjsc.com.cn

散货租金水平仍在低位，集运由盈转亏

事件描述

中国远洋公布 2011 年中报：

- 上半年，中国远洋实现收入同比下降 10.44%，毛利率下降 16.21 个百分点至 2.76%，归属于母公司的净利润下降 176.79%至-27.11 亿，EPS 为-0.27 元，亏损幅度超出我们的预期。
- 我们认为，上半年公司业绩低于预期，主要在于：1）干散货市场运价大幅回调，BDI 同比下降 57%，公司干散货业务收入下降 27%，毛利率同比下降 31.1 个百分点至-7.5%，是上半年业绩亏损的主要因素；2）上半年，尤其是 2 季度非集运淡季时运价继续回落，使得集运业务由 1 季度的微利转为上半年的净亏损；3）上半年船用燃油价格同比快速大幅上升 35%，侵蚀利润。
- **干散货业务：租金水平仍在低位，下半年不容乐观。**公司上半年完成货运量同比下降 2.62%，收入同比下降 27.0%，收入下降较运量下降快约 24 个百分点，说明上半年租金水平同比快速回落，2 季度环比则持续低位。上半年 BDI 平均值为 1372 点，同比大幅下降 56.65%。截止至 2011 年 6 月 30 日，2011 年公司干散货营运天锁定比例为 63%，各船型锁定的期租水平较 2010 年实现的全年平均水平有所下降，平均降幅约为 30%。
- **集运：量增不抵价跌，转为亏损。**上半年，公司运力和完成箱量同比分别增长 6.3%和 9.8%；单位运价水平同比下降 13.5%，收入同比下降 5%。公司上半年集运业务板块营业利润率为 1.2%，考虑期间费用之后净利率在-5%左右，由 1 季度的略微盈利转为亏损，与中海集运上半年-4.37%的净利率基本相当。分航线来看，亚欧航线是主要航线中运量增速最快，达到 21.9%，这可能与上半年交付了 3 艘 1.3 万 TEU 的大船有关；而亚欧航线单位运价回落幅度也最大，同比下降 28.2%。环比来看，2 季度跨太平洋和亚欧航线的单位运价继续回落。同中海集运比较，运量上升幅度（9.8%）大于中海集运（-3.3%），但单箱收入回落幅度（-13.5%）大于中海集运（-10%）。收入降幅（-5.0%）低于中海集运（-12.9%）。
- 总体判断，2011 年散货业务难以贡献盈利，而集运业务因旺季不旺全年也下调为小幅亏损，集装箱租赁和物流业务贡献盈利稳中有升。我们将公司 2011-2013 年的盈利预测下调为-0.59 元、0.1 元和 0.32 元，评级下调至“中性”。

事件评论

第一，上半年亏损合同回拨 9.87 亿元，新拨备 13.91 亿元

公司于 2010 年底计提的 14.16 亿干散货亏损合同拨备，在 2011 年上半年回拨 9.87 亿（一、二季度分别回拨 8.44 亿和 1.43 亿）。干散货远期运费协议(FFA)因期内 BDI 变动而造成的公允价值变动收益或损失，2011 年上半年为收益 2549 万（一、二季度分别为 1206 万和 1343 万）。干散货远期运费协议(FFA)于期内已交割部分实现的收益或损失在中报中没有列示。上半年新计提干散货亏损合同拨备 13.91 亿元（一、二季度分别为 8.66 亿和 5.25 亿）。

表 1：2007-2010 年 FFA 和亏损合同拨备对业绩的影响(亿元)

	项目说明	金额（亿）	对应财务报表中科目	合计（亿）
2010 年 Q1	FFA 已交割部分实现收益	0.01	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.50	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-5.35	A 股财务报表中列于营业外收支	1.87
	亏损合同回拨	6.71	A 股财务报表冲减营业成本	
2010 年 H1	FFA 已交割部分实现收益	0.07	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.30	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-5.50	A 股财务报表中列于营业外收支	5.57
	亏损合同回拨	10.70	A 股财务报表冲减营业成本	
2010 年 Q3	FFA 已交割部分实现收益	-0.24	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.45	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-4.03	A 股财务报表中列于营业外收支	-1.62
	亏损合同回拨	2.20	A 股财务报表冲减营业成本	
2010Q1-Q3	FFA 已交割部分实现收益	-0.17	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.75	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-9.53	A 股财务报表中列于营业外收支	3.95
	亏损合同回拨	12.90	A 股财务报表冲减营业成本	
2010 年	FFA 已交割部分实现收益	-0.45	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.80	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-11.77	A 股财务报表中列于营业外收支	2.74
	亏损合同回拨	14.16	A 股财务报表冲减营业成本	
2011Q1	FFA 已交割部分实现收益	N.A	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.12	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-8.66	A 股财务报表中列于营业外收支	-0.10
	亏损合同回拨	8.44	A 股财务报表冲减营业成本	
2010 年 H1	FFA 已交割部分实现收益	N.A	投资收益	
	FFA 公允价值变动收益	0.25	公允价值变动收益	
	干散货租船亏损合同拨备	-13.91	A 股财务报表中列于营业外收支	-3.79
	亏损合同回拨	9.87	A 股财务报表冲减营业成本	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，散货亏损扩大，集运由盈转亏

上半年，中国远洋实现收入同比下降 10.44%，毛利率下降 16.21 个百分点至 2.76%，归属于母公司的净利润下降 176.79%至-27.11 亿，EPS 为-0.27 元，亏损幅度超出我们的预期。

其中，2 季度收入环比上升 8.24%，毛利率下降 9.68 个百分点至-1.89%，单季度亏损额从 1 季度的 5.03 亿扩大至 22.07 亿，1、2 季度 EPS 分别为-0.05 元和-0.22 元。

我们认为，上半年公司业绩低于预期，主要在于：1）干散货市场运价大幅回调，BDI 同比下降 57%，公司干散货业

务收入下降 27%，毛利率同比下降 31.1 个百分点至-7.5%，是上半年业绩亏损的主要因素；2）上半年，尤其是 2 季度非集运淡季时运价继续回落，使得集运业务由 1 季度的微利转为上半年的净亏损；3）上半年船用燃油价格同比快速大幅上升 35%，侵蚀利润。

表 2：中国远洋半年度财务数据（单位：百万）

	2011H1	2010H1	同比
集装箱货运量（万 TEU）	324	295	9.81%
干散货货运量（万吨）	13,625	13,992	-2.62%
营业收入	34,228	38,216	-10.44%
营业成本	33,283	30,965	7.48%
毛利率（%）	2.76%	18.97%	-16.21%
销售费用	70	65	6.62%
管理费用	2,377	2,226	6.82%
财务费用	78	364	-78.54%
公允价值变动净收益	115	81	42.28%
投资净收益	1,365	641	112.90%
营业利润	-330	5,144	-106.42%
归属于母公司所有者的净利润	-2,711	3,530	-176.79%
EPS	-0.27	0.35	-177.14%
BDI 均值	1,372	3,165	-56.65%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：中国远洋单季度财务数据（单位：百万）

	2011Q2	同比	环比	2011Q1	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010Q1
集装箱货运量（万 TEU）	178	8.33%	21.44%	146	161	166	164	131
干散货货运量（万吨）	7,118	-0.83%	9.40%	6,507	7,360	6,819	7,178	6,653
营业收入	17,791	-14.42%	8.24%	16,437	20,835	21,550	20,788	17,405
营业成本	18,127	9.63%	19.60%	15,156	17,911	17,433	16,535	14,430
毛利率（%）	-1.89%	-22.35%	-9.68%	7.79%	14.03%	19.10%	20.46%	17.09%
销售费用	37	9.42%	11.42%	33	40	35	34	32
管理费用	1,172	8.54%	-2.73%	1,205	1,303	1,285	1,080	1,126
财务费用	2	-98.31%	-97.60%	76	-157	346	108	258
公允价值变动净收益	95	138.73%	357.37%	21	-13	46	40	41
投资净收益	702	95.19%	5.80%	663	458	655	360	282
营业利润	-879	-126.61%	-260.26%	548	1,697	3,053	3,302	1,837
归属于母公司所有者的净利润	-2,207	-183.49%	-338.67%	-503	1,122	2,113	2,644	883
EPS	-0.22	-184.62%	-340.00%	-0.05	0.11	0.20	0.26	0.09
BDI 均值	1,379	-58.30%	1.03%	1,365	2,364	2,351	3,307	3,027

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：中国远洋分业务情况表

分行业	营业收入（百万）	收入同比（%）	营业成本（百万）	成本同比（%）	营业利润率（%）	利润率同比（%）
集装箱航运业务	17,979	-4.2	17,761	6.1	1.2	-9.6
干散货航运业务	12,227	-27	13,146	2.7	-7.5	-31.1
物流	2,782	71	1,946	126.1	30	-17.1
码头业务	1,024	42.8	683	6.9	33.4	22.4
集装箱租赁	851	1.4	376	-8.8	55.8	4.9
小计	34,863	-9.9	33,912	7.8	2.7	-16
内部抵销	635	28.8	629	28.8	1	0
合计	34,228	-10.4	33,283	7.5	2.8	-16.2

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，干散货：租金水平仍在低位，下半年不容乐观

干散货业务方面，公司上半年完成货运量近 1.36 亿吨，同比下降 2.62%，货运周转量 6876 亿吨海里，同比增长 0.37%。营业收入 122.27 亿，同比下降 27.0%，收入下降较运量下降快约 24 个百分点，说明上半年租金水平同比快速回落，2 季度环比则持续低位。上半年波罗的海干散货运价指数（BDI）平均值为 1372 点，同比大幅下降 56.65%。干散货业务毛利率同比下降 31.1 个百分点至-7.5%，是上半年业绩亏损的主要因素。

截止至 2011 年 6 月 30 日，2011 年公司干散货营运天锁定比例为 63%，各船型锁定的期租水平较 2010 年实现的全年平均水平有所下降，平均降幅约为 30%。

表 5：中国远洋散货业务经营情况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年上半年
BDI 均值	4,510	3,371	3,180	7,070	6,390	2,617	2,758	1,372
同比（%）		-25.25	-5.67	122.33	-9.62	-59.05	5.39	-56.65
周转量(亿吨海里)	9,507	11,909	11,364	13,999	15,000	14,000	14,200	6,876
同比（%）		25.27	-4.58	23.19	7.15	-6.67	1.43	0.37
营业收入(百万元)	29,647	31,142	27,544	49,621	71,611	27,379	32,792	12,227
同比（%）		5.04	-11.55	80.15	44.32	-61.77	19.77	-27.00
营业毛利（百万元）	8,087	9,440	7,122	19,600	23,207	1,288	5,551	-920
同比（%）		16.73	-24.56	175.20	18.40	-94.45	330.98	-123.27
毛利率（%）	27.28	30.31	25.86	39.50	32.41	4.70	16.93	-7.52

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，集运：量增不抵价跌，转为亏损

上半年，公司集装箱运力 63.48 万 TEU，同比增长 6.3%。完成集装箱货运量 324 万 TEU，同比增长 9.8%；实现运输收入 163.39 亿，同比下降 5%。整体单位运价水平同比下降 13.5%。公司上半年集运业务板块营业利润率为 1.2%，考虑期间费用之后净利率在-5%左右，由 1 季度的略微盈利转为亏损，与中海集运上半年-4.37%的净利率基本相当。

分航线来看，亚欧航线是主要航线中运量增速最快，达到 21.9%，这可能与上半年交付了 3 艘 1.3 万 TEU 的大船有关；而亚欧航线单位运价回落幅度也最大，同比下降 28.2%。

环比来看，2 季度跨太平洋和亚欧航线的单位运价继续回落，中国航线单位运价尽管与 1 季度基本持平，但同比已从上升 4.1%转为下降 8.5%。

- 跨太平洋航线货运量为 74.8 万 TEU，同比下降 0.1%，单箱收入同比下降 4.0%，实现收入 59.13 亿，同比下降 4.1%，以 23.1%的运量实现 36.2%的收入。
- 亚欧航线货运量为 71.7 万 TEU，同比增长 21.9%，单箱收入同比下降 28.2%，实现收入 48.90 亿，同比下降 12.5%，以 22.1%的运量实现 29.9%的收入。
- 亚洲区内航线货运量为 81.0 万 TEU，同比增长 2.3%，单箱收入同比下降 4.5%，实现收入 30.47 亿，同比下降 2.3%，以 25.0%的运量实现 18.6%的收入。
- 其他国际航线货运量为 12.4 万 TEU，同比上升 52.2%，单箱收入同比下降 24.1%，实现收入 7.3 亿，同比增长 15.6%，以 3.8%的运量实现 4.5%的收入。
- 中国航线货运量为 84.0 万 TEU，同比上升 13.5%，单箱收入同比下降 8.5%，实现收入 17.57 亿，同比增长 3.9%，以 25.9%的运量实现 10.8%的收入。

同中海集运比较，运量上升幅度(9.8%)大于中海集运(-3.3%)，但单箱收入回落幅度(-13.5%)大于中海集运(-10%)。收入降幅(-5.0%)低于中海集运(-12.9%)。

表 6：中国远洋集装箱业务箱量

	2011H1 (TEU)	占比	2010H1 (TEU)	占比	变动
跨太平洋	747,776	23.1%	748,424	25.4%	-0.1%
亚欧（包括地中海）	717,305	22.1%	588,288	19.9%	21.9%
亚洲区内（包括澳洲）	810,353	25.0%	792,086	26.8%	2.3%
其它国际（包括大西洋）	124,418	3.8%	81,739	2.8%	52.2%
中国	839,782	25.9%	739,583	25.1%	13.5%
合计	3,239,634	100.0%	2,950,120	100.0%	9.8%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：中国远洋集装箱业务收入

	2011H1 (千元)	占比	2010H1 (千元)	占比	变动
跨太平洋	5,913,156	36.2%	6,166,382	35.9%	-4.1%
亚欧（包括地中海）	4,889,916	29.9%	5,587,190	32.5%	-12.5%
亚洲区内（包括澳洲）	3,047,142	18.6%	3,118,171	18.1%	-2.3%
其它国际（包括大西洋）	731,433	4.5%	632,830	3.7%	15.6%
中国	1,757,328	10.8%	1,691,289	9.8%	3.9%
小计	16,338,975	100.0%	17,195,862	100.0%	-5.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 8：中国远洋集装箱业务单位收入

	2011H1 (元/TEU)	2010H1 (元/TEU)	变动
跨太平洋	7,908	8,239	-4.0%
亚欧（包括地中海）	6,817	9,497	-28.2%
亚洲区内（包括澳洲）	3,760	3,937	-4.5%
其它国际（包括大西洋）	5,879	7,742	-24.1%
中国	2,093	2,287	-8.5%
合计	5,043	5,829	-13.5%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 9：中海集运分航线单箱收入情况

主要市场	2011 上半年(元/TEU)	2010 上半年(元/TEU)	同比变动幅度(%)
太平洋航线	7,197	8,097	-11.1%
欧洲/地中海航线	6,508	8,800	-26.0%
亚太航线	3,684	3,104	18.7%
中国国内航线	1,747	1,570	11.3%
其他	24,126	21,096	14.4%
合计	4,065	4,515	-10.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，再次下调盈利预测

2011 年，散货市场面临运力集中投放压力，处于明显供过于求状态。预期 2011 年散货市场运价将相比 2010 年明显下跌，散货船东将徘徊于盈亏边缘线上。

上半年集运市场走势比我们预期的要弱，主要是闲置船回归市场的规模超预期和油价的居高不下。因上半年运力增速过快，今年旺季欧美航线的提价与旺季附加费征收一推再推，目前主干航线的运价依然低于保本点，而船用燃油价格尚未出现类似原油价格的大幅下跌，因此我们认为即使是全球前 20 大的班轮公司，也难逃亏损的境地。目前为止，上半年唯一实现盈利的 2 家班轮公司，一家是行业龙头马士基，另一家是以经营亚洲区内和澳亚航线为主的东方海外。

总体判断，2011 年散货业务难以贡献盈利，而集运业务因旺季不旺全年也下调为小幅亏损，集装箱租赁和物流业务贡献盈利稳中有升。我们将公司 2011-2013 年的盈利预测下调为-0.59 元、0.1 元和 0.32 元，下调至“中性”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	80578	73666	85513	97953	货币资金	47696	36833	42757	48976
营业成本	66310	73217	78820	86575	交易性金融资产	0	115	115	115
毛利	14269	448	6693	11378	应收账款	7855	7171	8312	9506
% 营业收入	17.7%	0.6%	7.8%	11.6%	存货	2318	2564	2758	3029
营业税金及附加	773	707	820	940	预付账款	2360	2612	2809	3084
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	154	141	163	187
销售费用	141	129	149	171	流动资产合计	61025	50060	57767	65780
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	496	496	496	496
管理费用	4793	4382	5087	5827	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	长期股权投资	14584	16584	18584	21004
财务费用	555	201	941	1127	投资性房地产	636	636	636	636
% 营业收入	0.7%	0.3%	1.1%	1.2%	固定资产合计	69188	78181	86937	91426
资产减值损失	-16	11	14	18	无形资产	2742	2605	2475	2351
公允价值变动收益	113	115	0	0	商誉	27	27	27	27
投资收益	1754	2000	2200	2420	递延所得税资产	2101	-2	4	4
营业利润	9890	-2866	1881	5715	其他非流动资产	68	68	68	68
% 营业收入	12.3%	-3.9%	2.2%	5.8%	资产总计	150868	148655	166994	181793
营业外收支	-704	-1000	0	0	短期贷款	6068	10643	25652	33033
利润总额	9186	-3866	1881	5715	应付款项	11826	13084	14075	15453
% 营业收入	11.4%	-5.2%	2.2%	5.8%	预收账款	2905	2656	3083	3531
所得税费用	1192	773	470	1429	应付职工薪酬	3757	4156	4471	4909
净利润	7994	-4639	1411	4287	应交税费	953	718	626	1149
归属于母公司所有者					其他流动负债	2894	3163	3419	3764
的净利润	6761.0	-5991.9	1072.2	3257.8	流动负债合计	28402	34421	51325	61838
少数股东损益	1233	1353	339	1029	长期借款	37586	37586	37586	37586
EPS（元/股）	0.66	-0.59	0.10	0.32	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	3569	-23	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	19091	19091	19091	19091
经营活动现金流净额	11152	-2620	4711	8945	负债合计	88648	91075	108002	118514
取得投资收益	891	0	0	0	归属于母公司	47752	41761	42833	46091
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	20	0	0	0	少数股东权益	14467	15820	16159	17188
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	62220	57581	58992	63278
固定资产投资	-7942	-12619	-12855	-8980	负债及股东权益	150868	148655	166994	181793
其他	-3117	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-11039	-12619	-12855	-8980		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.662	-0.587	0.105	0.319
股权融资	4131	0	0	0	BVPS	4.67	4.09	4.19	4.51
银行贷款增加（减少）	1716	4576	15009	7381	PE	10.93	-12.33	68.89	22.67
筹资成本	1946	-201	-941	-1127	PEG	-0.51	0.57	-3.19	-1.05
其他	-4978	0	0	0	PB	1.55	1.77	1.72	1.60
筹资活动现金流净额	2815	4375	14068	6254	EV/EBITDA	5.01	77.68	13.38	8.34
现金净流量	2928	-10864	5924	6220	ROE	14.2%	-14.3%	2.5%	7.1%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。