中国远洋（601919）

中性/维持评级

股价：RMB6.66

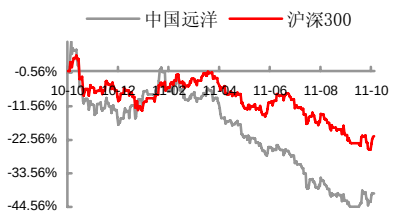
分析师
范倩蕾
SAC 执业证书编号:S1000510120025
(0755)8236 4417
fanql@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	10,216
流通 A 股（百万股）	7,636
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	50,854

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

干散见底，集运不确定性尚存

——中国远洋 2011 年三季报点评

- 中国远洋公布三季报：三季度收入 182.3 亿，同比降 15.5%，环比增 2.5%；1-3 季度收入 524.6 亿，同比降 12.3%。单季归属上市公司股东的净利润 -20.7 亿，-184.6%；扣除非经常损益的 EPS -0.26 元，同比-206.1%。
- **集装箱业务环比经营恶化。**中国远洋集装箱业务载箱量 1-3 季度增长 11.4%，单箱收入则大降 20.7%，致使业务收入降 11.2%。三季度，单箱收入降幅达 30.5%。2010 年，中远集运的集装箱业务毛利率约 14.4%，集装箱业务在三季度经营亏损扩大。
- **干散货租入船继续减少，亏损合同未进一步计提。**公司三季度租入船数量由二季度末的 201 条进一步下降至 170 条，经营杠杆的降低反映了公司对后市谨慎的看法。值得注意的是，公司三季度并未继续进行亏损合同计提。如果公司的亏损合同计提完毕，合同的拨回将帮助公司平滑干散货业务在景气低迷时的业绩，贡献正向的业绩弹性。
- **干散货见底，集装箱业务是未来业绩的变数所在。**公司三季度的毛利率进一步由二季度的-1.9%下降至-5.1%。因 BDI 自三季度末开始上涨，我们判断公司干散货业务的毛利率在 2011 年三季度见底。但集装箱业务则成为来公司业绩变化的变数所在。短期而言，集装箱旺季不旺，业务四季度毛利率可能进一步下滑；中期而言，欧美经济复苏的不确定性对集装箱业务周期方向造成不确定性。
- 我们调整公司 2011-12 年的 EPS 至-0.52/-0.26 元，鉴于对集装箱运输在 2012 年盈利反转的不乐观态度，我们维持公司的“中性”评级。
- 我们提示市场，短期而言，**欧美经济预期好转或催化公司股价。**
- **投资风险：**全球经济复苏进程不确定带来的需求波动可能令运价承压，成本的高涨亦将影响公司业绩。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	80578.4	72390.7	78395.9	88102.5
(+/-%)	44.6	-10.2	8.3	12.4
归属母公司净利润(百万元)	6761.0	-5341.7	-2641.4	829.8
(+/-%)	189.7	-179.0	50.6	131.4
EPS(元)	0.66	-0.52	-0.26	0.08
P/E(倍)	10.1	-13.8	-28.0	89.0

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	61025	40364	33358	36646
现金	47696	28618	22894	25000
应收账款	5913	6805	5268	6013
其他应收款	1942	1401	1587	1822
预付账款	2360	1798	1885	1993
存货	2318	1439	1508	1594
其他流动资产	795	302	216	224
非流动资产	89843	10195	10842	11508
长期投资	14584	14307	15737	17311
固定资产	57262	64062	67884	69826
无形资产	2742	2758	2758	2758
其他非流动资	15255	20832	22040	25187
资产总计	15086	14232	14177	15172
流动负债	28402	51773	57435	69596
短期借款	1669	24798	32335	43461
应付账款	10994	12949	13570	14349
其他流动负债	15739	14026	11530	11786
非流动负债	60246	33061	27375	22445
长期借款	37586	26586	21586	16586
其他非流动负	22660	6475	5789	5859
负债合计	88648	84834	84810	92041
少数股东权益	14467	15947	17575	19366
股本	10216	10216	10216	10216
资本公积	28620	28620	28620	28620
留存收益	11433	5172	2530	3360
归属母公司股	47752	41542	39393	40322
负债和股东权	15086	14232	14177	15172

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	11152	-1804	2772	7513
净利润	7994	-3862	-1013	2621
折旧摊销	3500	4500	4868	5200
财务费用	555	378	1171	1612
投资损失	-1754	-2400	-2160	-2376
营运资金变动	20	2334	-174	540
其他经营现金	836	-2754	80	-85
投资活动现金	-11039	-11099	-9246	-9458
资本支出	8466	11610	10259	10416
长期投资	-3815	2290	1239	1421
其他投资现金	-6388	2801	2252	2378
筹资活动现金	2815	-6176	751	4051
短期借款	-2034	23129	7537	11126
长期借款	-3391	-11000	-5000	-5000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1073	0	0	0
其他筹资现金	9313	-18304	-1786	-2075
现金净增加额	2453	-19079	-5724	2106

利润表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	80578	72391	78396	88103
营业成本	66310	71939	75391	79714
营业税金及附加	773	478	392	581
营业费用	141	152	165	185
管理费用	4793	4705	4704	5110
财务费用	555	378	1171	1612
资产减值损失	-16	0	0	0
公允价值变动收	113	0	0	0
投资净收益	1754	2400	2160	2376
营业利润	9890	-2862	-1267	3276
营业外收入	526	1000	0	0
营业外支出	1229	1300	0	0
利润总额	9186	-3162	-1267	3276
所得税	1192	700	-253	655
净利润	7994	-3862	-1013	2621
少数股东损益	1233	1480	1628	1791
归属母公司净利	6761	-5342	-2641	830
EBITDA	13944	2016	4773	10088
EPS（元）	0.66	-0.52	-0.26	0.08

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	44.6%	-10.2%	8.3%	12.4%
营业利润	74.6%	-128.9	-144.3	158.6
归属母公司净利	-10.3%	-179.0	-149.4	-68.6%
获利能力				
毛利率(%)	17.7%	0.6%	3.8%	9.5%
净利率(%)	8.4%	-7.4%	-3.4%	0.9%
ROE(%)	14.2%	-12.9%	-6.7%	2.1%
ROIC(%)	15.7%	-3.0%	-0.1%	5.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.8%	59.6%	59.8%	60.7%
净负债比率(%)	49.24	64.33	66.63	67.40
流动比率	2.15	0.78	0.58	0.53
速动比率	2.07	0.75	0.55	0.50
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.49	0.55	0.60
应收账款周转率	15	11	12	15
应付账款周转率	6.30	6.01	5.69	5.71
每股指标（元）				
每股收益(最新	0.66	-0.52	-0.26	0.08
每股经营现金流	1.09	-0.18	0.27	0.74
每股净资产(最	4.67	4.07	3.86	3.95
估值比率				
P/E	10.93	-13.80	-28.00	89.00
P/B	1.55	1.78	1.88	1.83
EV/EBITDA	6	42	18	8

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 10%-20%
中　性	股价相对基准波动在 ± 10% 之间
减　持	股价弱于基准 10%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持	行业股票指数超越基准
中　性	行业股票指数基本与基准持平
减　持	行业股票指数明显弱于基准

深　圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上　海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司